

Pictet Global Market Watch

急回復をみせた2019年1-3月期と今後の見通し

2019年1-3月期のアジア株式(除く日本)は米中通商協議の進展期待や、中国の景気持ち直しの兆し、米国の金融政策の転換などを背景に上昇しました。足元で米中貿易問題が再燃するなどのマイナス要因もありますが、引き続き魅力的なバリュエーション水準や政策期待などが株価の下支えになると考えられます。引き続き、アジア株式(除く日本)市場には魅力的な投資機会が存在すると考えています。

2018年から一転、急速な回復をみせた 2019年1-3月期のアジア株式(除く日本)

2019年1-3月期のアジア株式(除く日本)市場は上昇しました。こうした良好な市場環境下、ピクテのアジア株式(除く日本)運用戦略のパフォーマンスも2019年1-3月期には2018年年間のマイナスから一転してプラス転換し、上昇率は代表的な指数であるMSCIアジア(除く日本)株価指数(配当込み、円換算ベース)を上回りました(図表1参照)。

当該期間における同地域の株式市場が良好な推移となった背景には、米中通商協議の進展期待、中国における景気持ち直しの兆しや流動性状況の改善、さらにより的確な景気刺激策(直近では自動車関連など)の可能性などのほか、リスク・プレミアムが低下したことなどがあるとみられます。加えて、米国が利上げ休止など金融政策を転換したことなども後押し要因となりました。

2019年1-3月期においてアジア株式(除く日本)市場の株価は上昇しましたが、依然としてバリュエーション(投資価値評価)水準の過熱感はないとみており、魅力的な投資機会が存在する市場であると考えています。

“悪魔は細部に宿る” ～2019年1-3月期 における業績下方修正をどうみるか？～

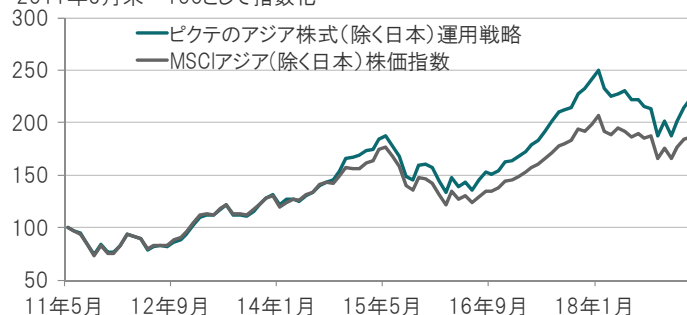
一見したところ、アジア企業(除く日本)の四半期業績見通しは下方修正の傾向が強まりました。こうした傾向は通常であれば、株価にとってマイナス要因となるはずですが、今後の企業業績動向、そして株式市場動向を見極めるうえで、なぜ下方修正されたのかについて、もう少し詳しく要因を分析していく必要があると考えます。

足元で業績の下方修正傾向が特に強まっているのは、特に、韓国や台湾の大型テクノロジー銘柄です。季節的に低調な時期で、在庫調整や顧客(米アップルなど)企業サイドの需要軟化等が継続しています。

個別銘柄の例では、DRAM価格の低下などでマイナスの影響を受けるサムスン電子(韓国)やSKハイニックス(韓国)などが挙げられます。

図表1: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3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 1-3月期	18.9%	12.4%	6.5%

※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。

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もありません

(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。)

また、さらに広範なハイテク関連需要の減速などの影響をうける台湾セミコンダクター（台湾）などもありです。

米アップル向けに部材を納入するハイテク関連企業も、同様に下方修正傾向がみられます。

しかし、なぜ、株式市場ではこうした下方修正の流れにそれほど大きく反応しなかったのでしょうか？

まずは、市場に対してより大きなインパクトをもつ中国における企業業績見通しの上方修正があると考えられます。そもそも、事前予想が低かった中で、中国経済は政府による景気刺激策などを背景に景気回復の兆しがみられていることが主な上方修正要因の背景です。

さらに、市場では2018年後半より、テクノロジー関連銘柄の見直しについて慎重な見方が増えており、すでにこうした悪材料はある程度株価に織込まれていた可能性もあると考えられます（図表2のSKハイニックスの例参照）。そして、ハイパースケールなサーバー需要や新たなスペックを有する携帯電話端末の登場、5G（第5世代移動通信システム）の立ち上がりなどがけん引し、2019年後半以降、テクノロジー関連企業の業績は再び回復に向かうとも見込まれています。

テクノロジー関連銘柄への投資は、非常に厄介なものです。ファンダメンタルズ（基礎的条件）を理解することの重要性が強調されますが、株価に何が織込まれていて、何が織込まれていないかを見極めることも重要なことです。

専門金融会社に投資魅力

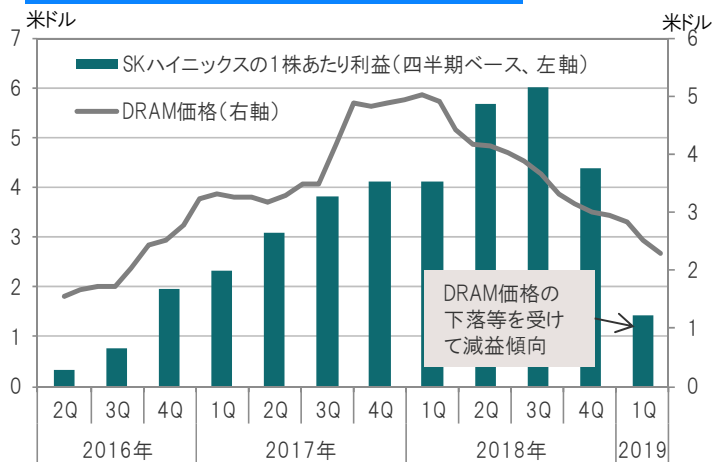
世界的に、銀行業務を行う企業は大手企業がより巨大になり、人々が望むあらゆる金融サービスを提供するワンストップ・サービス化が進んでいます。

アジアも例外ではなく、各国では一握りの金融企業が市場を支配しているといっても過言ではありません。しかし、このような市場での優位な地位を手に入れるために企業は多くの困難（成長のハードルは高くなっていること、サービスのコモディティ化、注力分野や専門分野の欠如など）に直面しています。

こうした状況下、ピクテでは動きの早い専門金融会社に注目してきました。ニッチな企業は大手金融機関が関心を示さない分野で事業を展開していることがよくあります。そして、高いリターンを生み出しているものの、その成長力は株価に十分織込まれていないことがよくあります。

図表2: DRAM価格とSKハイニックス

DRAM価格と利益動向

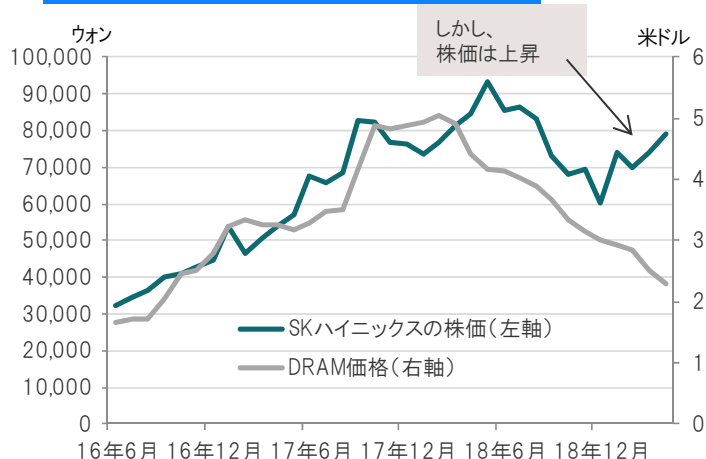


※利益は四半期、期間：2016年第2四半期～2019年第1四半期

※DRAM価格は月次、期間：2016年5月～2019年4月

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

DRAM価格と株価動向



※月次、期間：2016年6月～2019年4月

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

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。

例えば、クルンタイ・カード（タイ）は、大手金融企業が不安定な事業として敬遠しがちなクレジット・カード業務と個人向け融資などに特化した業務を行っています。同社は、タイにおける個人消費の拡大などの恩恵を大いに受け、伝統的な銀行業務を展開する大手銀行に比べて高水準の株主資本利益率（ROE）を実現していますが、その一方で、株式のバリュエーション（投資価値評価）水準には割安感があると考えています。過去5年間で同社の利益は年率30%超のペースで成長してきました。

（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。）

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

また、チャリース・ホールディング(台湾)は台湾や中国本土、東南アジアなどの中小企業を顧客にリース業務を展開する企業です。同社は40年以上の歴史がありますが、いまなお中国、台湾、タイなどリースの利用がまだ進んでいない市場で、成長を続けています(図表3参照)。

この地域における伝統的な金融企業は、リース市場への参入に消極的ですが、チャリース・ホールディングはリース業務の専門人材の育成や案件に対する適正評価プロセスの開発などに力を注いできました。

バンク・ラヤット・インドネシア(インドネシア)も魅力的な事業を展開しています。インドネシアの人口のおよそ半分が銀行口座を持っていないなど、銀行業務が普及していません。こうした環境において、同行は特にこれまで銀行口座を持っていなかった人々を対象とした小口融資業務に注力しています。同行の強みは、これまでの実績に加えて、広範囲にわたる「マイクロ・ユニット」のネットワークにあります。借り手を小さな管轄区に振り分けて「マイクロ・ユニット」が立ち上げられますが、これによって、借り手同士での交流が深まるとともに、継続的に借り手の状況をモニターすることができるほか、頻繁に資金回収を行うことが可能となっています。

こうしたビジネスはコストは高いため、簡単なものではありません。インドネシアでも多くの企業が小口融資事業に挑戦したものの、うまくいかずに撤退していききました。そうした中で、同行は成長を続けています。

(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。)

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もありません

資金を借りて事業を展開するインドネシアの小規模事業者



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表3:リース市場の状況:成長率と浸透率

	年間 (億ドル)	前年比成長率 (%) 2017年	リースの 浸透率(%)
中国	2,657	20.4	6.8
台湾	118	8.1	9.9
米国	4,104	6.9	21.6
英国	925	5.2	32.4
ドイツ	783	7.3	17.2
日本	605	-2.0	5.3
フランス	498	8.7	16.1
イタリア	336	12.9	15.2
オーストラリア	315	2.1	40.0
カナダ	265	2.7	38.0
スウェーデン	249	10.5	27.1
ロシア	201	46.7	NA
ポーランド	191	15.7	25.1
スイス	136	0.3	12.3
韓国	120	5.3	8.9
デンマーク	120	0.3	29.4

※浸透率:固定資産投資額に対するリース取扱高
出所:各種資料よりピクテ・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。

バンク・ラヤット・インドネシアの「マイクロ・ユニット」の様子



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

今後の見通し：引き続き投資魅力がある アジア株式(除く日本)

2019年1-3月期のアジア株式(除く日本)市場は、株価の上昇によりバリュエーション(投資価値評価)水準も上昇しましたが、成長性等を考慮すると過熱感はないとみられるほか、依然として相対的な魅力があると考えられます(図表4、5参照)。

今後の見通しとしては、中国が景気刺激策などの効果もあり、景気回復の兆しが見えています。ただし、こうした景気回復に加えて中国本土市場の株価の大幅上昇などを受けて、逆に政府や規制当局が成長ペースを緩める政策を打ち出す可能性もあるため、今後の政策動向や、経済指標、市場動向を注視していく必要はあると考えます。

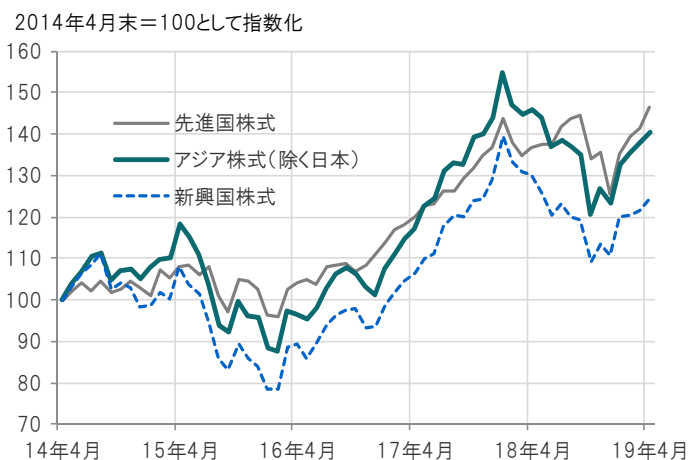
また、インドでは総選挙の開票を控えています。現時点でモディ首相率いる現与党勢力が議席数を減らす可能性はありますが勝利するとみています。選挙対策として打ち出された政策によって、一部の消費関連分野にはプラスの効果がでているようですが、投資家としては、財政規律の問題については、しっかりと注視していく必要があると考えます。

引き続き、アジア株式(除く日本)市場に対してはポジティブな見方ができると考えており、投資魅力があると考えています。

(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4：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

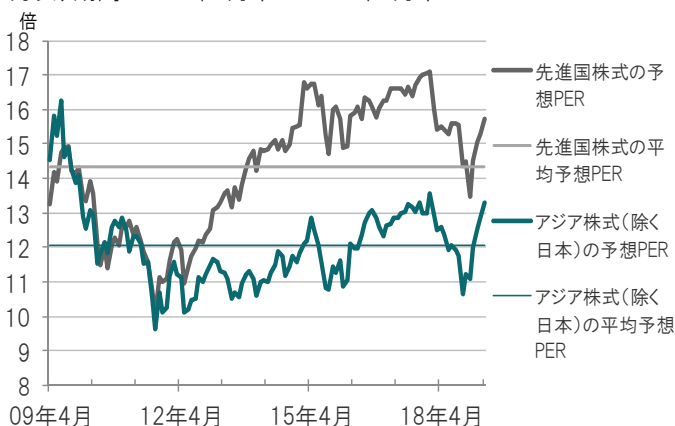
月次、米ドルベース、期間2014年4月末～2019年4月末



※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、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

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

月次、期間: 2009年4月末～2019年4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

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。

(ご参考)米中貿易戦争激化による 中国経済・株式へのインパクト

2019年4月後半に米トランプ大統領が、中国との通商交渉の進展状況における不満を示したことなどをきっかけに世界の株式市場は急落し、その後5月10日に米政府は、2018年9月に10%の制裁関税を課した2,000億ドル分の中国製品に対して関税率を25%へ引き上げると正式発表しました。

それに対して、5月13日には中国が報復措置(2018年9月に中国が追加関税(5~10%)を課したおよそ600億ドル分の米国製品に対して、税率5~25%に6月1日から引き上げ)を発表しました。

さらに、それに続いて米国は現在は課税対象外となっている残りの中国製品3,000億ドル分に対しても最大25%の関税を課す制裁関税の計画を正式に発表しました。

こうした米中の関税合戦を受けて、米中の貿易戦争の深刻化懸念が再び高まり、足元の世界の株式市場は値動きの大きい局面を迎えています。

ピクテでは、追加関税の中国経済へのマイナス・インパクトは、コントロール可能なレベルであると考えています。今回、米国が発動した2,000億ドル分の中国製品に対する25%への関税引き上げによる中国のGDP成長率に対するインパクトは-0.5%程度と推定しています。

こうした経済に対するマイナスに対応するため、中国政府はこれまでも様々な景気刺激策を打ち出してきました(図表6参照)。

今後さらに景気に対するマイナス懸念が高まった場合には、これまで打ち出してきた政策(預金準備率の引き下げや減税等)の一段の強化に加えて、公開市場操作や中期貸出制度(MFL)を通じた流動性供給の拡大やインフラ投資拡大などが打たれる可能性があると考えられます。

中国株式市場へのインパクトについては、バリュエーション水準に過熱感がみられる場合は、懸念すべきと考えますが、足元の予想PERは11倍強(12ヵ月先予想利益ベース)と過去平均並の水準に留まっています(図表7参照)。

一方で、中国企業の利益見通しは改善傾向がみられ(図表8参照)、こうしたファンダメンタルズの改善は株価の下支えとなるものと考えます。

(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。)

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6:2018年以降発表された
中国の主な景気下支え政策

分野	内容
金融政策	預金準備率 5回の引き下げを実施。
	TMLFを通じた資金供給 中小零細企業向けなどに的を絞った標的型中期貸出制度(TMLF)を導入。一部商業銀行に実施
	銀行の資本増強 商業銀行に永久債発行による資本増強を認め、融資拡大を後押し
減税	2018年10月より個人所得税の課税最低所得額の引き上げなどで、2018年では1.3兆元(21兆円)規模の減税を実施
	2019年も個人所得税、法人税などを含め2018年を上回る減税規模となる見通し
インフラ投資	資金調達 地方政府に対し、インフラプロジェクトの事業資金を調達する特別地方債(专项債)の発行加速を指示
	投資計画 2018年半ば以降、鉄道投資などの増額を発表。2018年10-12月期のインフラ投資許可金額は約3年ぶりの高水準に
	2019年の鉄道投資計画は8,500億元(約13.8兆円)と過去最高水準となる見通し
消費刺激策	旧型の排ガス規制対象車の買い替えや農村での小型車への買い替えに対する補助金の導入。家電買い替えに対する補助金導入なども

※2019年2月末時点 出所:各種報道資料よりピクテ投信投資顧問作成

図表7:中国株式の予想PERの推移

月次、期間:2003年4月末~2019年4月末



※中国株式:MSCI中国株価指数 ※予想は12ヵ月先1株あたり利益(EPS)ベース(MSCI集計)

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8:中国企業の12ヵ月先利益成長率予想

週次、期間:2017年1月6日~2019年5月10日



※中国株式:MSCI中国株価指数 ※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

短期的には、米中通商協議の動向を巡っての株式市場の値動きが大きくなる可能性は残されており、この動向には今後も注視していく必要があると考えます。

ただし、魅力的なバリュエーション水準は株価の下支えとなることが期待できるほか、長期的には中国市場は、投資から消費へといった経済構造の大きな変化の中で、引き続き成長が期待できると考えています。

(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。)

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4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もありません。●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。