



PRICE  
POINT®

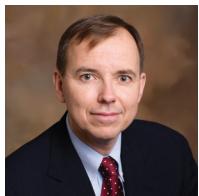
2018年6月



Rob Sharps  
グループ最高運用責任者(CIO)



Justin Thomson  
株式部門CIO



Mark Vaselkiv  
債券部門CIO

## グローバル市場の年央見通し 良好な世界経済が引き続きサポート材料だが、 ボラティリティの復活で波乱含みの展開も

GLOBAL GROWTH REMAINS SUPPORTIVE, BUT VOLATILITY HAS RETURNED

### サマリー

- 欧州や日本では景気の足取りが鈍っているようですが、2018年後半にかけて世界経済の拡大基調は崩れていないようです。
- 企業収益は力強い成長が続いているため、基調的トレンドは良好ですが、水準的には今年前半にピークアウトしたと思われます。
- 資産クラスは大半の地域で比較的割高に見えますが、米国債利回りの上昇により米社債は絶対ベースのバリュエーションが改善してきました。
- インフレが比較的沈静しているため、米連邦準備理事会(FRB)は緩やかな利上げ路線を継続できています。しかし、ドル高が新興国市場には逆風となっています。
- 今後もポピュリズム(大衆迎合主義)的政策への懸念から市場のボラティリティが高まる可能性があります。米中貿易摩擦が貿易戦争に発展すれば、世界経済は大打撃を受けかねません。
- テクノロジー分野の巨人企業は凄まじい勢いで利益を伸ばしています。これら超有力企業はプライバシー問題にもかかわらず、今後も株式市場を牽引すると思われます。

広範な景気拡大、力強い利益成長、緩慢な金融引き締めペースなど2018年後半もグローバル金融市場にとって全般に好ましい環境が続くと思われます。ただ、大半の資産クラスはバリュエーションが歴史的に高い水準にあり、保護貿易主義の脅威や、ドル高の新興国債務への影響など様々な経済的、政治的なリスクがあるため、ボラティリティが再び高まる可能性があります。

ティー・ロウ・プライスでは、運用部門最高責任者兼グループ最高運用責任者(CIO)のRob Sharps、債券部門CIOのMark Vaselkiv、株式部門CIOのJustin Thomsonという運用部門のトップ3がグローバル市場の年央見通しについて話し合い、以上のような結論に達しました。

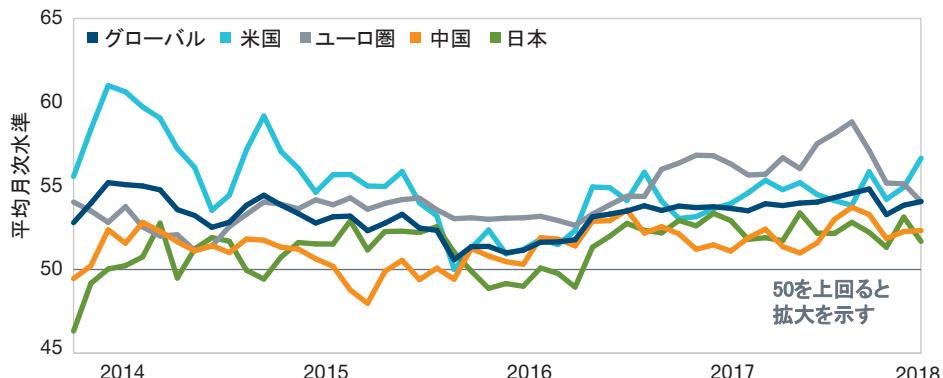
3人のCIOはいずれもグローバル株式や社債を取り巻く環境は引き続き良好と判断していますが、投資家が強気一色だった昨年終盤から今年序盤ほど積極的なスタンスを取ったがらないかもしれませんと考えています。

Vaselkivは、2018年後半は市場のボラティリティが高まり、長期投資家には魅力的な投資機会が生じる可能性があるほか、セクターや企業間のリターン格差が拡大すれば、ポートフォリオ・マネジャーがアクティブな銘柄選択を通じて超過収益を獲得しやすくなる可能性を指摘します。

今回の協議で3人のCIOは以下のように年後半のグローバル市場のパフォーマンスに決定的な影響を及ぼしそうな多くのテーマを取り上げました。

広範な景気拡大、力強い利益成長、緩慢な金融引き締めペースなど2018年後半もグローバル金融市场にとって全般に好ましい環境が続くと思われる。

図表1:世界経済は2018年前半も同時成長が続いた  
コンポジットPMI、平均月次水準、2014年5月～2018年5月



出所: ハイバー・アナリティクス(マークイット)、ファクトセット・リサーチ・システムズ

#### 世界経済: サイクルのどのステージにあるのか?

世界経済は昨年、その同時成長が企業収益の伸びを力強く牽引し、2018年も好調を持続しそうです。しかし、グローバル購買担当者景気指数(PMI)など一部の先行指標は欧州や日本を中心に最近は勢いが鈍っていることを示唆しています(図表1)。

成長見通しが最も明るいのは米国で、景況感が引き続き高水準にあり、昨年の減税により家計と企業の可処分所得が増えています。米銀行業界に対する一部規制の解除などの規制緩和措置も年後半の成長をサポートする見込みです。

欧洲もPMIや一部のセンチメント指標が最近軟化していますが、経済見通しは概ね良好だとThomsonは言います。唯一の大きな例外は、欧洲連合(EU)離脱(ブレグジット)に関する不透明感が企業景況感や設備投資を引き続き圧迫している英国です。イタリアの政局不安や、周縁国の国債利回り上昇もユーロ圏経済には逆風となる可能性があります。

日本はコーポレート・ガバナンス改革に伴い長期の経済見通しが改善していますが、短期的には景気の先行きは外需、従って世界経済の強さに大きく左右されると思います。

■ 中国は政府が信用拡大を抑制し、旧来型産業の再編を進めているにもかかわらず、経済成長の持続に概ね成功していますが、2018年は勢いが鈍る可能性があります。中国経済の底堅さが他の新興国の成長持続に貢献していますが、巨額の財政赤字や経常赤字を抱える新興国は通貨安によって金融リスクが生じることも考えられます。

今後の主な注目点は、世界経済の拡大とそれに伴うリスク資産の世界的な強気相場がサイクル終盤に入ったかどうかだと Sharps は指摘します。通常、この段階では、インフレ圧力が高まり、金利上昇と利益率悪化が見られます。米失業率の低さや、FRBの金融引き締めなど一部の兆候はその方向を示唆していますが、現在の景気拡大が9年間続いているからといって終わりが近いと考えるのは間違いだと思います。

「米景気は回復局面が長く続いているが、回復ペースは非常に緩慢だ。世界中の中央銀行がより持続可能で自律的な景気拡大を実現するため、金融政策を再調整しており、現在はサイクル途中の踊り場かもしれない」(Sharps)。

#### 利益成長の軌道: ピークを過ぎたのか?

米企業の利益成長は今年1-3月期に加速し、S&P 500 採用企業の1株当たり利益(EPS)は前年同期比25%増えました。業績が絶好調なのは、米景気が後退局面から脱却しかけている時ではなく、まだ拡大局面にある時に法人減税が実施されたことなどが原因です。

日本、欧州、新興国では利益成長の勢いがやや鈍ってきましたが、基調的なトレンドはポジティブであることでCIO達の意見は一致しています(図表2)。実際、グローバル株式市場では2月と3月にボラティリティが急激に高まった後、市場は落ち着きを取り戻しましたが、その際好業績が大きな役割を果たしました。

単純に考えて、米企業は1-3月期のような高い増益率が続くとは思えず、年内はもっと低い伸びが見込まれるとSharpsは語ります。しかし、コンセンサス予想を見ると、アナリストは年後半に利益成長が急減速するとは考えておらず、来年については1ケタ後半の伸びを見込んでいます。こうした予想が正しいとすれば、株式にとっては十分ポジティブな環境が続くことになるとSharpsは指摘します。

欧洲でも2017年は業績が力強く伸び、2012年のソブリン債務危機以降で初めて業績予想の上方修正が下方修正を上回りました。今年は世界的な業績回復の大半がテクノロジー・セクターに集中しており、欧洲の主要株価インデックスは米市場に比べてその比率が低いことなどから、こうした好パフォーマンスの再現は難しいとThomsonは言います。対照的に、欧洲では銀行セクターはもつと大きなウェイトを占めていますが、欧洲銀行業界の利益率は2008年の金融危機前の水準をまだ回復しておらず、今サイクル中には戻りそうないとThomsonは予想しています。従って、欧洲企業の収益も前回のピークを越えることはないと思われます。

アジアでも利益成長はテクノロジー・セクターに著しく偏っており、好パフォーマンスは米市場以上に同セクターに集中しています。日本企業の業績の好調さは世界の景気サイクルに大きく左右されるとThomsonは言います。

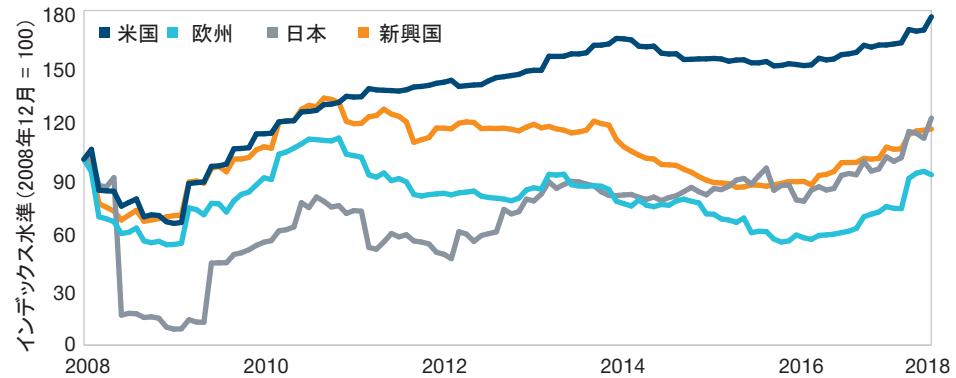
#### ■ 大半の資産クラスはバリュエーションが高いが、リターンの分散が広い

広範なグローバル資産クラスは大半が過去の平均より割高で、その平均自体も金融危機以降の株式と債券の上昇により押し上げられてきました(図表3)。株式のバリュエーションに関しては、2018年は以下のよう相反する2つのトレンドが見られるとSharpsは指摘します。

- 好業績にもかかわらず、グーバル株式市場が総じて横ばいだった結果、株価収益率(PER)は2017年末のピークから低下している。
- 一方、米国の短期金利と債券利回りが上昇し、金融危機以降、株式のバリュエーションを支えてきた超低金利環境が揺らぎつつある。

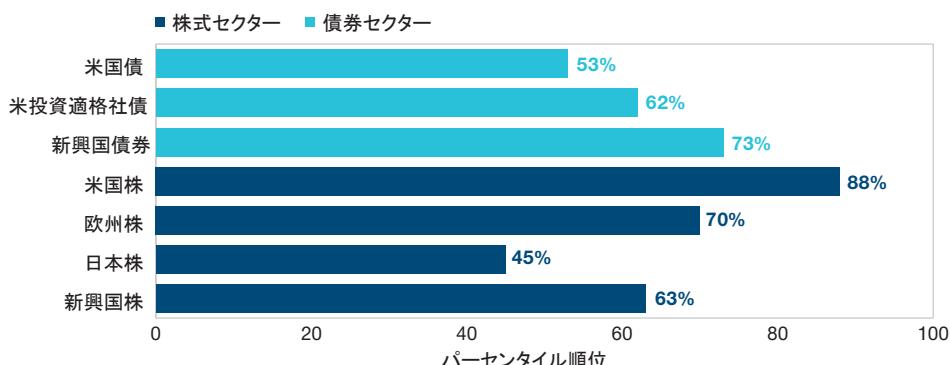
Sharpsによると、結局、S&P 500に代表される米大型株のバリュエーションは5月末時点では若干割高感があります。「今年度のPERは16~17倍と確かにピークからかなり下がり、過去の基準ではおそらく妥当な水準にあるが、非常に魅力的な水準とは程遠い」(Sharps)。

**図表 2: 収益モメンタムはピークを過ぎたかもしれないが、なお高い伸びをキープ**  
各地域のEPS、2008年12月31日～2018年5月31日\*



\*米国は S&P 500インデックス、他の国/地域はそれぞれ該当するMSCIインデックス。  
出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ

**図表 3: バリュエーションは大半の資産クラスにおいて割高**  
パーセンタイル順位 vs. 15年平均、2018年5月31日時点\*



\* 使用したインデックス上から順に、ブルームバーグ・バークレイズ米投資適格社債、ブルームバーグ・バークレイズ新興国米ドル・アグリゲート、S&P 500、MSCI 欧州、MSCI 日本、MSCI 新興国。米国債のバリュエーションは10年国債指標銘柄利回りに基づいています。米投資適格社債と新興国債券のバリュエーションはブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債、ブルームバーグ・バークレイズ新興国米ドル・アグリゲートのオプション調整後スプレッドに基づいています。米国、欧洲、日本、新興国株のバリュエーションはS&P 500、MSCI 欧州、MSCI 日本、MSCI 新興国の12ヶ月先予想PER、PBR、株価キャッシュフロー倍率の均等加重平均に基づいています。

出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ

比較的痛みを伴わずバリュエーション面の魅力が高まるのは、2018年後半と2019年にかけてEPSが株価以上のペースで引き続き上昇するケースであるとSharpsは指摘します。

ドイツなど欧州主要国や日本の国債利回りは量的緩和の影響で極端に低い水準にとどまっており、マイナスの場合もありますが、米国の投資適格社債やハイイールド債は米国債利回りの上昇により絶対ベースのバリュエーションが改善したとVaselkivは言います。しかし、

これらの債券は信用スプレッドが最近拡大したもの、過去の水準に比べると相対的に割高感があります。

長期投資家にとって絶対利回りがより重要なバリュエーション尺度かもしれない」とVaselkivは指摘します。「ハイイールド債は総合インデックスの利回りが6.5%まで上昇した。ハイイールド債市場に関する私の長年の研究では、絶対バリュエーションが7%の水準に接近し始めると、長期的にはかなりの好結果につながっている」(Vaselkiv)。

しかし、リターンの分散が大きく、株式の場合は少数銘柄が相場上昇を牽引する市場環境において広範なインデックスのバリュエーションが提供する情報がどこまで有効かは明確ではありません。Thomsonによると、これは特に日本に言えることで、日本株は長期平均に比べて全体に割安感がありますが、バリュー株には将来の見通しが比較的暗い企業が多く含まれます。

「同じようなパターンが新興国を含む世界の至る所で見られ、構造的変化の波に乗って成長している企業と、構造的変化の影響で苦戦を強いられている企業の間で二極化が鮮明になっている。総合インデックスのバリュエーションは従来より重要性が低下してきたようだ」(Thomson)。

#### 金利上昇とドル高が逆風

米国債利回りは2018年前半に好景気、低失業率、FRBの追加利上げ観測などから急上昇しました。それより重要なのはおそらく、米国債イールドカーブが引き続きフラット化したことです(図表4)。一方、欧州中央銀行(ECB)は年後半に量的緩和のテーパリング(段階的縮小)を開始すると広く予想されており(訳者注: ECBは6月14日の定例理事会で量的緩和の年内終了を決定)、その場合は欧州債利回りに上昇圧力がかかる可能性があります。

通常、利回り上昇とイールドカーブのフラット化は景気や株式リターンには逆風となりますが、Sharpsは年後半の米国株への影響は限定的と考えています。「利上げペースが予想より速い場合、市場はこれまで金利上昇にネガティブに反応してきたが、米10年国債利回りが4%か5%より低い水準にとどまる限り、力強い利益成長トレンドが金利上昇の影響を凌駕するだろう」(Sharps)。

**図表 4: 米金利は2018年序盤に大きく上昇**  
米国債利回り比較、2014年12月31日～2018年6月7日\*



\*利回りは米国債指標銘柄ベース。  
出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ

新興国市場は先進国市場よりもリスクにさらされており、こうした脆弱性はトルコ・リラ、アルゼンチン・ペソ、ブラジル・レアル、南アフリカ・ランドなど多くの新興国通貨が米ドルに対して弱いことが主因であるとThomson、Vaselkivともに指摘します。「ドルが上昇し始めると、新興国市場にとってはかなりネガティブな環境になる」(Vaselkiv)。

新興国が直面する主なリスクは、ドル建て債務と、債務を抱える国と企業の現地通貨建て収入との潜在的ミスマッチです。これは1990年代の債務危機の際に多くの新興国を苦しめたのと同じ問題です。多くの新興国では経済やバランスシートのファンダメンタルズはその後大きく改善しており、現地通貨建て債務の発行額が増えていますが、金融危機が伝播する可能性は否定できません。特に、慢性的な財政赤字や経常赤字の抑制にあまり進展が見られない国は要注意です。「これは今後6ヶ月の展開を注意深く見守る必要がある主なトレンドの一つである」(Vaselkiv)。

米国のタイトな労働需給や設備投資の拡大など、将来的なインフレ上昇を示唆する要因として注視すべき動きがいくつあるとSharpsは語ります。原油など商品価格からも目が離せません。これらは世界の需要の強さだけでなく、イランやベネズエラなどの産油国に対する米国の制裁の影響のような政治的要因にも影響される可能性があります。

今のところ、米国などの先進国債券、株式市場は比較的穏やかなインフレ環境の恩恵を引き続き受けています。これがFRBによる緩やかな引き締め路線の継続を可能にしており、イールドカーブの逆イールド化(長短金利の逆転)につながる突然もしくは大幅な利上げは回避されると思います。

「これまで、イールドカーブがフラット化しても必ずしも景気や金融資産にすぐ悪影響が出るわけではなかった。しかし、イールドカーブがひとたび逆イールド化すると、リスクが本当に高まるので、十分な警戒が必要になる」(Sharps)。

今のところ、米国などの先進国債券、株式市場は比較的穏やかなインフレ環境の恩恵を引き続き受けている。

## ポピュリズム時代の政府の政策

市場は、トランプ米政権の大型減税や規制緩和、仏大統領選での成長重視の改革派マクロン氏の当選など2017年の政策動向を概ね歓迎しました。しかし、今年は世界的なポピュリズムの流れ、特に保護主義的な通商政策に対する懸念が再び強まっています。

こうした懸念の多くはトランプ政権が震源地です。トランプ政権は鉄鋼、アルミ、そしておそらく自動車に対する関税を引き上げ、中国に対し米貿易黒字の大幅削減を求め、北米自由貿易協定(NAFTA)を巡る協議ではカナダとメキシコから譲歩を引き出そうとしています。

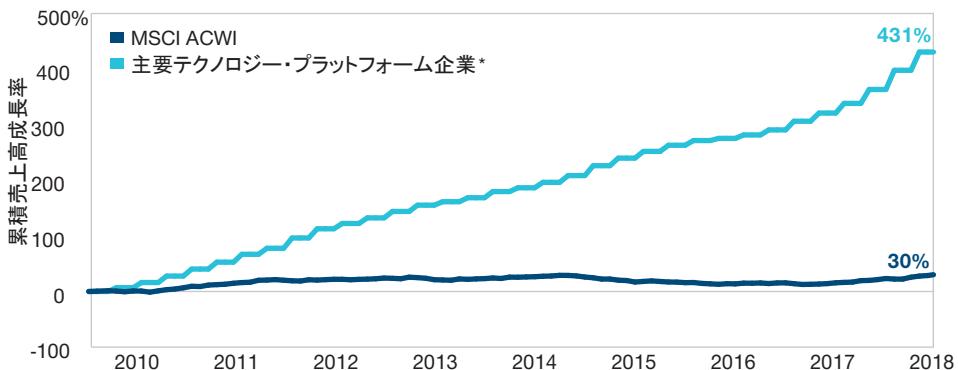
投資家の不安を増幅している他の材料には、ブレゲジット後の英国とEUの貿易関係作りが進まないこと、反緊縮財政のポピュリスト連立政権誕生後のイタリア政局の混乱、米政府が財政赤字の急増にもかかわらず社会保障費削減の検討さえ拒んでいることなどがあります。

こうした問題により大きな政策的ショックの短期リスクが高まり、1~3月期のボラティリティ急上昇につながったと Sharps は指摘します。世界の2大経済大国である米国と中国の間の貿易戦争の脅威は特に不安を誘うとVaselkivは言います。「すべての新興国が経済的に中国を中心回っていることを認識しなければならない。だから、両国の激しい対立は非常に深刻なリスクである」(Vaselkiv)。

政策関連のリスクオフにより年初急落したグローバル株式市場の回復を好業績が支える一方、米債券市場は足場がより脆弱になる可能性があるとVaselkivは警告します。米国債の最近の入れでは外国勢が需要の約半分を占めましたが、現在の金利差では中国や日本の投資家がドイツやフランスの国債を購入して自国通貨を米ドルにヘッジすることも可能であり、時には同じ年限の米国債より高い利回りを得られることがあります。

図表 5: テクノロジー・プラットフォーム企業が強気相場を牽引

累積売上高成長率、2009年12月31日～2018年5月31日



\*以下の企業全体の売上高成長率: Facebook, Alphabet, Amazon, Apple, Netflix, Microsoft, Baidu, Alibaba, Tencent.

出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ

「世界が現在の地政学的状況、特に何兆ドルもの赤字に対する信頼を失い始めると、興味深い動きが今後いくつか見られる可能性がある」(Vaselkiv)。

### テクノロジー・プラットフォーム企業が市場を牽引: 急成長がプライバシー問題を凌駕

今年前半もテクノロジー・セクターがグローバル株式市場を牽引し、リード役はネット検索、ソーシャル・メディア、クラウド・コンピューティング、動画配信などで圧倒的なプラットフォームを有する米国と中国の一握りの巨大企業に集中しています。これらの企業は売上高と利益が爆発的に伸びており、市場全体の伸びを大きく上回っています(図表5)。

絶対王者として市場に君臨するこれら「テクノロジーの巨人たち」は強力な規模の利益を活用して投資家に素晴らしいリターンを提供する一方、データのプライバシーや政治的操作を懸念する当局の関心も集めています。2018年初めにこうした懸念が浮上し、一部のアナリストは巨大プラットフォーム企業の株価が調整を迎えると予想しました。

しかし、今のところ政治的、規制的な反動のリスクは、これら巨大プラットフォーム企業の圧倒的な潜在成長力の前に

は小さく見えるとSharpsは言います。「政府の介入は、今後も注視したい中長期的なリスクである。しかし、それは本当にパワフルなファンダメンタルな強さのトレンドを大きく転換させるには至っていない」(Sharps)。

米国では、テクノロジー株の強さが現在の強気相場の大半を通じグロース運用スタイルの相対パフォーマンスを押し上げており、今年前半もこのトレンドが続きました。グロース株が年後半も市場をリードするかどうかは、景気、金利、エネルギー価格の見通しに大きく左右されるところだと言います。

エネルギー・セクターには原油高が追い風となる一方、バリュー株ユニバースで大きなウェイトを占める金融セクターも金利上昇に伴う利ザヤ改善の恩恵を受ける見込みです。一方、公益、通信、生活必需品など金利敏感のバリュー・セクターは引き続きアンダーパフォームする可能性があります。

米国以外の市場はバリュー投資家に魅力的な投資機会を提供するとVaselkivは考えています。これは特に新興国市場に言えることで、これらの市場では、国内市場で圧倒的な力を持ちながらも

マクロ経済状況の悪さから投資家に敬遠されている一部の大型株があります。「新興国では、大規模に事業を展開し、競争力も強いのに大変割安に放置されている一部の銘柄を買うことができる」(Vaselkiv)。

#### まとめ

Sharpsは今後の市場の方向性に関する質問に対し、以下のように答えました。

「ファンダメンタルな環境は良好だが、これ以上の改善は見込みづらい。リスクが高まっているので、ポートフォリオについては若干保守的なポジションが望ましいが、慎重過ぎるのもよくない。米景気の拡大がやがて終わり、景気後退や弱気相場がすぐ始まるとは考えていない。しかし、数年先まで考えた場合、今後のリターンは過去数年よりは低くなるだろう」(Sharps)。

**INVEST WITH CONFIDENCE®**

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.jp](http://troweprice.jp)

#### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・インターナショナル・リミテッドが情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライスジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライス・インターナショナル・リミテッドの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

投資一任契約は、値動きのある有価証券等(外貨建て資産には為替変動リスクもあります)を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.242%(消費税8%込み)の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

**ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社**

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2グランツキヨウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820(代表)

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会