



## 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11月

本レポートは、2017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)は米ドル・ベースのリターンが+4.7%となり、新興国を含むグローバル株式市場(リターン+1.9%)をアウトパフォームした。堅調な企業収益、米FRB(連邦準備制度理事会)次期議長に市場重視派の候補者が指名されるとの期待感、米国の2018年度予算決議案の承認が、株式市場の上昇要因となった。
- 韓国市場は、Samsung Electronicsが第3四半期決算で過去最高益を記録したことなどを背景に、アジア(日本を除く)の中で最も良好なパフォーマンスを示した。続いてパフォーマンスが良好だったのはインド市場で、国営銀行の資本注入策の発表が好感された。台湾市場も、「iPhone X」に対する旺盛な需要や半導体セクターの好調さを受けて同様に上昇した。
- 中国では当月、共産党の第19回全国代表大会(党大会)が開催された。また、第3四半期GDP成長率は、事前予想通りの前年同期比6.8%となった。
- アセアンの中では、シンガポール市場が、好調な企業収益やGDP成長、不動産セクターの上昇を追い風としてアウトパフォームした。マレーシア市場は、2018年度予算においてポピュリズム(大衆迎合主義)色の強い施策が発表されたにもかかわらず、アジア株式市場(日本を除く)の中でパフォーマンスが最も劣後した。
- 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、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、中でもニューエコノミー・セクターを 선호する。また、香港の銀行セクターおよびインドについても引き続き 선호する。韓国と台湾についてはテクノロジー・セクターのニッチ分野に注目する一方、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

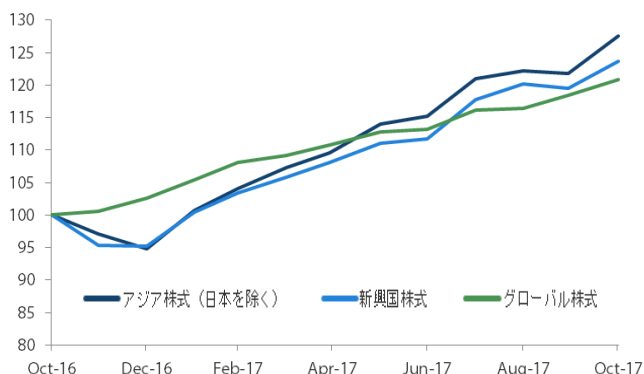
### 市場環境

#### 10月のアジア株式は上昇

10月のアジア株式(日本を除く)は米ドル・ベースのリターンが+4.7%となり、新興国を含むグローバル株式市場(リターン+1.9%)をアウトパフォームした。堅調な企業収益や、FRB次期議長に市場重視派の候補者が指名されるとの期待感を受けて、株式市場は上昇した。一方、米上院は共和党がまとめた2018年度予算決議案を可決した。その他では、ECB(欧州中央銀行)が、国債購入を額を縮小しながらも来年も継続することを発表した。

セクター別のパフォーマンスを見ると、ヘルスケアが相対的に堅調だった一方、電気通信サービスは劣後した。原油と銅の値上がり率がコモディティ相場の上昇を牽引した。原油については、需要が予想を上回るなかにあってOPEC(石油輸出国機構)と協力国が生産制限を発表し、銅については、中国の旺盛な需要への期待が追い風となった。

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) 2016 年 10 月末～2017 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、2016 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) 2007 年 10 月末～2017 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。

● 韓国、インド、台湾市場はアウトパフォーム

韓国市場は米ドル・ベースのリターンが+8.4%となり、アジア株式市場（日本を除く）の中で最も良好なパフォーマンスを示した。Samsung Electronics は、第 3 四半期決算がメモリーチップやスマートフォンの好調な売上げを背景に過去最高益を記録したほか、2018 年に配当の倍増を計画している。一方で、韓国と中国が両国間の関係修復に合意したことを受けて、韓国ウォンが強含んだ。台湾市場は、「iPhone X」に対する需要が旺盛なことや、半導体セクターが前月の安値圏から持ち直したことを背景に、米ドル・ベースのリターン

が+6.3%となった。

インド市場は米ドル・ベースのリターンが+7.4%と、アジア株式市場（日本を除く）の中で 2 番目に良好なパフォーマンスとなった。政府は国営銀行に 2.11 兆インドルピー（320 億米ドル）の資本注入を行うと発表したが、それが想定外のタイミングかつ予想以上の規模であったことを受けて、インドの大手銀行の株価が急上昇した。この施策の狙いは、不良債権が重石となってきた国営銀行の信用創造力を高めることにある。注入資金総額のうち、1.35 兆インドルピーは資本増強債の発行によって、残りは予算配分調整や増資を通じて賄われる。

● 中国市場は第 19 回全国代表大会を背景に上昇

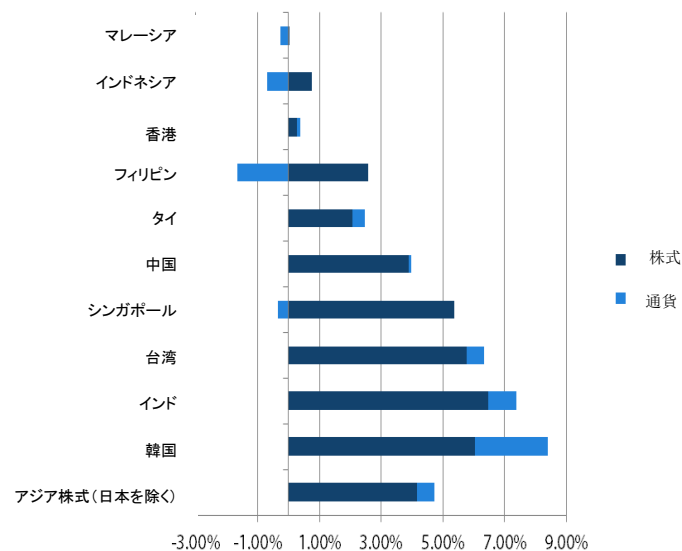
中国市場は米ドル・ベースのリターンが+4.0%となった。中国共産党は、第 19 回全国代表大会の開催期間中に、党規約を改正して習近平総書記の名を拝した政治思想を盛り込んだほか、2020 年までに同国経済の規模を 2010 年の水準から倍増させる目標を再確認した。その他では、中国の第 3 四半期 GDP 成長率が前年同期比 6.8%と事前予想通りの結果となったが、前期の同 6.9%からは若干低下した。国家統計局が発表した 10 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は、環境汚染の取り締まり強化を背景に前月の 52.4 から 51.6 へと低下し、過去 3 カ月間で最低の水準となった。一方で、政府が余剰生産能力削減の取り組みを継続するなか、PPI（生産者物価指数）の伸び率は前年同月比 6.9%となった。

● アセアン市場は強弱両様

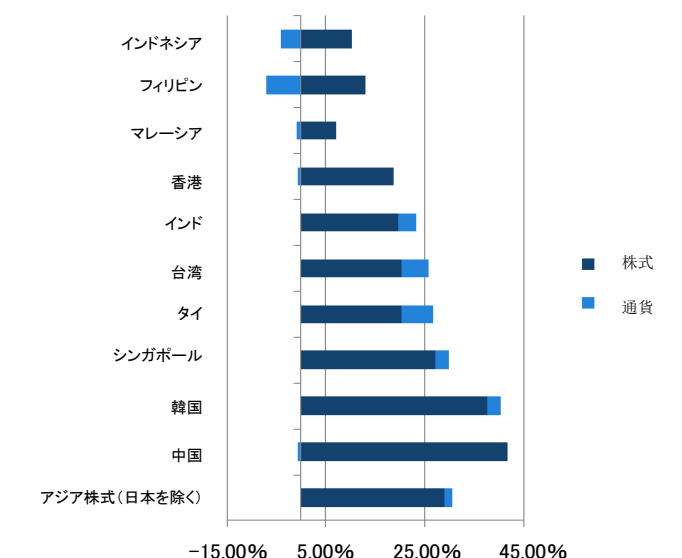
シンガポール市場は米ドル・ベースのリターンが+5.0%となり、アセアンの中でも最も良好なパフォーマンスを示した。好調な企業収益や GDP 成長、不動産および銀行セクターの上昇が追い風となった。シンガポールの第 3 四半期 GDP 成長率は前年同期比 4.6%と、2014 年第 1 四半期以降で最も高い水準に達した。また、第 3 四半期の民間不動産価格は前期比 0.7%の上昇と、約 4 年ぶりの値上がりを見せた。マレーシア市場は、2018 年度予算においてポピュリズム的な施策が発表されたにもかかわらず、米ドル・ベースのリターンが▲0.2%となり、アジア株式市場（日本を除く）の中でパフォーマンスが最も劣後した。

## アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月(2017年9月30日~2017年10月31日)



過去1年(2016年10月31日~2017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

- 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 が金融政策の引き締めにくくなか、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、理に適っていないように見受けられる。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。

- 中国市場、インド市場、香港銀行セクターに対しては強気な見方を維持

中国では、一部の弱気な見通しに反して、経済が堅調な回復を見せている。第 19 回全国代表大会は、習近平総書記の前例のないほどの権力強化を示す場となった。特筆すべきは、習近平総書記が国民に対して生活の質向上実現へのコミットメントを示したことだろう。量から質への重点シフトが示唆されたことは消費やイノベーションにとって明るい兆しであり、特に「オールドエコノミー」セクターに狙いを定めた改革へのコミットメントが強調された。当社では、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・セクターを引き続き選好する。

また、融資の伸びが加速する見通しや金利先高観を踏まえて、香港の銀行セクターに対する強気な見方も維持する。

インド政府は、GST(物品サービス税)導入に続いて、国営銀行の大規模な資本増強策を発表し、改革へのコミットメントを改めて示した。向こう 2~3 四半期には主要な州での選挙、2019 年の初めには国政選挙を控えて、財政出動の出番となる見通しであり、そうなれば当面の成長が支えられることになるだろう。また、インフレが落ち着いていることから金融政策余地もある。当社ではインド株式に対して強気のスタンスを維持するが、一部に見られる過度な楽観ムードについては引き続き注視していく。

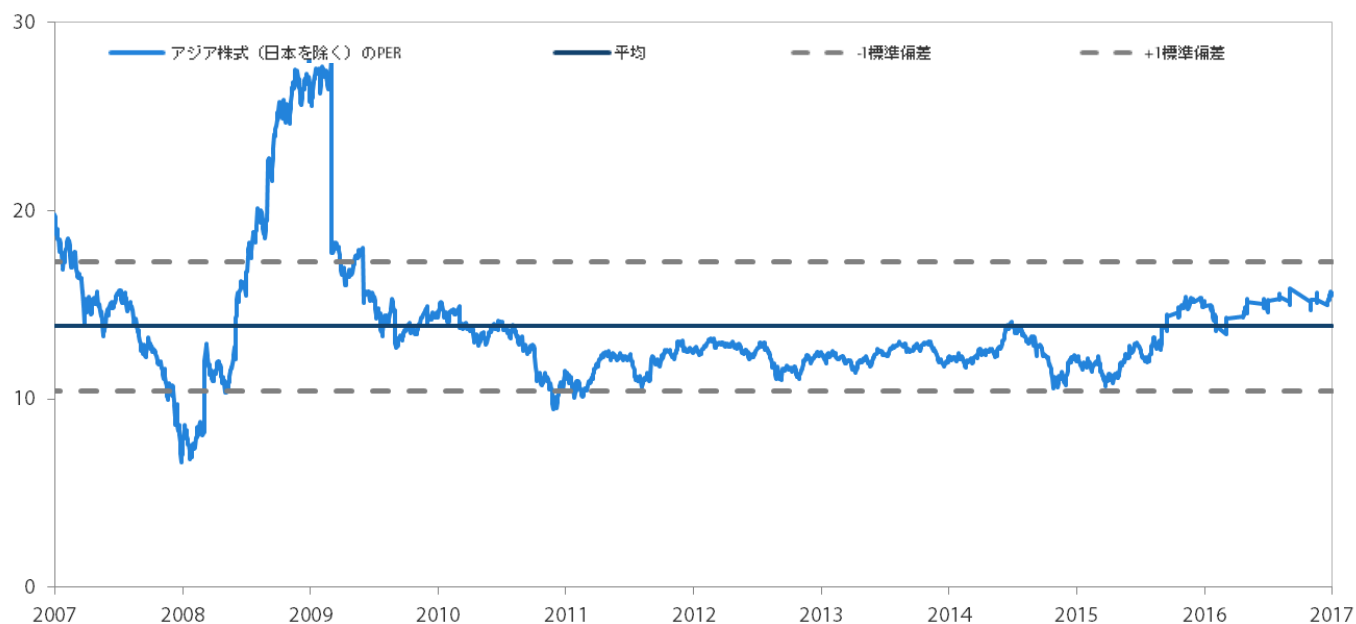
- 韓国と台湾のニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目、アセアンについては引き続き弱気

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が、足元では、この分野についてより選別的になる必要がある。北朝鮮をめぐる緊張の高まりを背景に、中国と韓国の間歩み寄りの動きが見られていることは、政治的リスクの低減を示唆しているが、トランプ米大統領の日本および韓国への初訪問を前にして、先行き不透明感は依然残っている。台湾のテクノロジー・セクターは、Apple 社の新端末「iPhone X」に対する旺盛な需要を受けた力強いモメンタムが追い風となってきたが、そろそろある程度の株価調整局面を迎える可能性が高い。したがって、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。

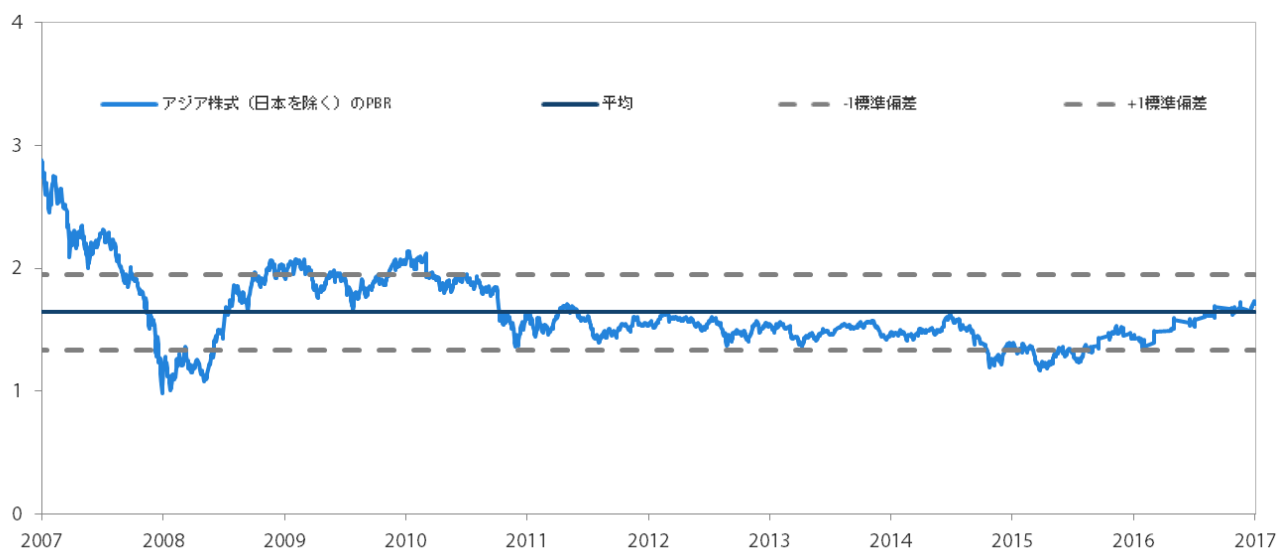
アセアンについては、相対的に弱気のスタンスを維持する。アセアンの中では引き続きシンガポールとインドネシアを相対的に選好する一方、マレーシアについては弱気な見方を維持する。タイは、前国王の火葬が行われ 1 年間の服喪期間が明けたことを受けて、消費回復の兆しが芽生えつつあるが、具体的な確証を得られるまでは弱気な見方を維持する。

## 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10月31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。