

# 2020年 マーケット・アウトルック

## 1.はじめに

2019年に金融市場に影響を与えた大きな3つの要因は、「米中貿易摩擦の動向」、「米国の利下げ転換」、「世界的な経済成長の鈍化」と考えています。

市場は年間を通じて、米中貿易摩擦の影響を受けました。また、米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げサイクルに転換し、10月に利下げ休止を示唆するまでに3回の利下げを実施しました。米国経済は他の地域に比べ、比較的良好な状態が続いていますが、世界的には経済成長は鈍化しています。

2020年は、以下に挙げる3つのテーマが続くと考えています。

### (1) 世界的な成長サイクルの拡大

世界経済は成長サイクルの延長線上にあり、米国経済は戦後最も長い拡大が続くとみています。イーストスプリングでは米国が景気後退（リセッション）に陥るとは考えていません。先進国の市場では、家計や企業の債務は抑制されているため、バブルが崩壊して景気後退するリスクはないと考えているからです。債務の抑制はリスク資産を下支えします。世界的な成長の安定化を示す指標が示されれば、株式市場をさらに上昇させる可能性があります。

### (2) 金融政策から財政政策へ

先進国と新興国では、金融政策を緩和する余地は異なります。低下しているとはいえ、依然として金利がマイナスでないことを考慮すると、アジア各国の中央銀行は金利を引き下げる余地がまだあるように見えます。先進国市場では既に低金利となっており、日本や欧州ではマイナス金利となっているため、さらなる金融緩和の有効性は疑問視されています。

2020年には財政政策がより重要になる可能性が高いとみています。緩和的な政策を求める声はますます大きくなっています。長期にわたる低金利と量的緩和の後でも依然として世界的な成長は伸び悩んでいるため、政策担当者は代替策を模索していますが、これは当然の結果と言えます。

債券投資に関しては、利下げを行うと、通常は現地通貨建ての債券価格が上昇するため、最適なバランスで金融緩和と財政緩和を実施できる市場が、投資家にとって最も魅力的であると考えています。

### (3) 米国経済の調整

2019年、米国経済は他の先進国よりも良好に推移しました。9月の失業率は50年ぶりの低水準となり、賃金の上昇率も安定しています（前年比、約+3%）。しかしながら、経済成長は緩やかになっています。この流れにより米ドル高が調整された場合、新興国市場およびアジアの資産が評価される機会が訪れると考えます。2019年に、新興国では純利益のセンチメントと成長率に改善が見られ始めた一方で、米国では緩やかになっていることに着目しています。日本では経済指標も予想を上回っています。

2019年には株式市場と債券市場が上げ下げを繰り返しながらも上昇しました。こうした環境下では、投資をしないことによって機会損失が生じる可能性があります。2020年もいくつかの課題がありますが、イーストスプリングが見出す投資機会については、次項から詳しく解説していきます。

## 2. 世界の情勢

**2020年、世界各国で金融政策と財政政策はどのように展開されるのでしょうか？  
2020年に市場に影響を与える可能性のある重要な問題を挙げていきます。**

### (1) 米国

2019年10月にFRBが金利据え置きを示唆したことから、2020年にさらなる利下げを実施するかどうかは、米国の経済指標、金融情勢、国外要因などによって決まるとみられます。米国の経済成長は緩やかになる可能性があります。短期的にはリセッションはないと考えています。一方、米国の企業の業績見通しは米中貿易交渉の結果にかかっています。米中間競争に技術的・財政的側面が含まれていることを考慮すると、包括的かつ長期的な解決は困難かもしれません。2019年後半に発表されたケンタッキー州とバージニア州の州選挙で野党・民主党が勝利した意外な結果を見ると、2020年の米国大統領選挙も、予想外の結果となる可能性はあります。

### (2) 欧州

欧州中央銀行（ECB）が2019年9月に発表した包括的な緩和政策パッケージを全て実行すると、2020年にさらなる金融緩和をする余地は、より少なくなるかもしれません。そのため、ドイツおよび他の欧州諸国が経済回復やインフレ率上昇のための効果的な財政政策を行うかどうか重要です。2020年は年間を通じて、ブレグジットの協議の結果の影響が出てくる見込みです。米国と欧州間の貿易摩擦の激化は、現段階でも苦しい状況の欧州経済に打撃を与えます。米国と欧州間の貿易は、米中の輸出入額をはるかに上回っています。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

### (3) 新興国

中南米の経済は国によってさまざまです。国内の改革スピードが注目されており、中でもブラジルは見通しが良く、2020年に画期的な年金改革が行われれば、より速く成長すると見込まれています。一方アルゼンチンでは、フェルナンデス大統領のポピュリズム（大衆迎合主義）傾向が強くなることで政治的不確実性が高まっています。このような状況ですが、米ドルが下落することがあれば、これらの新興国において米ドル建て債務コストの上昇が緩和される可能性もあります。

### (4) アジア（日本含む）

2019年にアジア各国で実施された選挙は、概ね予想通りの結果となり、政治的な不確実性は減少しました。このため、各国の政府は成長を後押しするさまざまなインフラプロジェクトと財政刺激策を推し進めることができるようになりました。インドネシア、フィリピン、インドの中央銀行は、年末に向けて金利を引き下げることが可能になりました。対照的に、日本銀行は政策金利が既にマイナス水準にあることを考えると、金利を引き下げる余地は少ない状態です。政府による経済政策パッケージによって影響が和らぐ可能性はあるものの、直近の消費税増税により成長が妨げられないかが大きな争点となります。一方、米中貿易摩擦が落ち着くことは、世界的な貿易や成長、投資家のセンチメントにとって、有益となるでしょう。

## 3.投資アイデア

アジアの資産クラスは、投資家の配当を重視するニーズを継続して満たし、割安株と低ボラティリティ株の分野で魅力的な機会を提供すると考えます。また、中国の構造的テーマとアジアの不動産も、投資家にアジアのダイナミックな成長を捉える機会を提供するでしょう。

### (1) アジア不動産関連投資の配当を獲得する

現在、アジアの人口のほぼ半分が都市に住んでいます。アジアの都市化レベル\*は依然として北米（82%）および欧州（74%）<sup>1</sup>を下回っています（図表1）。アジアの都市化レベルは加速が見込まれます。ASEANだけでも、2015年から2030年の間に約1億人が地方から都市に移り住むとの予想もあります。<sup>2</sup>

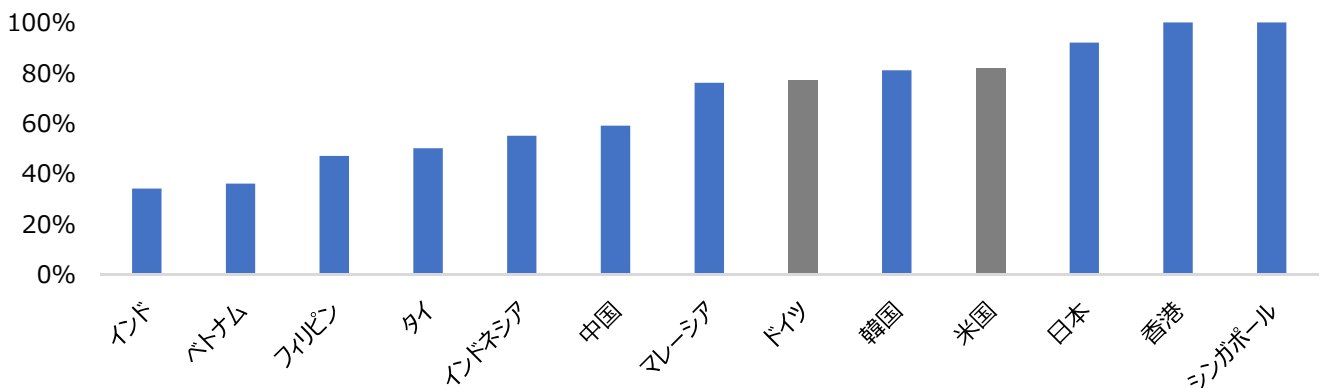
急速な都市化は、住宅、オフィス、学校およびインフラに対する需要を支えます。そして、混雑、犯罪、汚染など、一連の課題が顕在化します。企業と政策立案者は、テクノロジーを活用して、持続可能で効率的な土地開発を行っていく必要があります。

\*都市化レベル：100名あたりの都市居住人口。

<sup>1</sup><https://www.un.org/development/desa/publications/2018-revision-of-world-urbanization-prospects.html>

<sup>2</sup><https://www.straitstimes.com/opinion/south-east-asia-is-getting-smart-with-urbanisation>

（図表1）アジアの都市化レベルは上昇の見込み



出所：世界銀行のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。2018年。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

テクノロジーは建設コストや時間の削減に役立つだけではありません。スマートビルディングはエネルギーの節約や、データを利用したセキュリティの提供、交通制御などを可能にします。アジアでは、住民の生活の質を向上させるために技術を統合する「スマートシティ」競争をリードする態勢が整っているようです。アジア・パシフィック地域では既に、スマートシティ・ガバメント・ランキング<sup>3</sup>上位50都市の中に、18の都市がランクインしています。成功しているスマートシティは、より高い経済成長と多くの雇用を創出することが期待されています。

テクノロジーの発展の過程において、データセンター、倉庫、シェアオフィスなどに対する新たな需要が生まれます。また、高齢化についても同様で、高齢化社会に変革をもたらすでしょう。

アジアの不動産に対する需要は強いものの、状況は常に進化します。デジタル化による発展を乗り越え、グローバルな傾向を理解し、顧客の嗜好を深く理解している企業は成功します。投資家は、勝者を見分けると共に、不動産業界全体に対する多様な専門知識が必要です。リートやインフラ株など複数の資産クラスを活用することで、投資家は、アジアで拡大している不動産からの恩恵（賃料収入等）を十分に享受できるようになります。

<sup>3</sup>Eden Strategy Institute and ONG&ONG Pte Ltd. 2018年6月時点。ランキングは10の要素（Vision, Leadership, Budget, Financial Incentives, Support Programmes, Talent-Readiness, People-Centricity, Innovation Ecosystems, Smart Policies and Track Record）に基づき算出される。

## (2) 配当の源泉を最適化する

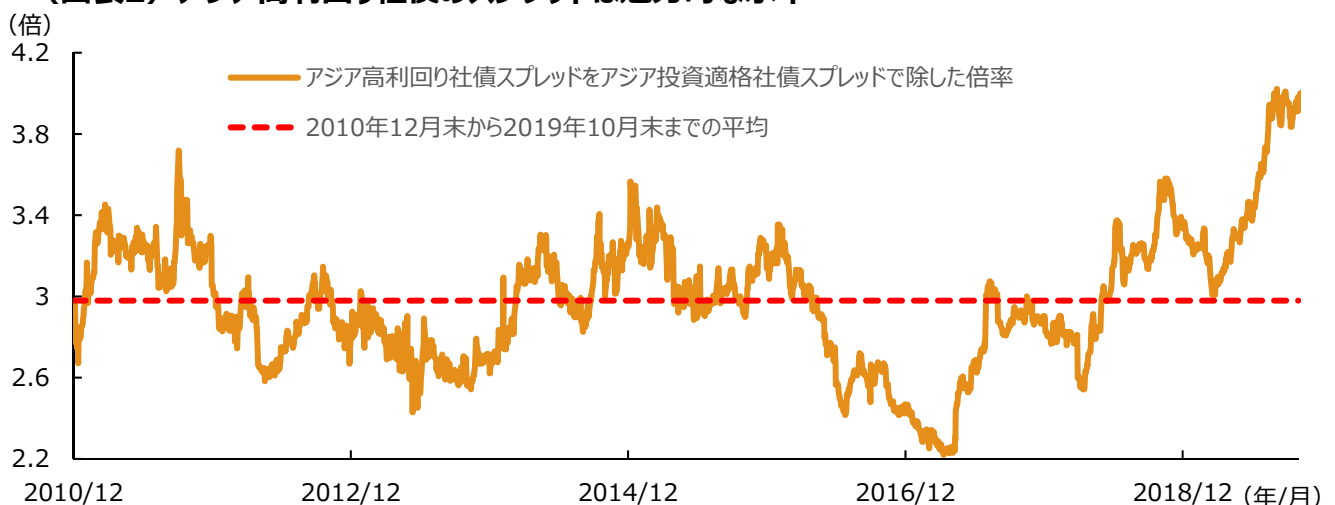
世界の中央銀行が低金利を維持し、マイナス金利となっている国の債券発行額が増加するため、2020年も高い利回りの追求は重要なテーマであり続けるでしょう。

高利回りのアジア現地通貨建て債券は、米国経済の活性化に伴い好調となる可能性があり、その結果、来年は米ドルが弱まる可能性があります。イーストスプリングでは、中央銀行による利下げの余地がある国（インドネシア、フィリピン、そして特にインド）の国債に対して強気です。

2019年に債券価格は上昇しましたが、アジアの社債価格は極端に高い水準にまでは至っていません。2016年と比較して、債務水準が低下していることは、アジア企業の成長にとって好条件であると考えられます。2020年の新発債の発行量も適正な水準になると予想されます。現状の金利水準と流動性は、引き続き債券価格をサポートするものと思われます（図表2）。

ただし、世界的な成長が依然として弱い環境下において、投資する資産は慎重に選択する必要があります。2019年の債券市場の堅調なパフォーマンスの反動から、投資家のリターンに対する期待値は低くなるかもしれませんが。

(図表2) アジア高利回り社債の спреッドは魅力的な水準



出所：Bloomberg L.P.、JPモルガン（JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）コンポジットおよびサブインデックス）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（シンガポール）作成。2010年12月末～2019年10月末。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

2020年、配当の源泉を分散することにはメリットがあると考えられます。例えば、アジアのREITは国内成長への依存度が高いため貿易懸念には強いと見られています。アジア域内の不動産開発関連株も魅力的であり、成長性を考慮すると、多くは割安な水準で取引されているとみえています。長期的には、アジアの不動産証券は、都市化、中間所得者層の増加、地域全体の新規上場などの構造的なトレンドの恩恵を受けると予想されます。

驚くべきことに、株価指数のトータル・リターンに占める配当の割合は、世界の中でアジア地域が最大なのです。実際、過去20年間のMSCIアジア・パシフィック（除く日本）インデックスのトータル・リターンは341%でしたが、リターンの60%以上は配当によるものでした。配当が高いセクターは、電気通信や公益事業などの従来からの高利回りセクターに限定されません。情報技術および資本財セクターでも優れた配当実績となっています。

### (3) ボラティリティ（変動性）の波に乗る

イーストスプリングのアナリストは、ボラティリティの上昇傾向は低ボラティリティの戦略にとってプラスであると考えます。マクロ経済および政治的イベントなどのニュースは、2020年にも市場に大きく影響を及ぼし続けると考えられます。そうなると、特に足元でVIXインデックスが2019年の下限の水準に近い状況にあるため、ボラティリティが急上昇する可能性があります。

重要なのは、アジアのディフェンシブ、低ボラティリティ株式が、魅力的なバリュエーションで取引されていることです。過去約9年間にわたり、MSCI ACアジア・パシフィック（除く日本）のミニマム・ボラティリティ・インデックスの相対株価収益率（PER）は、MSCI ACアジア・パシフィック（除く日本）・インデックスのPERと比べ、割高な水準で推移していました。しかし足元では、両指数のPERはほぼ同じ水準で推移しており、ディフェンシブ、低ボラティリティ株式が過去対比で割安であることが見て取れます。

中国本土上場の人民元建て株式（A株）投資において、低ボラティリティの戦略により、投資家は変動性の低いポートフォリオにアクセスすることができます。中国A株市場の規模は大きく広がっており、低い取引コスト、および個人投資家が中心という市場構造から生じる非効率性は、定量的戦略に多くの投資機会を生み出します。

投資家は2020年に向け、ボラティリティの上昇に対する有効な戦略として低ボラティリティの戦略に目を向けることもできますが、より長期的な視点が必要です。国、セクター、個別銘柄固有の要因などにより、短期的には低ボラティリティの戦略のパフォーマンスは市場全体のインデックスを下回る場合もあります。しかし、長期的にはこれらの要因が相殺され、低ボラティリティの戦略は、ポートフォリオのリスクを大幅に低下させながら、市場全体と同様の（またはより良い）リターンを提供し得ると考えられます。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

#### (4) 中国の未来を取り込む

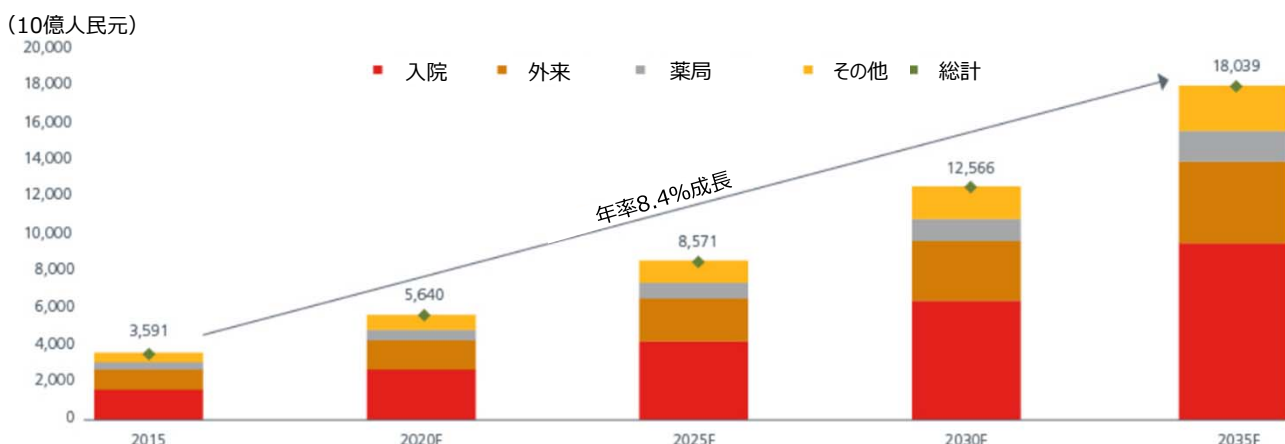
2019年の中国A株市場（米ドル換算で+30%のパフォーマンス）は、アジアで最もリターンの高い市場の1つでした。中国経済の成長鈍化、米中貿易摩擦、インフレ懸念にもかかわらず、このリターンが達成されたという事実は注目に値します。中国の成長は今後10年間で鈍化することが予想されていますが、以下のような構造的なトレンドにより、長期的には特定のセクターの成長は促進されると考えられます。

2035年までに、中国の高齢者人口（60歳以上）は人口の約28.5%を占めると予想されています。医療費の低さ（GDPの約5%、米国は同約17%）と相まって、中国の平均寿命の伸びや豊かさの向上が、質の高い医薬品や医療サービスの需要を支えるでしょう（図表3）。

テクノロジー分野では、中国企業は半導体の集積回路分野において世界的リーダーです。この280億米ドル規模の市場では、人工知能の進歩がより専門性の高い半導体チップの需要に拍車をかけるため、急速に成長すると予想されています。一方、中国の地方都市に住む高収入のミレニアル世代がもたらす新しい支出パターンは、特定の消費セクターの収益増を促すと考えられます。

ただし、当然ながらリスクも存在します。ヘルスケア・セクターは規制変更のリスクに直面しており、消費関連企業は消費者ニーズの変化に頻繁に対応する必要があります。さらに、中国の大手OSAT（半導体製造における後工程である組み立てとテストを請け負う製造業者）企業は、競争力を維持するために、常に新しい仕様に対して革新し続ける必要があります。投資家が中国のダイナミックな市場環境の中を進んでいくには、リスクを理解する経験や専門知識などが必要になります。

(図表3) 中国の医療支出は加速する



出所：The China National Health Accounts Report, Institute for Health Metrics and Evaluation, China Population and Development Research Center, Tiemin Zhai, John Goss, Tania Dmytraczenko, Yuhui Zhang, Jinjing Li, and Peipei Chai (2019) 「China's Health Expenditure Projections To 2035: Future Trajectory And The Estimated Impact Of Reforms」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（シンガポール）作成。※インフレ率は考慮していません。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

## (5) バリュエーション格差を捉える

投資家は、世界経済の成長が懸念される中でも短期的な収益への追及から、2019年には再びモメンタム/グロース（成長）株を選好する傾向にありました。過去10年間で、バリュー（割安）株のパフォーマンスはグロース株を75%下回っています。その結果、両者のバリュエーション格差により、興味深い投資機会が生まれています。

例として、日本では特にグロース株とバリュー株のバリュエーション格差が極端な状況となっており、2016年および2000年のITバブル期に見られた水準を超えています（図表4）。

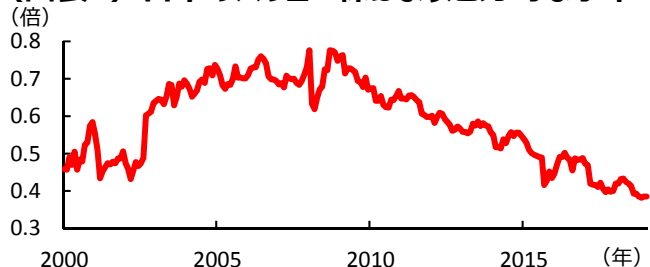
一方、日本に存在する多くのバリュー株は、長期的な収益トレンドを保っているにもかかわらず、景気後退時のような株価水準となっています。投資家は偏ったリスクを取りすぎると、予期しない逆の動きに大きな影響を受ける可能性があります。過去数十年間で見られたモメンタム株からバリュー株選好への変化について、最も顕著となったのは2019年9月上旬でした。現在のような極端なバリュエーション格差は、長年にわたって

資本利益率や全体の利益を改善してきた日本の企業改革を、市場が認めていないとも捉えられます。

イーストスプリングでは、市場の転換点を予測するのではなく、日本だけでなく、韓国、ロシア、メキシコ、中国の多くの市場（特定の中国テクノロジー最大手を除く）に存在する割安なバリュー株を見出しています。

投資期間を長期的に捉え、正当な株価評価に再び注目したいと考える投資家は、市場の極端なバリュエーション格差から生じる投資機会を捉えることができると考えます。

### (図表4) 日本のバリュー株はより魅力的な水準



出所：Rifinitiv Datastreamに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。2000年10月末～2019年10月末。MSCIジャパン・バリュー・インデックスのPBR（株価純資産倍率）をMSCIジャパン・グロース・インデックスのPBRで除したものの。

## 4. リスク

**投資環境は不透明ではあるものの、投資家は過度に悲観的になるべきではないでしょう。投資を控えることで魅力的なリターンを逃したり、短期のトレンドで投資判断を行うことにより高いコストを支払うことになったり、真のファンダメンタルズを見落とすことがあります。**

### リスク①：FRBの政策に対する失望感は債券市場にとって主要なリスク

FRBは、2015年12月から2018年12月にかけて緩やかなペースで利上げを行ってきました。しかし、2019年初めになると、景気減速の兆候、ブレグジットや米中貿易摩擦などの継続中のリスクを挙げ、3年間の利上げサイクルの終了を発表しました。その後、FRBは3回の利下げを実施し、慎重なスタンスを維持しています。

FRBの利下げは、世界各国の中央銀行に影響を及ぼしています。多くの中央銀行では予想よりも大幅な政策金利の引き下げを行い、世界的に金融緩和の傾向が広がっています。各中央

銀行は依然として経済成長への懸念を持っており、急激な減速を回避するために必要な政策を可能な限り実施しています。一般に、アジア各国の中央銀行は成長を支えるために政策金利の引き下げを望んでおり、より重要な点ですが、実際に引き下げる余地があります。

また世界的な成長の鈍化により、インフレ率も中央銀行の目標レンジを下回っています。インフレ圧力が無いために、各中央銀行は更なる金融緩和を行う傾向が強くなっています。

FRBは、「見通しが著しく再評価」されない限り、利下げを今後休止する可能性を示唆していますが、市場は既に今年と来年に更なる利下げを織り込んでいます。市場の政策に対する期待が高いほど、失望した時のリスクも大きくなります。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

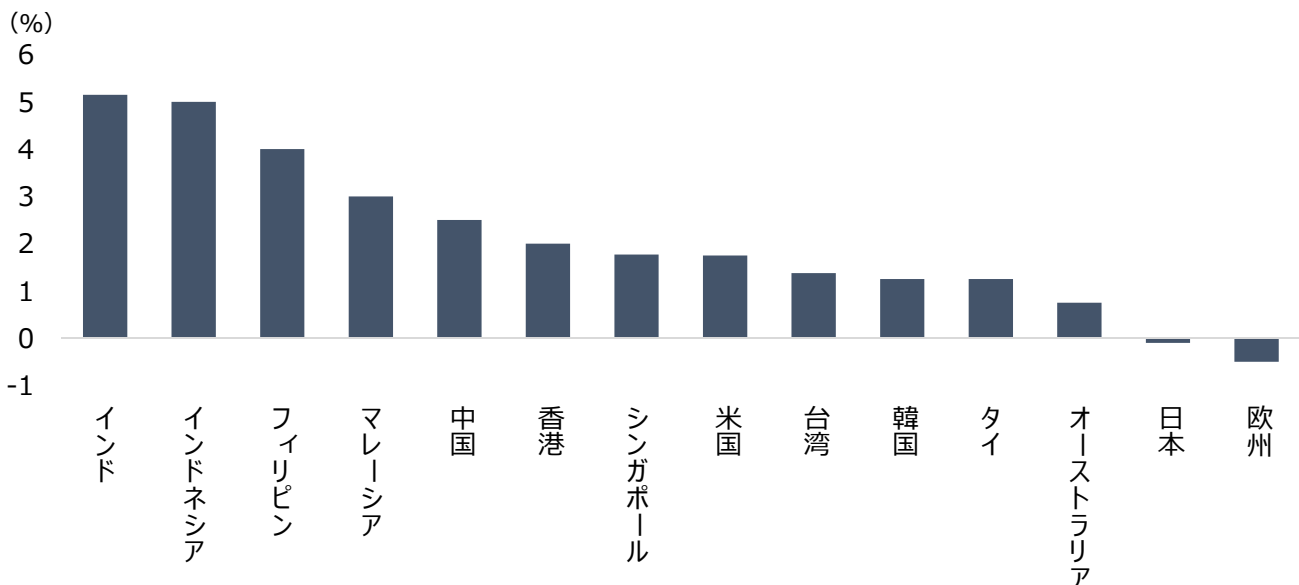
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

このような背景から、FRBが市場の予想よりも利下げを遅らせ、ハト派色の弱い金融政策スタンスを取る（利下げを予想通りに実施しない）ことで、潜在的に債券利回りが上昇（価格は下落）する可能性があります。ユーロ圏や日本などのマイナス金利の市場では、利下げ余地の限界により、債券市場の安定性が脅かされる可能性もあります。

機動性を保ち、デレートを積極的に調整することにより、これらの不確実性をうまく乗り越える必要があります。

**（図表5）各国の政策金利**



出所：Bloomberg L.P.、Nomura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。2019年11月末時点。シンガポールと中国の政策金利はそれぞれ、3か月SIBOR、および7日物リバース・レポレート。

## リスク②：景気後退懸念が広がることで、株式投資を回避してしまうリスク

振り返ると、景気後退（リセッション）の議論は2018年後半に起こり、2019年の初めに一時沈静化したものの、米国短期債の利回りが長期債の利回りよりも高くなった、7-9月期に再燃しました。逆イールドと呼ばれるこの現象は、通常、経済縮小の兆候とみなされ、過去にもリセッションの前に見られてきました。

株式市場は、こうした懸念が収まったとみると急激に上昇し、再燃すると大幅に下落してきました。差し迫ったリセッション懸念を過度に警戒し、株式を保有しなかった投資家は、いくつかの局面で大きなリターンを得る機会を失いました。たとえばS&P 500インデックスは2019年11月初めに、予想を上回る米国の雇用統計を受けて過去最

高値を更新しました。アジアの株式市場は、図表6からも明らかなように、2019年初来で堅調に推移してきました。

イーストスプリングの運用チームは、世界的な成長は依然として減速傾向にあると予想していますが、政策支援の可能性と各国の国内における回復力の多様性を考慮し、世界的なリセッションを基本的なシナリオとしていません。現在の低金利の環境下、米国経済のデータは依然堅調であり、強い労働市場が消費者支出を支え続けています。また、米国経済は財政緩和の状況と好調な資産市場に支えられ、引き続き好調であると見ています。

さらに低成長が予想される中で、成長を示すデータが予想を上回れば、米中貿易摩擦の合意と同様に、再び株価が上昇するきっかけとなるかもしれません。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

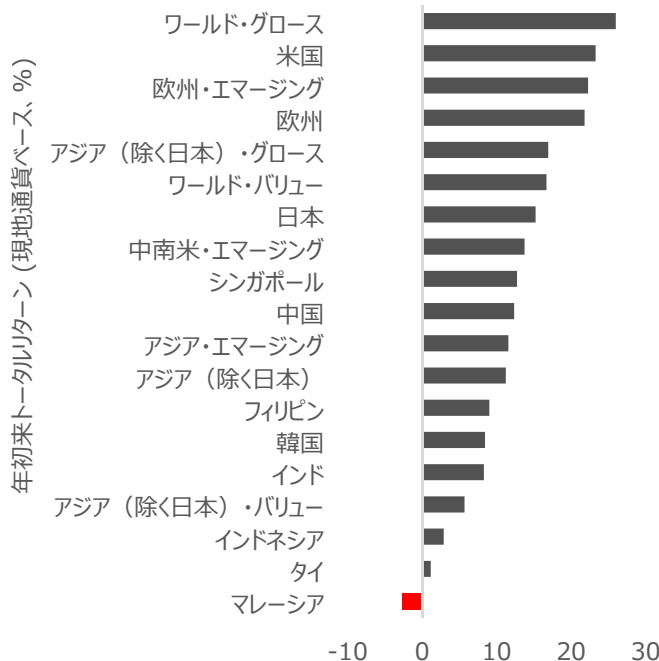
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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



基本に立ち返ることが最善です——株式投資を行う際は、ファンダメンタルズを見極め、厳選して投資を行うべきです。

(図表6) 2019年初来株式市場のリターン



出所: Rifinitiv Datastream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 (シンガポール) 作成。MSCI ACアジア (除く日本)、MSCIエマージング・ヨーロッパ、MSCIエマージング・アジア、MSCIインド、MSCI米国、MSCI日本、MSCI EMU、MSCI中国、MSCIエマージング・ラテンアメリカ、MSCIワールド・バリュー、MSCIワールド・グロース、MSCI ACアジア (除く日本) グロース、MSCI ACアジア (日本) バリュー、MSCIタイ、MSCIフィリピン、MSCIシンガポール、MSCIマレーシア、MSCI韓国、MSCIインドネシア。2019年10月末時点。

### リスク③: 短期志向に陥るリスク

短期志向という言葉は、目先の利益のために将来のリターンを犠牲にする判断、という意味でよく使われています。非常に短期的な期間の投資に焦点を合わせている投資家は、企業または市場の将来の収益予測を行うのに当たって、直近の業績を使用する傾向にあります。不透明な環境下において、こうした短期的な投資行動をとることは驚くことではありません。

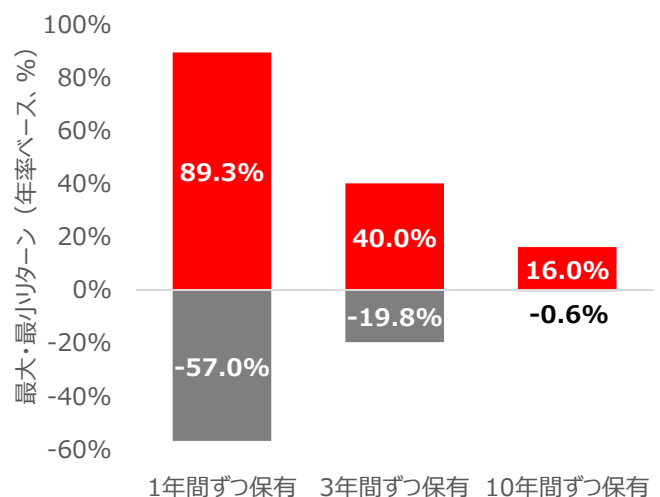
しかしながら、この短期のアプローチを用いるリスクは、ファンダメンタルズを完全に見落とすことです。短期的な業績の問題に直面している企業もありますが、通常は長期的な構造上の改善を進めていきます。逆に、短期的に高い収益をもたらす企業は、持続可能で長期的なビジネスモデルを持っていないかもしれません。高い収益性と成長

が期待される企業を割高な株価で購入した投資家は、収益性の弱さやリスクセンチメントの変化に敏感になりやすくなります。

株式は歴史的に見ると、長期にわたって安定したリターンを生み出してきました。ただし図表7からもわかるように、短期間では大きく変動します。1988年から2019年の間のうち、アジア太平洋地域 (日本を除く) の株式を1年間保有し続けた場合、各年の1年間のリターンは最も低い年は-57%、最も高い年は+89.3%で推移しました。一方、期間を延ばして10年保有し続ける想定では、最も低い期間で年率-0.6%、最も高い期間では同16.0%と、リターンの振れの範囲が狭まりました。保有期間が長くなるほどボラティリティ (変動性) は低下し、リターンが安定しました (図表7)。

短期志向では、市場の反発や急落を誘発するリスクセンチメントの突然の変動による影響を受けやすくなります。投資期間を長めに設定し、企業の長期的で持続可能な利益に焦点を当てることで、投資家は長期的な業績を企業の真の価値と位置付け、短期的な収益に重点を置く必要性が少なくなります。

(図表7) 保有期間で出るパフォーマンスの差



出所: Bloomberg L.P.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 (シンガポール) 作成。MSCI ACアジア・パシフィック (除く日本) インデックス、(グロスリターン、米ドルベース)。以下の期間中に、1、3、10年間ずつ保有した際の最大リターン (赤) と最小リターン (灰) を示す。  
1年間: 1988年12月末~ 2019年10月末、  
3年間: 1990年12月末~ 2019年10月末、  
10年間: 1997年12月末~ 2019年10月末。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

## 5. シンガポール以外のアジアの現地オフィスのCIOより

### (1) 中国 ミシェル・チー



中国の実質GDP成長率は、2019年第3四半期は前年同期比+6.0%となり、2018年の6.6%から減速しました。投資や小売売上高の伸びの鈍化や輸出の低迷、工業生産の低下や失業率の上昇など、全体的に弱さが感じられます。この全般的な減速傾向により、サブセクターレベルでの成長の乖離がますます目につきやすくなっています。例えば、小売業の低迷にも関わらず、オンライン販売と人気商品が成長を加速させたことにより、化粧品の売上は年初から二桁台の成長となりました。

今後10年間、中国の経済成長が減速し続けることが予想されます。しかし、当社は消費やヘルスケア、テクノロジーなどのセクターにおいて、新しい投資機会を見出すことが出来ると考えています。

ミレニアル世代には、より品質の高いものを購入したいという意識の高まり、地方都市での消費者支出の増加など、新しい消費傾向が見られています。また高齢者は、より良い医療サービスや品質の高い薬を必要としています。こうした志向はそれぞれ、特定の消費者、ヘルスケア・セグメントの構造的成長にとって良い兆候であると言えます。

また米中貿易懸念の高まりによって、国内におけるテクノロジーセクターの研究や開発が促進されることも考えられます。

### (2) インドネシア アリ・ピトヨ



第2期ジョコ政権は、より生産的で持続可能な競争力のある経済構造を実現するために、インフラ投資から人的資本へ開発の重点を移行するとしました。インフラ開発は、東カリマンタンへ首都を移転する計画などを通じて、引き続き行われます。しかし、これには時間がかかり、そこから得られる利益はゆっくりとしか実現しません。

一方で、経済面では公共料金の値上げ、国民医療サービス料金、政府歳出額の制限などによる消費支出の減少から生じる成長課題があります。上場企業の利益は、上半期は前年同期比で0.9%増加したのに対し、9カ月間では前年同期比1.4%減少\*したと報告されています。

したがって、当社は楽観的ながらも慎重に見ており、株式よりも債券市場を魅力的な市場と考えております。

持続可能なビジネスモデルを持ち、健全な収益成長を実現できる企業に注目していきたいと考えています。

\*Bloomberg L.P.。2019年11月1日時点。

### (3) 韓国 ウーン・パク



2019年、米中貿易摩擦、世界経済の減速、半導体の在庫負担が韓国経済に大きな影響を与えました。これらの逆風により、企業の1株当たり利益がほぼ30%減少すると見られています（市場予測）。2020年に向けて、韓国の主要な輸出企業、特に世界中で進む第5世代（5G）ネットワークの開発から利益を得られる半導体やITハードウェア企業の収益成長は、大幅な回復を見せると考えています。したがって、当社は企業収益に焦点を当てています。特に韓国経済が低成長段階に入ってから、ソフトウェアセクターの予想収益に注目しています。当社は、より厳しい環境規制により構造的に需要が減少している石油・ガス精製、石油化学セクターの様な景気循環セクターについては、慎重な姿勢を維持します。

### (4) マレーシア ドリン・チュー



2020年の予算案の中で、マレーシア政府は2020年の経済成長見通しを前年比+4.8%（2019年予測値+4.7%）、財政赤字は対GDP比3.2%（2019年予測値3.4%）になると予測しています。2020年の3.2%の新しい財政赤字目標は、従来見通しの3.0%から緩和されたため、2020年度の予算はやや拡大していくと考えられます。

しかしながら、政府は財政赤字を中期的に対GDP比2.8%に削減することを目標として、引き続き財政健全化を進めています。そのため、当社はマレーシア国債の格付けはA3 / A（Moody's / S&P）のまま維持されると予想しています。

予算案は、従来の大規模なインフラ開発の様な呼び水式経済対策ではなく、雇用、海外直接投資、および構造改革を促進するための対策に焦点を当てています。したがって、当社は消費、デジタル経済、観光、ヘルスケア、不動産、サバ州およびサラワク州に関連する株式のテーマに関して強気な見通しをもっています。債券については、ポートフォリオの利回りを上昇させるという観点から、社債を魅力的な投資対象とみています。

### (5) 台湾 サイモン・リュウ



台湾の中央銀行は、内需に支えられて2020年の台湾の実質GDP成長率が前年比+2.3%に拡大するとの見通しを示しました。また、海外に事業を展開している半導体企業は、国内の設備投資を増やし、ハイエンドプロセスへの投資を続けるとも予測しています。これは株式市場にとって好材料となります。台湾の半導体サプライチェーンは、世界で高まる第5世代（5G）ネットワーク開発の需要から利益を得られることが見込まれます。また、チップや主要な部品を輸入に依存している中国によって支えられ、台湾の半導体製品に対する需要は堅調であると考えています。当社が最も注目している企業には、5Gスマートフォンや基地局向けに特別に設計されたパワーアンプ、プリント基板、および集積回路を製造する企業が含まれます。とはいえ、重要なリスクの1つとして、米国と中国が貿易協定を締結できなかった場合、世界の生産活動が減速する可能性があるかとみています。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

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

(6) タイ  
ソムジン・  
ソーンパイサーン



2019年、世界経済の減速、米中貿易摩擦、タイバーツの上昇は、タイの輸出と観光に大きな影響を与えました。高水準の家計債務と高齢化は、タイ経済を圧迫し続けています。しかしながら、当社はタイの長期投資と短期の景気刺激策は、一部のセクターで投資機会を生み出すと考えています。新政府は、タイとASEANの近隣諸国および中国を結ぶ高速鉄道建設を含むインフラ開発プロジェクトを促進する予定です。これは重要な戦略的インフラ開発であり、短期的に雇用を促進するだけでなく、長期的には全体的な効率を高め、資源の利用を改善するものです。交通機関や不動産開発の一部の企業は、インフラ開発の恩恵を受ける可能性があります。国内消費や旅行への奨励金に加えて、住宅所有権譲渡税を軽減するなどの時宜を得た措置は、タイの従来競争力である小売業やサービス業に有効であるとみています。低金利環境を考えると、安定した収入源を提供できる不動産投資信託（REIT）やインフラ関連企業にも投資機会があるとみています。

(7) ベトナム  
ゴ・チエイ・チエウ



ベトナムの経済は、有利で競争力のある労働力と比較的低い賃金から、健全性を維持しています。米中貿易戦争はまた、生産拠点のベトナムへの移転を加速させ、ベトナムの経済と金融市場に利益をもたらしました。外国からの投資流入が重要な経済への貢献要素であるとともに、ベトナムでの外資系企業の台頭は、国内企業にとってより多くの競争を生み出す可能性があります。過剰流動性と企業収益の成長見通しにより、ベトナムの株式市場の強気相場は2020年まで続くと思われま。債券市場では、ベトナムの前向きな経済見通し、緩やかなインフレ、低い国債利回りを考慮すると、ベトナムの社債への投資は投資家にとって長期的な投資機会を提供すると思われま。

さらに、ベトナムがフロンティア市場から新興市場に格上げされるという有望な見込みは、世界市場の混乱から生じる短期的なボラティリティさえなければ、投資家のセンチメントを支えるであろうとみています。

※JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス・インデックスはJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

※ 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。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○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）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、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○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、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社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、将来予告なく変更されることがあります。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、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。