



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11月

本レポートは、2018年11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

- 10月のアジア株式市場(日本を除く)は、金利上昇、経済成長の減速、および米中間の貿易をめぐる長引く緊張に対する懸念から、米ドルベースでのリターンが-10.85%となった。大型のテクノロジー株が特に大きな打撃を受けた。一方、米ドルは当月、アジア通貨に対してほぼ全面高となった。
- 北アジア市場は2桁台のマイナス・リターンとなり、アジア域内の他国市場に対して劣後した。中国市場は、テクノロジーや一般消費財・サービスといったセクターを中心に下落し、米ドルベースでのリターンが-11.5%となった。人民元が対米ドルで10年ぶりとなる安値水準に迫ったことを受けて、同国中銀は市場の信頼感を回復させるべく踏み込んだ対策を取り、今年4回目となる預金準備率の引き下げを行なった。
- 韓国は、2018年第3四半期のGDP成長率が事前予想を下回ったことを受け、10月に域内で最もパフォーマンスが低迷した市場となった。
- インド市場は、ノンバンク系金融会社(NBFC)の流動性危機不安が続いたことが重石となった。
- その他では、原油価格が反落しインドネシアやフィリピンといった原油の純輸入国にとって安堵材料となるなか、アセアン市場のリターンが相対的により小幅なマイナスにとどまった。しかし、シンガポールでは製造業の活動低迷が工業株に下落圧力をかけると同時に、マレーシアでは財政赤字の拡大予想が株式市場の重石となった。
- 10月の大幅な下落によって、アジア株式のバリュエーションは過去最低に近い水準にある。中国は政策面の緩和に着手したものの、米ドル高、原油価格の上昇、中国の債務削減、米中貿易摩擦の激化が引き続きアジア市場に悪影響を与えている。当社では、インドに対する強気度を引き下げる一方、中国や香港を中心として長期にわたり構造的

な成長が見込まれるクオリティの高い企業を一段と選好している。

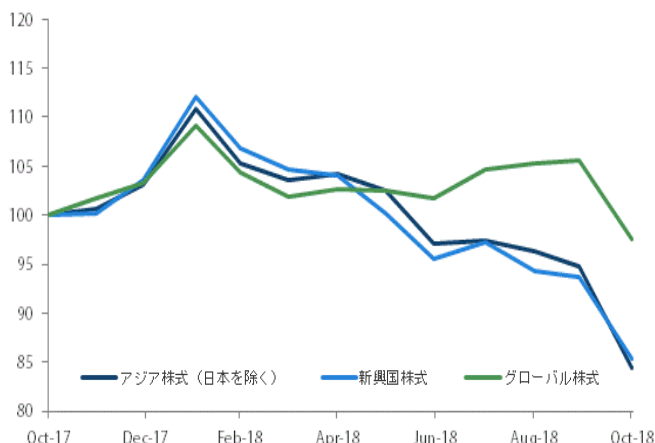
アジア株式

市場環境

10月のアジア株式は市場リターンがマイナスに

10月のアジア株式市場(日本を除く)は、金利上昇、経済成長の減速、および米中間の貿易をめぐる長引く緊張に対する懸念から、米ドルベースでのリターンが-10.85%となった。米国は、11月に行なわれるトランプ大統領と習近平国家主席の協議が決裂すれば、残りの中国からの輸入品すべてに追加関税を賦課することになるだろうと警告した。AMAZONやALPHABETが事前予想を下回る業績を発表したことを受けて、大型のテクノロジー株が特に大きく売り込まれ、アジアでは百度(BAIDU)、阿里巴巴(ALIBABA)、騰訊控股(TENCENT)の株価がともに急落した。米ドルは当月、アジア通貨に対してほぼ全面高となった。

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 10 月末～2018 年 10 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 10 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 10 月末～2018 年 10 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。

北アジアは域内で劣後

北アジア市場は 2 桁台のマイナス・リターンとなり、アジア域内の他国市場に対して劣後した。中国市場は、テクノロジーや一般消費財・サービスといったセクターを中心に下落し、米ドルベースでのリターンが-11.5%となった。国内の債務削減や貿易戦争が成長の重石となるなか、2018 年第 3 四半期の中国の経済成長率は前年同期比 6.5%と、事前予想の 6.6%に届かなかった。10 月の製造業 PMI(購買担当者景気指数)は

50.2 と 9 月の 50.8 から低下し、また鉱工業生産も失望的な内容となった。人民元は 10 年ぶりの安値を付け、心理的な節目である 1 米ドル=7 元近辺に迫った。これを受けて、中国人民銀行は踏み込んだ対策を取り、市場の信頼感を回復させるべく下支えとなるコメントを出すとともに、今年 4 回目となる預金準備率の引き下げを行ない金融政策を緩和した。その他、香港市場は、不動産および銀行セクターが信用コストの上昇による打撃を受けたことから、リターンが-11.1%となった。9 月に個人住宅価格が 2 ヶ月連続で下落したことや、開発業者からの入札が不調となったビクトリアピークの住宅地の売却を政府が取りやめたことを受けて、不動産市場に調整局面が迫っている可能性があるとの懸念が広がった。

韓国は、米ドル・ベースのリターンが-14.3%と、当月のパフォーマンスが域内で最も低迷した市場となった。同国の 2018 年第 3 四半期の GDP 成長率は、前期比 0.6%と事前予想を下回った。韓国中銀は、雇用の低調な伸びや世界的な貿易摩擦を理由に、2018 年の経済成長率見通しを 2.7%に下方修正した。これを受けて政府は、中小企業に財政支援を提供する新たな一連の措置と、消費を押し上げるための油類税引き下げを発表した。その他では、台湾市場のリターンが-11.8%となった。APPLE 社からの需要の鈍化懸念が引き続き同国のテクノロジー・セクターの足かせとなった。

インドは NBFC 懸念が引き続き重石に

インド市場は、NBFC の流動性危機不安が続くなか、リターンが-7.0%となった。インドの中央銀行は、金融システムに流動性を注入するための対策を講じ、銀行が NBFC に融資する際の要件を緩和するとともに、インフラ分野以外で NBFC に対する借り手あたりの融資上限を引き上げた。

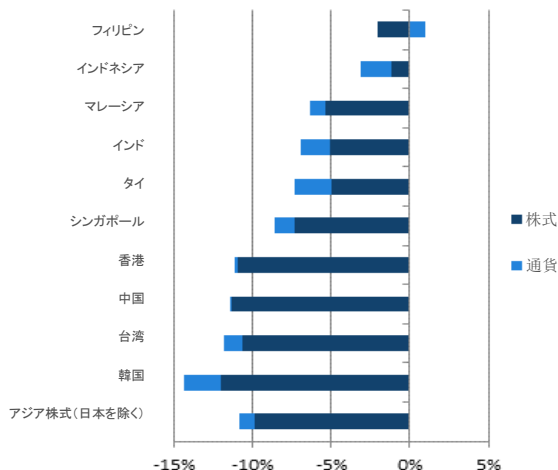
ASEAN 市場の下落幅は相対的に小幅に

アセアン市場も下落を免れなかったものの、その度合いは相対的に小幅にとどまった。シンガポールは例外で、製造業や建設業の活動低迷が工業株に下落圧力を与えた。MAS(シンガポール金融通貨庁)は、当月アセアンで金融政策を変更した唯一の中央銀行となり、インフレの高まりを見込んでシンガポールドルの名目実行為替レートの政策バンドについて、その傾きを引き上げた。その他の市場では、原油価格が反落し原油の純輸入国にとって安堵材料となるなか、特にインドネシアとフィリピンのリターンはそれぞれ-3.1%、-1.0%と相対的に小幅なマイナスにとどまった。インドネシアは、貿易赤字に対処すべく政府が行なってきたこれまでの取り組みの成果が初めて表れた模様で、9 月の貿易収支が 5 億米ドルの赤字の予想に対して 2 億 2700 万米ドルの黒字を記録した。

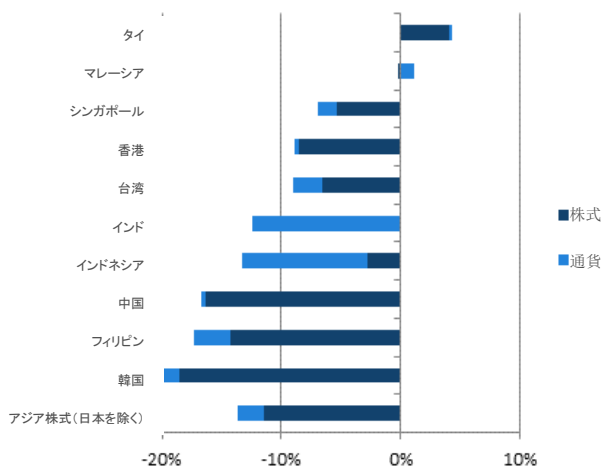
マレーシアでは、2019 年度予算の発表を前に政府の方針をめぐる不透明感からボラティリティが高まるなか、市場リターンが-6.4%となった。政策当局は、向こう 2 年間において財政赤字の拡大と経済成長の減速を予想している。政府はすでに 200 億米ドル超相当の公共インフラ・プロジェクトを見合わせており、今後も開発予算の削減が続くと見られる。政府が固定ブロードバンド通信料金の引き下げを決定したことによって打撃を受けた TELEKOM MALAYSIA 株を中心に、電気通信セクターも急落した。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年9月30日~2018年10月31日)



過去1年間(2017年10月31日~2018年10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

10月の大幅な下落によって、アジア株式のバリュエーションは(インターネット関連株を除き)過去最低水準を5~10%上回る水準まで低下しており、PBR(株価純資産倍率)は1.3倍しかない。中国は政策面の緩和に着手したものの、米ドル高、原油価格の上昇、中国の債務削減、米中貿易摩擦の激化が引き続きアジア市場に悪影響を与えている。11月は米国の中選挙、習近平国家主席とトランプ大統領の会談、中国の四中全会(中央委員会第4回全体会議)が予定されており、今後の政策の方向性についてさらなる手掛かりを得る機会が十分にある。当社では、インドに対して強気度を引き下げ一方、中国と香港を中心に長期にわたり構造的な成長が見込まれるクオリティの

高い企業のポジションを、機会を捉えて積み増している。

中国では国内消費やヘルスケア、ソフトウェアに関連するセクターに注目

中国については、貿易や投資をめぐる不透明感が継続しているのに加えてマクロ指標が引き続き悪化しているものの、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。このことは、個人向け減税といった最近の政策緩和や、インフラ投資のために従来よりも正式な借入れチャネルを通じた資金調達からも明らかである。したがって、最近の市場の反落は、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おり、当社では保険、ヘルスケア、一部の消費関連といった長期的なコア選好サブ・セクターに、最近ソフトウェアを追加した。

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、産業活動にやや持ち直しの兆しが見られるものの、金融セクターは金利上昇や流動性の逼迫、NBFCの問題により依然として混乱している。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。これに加えてバリュエーションが割高であることから、当社では強気度を引き下げたが、不動産をはじめ最近の改革の取り組みによる恩恵を構造的に受けやすいセクターについては、長期的なコア銘柄の保有を維持する。

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。台湾も、投入コストの上昇、スマートフォン需要の低迷、サプライ・チェーンの混乱の可能性が相まって、ハードウェアおよび半導体分野が圧力に晒されている。韓国と台湾については、選別的な姿勢を維持し、電気自動車、ヘルスケア、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引き続き選好する。

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。インドネシアは、消費回復の初期兆候が見られており、国内の銀行システムにおいても通貨安からも十分な調整が既に起きていることから、当社ではここきて投資機会を見直している。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。フィリピンについては、金利上昇やインフレの高まりによってここ数年見られてきた高い成長が阻まれる可能性が高いことから、弱気な見方を維持している。

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

(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。