



## 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10月

本レポートは、2018年10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

- 9月のアジア株式市場(日本を除く)は、米ドル・ベースでのリターンが-1.38%となった。継続中の米中貿易摩擦や原油価格の上昇がパフォーマンスの主な重石となった。月中、米FRB(連邦準備制度理事会)は、経済指標が好調となるなか、大方の予想通り今年3度目となる利上げを実施した。
- 中国経済が製造業セクターを中心に激化する貿易戦争の打撃を受けていると見られるなか、同国の株式市場は下落した。しかし、政府が国内の消費を押し上げる取り組みを実施することや、FTSEやMSCIが主要インデックスへの中国の組入れについてポジティブな発表を行ったことを受けて、市場センチメントは月末にかけて改善した。香港市場は、銀行のプライム・レート(最優遇貸出金利)引き上げを受けて不動産セクターのセンチメントが悪化したことから、北アジアの他市場に劣後した。
- 9月の韓国および台湾の両市場は、引き続き地域全体を上回るパフォーマンスを示した。韓国は、新規受注の加速を受けて製造業の生産活動が7ヶ月ぶりに拡大方向に転じた。同様に台湾も、輸出向け受注が米国からの旺盛な需要によって押し上げられた。
- インド市場は、拡大する経常赤字への不安、ルピーの下落、ノンバンク金融セクターの健全性への懸念が重石となり、パフォーマンスが域内で最も低調となった。
- アセアン市場は、タイやシンガポールが相対的に堅調だった一方で、フィリピン、インドネシア、マレーシアが劣後するなど、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中央銀行は2ヶ月連続で政策金利を引き上げ、またインドネシア政府は通貨ルピアのボラティリティ抑制措置を実施した。
- アジアでは、米ドル高や原油価格の上昇、中国の債務削減への取り組み、米中間の貿易摩擦の激化が、足元の構造的ポテンシャルに引き続き影を落としている。より長い投

資ホライズンを持つ長期投資家にとっては、アジア諸国の市場がリスクオフ環境となっていることでバリュエーションが魅力的な水準となっている。

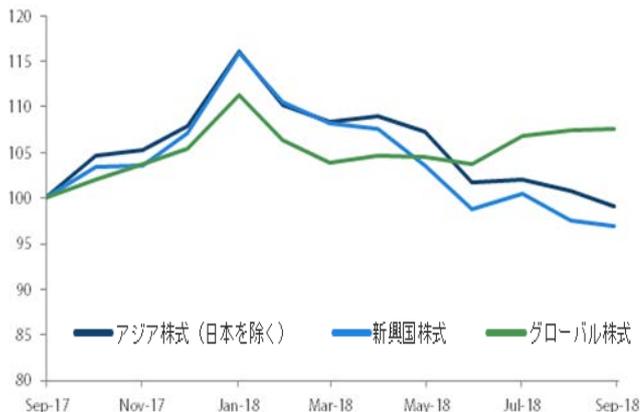
## アジア株式

### 市場環境

#### 9月のアジア株式の市場リターンはマイナス

9月のアジア株式市場(日本を除く)は、米国と中国が貿易戦争長期化を辞さない構えを見せるなか、米ドル・ベースでのリターンが-1.38%となった。両国サイドでさらなる関税が発動され、中国は予定されていた米国との貿易協議再開を取りやめた。その他のニュースでは、米FRBが、着実な経済成長や底堅い雇用市場を受けて、予想されていた通り今年3度目となる利上げを実施した。原油価格は、11月に発効する予定の米国の対イラン制裁を前に、供給逼迫化予想から1バレル=80米ドルを上回って月を終えた。

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 9 月末～2018 年 9 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 9 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 9 月末～2018 年 9 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北アジア内で劣後

中国市場は、米ドル・ベースのリターンが-1.4%と、地域全体と同水準になった。貿易戦争は、製造業セクターを中心としてすでに経済にある程度の影響を及ぼしている模様で、これを受けて、政策当局は鉄道・道路建設プロジェクトへの投資拡大を発表するとともに、金融機関に対して小規模輸出企業への支援強化を指示した。国家統計局発表の 9 月の製造業 PMI（購

買担当者景気指数）は、輸出向け新規受注の減少を受けて 50.8 と 8 月の 51.3 から低下した。しかし、同局発表の非製造業 PMI は 54.9 へと上昇し、サービス分野や建設分野の内需は依然として堅調であることが示された。その他では、世界的なインデックス提供会社の FTSE が、2019 年 6 月から中国 A 株を同社の主要ベンチマークに採用する見込みであると述べた。これに加えて、MSCI が同社インデックスにおける中国株式の構成比率を来年に引き上げることを検討すると発表したため、市場センチメントは月末にかけて改善した。香港市場は 9 月、若干下落してリターンが-0.3%となった。大手銀行が 12 年ぶりにプライム・レートを引き上げたことから、不動産セクターのセンチメントが悪化した。

北アジアのその他の市場は相対的に堅調

北アジアのその他の市場については、韓国と台湾が相対的に堅調なパフォーマンスを示し、リターンはそれぞれ+0.4%、+0.3%となった。韓国は、貿易をめぐる緊張が高まるなかにあっても 9 月の製造業 PMI が新規受注の加速を受けて 51.3 に上昇し、製造業の生産活動が 7 ヶ月ぶりに拡大方向に転じた。台湾では、8 月の輸出向け受注が、米国からの底堅い需要に押し上げられ前年同月比で 7.1%増加した。しかし、継続中の貿易摩擦によって景況感の低迷が続くなか、9 月の製造業 PMI は 8 月の 53 から 50.8 に低下した。

インド市場は最も劣後

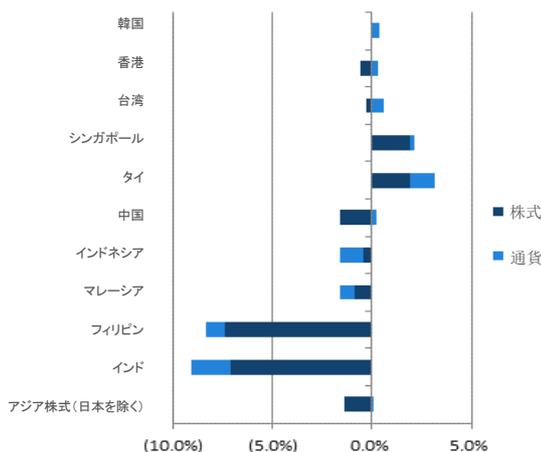
インドは、前月まで年初来のパフォーマンスが最も好調だったが、当月は、経常赤字拡大に対する不安から米ドル・ベースのリターンが-9.1%と、域内で最も劣後した市場となった。加えて、ノンバンク金融会社（NBFC）は、Infrastructure Leasing and Financial Services (IL&FS) の資金難がセクター全体の健全性への懸念につながったことから、流動性逼迫化や規制強化といった懸念が高まり打撃を受けた。また、通貨ルピーも金融市場のボラティリティの高まりや新興国市場の懸念拡大によって年初来で下落しており、対米ドルで最安値をつけた。これを受けて政府は、通貨および国内製造業のサポートを図るべく、一部の輸入品目の関税を引き上げた。

アセアン市場のパフォーマンスはまちまち

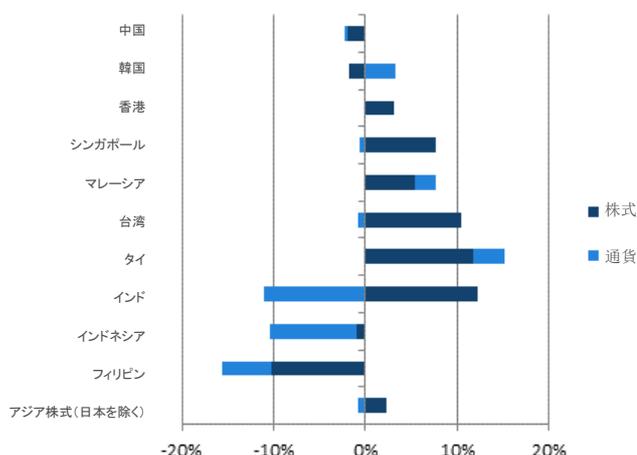
アセアン市場は、タイとシンガポールのリターンがプラスとなる一方、フィリピン、インドネシア、マレーシアは劣後するなど、まちまちなパフォーマンスを示した。タイは、観光客数の力強い伸びや大幅な経常黒字が追い風となった。また、8 月の輸出が事前予想を上回る 6.7%の伸びを見せると同時に、通貨バーツはアジアの通貨なかで最も良好なパフォーマンスを示した。インドネシアおよびフィリピン市場は、経常赤字が続いていることが引き続き重石となった。両国の中央銀行は 2 ヶ月連続で政策金利を引き上げた。またインドネシア政府は、ルピアのボラティリティを低減させるべく、輸入抑制措置を実施するとともに国内ノンデリバラブル・フォワード（NDF）市場の創設を発表した。

### アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年8月31日~2018年9月30日)



過去1年間(2017年9月30日~2018年9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

#### アジア市場のバリュエーションは依然として魅力的

米ドル高、原油価格の上昇、中国の債務削減、米中間の貿易摩擦の激化は、9月も引き続きアジア市場の足かせとなり、域内の足元の構造的ストーリーに影を落としている。しかし、今では中国の政策が転換点を迎える兆候が強まっている。当社では、中国の政策が全面的に緩和されるとは予想していないが、消費の押し上げを中心とした支援策が徐々にとられると見ている。アジア市場がリスクオフの環境となったことで、より長い投資ホライズンを持つ長期投資家にとっては域内の多くの市場が魅力的なバリュエーションを呈している。現在は PBR(株価純資産倍率)が 1.5 倍、PER(株価収益率)が 12.4 倍と、世界金融危機後の平均と同水準にある。

#### 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

中国については、貿易や投資をめぐる不透明感に加え当面の経済成長への潜在的圧力要因があるものの、当社では、同国が金融システムの債務削減と経済成長の量から質への移行という長期的な目標に引き続き注力していくと予想している。この2年間でオールド・エコノミーの生産合理化が大幅に進み、中国の長期的な優先事項が依然、ハイエンド製造業、ヘルスケア、保険、国内消費といったセクターにおいて付加価値の高い経済活動を促進・支援することにあるのは変わらない。したがって、最近の市場の下落は、こうした複数年にわたる構造的な追い風を受けるクオリティの高い企業に投資する好機を提供している。

#### 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

インドでは、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引き続き見られている。しかし、市場の一部では今やバリュエーションが割高になりつつあり、当社では NBFC 分野の問題の波及に対して警戒姿勢を強めている。また、野党が 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なか、政治的なリスクも高まっている。リスク・リターンのバランスの魅力度が低下していることから、当社ではインドに対する強気度をトーンダウンさせており、ファンダメンタルズ面でポジティブな変化が見られるか、今後もモニタリングを続けていく。

#### 韓国と台湾は選別的な姿勢を維持

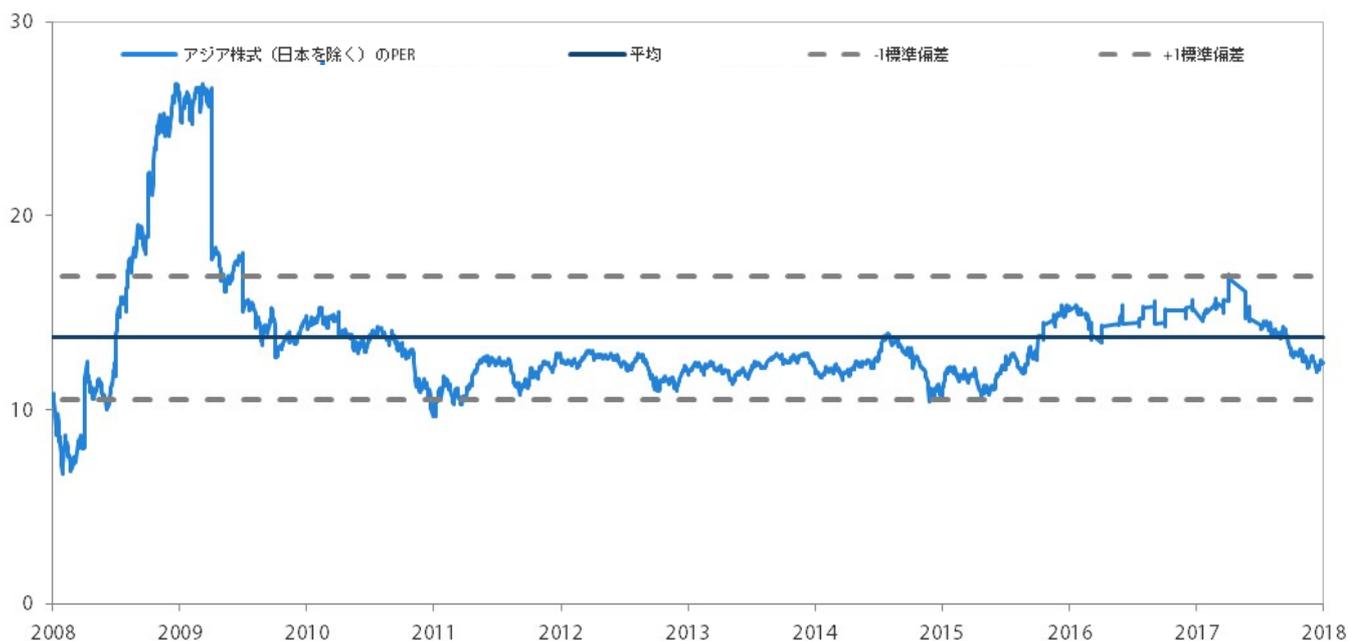
韓国では、文大統領が北朝鮮に対し融和的な動きを見せたものの、国内経済は依然として低調で企業収益は徐々に減少傾向にある。テクノロジー・セクターでは、特にメモリー価格が供給圧力の結果として下落している。しかし、台湾では、テクノロジー・セクターの一部に依然として投資妙味がある。当社では、韓国と台湾については選別的な姿勢を維持しており、半導体、最先端パッケージング、高速伝送インターフェースといったサブセクターのように構造的成長が見込まれる分野を選好する。

#### アセアンについては弱気な見方を維持

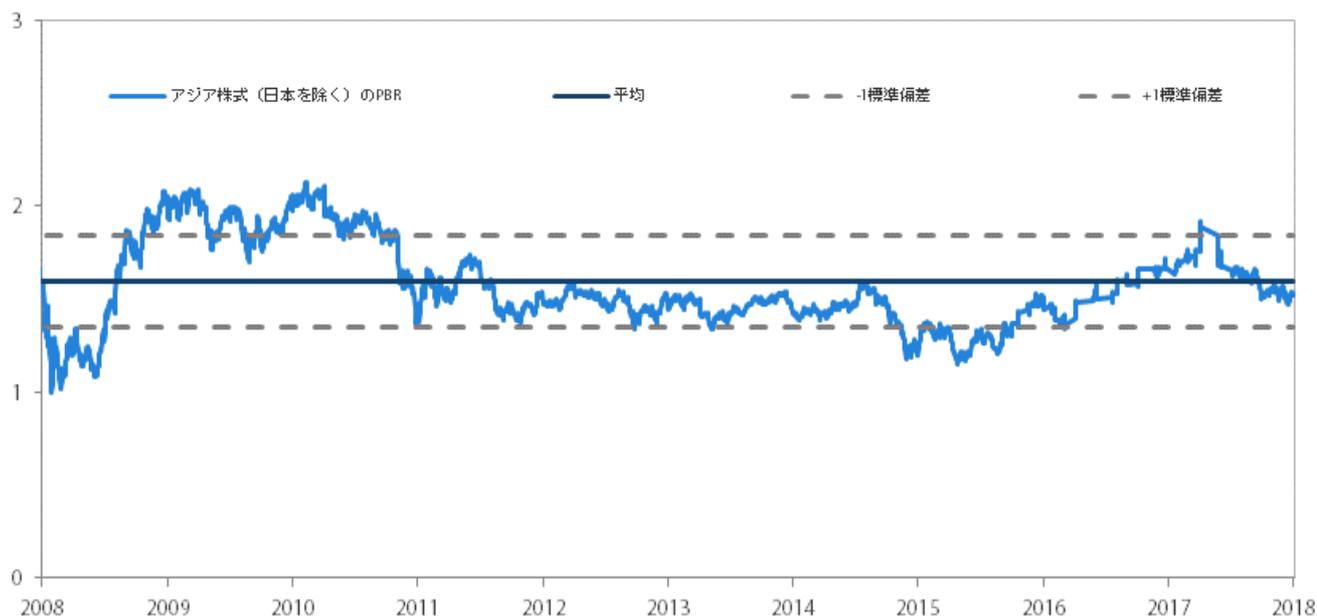
アセアンについては、米ドル高や原油価格の上昇が市場で不安感が続く原因となっている。しかし、タイでは政治面の展望がより明瞭であることが、同国の長期的な見通しにとって明るい兆候となっている。国際収支が健全な状況であることに加えて、個別銘柄ベースで魅力的な投資アイデアが見られることから、タイは引き続き当社がアセアンのなかで選好する市場となっている。フィリピンについては、最悪期は過ぎた感があるものの、政府の財政状態を考えればまだ厳しい状況を脱してはいない。インドネシアは、消費回復の初期兆候が見られるものの、マクロ環境は困難な状況が続いている。マレーシアは、もし新政権が選挙公約を実現できれば中長期的に大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9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あります。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。