



アジア市場の今後の展開を読み解く

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

私たちが先日発行したレポート「**2021 MID-YEAR OUTLOOK: 不均衡な経済回復をどう捉えるか?**」に続き、本レポートでは、アジア市場をより深く掘り下げるべく、**1.マクロ環境**、**2.株式市場**、**3.債券市場**について説明して参ります。

1.マクロ環境

アジアにおける新型コロナウイルスのワクチン接種の進展は、同地域の見通しにどのような影響を与えたのでしょうか?

2021年の初頭、新興アジア地域は全般的に、新型コロナウイルスの発生を世界の他の地域よりも、うまく管理しているように見えました。しかし、半年が経過した現在、新興アジア地域ではワクチン接種が遅れているようで、そのために経済活動の再開が遅れています。一方、明るい話題としては、新興アジア地域の多くの国がワクチンの供給を確保し、ワクチン接種が本格的に実施され始めていることから、最近では若干の改善がみられることが挙げられます。

アジアの経済大国である中国とインドでは、これまでにない速いペースで国民にワクチン接種を進めています。この2つの国では、2021年末から2022年初頭までに人口の大半がワクチン接種を済ませる可能性があります。

アセアン諸国では、内需が国内総生産（GDP）の大きな割合を占めているため、ワクチン接種の進展は特に重要です。例えば、ベトナムとフィリピンでは、国内消費が共にGDPの約7割を占めています。ワクチン接種率が上昇し、消費者心理の好転を背景に国内消費が回復に向かえば、これらの国の経済活動は本格的に回復します。

中国経済の回復は減速しているように見えます。投資家はこの点に関して懸念すべきでしょうか?

中国政府は、必要に応じて特定の都市で新型コロナウイルスへ対応すべく経済活動の制限を行っているため、中国のサービス業の回復は製造業に比べて遅れています。同時に、中国の政策立案者は、家計への直接給付ではなく、インフラ支出や法人税の減税に刺激策の多くを向けているため、中国の家計収入は多くの先進国ほどには増加していません。

とはいえ、中国の購買担当者景気指数（PMI）は依然として改善傾向にあります。投資家は、中国のPMIを先進国の指標と比較する際には注意が必要です。というのも、中国経済は2020年にはそれほど急激には悪化しておらず、多くの先進国経済の景気後退がまだ加速していた2020年の第2四半期にはすでに回復していたからです。

2. 株式市場

中国の株式市場は、年初来でみると、先進国や他のアジアの市場を下回っています。これは投資家にとって投資機会と言えるのでしょうか？

年初来で中国の株式市場のリターンが先進国や他のアジアの市場を下回っている点に関しては、それ以前のパフォーマンスを考慮して考える必要があります。米ドルベースでみると、2018年末～2020年末のMSCIチャイナ・インデックスの2年間騰落率は+60%、CSI300指数は同+91%の大幅上昇となりました。

またバリュエーション（投資尺度）面においては、中国全体をカバーするMSCIチャイナ・インデックスは、12ヵ月先予想PER（12ヵ月先予想EPS基準）が16倍¹となっていますが、2021年には23%、2022年には15%の利益成長が見込まれており、妥当な水準にあるものと思われまます。

同じことが、上海市場と深セン市場をカバーするCSI300指数にも言えます。CSI300指数は、12ヵ月先予想PER（12ヵ月先予想EPS基準）が15.3倍となっています。一方、収益は2021年に23%、2022年に13%の成長が見込まれています。

2021年、中国の一部のテクノロジー関連銘柄には、政府による規制面での逆風が吹き荒れており、株価が低迷していますが、特に長期的な視野を持つ投資家にとっては、一部の銘柄はバリュエーション面で魅力的な水準になってきています。現在の逆風が将来的にどちらの方向へ向かうのかを予測することは困難ですが、「技術革新」と「技術分野の自給率の向上」は中国政府の最優先課題であり、国内の技術研究開発への支援が増加していることから、中国のテクノロジー企業は投資家のポートフォリオの中核を占める投資対象の一部であるべきだと考えています。一方、中国は世界最大の電気自動車（EV）市場であり、EVのサプライチェーン（供給網）を形成する中国企業では大きなイノベーションが生まれています。

中国では、中国の不動産管理会社や物流会社に対する需要が引き続き高まっていることにも注目しています。

不動産開発業者とは対照的に、不動産管理事業は資産を持たないビジネスであり、安定した収益を得ることができます。一方、中国では電子商取引が盛んに行われており、倉庫内物流の重要性が高まっています。

最近では、中国の不動産投資信託（C-REIT）の9銘柄が上場しましたが、これにより投資家は魅力的な投資機会を得ると同時に、上場した企業は、費用対効果の高い資本へとアクセスすることが可能になりました。

今年に入ってからのアセアン株式市場の不振をどのようにみていますか？

アセアン諸国では経済再開の遅れ、新型コロナウイルス発生時の対応のまずさ、ワクチン接種率の低さなどが、株式市場の重荷となっています。投資家は、コモディティ輸出国がコモディティ価格の高騰から恩恵を受けると考え、これらの市場が上昇することを期待していたかもしれません。アセアン諸国の国内消費を喚起し、経済活動や企業収益を増加させるためには、ワクチン接種の進展を加速化させる必要があります。

株価収益率（PER）の観点からみると、企業収益が低迷しているため、アセアン株式のバリュエーションは割高にみえるかもしれません。しかし、企業収益が正常化することを想定し、また、アセアン諸国は政治的背景が安定してくれば、個人消費が回復する可能性があるため、長期的には魅力的な投資機会であると思われる。

インドでは新型コロナウイルスを巡り、依然として予断を許さない状況にあるにもかかわらず、インドの株式市場はこれまで堅調に推移しています。その理由と、今後の市場にとっての重要な成長ドライバーは何でしょうか？

インドでは新型コロナウイルスを巡り、依然として予断を許さない状況にあるにもかかわらず、インド株式市場では企業収益が順調に推移しています。2021年1～3月期、MSCIインド・インデックスを構成する企業の38%が業績予想を上回る決算となり、さらに38%が予想並みの結果となりました。これは、インド株式市場には、インド国内だけでなく国外から収益を得ている大規模なセクターが多様に存在することが大きく影響しています。新型コロナウイルスのワクチンの接種については、現在、インドの人口の4.1%²が完全にワクチン接種を済ませており、約20%がワクチン接種を少なくとも1回受けています。

最近になって、モディ政権が、インドの18歳以上すべての人に無料でワクチン接種を提供することを決定したことを受け、ワクチン接種の展開が加速化することが予想されています。ワクチン接種率が高まれば、経済活動や企業収益はさらに後押しすることとなるでしょう。

1. 2021年6月26日時点
2. Our World in Data. (2021年6月30日) ※2回の接種を完了した数値

日本の株式市場は、世界の株式市場と比べて相対的に割安な状態が続いています。投資家として、これは買い場なのか、それともバリュートラップ*なのでしょうか？

* 表面上の指標だけを見て割安な株を買っても、いつまでたっても株価が上がらない状況

日本の株式市場は、世界の株式市場に比べて相対的に割安な水準で推移していますが、騰落率は年初来でプラスを記録しています（6月末時点で8.9%**）。

** 東証株価指数（TOPIX）、2020年12月末～2021年6月末

最近の日本株の値動きの荒い相場展開は、7月に開催される東京オリンピックを前に、日本を襲う新型コロナウイルスの感染「第4波」に対する懸念を反映したものかもしれません。

投資家の共通認識では、日本は高齢化が進み、低成長、低インフレ、低金利の市場環境にある、とされています。しかし、このような認識は、日本企業の基本的な健全性の向上を支えている長期的な構造変化を無視していると考えています。過去10年間、徐々にではありますが、着実に行われてきた企業再編により、企業のバランスシートの健全性が高まり、その結果、日本企業は大きな外生的ショックを乗り越えることができる強固な基盤を持つようになりました。これにより、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）にもかかわらず、日本の企業は驚くほどの回復力を維持することができました。

マクロ的には、国内経済全体も驚くべき回復力を示しています。例えば、鉱工業生産は、短期的にはその変動はあるものの、改善傾向にあります。

目先の市場の好転は見られるものの、グロース株とバリュー株の間の「バリュエーション（投資尺度）のばらつき度合い」は拡大しています。このような市場環境は、私たちのような辛抱強く、ファンダメンタルズを重視した銘柄選択を行う投資家にとって好機といえます。

忍耐強い時間軸に加えて、バリュエーションに軸足を置いた規律ある投資プロセスが、現在の市場環境では卓越したリターンを実現するだけでなく、投資期間や市場サイクルを通して、当社のアプローチ手法が真価を発揮することになる、と考えています。

3.債券市場

世界各国の政府は、積極的な景気刺激策を実施したため、多額の債務を抱えています。アジアの政府、企業の負債レベルが高くなることを憂慮するべきでしょうか？

アジア諸国は、先進国市場と比較して、政府主導の景気刺激策を“より緩やか”に実施しており、債務負担も相対的に小さい状況にあります。中国がその好例です。実際、中国の不動産部門の過度な借入金などを抑制するために導入された新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*の影響により、これまで規制の緩かった「シャドバンキング（影の銀行）」市場は縮小しています。

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

中国政府は、政策の軸足を企業のレバレッジ解消（債務の削減）に向け、企業の過剰債務の整理に力を入れてくるものと思われます。

これは市場に多少の変動をもたらすかもしれませんが、中国の金融システム全体が不安定になることはないと思われます。

アジアにおける2021年のデフォルト（債務不履行）率は、過去の平均値をわずかに上回る程度にとどまり、と予想され、これはアジアの企業の債務が“規律ある水準にあることの証し”といえます。（図表1参照）

中国では、2020年に発生した数々のデフォルトや、中国国有の不良債権受け皿会社である中国華融資産管理をめぐる最近の信用不安の高まりといった悪材料が見受けられますが、2021年の現時点での中国債券市場のデフォルト率は2020年の水準を維持しています。

しかし、中国で年初来で発生した計7件のデフォルトの中には「大きな市場シェアを持つ大企業が含まれている」ことには注意が必要です。また、アジアのハイ・イールド債券市場では、企業が投資家と一貫して定期的にコミュニケーションを取ることがますます重要になっており、発行体企業は債券価格を下落させる可能性のある投機的なニュースなどの悪材料の標的とならないようにする必要があります。

米連邦準備制度理事会（FRB）が債券購入の段階的縮小（テーパリング）をいつ開始するかに投資家が注目する中、アジアの債券市場は再びテーパタントラムのリスクに直面しているのでしょうか？**

** 量的緩和縮小を巡る市場混乱のこと。2013年5月にFRBによる異例の量的緩和縮小（テーパリング）の示唆により、国際金融市場に大きな波乱（動揺）を巻き起こした際に作られた造語

今後、テーパタントラムのリスクは低くなると考えています。まず、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の正常化に向かう場合、その動きは市場参加者にとって2013年時の混乱時と比べて“はるかに分かりやすいもの”になるでしょう。

また、金融政策の正常化のペースも“より緩やかなもの”になるでしょう。同時に、ほとんどの債券ファンドは、すでに2021年に向けてキャッシュ・レベルを高め、テーパリングに向け準備を整えてきたようです。このことは、機関投資家がテーパリングによる債券の売りを見越して債券が売られたとき債券のエクスポージャー（投資比率）を増やすことに備えていることから、ある意味で、テーパリング時の債券市場の下落は抑制される可能性があることを示唆しています。

アジアのハイ・イールド債とアジア社債の足元のデュレーションは、それぞれ3年と5年程度で、米国の社債に比べてはるかに短い水準にあります。このため、アジアの債券は債券利回りの上昇に対して脆弱ではありません。また、2021年1～3月期にアジアのハイ・イールド債がプラスのリターンを記録していることもわかるように、アジアの債券が提供する高いインカムは、利回りの上昇（債券価格は低下）に対する投資家の大きなバッファーとなります。また、アジアのサステナブル債は、投資家の需要が高く、一方で供給が限定的であることから、米国の利回り上昇に対してより強い耐性を持つと考えられます。

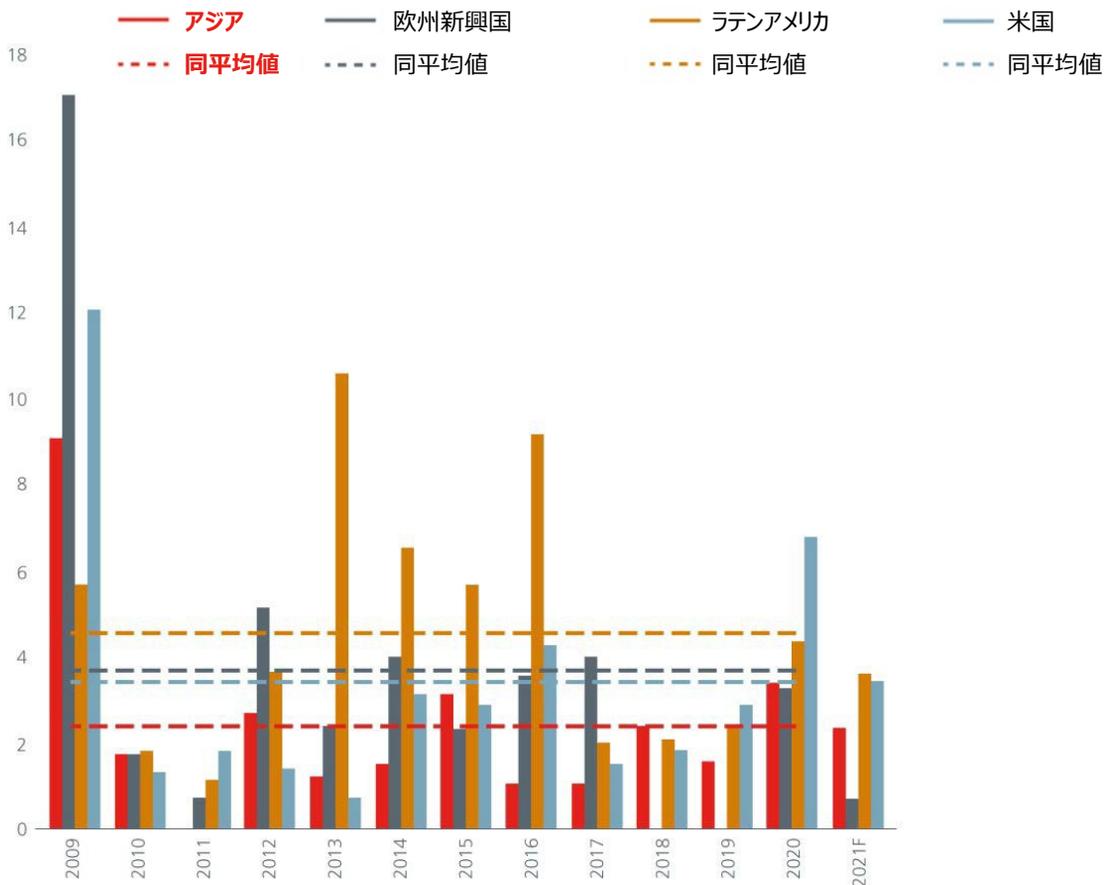
中国の国債市場は、世界の債券インデックスに徐々に組み入れられるようになり、2021年には大量の資金流入がありました。なぜ投資家は中国の債券を検討するべきなのでしょう？

中国の国債市場は、世界の投資家にとって無視できない市場規模にまで、大きく成長しています。同市場は、よりアクセスしやすく、より国際的になっています。

さらに、他の先進国やアジアの国債市場との相関性が低いいため、投資家は高い分散効果が期待できます。

また、他の先進国やアジアの多くの債券市場に比べて高い利回りを享受することができます。加えて、投資家は潜在的な人民元上昇の恩恵を受けることが期待できます。

図表 1: アジアのデフォルト率は2021年も管理可能な水準と予測 (単位: %)



出所: JP Morganのデータ (2021年1月) 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) 作成。※Fは予測値。
 ※デフォルトした債券の額面価格に基づき算出。準ソブリンは100%除外。※平均デフォルト率は2009年~2020年で算出。

※ 本稿は、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) の以下の6名の協力のもと作成しました。

- Dean Cashman、●Goh Rong Ren、●John Tsai、●Leong Wai Mei、●Michelle Qi、●Pearly Yap

※ 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。

※ 東証株価指数 (TOPIX) は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数 (TOPIX) の商標又は標章に関するすべての権利は株式会社東京証券取引所が有しています。

<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、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマ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。