



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9月

本レポートは、2018年9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

- 8月のアジア株式市場(日本を除く)は、アジア諸国の通貨安が大きく響き、米ドル・ベースでのリターンが-1.02%となった。貿易戦争の激化懸念や新興国全般への混乱拡大リスクが投資家心理に大きく影響した。当月、米FRB(連邦準備制度理事会)は政策金利を据え置いた。
- 貿易をめぐって続く米中の対立が中国と香港の両経済の重石となり続けるなか、8月は両株式市場のパフォーマンスが域内の他市場に劣後した。中国人民元が対米ドルで数年ぶりの安値水準まで下落したことを受けて、中国の中央銀行は通貨下支え策を再導入した。
- 8月の韓国および台湾の両市場は、域内の他市場を上回るパフォーマンスを示した。韓国では通貨ウォンが対米ドルで上昇し、また台湾ではテクノロジー・セクターにおけるポジティブな動向が株式市場を押し上げた。
- インド市場は、ルピー安にもかかわらず、GDPの力強い伸びを背景とする株価の上昇により、米ドル・ベースの月次リターンがプラスとなった。インド準備銀行は、レポ金利を0.25%引き上げて6.5%とした。
- アセアン市場は、フィリピンが相対的に堅調だった一方でシンガポールが劣後するなど、まちまちのパフォーマンスとなった。フィリピンとインドネシアの両国の中央銀行は、インフレ懸念と経常赤字を抑えるために政策金利を引き上げた。
- アジア株式市場(日本を除く)は、台湾とインドを除き大半が調整局面を迎えており、年初来の下落幅が5~10%にのぼっている。これらの市場の多くでは国内のファンダメンタルズが改善していることに加え、アジア諸国は引き続きより優れた高い成長性をより魅力的なバリュエーションで提供しており、米ドル高への耐性についても他地域に比べて有利である。

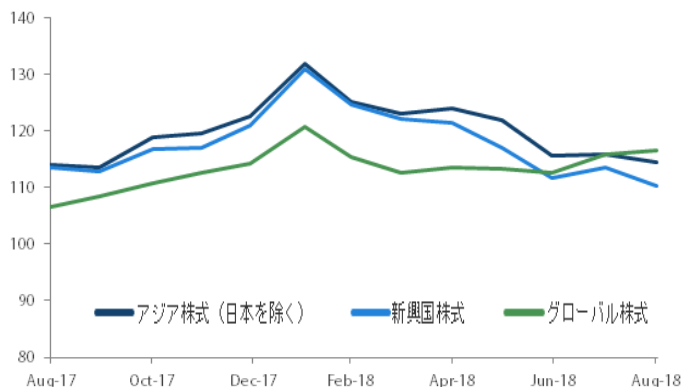
アジア株式

市場環境

8月のアジア株式の市場リターンはマイナス

8月のアジア株式市場(日本を除く)は、アジア諸国の通貨安が大きく響き、米ドル・ベースでのリターンが-1.02%となった。米中間の通商交渉が進展の兆しなく終わり、世界的な貿易懸念が市場センチメントを左右する展開が続いた。貿易戦争が激化し、米国と中国はそれぞれ互いの160億米ドル相当の輸入品に追加関税を課した。その他では、アルゼンチンの通貨危機や米国の対トルコ経済制裁が投資家のリスク選好意欲をそぎ、新興国株式の重石となった。米FRBは8月は政策金利を据え置いた。コモディティ市場では、米国の原油在庫減少やイランとベネズエラの原油供給阻害見通しを受けて、原油価格が10%上昇した。

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 8 月末～2018 年 8 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 8 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 8 月末～2018 年 8 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。

中国および香港市場はパフォーマンスが劣後

中国および香港市場は米ドル・ベースのリターンがそれぞれ -3.8%、-2.3%となり、域内の他市場に劣後した。中国では、8 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）が 51.3 へと上昇する一方、7 月の固定資産投資と小売売上高は伸びが鈍化した。貿易戦争や金融システムの債務削減が経済成長を妨げているとの懸念が高まるなか、中国当局は、経済を下支えするとともに市場の予想を安定化させるために、金融および財政政策を緩和した。また、人民元が対米ドルで数年ぶりの安値水準まで下落したことを受けて、中央銀行も通貨下支え策を再導入する対応を見せた。個別企業に関するニュースでは、テンセント

の 2018 年第 2 四半期決算が前年同期比で 2% の減益となり、近年で最も厳しい四半期決算結果となった。また、中国当局が新しいビデオゲームの発売を事実上凍結する規制強化を打ち出したことも、同社にとって打撃となった。香港では、貿易をめぐる米中間の対立激化や米国の金利上昇が重石となり、第 2 四半期の GDP 成長率が前年同期比 3.5% へと減速した。

韓国および台湾市場は他国を上回るパフォーマンス

北アジアでは、韓国および台湾市場の米ドル・ベースのリターンがそれぞれ 1.9%、1.0% となり、他国を上回るパフォーマンスを示した。韓国ウォンは、タイバーツ以外では、8 月に米ドルに対して上昇した唯一のアジア通貨となった。韓国の企画財政部は、雇用創出関連予算の 22% 増を求めるなど、過去 10 年間で増加率が最大となる予算案を提示した。台湾では、新型 iPhone の発売に向けた期待が高まり、アップル社に部品を提供する国内サプライヤー企業の株価が上昇した。また、TSMC（台湾積体回路製造）は、ウイルス攻撃を受けて稼働停止していた複数の工場が復旧したことや、米国のライバル企業であるグローバルファウンドリーズ社が半導体開発プログラムの断念を決定したことを受けて、株価が反発した。

インド市場は好調な GDP 成長を受けて浮揚

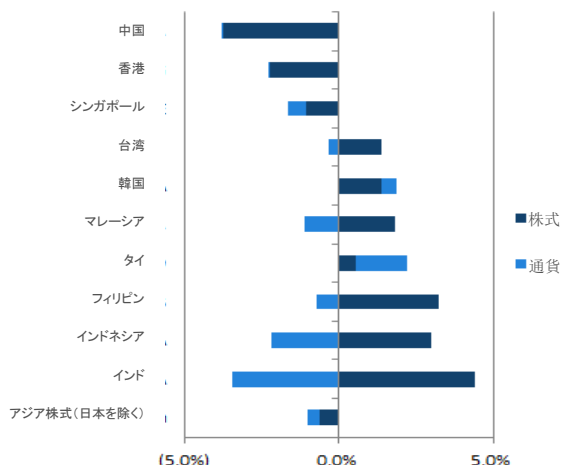
インド市場は、大幅なルピー安にもかかわらず、米ドル・ベースの月次リターンがプラスとなった。インドの 2018 年 4-6 月期の GDP 成長率は前年同期比 8.2% へと加速した。一方で、2018 年 4 月～7 月の財政赤字額が政府の通年予算の 87% 相当に達するなど、8 月は同国のマクロ経済情勢をめぐる懸念が強まったことを受けて、インドルピーが対米ドルで史上最安値をつけた。インド準備銀行は、8 月の初めに開催された会合で、政策金利であるレポ金利を 0.25% 引き上げて 6.5% とした。

アセアン市場のパフォーマンスはまちまち

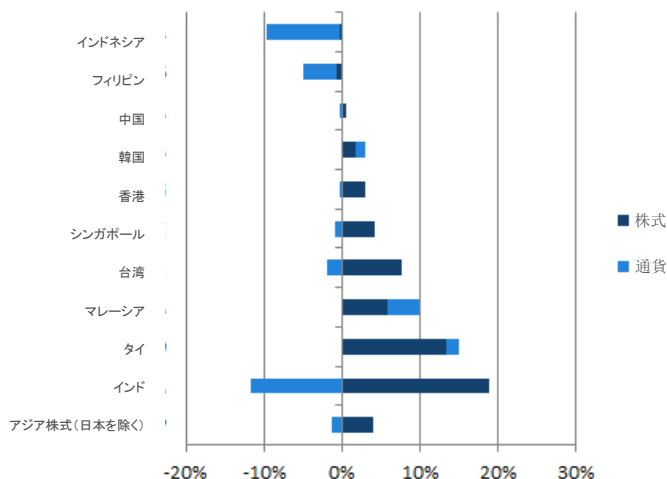
アセアン市場は、フィリピンが相対的に堅調だった一方でシンガポールが劣後するなど、まちまちなパフォーマンスを示した。フィリピンは 2018 年第 2 四半期の経済成長率が域内で最も高い水準となった。同国の中央銀行は、インフレ期待を抑制するために、5 月と 6 月の 2 ヶ月連続で政策金利を 0.25% 引き上げたのに続き、8 月にも 0.50% の積極的な利上げを実施した。インドネシア中央銀行も、経常赤字を抑制するべく 0.25% の利上げを行った。その他、シンガポールについては、貿易をめぐる懸念が強まったことや、第 2 四半期の GDP 成長率が市場予想を下回り前期の 4.5% から減速の 3.9% となったことが、市場の重石となった。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年7月31日~2018年8月31日)



過去1年間(2017年8月31日~2018年8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

アジア市場が実際、世界の他のどの地域と比べてもより優れた成長性をより魅力的なバリュエーションで提供していることは、十分に認識されている。これらの国々が以前に比べて米ドル高への対応力を増していることもよく知られている。しかし、それが無視されてきているのは、貿易戦争をめぐる緊張が続いているが故だ。確かに、世界の複数の経済大国では現在、非常に独断的なリーダーが政権を握っており、政策余地が限定されていることから、当面は何らかの解決に至る見込みは薄いように見える。しかし、そうした見方は木を見て森を見ないのと同じだ。台湾とインドは例外だが、アジア株式市場(日本を除く)の大半は年初来の調整幅が5~10%にのぼっており、当社では悪材料の織り込みが進んでいると考えている。また、アジアの多くの市場では国内のファンダメンタルズに改善が見られて

いる。

中国では国内消費関連やヘルスケア関連セクターに注目

中国は、短期的には経済成長に幾分悪影響が及ぶものの、金融システムの債務削減に注力する姿勢を変えていない。最近まで、海外投資家は中国金融システムの浄化を声高に支持していた。足元では、広範な改革が進行しているなかにあっても、市場は大きく売り込まれている。経済成長の量から質へと政策の重点がシフトしたことは、長期的に持続可能なリターンの実現に向けた良好な兆しである。したがって、現在の市場の緩押しは、長期スタンスの投資家にとって、複数年にわたり構造的な追い風を受ける優良経営企業の株式を買い増す好機を提供している。とりわけ、国内消費関連やヘルスケア関連セクターで持続的成長が見込まれる優れた企業の株価は魅力的な水準にある。

インド市場はバリュエーションに基づいて強気度を引き下げる方向

インドは貿易戦争の悪影響を比較的受けにくいことから、年初来パフォーマンスにおいて域内の他国を上回ってきた。それに加え、国内のミューチュアル・ファンドへの資金流入が(ペースを落としながらも)続いていることによって、株価指数での構成比率が大きい銘柄が買い上げられているため、概してバリュエーションはもはや魅力的な水準にはない。農村部の需要拡大の兆し、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の兆候が見られているが、これらを材料とする楽観的な見方は既にバリュエーションに反映されている。野党は2019年の総選挙に大同団結を強めて臨むべく、様々な連携を模索しているようである。したがって、当社は今後数四半期において、インドに対する強気度をトーンダウンする方向で検討する。

韓国と台湾は選別的な姿勢を維持

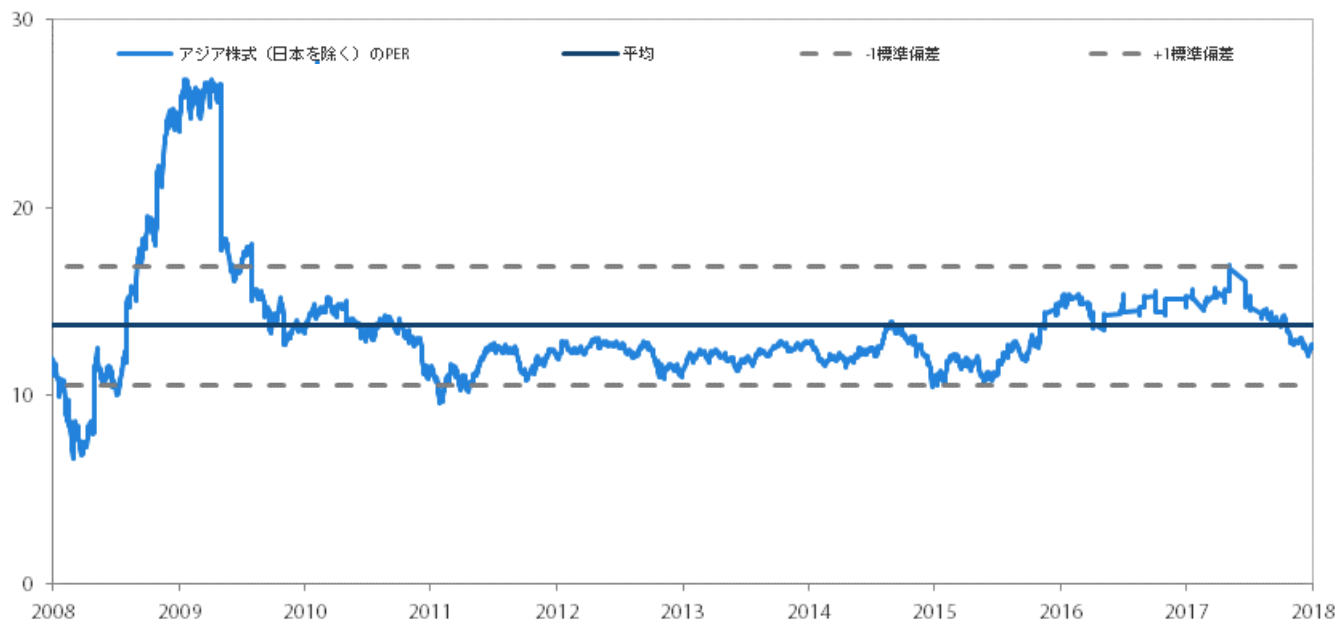
米朝首脳会談をめぐる沸いた高揚感は薄れてきており、韓国の文大統領が対北融和策を継続しているものの、市場の注目は経済指標の鈍化に集まっている。したがって、当社では、韓国に対して選別的な姿勢を維持する。台湾では、テクノロジー・セクターの一部に投資妙味がある。アップル社による年次の新型iPhone投入サイクルを受けて、今後数ヵ月のうちに台湾の多くのサプライヤー企業に再び投資家の関心が集まることになると見られ、当社では引き続き、半導体、最先端パッケージング、高速伝送インターフェースといったサブセクターのように構造的成長が見込まれる分野を選好する。

アセアンについては弱気な見方を維持

アセアン域内では、インドネシアにおいて消費回復の早期の兆候が見られていることは好材料だが、選挙が終わるまでインフラ投資見通しは引き続き盛り上がり欠けると思われる。タイ市場は、個別銘柄ベースで妙味のある投資機会が見られる。フィリピンについては、最悪期は過ぎた感があるものの、政府の財政状態を考えればまだ厳しい状況を脱してはいない。マレーシアは、もし新政権が選挙公約を実現できれば中長期的に大きなプラス材料となる可能性があるという点で妙味があるが、当社では、その確証が得られるまでは様子見姿勢が妥当と考える。

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8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。