

2018年 株式市場の投資展望

情報提供資料 2017年12月11日

日本、アジア、新興国の株式市場は、先進国（日本を除く）市場をアウトパフォームする可能性



ケビン・ギブソン

株式運用部門 CIO

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

魅力的な投資機会は数多く埋もれている

2017年、アジアや新興国株式市場の中には過去数年間で最大の上昇を記録した市場がありました。魅力的な株価バリュエーション水準、良好なマクロ経済指標、企業収益の改善などが投資家心理を支えました。市場心理や投資家心理は全体的にポジティブでしたが、分析してみると株価パフォーマンスは市場、業種、投資スタイルによって大きく異なりました。

2017年の上昇相場の特徴は次のようなものでした。

- (a) 先進国株式よりも新興国株式が大きく上昇しました。
(新興国は前年のパフォーマンスが優れなかったため、その反動（リターン・リバーサル）です)
- (b) 中国のインターネット株が突出して上昇しました。投資家はそれらの株を通常の株価バリュエーションでは到底考えられない高い水準まで買い上げました。割高な株価を正当に評価できる材料は見当たらず、株価の勢い（株価モメンタム）が上昇をけん引しました。

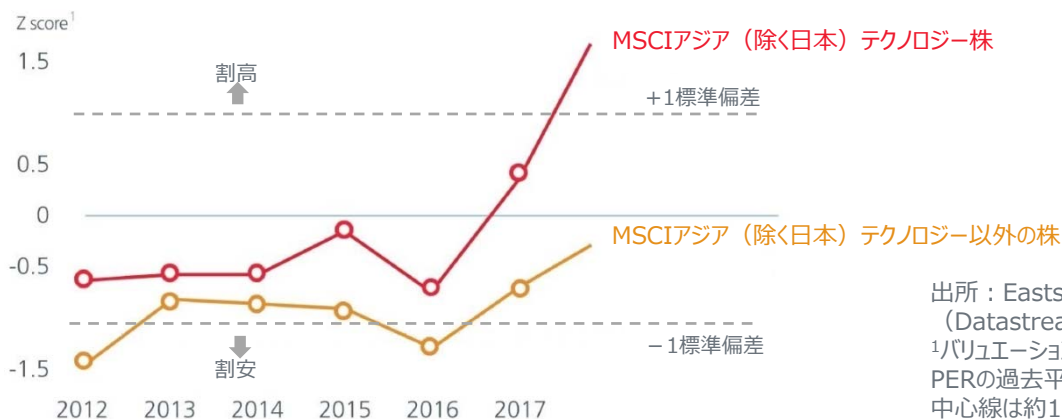
2018年も新興国市場のアウトパフォームが継続すると当社では見ています。アジアおよび新興国市場の見通しについて、1年前ほど明らかな強気の展望は描けません。しかしながら、丹念に探せばまだまだ多くの魅力的な投資機会を見つけられると考えています。相対的な株価バリュエーションを見ても、新興国市場の株式は、日本を除く先進国の株式と比較して、依然割安な水準にあります。

米国株式市場では、投資家による企業収益への期待値がかなり高くなってきている（株価が割高圏に入ってきている）ことが不安視される状況ですが、アジア（および新興国）市場に対する投資家の強気スタンスは今も継続しているように見えます。

当社は昨年末、特にアジアと新興国の株式市場において、良好な企業収益が市場で認識され始めれば、株価上昇の引き金になると主張していました。実際、それが現実のものとなり、株価は上昇しました。このトレンドは2018年にかけても継続すると見ています。過去5年間、コスト削減とバランスシート改善の取り組みにより、企業の体質は極めて健全な状態にあります。堅調なマクロ経済と安定した需要が企業収益の改善とフリー・キャッシュフローの増加につながっており、投資家もこれらを好感しています。

投資家は好調な企業収益見通しを確信しており、このような好循環の流れは年末に向けて加速しています。2017年の株式市場の上昇や株価のバリュエーションが割高になっているとの見方にもかかわらず、市場参加者から不人気だったり、誤解されたままだったり、無視され続けている企業の中には、まだ魅力的な投資対象が数多く存在するというのが当社の基本的な考え方です（図1参照）。

【図1】 MSCIアジア（除く日本）指数のバリュエーション



出所：Eastspring Investments、MSCI、IBES (Datastream)、2017年11月10日現在。

1)バリュエーションのZスコアはPBRの過去平均からの乖離と予想PERの過去平均からの乖離を等ウェイトで加重した複合指標。中心線は約10年間の平均値。

例えば、金融株です。金融株を含む景気循環株（景気動向に業績が大きく左右される業種の株式）は、2008年の世界金融危機以後、投資家には不人気のままです。世界金融危機当時、投資家は世界経済の先行きについて大いに心配しました。金融株などの現在の株価は、まるで当時の投資家の心配が今も払しょくされていないかのごとくに思えます。過剰債務懸念により株価バリュエーションがさらに押し下げられている中国だけでなく、韓国、ロシア、南アフリカ、さらにはインドでも同様の現象が見られます。

当社では金融株へのオーバーウェイトが有望な投資戦略であると考えています。

同様の理由で、これまで投資家から避けられていた景気循環セクターに分類される資本財・サービスセクターにも魅力を感じています。実際、景気循環セクターの中で情報技術セクターが上昇しました。特に中国のインターネット株は2017年に突出して上昇し、現在の株価水準が正当化できないことは前述の通りです。しかし当社では、そのような中国のインターネット株の中にさえ、投資魅力にあふれる企業があると認識しています。それらは業界内であり目立たず、メディアなどに取り上げられることも滅多にないため、一部の精通した投資家にのみに知られている、まさに「知る人ぞ知る」企業です。

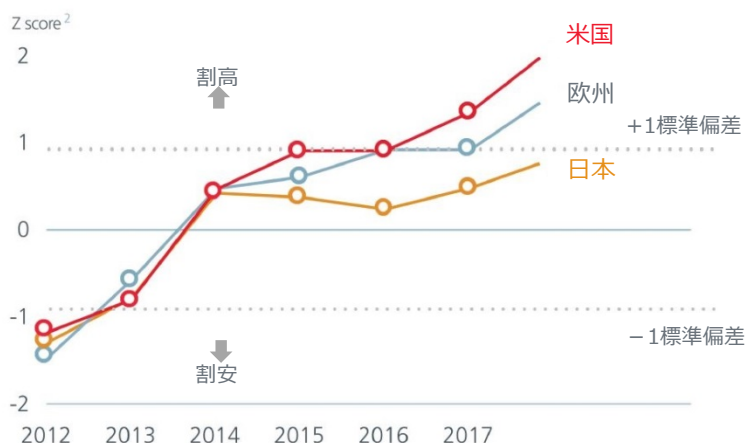
またロシアや韓国には、過度に悲観的な市場センチメントにより株価が大きく下落していると思われるバリュエーション株が存在します。

投資家が先進国市場にこだわるのであれば、当社は日本株式に投資妙味があると考えます（図2参照）。日本株式への投資は、前述のアジア株式やエマージング株式への投資と同様の魅力を持っています。

多くの投資家は日本株式市場に対し依然として政局などのマクロ面に固執しているように思います。2017年後半の衆議院選挙での安倍晋三首相率いる与党の圧勝を受け、日本株式市場は大きく上昇しました。この上昇相場は「アベノミクスへの期待」を示す一例です。過去5年間のアベノミクスの実績から、2017年後半の上昇相場の後には「アベノミクスは機能していない」という失望感から日本株式は小休止するでしょう。

投資家はアベノミクスに関するさまざまなノイズに惑わされ、日本企業の業績や財務状況などのファンダメンタルズが大幅に改善している点を完全には認識していないと思われる。日本企業はリストラクチャリングを加速することで経営効率を向上させており、それは収益性の向上やキャッシュフローの改善（企業による柔軟な債務返済、増配、自社株買いなど）につながっています。

【図2】 日・米・欧の株価指数のバリュエーション



※米国はS&P500種指数、欧州はユーロ・ストック指数、日本はTOPIXを使用。

出所：Eastspring Investments、MSCI、IBES (Datastream)、2017年11月10日現在。

²バリュエーションのZスコアはPBRの過去平均からの乖離と予想PERの過去平均からの乖離を等ウェイトで加重した複合指標。中心線は約10年間の平均値。

※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情報提供資料として抄訳・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。

2017年後半、東証株価指数は26年ぶりの高値を更新し、市場参加者の心理的障壁は克服されました。2018年に向けて当社では、今後市場参加者の関心が経済指標やアベノミクスなどのマクロ面から、個別企業のファンダメンタルズの改善などに移っていくのかどうかという点に非常に関心を持っています。非効率な企業投資の減少や負債の大幅減少を受け、日本企業の資本利益率は他国並みに改善しつつあります。また、企業の長期的な利益成長は株価の上昇ペースを上回っており、多くの日本企業は米国やユーロ圏の同業他社よりも魅力的に見えます。

堅調な売上増を背景に企業の収益率は更に改善が見込めると考えられます。

アジアの多くの地域と同様に、長期間にわたり投資家から避けられてきた景気循環株に投資妙味があると考えています。

一例として、日本のメガバンク株は引き続き魅力的であると捉えています。中国の割高なテクノロジー株を売却した投資家にとっては、日本の民生用エレクトロニクス株やIT株は割安で魅力的な投資対象に見えることでしょう。

他のアジア諸国と同様に、投資家が経済成長に懸念を抱いてきた（相対的に買い進まれてきた）ディフェンシブセクター（景気動向に業績が左右されにくい業種）全般の株価は依然として割高です。当社ではこれらの株式をアンダーウェイトすることが適切だと考えます。

日本、アジアおよびいくつかの新興国市場には、依然としてバリュー投資のアプローチから見て魅力的な投資機会が数多くあるように思われます。2017年の上昇相場により「明らかな割安株」は減りつつあり、特定の業種や銘柄の大幅上昇が割高な株価バリュエーションにつながっているように見えます。このような状況の中でも、注意深く探せばまだまだ数多くの投資機会を見つけられると確信しています。

2018年も株式投資家にとっては良い結果をもたらす1年になりそうです。

※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、知的財産権その他の一切の権利は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。

※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情報提供資料として抄訳・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