



## FROM THE EQUITY DESK

ピーター・サルトリ 日興アセットマネジメント アジア リミテッド アジア株式運用部ヘッド

# ASIAN EQUITY OUTLOOK

2018年4月

本レポートは、2018年4月発行の英語版「ASIAN EQUITY OUTLOOK」の日本語訳です。内容については英語の原本が日本語版に優先します。

## サマリー

- 世界中で市場のボラティリティが大幅に高まるなか、アジア株式市場（日本を除く）は米ドル・ベースのリターンがー1.5%となった。世界的な貿易戦争への懸念や米国のテクノロジー・セクターの下落が市場センチメントの大きな重石となった。一方、米 FRB（連邦準備制度理事会）は予想されていた通り、政策金利を 0.25% 引き上げた。
- 中国では、米国との貿易戦争への不安からセンチメントが悪化したが、年初2ヶ月の経済活動は全般的に堅調となった。北アジアのその他の国については、北朝鮮および米国との緊張関係緩和が追い風となった韓国市場が最も良好なパフォーマンスを見せた。当月は台湾市場も上昇した。
- 反対に、インド市場は、政治的リスクおよび最近の銀行詐欺事件に対する懸念を受けてアンダーパフォーマンスした。アセアン地域では、マレーシアやタイといった経常収支が健全な状況にある国の市場がアウトパフォーマンスした。一方、大幅な経常赤字を抱えている国はパフォーマンスが劣後し、インドネシア市場やフィリピン市場が最も大きく下落した。
- 足元ではボラティリティが高まっているものの、アジア株式市場にとって、地域全般にわたる前向きな構造改革と経済活動拡大というストーリーは依然として損なわれていない。一部に過度な楽観ムードがあることは確かだが、先進国市場に比べて利益成長見通しがより良好であると同時にバリュエーションの魅力度もより高いと引き続き見ている。
- 中国株式に対しては強気な見方を維持し、中でも構造的成長セクターを選好する。一方でインドについては、強気の度合いを後退させながらも、長期的に持続可能な優位性を持った企業の組入れを維持している。韓国と台湾は引き続きテクノロジー・セクターのニッチ分野に注目する一方、

アセアンに対しては相対的に弱気な見方を維持する。

## アジア株式

### 市場環境

#### 3月のアジア株式市場は下落

世界中で市場のボラティリティが大幅に高まるなか、3月のアジア株式市場（日本を除く）は米ドル・ベースのリターンがー1.5%となった。世界的な貿易戦争への懸念や米国のテクノロジー・セクターの下落が市場センチメントの大きな重石となった。ドナルド・トランプ米大統領は、中国が主要な相手国となる鉄鋼とアルミニウムの輸入について追加関税を課す方針を発表したが、これに対して中国は、鋼管製品、ワイン、豚肉などの米国製品に上乗せ関税を課す報復措置を準備していると発表した。FRBは予想されていた通り 0.25% の利上げを実施したが、年内に少なくともあと2回の利上げを見込んでいる。

過去 1 年間におけるアジア株式市場（日本を除く）、新興国株式市場、グローバル株式市場の推移（トータル・リターン）

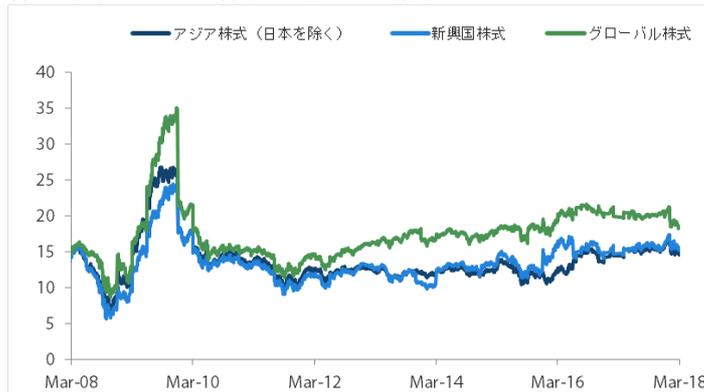


（出所）信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

（期間）2017 年 3 月末～2018 年 3 月末

（注）アジア株式（日本を除く）は MSCI AC Asia インデックス（除く日本）、新興国株式は MSCI Emerging Markets インデックス、グローバル株式は MSCI AC World インデックスを、2017 年 3 月末を 100 として指数化（全て米ドル・ベース）。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

アジア株式市場（日本を除く）、新興国株式市場、グローバル株式市場の PER（株価収益率）の推移



（出所）信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

（期間）2008 年 3 月末～2018 年 3 月末

（注）アジア株式（日本を除く）は MSCI AC Asia インデックス（除く日本）、新興国株式は MSCI Emerging Markets インデックス、グローバル株式は MSCI AC World インデックスのデータ。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

中国市場は貿易戦争懸念により下落

中国市場は、米国との貿易戦争不安が高まったことを受けて、米ドル・ベースのリターンが-3.3%となった。とは言え、年初 2 ヶ月の経済活動は全般的に堅調となり、鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高がすべて健全な伸びを示した。シャドー・バンキングに対する中国政府の取り締まりによって、伝統的な貸し手に回帰する借り手が増えたことから、中国本土の 5 大銀行のうち 3 行で 2017 年の収益が改善した。一方、テクノロジー・セクターは、テンセントの筆頭株主が同社株を売却したことに加え、米国の同セクターが総崩れとなったことから、大幅に下落した。その他では、全国人民代表大会で憲法改正が行われ、国家主席の任期が撤廃された。また、習近平国家主席は

内閣改造を行い、国家副主席に盟友の王岐山氏、中国人民銀行の新総裁に易綱氏を任命した。

韓国および台湾市場はアウトパフォーム

韓国市場は、北朝鮮に加え米国との緊張関係が和らいだことが追い風となり、米ドル・ベースのリターンが+2.5%と域内で最も良好なパフォーマンスを示した。米国と韓国は、発効から 6 年経った 2 国間貿易協定の再交渉の合意に併せて、韓国から米国への鉄鋼輸出に対し関税の適用を除外することで合意した。一方、北朝鮮は、朝鮮半島の非核化協議を行うあいだは核・ミサイル実験を控えることを約束した。台湾市場は、米中間の貿易を巡る緊張が和らいだ様相となったことから月末にかけて反発し、米ドル・ベースのリターンが+1.3%となった。半導体の受託生産を行う台湾積体回路製造 (TSMC) やハイテク・セクター以外の一部の大型株が上昇基調を維持し、2017 年の利益が失望的な内容となった鴻海精密工業の下落分を相殺した。

インド市場は政治懸念を受けて劣後

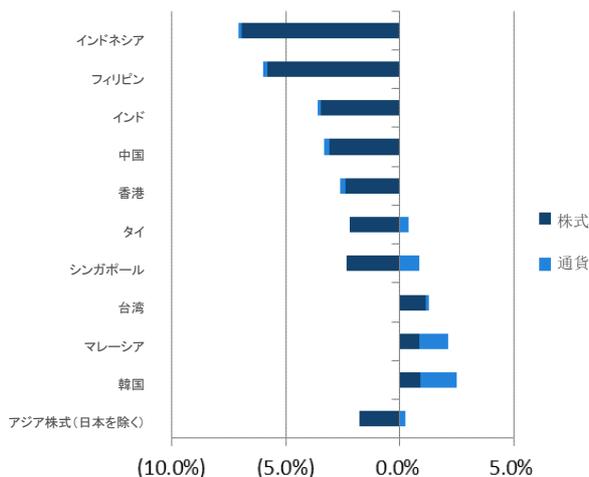
インド市場は、米ドル・ベースのリターンが-3.6%と、アジアの他国市場をアンダーパフォームした。インド人民党 (BJP) が、ウッタルプラデシュ州の 2 つの重要な補欠選挙で敗北し、また主要な連立相手に政権を離脱されたことを受けて、インドの政治的リスクはそれまで市場で過小評価されてきたのではないかと不安が広がった。最近の数十億ドルにのぼる銀行詐欺事件が銀行セクターの規制強化につながる可能性があるとの懸念も、市場センチメントをさらに悪化させた。

アセアン内ではパフォーマンスが乖離

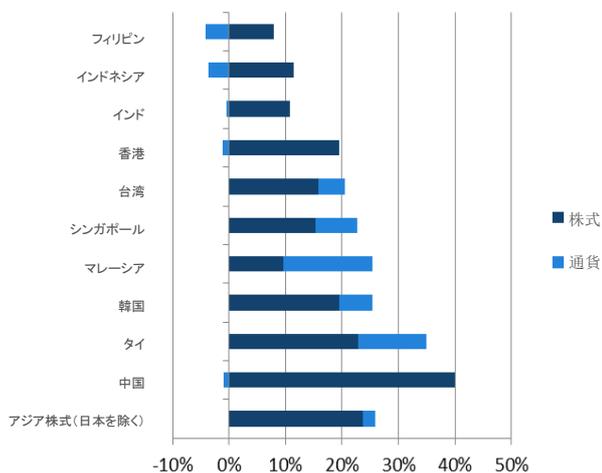
アセアン域内では市場リターンが乖離した。マレーシアやタイといった経常収支が健全な国の市場がアウトパフォームする一方、大幅な経常赤字を抱えている国は劣後し、インドネシアとフィリピンは市場リターンがそれぞれ-7.1%、-6.0%となった。当地域の大半の国では、インフレ圧力が抑制されていることが中央銀行に政策金利を据え置く余裕を与えているが、フィリピンは例外となった。フィリピン中央銀行も指標金利を据え置いたが、物価は燃料および加糖飲料への課税により押し上げられた。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年2月28日~2018年3月31日)



過去1年間(2017年3月31日~2018年3月31日)



(出所) 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

(注) リターンはMSCI AC アジア・インデックス(除く日本)およびそれを構成する各国インデックスに基づく。株式リターンは現地通貨ベース、為替リターンは米ドルベース。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

今後の見通し

一部に過度な楽観ムードがあるものの、引き続きアジア株式は投資妙味が高いと見る

幅広い資産クラスにわたって安定と好リターンが共存する期間が異常なほど長く続いてきたが、ここ数ヶ月は世界的に市場のボラティリティが高まっている。今回のボラティリティ上昇の主因は、米中貿易戦争の危険性の増大、インフレ期待の高まり、グローバル株式市場の一部における過度に割高なバリュエーションなど、複数の要因が重なったことにある。足元ではボラティリティが高まっているものの、アジア株式市場にとって、地域全般にわたる前向きな構造改革と経済活動拡大というストーリーは依然としてほとんど損なわれていない。

さらに、アジア株式のバリュエーションは予想PERが13倍、予想PBRが1.6倍と長期平均近辺にあり、依然として割高感

ない。期待されていた通り、企業利益予想の上方修正は一部の少数セクターから裾野が広がり、最近の株価調整によって質の高い企業の株式を以前よりも大幅に魅力的なバリュエーション水準で購入できる機会がもたらされている。アジア株式は、一部に過度な楽観ムードがあることは確かだが、先進国市場に比べて利益成長見通しがより良好であり、バリュエーションの魅力度もより高いと引き続き見ている。目下、アジア市場にとっての当面のリスクは外的要因、特に世界の債券市場の下落が継続した場合に株式市場が連鎖反応を示すこと、また米中貿易を巡る緊張が高まることだと考える。

中国と香港では引き続き構造的成長セクターを選好

中国および香港の長期的な成長見通しは引き続き、金融セクターの過剰流動性に対する同国の抑制措置に加え供給サイドの改革進行に下支えされている。当社では、観光やヘルスケア、保険といった構造的成長セクターの選好を継続する。貿易については、当社ではアジアの域内貿易の拡大に注目した銘柄選択を行ってきたが、中国にとって米国製品からの分散が加速的急務になると予想しており、アジア域内の貿易は一段と活発化する可能性がある。さらに、米中間の貿易を巡る緊張が高まりインフレ圧力が予想以上に高まれば、食品や生活必需品といった銘柄も恩恵を受けると考えられる。香港は、融資の伸びのさらなる加速や金利先高観が、銀行の収益を引き続き押し上げるとの楽観的な見方を維持する。

インドは強気な見方を維持するがバリュエーションに割高感があることも認識

インドの長期的な展望についてはポジティブな見方を維持する一方、足元ではインド株式市場の一部にかなりの割高感があることも認識している。原油価格の上昇や世界的な金利上昇は、インド経済にとって逆風である。最近導入された、株式に対する長期キャピタル・ゲイン課税や国内の証券取引データを海外取引所へ提供することを禁止する決定は、資本コストが世界的に高まってきているなかで実施されており、インドのように対外資本依存度の高い国にとっては、タイミングとして判断ミスであるように思われる。高額紙幣廃止とGST(物品サービス税)導入に伴う悪影響が薄れるなか、インドの経済成長は2018年に回復すると予想しているが、インド株式に対しては強気の度合いを後退させ、より選別姿勢を強めており、長期的に持続可能な優位性を持った企業や、市場の中でも比較の出遅れ感のある一部の分野を選好している。

韓国と台湾ではニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目

韓国および台湾市場については、ここ数年テクノロジー・セクターの持ち直しが牽引役となってきているが、当社では選別的な姿勢を維持している。過去1年はメモリーチップにおいて大幅な収益の伸びが見られてきたが、新たな生産能力の拡大による影響が織り込まれるにつれ、DRAMやNANDの価格は変動の激しい推移が続いている。中国と韓国は関係正常化において大きな前進を見せたようだが、地政学的リスクが引き続き立ちはだかっている。台湾のテクノロジー・セクターはアップル製品向け需要への依存度が高いが、同社の最新機種スマートフォンの販売台数見通しは下方修正が続いている。したがって、当社では、バリュー・チェーンのニッチ分野で強みを持つ企業、

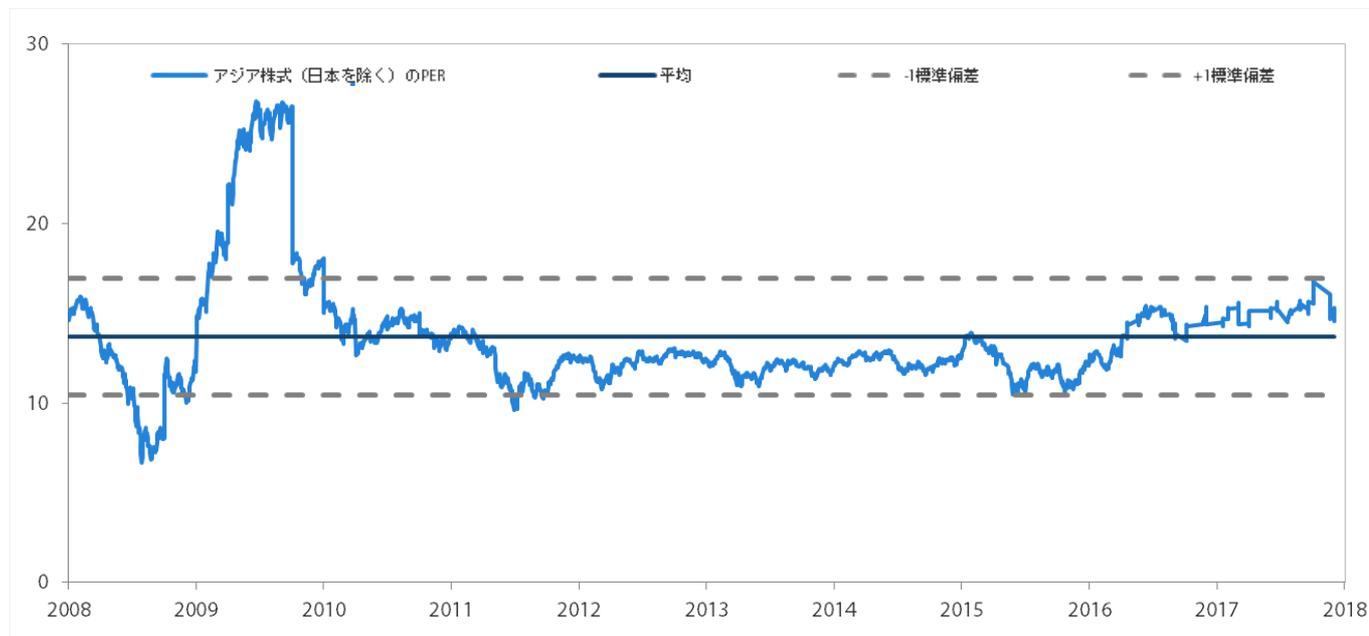
具体的には電気自動車とディスプレイ・ソリューションに注目している。

#### アセアンについては引き続き弱気

アセアンについては、相対的に弱気のスタンスを維持する。アセアンの中では引き続き、成長見通しがより良好でバリュエーションが魅力的なシンガポールとインドネシアを相対的に選好する。フィリピンについては、景気過熱の兆しが強まるとともに資本の流出が通貨に下押し圧力をもたらしている。タイは、消費回復の兆しが芽生えつつあるが、政治の膠着状態が解決されるまでは弱気な見方を維持する。

## 参考データ

### アジア株式市場(日本を除く)のPER



### アジア株式市場(日本を除く)のPBR



(出所) 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

(注) PER、PBRともにMSCI AC Asia インデックス(除く日本)のデータ。実線の水平ライン(中央)は表示期間のデータの平均を、点線の水平ラインは $\pm 1$ 標準偏差を示す。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。