



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7月

本レポートは、2018年7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

- アジア株式市場（日本を除く）は、米中間の貿易を巡る緊張が根強く続くなか、米ドル・ベースのリターンが-4.8%となった。地域外の材料としては、米FRB（連邦準備制度理事会）が今年2回目となる0.25%の利上げを実施し、ECB（欧州中央銀行）は債券の購入を年末までに段階的に終了する計画を発表した。6月は米ドルがすべてのアジア通貨に対して上昇した。
- 6月の中国および香港市場はパフォーマンスが地域全体に劣後した。中国は、米国との貿易摩擦の激化を受けて人民元が大きく下落するとともに、中国のテクノロジー製品やインターネット製品にさらなる制約が課される可能性が市場センチメントの重しとなった。香港では、米FRBの利上げを受けて香港金融管理局が基準金利を0.25%引き上げた。また、香港政府は、民間および公共の両住宅市場の供給増を促すために、住宅政策で新たな6措置を発表した。韓国市場は貿易懸念が重しとなって下落した。
- 一方、台湾市場は、テクノロジー・セクターで中国のスマートフォン・メーカーからの堅調な需要がiPhoneの販売減を相殺するなか、同セクターがけん引役となり相対的に堅調なパフォーマンスを示した。
- アセアン市場は、リスク回避姿勢が強まるなか、全体的に軟調となった。フィリピンおよびインドネシアの中央銀行は、自国通貨を下支えするために、それぞれ0.25%と0.50%の利上げを実施した。アセアン地域の5月のインフレは全体的に加速した。
- 貿易摩擦の更なる悪化の可能性や米FRBのタカ派色の強まりによって市場のボラティリティが高まっているものの、アジア地域の企業収益は拡大を続けており、その一方でインフレ圧力は依然として落ち着いている。しかし、金融政策引き締め動きや通貨の調整が始まっており、これがアジ

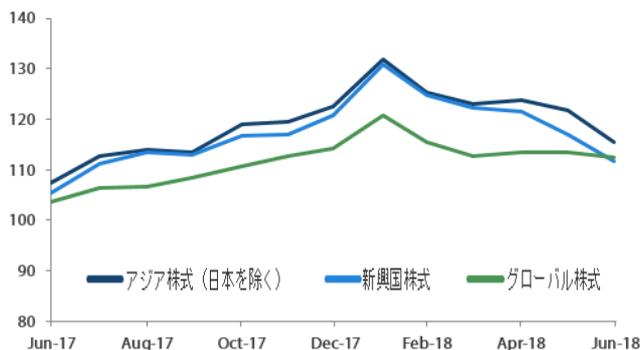
ア地域全般にわたって銘柄選択に重要な影響を与えていくであろうことも、引き続き認識している。

アジア株式

市場環境

アジア株式市場は米ドル・ベースのリターンがマイナスに
アジア株式市場（日本を除く）は、米中間の貿易を巡る緊張が根強く続くなかで6月も続落し、米ドル・ベースのリターンが-4.8%となった。当月、米国と中国は互いに相手国の輸出品に対する関税を発表し、さらなる関税賦課の可能性を警告した。地域外の材料としては、米FRBが0.25%の利上げを実施するとともに、年内の追加利上げ回数の見通しを1回から2回に引き上げた。6月は、米ドルがすべてのアジア通貨に対して上昇した。欧州では、ECBが債券の購入を年末までに段階的に終了する計画を発表したが、金利については2019年半ばまで据え置くとの考えを維持した。原油価格は、米国がイラン産原油を輸入している国々に対し制裁措置を取ると警告したことを受け、月末にかけて上昇した。

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）

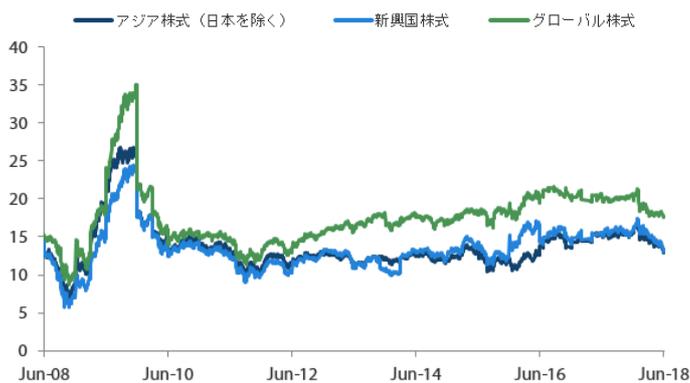


（出所）信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成
 （期間）2017 年 6 月末～2018 年 6 月末
 （注）アジア株式（日本を除く）は MSCI AC Asia インデックス（除く日本）、新興国株式は MSCI Emerging Markets インデックス、グローバル株式は MSCI AC World インデックスを、2017 年 6 月末を 100 として指数化（全て米ドル・ベース）。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

人民銀行は、一部の銀行の預金準備率を 0.5%引き下げて予想を上回る 1,080 億米ドル相当の流動性を供給することにより、債務の株式化の加速と中小企業向け融資の促進を図った。香港では、米 FRB の利上げを受けて香港金融管理局が基準金利を 0.25%引き上げた。また、香港政府は、民間および公共の両住宅市場の供給増を促すために、住宅政策で新たな 6 措置を発表した。

韓国市場は貿易懸念が重しに、台湾は相対的に堅調
 韓国市場では、月の前半は米朝首脳会談に大きな注目が集まった。最終的な合意内容は具体性に欠けるものであったが、今後の交渉に道を開いたのは確かで、正しい方向への一歩が踏み出されたと当アジア株式運用チームでは見ている。とは言え、最終的には貿易を巡る懸念が株式市場と韓国ウォンの足を引っ張って下落させた。北アジアのその他の国では、台湾の市場リターンが米ドル・ベースで-1.7%となり、相対的に堅調なパフォーマンスを示した。中国のスマートフォン・メーカーからの堅調な需要がiPhone販売減を相殺するなか、台湾のテクノロジー企業は5月の売上げが前年同月比12.25%増となった。中央銀行は政策金利を据え置いたが、通年の経済成長率見通しについては2.58%から2.68%に上方修正した。

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 6 月末～2018 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。

中国および香港市場は劣後

中国および香港市場は、当月の米ドル・ベースのリターンがそれぞれ-5.2%、-4.9%となった。米国との貿易摩擦の激化を受けて人民元が大きく下落するとともに、中国のテクノロジー製品やインターネット製品にさらなる制約が課される可能性が市場センチメントの重しとなった。中国の経済指標は低調で、5月の小売売上高および鉱工業生産の伸びが予想を下回ると同時に、1～5月の固定資産投資の伸びは過去10年超での最低水準へと鈍化した。製造業セクターの伸びも6月に鈍化し、製造業 PMI（購買担当者景気指数）が、景気拡大を示す領域に留まりながらも5月の51.9から6月は51.5に低下した。中国

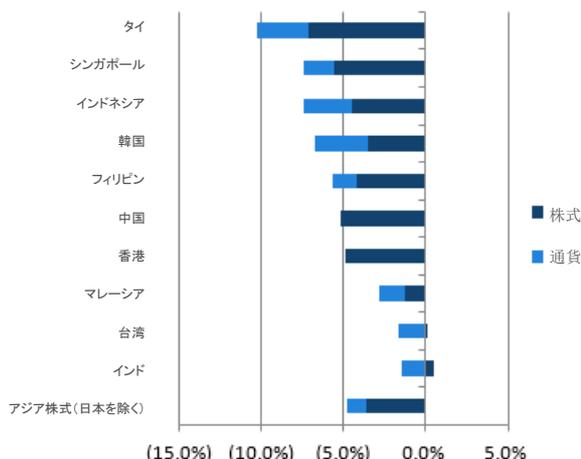
インドは軟調なルピーが足かせに、アセアンは全体的に下落

インドは市場リターンが現地通貨ベースで小幅なプラスとなったが、ルピー安が米ドル・ベースのリターンを押し下げた。2018年第1四半期のGDP成長率は、製造業と投資の加速がけん引して前年同期比7.7%に達した。一方、インド準備銀行は、燃料価格の上昇によるインフレの高まりに懸念を示し、4年超ぶりに利上げを実施した。貿易面では、インドもEU（欧州連合）に続いて米国の鉄鋼・アルミニウム関税引き上げに対する報復措置の発動を決め、リンゴ、アーモンド、金属製品などの米国産品に対する輸入関税を引き上げることとした。

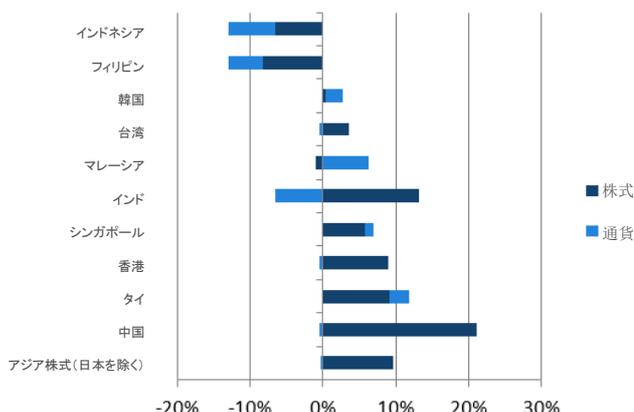
アセアン市場は、米FRBによる利上げや世界の貿易問題を受けてリスク回避姿勢が強まるなか、全面的に下落した。フィリピンおよびインドネシアの中央銀行は、本国通貨を下支えするために、それぞれ0.25%と0.50%の利上げを実施した。アセアン地域の5月のインフレは全体的に加速した。フィリピンでは、中央銀行のインフレ目標が2～4%であるのに対して、5月のCPI（消費者物価指数）が前年同月比で4.6%の上昇となった。マレーシアでは、中央銀行の前総裁が政府系ファンド「1MDB」に絡む汚職疑惑の影響で辞任したことを受けて、ノル・シャムシア・モハマド・ユヌス氏が新総裁に任命された。中央銀行の元副総裁の経験を持つ同氏は、通貨および金融の安定維持に注力する中央銀行のスタンスを継続していくと述べた。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年5月31日~2018年6月30日)



過去1年間(2017年6月30日~2018年6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

企業収益モメンタムの持続やインフレの落ち着きはアジア市場にとって明るい兆し

世界の2大経済大国間における貿易摩擦の更なる悪化の可能性に投資家の注目が集まるなか、市場は引き続きボラティリティの高い展開となった。また、政府のバランスシート縮小や米FRBのタカ派色の強まりによって、世界景気の同時回復の結実は困難さを増している。しかし、このような懸念があるなかでも、アジアの長期的な成長や進行中の構造改革は失速することなく続いている。アジアの企業収益は西側の先進国を上回る伸びを継続しており、一方でインフレ圧力は依然抑制されている。当社では、アジアの市場ボラティリティの高まりは、投資ホライズンがより長期的な投資家にとって好機を提供していると考えている。とは言え、金融政策引き締め動きや各国通貨の調整が始まっており、これがアジア地域全般にわたって銘柄選択に重要な影響を及ぼしていくであろうことも、引き続き認識している。

中国ではより長期的な構造的成長ドライバーを持つセクターに注目

米中間の貿易をめぐる緊張の先に目を向けると、中国の成長における量から質への移行は着実に進んでおり、これが、中国国内における過度な負債の積み上がりや不適切な資本配分の及ぼし得る影響を長らく懸念してきた投資家にとって、その不安を幾分和らげることになるだろう。中国は、オールド・エコノミーの生産合理化を図りながら、高付加価値製造業、ヘルスケア、保険、観光といったセクターにおいて革新的で付加価値の高い経済活動を促進することにより、引き続き経済活動のバリュー・チェーンを上っている。金融環境のタイト化により今後数四半期は成長が鈍化する可能性があるものの、当社では構造的成長が見込まれるこうしたセクターを引き続き選好する。

インドに対しては政治的不透明感と金融引き締めからより慎重な姿勢

インドは依然として、高額紙幣廃止と昨年6月のGST(物品サービス税)導入に伴う悪影響からの回復局面にあるが、好調な消費需要が引き続き経済成長の主な柱となっている。特に見られるのは、郊外における需要の高まり、インフラ分野での公共投資の伸び、輸出の安定、そして民間設備投資の回復の初期兆候だ。しかし、向こう12ヶ月間で州議会選挙と国政選挙の両方が行われるなか、政治的な先行き不透明感はかなり割高となっているインド株式市場のリスクプレミアムに大きな影響を与える可能性がある。これに加え、インドでは金融引き締めが開始されており、近年資金流動性が潤沢となっていた国内株式市場にとって重しとなるかもしれない。より長期的にはポジティブな見方を維持するが、銘柄選択においては選別姿勢を強めている。

韓国と台湾については選別的な姿勢を維持

ドナルド・トランプ大統領と金正恩朝鮮労働党委員長との間で行われた歴史的な会談は、朝鮮半島の非核化プロセスに弾みをつけたと見られ、同地域の地政学リスクを大幅に低減させた可能性がある。ただし、詳細の調整には時間を要するため、非核化のプロセスは長引くことが予想される。地政学面でのポジティブな進展とは対照的に、韓国では国内経済が依然低調で、企業の利益幅が縮小している。北朝鮮と韓国、そして中国との間の関係が足元で融和ムードとなっているが、韓国および台湾に対しては選別的な姿勢を維持する。当面失速の兆しがほぼ見られないクラウドやサーバーへの設備投資が原動力となっており、メモリは価格も需要量も引き続き堅調に推移しており、株価指数での構成比率が高いメモリ関連銘柄にとって追い風となっている。一方、アップル社による年次の新型iPhone投入サイクルを受けて、今後は台湾の多くのサプライヤー企業にわたって再び投資家の関心が集まると予想する。当社では引き続き、ヘルスケア、半導体パッケージングおよびニッチ分野であるディスプレイ関連の銘柄を選好する。

アセアンについては弱気な姿勢を維持

アセアンについては弱気な姿勢を維持するなか、成長見通しがより良好でバリュエーションが魅力的なシンガポールとタイを相対的に選好する。フィリピンは、景気過熱の兆しが強まるとともに、資本の流出が通貨に下押し圧力をもたらしているものの、中央銀行は金融引き締めで消極的な姿勢を示してきている。タイについては、消費回復の芽が出てきているが、政治面の混迷解決が待たれることから、慎重な姿勢を維持する。マレーシ

アの政治面の大きな変化は、長期的にはポジティブな要因となるかもしれないが、足元では同国株式市場の大部分の企業に対して大きな収益見通しの不透明感をもたらしていることから、当面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、2018年6月末現在。

(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。