



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8月

本レポートは、2018年8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

- 7月のアジア株式市場(日本を除く)は、中国と韓国が下落したものの、インド、フィリピン、タイおよびマレーシア市場の上昇がそれらを相殺し、全体として小幅な上昇となった。7月はアジア通貨に対して米ドル高が続き、域内の中央銀行の間では米国に続いて政策金利を引き上げるべきか否かが焦点となった。
- 中国株式は下落した。米国との貿易をめぐる対立の影響が直撃したほか、中国政府の債務削減取り組みを受けた経済指標の悪化によって市場の懸念が一段と強まった。
- また、韓国株式も、経済成長期待の後退や韓国ウォン安が嫌気され下落した。
- 7月のインド株式は域内の他国を上回るパフォーマンスを示した。野党主導で議会に提出されたモディ政権に対する不信任決議案は、圧倒的多数で否決された。
- アセアン市場は、タイおよびフィリピンが牽引役となり、6月の下落から回復に転じた。タイは、経済指標が底堅い内容となったことやタイバーツが対米ドルで相対的に堅調な推移を見せたことを背景に、他国を上回るパフォーマンスを示した。フィリピン株式も、同国のソブリン債格付けをムーディーズがBaa2に、フィッチがBBBに維持したことを受けて上昇した。
- マレーシア株式は6月につけた安値水準から反発した。マレーシア中央銀行は、国内外の需要の持続によって同国が経済成長の勢いを維持できるとの見方を根拠に、翌日物政策金利を3.25%に据え置いた。また、インドネシア中央銀行もリバースレポ金利を5.25%に据え置くとともに、タカ派的な金融政策スタンスをあらためて示した。
- 7月のアジアは、いくつかの市場でリリーフ・ラリー(安堵感による相場上昇)が見られたものの、貿易戦争や中国で進行中の債務削減取り組みをめぐる懸念が依然根強

いなか、地域全体としてはボラティリティの高い展開が続いた。アジア市場の綾押しを受けて、より長期スタンスの投資家にとっては、複数の分野においてバリュエーションが魅力的な投資機会が現れ始めている。

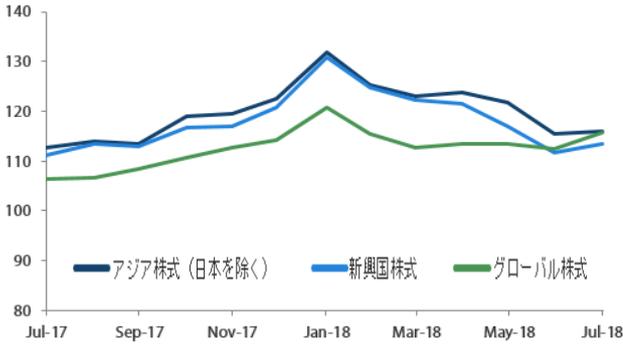
アジア株式

市場環境

7月のアジア株式市場は小幅に上昇

7月のアジア諸国の株式市場は、保護貿易主義をめぐる懸念や市場センチメントの弱さを背景に、まちまちのパフォーマンスで月を終えた。米国が対象に挙げた中国製品に追加関税を発動すると、中国も同額相当の米国製品に対して報復関税を課した。トランプ大統領は、米FRB(連邦準備制度理事会)のタカ派的な金融政策スタンスに反対であることを公言し、一部から批判を浴びた。7月はアジア通貨に対して米ドル高が続き、インド、フィリピン、インドネシアなど経常収支が赤字でインフレ圧力が高止まりしている国々を中心に、域内の中央銀行の間では米国に続いて政策金利を引き上げるべきか否かが焦点となった。こうしたなか、アジア株式市場(日本を除く)は、中国および韓国が下落したものの、インド、フィリピン、タイおよびマレーシアが上昇してそれらを相殺し、米ドルベースのリターンが0.8%となった。

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 7 月末～2018 年 7 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 7 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) 2017 年 7 月末～2018 年 7 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。

中国および韓国市場は下落

中国株式は、米国との貿易をめぐる対立の影響が直撃して下落した。中国政府の債務削減取り組みを受けた経済指標の悪化によって市場の懸念が一段と強まったことから、政府は、インフラ投資拡大や減税加速を含め、財政政策をより積極化させる意向を発表するに至った。また、中国人民銀行は5,000億人民元の流動性を銀行制度システムに注入したが、下落傾向の人民元を支えるために為替介入に動く気配はほぼ見られなかった。中国のヘルスケア関連銘柄はワクチン・スキンドルのニュースが打撃となる一方、インターネット関連銘柄は米国のFAANG(フェイスブック、アマゾン、アップル、ネットフリックス、グーグル)株やテクノロジー・セクターに連れて下落した。

韓国株式は、経済成長期待の後退や韓国ウォン安が嫌気され下落した。韓国の企画財政部は、隔年の経済政策報告書において、労働市場の弱さや世界の貿易をめぐる緊張を理由

に 2018 年の GDP 成長率予想を 3.0%から 2.9%へと下方修正した。当月に軟調さが目立ったセクターの 1 つはヘルスケア関連株で、とりわけ、合併会社の 1 つにおける会計ルール違反で捜査を受けている医薬品受託製造大手の Samsung Biologics は大きく下落した。

インド市場は他国を上回るパフォーマンス

インドをはじめ貿易依存度が比較的低い国の市場は、当月、他国を上回るパフォーマンスを示した。インドでは、野党主導で議会に提出されたモディ政権に対する不信任決議案が、圧倒的多数で否決された。2019 年に選挙を控えるなか、今回の勝利はモディ政権の支持基盤の強さを物語った。一方で、コアインフレ率は、RBI(インド準備銀行)の目標レンジである 2~6%を 2 ヶ月連続で上回った。RBI は、6 月の政策金利引き上げに続き、8 月に開催される次回会合でも再び利上げを行うと見られている。当月のインド株式市場のリターンは米ドル・ベースで 6.5%となった。

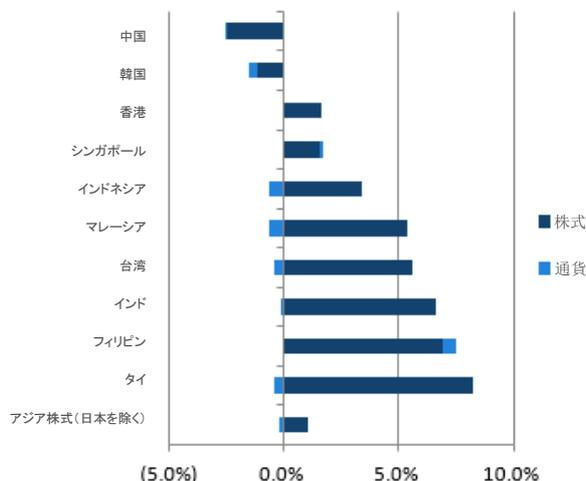
アセアン市場はこれまでの低迷から持ち直す

アセアン市場は 6 月の下落から回復に転じた。タイは、経済指標が底堅い内容になったことやタイバーツが対米ドルで相対的に堅調な推移を見せたことに支えられ、7 月はアジア株式市場(日本を除く)の中で最も良好なパフォーマンスを示した。同国の大手 4 銀行が発表した第 2 四半期の利益は、電子取引の手数料無料化を決定したことのマイナスが他の非金利収入や信用コストの改善によって相殺され、事前予想を上回った。金融株は、食品やエネルギー関連銘柄とともにリリース・ラリーを見せた。フィリピン株式も、同国のソブリン債格付けをムーディーズが Baa2 に、フィッチが BBB に維持したことを受けて上昇した。6 月の CPI(消費者物価指数)上昇率が 5.2%に加速したと報じられるなか、インフレの高止まりには貿易赤字の拡大とともに注目が集まったが、中央銀行のエスペニリャ総裁は、インフレリスクやペソ安に先手を打つべく金融政策をさらに引き締める意向を示し、市場を安心させた。また、ドゥテルテ大統領は 3 回目となる施政方針演説の中で、自身が進めている税制改革パッケージの必要性をあらためて強調した。

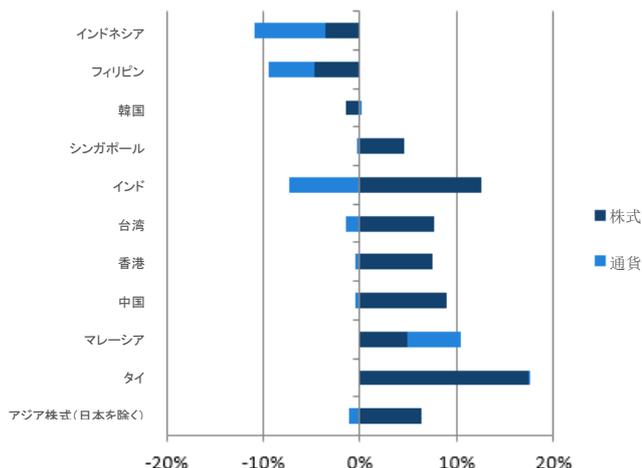
マレーシア株式は 6 月につけた安値水準から反発した。マレーシア中央銀行は、国内外の需要の持続によって同国が経済成長の勢いを維持できるとの見方を根拠に、翌日物政策金利を 3.25%に据え置いた。また、インドネシア中央銀行もリバースレポ金利を 5.25%に据え置くとともに、タカ派的な金融政策スタンスをあらためて示した。6 月の CPI 上昇率は概ね事前予想通りの 3.12%となった。その他では、シンガポール政府が、不動産市場の過熱を事前に抑制するための措置を複数発表するとともに、金利上昇や来たる新規供給の波について市場参加者に警戒を呼びかけた。このニュースを受けて、シンガポール市場を代表する銀行株や不動産株は、株価指数での構成比率が高い銘柄を含めて大きく売られた。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年6月30日~2018年7月31日)



過去1年間(2017年7月31日~2018年7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

アジア市場のバリュエーションは依然として魅力的

7月のアジアは、いくつかの市場でリリーフ・ラリーが見られたものの、貿易戦争や中国で進行中の債務削減取り組みをめぐる懸念が依然根強いなか、地域全体としてはボラティリティの高い展開が続いた。また、中央銀行のバランスシート縮小やFRBのタカ派姿勢もますますグローバル市場にとっての逆風要因となっており、対米ドルでの通貨下落から金融政策の引き締めを余儀無くされるケースが見られている。中国については、金融システム浄化の手を緩めるとは思わないが、ここから先は成長が鈍化し始めるにつれて政策を徐々に緩和していくものと見ている。アジア市場の綾押しを受けて、より長期スタ

ンスの投資家にとっては、複数の分野においてバリュエーションが魅力的な投資機会が現れ始めている。現在の水準はPBRが1.5倍、PERが12.8倍と、世界金融危機以降の平均値程度となっている。

中国では国内消費関連セクターに注目

中国が金融セクターの浄化や成長の量から質への転換に注力していることは、長期的に見て正しい方向への歩みであるが、貿易をめぐる対立の激化や米国の利上げが加わったことが、それらの取り組みを複雑なものとしている。今ではこれが、先だって売りが見られていた景気循環性の強いセクターに加え、インターネットやテクノロジーなど多くのグロスおよびイノベーション・セクターにわたって利益確定売りを招いている。当社では、バリュエーションが魅力的な投資機会が現れ始めているA株とH株の両市場において、複数の投資アイデアの精査を積極的に進めている。足元では、ヘルスケア、保険、観光といったより国内消費連動型の銘柄を嗜好する一方、インターネット関連銘柄に対しては相対的に弱気な見方を維持している。

インドでは農村部需要やインフラ投資が拡大

年初からしばらく軟調な地合いが続いたインド市場は、回復に転じている。ITサービス・セクターの復活や旺盛な国内消費が追い風となったほか、GST(物品・サービス税)導入や高額紙幣廃止、不動産規制法などの規制改革によってもたらされた経済の再編傾向も支援材料となった。足元では、農村部の需要拡大、インフラ分野における公共投資の加速、輸出の安定化、民間設備投資回復の早期兆候が見られている。現政権に対して出された不信任決議案は、元々の意図と逆の影響をもたらしたようで、2019年の国政選挙を前に、すでに過半数を占めていたモディ首相への支持がさらに伸びている。決算発表シーズンはまちまちな結果となっているが、注目すべきは、ICICI銀行の四半期決算が多額の不良債権処理費用を理由に初の赤字となったことである。この決算結果は、インドのホールセール銀行が過去の不良債権サイクルからようやく復活してきているかもしれない証拠として好感された。当社では、こうした動きは企業の設備投資が加速するために必要な前提条件であると考えている。

韓国と台湾については選別的な姿勢を維持

北アジアでは、米朝首脳会談をめぐる沸いた高揚感も消え去っており、韓国経済は輸出と国内消費の両面において鈍化してきている感がある。消費者信頼感は弱まっており、強い期待が寄せられている中国市場での売上げ拡大はまだ現実のものとなっていない。当社では、韓国および台湾に対して選別的な姿勢を維持する。メモリー価格は高止まりしているが、需要見通しの不透明感が強まっていることを考えると、この状況がどれくらい続くかは不確かだ。一方で、アップル社による年次の新型iPhone投入サイクルを受けて、今後数カ月のうちに台湾の多くのサプライヤー企業に再び投資家の関心が集まることになると予想しており、当社では引き続き、半導体、最先端パッケージング、高速伝送インターフェースといったサブセクターのように構造的成長が見込まれる分野を嗜好する。

アセアンについては弱気な見方を維持

シンガポール当局が予想外に不動産市場の引き締めに関い

たことを受けて、アセアン域内における各国市場の投資姿勢に多少の変更を加えた。インドネシアに対しては長らく弱気な見方をしてきたが、消費回復の兆しが次第に増えてきている。こうした消費の回復は選挙が実施されるまでは緩やかなペースにとどまると見ているが、バリュエーションが魅力的と見受けられる銘柄については組み入れを再開している。タイ市場は、個別銘柄リサーチを基に強い確信を持っている銘柄が複数存在することから、引き続きアセアン域内で選好する。フィリピンについては、金融政策引き締め観測が国内の経済や信用サイクルに予想以上の悪影響を及ぼしているのが見てとれるため、投資回避姿勢を維持している。マレーシアの政治面の大きな変化は、長期的にはポジティブな要因となるかもしれないが、足元では同国株式市場の大部分の企業に対して大きな収益見通しの不透明感をもたらしていることから、当面は弱気な見方を維持しつつ、一方で積極的に投資アイデアの精査を進めている。

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、2018年7月末現在。

(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。