



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10月

本レポートは、2017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・ベースのリターンが▲0.1%となり、新興国を含むグローバル株式市場(リターン+2.2%)をアンダーパフォームした。利食い売り対米ドルでの通貨安が、当月のリターン低迷の主因となった。
- 域内では、フィリピン市場が最も良好なパフォーマンスを示した。大掛かりなインフラ整備プログラムの資金調達として歳入増を目指す税制改革パッケージへの期待が市場を支えた。またタイ市場は、政治的不透明感が後退したことと、景気回復に弾みがついてきた様子であることが追い風となって上昇した。
- その他の国では、中国市場が、S&Pによるソブリン格付けの引下げにもかかわらず上昇して月を終えた。経済指標も概ね低迷したが、製造業活動は例外で、9月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は2012年以来の早い拡大ペースを示した。
- 反対に、インドおよび台湾市場はアンダーパフォームした。インドはルピー安が重石となり、一方で台湾は、「iPhone 8」の失望的な売上げ予想を受け、Appleのサプライヤー銘柄が最も劣後して市場の足を引っ張った。
- アジア株式は、上昇が続いたことでバリュエーションが長期的な平均へと戻りつつあるが、それでも中期的な投資魅力は高いと引き続き見ている。ただし、一部に過度な楽観ムードがあることには留意している。
- 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。また、インドについても引き続き選好する。一方、韓国と台湾のテクノロ

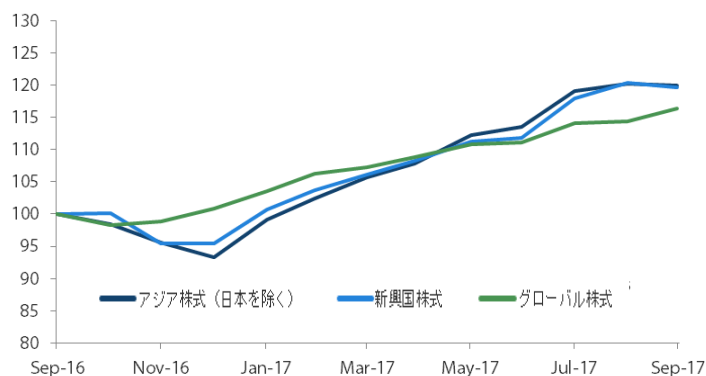
ジー・セクターについては、より選別的になる必要があると考える。最後に、アセアンに対しては相対的に弱気な見方を維持する。

アジア株式 市場環境

- 9月のアジア株式は下落
9月のアジア株式(日本を除く)は9ヵ月連続の上昇とはならず、前月末比で僅かながら下落した。米ドル・ベースのリターンは▲0.1%となり、新興国を含むグローバル株式市場(リターン+2.2%)をアンダーパフォームした。

アジア株式は主要セクターでの利食い売りが重石となり、また対米ドルでの通貨安も米ドル・ベースのリターンを更に押し下げた。米FRB(連邦準備制度理事会)は、バランスシートの縮小を10月に開始することを発表するとともに、依然として年内にもう1回利上げを行う意向であることを示唆したが、これが米ドルの上昇を促した。他方、原油価格が急上昇したが、この背景には米国の原油在庫の減少と主要産油国による生産削減がある。

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 9 月末～2017 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、2016 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）2007 年 9 月末～2017 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。

● フィリピン、タイ、韓国市場はアウトパフォーム

9 月のフィリピン市場は米ドル・ベースのリターンが+3.3%となり、域内で最も良好なパフォーマンスを示した。数十億ドル規模の大掛かりなインフラ整備プログラムの資金を調達すべく、歳入増を目指す税制改革パッケージへの期待が、市場センチメントを支えた。アジア開発銀行は、内需の健全な伸びやインフラ投資の拡大、ポジティブな企業マインドを受けて、フィリピンの今年の経済成長率予想を 6.5%に据え置いた。

タイ市場は、政治的不透明感が後退したことと、景気回復に弾みがついてきた様子であることが追い風となって、当月の

リターンが+3.0%となった。8 月の鉱工業生産は、車のエンジンやゴム、電子製品の生産が牽引役となって市場予想を上回った。タイ銀行は 2017 年の経済成長率予想を 3.5%から 3.8%へと引き上げた。その他の国では、韓国市場のリターンが米ドル・ベースで+2.1%となった。テクノロジー株への大量の買いと北朝鮮を巡る懸念の後退が追い風となったが、後者については、格付け機関 S&P が北朝鮮リスクが韓国のソブリン債格付けに影響を与えることはないコメントしたことも、市場を押し上げる材料となった。

● 中国市場はソブリン格付けの引下げにもかかわらず上昇

中国市場のリターンは米ドル・ベースで 1.0%となり、ソブリン格付けが引き下げられたにもかかわらず、アジア地域全体をアウトパフォームした。S&P は、大幅な信用拡大が長く続いたことで経済および金融のリスクが高まっているとして、同国の債務格付けを AA-から A+へと引き下げた。経済指標も概ね低迷し、鉱工業生産や固定資産投資、小売売上高が市場予想を下回った。しかし、製造業活動については 9 月の製造業 PMI が 2012 年以來の早い拡大ペースを示し、建設セクターのデータの加速は建設ブームが衰えていないことを示唆した。これを受け、10 月中旬の第 19 回全国代表大会（党大会）に先んじて、景気減速懸念は後退している。

一方、中国政府は、化石燃料で動く燃焼エンジンを搭載した自動車を段階的に廃止する計画を検討中であることを発表した。中国は世界で最も大きな車市場であり、化石燃料車の禁止が迫り来ることは、特に電気自動車への移行の加速において、自動車業界に幅広い影響を与えることになるだろう。

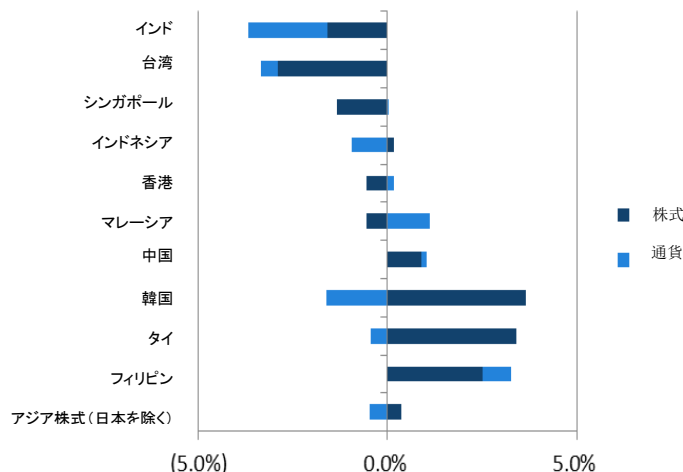
● インドと台湾はパフォーマンスが劣後

インド市場はアジア地域の中でパフォーマンスが最も劣後し、通貨安が主因となって米ドル・ベースのリターンが▲3.7%となった。インドルピーは 9 月に対米ドルで 2.1%下落し、6 カ月ぶりの安値をつけたが、この背景にあるのは、GST（物品サービス税）が想定された以上に経済に混乱を引き起こすのではないかと懸念だ。また、財政支出の拡大も悪材料となっている。政府は景気刺激策として 77 億米ドル相当の財政出動を検討しているが、これによって同国の財政赤字は目標である GDP の 3.2%を上回る規模へ拡大する可能性がある。

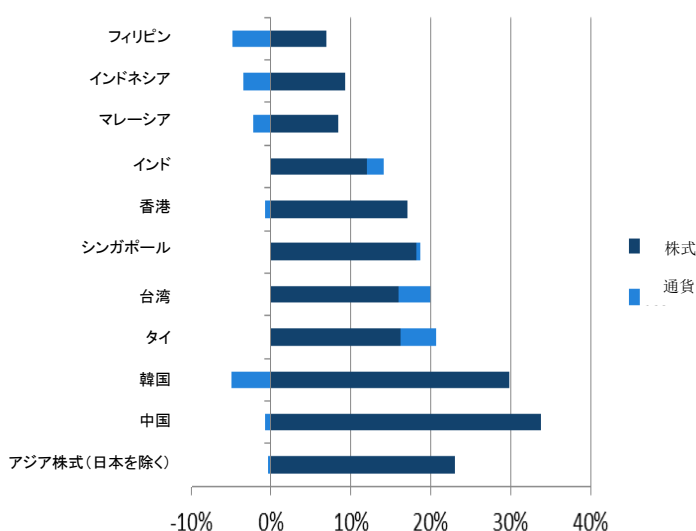
台湾市場もアンダーパフォームし、米ドル・ベースのリターンが▲3.4%となった。なかでも Apple のサプライヤー銘柄は、「iPhone 8」の失望的な売上げ予想と今後発売予定の「iPhone X」に関する生産面での問題が重石となり、同国市場の足を最も大きく引っ張った。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月(2017年8月31日~2017年9月30日)



過去1年(2016年9月30日~2017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

- 引き続きアジア株式は投資魅力が高いと見るが、過度な楽観ムードがあることは留意

年初より全般的に上昇基調が続いたことにより、アジア株式は予想 PER(株価収益率)が 14 倍、予想 PBR(株価純資産倍率)が 1.6 倍と、バリュエーションが長期的な平均へと戻りつつある。FRB と ECB(欧州中央銀行)が金融政策の引き締めに向かうなか、投資家の焦点は成長を提供する地域へとシフトすると見られる。新興国を含むグローバル株式市場は、相対的に成長性が低く、年初来のパフォーマンスがアジア株式に劣後しているにもかかわらず、依然として予想 PER が 17.5 倍、予想 PBR が 2.3 倍という水準にあり、理に適っていない状況に見受けられる。したがって、引き続き中期的な観点からはアジア株式は投資魅力が高いと見てい

る。ただし、一部に過度な楽観ムードがあることは認識している。

- 中国とインドに対しては強気な見方を維持

中国では、弱気な見通しに反して、経済が堅調な回復を見せている。供給サイドにおける一連の改革が、中国経済のなかでも負債比率が高いセクターの収益性改善に寄与しており、消費セクターはここ数ヵ月間、信頼感と売上げ成長の両方において顕著に加速している。10 月は第 19 回全国代表大会が開催される予定であり、そこで中央政治局の人数とメンバーが全面的に見直されるものと思われる。大会において重大な発表があるとは予想していないが、閉会後に特に不動産市場に対して引締めが強化される可能性があり、注視していく。当社では中国株式に対する強気の見方を維持し、中でもインターネットや観光、ヘルスケア、電気自動車といったニューエコノミー・セクターを選好する。香港では、貿易ファイナンスや製造業、消費需要における幅広い回復を受けて、融資の伸びが予想から上振れし始めている。これに金利先高観が加わって、銀行の収益予想の大幅な上方修正につながっており、当社では同セクターについて強気の見方を維持する。

インドでは、一連の重要な構造改革(個人識別番号制度、倒産法、GST 法案)を経て、政府の注目が今や 2019 年の投票に向けた次の選挙戦へと移っている。選挙を控えて歳出は加速する可能性が高く、当面は成長が支えられるものと思われる。雨量に比較的恵まれたモンスーン期やエネルギー価格の低下も手伝って、インフレ率は過去最低の水準にあり、金融政策の更なる緩和を可能としてきたが、当社はそれも終わりに近づきつつあると見ている。当社ではインド株式に対して強気なスタンスを維持するが、過度の楽観ムードによってバリュエーションが過去最高水準近くへ上昇している分野は避けていく。

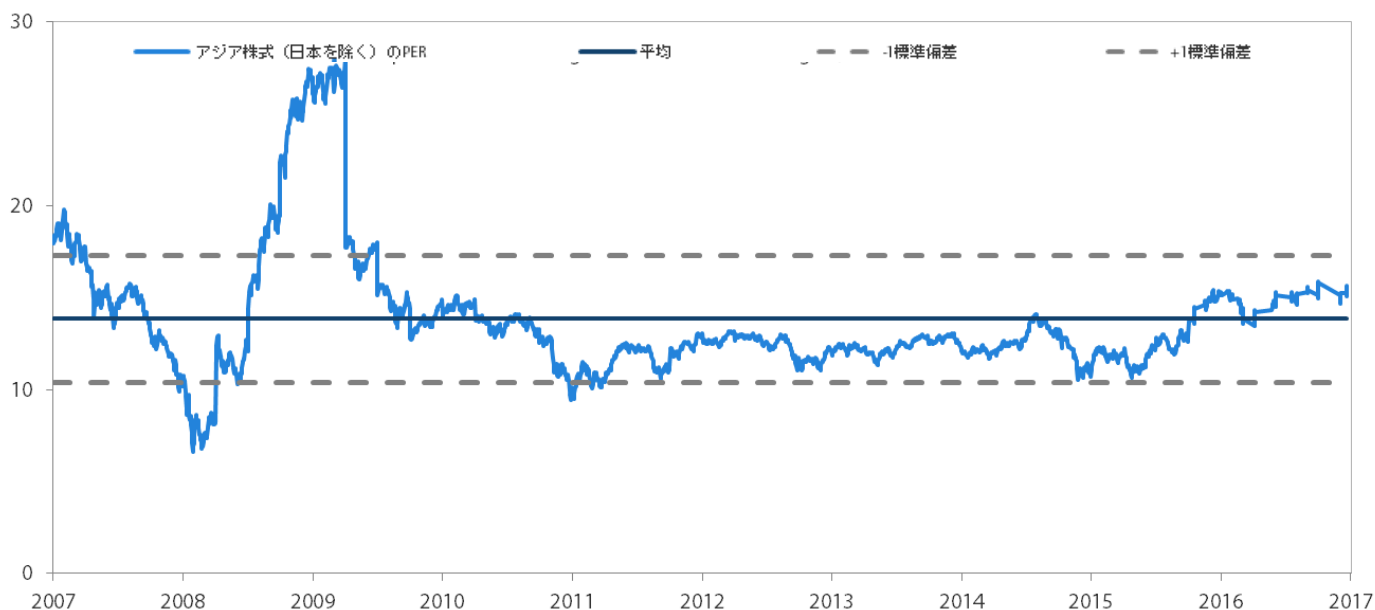
- 韓国と台湾に対してはより選別的に、アセアンについては引き続き弱気

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大きな恩恵を受けてきた。今後は、この分野についてより選別的になる必要があると考える。韓国は、財閥改革に加えて企業バランスシートの良好さが引き続き追い風となっている。しかし、当社はそれと同時に、北朝鮮との関係緊迫化や中国との関係、業界個別の規制も注視している。台湾については、Apple の最新「iPhone」の販売開始を巡って過度に楽観的な期待があったことから、株価が幾分反落するものと予想している。そういった銘柄に代わって、当社では、バリュー・チェーンのニッチ分野で強みを持つ企業、具体的には電気自動車とディスプレイ・ソリューションに注目している。

アセアンについては、相対的に弱気なスタンスを維持する。アセアンの中では引き続きシンガポールとインドネシアを相対的に選好する一方、マレーシアとタイについては、国内の状況が低迷しており政治的な不透明感も強いことから弱気な見方を維持する。

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7月2日～2017年9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。