

▶ 株式運用部門 CIOによる 2019年株式市場の投資展望

2018年は株式市場全体が軟調であったなかで、個別企業レベルでは売られ過ぎでバリュエーションが魅力的となった銘柄がありました。そうしたバリュエーションのひずみを引き起こした過剰流動性に変化が見られています。



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

2019年の株式市場の見通しについて述べてください。

2019年の株式市場については前向きな見方です。10年間続くモメンタム投資を引き起こした状況が変化するだけでなく（私たちの観点からはこちらの方がより重要なのですが）、割安な銘柄群と割高な銘柄群のバリュエーションの乖離が大きい状況です。

この乖離は、2018年後半にマーケットが調整した際に縮小しました。それでもなお、新興国、アジア、日本などの市場においてバリュエーションは大きく乖離した状態にあります。

例えば中国（テクノロジー以外）や、日本、韓国、また幅広い景気循環株の中から、比較的簡単にバリュエーションが魅力的な個別株を特定することができます。

その状態は過去数年続いていたのではないのでしょうか？

はい、確かにその通りです。それは、主に過去10年続いた中央銀行の量的緩和が招いた高い流動性によるものです。そのように高い流動性の中、投資家は「クオリティ」や「モメンタム」に分類される株式に常に高い値をつけてきました。

しかし、私たちはその反対の行動を取ってきました。

この過剰流動性によるバリュエーションの乖離は、市場間（例：先進国vs新興国）と、業種間（例：ITのような「ニューエコノミー」vs銀行のような「オールドエコノミー」）のいずれにおいても見られました。業種によって銘柄選択をするという方法には賛同しかねます。私たちは業種に関わらず、銘柄ごとに、「割高」もしくは「割安」という見方をしています。

図1：MSCIアジア（除く日本）指数の期間別リターン
（1998年1月～2018年11月*）

MSCIアジア （除く日本） の株価純資産倍率 （PBR）	期間別リターン（%）		
	1年	3年	5年
1.5倍未満	37	58	143
1.5倍～1.75倍	8	41	74
1.75倍～2.00倍	11	32	47
2倍～2.25倍	5	-3	23
2.25倍～2.5倍	-6	10	18
2.5倍より大きい	-39	-7	-3

※保有期間別リターンは、MSCIアジア（除く日本）指数の月次リターンから算出。PBRが表記の水準である月を起点とした、1,3,5年間のそれぞれのリターンの単純平均を意味する。

*同期間のうちデータ取得可能な249か月が対象。

出所：MSCIのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。

2019年はこれまでと何が違うのでしょうか？

これまでと異なるのは、各国の中央銀行が量的緩和を終了させる中で流動性のドライバーが弱まってきていることです。しかし、私たちは、先進国と新興国の間の株価純資産倍率

（PBR）で見たバリュエーションの相対的な差が歴史的な水準にまで拡大している状況下で、流動性の縮小が起こることがより重要と考えます。

しかし、絶対水準では、新興国のPBRはまだ低下する余地があります。2002/2009/2016年の水準を上回っているからです。まだ低下する可能性があるかと問われれば、答えは、イエス、です。しかし、現在の水準は割安かと問われても、答えは、イエス、です。

結局、2019年は変動性（ボラティリティ）が高い1年になると思われるものの、リスクに見合ったリターンが得られる年になるとみています。

多くの不透明要素があるなかで、どのような投資スタンスを取りますか？

今は、個別企業のビジネスサイクルを見通すことが非常に重要です。言い換えれば、いま投資家は、バリュエーションが魅力的な水準にある銘柄に投資する際に、2018年後半に投資家を混乱させたような短期のボラティリティが高まる局面を活かして長期のリターンを迫及する投資スタンスをとることが必要です。

ボラティリティが高いときには、そのようなスタンスは取りづらいかもかもしれません。しかし、市場でボラティリティへの懸念がおさまり、投資家がリスクよりも投資機会を意識し始めた時、放置されていた割安な銘柄に大きな潜在的投資機会があることに気がつくでしょう。

2019年の株式市場は潜在的にさらに下落する可能性もあるとみているとのことですが、市場の懸念材料は株価に織り込まれていますか、もしくは過剰に織り込まれているのでしょうか？

はい、織り込まれていると考えます。市場の懸念に対する恐怖心によって売られ過ぎとなっている事を示す多くの例があります。

例えば、一般的に米ドルの上昇はアジアと新興国の両方にとってマイナスであると捉えられていますが、実際には恐怖心を持つほどのマイナス要因ではありません。

なぜなら、新興国の企業全体の米ドルの債務履行能力は、10年前と比べて格段に高まっています。また、個別企業レベルでは企業のバランスシートを精査するとき、潜在的な通貨変動リスクに対して十分耐えうる健全性を有しているかを検証しています。そして、私たちが投資対象とする企業は、バランスシートが健全で質の高い企業であると信じています。

米ドルはアジア通貨に対し大幅に上昇しました。そのような中でも、私たちが投資する多くの株式は市場をアウトパフォームしました（さらに市場の懸念という意味では、トランプ大統領による貿易摩擦の懸念についても同様のことが言えるでしょう）。

○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。○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 2/4

2018年はITセクターを割高と判断し、戦略的にアンダーウェイトしていました。それにもかかわらず、ITセクターは市場全体の上昇をけん引するセクターとなっていました。2019年も同セクターのアンダーウェイトを維持しますか？

この明らかな「矛盾」は、これまで述べてきた論点を説明する良い例です。注目を浴びた割高な大型IT銘柄を多くの投資家は買いにいましたが、私たちは非保有とし、ITセクターをアンダーウェイトしました。しかしながら、「古い」ITセクター（ITサービスの中で「新しい」セクター以外）に属するあまり知られていない銘柄の中で、特に台湾においてですが、魅力的な銘柄に投資を行いました。

私たちはアンダーウェイトを維持していますが、最近では主要なIT銘柄の利益予想が引き下げられ株価が下落しているため、アンダーウェイト幅は縮小しています。もしこれらの銘柄が正当化されない水準まで売り込まれたら（前述の議論のような売られ過ぎのパターンがこのように繰り返されます）、我々はウェイトの調整を検討するでしょう。

これまで金融セクター、特に銀行をオーバーウェイトとしてきましたが、2019年に見込まれる米金利の上昇などの懸念は同セクターのパフォーマンスに大きく影響すると思いますか？

私たちのバリュエーションモデルでは、金融セクターには割安で魅力的な銘柄が多く存在しています。現在の株価は多くの悪いニュースをすでに織り込んだ水準にあると考えます。私たちは、先にふれましたが、短期のボラティリティが高まる局面に投資機会を見出し長期のリターンを迫及するアプローチをとります。

ただし、中国の金融セクターについては、貸倒損失リスクを注視する必要があります。その他、タイのローン規制強化がもたらす悪影響やインドのノンバンクにおける資金繰り懸念は認識していますが過度に警戒するほどではないとみています。一方でアジアで最も成功している金融機関の一部は、既に非常に割高な水準まで買われているということを確認しておく必要があります。

アジア各国における懸念事項もありますが、アジアの銀行の多くは、ショックに耐える十分な自己資本を備え、さらに十分な引当金を積みながら、貸出を伸ばしています。

私たちはオーバーウェイトを維持していますが、我々が考えている前提条件を注視しながら、投資判断が正しいことを常に検証しています。

日本株は先進国市場の中で、バリュエーションの観点などから非常に魅力的と考えられますが、多くの投資家は、「カタリスト（相場変動のきっかけ）」が見当たらないとして避けています。どのように考えていますか？

私たちは「カタリスト」を理由に投資判断はせず、むしろそのような市場の失望によって生まれる投資機会を活用します。

日本企業の良好な業績など多くの前向きな材料は確認されていますが、パズルを完成させるための最後の1ピースは、回復しつつある設備投資かもしれません。

さらに、インフレ圧力が醸成されている可能性があります。まだ初期の段階ですが、経済における需給ギャップは小さく、雇用市場は引き締まった状況です。アベノミクスが正しかったことの証明になるデフレ脱却の実現は投資家にとっては前向きな材料として捉えられるでしょう。

さらに、配当や自社株買いは過去最高水準を記録し、市場予想を上回る好調な企業業績に対して株価は割安水準にあると考えています。我々は多くの投資家が日本株市場を敬遠しているなかで、投資機会を見出し十分に活用していきます。

<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。○当資料では、外国籍投信に言及することがありますが、当該外国籍投信の売買を推奨・勧誘を行うものでもありません。○当社による事前の書面による同意無く、当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。○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。