

ご参考資料 2015年12月8日

# 2016年アジア株式市場見通し

アジア株式のバリュエーションは割安 — 数字は嘘をつかない



ケビン・ギブソン

チーフ・インベストメント・オフィサー

株式運用部門

イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド

2015年は、米国の利上げがアジア株式にとって「ダモクレスの剣\*」(栄華の中にも常に存在する危険)となりました。つまり、米国の利上げという脅威が隣り合った投資環境の中で、米連邦準備制度理事会(FRB)のジャネット・イエレン議長による利上げの時期に含みを持たせたメッセージに反応して、熟練の株式投資家ですら、貪欲と恐怖の間で揺れ動くこととなりました。また、中国当局による、国内経済の成長を促進するために「自由」市場メカニズム(株式市場)を操作する試みは、際限のない複雑性を伴うリスクの高い戦略であるだけでなく、意図した勝者よりも意図せぬ敗者を多く生み出す結果に終わる可能性が高くなることを、私達にやんわりと警告しました。この二つの出来事に中国の景気減速に対する懸念が重なりあった結果、アジア株式市場はボラティリティ(変動性)の高い状態が2015年を通じて続きました。

このような環境下で顧客の資金を運用することは、当社の最も経験豊かな運用担当者にとっても、技術と感情の両面で厳しい挑戦となりました。しかしながら、当社はこれまでと同様に、割安度を重視した投資プロセスと、「市場が感情的な反応を示し、株価が感情的な要因に突き動かされる状況こそが、規律ある運用を行う投資家に対して中期的な観点での投資機会を提供する」との信念を追求しました。

## 米国の利上げを巡る神経質な動きの結果、アジア市場で割安な投資機会が発生

まず、米国の利上げに関する市場の論点を整理すると、控えめな利上げのタイミングそのものであることは明らかです。しかしながら、その影響については、多くの市場関係者が対照的な見方をしているようです。一方は、利上げ開始は、米ドル建て債務を保有するアジア諸国にとってマイナスの影響が大きく、景気の下押し圧力となると見えています。もう一方は、利上げのペースは極めて緩やかになるとともに、世界経済の着実な回復を反映したものになると見えています。どちらの見方にも根拠はありますが、このような議論の影響により、株式市場では銘柄間のバリュエーションの格差が拡大し、株価は感情的な反応を示しています。ここで当社は、広義の「景気循環的かつ金利敏感な」銘柄群の中に、ファンダメンタルズに関わらず売り込まれて、中期的に非常に興味深いバリュー投資の機会を提供している銘柄があるとみています。また、アジア株式市場全体のバリュエーションが長期的な観点から非常に魅力的な水準にあるだけでなく、景気循環株とディフェンシブ株のバリュエーション格差も歴史的な水準にまで拡大しています。つまり、このような状況が、中期的に高いリターンを生み出す実績を残してきた割安な水準でアジアの株式市場に参入する好機を、投資家に与えるのです。

## 中国では選別的なバリュー投資の機会、政策的な失敗の影響

2015年にアジア市場で注目を集めたニュースは中国経済の成長減速でした。そして2016年も同じ状況が続く可能性が高いと見えています。2014年の終盤には、国内景気の減速を背景に、中国当局が政策的な対応を(その後撤回されるもの)実施した結果、中国の株式市場では劇的かつ短命な急騰と、その後の急落が引き起こされました。当初、その影響は中国市場に限定されていましたが、次第に他のアジア市場にも波及し、中国と密接な関係を持つ香港、豪州、シンガポールなどの市場ではより大きく株価が下落しました。

中国では、今や投資家は株式価値の大幅な毀損を株価に織り込んでいますが、中国当局の対応の稚拙さによって恐怖感とボラティリティが株価に織り込まれました。この組み合わせの結果、MSCI中国指数の株価純資産倍率(PBR)は(本稿執筆時点では)1.2倍まで低下しており、個別銘柄レベルでは非常に興味深い投資機会が生じています。具体的には、銀行、一般消費財・サービス、不動産、エネルギーなどの一部銘柄に関して、持続可能な利益までもが市場で過小評価されるという魅力的な投資機会を見出しています。当社は中国のマクロ経済状況については確信度の高い見通しを持っていないものの、引き続き、中国政府は投資主導の経済から消費主導の経済への転換を後押しすると考えています。2016年には、この経済構造の転換を円滑に推進するため、必要に応じて追加の刺激策が実施される可能性があると見えています。

## 豪州の銀行も割安な水準に

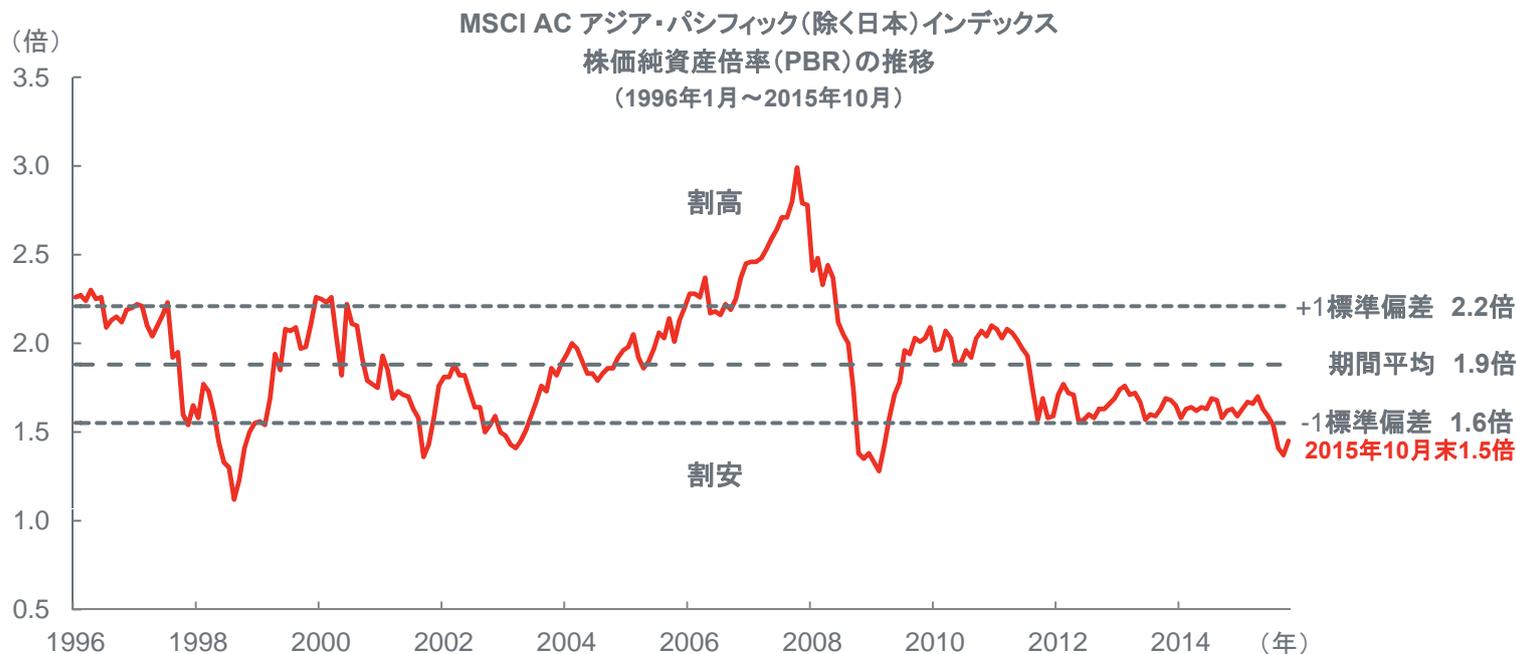
中国経済の成長減速は、他のアジア諸国にも影響を及ぼしており、特に豪州は、資源ブームが反転した影響に対する対応を迫られてきました。鉱業セクターが大きく落ち込む中、雇用情勢は悪化し、豪ドルは対米ドルで劇的に下落しました。中国と同様に、豪州は天然資源に依存する経済から消費とサービスが牽引する経済への転換を図っています。この観点から、豪州株式の中期的な見通しは良好であり、さらにバリュエーションがこの一年間でより魅力的な水準まで低下したことも支援材料です。域内において、豪州の金融セクターは投資家のお気に入りであったため割高と考えて、当社はここしばらくアンダーウェイトとしていましたが、豪州の銀行が再び魅力的な投資対象となりつつあります。特に、豪州の銀行が最近進めているバランスシートの強化、6%を上回る配当利回り、妙味あるバリュエーション水準、質の高い事業といった要素を踏まえると、2016年にかけてポジションを幾らか積み増す好機と見ています。

## コモディティ価格の下落は、純輸入地域のアジアにとっては好材料

コモディティ価格の下落は、アジア経済と域内の企業に正と負の影響が入り混じる結果をもたらします。つまり、勝者と敗者が生みだされる中で、輸送関連、公益事業、生活必需品などの企業は恩恵を受ける一方、石炭、石油、金属、鉱業などのコモディティ関連企業は売上が落ち込んでいます。しかしながら、全世界で資源需要がなくなると想定して、すべてのコモディティ関連企業の評価を切り下げするには、十分な根拠を欠いています。このように極端な市場の見方によって、バリュエーションが過度に低い水準に押し下げられ、株価に中期的な業績見通しが反映されていない割安銘柄に投資する好機が生じるのです。

## 米ドル高が、アジアの国・企業による米ドル建て債務に対する懸念を(不適当な水準まで)増幅

米ドル高も、アジア市場に打撃を与えました。アジア通貨は、香港ドルなどの固定相場制や管理相場制の通貨を除いて、対米ドルで総じて弱含み、不安定な動きを示しました。この結果、主に米ドル建ての債務を多く抱える国・地域や企業に対して強い懸念が生じています。しかしながら、幸いなことに、現在のアジアは過去ほど米ドル建て債務に依存しているわけでも、負債比率が高いわけでもありません。それに関らず、当社は米ドル建て債務を多く抱える企業への投資を避けてきたため、相対的に有利な立ち位置にいると考えています。2016年に向けて、当社は引き続き、米ドル建て債務を有する企業、特に変動相場制の国・地域で事業を展開する企業を注視していく方針です。



MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。出所: Bloomberg、MSCIのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、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。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

**イーストスプリング・インベストメンツ株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

## 2015年はイーストスプリングのようなバリュートライク投資家にとって厳しい一年

多くの投資家は、ディフェンシブ・セクターを中心に数少ないグロースおよびモメンタム銘柄に救いを見出したため、そのような銘柄が短期的には市場全体をアウトパフォームしました。しかしながら、当社はバリュエーション面で魅力的な銘柄で構成されるポートフォリオを構築する機会を活用することができたと考えており、中期的な時間軸では市場をアウトパフォームできると考えています。

## 2016年の注目イベント

2016年、香港、フィリピン、韓国、台湾、豪州において重要な選挙が予定されており、アジアは政治の面でも慌ただしい一年となります。当社は選挙結果に関して確固たる見通しを持っていないものの、こうした政治イベントをきっかけに、投資家は投資対象とは関係のない政治的な材料に基づいて感情的な投資決定を行う傾向があるため、2016年も最終的な選挙結果が出るまでの過程で投資機会が生じるものと見られます。

結論としては、アジア株式のバリュエーションの数値は嘘をつきません。つまり、現在のアジア株式は割引セールにも例えられるほど割安な水準にあります。イーストスプリングの運用チームを一層興奮させるのは、銘柄ごとのバリュエーションに著しい格差がある点であり、このような状況は、割安度を重視する銘柄選定を行う投資家に魅力的な投資機会をもたらします。現時点でのアジア株式に対する投資を通じて、中期的な視点を持つ投資家は魅力的なリターンを得られると当社は確信しています。

イーストスプリング・インベストメンツは引き続き、アジア株式に対するコミットメントを継続する所存であり、長期的な投資機会に対する当社の確信度合いはこれまでになく高まっています。当社は引き続き運用体制の拡充を進めており、この数カ月間に4名の新たなメンバーを迎えるなど、株式チームの運用能力、キャパシティの強化に取り組んでいます。現在、総勢30名のポートフォリオ・マネジャーを擁する株式チームは、顧客の皆様のご要望にお応えすべく、努力を続けて参ります。

\* ギリシャ神話の一つ。臣下ダモクレスがディオニュシオス王の歓心を買おうと、「王は権力も権威もあり、荘厳な雰囲気をもった素晴らしい方で、実にお幸せだ」と讃えました。するとディオニュシオス王はダモクレスに、「この栄華をじかに味わってみよ」と王に替わって玉座に座るように言いました。ダモクレスは王に言われるがまま、早速喜んで玉座に座りました。ダモクレスがありとあらゆる豪華な品々に囲まれた玉座に座ったところ、ディオニュシオス王は、馬の尾の毛一本を柄(つか)に結びつけただけの大きな剣を、ダモクレスの頭上に吊りました。ダモクレスはたまたま、栄華には十分に浴したといって、玉座を離れる許しを請いました。ダモクレスは、大きな栄光と権力には大きな責任(と危険)が伴うことを理解したといひます。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社がご参考資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、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。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

**イーストスプリング・インベストメンツ株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会