



## 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6月

本レポートは、2018年6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、マクロ環境の先行き不透明感や貿易摩擦、原油価格上昇を受けて市場のリスク回避ムードが強まり、米ドル・ベースのリターンが-1.3%となった。大半のアジア市場は、当月に各国通貨が対米ドルで下落したことが追い討ちをかけ、リターンがマイナス圏で月末を迎えた。
- 中国および香港市場は例外で、好調な経済指標を受けて主要株価指数が上昇した。一方で、韓国市場は、米朝首脳会談をめぐる不透明感や最近の経済指標の弱さなどが重しとなり、北アジア市場の中でパフォーマンスが最も低迷した。
- アセアン市場の大半は、月末の株価が前月末比で下落となった。マレーシア市場は先日の選挙での番狂わせを嫌気した海外投資家の売りが響いてパフォーマンスが劣化する一方、シンガポール市場は調整局面が訪れて下落した。フィリピンとインドネシアは、インフレ加速や通貨をめぐる懸念に対応して政策金利を引き上げた。その他では、インド市場も原油高や外的環境を受けて投資家心理が悪化したことから下落した。
- アジア株式については、ボラティリティが高まっているものの、企業収益モメンタムが持続していることやインフレが落ち着いていることを背景に、ポジティブな見通しを維持している。しかし、米国の金利上昇が引き金となり、アジア地域全般にわたって金融政策引き締め動きや通貨の調整局面がもたらされている。
- 中国株式の構造的成長セクターを引き続き選好する。一方でインドについては、政治面やマクロ面の先行き不透明感が強まっていることから、慎重な見方を強めている。

韓国と台湾は引き続きテクノロジー・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

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、マクロ環境の先行き不透明感が根強く続くなか、米ドル・ベースのリターンが-1.3%となった。イタリアの政治危機は、最終的にポピュリスト(大衆迎合主義者)連立政権が誕生して EU(欧州連合)離脱やユーロ廃止につながるのではないかと懸念が投資家の間で広がり、市場センチメントの重しとなった。米国がイラン核合意から離脱すると決定したことで、イランの輸出が減少して世界の原油供給量が減少するのではとの不安が強まり、原油価格は1バレル=80米ドルまで急上昇した。また、米中間の貿易摩擦や6月の米朝首脳会談をめぐる不透明感にも大きな注目が集まり、市場ではリスク回避姿勢が強まった。大半のアジア市場は、当月に各国通貨が対米ドルで下落したことが追い討ちをかけ、リターンがマイナス圏で月末を迎えた。

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 5 月末～2018 年 5 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 5 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）2017 年 5 月末～2018 年 5 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。

中国および香港株式は好調な経済指標が追い風に

中国および香港市場は例外で、主要株価指数の米ドル・ベースの月間リターンがプラスとなった。中国では、5 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）が前月の 51.4 から 51.9 へと上昇するなか、製造業が 8 ヶ月ぶりの高い伸びを見せたことから、景気減速や対米貿易摩擦をめぐる懸念が和らいだ。中国人民銀行は、流動性と信用の伸びを引き続き安定させるとともに、人民元相場を概ね安定的に保つために、中立的な金融政策を維持すると表明した。6 月から開始される中国 A 株の MSCI 株式インデックスへの採用を控え、市場の活動や海外からの資金流入が引き続き活発であった。これとは対照的に、不動産株や金融株では、住宅セクターでの投機を抑制する新

たな措置が導入されたことや、中国人民銀行が 28 日物リバースレポ金利を引き上げたことが重しとなった。

香港経済は、2018 年第 1 四半期の成長率が前年同期比 4.7%と、約 7 年ぶりの高水準に達した。中国石油天然気（Petrochina）は、中国中央政府が住居用ガスの価格体系を住居用途以外のガス価格に近づける改革案を発表したことを受けて、株価が上昇した。一方で、韓国については、米朝首脳会談の予定変更や足元の経済指標の弱さなどが重しとなり、北アジア市場の中で最もパフォーマンスが低迷した。

アセアン域内の市場とインド市場は概ね下落

東南アジアおよびインド市場は概ね下落して月末を迎えた。マレーシアでは、5 月の選挙における与党・国民戦線の予想外の敗北と、それに伴って新政権が政策変更を行う可能性を受けて、海外投資家による売りが膨らんだ。シンガポールでも、株価指数における構成比率が高い銀行銘柄や不動産銘柄が、これまで数カ月の堅調なパフォーマンスから一転して調整局面を迎えたため、株式市場全体が下落した。

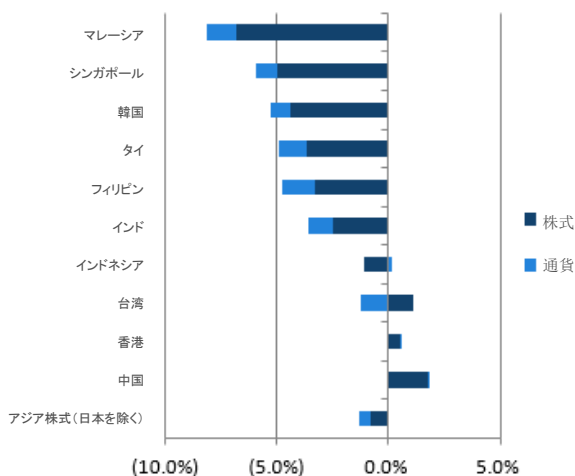
フィリピンではインフレが加速し、4 月の総合 CPI（消費者物価指数）上昇率が 4.5%と、前月の 4.3%からじわりと上昇した。フィリピン中央銀行は、物価上昇圧力を緩和するべく 3 年強ぶりの利上げに踏み切り、政策金利を 0.25%引き上げて 3.25%とした。それに続き、同中銀は大手銀行を対象とした預金準備率の 1%引き下げを発表したが、この動きは、預金準備率を段階的に一桁台まで引き下げるといった同中銀の戦略的計画の一環として行われた。

インドネシア市場は月序盤に下落したものの、中央銀行が 2 度にわたって政策金利の 0.25%引き上げを発表した後に持ち直し、前月末比横ばいで月末を迎えた。2 度目の利上げについては、FRB の利上げ加速観測が強まるとともに、世界の金融市場においてリスクが高まっているなか、通貨ルピアの安定維持のために先手を打つ動きであったと見られている。

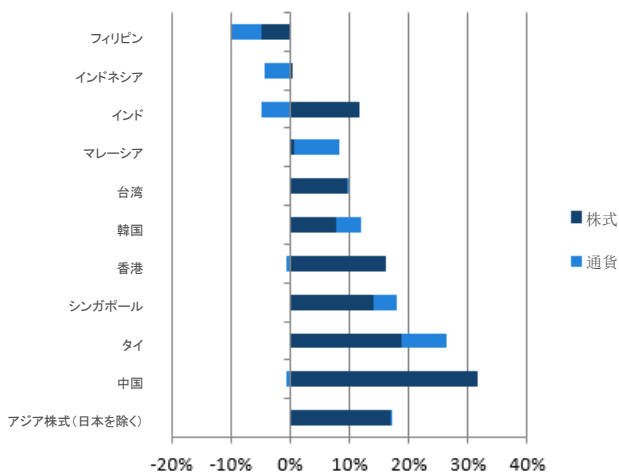
インド市場は、原油高や外的環境が投資家心理を悪化させるなか、幅広く下落した。4 月の CPI は前月の 4.28%から加速して 4.58%となり、コアインフレ率も引き続き 5%を上回った。インフレ圧力の強まりや原油価格の上昇を受けて金融政策委員会が政策スタンスをさらに引き締める可能性があり、市場では 6 月の次回政策決定会合を警戒する動きが見られた。こうした中でも自動車メーカーは、農村部の景気改善や新型車の投入、比較対象の前年同月が低水準だったことによる有利なベース効果を受けて自動車販売が大きく伸びたことから、株価が相対的に好調なパフォーマンスを示した。

## アジア株式(日本を除く)のリターン

過去1ヵ月間(2018年4月30日~2018年5月31日)



過去1年間(2017年5月31日~2018年5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

企業収益モメンタムの持続やインフレの落ち着いたアジア市場にとって明るい兆し

世界の市場では、地政学的イベントやコモディティ価格動向、信用力が脆弱な分野への逆風となる世界的な金利上昇などからボラティリティが高止まりしているが、資産市場は、ボラティリティ上昇の要因が何であれ、そのような新局面を受け入れつつある。そうした新しい「常態」は、長期スタンスの投資家にとって好機を提供しており、当社では、力強い成長、構造改革の継続、割高感のないバリュエーションを理由として、アジア株式市場の見通しについて引き続き楽観している。日本を除くアジア地域では、市場のパフォーマンスが年初比で横ばいとなっているものの、企業収益が引き続き先進国を凌駕す

るペースで拡大しているほか、インフレ圧力も引き続き抑制されている。とは言え、米国の金利上昇に反応する形で金融政策引き締め動きや各国通貨の調整が始まっていることは、アジア地域全般の銘柄選択に重要な影響を及ぼしている。

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

継続中の貿易摩擦の先に目を向けると、国際社会では、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が長らく懸念されてきたことから、中国が成長の重点を量から質へと移したことは歓迎されるはずだ。今後数四半期は GDP 成長が鈍化する見通しであることから、当社では観光、ヘルスケア、保険といった構造的に成長性がより高い分野の銘柄を選好する。中国 A 株の主要株式インデックスへの採用はグローバル資本市場にとって重要なイベントであり、多数の新しい革新的企業への扉が開かれることになる。香港では、小売売上高や貸出しの伸びが予想を上回り続けており、銀行株や消費関連株にとって明るい兆しとなっている。

先行き不透明感が高まるインドに対してはより慎重な姿勢

インドの経済成長は、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回復してきており、2018年後半には持ち直すと見られる。しかし、政治面については、もはや手放して楽観はできない状況にある。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が、これらの選挙における与党 BJP(人民党)の獲得議席数によっては、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が及ぶ可能性がある。これに加え、インドで金融引き締めが開始されれば、近年資金流動性が潤沢となっていた国内株式市場の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しているが、向こう1年間の不透明感が高まっていることから、慎重な姿勢を強めている。

韓国と台湾については選別的な姿勢を維持

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、韓国および台湾市場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、メモリー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ー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。

アセアン内ではシンガポールとタイを選好

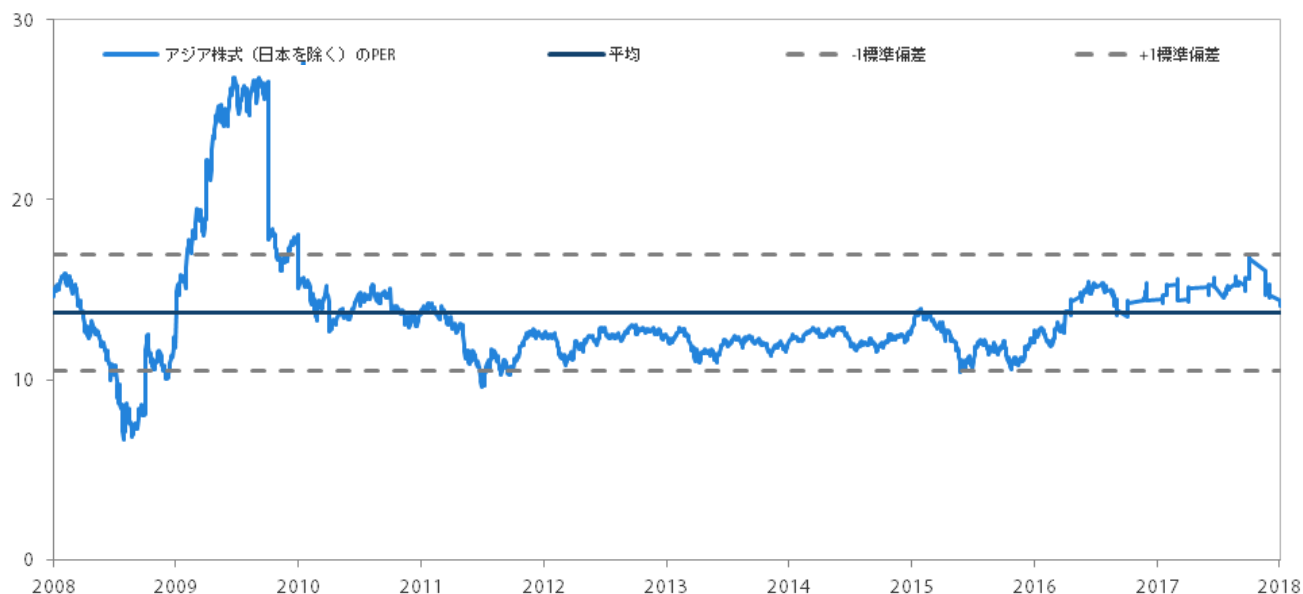
アセアンについては、全体として相対的に弱気なスタンスを維持するなか、成長見通しがより良好でバリュエーションが魅力的なシンガポールとタイを相対的に選好する。フィリピンは、景気過熱の兆しが強まるとともに、資本の流出が通貨に下押し圧力をもたらしているものの、中央銀行は金融引き締めによる消極的な姿勢を示してきている。タイについては、消費回復の芽

が出てきていることから、現在では強気な見方をしている。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

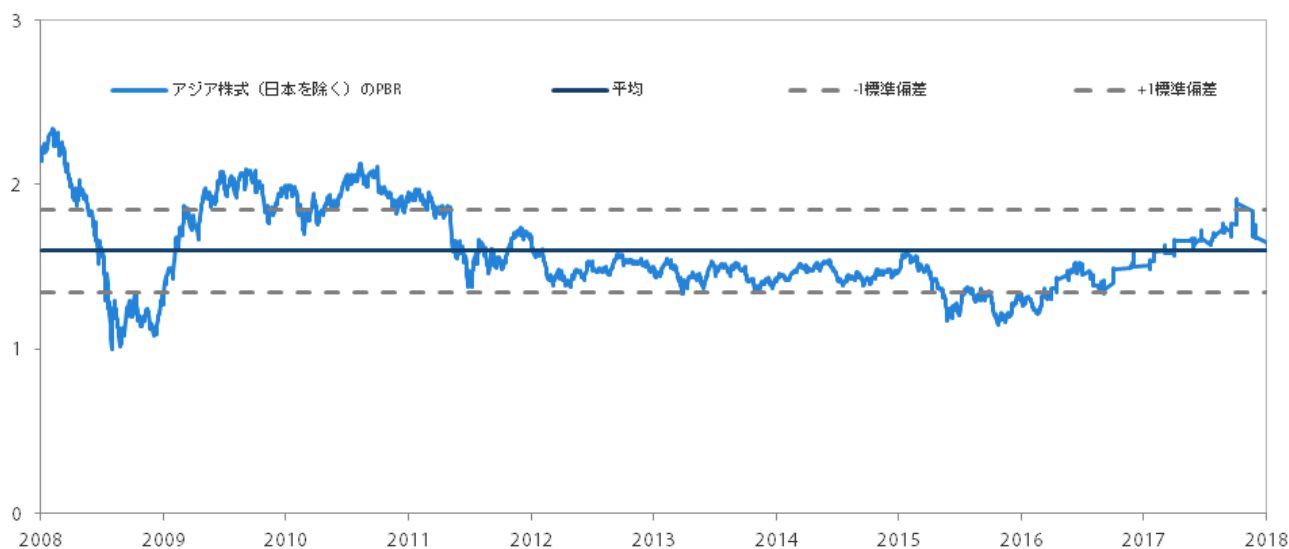
の企業に対して大きな収益見通しの不透明感をもたらしていることから、当面は弱気な見方を維持する。

## 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

(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。