

Pictet Global Market Watch

回復の兆しが見え始める、アジア株式(除く日本)市場

2018年のアジア株式(除く日本)は、2017年に大きく上昇した反動や、地政学的な不透明感、米中貿易摩擦問題、米国の利上げなどを背景に下落しました。2019年は、これまで市場を取り巻いていた懸念が米国の金融政策の転換や中国の景気支援策などにより後退しつつあることに加えて、同地域における相対的に高い経済成長見通しや企業の利益成長見通しの改善期待などが株価の追い風となるものと期待されます。

厳しい年となった 2018年

過去5年間のアジア株式(除く日本)のパフォーマンスをみると、2018年は厳しい年となりました。年間で-14%(米ドルベース、配当込み)の下落となり、先進国株式(同-8%)に比べても下落率が大きくなりました。

この背景の一つには、2017年にアジア株式(除く日本)は年間で+42%超と、先進国株式(+23%)を大きく上回って上昇したこと、反動などもあると考えられます(図表1参照)。

しかし、それ以上に大きな理由としては、地政学的な不透明感の高まりや、米中貿易摩擦問題、米国の利上げなどにより米ドル高や米金利上昇懸念が高まったことなどがあると考えられます。さらには、米国株式市場は米トランプ大統領が打ち出し2017年末に成立した大型減税を含む税制改革の恩恵を受けて大きく上昇したこと、その一方で、中国は債務削減に向けて流動性供給を大幅に絞っていたことなどで経済活動が低調となったことなどが挙げられるでしょう。

足元で様々な懸念が後退、さらに、 相対的に高い成長見通しは明るい材料

2019年年初以降では、こうした懸念のいくつかは後退しつつあります。

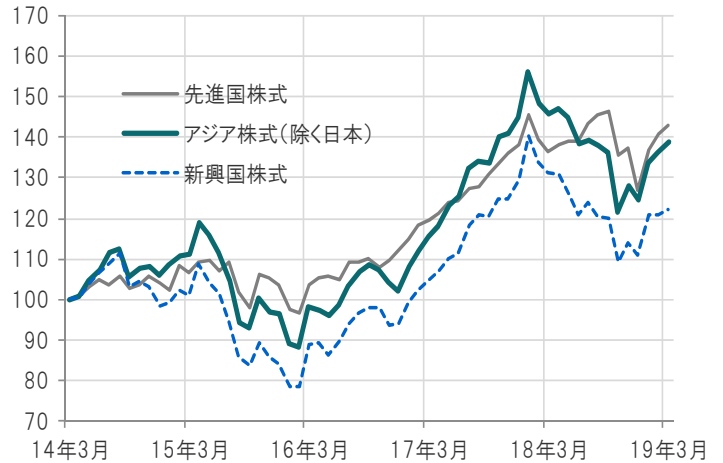
米国では、金融当局は利上げ休止など金融政策の転換を示しています。また、財政刺激策の市場へのインパクトも一時的なもので、今では消えつつあります。地政学的リスクや米中貿易戦争の問題は依然として残りますが、米中貿易戦争の問題では、両国間の協議が続けられていることで過度な懸念はいったん後退しています。また、中国では景気支援のため金融緩和や減税や消費刺激策などの政策を打ち出しており、減速が懸念される中国経済の持ち直し期待が高まりつつあります。

中国以外のアジア諸国の状況を見ると、インドでは2018年後半に一部ノンバンクにおいて流動性不足が表面化したことをきっかけに信用不安が高まりました。

図表1: 過去5年間のアジア株式(除く日本)の パフォーマンス推移

月次、米ドルベース、期間2014年3月末~2019年3月末

2014年3月末=100として指数化



※アジア株式(除く日本): MSCI ACアジア(除く日本)株価指数、先進国株式: MSCI世界株価指数、新興国株式: MSCI新興国株価指数、すべて配当込み、米ドルベース 出所: トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

当ページのデータは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

さらに2019年5月の総選挙の行方を巡る不透明感の高まりなどが株式市場のマイナス要因となりました。

また、インドネシアなど経常収支赤字国は、米国のタカ派的な金融政策にマイナスの影響を大きく受けると懸念されたことなどが株式市場の重石となりました。

こうした2つのケースはいずれも、現時点では、市場参加者のセンチメントおよび経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の面で改善がみられています。

さらに、日本を除くアジア地域全体の経済成長見通しは、新興国の中でも良好であることは明るい材料となるでしょう(図表2参照)。

(次ページに続く)(市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

2019年の世界の経済成長率見通しは緩やかながらもプラス成長が見込まれています。こうした中、新興国と先進国の成長率の差は拡大することが見込まれています。

そして、2020年にはその差がさらに拡大すること、新興国経済の成長ペースが加速することが見込まれています。こうした新興国経済の拡大見通しをけん引するとみられるのが、インドや中国、ASEAN諸国などのアジアの新興国です。

アジア株式(除く日本)市場の見通し:懸念後退、経済・企業業績の改善が下支えに

中国の景気支援策や米中通商協議の継続などは、足元のアジア株式(除く日本)に対する過度に悲観的な見方を和らげつつあります。

実際、中国からここ最近発表された経済指標のいくつかには、中国の景気支援策の効果の兆しが現れつつあるのではないかと考えられます。例えば、中国製造業購買担当者指数(PMI)のうち新規受注をみると、2019年2月に大きく回復し、製造業や貿易活動の底打ちの兆しがみられました(図表3参照)。この背景の一つには、中国の製造業に課されていた付加価値税の引き下げなどによる効果があると考えられます。

さらに、中華圏(中国、香港、台湾)企業の利益見通しの修正トレンドをみると、下方修正傾向に歯止めがかかり、モメンタムは改善しつつあります(図表4参照)。こうした点も、株価にとっては下支え材料になると考えられます。

また、アジア株式(除く日本)のバリュエーション(投資価値評価)水準は、過去10年間(2009年3月末～2019年3月末)の平均を上回る水準にあるものの、先進国株式に比べると、今期以降の利益成長率見通しなども考慮すると、魅力的な水準にあると考えられます(図表5、6参照)。

(次ページに続く)(市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

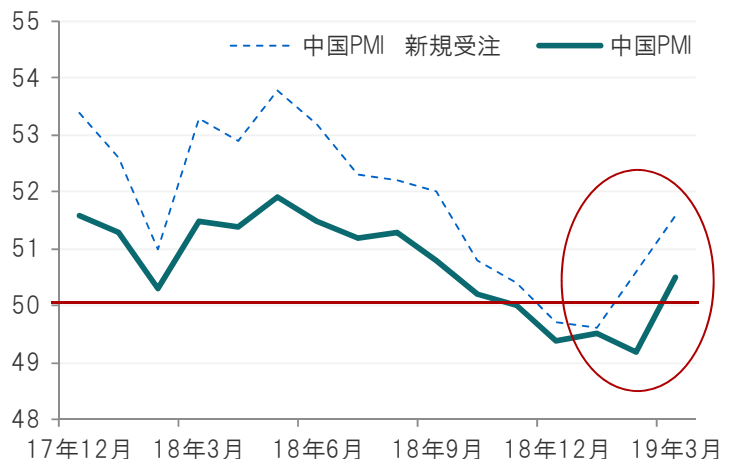
図表2:IMFによる経済成長率見通し
2019年4月時点予想

	2017年	2018年 推定	2019年 予想	2020年 予想
新興国	4.8	4.5	4.4	4.8
先進国	2.4	2.2	1.8	1.7
新興国アジア	6.6	6.4	6.3	6.3
中国	6.8	6.6	6.3	6.1
インド	7.2	7.1	7.3	7.5
ASEAN5カ国	5.4	5.2	5.1	5.2
南米	1.2	1.0	1.4	2.4
ブラジル	1.1	1.1	2.1	2.5
メキシコ	2.1	2.0	1.6	1.9
CIS(独立国家共同体)	2.4	2.8	2.2	2.3
ロシア	1.6	2.3	1.6	1.7

出所:国際通貨基金(IMF)のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表3:中国製造業購買担当者指数(PMI)の推移

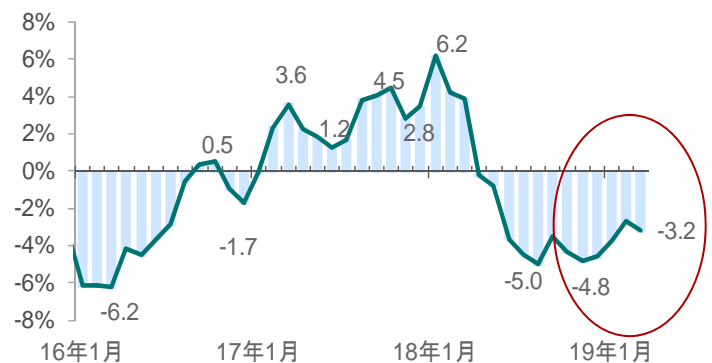
月次、期間:2017年12月末～2019年3月末
景気のはり目:50



出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4:中華圏企業における利益見通しの修正動向

～ 今期1株あたり利益予想の3カ月前と比較した修正率 ～
月次、期間:2016年1月～2019年3月

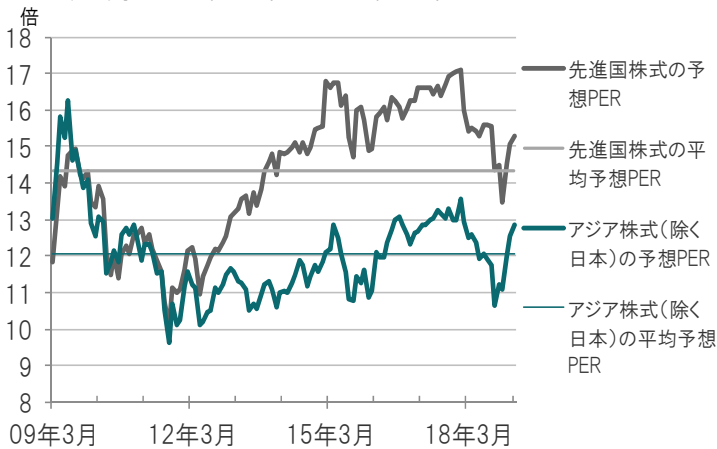


※中華圏企業:MSCIゴールデン・ドラゴン株価指数構成企業 ※予想はI/B/E/S集計値 出所:ファクトセット、I/B/E/S、ピクテ・アセット・マネジメント

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

図表5: アジア株式(除く日本)と先進国株式の過去10年間の予想PERの推移

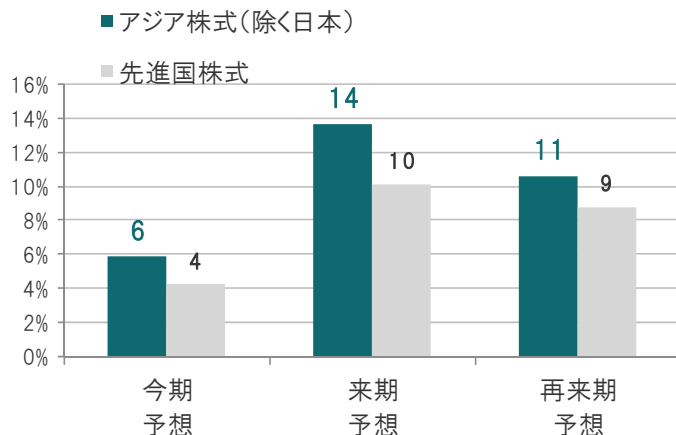
月次、期間: 2009年3月末~2019年3月末



※アジア株式(除く日本): MSCI AC アジア(除く日本)株価指数、先進国株式: MSCI世界株価指数 出所: トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表6: アジア株式(除く日本)と先進国株式の予想1株あたり利益成長率

2019年3月末時点予想



※アジア株式(除く日本): MSCI AC アジア(除く日本)株価指数、先進国株式: MSCI世界株価指数 ※予想はI/B/E/S集計 出所: トムソン・ロイター・データストリーム、I/B/E/Sのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略: 足元の状況

ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略(以下、当戦略)は、個別企業のファンダメンタルズ分析を重視した個別銘柄のボトムアップによるアクティブ運用を行っています。

当戦略の2011年5月以降のパフォーマンスをみると、2018年は2012年以来はじめてMSCIアジア(除く日本)株価指数を下回る年間のパフォーマンスとなりました(図表7参照)。

この背景としては、地政学的なリスクなどの懸念材料がいくつかの組入銘柄に対して大きくマイナスの影響を与えたことなどがあります。

例えば、ドイツBMWと合併契約を結ぶブリリアンス・チャイナ自動車(中国)については、米中貿易戦争の激化の中で、中国政府が国内の自動車市場の対外開放や自動車の輸入関税引き下げの方針などを明らかにしたことから、マイナスの影響が及ぶとの懸念から株価が下落しました。また、中国国内の規制変更などの影響を受けたチャイナ・メディカル・システム・ホールディングス(中国)や流動性供給の引き締めの影響を受けたカジノ運営企業MGMチャイナホールディングス(中国)などもその例です。

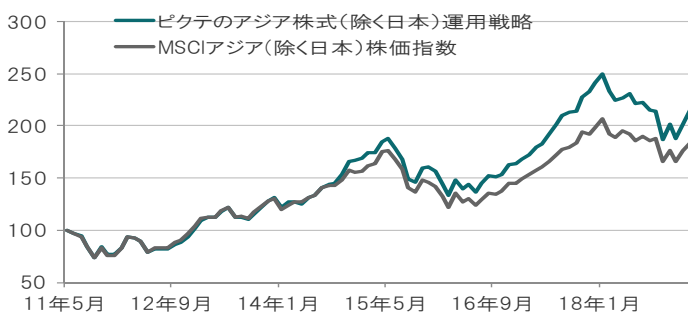
こうした中で、キャッシュ・フロー創出力や収益構造に優れた企業であるかどうかなどを再検討し、投資哲学に反する銘柄については全売却し、一方で、高いキャッシュ・フロー創出力・高い収益性などが市場で過小評価されていると判断される銘柄については組入比率を引き上げました。

当資料で言及した個別銘柄は、特定の銘柄の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、その価格動向を示唆するものではありません

図表7: ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略、MSCIアジア(除く日本)株価指数のパフォーマンス

月次、円換算ベース、期間: 2011年5月末~2019年2月末

2011年5月末=100として指数化



	ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略	MSCIアジア(除く日本)株価指数	超過リターン
2012年	32.9%	37.5%	-4.6%
2013年	29.2%	25.3%	3.9%
2014年	26.9%	19.6%	7.4%
2015年	-6.1%	-8.9%	2.8%
2016年	4.1%	2.2%	1.9%
2017年	47.7%	36.9%	10.8%
2018年	-22.1%	-16.6%	-5.5%
2019年(～2月末まで)	14.4%	11.2%	3.2%

※アジア株式(除く日本): MSCI AC アジア(除く日本)株価指数(ネット)

※ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略: 当戦略のコンポジット・パフォーマンス(信託報酬等控除前) 出所: トムソン・ロイター・データストリーム、ピクテ・アセット・マネジメント

※コンポジットとは、類似の投資戦略ないし投資方針に基づいて運用される1つ以上のポートフォリオの運用実績を、一定の基準に従って評価したものであり、投資戦略ごとの運用実績を表すために用いられます。

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

(次ページに続く)(市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

国別組入比率では、現時点で長期的に構造的な成長が見込まれるインド株式の組入比率をオーバーウェイトとしています。もちろんインド以外の国にも、投資魅力がある銘柄が存在していますが、流動性の状況や総選挙を控えて、インド株式市場は今後も変動幅が大きくなる可能性があり、下落した局面では投資の好機となる可能性があるかとみています。

インドネシア株式についても金融銘柄を中心に組入れ、オーバーウェイトとしています。

インドもインドネシアも、ともに経済改革や国内経済の拡大といった自律的な成長が見込まれ、株式市場はこうした恩恵を受けると期待される点が共通しています。

2019年年初以降、足元(2月末)までの当戦略のパフォーマンスが再び上昇基調に転じ、MSCIアジア(除く日本)株価指数を上回っています。

厳しい市場環境下においても、一貫して投資哲学(図表8参照)に沿った規律ある運用を行うことで、中長期的には相対的に良好なパフォーマンスが実現できるものと考えます。実際に、当戦略では厳しい投資環境であった2018年においても、ポートフォリオの売買回転率は12か月ローリングで30%前後の低い水準で推移しました。

(市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

図表8:ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略の投資哲学のポイント

○ すること

キャッシュ・フローと収益構造に着目

- 企業価値の源泉
- 事業モデルの持続可能性

中長期的な視点を持つ

- 5年間の見通し
- 株価下落時は投資機会と捉える
- 自らの「確信」に従う

市場コンセンサスにチャレンジ

×しないこと

利益成長率や株価収益率への依存

- 利益成長が高いことのみを求めない
- 伝統的なバリュエーション指標は時に判断材料になりえない

四半期決算に注目

- 投資事由が損なわれていなければ、株価下落時は投資機会と捉える

相場の流れを追いかける

出所:ピクテ・アセット・マネジメント

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2019年3月末現在)

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.78%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.052%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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

※MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCI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。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。