



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5月

本レポートは、2018年5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

- 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0.7%となった。ポアオ・アジアフォーラムで中国が経済の対外開放をさらに進めると約束したことを受けて、貿易戦争不安が後退した。その後、米国の堅調なインフレ指標や原油価格の上昇を受けて世界中の市場が下落圧力に晒された。
- シンガポール市場は、銀行セクターの好調な収益や住宅価格の上昇を背景に、他のアジア市場をアウトパフォームした。その次に堅調だったのはインドで、テクノロジー・セクターの反発が市場全体の上昇を牽引した。中国市場は前月末比横ばいで月末を迎えたが、2018年第1四半期のGDPは好調な成長を示した。その他では、香港および韓国市場が好調な企業収益を受けてアウトパフォームする一方、台湾市場は前月末比で下落して当月を終えた。
- インドネシア市場は、格付け会社ムーディーズが同国を格上げしたものの、利上げ懸念が市場全体の重しとなりアンダーパフォームした。同様に、マレーシア市場は、自国通貨安を受けて米ドル・ベースのリターンがマイナスとなった。フィリピン市場は、インフレ加速や景気過熱をめぐる懸念から、引き続きパフォーマンスが劣後した。
- 足元ではボラティリティが高まっているものの、アジア地域は、企業収益の伸びが加速していることやバリュエーションが比較的魅力的な高い水準にあることから、長期スタンスの投資家にとっては好機をもたらしている。全般的に、これらの市場のリスクプレミアムは、金融・財政政策運営の改善や民間セクターの債務減少を背景として低下している。
- 中国株式に対しては強気な見方を維持し、中でも構造的

成長セクターを嗜好する。一方でインドについては、長期的に持続可能な優位性を持ち、リスク・リターンのトレードオフが妥当な企業を引き続き選好している。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。

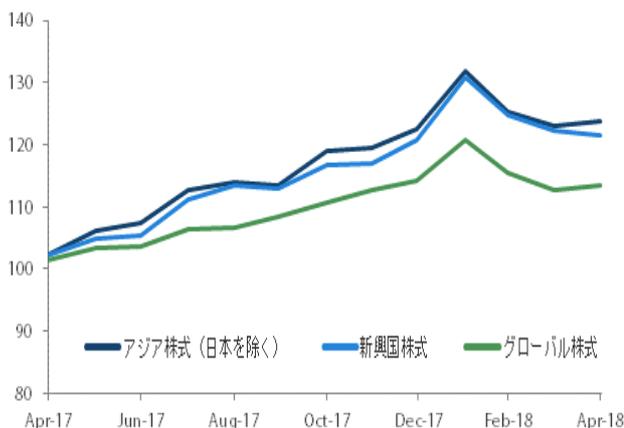
アジア株式

市場環境

4月のアジア株式市場は上昇

4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0.7%となった。当月、中国の習近平国家主席がポアオ・アジアフォーラムで経済の対外開放をさらに進めるとの固い意志を示したことを受けて、貿易戦争不安が後退し、市場の注目は再びマクロ経済指標へと向かった。その後、米国のインフレ指標が堅調だったことに加え、原油価格が上昇したことが引き金となり、米FRB（連邦準備制度理事会）が金融政策の引き締めを加速させる可能性があるとの懸念が高まった。これを受けて米国債利回りが3%を突破したことが、世界中の市場に下落圧力を加えた。

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 4 月末～2018 年 4 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 4 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 4 月末～2018 年 4 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。

シンガポールおよびインド市場は他のアジア市場をアウトパフォーム

シンガポール市場は、銀行セクターの収益が好調だったことや、第 1 四半期の住宅価格の上昇幅が事前予想を上回ったことを背景に、米ドル・ベースのリターンが 6.2%となり、他のアジア市場をアウトパフォームした。同国の 2018 年第 1 四半期の GDP 成長率（速報値）は 4.3%と、製造業およびサービス・セクターが牽引して 2017 年第 4 四半期の 3.6%から改善した。また、MAS（シンガポール金融通貨庁）は、シンガポールドルの名目実効為替レートの政策バンドについて、その幅を据え

置く一方で傾きを「若干」上昇方向に変更した。インド市場は米ドル・ベースのリターンが 4.1%と、域内で 2 番目に好調なパフォーマンスを示した。好決算となった Tata Consultancy Services (TCS) が牽引する形でテクノロジー・セクターが反発し、これを受けて株式市場全体が堅調に推移した。また、農業や消費、および農村部関連の銘柄についても、今年のモンスーン期降雨量が平年並みになるとの予想が株価にとってさらなる追い風となった。

中国市場はテクノロジー・セクターの下落が響いて前月末比横ばい

中国市場は米ドル・ベースのトータル・リターンで前月末比ほぼ横ばいとなった。中国人民銀行は、政策銀行を除く大半の銀行を対象とした預金準備率の 1%引き下げを発表した。この予想外の動きは、それによって解放される資金を小規模企業への融資に振り向けさせることが主な目的であった。また、預金準備率引き下げに先立って発表された 2018 年第 1 四半期の GDP は好調な内容で、市場予想を上回り成長率が 6.8%となった。一方で、米国が中国通信機器大手の中興通信（ZTE）による米国の主要テクノロジー製品の購入を 7 年間禁止するといったことを受けて、中国のテクノロジー銘柄は株価が下落した。

香港および韓国市場はアウトパフォーム、台湾市場は下落

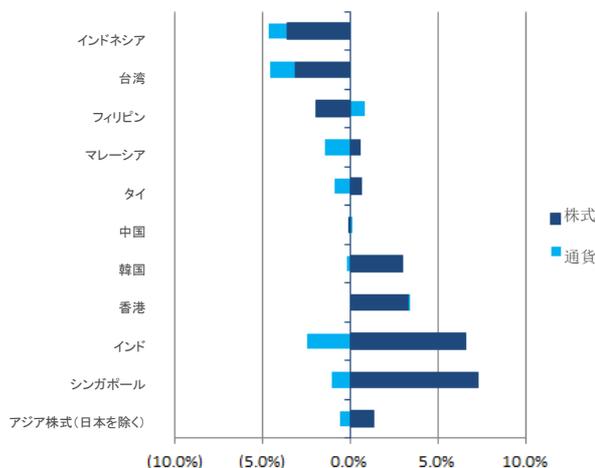
香港市場は米ドル・ベースのリターンが 3.3%となった。金融セクターにおいて、決算結果が好調だったことや、2005 年以来的安値水準まで下落していた香港ドルを下支えするために、中央銀行が 2015 年以降初となる為替介入を実施したことが追い風となった。北アジアの他の国では、韓国市場がサムスン電子の収益上振れや南北関係改善の見通しを受けて上昇し、米ドル・ベースのリターンが 2.7%となった。一方で、台湾市場は米ドル・ベースのリターンが -4.6%となった。台湾積体回路製造（TSMC）がスマートフォン需要の鈍化を理由に通年の売上げ予想を下方修正したことで、テクノロジー・セクターの第 2 四半期収益が不振に終わるのではないかと懸念が高まった。

アセアン内の大半の市場はパフォーマンスが劣後

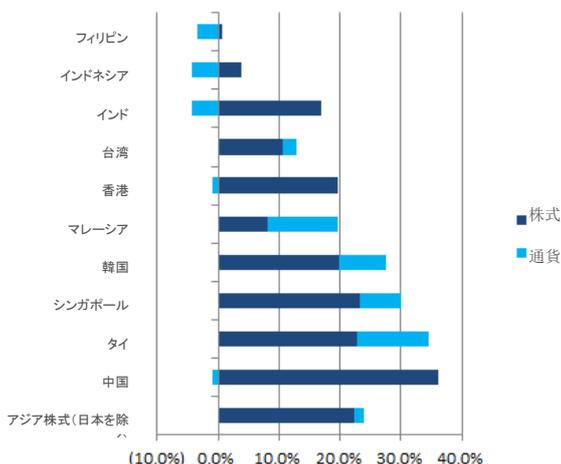
アセアン域内の大半の市場はパフォーマンスが劣後した。インドネシア市場は、ムーディーズが同国のソブリン債格付けを引き上げたものの、米ドル・ベースのリターンが -4.6%となった。企業収益がまちまちな結果となったこと、消費者向けローンの伸びが弱いこと、ルピア安の進行を受けて利上げ懸念が高まったことが、株式市場の重しとなった。マレーシア市場は、自国通貨安が響いて米ドル・ベースのリターンが -0.9%となった。しかし、株価についてはコモディティ価格の上昇や 5 月に控える第 14 回総選挙が支援材料となったため、現地通貨ベースのリターンはプラスとなった。フィリピン市場は、インフレ加速が景気過熱懸念を招き、米ドル・ベースのリターンが -1.2%となった。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年3月31日~2018年4月30日)



過去1年間(2017年4月30日~2018年4月30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

新しい「常態」や比較的魅力の高いバリュエーションは長期スタンスの投資家に好機を提供

トランプ大統領の誕生がボラティリティの上昇を助長してきたことはまちがいない、それまで長期間続いてきたボラティリティが異常に低い状況とは実に対照をなしている。そうした新しい「常態」は、長期スタンスの投資家にとって好機を提供している。当社では、「貿易戦争」の経済的打撃は小さく、その他のより長期的なドライバーを頓挫させるほどのものではないと見ている。「貿易戦争」という言葉は新聞の売上げには貢献しているが、重要なのはそれについてまだ何も政策化されていないという点を認識することだ。影響を受ける当事者が交渉を行える猶予期間は2ヶ月あり、当社では基本シナリオとして、舞台裏

ですべての当事者が受け入れられるディールがまとめられる可能性が高いとの見方を維持している。

アジア地域は企業利益成長率が先進国よりも高く、相対的なバリュエーションも市場の大幅調整前に比べてかなり魅力が高い。新興国市場が回復し始めた時期は2015~2016年のことで、米国やユーロ圏よりも2~3年遅かった。経済成長は依然としてサイクルの序盤~中盤にあり、したがってインフレ圧力も低い。全般的に見て、大半の市場は外貨建てでの資金調達への依存度が低下し、財政収支が改善するとともに為替相場運営の柔軟性も高まっており、そのため、外的ショックに対する脆弱性が大幅に低減されている。それに加えて、民間セクターの債務が対GDP比で減少していることから、これらの市場に伴うリスクプレミアムは低下している。

中国と香港では引き続き構造的成長セクターを选好

中国のより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を抑制する同国の取り組みに加え、供給サイドの改革進行に下支えされている。中国は、GDPと貿易の伸びの間の相関性がアジア諸国(日本を除く)のなかで最も低く、またその相関性は時とともに低下してきている。中国の製造業においては供給サイドの改革が進行しており、同分野に関連する米国の貿易調査の緊急性や重要性は一段と低下するとみられる。習近平国家主席が全国人民代表大会およびボアオ・アジアフォーラムの両方で主要な取り組みを強調しており、その進展状況に大きな注目が集まるだろう。また、今四半期の後半に控えた中国A株のMSCIインデックスへの採用は要注目だ。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。香港では、米国金利との連動性がより高いことによる金利先高感から、銀行セクターが有望視される。

インドは長期的には強気な見方を維持するが、逆風に見舞われる可能性もあり選別姿勢を強める

インドの経済成長は、高額紙幣廃止と昨年6月のGST(物品サービス税)導入に伴う悪影響から回復してきており、2018年後半には持ち直すと見られる。しかし、政治面については、向こう12ヶ月間で州議会選挙と国政選挙の両方が行われるなど、もはや手放しで楽観はできない状況にある。これらの選挙における与党BJP(人民党)の獲得議席数によっては、かなり割高と見られているインド株式市場のリスクプレミアムに大きな影響が及ぶ可能性がある。既に高値圏にある原油価格が依然上昇していることや、金利環境が世界的にタイト化していることは、インド経済にとって逆風になると予想される。当社では、これらのリスクに留意しつつ、インド株式に対して選別姿勢を強めており、持続可能な優位性を持ちリスク・リターンの特長が顕著な企業を选好している。

韓国と台湾ではニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目

韓国と北朝鮮、そして中国間の関係が足元で融和ムードとなっているが、韓国および台湾市場に対しては選別的な姿勢を維持する。韓国では、ウォンの上昇、特に対円でのウォン高が輸出競争力に影響を及ぼしている。台湾のテクノロジー・セクターは、アップル社製品向け需要への依存度が高いほか、「貿易戦争」がもたらし得る混乱の影響を受けやすい。した

がって、当社では、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、全体としては相対的に弱気なスタンスを維持するが、個別市場の相対的な選好度合いを多少変更した。タイでは食品・飲料およびヘルスケア関連の銘柄を一部新た

に選好し、また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は選好姿勢を維持している。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ため、投資回避姿勢を維持する。一方で、インドネシアとマレーシアの両市場では選別的な投資姿勢を維持する。

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±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。