



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12月

本レポートは、2017年12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

- 11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+0.6%となった。同市場の代表的なインデックスは、米FRB(連邦準備制度理事会)による現行政策スタンス継続への期待と経済指標の堅調さを受けて、月中に10年ぶりの高値に近づいたが、月末にかけては、構成比率の高いテクノロジー銘柄が売り込まれたことで、それまでの上昇分が相殺された。
- 香港市場と中国市場のパフォーマンスは地域全体を上回った。前者はTencentの急騰が、後者は国内金融機関に対する外資の出資規制緩和が、それぞれ上昇要因となった。
- 域内で最も高いパフォーマンスを示したのはシンガポール市場で、金融セクターの堅調さと事前予想を上回った第3四半期GDP成長率が追い風となった。その他の東南アジア諸国も、経済成長の回復を受けて全般的に良好な相場展開となったが、インドネシアは個人消費が依然振るわないことから例外となった。
- 反対に、台湾市場とインド市場は地域全体に劣後した。台湾は、複数の証券会社のアナリストが半導体業界全体にわたって収益予想を下方修正したため、テクノロジー・セクターが売り込まれた。インドは、財政赤字拡大に対する懸念が重石となった。
- 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ってきているが、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な見方を維持し、中でもニュー

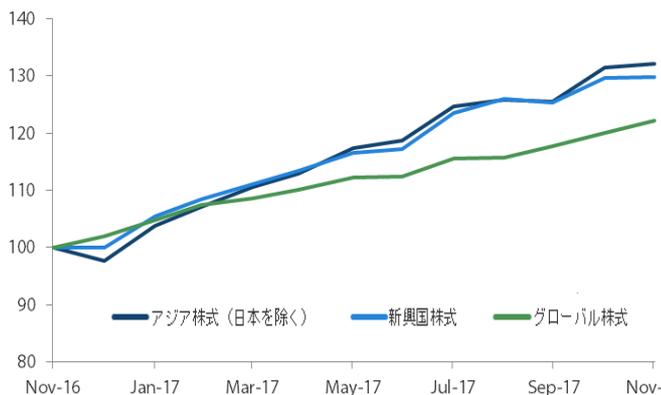
エコノミー・セクターを選好する。また、インドについても、改革に対する政府のコミットメントから、構造的にポジティブな見方をしている。韓国と台湾はテクノロジー・セクターのニッチ分野に注目する一方、アセアンに対しては相対的に弱気な見方を維持する。

アジア株式

市場環境

- 11月のアジア株式はプラスのリターン**
11月のアジア株式市場(日本を除く)は、域内の各国通貨が概して対米ドルで上昇したため、米ドル・ベースのリターンが+0.6%となった。同市場の代表的なインデックスは月中、米国株式に追従して上昇し、10年ぶりの高値に近づいた。米FRBの次期議長に指名されているジェローム・パウエル理事は、上院公聴会での証言で、同中銀の金融政策正常化へのアプローチを継続することを示唆し、また主要国の経済指標においては堅調さが続いた。しかし、月末にかけては、今年の大半にわたってアウトパフォームしてきた構成比率の高いテクノロジー銘柄が売り込まれたことで、それまでの上昇分が相殺された。原油価格は、中東で地政学的緊張が高まったのに加え、OPEC(石油輸出国機構)と非加盟主要産油国が減産を2018年末まで延長することで合意したため、引き続き上昇した。

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)

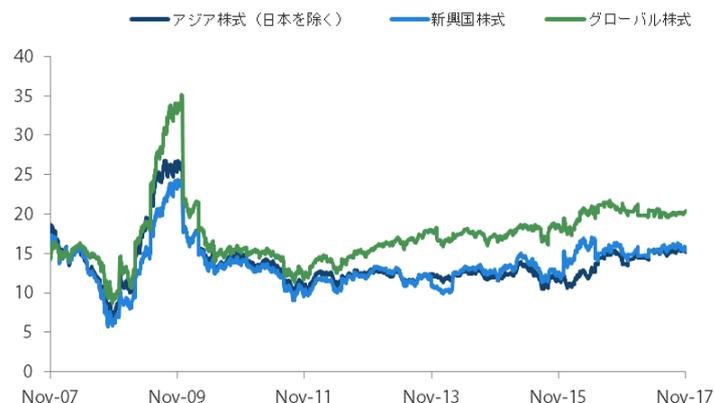


(出所) 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジアリミテッドが作成

(期間) 2016年11月末～2017年11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11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11月末～2017年11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。

● 香港および中国市場はアウトパフォーム

香港のハンセン指数は、堅調な企業業績に加え、急騰している Tencent 株特定の投資需要が牽引材料となり、10年ぶりの高値を付けた。Tencent は株価の年初来上昇率が125.5%となっており、ハンセン指数の上昇においてその3分の1近くを占めるとともに、時価総額が5,000億米ドルを超えるアジア初の企業となった。中国では、国内金融機関に対する外資の出資規制緩和が市場を押し上げた。それとは別に、政策当局は債務削減への注力を継続し、小規模なネット消費者金融企業の蔓延を制限することを目的とする規

制案を公表した。

● 東南アジアは GDP 成長が堅調だが、インドネシアは例外

シンガポールは、金融セクターの堅調さが下支えとなり、米ドル・ベースの市場リターンが+3.9%と域内で最も高いパフォーマンスを示した。第3四半期の GDP は、製造業セクターが主な牽引役となって、前年同期比5.2%増と事前予想を上回った。銀行セクターでは、DBS が第3四半期に貸倒引当金を倍増し、石油・ガス・サービス業界の不良債権ポジションを一掃した。これによって第3四半期決算は前年同期比で23%の減益となったが、資産の質を巡る不透明感が払拭されたとして、投資家には概して好感された。11月のインベスター・デーでは、同行は異なる市場へのデジタル戦略の応用や、新規顧客の取り込みや銀行業務プロセスの変革におけるデジタル・プラットフォームの採用に焦点を当てた説明を行った。

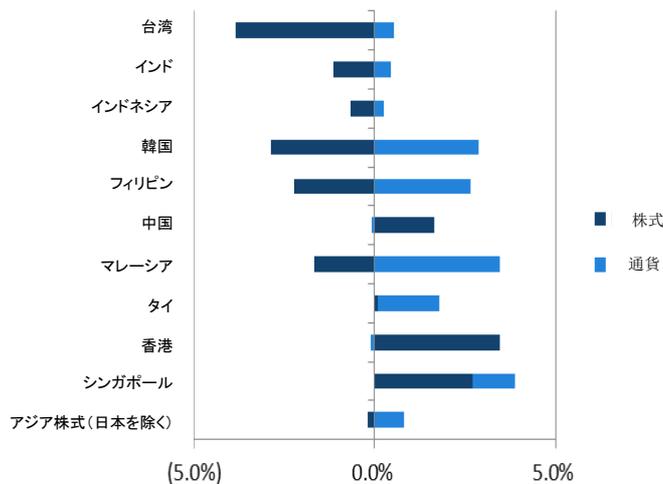
その他の東南アジア諸国も、タイやフィリピン、マレーシアの経済成長ペースが予想を上回るなど、経済成長の回復を受けて全般的に良好な相場展開となった。しかし、インドネシアは例外で、11月の米ドル・ベースの市場リターンは▲0.4%となった。同国の第3四半期の GDP 成長率は、事前予想の前年同期比+5.2%を下回る同+5.06%にとどまった。昨年に入って以降、中央銀行が銀行貸出しや経済成長を促すべく主要政策金利を8回にわたって引き下げたにもかかわらず、個人消費が依然振るわなかった。

● 台湾およびインド市場は劣後

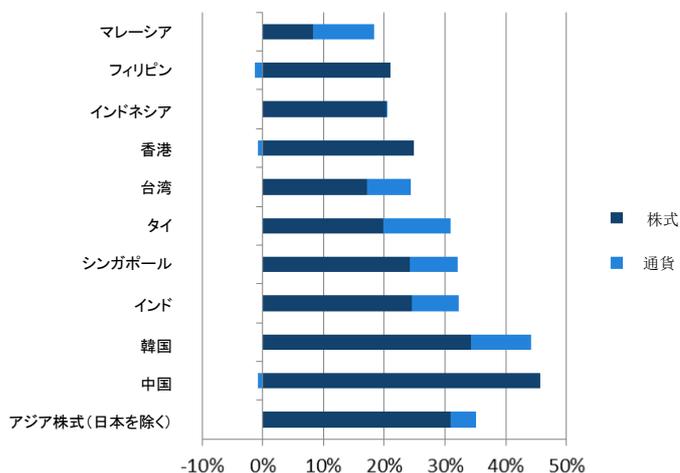
11月にパフォーマンスが最も劣後したのは、台湾とインドの2市場であった。台湾は、テクノロジー・セクターの下落が主因で米ドル・ベースの市場リターンが▲3.3%となった。メモリーチップ需要減少の可能性を理由として、複数の証券会社のアナリストが半導体業界全体にわたり収益予想を下方修正したため、テクノロジー・セクターが売り込まれた。その他の要因として、Hon Hai Precision の第3四半期決算が「iPhone X」の製造コスト高を受けて失望的な内容となったことも挙げられる。インドは、財政赤字拡大に対する懸念から、市場リターンが▲0.7%となった。4月～10月の期間で、同国の財政赤字は政府の通年予想の96%に達している。明るいニュースとしては、格付け機関ムーディーズが、金融政策の枠組み改善と不良債権一掃策を評価し、2004年以来初めて、インドのソブリン債格付けを引き上げた。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月(2017年10月31日~2017年11月30日)



過去1年(2016年11月30日~2017年11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には留意

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 15 倍、予想 PBR(株価純資産倍率)が 1.7 倍と、バリュエーションが長期的な平均へと戻ってきている。FRB と ECB が金融政策の引き締め動くなか、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 18 倍、予想 PBR が 2.3 倍という水準にあり、アジア市場の方がディスカウントとなっているのは理に適っていないように見受けられる。したがって、中期的な観点からはアジア株式は投資

魅力が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は認識している。

- 中国およびインド市場に対しては強気な見方を維持
第 19 回共産党大会が終わり、中国の財政政策と不動産市場拡大の勢いは減速するものと思われ、刷新された指導部が成長のリバランスと成長の質の改善に注力するなか、改革の厳しさが増す可能性がある。特に成長の質を重視するスタンスへのシフトは、当社の運用ポートフォリオで多めに配分している消費やイノベーションといったテーマにとって追い風である。当社では引き続き、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。香港は、融資の伸びが加速や金利先高観が銀行セクターの投資リターンを引き続き押し上げると見ており、楽観的な見方を維持する。

インドについては、改革に対する政府のコミットメントに加え、主要州での選挙や最終的には 2019 年の国政選挙を控えての年度予算拡大の可能性から、構造的にポジティブな見通しを保持している。加えて、高額紙幣廃止と GST(物品サービス税)導入に伴う悪影響が薄れるとともに、国営銀行への資本注入によって民間設備投資の再活性化が促されることを受けて、インドの経済成長は 2018 年に回復すると予想している。したがって、インド株式に対しては強気の見方を維持する。

- 韓国および台湾ではニッチ分野のテクノロジー銘柄に注目

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と考える。今年はメモリーチップにおいて大幅な収益の伸びが見られてきたが、新たな生産能力の拡大に伴って 2018 年には DRAM や NAND の価格が下落するリスクがある。

中国と韓国は関係正常化において大きな前進を見せたようだが、北朝鮮による直近のミサイル発射は、地政学的リスクが引き続き立ちはだかっていること示している。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プラスのモメンタムが追い風となってきたが、企業収益予想の上方修正のペースは鈍化しており、バリュエーションももはや以前ほど魅力的ではない。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引き続き弱気
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、マレーシアについては弱気な見方を継続する。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11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。