



## 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

2017年7月

本レポートは、2017年7月発行の英語版「FROM THE EQUITY DESK」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

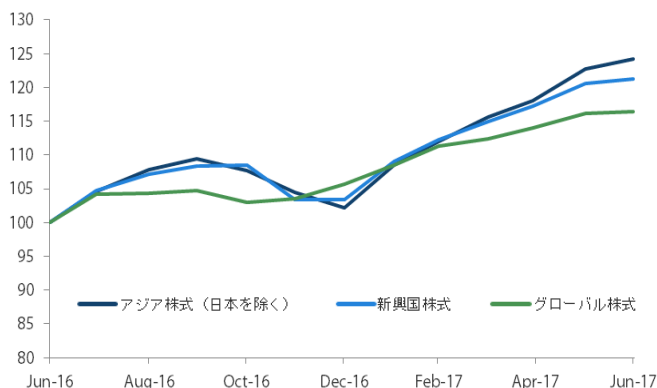
- 6月のアジア株式(日本を除く)は、米ドル・ベースの市場リターンが1.6%となった。年初来のリターンは22.8%と、新興国を含むグローバル株式市場を12%超アウトパフォームしている。
- 当月、域内で最も高いパフォーマンスを見せたのは台湾市場で、テクノロジー株が牽引するなか、米ドル・ベースのリターンが4.1%となった。韓国市場もまた、Samsung Electronicsの株価が大きく上昇したことから堅調なパフォーマンスとなった。文在寅新政権が財閥改革や内需刺激策を公約したことも、市場センチメントを更に押し上げた。
- 中国市場は、李克強首相が通年の経済成長目標を再確認するとともに、Alibabaが強気な売上ガイダンスを発表するなか、米ドル・ベースのリターンが2.3%となった。当月は、長く待ち望まれたA株のMSCIインデックスへの採用が実現し、大型A株222銘柄がMSCIのEmerging Marketsインデックスに組み入れられた。
- インド市場は、市場の注目が引き続き、間近となったGST(物品・サービス税)の導入に加えて、債務不履行に陥った企業に対する中央銀行の断固とした措置に集まるなか、米ドル・ベースのリターンが▲0.8%となった。アセアンの中では、インドネシア市場が他国をアウトパフォームした。牽引役となったのは銀行株で、ローンの伸びの加速や信用の質に関する懸念の緩和が好感された。シンガポール市場は、国内の銀行や不動産開発企業の株価の良好なパフォーマンスを受けて、米ドル・ベースのリターンが1.2%となった。その他の国々は比較的低調なパフォーマンスにとどまった。
- 株価は年初から大きく上昇しているものの、バリュエーションは割高ではないと考えており、今回の上昇相場は幅広いセクターにわたる企業収益予想の上方修正によって十分に下支えされていることに言及しておきたい。この上方修正の流れは年後半も続くものと予想している。
- 中国株式に対しては強気の見方を維持し、なかでもニューエコノミー・セクターを選好する。インドについても、GSTの導入や債務不履行企業に対処する中央銀行の動きについて楽観視していることから、引き続き選好する。また、韓国と台湾のテクノロジー銘柄を選好する一方、アセアンについては国毎に異なる見方を維持する。

## アジア株式

## 市場環境

- アジア株式(日本を除く)は6月も続伸  
アジア株式市場(日本を除く)は6月も上昇基調が続き、米ドル・ベースの市場リターンが1.6%となった。これで6カ月連続のプラス・リターンとなり、年初来のリターンは22.8%と、新興国を含むグローバル株式市場を12%超アウトパフォームしている。

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) 2016年6月末～2017年6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、2016年6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) 2007年6月末～2017年6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。

● 北東アジアがアウトパフォーム

当月、域内で最も高いパフォーマンスを見せたのは台湾市場で、テクノロジー企業が年次株主総会シーズンに強気な売上ガイダンスと予想を上回る事業拡大計画を示したことから、米ドル・ベースのリターンが 4.1%となった。韓国市場も、Samsung Electronics の株価が高値更新を続けたことが主に寄与し、米ドル・ベースで 1.0%のリターンをもたらした。文在寅政権は財閥改革や内需刺激策を公約しており、これに加えて企業のバランスシートが強固であることから、韓国企業は市場全体に渡って資本配分の改善と増配の余地が十分にあると見られる。

中国市場は米ドル・ベースのリターンが 2.3%となった。相場

の押し上げに貢献したのは、李克強首相が通年の経済成長目標を 6.5%と再確認したこと、また主要インデックスにおける構成比率が大きい Alibaba が強気な売上ガイダンスを示したことであった。Alibaba は 2018 年に 40～45%の売上成長を予想しているが、これはアナリスト予想の中で最も楽観的であったものをも上回っている。当月はまた、長く待ち望まれた A 株の MSCI インデックスへの採用が実現した。大型 A 株 222 銘柄が MSCI の Emerging Markets インデックスに組み入れられ、合計での構成比率は 0.73%となる予定。一方、金融セクターでの締め付けは継続し、大手保険会社数社が日々の業務や投資慣行に制限を課せられた。

● インド市場は劣後、アセアンはまちまち

インド市場は、市場の注目が間近となった GST（物品・サービス税）の導入に引き続き集まるなか、米ドル・ベースのリターンが▲0.8%となった。中央銀行である RBI（インド準備銀行）は、破産手続きに進める要件を満たす 12 案件（金融システム内の総不良債権額の 25%に相当）を特定した。これに先んじる 5 月に銀行規制法が改正され、RBI が債務不履行者に対して破産手続きを開始できるようになった。これは、インド銀行セクターの不良債権に対処する一連のステップにおいて、その最初の一步となるものであり、銀行セクターにとって、そして今後の投資にとって、ポジティブな材料と見られている。

アセアンの中では、インドネシア市場が米ドル・ベースで 2.6%のリターンをもたらした。牽引役となったのは大型銀行株で、ローンの伸びの加速や信用の質に関する懸念の緩和が好感された。シンガポール市場は、国内の銀行や不動産開発企業の株価がビジネスの活発化や増配を受けて上昇したため、米ドル・ベースのリターンが 1.2%となった。その他の国々は比較的低調なパフォーマンスにとどまり、マレーシア市場とフィリピン市場のリターンは米ドル・ベースでそれぞれ▲0.2%と▲1.2%であった。タイ市場は米ドル・ベースのリターンが 1.2%で月を終えた。

● 情報技術が他セクターをアウトパフォーム

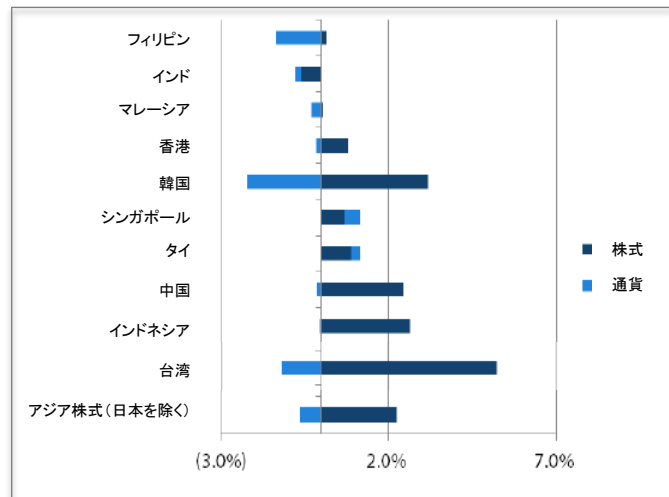
アジア株式（日本を除く）のセクター別では、情報技術セクターの米ドル・ベースのリターンが 6 月は 4.8%、年初来では 34.5%となった。Samsung 以外では、主要インデックスにおける構成比率が高い Alibaba や Tencent の直近のガイダンスが好感された。当月の同セクターは、米国で同業の Alphabet、Google、Netflix といったインターネット関連企業株が売り込まれたにもかかわらず、他セクターをアウトパフォームした。

ヘルスケア・セクターは当月のリターンが 4.4%となったが、その主な牽引役となったのは韓国とインドであった。韓国ではバイオテクノロジー株が 2 ヶ月連続で上昇したが、この背景には Hanmi Pharmaceutical が臨床試験を再開した、また Celltrion Healthcare が間もなく IPO（新規株式公開）を実施するとのニュースがあった。インドでは、米国で主要な医薬品の認可が増えるとの見込みを受けて、医薬品株が安値

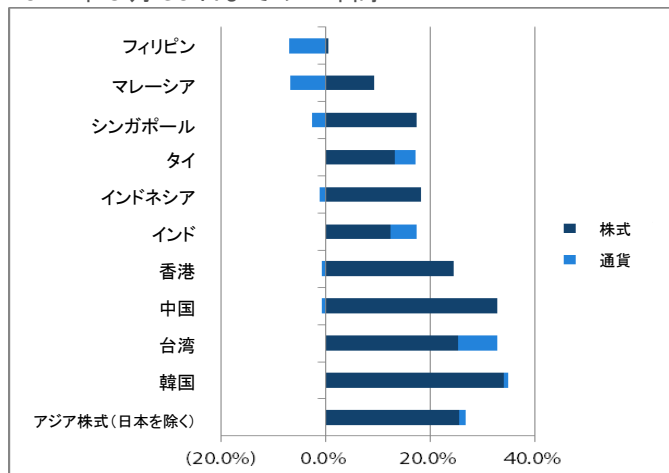
から反発した。コモディティ分野では、通常であればピーク・シーズンであるはずの時期にガソリンの在庫が予想されたほど減少しなかったことに対する失望から、原油が大きな売り圧力に晒された。この原油価格の下落基調を受けて、エネルギー・セクターは他セクターをアンダーパフォームした。

### アジア株式(日本を除く)のリターン

2017年6月30日までの1ヵ月間



2017年6月30日までの1年間



(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) アジア株式(日本を除く)はMSCI AC Asia インデックス(除く日本)、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

- バリュエーションは依然妥当で企業収益予想の上方修正が下支えに

株価は年初から大きく上昇しているものの、バリュエーションは割高ではないと考えており、今回の上昇相場は幅広いセクターにわたる企業収益予想の上方修正によって十分に下支えされていることに言及しておきたい。この上方修正の流

れは年後半も続くものと予想している。足元の予想ベースの平均PBR(株価純資産倍率)を見ると、新興国を含むグローバル株式市場が2.3倍であるのに対して、アジア株式市場(日本を除く)は1.5倍である。

- 中国とインドに対する強気の見方を維持

中国では経済指標の予想からの上振れが続いているが、市場の関心は引き続き特定分野への金融規制に集まっている。これらの規制措置は、住宅価格の落ち着きや鉱工業の回復のピークアウトと合わせて、短期的な期待の後退につながるかもしれないが、当社が有望視しているニューエコノミー関連銘柄や消費関連銘柄にはそれほど影響を及ぼさないと考えられる。当社では、今年後半に開かれる第19回全国代表大会(党大会)からのニュースフローや展開を積極的に注視しながら、中国株式に対して強気の見方を維持し、特にインターネットや観光、ヘルスケアといったニューエコノミー・セクターを選好する。

インドも引き続き強気な見方をしている。当四半期中に実施されるGSTは、依然として過度に複雑な制度であるものの、従来のシステムに比べれば大幅な改善だ。短期的には一部の企業にある程度の混乱がもたらされる可能性があるが、長期的にはこの新税制はコストの削減や内部取引の拡大につながり、結果的に体系的に欠ける産業の統合化を促すと思われる。また、不良債権が依然としてインドの投資サイクルにおける多大なボトルネックとなっているなか、当社は銀行システムの主要な債務不履行企業に対する対処の動きも評価している。

- 韓国と台湾のテクノロジー株を有望視

韓国市場と台湾市場はそれぞれのテクノロジー・セクターの再興から恩恵を受けている。韓国では、財閥改革や企業バランスシートの良好さから、資本配分や企業ガバナンス水準の改善期待が引き続き高まっている。これが実現すれば、増配につながる想定されるとともに、市場内での株価の再評価につながる可能性もある。台湾については、テクノロジー・セクターでニッチ分野の競争力を有する様々な企業を引き続き有望視している。

- アセアンについては国毎に異なる見方

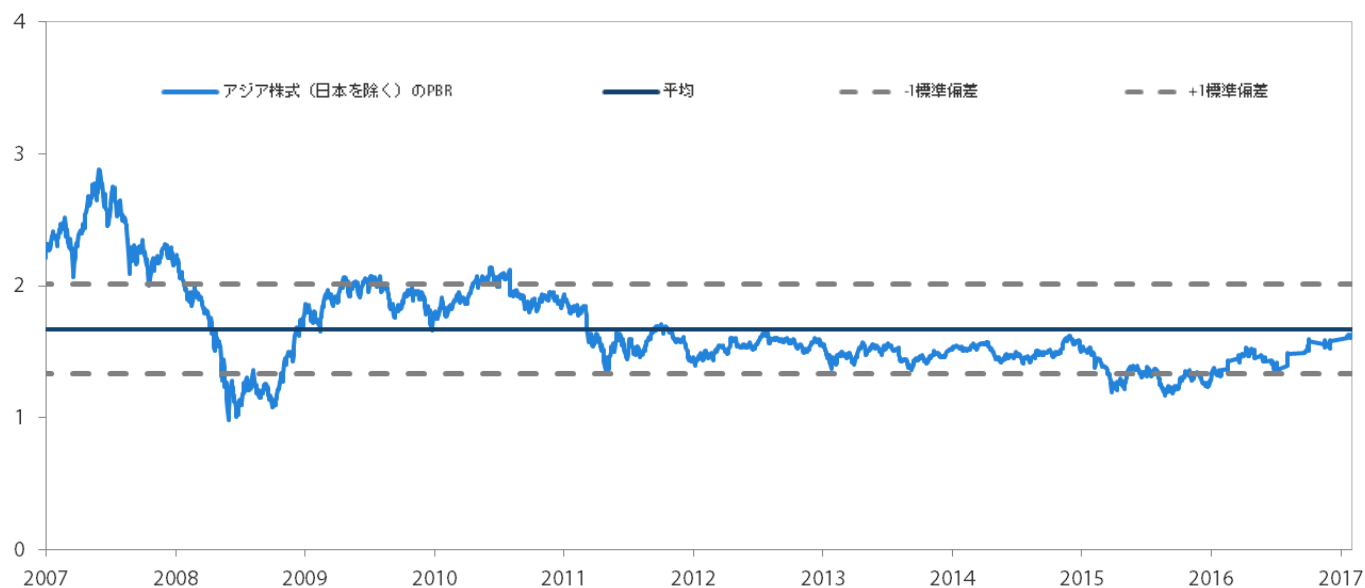
四半期毎に行っているマクロ経済レビューを経て、当社はインドネシアに対する見方をより強気に変更した。交易条件の改善や景気重視型の財政政策によって、インフラ支出や内需活動が拡大するものと思われる。それ以外のアセアン諸国については、昨年既にアウトパフォームし内需環境も低調なタイ市場に対して、相対的にニュートラルな見方を維持する。またフィリピンに対しては、通貨と金融政策が逆風となっていることから、慎重な見方を維持する。マレーシアに対しては弱気な見方を継続する。

## 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

(期間) 2007年5月1日～2017年6月30日

(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。