



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 1 月

本レポートは、2018 年 1 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

- 12 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+2.7%となり、新興国を含むグローバル株式市場（リターン+1.4%）をアウトパフォームした。アジア諸国の通貨が概して対米ドルで上昇したのに加え、米税制改革法案の経済的インパクトやコモディティ相場上昇をめぐって楽観ムードが高まったことから、アジア地域（日本を除く）の全ての株式市場が上昇した。
- 中国の規制当局が債務削減の取り組みを継続するなか、11 月には大気汚染の取り締まりや不動産市場の冷え込みが製造業の重石となった。また、韓国市場は韓国ウォン高がリターンを押し上げる一方、「iPhone X」の出荷をめぐる懸念が煽り続ける台湾市場は、北アジア地域の他の株式市場をアンダーパフォームした。
- アセアン市場は、フィッチによるソブリン債格付け引き上げが追い風となったインドネシアを筆頭に、幅広く上昇した。フィリピンについても、フィッチは格付けを「BBB」に引き上げ、見通しを「安定的」とした。マレーシア市場も、10 月の輸出における予想以上の伸びを好感した株価上昇や自国通貨高がプラス要因となり、米ドル・ベースで良好なパフォーマンスを示した。
- インドでは、ナレンドラ・モディ首相率いる与党がグジャラート州議会選挙で勝利したほか、中央銀行が中立的な政策スタンスを再確認し、政策金利を据え置いた。
- 2017 年は、2009 年以降で初めて広範な経済と市場の回復が進んだ。アジア株式のバリュエーションは見直しが進み、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、長期的な平均へと戻ってきている。アジア株式は 2017 年にアウトパフォームし、一部に過度な楽観ムードがあることは確かだが、当社では引き続き先

進国市場に比べてバリュエーションの魅力が高いと見ている。

- 中国株式に対しては強気な見方を維持し、中でも構造的成長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

#### 12 月のアジア株式はプラスのリターン

12 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+2.7%となり、新興国を含むグローバル株式市場（リターン+1.4%）をアウトパフォームした。アジア諸国の通貨が概して対米ドルで上昇したのに加え、米共和党による税制改革法案の経済的インパクトやコモディティ相場の上昇をめぐって楽観ムードが高まったことから、アジア地域（日本を除く）の全ての株式市場が米ドル・ベースでプラスのリターンを示した。米 FRB（連邦準備制度理事会）は 12 月会合で、事前予想通りに再び 0.25% の利上げを実施する一方、2018 年の利上げ回数予想は 3 回に据え置いた。アジア株式市場（日本を除く）の米ドル・ベースの年初来リターンは+37.0%に達し、新興国を含むグローバル株式市場の 22.4%を上回った。

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 12 月末～2017 年 12 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 12 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 12 月末～2017 年 12 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

● **北アジア市場はアジア市場全体を概ねアンダーパフォーム**  
 中国市場の米ドル・ベースのリターンは+1.9%となった。同国の規制当局がリスク管理や金融債務削減に引き続き取り組むなか、中国銀行業監督管理委員会は融資機関の流動性リスク規制の改定案を公表した。また、11 月はサービス業が底堅さを維持する一方、製造業は大気汚染の取り締まりや不動産市場の冷え込みが重石となって鈍化した。韓国市場は、韓国ウォン高が主に寄与し、12 月の米ドル・ベースのリターンが+2.7%となった。台湾市場の米ドル・ベースのリターンは+1.2%であった。輸出が 14 ヶ月連続で伸びたものの、テクノロジー・セクターは月末にかけて下落した。株価の下げ幅が特に大きかったのは Taiwan Semiconductor Manufacturing Company で、「iPhone X」の出荷をめぐる懸念が燻り続けたことが影響した。

● **インドではモディ首相率いる与党がグジャラート州議会選挙で勝利宣言**

インド市場は、ナレンドラ・モディ首相が率いる与党のインド人民党がグジャラート州議会選挙で過半数を優に上回る議席を獲得したことを受けて、米ドル・ベースのリターンが+4.9%となった。一方で、11 月の CPI（消費者物価指数）の伸び率は、食料品や燃料の値上がりを受けて 15 ヶ月ぶりの高水準となる前年同月比+4.9%へと加速した。その結果、インド準備銀行は中立的な政策スタンスを再確認し、政策金利を据え置いた。

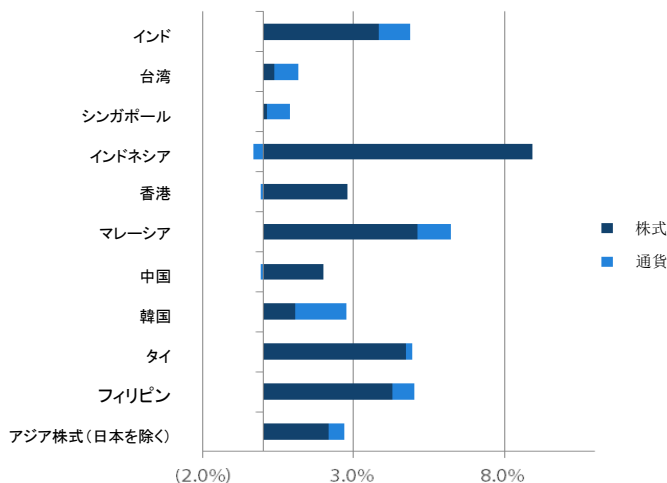
● **アセアン市場はインドネシアを筆頭に幅広く上昇**

アセアン市場は、米ドル・ベースのリターンが+8.6%に達したインドネシアを筆頭に、幅広く上昇した。インドネシア市場は、三菱 UFJ ファイナンシャル・グループが Bank Danamon Indonesia の過半数株式を取得したとのニュースを受けて、金融セクターが上昇した。加えて、フィッチ・レーティングスが、構造改革や外的ショックへの耐性の改善を主な理由に、インドネシアのソブリン債格付けを「BBB」に引き上げ、見通しを「安定的」とした。同様にフィッチは、フィリピンのソブリン債についても、マクロ経済の好調さや安定性を背景に、格付けを「BBB」へと引き上げ見通しを「安定的」とした。フィリピン市場は、米ドル・ベースの月次リターンが+5.0%となった。

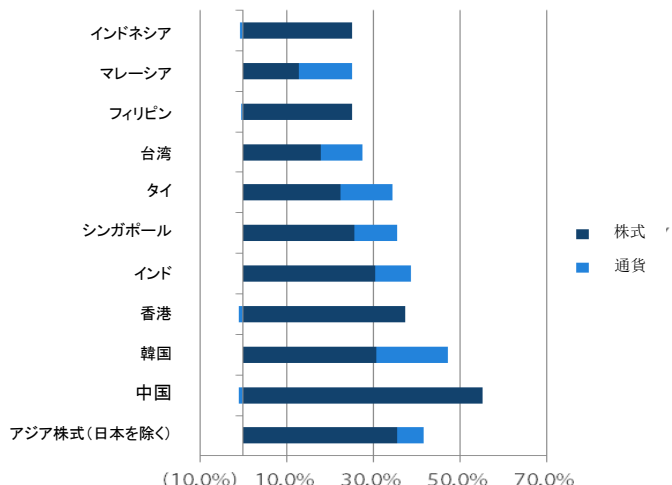
マレーシア市場は、10 月の輸出の伸びが事前予想を上回ったことを好感した株価上昇や、マレーシアリングgitの底堅い推移がプラスに寄与し、米ドル・ベースのリターンが+6.2%と、アセアンの中で 2 番目に良好なパフォーマンスを示した。また、タイ市場の米ドル・ベースのリターンは+4.9%となった。タイ銀行は、事前予想通りに政策金利を据え置く一方、輸出の加速を理由に 2017 年と 2018 年の GDP 成長率予想を上方修正した。一方で、シンガポールは、景気低迷を背景に市場リターンが+0.9%にとどまり、域内の他の市場をアンダーパフォームした。

アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月(2017年11月30日~2017年12月31日)



過去1年(2016年12月31日~2017年12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

- 一部に過度な楽観ムードがあるものの、引き続きアジア株式は投資妙味が高いと見る

2017年は、2009年以降で初めて広範な経済と市場の回復が進んだ。アジア株式のバリュエーションは見直しが進み、予想PERが15倍、予想PBRが1.7倍と、長期的な平均へと戻ってきている。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、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倍という水準にある。アジア株式は、一部に過度な楽観ムードがあることは確かだが、先進国市場に比べてバリュエーションの魅力が高く、収益成長見通しもより良好であると引き続き見ている。

- 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からの成長刺激は鈍化するものと思われ、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、観光やヘルスケア、保険といった構造的成長セクターを選好する。香港は、融資の伸びの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、政府が改革にコミットしているのに加え、主要州での選挙や最終的には2019年の国政選挙を控えて年度予算が拡大される可能性があることから、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セクターの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しており、長期的に維持できる優位性を持った企業や、市場の中でも比較的選好されていない分野に投資を行っている。

- 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。2017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。

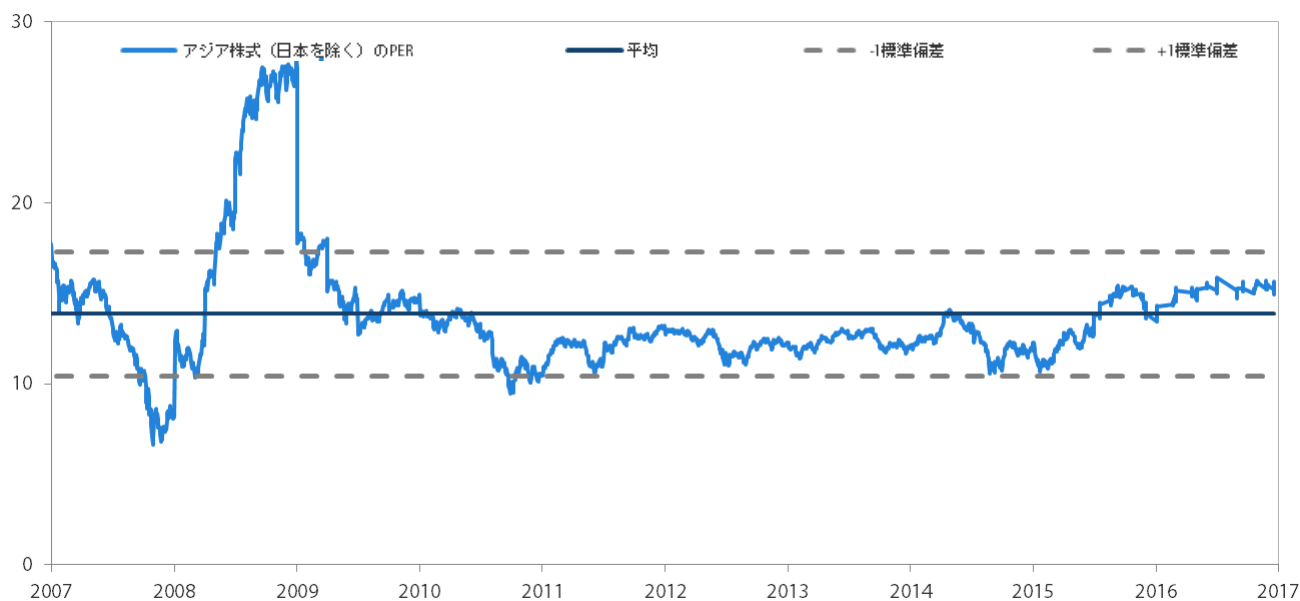
中国と韓国は関係正常化において大きな前進を見せたようだが、地政学的リスクが引き続き立ちはだかっている。台湾のテクノロジー・セクターは、Apple社の新端末「iPhone X」に対する旺盛な需要を受けたプラスのモメンタムが追い風となってきたが、企業収益予想の上方修正のペースは鈍化しており、バリュエーションももはや以前ほど魅力的ではない。したがって、当社では、バリュー・チェーンのニッチ分野で強みを持つ企業、具体的には電気自動車とディスプレイ・ソリューションに注目している。

- アセアンについては引き続き弱気

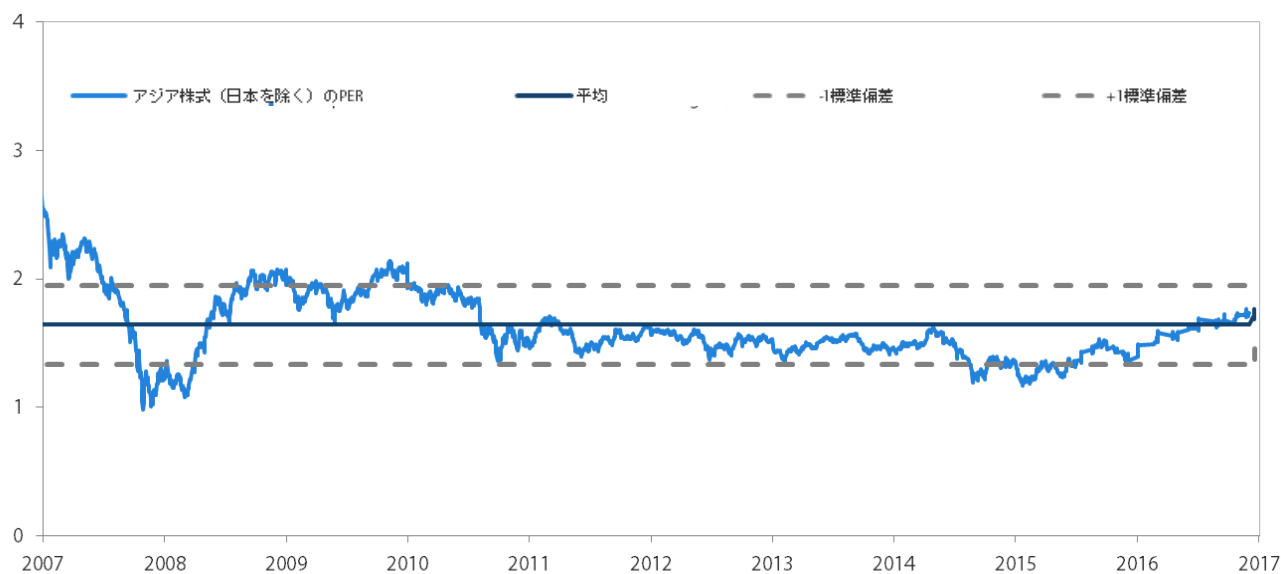
アセアンについては、相対的に弱気なスタンスを維持する。アセアンの中では引き続きシンガポールとインドネシアを相対的に選好する一方、マレーシアについては弱気な見方を継続する。タイは、前国王の火葬が行われ1年間の服喪期間が明けたことを受けて、消費回復の兆しが芽生えつつあるが、具体的な確証を得られるまでは弱気な見方を維持する。

## 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

(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。