



2018年 グローバル 市場環境見通し

変化を
見極める

2

グローバル経済
金融引き締めへの順応

5

グローバル 債券
新しい時代の始まり

8

グローバル株式
破壊的技術の促進

11

マルチ・アセット
リスクを考える

14

エマージング
見通しは明るいが脆弱

17

アジア株式
バリエーションは割安

20

米国株式
期待は控えめに

23

日本株式
再び輝きを取り戻す

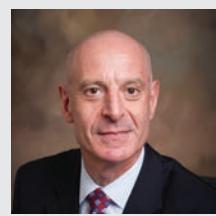
技術革新が進み市場は変革の波が押し寄せています。合わせて金融政策の見通しは不透明性が高く、サプライズに脆弱な市場も予測されます。市場の変動を乗り越え、投資機会を発掘していくにはアクティブ運用が鍵だと考えています。本資料はお客様が市場の変化を見極めるアイデアをご提供します。

広範な景気拡大が緩和縮小の影響を緩和

設備投資の回復がグローバル経済を下支え、この基調が2018年も続く



ニコライ・シュミット
PhD
インターナショナル・チーフ・エコノミスト



アラン・D.レベンゾン
PhD
米国チーフ・エコノミスト

世界経済は拡大基調が定着

ニコライ・シュミット PhD

2017年は主要国の経済成長がほぼ10年ぶりに同時に加速し、世界経済は拡大基調が定着しました。成長の高まりが最も顕著だったのはブラジル、メキシコ、ロシアなどのコモディティ輸出国ですが、日本や欧州主要国も景気が良く、最近の動きに比べると特に好調でした。2018年は成長が鈍化しそうですが、世界経済はその勢いを概ね持続すると思われます。

中国経済が予想以上に底堅かったことが2017年序盤の世界経済を支えましたが、ここ数ヶ月の好調さは主に設備投資の回復によるものです(2ページの図表1)。特に、エネルギーおよび金属関連の投資はエマージング市場の輸出国だけでなく、ドイツや米国などの先進国の景気も大きく押し上げる要因となりまし

「欧州の成長がより自律的なものとなり、不均衡による悪影響を受けにくくなつたことは特にポジティブな点です。」

—ニコライ・シュミット PhD,
インターナショナル・チーフ・エコノミスト

た。設備投資の拡大に伴って、世界貿易も加速しており、幅広い分野における改善を示唆しています。

不均衡が縮小し、自律成長へのお膳立てが整う

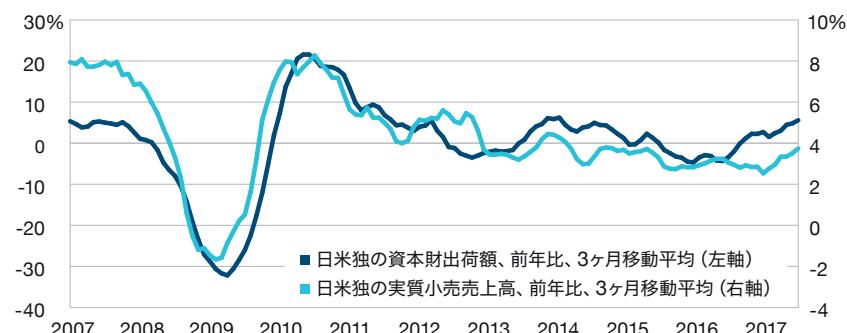
欧州の成長がより自律的なものとなり、不均衡による悪影響を受けにくくなつたことは特にポジティブな点です。失業率の低下と所得の増加に伴い、欧州の消費者は何年も我慢してきた需要を一気に発散し始めており、欧州大陸はまさに循環的な回復の序盤にあると言えます。欧州の個人消費は原油高の悪影響を受けやすい傾向がありますが、エネルギー価格を取り巻く環境は2010年代初頭に比べると引き続き落ち着いています。

日本では、アベノミクスが引き続き進展しているようです。失業率が23年ぶりの低水準となり、有効求人倍率も1974年以来の高水準に達するなど、労働力不足が顕在化しています。広範な賃金の伸びは依然緩やかですが、労働者はより給料の高い仕事に転職しており、これは特にパートタイマーの間で顕著です。

2018年の中国経済は減速が見込まれますが、中国政府は貿易相手国の景気に悪影響を及ぼさない程度の経済成長を維持できると思われます。習近平主席の「一強体制」が確立された中国では、政策の重点を経済成長から公害対策など国民生活の向上へとシフトしています。中国は「一路一帯」構想という

図表 1: 設備投資が世界経済の成長加速を後押し

最終需要: 小売売上高と設備投資の合計、2017年8月31日時点



出所: ハイバー・アナリティクス 分析はティー・ロウ・プライス

壮大な夢を追い求めながらも、「所得倍増」(2020年まで年率6.3%の伸び)という公約を達成するために必要であれば、政府が緩和策などの景気刺激措置を取りそうです。

中国政府はこれまで実体経済における信用の伸びを過度に抑制することなく、金融セクターの規制強化を見事に実現していますが、行き過ぎる可能性もあり、それが当社の見通しにおける主なリスクの一つです。習主席は二期目の任期が満了する2022年以降も続投する可能性が高いため、金融システムを強固かつ持続的な基盤の上に構築することを目指しています。

中央銀行の緩和解除で試練を迎えても、混乱は対処可能なレベルにとどまる見通し

より広範なレベルでは、世界の中央銀行が流動性の回収に着手したことから、2018年の金融市場は大きな試練に直面する可能性があります。これまでに利上げを開始したのは米国、英国、カナダだけですが、多くの中央銀行が金融緩和の縮小に乗り出すと思われます。

現時点では、欧州中央銀行(ECB)は2018年末までに資産購入を縮小し、2019年に利上げに踏み切ると思われます。日本銀行が量的緩和の解除にいつ着手するのかは依然不透明ですが、当社は緩和を来年縮小すると予想しています。日銀は比較的近い将来にデフレ脱却を宣言し、それに伴って上場投資信託(ETF)の買入額を減らすと思われます。また、日銀はイールドカーブ・コントロール政策の変更も発表すると思わ

「2018年序盤は名目賃金の緩やかな伸びと設備投資の回復を背景に年率2~2.25%の成長が予想されます。」

—アラン・D.レベンソン PhD,
米国チーフ・エコノミスト

れ、10年国債利回りの誘導目標を0%以上に引き上げ、イールドカーブの他のポイントについても目標を設定するでしょう。

中央銀行がこれまで拡大してきたバランスシートの縮小に着手しても、世界経済に強烈な逆風が吹くとは限りません。引き締めどころか、実際には規模こそ2017年の2兆ドルから5,000億ドルに縮小されるものの金融緩和が2018年いっぱい継続される可能性が高く、さらに、緩和の縮小は世界経済がよりバランスの取れた状況で行われます。ユーロ圏周縁国では財政改革が進み、エマージング市場では経常収支が改善する一方、信用の伸びは大きく鈍化しています。

米経済は完全雇用に到達 アラン・D.レベンソン PhD

2017年前半は比較的穏やかに推移した後、米経済は過去数年続いた緩やかな成長軌道に戻りつつあるようです。2018年序盤は名目賃金の緩やかな伸びと設備投資の回復を背景に年率2~2.25%の成長が予想されます。インフレについては2%前後の推移が見込まれ、米連邦準備理事会(FRB)は現行の緩やかな引き締め路線を継続するでしょう。

米国の7-9月期実質GDP成長率は前期比年率3.0%と4-6月期とほぼ同じペースとなり、8月、9月のハリケーンによる影響はほとんど見られませんでした。在庫積み増しと純輸出の増加が製造業や個人消費へのハリケーンの影響を相殺した格好となりました。自動車のディーラー在庫が解消されたにもかかわらず、在庫の積み増しが増えた点は特筆すべきことです。ハリケーン「ハービー」による洪水に見舞われた地域で、自動車の買い換えが進み、9月は小型乗用車販売が今サイクルの最高水準まで急増しました。一方、消費者が貯蓄を取り崩して新車を購入した結果、貯蓄率は今サイクル最低まで下がりました。貯蓄率が今後数ヶ月においてさらに低下する可能性は

低いと思われますが、個人消費はハリケーン関連の保険金支払いによってある程度下支えられる見込みです。

米失業率は1990年代末のボトムを下回る可能性も

雇用の伸びはハリケーンの影響で一時的に大きく乱れたましたが、労働市場全体への影響が長期化することはなさそうです。実際、失業率は2000年代の緩やかな景気拡大局面におけるボトムを下回る水準まで低下しています。雇用の伸びが鈍っても、米経済は完全雇用を上回る状態が続き、失業率は2018年末までに3.7%まで低下し、1990年代末の力強い景気拡大局面におけるボトムさえ下回ると予想しています。

それでも、労働需給のひっ迫によって名目賃金の伸びが大きく高まり、米経済が低インフレと緩やかな成長軌道から抜け出すまでには至らないと思います。生産性の伸びは依然として1990年代の水準を大きく下回っています。米経済は住宅セクター以外では総じて価格上昇圧力が弱く、耐久財部門は世界的な競争や自動化などによるデフレ圧力を受け続いている。この結果、今サイクルにおいてインフレ率がFRBの目標とするコア個人消費支出(PCE)価格指数で見た2%に到達するのはますます難しそうです(図表2)。実際、FRB幹部は最近、物価見通しを下方修正し、2%の目標到達時期を先送りしました。

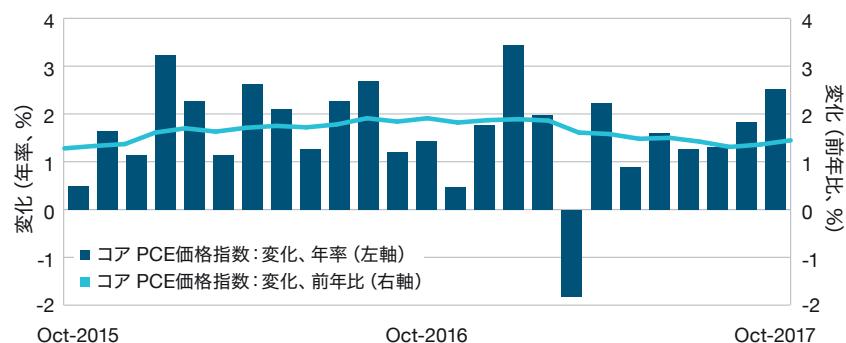
FRBの3番目の使命は低インフレ下での利上げ継続を示唆

インフレ率が引き続き予想を下回る場合、金融当局にとって市場との対話が一段と難しくなりそうですが、だからといってFRBが利上げをやめるとは思いません。そう考える理由の一つは、「物価の安定」と「雇用の最大化」という2大使命に次ぐ「長期金利を適度な水準に保つ」というFRBの3番目の使命の重要性を認識しているからです。FRB幹部は異常に低い長期金利が資産インフレを助長しており、それが持続できない

と金融市場の安定が脅かされる可能性を認識しています。このため、FRBは2%を下回るインフレ率を容認し、少なくとも失業率が安定するまでは政策金利を徐々に引き上げる可能性が高いと思われます。

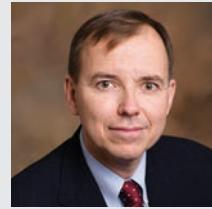
次期FRB議長にパウエル理事が指名されても金融政策に変更はないと思われますが、同氏がFRBを銀行規制に対するアプローチを調整する方向に導くかどうか今後注視していきます。新議長は小規模銀行に対する規制を緩和するかもしれません、当社は投資家がパウエル氏を全面的な規制緩和の支持者とみなすことには問題があると考えています。

図表 2: コア・インフレ率は1.5%前後で安定的に推移
コアPCE価格指数 2015年10月～2017年10月



債券は新たな時代に突入

不透明な金利引き上げペースと量的緩和政策の縮小は、
債券運用においてもグローバル分散投資が重要な鍵となる



マーク・ヴァセリキフ
債券部門
最高運用責任者

中央銀行が2008年の金融危機後に導入した量的緩和(QE)措置を解除する長いプロセスに乗り出し、一部の国では利上げも予想され、2018年は債券投資において新たな時代が始まると思われます。現在は先進国の国債利回りが非常に低く、信用スプレッドが小さい一方、世界経済は貿易面の不透明感に直面し、インフレが再び高まる可能性に加え、地政学リスクも多く存在しますが、こうした状況下で引き締め措置が実施されることになるでしょう。しかし、世界の多くの国では景気は引き続き堅調に推移すると予想されるため、一部のクレジット・セクターでは大きな投資機会が生まれると考えています。

こうした環境では、投資家は望ましいリスクやリターン目標を達成するため、債券市場全般に幅広く網を張り、ポートフォリオの分散を図る必要があるでしょう。それには、徹底したリサーチ、アクティブな銘柄選択、セクター・ローテーションに重点を置くことが求められます。

こうした環境では、投資家は望ましいリスクやリターン目標を達成するため、債券市場全般に幅広く網を張り、ポートフォリオの分散を図る必要があるでしょう。それには、徹底したリサーチ、アクティブな銘柄選択、セクター・ローテーションに重点を置くことが求められます。

中央銀行に注目が集まる

トランプ新大統領が公約したインフラ投資や減税、規制改革により米国の成長率やインフレ率が高まるとの期待が強まる中、2017年は幕を開けましたが、そうした期待が裏切られるまでに時間はかかりませんでした。トランプ政権の政策の実現が予想よりかなり難しいことが明らかになると、債券利回りは大統領選前の水準まで下がり、金利低下とドル安/ユーロ高が進みました。それ以降、米金利は若干上昇し、ドルも小幅に反発していますが、トランプ大統領が選挙公約をどの程度実現できるか不透明感が漂っています。

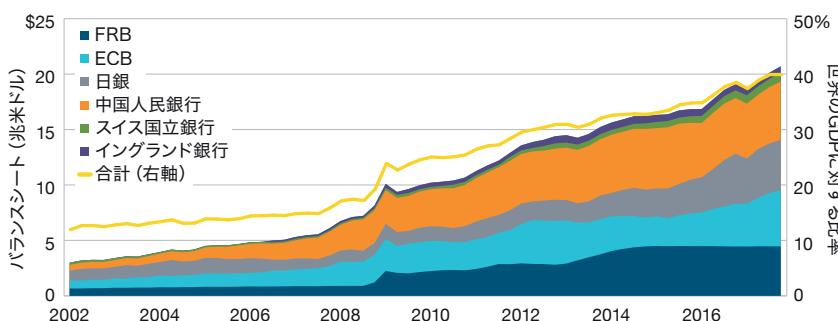
しかし、トランプ政権の政策の行方よりも2018年の市場に大きな影響を与えると思われるには、中央銀行による金融引き締めの度合いとスピードだと思います。中央銀行が10年近くにわたり未償有の金融緩和を続けた結果、その保有資産は2017年9月末時点で世界のGDP

の約40%に相当する規模に膨れ上がり、2008年の金融危機直前の20%から倍増しています(図表1)。中央銀行がバランスシート縮小の長いプロセスに着手したことから、この数字は再び低下するでしょうが、どの程度のスピードでそれが実施されるのか、またそれが市場に及ぼす影響についてははつきりしません。

一部の中央銀行は2018年も利上げを行うと予想され、市場が現在織り込んでいるより積極的な利上げも考えられます。米連邦準備理事会(FRB)は来年3度の利上げを行うことを示唆しており、実際そうなればFFレートは2.25%となります。長期金利が横ばいに推移すれば、米国債のイールドカーブはフラット化することになります。FRBがそれ以上の利上げを行うか、予想より速いスピードでバランスシートの縮小を進めようすれば、米国のイールドカーブが逆イールドになる事態さえあります。過去の経験則に基づくと、それは米国の景気見通しにはマイナス材料です。長期債の利回りが短期債を下回ると、新規融資を促す誘因が弱まり、経済にとって重要な資金源が枯渇する恐れが出てきます。しかし、FRBがもっと慎重にバランスシートの縮小を進めれば、まずまずの経済成長は達成可能だと思います。

図表 1: 中央銀行のサポートは縮小される見込み

中央銀行のバランスシートと対GDP比 (2017年9月30日時点)



出所: ハイバー・アナリティクス、ティー・ロウ・プライス
直近4四半期のGDP数値の移動累計に基づいて計算。

欧州は依然として信用サイクルにおいて米国よりも早い段階にあり、2018年も適度な経済成長が見込まれます。欧州中央銀行(ECB)は債券購入プログラムの縮小を来年開始する意向を示しましたが、2019年まで利上げには踏み切らないと思われます。ユーロ圏のイールドカーブもフラット化しそうですが、逆イールドになることはないでしょう。しかし、それ以外の国では利上げ観測が強まっており、イングランド銀行(BOE)がインフレ抑制のため従来予想されていたより早く行動を起こすとの観測が強まっているほか、カナダ銀行は積極的な利

上げサイクルに突入する可能性が高そうです。

1つの中央銀行による金融引き締めだけなら、さほど懸念は高まらないと思いますが、多くの中央銀行が同時に引き締めに動けば状況は一変するでしょう。現在は緩和的な金融政策や落ち着いた経済状況を反映して、先進国の国債利回りは引き続き過去最低に近く、信用スプレッドも狭い水準にあります。こうした環境で各国が一齊に金融引き締めに動けば、市場や経済が大きな混乱に陥る恐れがあります。ただ、中央銀行は慎重なアプローチを採用する可能性が高いため、今後かなりの期間にわたり流動性が潤沢な状態が続くと思われます。従って、大事な問題は、QEのフロー(マイナス材料)かQEの残存資産(引き続き非常に巨額)のどちらがより重要なファクターかという点です。市場がこの問題にどう答えるかが、2018年に再びボラティリティが高まるか、それとも安定が続くのかを決める重要な役割を果たすと思います。

貿易面の不透明感と 地政学リスクが経済成長の障害

貿易関係や中国経済に関する不透明感がさらなる試練となるでしょう。英国の欧州連合(EU)離脱交渉が失敗したり、トランプ米大統領が公約通り北米自由貿易協定(NAFTA)を廃止する場合、それに伴う貿易面の制約が世界経済に悪

影響を及ぼす可能性があります。10月に開かれた第19回共産党大会の後、中国政府は国有企业の改革や企業債務の削減に向けた取り組みを強化すると予想され、その影響で2018年の中国経済は鈍化する可能性があります。中国の成長率はまだ6%以上の水準を確保できると思いますが、成長率が下振れした場合は、世界第2位の経済規模を誇るだけに、大きな混乱が広がることも考えられます。

地政学リスクも引き続き存在します。米国と北朝鮮の間の緊張は緩まる気配が見られません。全面戦争は双方にとって犠牲が大きいため、起こらないと思いますが、米中間の外交的なにらみ合いが続く場合は潜在的な影響が懸念されます。また、オランダ、フランス、ドイツの国政選挙において反移民を掲げるボピュリズム政党が議席を大きく伸ばせず、欧州統合への脅威は後退しましたが、スペインのカタルーニャ独立問題や英国のEU離脱交渉、そして2018年5月までに行われるイタリア総選挙の結果次第では、市場のボラティリティが高まる可能性があります。

さらに、2018年は長年沈静してきたインフレが復活するかもしれません。より広範な経済環境は引き続き改善を示していますが、中央銀行が基調的なインフレのシグナルや圧力を読み間違える可能性もあります。

相関性が低いことの重要性

過去1年は悪材料が出ても大きな混乱は発生せず、市場が驚くほど安定していました。このため、ポートフォリオのリスクヘッジは実らず、慎重な行動をした投資家のリターンはその分悪化しました。前述のように、市場が2018年も平穏を保てるかどうかは、投資家が量的緩和の縮小開始にどのように反応するかにかかっています。1つのリスクイベントもしくはその組み合せによりボラティリティが急激に高まる可能性は十分あります。そのため、アンダーウエイト・ポジショ

リスクイベントが重なったり、場合によっては一つでも、市場のボラティリティは上昇する可能性があると考えています。よって、アンダーウエイトや比較的リスクの低い資産への投資を通じ、分散を徹底し、リスク・エクスポージャーを管理するといった、慎重なスタンスで臨むことが望ましいと考えます。

ンを取るか、ポートフォリオに米国国債のようなリスクフリー資産を加えることによって、リスク・エクスポージャーを管理することが賢明かもしれません。

また、ポートフォリオの分散も重要なポイントです。先進国の国債利回りは非常に低い一方、多くの新興国は金利サイクルの異なる段階にあり、国債も先進国より高い利回りを提供しています。ハイイールド社債やバンクローンは先進国の国債よりも潜在的なリターンが高く、デュレーションが短いものの、現在の環境では割安感はなく、株式との連動性が高いため、市場が調整に見舞われると、大きく下落する可能性があります。

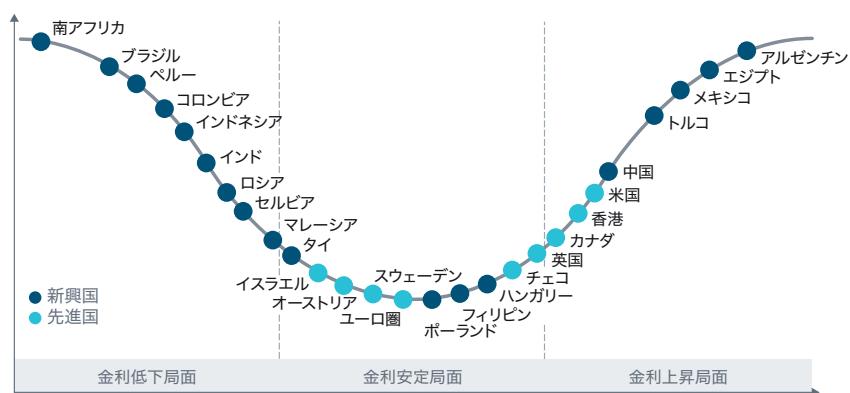
2018年はクレジット商品を片方に、(伝統的に株式との相関度が低い)資産担保証券や国債をもう片方に配する「バーベル戦略」が有効だと考えています。また、トルコや南アフリカとは対照的に、アルゼンチン、インド、インドネシアなどの構造改革が進んでいる国への投資も有望ではないかと思います。

より全体的には、2018年は市場のボラティリティが高まりそうな気配があるため、必要なら銘柄選択やセクター間のローテーションに対するアクティブなアプローチを採用する積極性が債券投資において奏功する可能性があります。

リスクイベントが重なったり、場合によっては一つでも、市場のボラティリティは上昇する可能性があると考えています。よって、アンダーウエイトや比較的リスクの低い資産への投資を通じ、分散を徹底し、リスク・エクspoージャーを管理するといった、慎重なスタンスで臨むことが望ましいと考えます。

図表2: 金利サイクルの概念図

2017年10月31日時点



出所: CRBレート、ティー・ロウ・プライス

サマリー

- 2018年は先進国の中央銀行による金融引き締めが本格的に始まり、10年近くに及んだ金融面からの景気刺激措置に終止符が打たれます。
- 金融引き締めは、低利回り、割高なバリュエーション、インフレの可能性、継続中の多くの地政学リスクという環境下で行われることになります。
- しかし、世界の多くの国では景気は引き続き堅調に推移すると予想されるため、一部のクレジット・セクターでは大きな投資機会が生まれると考えています。
- こうした環境では、ハイイールド資産と、株式との連動性が低い資産を組み合わせた「バーベル戦略」が有効だと考えています。

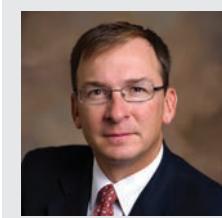
イノベーションによる 創造的破壊の影響を 受ける業界が拡大

技術のイノベーションと新しい
ビジネスモデルの躍進が一握りの
テクノロジー企業を後押しする

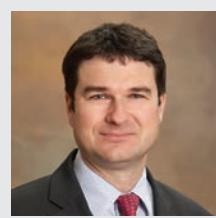
技術革新、消費者の好みの変化、ビジネスモデルの進化などパワフルな要因を背景とする「創造的破壊の力」がグローバル株式市場を席巻しており、2018年もこの流れがさらに加速すると思われます。こうした力は既存業界における勢力図を一変させると同時に、新たな商品やサービスに対する需要の急激な伸びに拍車を掛けています。

こうした変化の波は、eコマース、ソーシャル・メディア、モバイル機器、インターネット検索などの業界で支配的なテクノロジー・プラットフォームを確立した一握りの超大型企業に引き続き恩恵をもたらすでしょう。これらの企業は巨大なユーザー層、膨大なデータ処理能力、優秀な人材、豊富な資金力といった大きな優位性があるため、その圧倒的な

技術革新、消費者の好みの変化、ビジネスモデルの進化などパワフルな要因を背景とする「創造的破壊の力」がグローバル株式市場を席巻しており、2018年もこの流れがさらに加速すると思われます。



ロバート・W.シャープス
CFA
グループ
最高運用責任者



ジャスティン・トムソン
株式部門
最高運用責任者

規模の利益を生かし、ここまで巨大化しても前例のない成長ペースを持続することができます。

これらの企業の一部のバリュエーションについては、その潜在的な成長力を考えると、妥当と言えます。ただ、現在のキャッシュフロー創出力や収益力が高い企業と、その大半を本業に再投資している企業を区別する必要はあると思います。

2018年の注目すべき大きなトレンドは、以下の2つです。

■ 創造的破壊の領域の拡大: これまで創造的破壊は小売り、広告、家電の分野で最も顕著でしたが、最近は遺伝子マッピングの進歩が新薬の開発を促進したり、水平掘削技術が世界の石油価格を大きく押し下げています。電気自動車や自動運転などの技術は、運輸業界が急激な変化の次の舞台になる可能性を示唆しています。

■ 政治的態度の変化: テクノロジー分野の巨大企業は、それらが消費者に提供する選択肢、利便性、低価格などの恩恵に対して広く尊敬を集めてきました。しかし、最近はデータのプライバシー、セキュリティに関する懸念、最近の選挙におけるソーシャル・メディアの役割などが注目され、コーポレート・ガ

バナンスや、これらの企業がその巨大な経済力をどう行使するのか問題視されるようになり、これを受けて政府が規制を強化する可能性が出てきました。

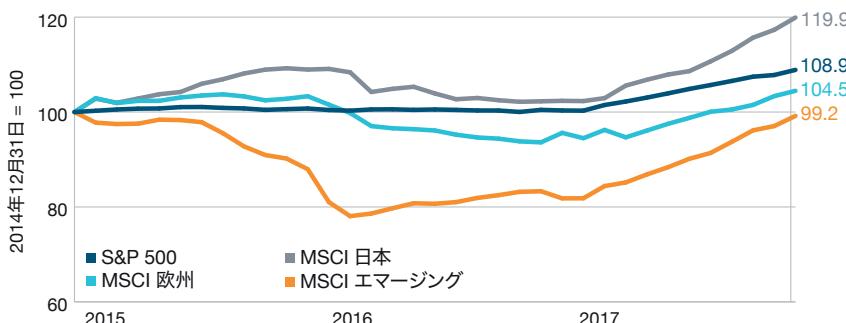
これらの勝ち組企業は、その強力なブランド力やあらゆる市場・地域を網羅する流通面の支配力を一層強めているため、既存ビジネスの成長とM&Aの両方を通じた利益成長の機会は引き続き豊富にあると思われます。しかし、2018年はこれらの企業に対する政治情勢にも注意する必要があるでしょう。

経済見通し

世界経済は2008-2009年の金融危機以降初めて同時拡大局面に入ったようです。力強い成長、潤沢な流動性、低インフレという好環境を背景に、グローバル株式市場のみならず、クレジット、通貨市場においてもボラティリティが長らく異例の低水準にとどっています。2018年もこうした穏やかな環境が続くかどうか予断を許しませんが、我々は足元のボラティリティが低いからといって、必ずしもそれが大きな調整の前兆とは考えていません。ティー・ロウ・プライスのリサーチは、ボラティリティの低い現在の状況がいずれ予想外に高まるか、予想外に低下する形で決着することを示唆しています。

図表 1: 世界同時好況が収益回復を後押し

EPS(現地通貨ベース)の推移、2017年10月31日時点



出所: ファクトセット、S&P、MSCI データの分析はティー・ロウ・プライス

MSCIは本資料に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指標や証券、金融商品の基準として更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。

また、バリュエーション指標は大半の先進国市場で長期平均を上回っていますが、それは必ずしもグローバル株式が過大評価されていることを意味しません。低金利と低インフレという状況を考慮すると、多くの市場において株式のリスク・プレミアムはまだ妥当な水準にあると思われます。

今後の重要なポイントは、力強い経済成長と労働需給のひつ迫が景気サイクル終盤に特有のインフレ圧力につながり、主要国の中銀が緩和措置のより積極的な解除に追い込まれるかどうかだと思います。現在、市場は米連邦準備理事会(FRB)が緩やかな引き締めを継続し、欧州中央銀行(ECB)は2018年に量的緩和の緩やかな縮小を開始すると想定しています。一方、日本銀行は量的緩和政策を堅持する姿勢を見せていました。こうした政策は株式には好ましいと思いますが、成長加速や労働需給の一段のひつ迫の可能性を踏まえ、インフレが予想外に高まるリスクにも留意しています。

収益見通し

2017年の株価上昇は、企業収益が2014年後半に始まった停滞局面から世界的に幅広く回復してきたことによる部分が大きいと思います(図表1)。欧州で

は、2012年以来初めて企業収益予想の上方修正が下方修正を上回りました。米企業の収益は勢いを増しており、日本企業も円が強含みに推移する逆風下でも全般に好決算を記録しています。

中国政府が不良債権処理に取り組んでおり、マネーや信用の供給が絞られたにもかかわらず、中国経済が2017年に予想以上に成長したことは多くの意味でサプライズでした。中国がけん引役としてアジア経済を引っ張っており、エマージング市場も企業収益がより広範に加速しました。

基本的に予測不可能な政治的、経済的なショックがないと仮定した場合、企業収益は2018年も世界的な回復が続くと思われますが、前年比では伸び悩みそうです。投資家が基調的な成長トレンドはポジティブであり、景気サイクルが引き続き成熟する中でも持続可能であると考える限り、市場は利益成長の鈍化を乗り切ることができると考えています。

米国の減税に関する議論

待望の税制改革法案がついに米議会を通過し、多くの多国籍企業は自社ビジネスへの影響を見極めようとしています。大型減税は企業の税引き後利益を押し上げるだけでなく、設備投資

や雇用を刺激し、収益の伸びに新たな追い風が吹く可能性があると考えています。

時価総額、スタイル、セクターのパフォーマンスという点では、多くのことが依然として米国の財政出動により世界経済がさらに加速するかどうかにかかっています。そうなれば、景気に敏感なバリューブラックが選好される「リフレ・トレード」が復活する可能性がある半面、不動産投資信託(REIT)、公益、生活必需品などの金利敏感セクターは苦戦しそうです。一方、景気の勢いが鈍化する場合は、長期的な成長を期待できるセキュリティ・グロース株が再び人気を集める可能性があります。

各地域の見通し

2017年1~10月はエマージング市場が全般にアウトパフォームする一方、米国以外の先進国市場(MSCI EAFE インデックス)が米ドルベースで米国株をアウトパフォームしました(図表2)。以下に、各地域の見通しについて簡単に触れます。

米国: 景気敏感銘柄は2017年の大半を通じてセキュリティ・グロース銘柄をアンダーパフォームしてきましたが、7~9月期は米国の財政出動への期待などからある程度持ち直しました。しかし、実効税率が最高と最低の企業の間のリターン格差が比較的狭いため、市場は法人税減税の可能性を完全には織り込んでいないかもしれません。

欧州: 金融、エネルギー、素材は主要欧州株インデックスに占めるウェートが高く、金利上昇、イールドカーブのステイプル化、コモディティ価格回復の長期化などはいずれも収益面の追い風となります。カタルーニャ州の独立問題はスペイン株のマイナス材料ですが、その余波で欧州株全体に対する信頼が揺らぐことはないと思います。

英国: 全般にポジティブな見通しの欧州とは対照的に、英国ではロンドン

の不動産市場など金融的なストレスの兆候が強まっています。ブレグジットに関する交渉に大きな進展が見られない期間が長くなるほど、雇用や設備投資の決定が先送りされる可能性が高く、景気後退のリスクが高まります。

■ **日本:** 日本株は歴史的に世界の景気サイクルに大変敏感です。日銀はイールドカーブ長期部分のコントロールに力を入れており、好調な外需と円安の組み合せが日本株には非常にポジティブな材料となる可能性があります。コーポレート・ガバナンス改革が進み、より株主重視の政策へ転換すれば、さらなる好材料となるでしょう。

■ **中国:** 我々は引き続き中国の情報技術(IT)大手に注目しています。中国では最近の株価パフォーマンスは米国市場以上にこれらのIT銘柄主導の展開となっています。しかし、国有企业の構造改革によって将来的には鉄鋼、石炭などの素材産業に投資機会が生まれる可能性があります。

■ **その他のエマージング市場:** ブラジルやロシアなどもたついていた国も最近は景気が安定しており、資産価格も良好なパフォーマンスを見せています。2017年の大きなネガティブ・サプライズはインドくらいで、同国は高額紙幣廃止に伴う一時的なショックに見舞われ、不良債権問題も重石となりました。不良債権問題処理に関する最近の動きはプラス材料となるでしょう。2018年に米ドルが上昇すると、トルコや一部の中東欧諸国は波乱に見舞われる可能性がありますが、こうした問題は幅広いシステム・リスクが生じるほど深刻化しないと考えています。

図表 2: 2017年はエマージング株式が最も好調で、米国は他の先進国市場をアンダーパフォーム

累積リターン(米ドルベース)、2016年12月31日～2017年10月31日



出所: MSCI

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

サマリー

- イノベーションなどがもたらす創造的破壊による変化は、引き続き一握りの超巨大企業に恩恵をもたらすでしょう。これらの銘柄は株価がこのところ大きく上昇しましたが、バリュエーションは依然として妥当な水準にあると思われます。
- 世界経済は2008–2009年の金融危機以降初めて同時拡大局面に入り、大半の市場において着実な利益成長の原動力となっています。
- 基本的に予測不可能な政治的、経済的なショックがないと仮定した場合、企業収益は2018年も世界的な回復が続くと思われますが、前年比では伸び悩みそうです。
- 2018年もボラティリティの低い状況が続くかどうか予断を許しませんが、我々は足元のボラティリティが低いからといって、必ずしもそれが大きな調整の前兆とは考えていません。

バリュエーションが高いため、ポートフォリオ・リスクに対して慎重なアプローチが望ましい

世界的な経済成長はリスク資産を後押ししているものの、バリュエーションが高水準にあるため、地政学リスク、予測を上回る中央銀行による金融引き締め政策などのサプライズに注意が必要

2018年も世界経済の幅広い回復がリスク資産を支えると思いますが、多くの主要市場において株式バリュエーションが比較的高いことや、信用スプレッドが狭いことから、市場が予想外の動きをした時にバリュエーション面のサポートが乏しい点が気になります。こうした環境では、株式市場のボラティリティが高まる時、債券はポートフォリオの中でその影響を相殺する役目を果たします。

株式はバリュエーションが高いため、向こう1年のリターンは主として収益の伸びに左右されると思います。世界経済や企業収益が現在の予想以上に伸びれば、株式は先進国、エマージング市場ともプラスのリターンを記録するでしょう。株式の支援材料としては、米国の大型減税が一段の増益につながる可能性、欧州や日本の景気が金融政策による後押しではなく持続的な内需回復によって主導される可能性などがあります。

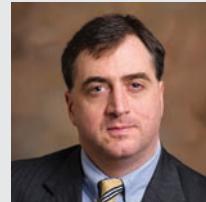
株式はバリュエーションが高いため、向こう1季のリターンは主として収益の伸びに左右されると思います。



セバスチャン・ペイジ
CFA
マルチアセット部門
責任者



デイビッド・ジル
CFA
株式および
マルチアセット部門



チャールズ・
シュライバー
CFA
ポートフォリオ・マネジャー、
マルチアセット部門

方、潜在的なリスクとしては、地政学または貿易面の緊張の高まり、金利とインフレが現在の低水準から上昇しそうになった時に中央銀行が政策判断を誤る可能性などが挙げられます。

どちらかと言えば債券を選好していますが、だからといってグローバル債券市場全体について強気見通しを描いているわけではありません。低い利回り、狭いスプレッド、米連邦準備理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)による緩和解除または縮小という状況では、債券の上値余地は乏しいと思われます。しかし、現在の株式のバリュエーションを踏まえ、これまでポートフォリオ全体のボラティリティを抑制してきた債券の役割に重点を置いています。

当社のマルチアセット・ポートフォリオは、様々な資産クラスへの幅広い分散の恩恵を享受すべく構築されます。従て、バリュエーションや景気・収益動向など様々なファクターを考慮し、6-18ヶ月の投資ホライズンにおいて相対的に魅力的と思われる市場セグメントをオーバーウェイトにする一方、魅力が乏しいと思われるセグメントをアンダーウェイトにします。

グローバル株式

先進国株式の中では、経済ファンダメンタルズの改善、政治リスクの低下、企業収益上振れの可能性などから、欧州株と日本株が米国株より魅力的と思われます。バリュエーション面でも欧州株は米国株よりやや割安です(図表1)。

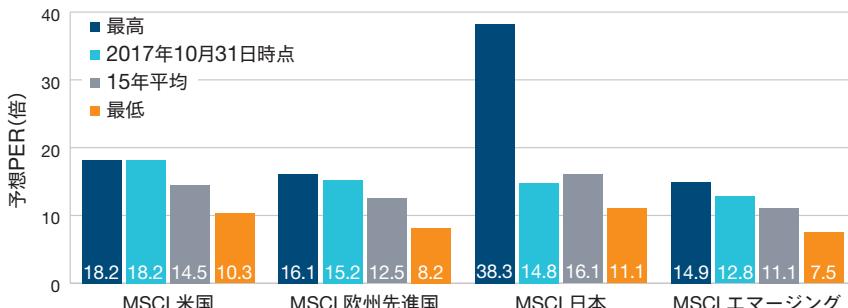
■ 欧州企業は利益率、収益ともに世界貿易との連動性が高く、最近の収益増加傾向は持続可能だと思います。ユーロ圏周縁国では銀行やその他金融機関の状況が改善しています。

■ 日本株は先進国の中でバリュエーションが最も魅力的なだけでなく、金融政策によるサポートがあり、世界貿易との連動性も高いのが特徴です。コーポレート・ガバナンスや株主還元も緩やかなペースながら改善しています。

■ 米国株は収益トレンドはポジティブですが、市場の期待が高いため、アップサイドのサプライズはあまり期待できません。バリュエーションは長期平均を上回っています。ドル安が米国に拠点を置く多国籍企業には追い風となっていましたが、今後はこの面からのサポートは弱まる可能性があります。

図表 1: 主要株式市場のバリュエーションは総じて長期平均を上回っている

12ヶ月先予想PER、2001年12月～2017年10月



出所: ファクトセット、ティー・ロウ・プライス

上記のチャートは説明のみが目的で、特定の証券のパフォーマンスを示すものではありません。MSCIは本資料に記載されたMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準として更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。

エマージング株式の見通しは先進国株式よりややバランスが取れています。収益の伸びが改善し、目先的には保護貿易の脅威も後退しました。エマージング株式のバリュエーションは長期平均を若干上回っていますが、先進国株式ほど割高感はありません。しかし、エネルギーなどのコモディティ価格が再び下落する可能性があることがダウントサイド・リスクです。

グロース株とバリュー株

米国では、2017年はグロース株が大変好調だった結果、グロース株はバリュー株に対する相対的な魅力が低下し、現在は長期平均に近い水準にあります。減税や規制緩和の可能性がバリュー株、特に金融株を支えるかもしれません。2017年に市場をリードした大型テクノロジー、一般消費財株は引き続き強力な長期の成長機会の恩恵を受けると思いますが、上昇局面で少数銘柄の影響力が強まっているため、集中リスクを考慮し、グロース株への配分を引き下げました。

米国以外の市場では、バリュエーション、持続的な経済成長見通し、金利上昇が欧州の銀行など景気敏感銘柄の

追い風となる可能性を考慮し、グロース株に対してバリュー株をさらにオーバーウェイトとしました。生活必需品など米国以外の多くのグロース・セクターはバリュエーションが長期平均を上回っています。

大型株と小型株

小型株は2017年に比較的高い絶対リターンを記録しましたが、大型株をアンダーパフォームし、米大型株に対する相対バリュエーションは長期平均に近づきました。法人税減税や米景気拡大ペースの加速は大企業より小規模企業に有利に働き、アップサイドをもたらす可能性があります。これらの企業は大企業より高い限界税率を適用され、米国内の需要への依存度が高いからです。ドル高の可能性も米国に本拠を置く多国籍企業には不利に働くでしょう。ただ、現在は低水準にあるボラティリティが上昇すると、小型株はアンダーパフォームする可能性があります。

また、欧州と日本の小型株は、まだ回復期序盤の内需への依存度が高く、中央銀行の緩和継続も追い風となり、米国の小型株より魅力的と思われます。

実物資産株式

実物資産株式はインフレが高いか上昇している時、特にインフレ率が予想外に高まる時に市場全体をアウトパフォームしてきました。このため、このセクターはポートフォリオにおいてインフレ・ヘッジの役割を果たします。しかし、インフレは現在の低水準から上昇するかもしれません、2018年に大きく加速するとは思えないため、実物資産株式を引き続きアンダーウェイトにしています。

世界のエネルギー価格は依然として米シェールオイル会社の慢性的な増産とコスト低下という逆風下にあるため、天然資源株に対しては警戒姿勢を継続しています。また、中国の投資や成長が基本的製造業から消費者志向のサービス業へ引き続きシフトしているため、工業用金属の需要も低迷すると考えています。

2018年は経済成長の加速が不動産株には追い風となる可能性がある半面、米不動産会社は金利上昇見通しに伴つてファンダメンタルズが減速しており、景気サイクルの終盤にあるようです。

債券

先進国の国債利回りは極端に低く、ECBや日銀、そして最近までイギリス銀行による量的緩和の継続によって抑制されています。ハイイールド社債は相対的に魅力的な利回りと短いデュレーションを提供していますが、信用スプレッドは過去の水準に比べてタイトです(図表2)。

先進国の投資適格社債に関しては現在、米国が他の地域より投資妙味があると考えています。米投資適格社債は相対的にバリュエーションが魅力的で、デュレーションが短いほか、2017年に低迷したドルが上昇に転じる場合は非米ドル建て債券のリターンは圧迫されるからです。

■ 米国債の利回りは他の先進国国債より魅力的であり、FRBは緩やかなペースで金融引き締めを行う見込みです。

■ 2018年はECBが量的緩和の縮小に着手するため、欧州の債券価格は下落リスクがあります。米金利の上昇がドルを支え、ユーロは目先的に下押し圧力を受ける可能性がありますが、中期的なファンダメンタルズからはユーロ高が見込まれます。

■ 日本では賃金の伸び悩み、低インフレ、少子高齢化などが長期債利回りを押し下げています。日銀がイールドカーブをコントロールしているため、円相場は他の主要中央銀行の政策や時折起きるリスク回避的行動に左右されそうです。

ハイイールド社債とバンクローン

ハイイールド社債はパフォーマンスが好調だった結果、バリュエーションが過去の平均より高くなり、米投資適格社債に対する相対的な魅力度が低下しました。経済状況は好ましく、デフォルト率は低い水準にありますが、現在の利回り水準からは一段の価格上昇は期待しづらいと思います。

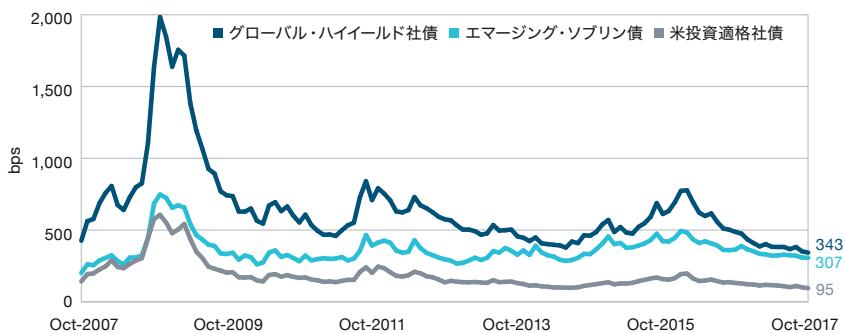
ハイイールド社債は投資適格社債よりエネルギー・セクターのウェイトが高いため、エネルギー価格再下落の可能性がダウンサイド・リスクです。さらに、投資家を保護する債券コバナンツ(財務制限条項)は新発債の方が弱い傾向があります。クレジット環境が一段と厳しくなると、現在の利回りではキャピタルロスに対するバッファーは限定的なものにとどまります。

エマージング債券

エマージング債券は2017年に好成績を残した結果、バリュエーション面の魅力が薄れ、米投資適格社債に対する魅力度はニュートラルになりました。

米ドル建てエマージング・ソブリン債の利回りは特に低いため、先進国的主要中央銀行が金融緩和を縮小する場合、逆風に直面する可能性があります。現

図表 2: 債券スプレッドは世界金融危機の前以来の水準まで縮小
米国債に対するオプション調整後スプレッド、2017年10月31日まで



出所: ブルームバーグ・パークレイズ、バンクオブアメリカ・メリルリンチ、JPモルガン

米投資適格社債 = ブルームバーグ・パークレイズ米投資適格社債インデックス、グローバル・ハイイールド社債 = バンクオブアメリカ・メリルリンチ・グローバル・ハイイールド・インデックス、エマージング投資適格ソブリン債 = JP モルガン・エマージング債券インデックス (EMBI) グローバル投資適格。

地通貨建てエマージング債券も2017年のパフォーマンスが良かったため、バリュエーション面の魅力は低下しましたが、エマージング市場の一部の国は通貨が引き続き割安で、中央銀行が低金利下でまだ金融を緩和している国もあるため、アクティブ・マネジャーにとっては超過収益を獲得できるチャンスがあると思います。

サマリー

- 2018年も世界経済の幅広い回復が企業収益を支えると思いますが、株式はバリュエーションが高いため、慎重姿勢で臨む方針です。
- 債券も割高感がありますが、地政学的イベントによる混乱が生じたり、景気が予想外に低迷する場合は、ポートフォリオにおいてリスク分散手段として重要な役割を果たす可能性があります。
- 先進国の国債利回りは低く、米国の投資適格社債やハイイールド社債のバリュエーションも過去の水準に比べて割高感があります。
- 大半のエマージング市場国は財政状況が2013年のバーナンキ・ショックの前より良好ですが、エマージング債券はバリュエーション面の魅力が以前より低下しています。

バリュエーションが 高まても引き続き 魅力的な投資機会がある

魅力的なバリュエーション、経済成長率の改善、
企業業績の改善が市場を後押し
保護的貿易政策やエネルギー価格の下落、
地政学リスクを注視

2017年はエマージング市場の株式や債券が好成績を記録しましたが、エマージング市場には引き続き魅力的な投資機会があると考えています。エマージング市場では主要国を中心に大胆な経済・政治改革が進み、多くの国が今日、格段に良好な状態にあります。巨額の経常収支赤字や実質利回りの低さなどかつての問題点が大幅に改善しています。

エマージング市場の株式、債券は今年、大変良好なパフォーマンスを残したため、バリュエーションはどちらも1年前ほど魅力的ではありませんが、過去の水準や先進国市場と比べると、まだ十分魅力的です。重要なことは、これらがエマージング市場の世界経済や全体の成長への寄与を反映していない点です。実際、先進国のイベントをきっかけに価格が下落する場合は、エマージング債券をより魅力的なバリュエーションで買える好機だと考えています。

エマージング市場の成長は 引き続き先進国を上回る見通し

大まかに言って、エマージング市場は2017年の経済成長率が先進国を上回っています。2018年はブラジル、ロシア、インドなどの景気が改善し、先進国との成長格差がさらに拡大する見通しです。

こうした良好な経済環境を支えに、企業収益は2017年に大きく回復した後も一層の拡大が見込まれます。しかも、多くの企業が引き続きコスト管理や利益率改善に取り組んでいます。重要なことは、利益率は大半のエマージング市場国において過去の平均を依然下回っているため、改善の余地が大きい点です。また、規律ある設備投資がキャッシュフローの力強い回復に寄与しており、それに伴って増配も期待できます。

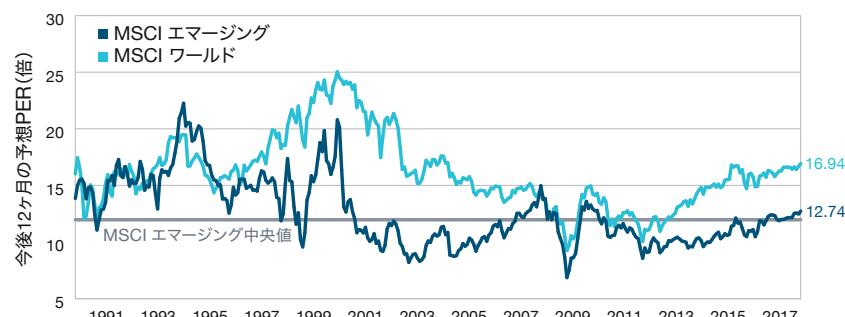
PERで見たエマージング株式のバリュエーションは1年前ほど割安ではありま

せんが、過去の水準や先進国株式と比べると、まだ十分魅力的です(図表1)。

アジア 諸国が改革をリード

改革の実行や、過去の金融危機において弱点だったファンダメンタルな不均衡の是正という点では、東南アジア諸国がリードしています。インドやインドネシアでは必要な改革が実施され、大きな進展が見られます。2017年はこれらの国へ予想以上に多くの資金が流入する一方、インフレは抑制された状態が続き、経常収支が改善した結果、エマージング市場全体のバランスシートが改

図表 1: エマージング株式はバリュエーションが依然魅力的
エマージング株式と先進国株式のPER比較、2017年10月31日時点



出所: MSCI、ファクトセット

MSCIは本資料に記載されたMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指標や証券、金融商品の基準として更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。



ゴンザロ・パンガロ
CFA
ポートフォリオ・マネジャー、
エマージング株式
運用戦略



サミー・B.ムアディ
CFA
ポートフォリオ・マネジャー、
エマージング社債
運用戦略

善しました。このため、これらの国は持続的な成長を達成できると思います（ページ15の図表2）。

北朝鮮を巡る地政学的緊張が依然としてリスクですが、中国の安定的な成長が他のエマージング市場国、特に中国のサプライチェーンと密接な関係にあるアジア諸国を支える主なファクターとなっています。中国は一部業界の過剰供給能力の是正や国有企業の本格的改革に取り組んでおり、国民生活の向上を重視し、過剰債務を削減しています。このため、景気が鈍化する可能性がありますが、ごくわずかな減速にとどまると思われます。さらに、膨張する債務に起因する中国金融セクターの不安定化に対する懸念も薄れています。

中南米の政治における広範なシフト

中南米は短中期的にはボラティリティの高い状態が続きそうですが、同地域の株式は昨年大きく上昇した後でも、長期的にはまだ魅力的な投資機会があります。中南米ではこれまで多くの国でポピュリズム政党が政権を握っていましたが、最近は市場重視型の政策を実施する政権が相次いで誕生しており、株式もこれを好感して大きく上昇しています。例えば、2015年に当選したアルゼンチンのマクリ大統領はすでに重要な改革において大きな前進を見せており、2019年の選挙でも再選が濃厚な状況です。

大まかに言って、エマージング市場は2017年の経済成長率が先進国を上回っています。2018年はブラジル、ロシア、インドなどの景気が改善し、先進国との成長格差がさらに拡大する見通しです。

図表 2: エマージング市場の経常収支は改善

アジア諸国の黒字がエマージング市場全体の経常収支改善に寄与、2017年6月30日時点



出所: 各国中央銀行、ハイバー・アナリティクス

*直近4四半期の移動平均

一方、メキシコについては、北米自由貿易協定（NAFTA）に関する米国との交渉、そして2018年の大統領選挙で左派のロペス・オブラドール候補が当選するリスクなどから、慎重な姿勢を継続しています。ブラジルでは汚職スキャンダルの影響で改革の勢いが衰えていますが、テメル政権は最終的に重要な構造改革をやり遂げられるとの楽観的な見方が強く、同国経済が過去100年で最悪と言われる不況から脱却する中、株価は大幅に上昇しました。

中東欧は改革への取り組み意欲が弱い

中東欧諸国は、大胆な改革への取り組み意欲や実行力という点で全般に他のエマージング諸国に後れを取っています。政府の改革意欲が特に弱いのはロシアとトルコですが、ロシアは今年、内需主導で景気が大きく拡大しました。ロシアはインフレが落ち込んでいるため、中央銀行が利下げを行う余地があり、これは今後の景気にはプラス材料であり、債券、株式ともに支えられる可能性があります。

エマージング市場にとっての主なリスクは外的要因が多い

エマージング市場ではかつて国内の政治・経済的な問題が株式や債券の急落の引き金となっていましたが、現在の主なリスクはほとんどが外的要因です。

先進国で予想外にタカ派的な金融政策が実施されると、ボラティリティが多少高まりそうですが、エマージング市場は、主として経常収支の改善やより慎重な財政政策により、金利が徐々に上昇する環境下でも安定を保てると思います。さらに、一部のエマージング市場国ではインフレ調整後の金利が依然として高く、必要であれば中央銀行が利下げを行う余地があります。

また、コモディティ価格が再び下落する場合、エマージング市場の株式や債券に下押し圧力がかかる可能性がありますが、エマージング市場は昔に比べてコモディティ輸入国とコモディティ輸出国のバランスが取れています。中国経済の急減速に対する懸念は後退してきましたが、金融システムの健全化に焦点を当てながら内需主導経済への移行を目指す同国の試みを引き続き注視していきたいと思います。

株式は徹底したファンダメンタル分析が不可欠

コモディティ価格が上昇し、世界貿易が好調で、中国が年10%以上の経済成長を記録していた時のエマージング株式は比較的足並みが揃っていましたが、今後は国や地域ごとの違いが以前よりも大きくなると思います。このことは、2018年は企業ファンダメンタルズの徹底した分析がかつてないほど重要になることを示唆しています。このように非常に多

様な市場において魅力的な投資機会を発掘し、投資するには、先を見越した行動が不可欠だと思います。

外部要因による調整は絶好の買い場

北朝鮮を巡る地政学的緊張の高まり、先進国の政局の不安定化、米国の保護主義的貿易政策などの外部要因によってエマージング債券が調整に見舞われる場合、有望なポジションを増やす好機だと考えています。2017年末の現時点で、一部エマージング市場国の通貨は米ドルに対して上昇しそうな気配があるため、米ドル建て債券より現地通貨建てエマージング債券の方が好ましいと考えています。

アクティブ運用によりフロンティア市場の投資機会を追求

我々は、主要エマージング市場国より各国固有の独自性が強いフロンティア市場国において投資機会を選別的に探しています。例えば、スリランカの現地通貨建て債券は世界屈指のインフレ調整後利回りを提供しています。しかも、同国は財政状況が改善し、国際通貨基金(IMF)から資金援助を獲得しているため、魅力的な投資先だと思います。

アルゼンチンは引き続き魅力的な投資先であり、マクリ大統領の改革を支持する最近の議会中間選挙の結果を受け、我々は同国の株式と債券をさらにオーバーウェイトにしました。標準的なエマージング市場のベンチマークに含まれないフロンティア市場のような国々に投資できることがアクティブ運用の重要なメリットだと考えています。

また、エマージング債券のアクティブ運用では、金融を緩和しているブラジルなどの国をオーバーウェイトにすることができ、国別配分を発行体の債券発行残高ではなく、ファンダメンタルズに基づ

いて行うことができます。株式では、パッジブ・ベンチマークをアウトパフォームする可能性を秘めた経営に定評のある企業にアクティブに投資しています。

サマリー

- エマージング株式のバリュエーションは1年前ほど割安ではありませんが、過去の水準や先進国株式と比べると、まだ十分魅力的です。
- エマージング債券は利回りが低下してきましたが、健全なファンダメンタルズや、過去のボラティリティに比べて魅力的な利回りを引き続き提供しています。
- 2018年のエマージング市場の外的リスクには、中国経済の急減速や朝鮮半島での紛争のほか、量的緩和の解除やコモディティ価格の下落などがあります。
- アクティブ運用によって、株式投資家はエマージング市場の魅力的な成長分野に焦点を当てることができ、債券投資家は自らのベンチマークに含まれない国の銘柄を保有できます。

主なリスク

エマージング市場の株式や債券に投資する場合、以下のリスクを伴います。外貨建て証券の売買は、投資対象の価値が為替レートの変動による影響を受けます。エマージング市場の株式や債券のリターンは、市場、政治、経済状況の変化のため、先進国の株式や債券より変動が大きくなる可能性があります。エマージング債券は格下げやデフォルトによる金融状況の変化の悪影響を受ける可能性があります。

世界経済の拡大や収益の改善傾向がアジア株を支える

企業業績は改善傾向が続いているため、経済状況は安定しているため、
アジア(除く日本)株式市場に対し引き続き樂観的
米国の金融引き締め政策によるアジア市場への影響は限定的



アン・リュー
ポートフォリオ・マネジャー、
アジア(除く日本)株式
運用戦略

アジア(除く日本)株市場は2017年後半に好成績を残し、先進国市場をアウトパフォームしました。企業の好業績と世界経済の加速が米連邦準備理事会(FRB)によるタカ派的な金融政策の影響を相殺しました。2018年もアジア株については収益サイクルの好転や地域経済の幅広い安定に支えられ、強気の見方を維持しています

一方、アジア株のバリュエーションは長期平均を依然下回っており、他の主要市場と比べて割安感があります(図表1)。アジア株には引き続き投資妙味があると思いますが、過度の樂観が見られる分野についてはリスクも認識しています。基本的に、アジア株市場は米国の金融引き締めの影響を乗り切ることができると考えています。

企業レベルでは近年、設備投資に厳しい規律が導入され、中国政府が創出するフリーキャッシュフローの水準が格段に高まりました。この点は引き続き投資家に過小評価されていると思われます。

中国の改革進展は中期的には好材料

今年の中国経済は好調な内需に支えられ、これまで予想以上に堅調に推移してきました。一方、グローバルな経済環境に適合すべく、老朽化した非効率な過剰生産能力を着実に削減した結果、サプライサイドで統廃合が進みました。これはポジティブな動きですが、政府が成長率より質を重視し、長期的により低い持続可能な成長へのソフトランディングを本気で目指しているのなら、さらなる構造改革が必要です。この点において、10月に開かれた5年に一度の中国共産党大会は特別重要な意味を持ちます。同大会では習近平総書記(国家主席)が「一強体制」を確立し、膨大な企業債務の是正などの広範な改革プログラムを実施できる足場が整いました。

国家指導者としての習氏のこれまでの実績からすると、同氏はその公約を果たせると思われます。習主席は就任早々、中国政界における汚職の根絶を宣言しました。この点ではまだ挑戦が続いているますが、共産党内、特に下級官僚の間にはびこっていた汚職の取り締まりにおいて明らかに大きく前進しています。このため、我々は同氏が再び公約を達成でき、国内で大胆な改革を推し進めることができると考えています。この政策は短期的に経済的苦痛を伴うかも

しませんが、その中長期的な恩恵はファンダメンタル的にポジティブであると思われます。

企業レベルの改善は過小評価されている

企業レベルでは近年、設備投資に厳しい規律が導入され、中国企業が創出するフリーキャッシュフローの水準が格段に高まりました。この点は引き続き投資家に過小評価されていると思われます。これらの企業の多くは常に膨大なキャッシュフローを創出してきましたが、必要もしくは規律のない設備投資によってその多くを浪費してきました。重要なことは、現は経営陣が設備投資抑制やコスト削減に本気で取り組んでいる点であり、そうして節約した資金を特別増配、自社株買い、債務返済などのより生産性の高い付加価値向上策に使っています。多くの投資家は引き続き中国企業を収益の点からしか見ていませんが、これでは中国企業の実力の一端しか知ることができません。フリーキャッシュフローの創出力やその使途も考慮すると、そのポテンシャルはより魅力的なものに見えてくるでしょう。

中国は所得の伸びが重要な役

重要なことは、共産党大会での習主席の演説において将来の経済成長につい

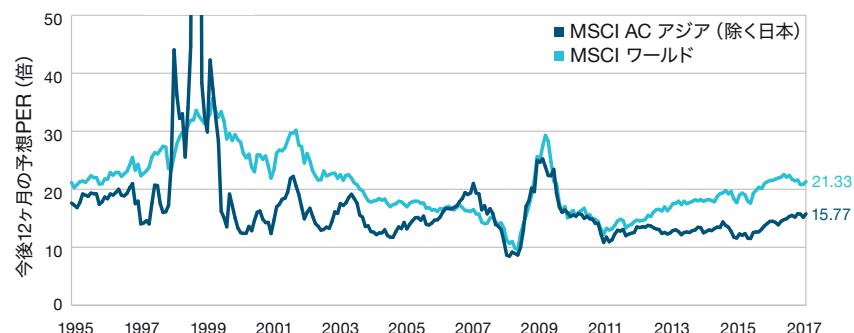
て具体的な数字が挙げられなかった点で、これまで世界中が注目してきた成長目標の公表を中国がやめるとの観測に信憑性を与えています。しかし、中国政府としては国家の最終的なGDPの数値は最も重要ではないかもしれません。中国の指導者にとってより重要なのは、おそらく中国の家計のGDP、すなわち個人所得ではないかと思います。中国の平均所得の伸びは世界トップではないにしても、アジアではトップクラスです。その背景には、中国が引き続き最低賃金を全国的に毎年7-8%と大きく引き上げていることがあります。このことが個人消費を刺激し、今後も中国経済の重要なけん引役を担うと思われます。

また、中国A株(人民元建て)が2018年6月から MSCI インデックスに組み入れられることも、グローバルな投資家の間での認知度を高めようとする中国には画期的な出来事です。当初はその影響も小さなものにとどまりそうですが、このような国際ベンチマークにおいて中国のウェイトが大きく高まる時代の始まりを示す可能性があります。ポートフォリオの観点から見ると、我々は MSCIインデックスへの組み入れが発表される前からすでに中国A株をある程度保有していますが、組み入れ額はここ1年で大きく増えています。我々は状

アジアにおいて有望と思われる長期的な成長テーマは、ハードウェア革命です。我々は、IoT(モノのインターネット)や先進運転支援システム(ADAS)などの新たなテクノロジーの恩恵を受けると思われる半導体、ワイヤレス・ネットワーキング、部品などの伝統的なテクノロジー企業に投資しています。

図表 1: アジア株のバリュエーションは依然として相対的に割安

2017年10月31日時点



出所: MSCI

MSCI は本資料に記載されたMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指標や証券、金融商品の基準として更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。

況に応じ中国A株に さらに投資するため、こうした流れは続いています。

多くの国で銘柄固有のアプローチを採用

インドでは、最近の経済指標が改善傾向を示しています。農村地帯において回復の兆しが見られ、消費関連企業の収益が伸びる可能性があるため、2018年についても楽観的な見方をしています。財政面から景気刺激策が実施された場合、個人消費、特に農村地帯の消費を押し上げる効果が期待されます。インド政府の改革は長期的にはファンダメンタル的にポジティブであると思いますが、商品やサービスへの消費税導入の結果、サプライチェーンに混乱が生じており、これが目的的には企業収益を圧迫する可能性があります。

我々は2017年前半に、特定の銘柄に対する文在寅政権下の政策的逆風の影響への懸念や、朝鮮半島での政治的緊張の高まりから、韓国株の組み入れ比率を下げました。最低賃金引き上げなどの文政権が採用した政策は、韓国企業のファンダメンタルズに大きな悪影響を及ぼしています。また、シンガポールについてはアンダーウェイトを継続しています。収益状況の改善が見られないマ

レーシアも引き続きアンダーウェイトとしています。マレーシアは景気の低迷や通貨安の中、難しい経済運営を迫られています。インドネシアは財政支出ペースの鈍化が景気に響く可能性があるため、2018年もアンダーウェイトを継続する方針です。これらの国への配分は、引き続き個別銘柄ベースの投資判断に基づいています。

ハードウェア革命が中心テーマ

一方、アジアにおいて有望と思われる長期的な成長テーマは、ハードウェア革命です。かつては高度な設計チームしか使えなかった3Dプリンターやレーザーカッターが消費財となりつつあるため、価格や性能の向上がこうした流れを主導しています。我々は、IoT(モノのインターネット)や先進運転支援システム(ADAS)などの新たなテクノロジーの恩恵を受けると思われる半導体、ワイヤレス・ネットワーキング、部品などの伝統的なテクノロジー企業に投資しています。

このように2018年のアジア株については全般にポジティブな見通しをしていますが、米金利の予想以上の上昇、朝鮮半島情勢の緊迫化、中国経済の予想外の変調、米国の貿易政策における予想

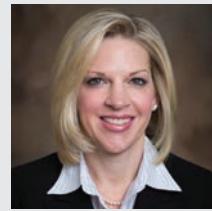
外の動きなどのリスクがあることを認識しています。しかし、世界経済の拡大継続や収益の改善傾向がアジア株を支えると考えており、特にバリュエーションが他の主要株式市場に比べて割安なことが支援材料になると思います。

サマリー

- 2018年もアジア株については収益サイクルの好転や地域経済の幅広い安定に支えられ、強気の見方を維持しています。また、アジア株市場は米国の金融引き締めの影響を乗り切ることができる考えています。
- アジア株のバリュエーションは長期平均を依然下回っており、他の主要市場と比べて割安感があります。アジア株には引き続き投資妙味があると思いますが、過度の楽観が見られる分野についてはリスクも認識しています
- 今年の中国経済は好調な内需に支えられ、これまで予想以上に堅調に推移してきました。企業レベルでは近年、設備投資に厳格な規律が導入され、中国企業が創出するフリーキャッシュフローの水準が格段に高まりました。
- インドでは、農村地帯において回復の兆しが見られ、消費関連企業の収益が伸びる可能性があるため、2018年についても楽観的な見方をしています。一方、韓国株については、特定の銘柄に対する文在寅政権下の政策的逆風の影響への懸念や、朝鮮半島での政治的緊張の高まりから、組み入れ比率を下げました。
- 2018年のアジア株については全般にポジティブな見通しをしていますが、米金利の予想以上の上昇、朝鮮半島情勢の緊迫化、中国経済の予想外の変調、米国の貿易政策における予想外の動きなどのリスクがあることを認識しています。
- しかし、世界経済の拡大継続や収益の改善傾向がアジア株を支えると考えており、特にバリュエーションが他の主要株式市場に比べて割安なことが支援材料になると思います。

長期上昇相場に対する期待は控えめに

バリュエーションは決して割安とは言えず、企業の利益率もピークを迎えたとみられるため2018年の米国株式市場に対し慎重であるべきものの、ポジティブな傾向もみられるため引き続き緩やかな上昇が期待できる



アン・M.ホルコム
CFA
ポートフォリオ・マネジャー、
米国ストラクチャード・
リサーチ株式運用戦略

世界金融危機の後に始まった米国株の上昇相場はこれまで、明らかに多くの投資家の期待を上回っています。株高を支えるファンダメンタルズは引き続き良好で、一段高が見込まれますが、今後はボラティリティが上昇する中でリターンが伸び悩む可能性が高いため、投資家は過度の期待を抱かない方がよいと思います。

ミシガン大学による最近の消費者調査では、今後の株価に対する期待が過去最高に達しており、期待が裏切られた場合の反動が懸念されます。確かに、こうした楽観見通しには正当な理由があります。全般的な経済環境は依然良好で、世界経済も改善しています。米経済の成長ペースは緩慢ですが、穏やかな拡大によって景気の寿命が延びることも考えられます。家計や企業のバランスシートと住宅市場は全般に健全で、足元のインフレは落ち着いており、設備投資も改善しています。

収益見通し

企業収益は2017年に持ち直し、アナリストのコンセンサス予想に基づくと、多くのセクター、特にテクノロジーとヘルスケアにおいて利益成長が今後数年続くと想定されています。しかし、市場の期待がかなり高いため、アップサイドのサ

プライズが起きるのは難しいと思われ、決算が市場予想に届かないリスクも高まっています。

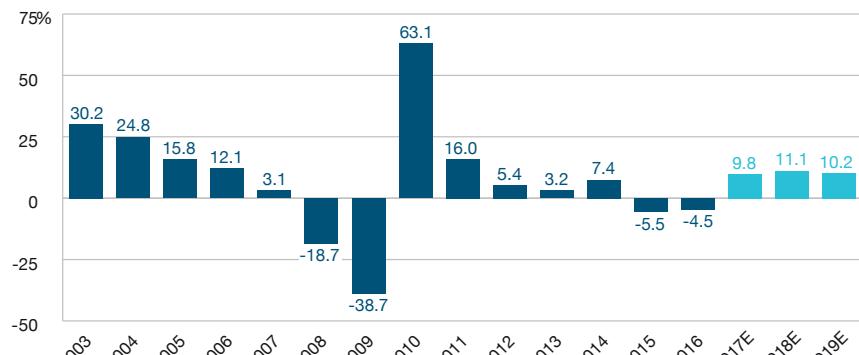
労働需給が一段とひっ迫すると、金利が上昇し、賃金の伸びが加速するため、利益率の低下が収益を圧迫する可能性があります。価格競争の激化や賃金上昇圧力の高まりに直面した場合、企業はここ数年コストを徹底的に削ってきたため、コスト削減により利益率を維持できる余地は乏しいかもしれません。また、一段のドル高が米国を拠点とする多国籍企業の収益を圧迫する可能性もあります。

今サイクルはこれまで売上拡大より利益率向上の方が利益成長に寄与しており、利益率はすでに過去のピークに近い水準にあります。このため、利益率の低下を相殺して、利益成長をけん引し、バリュエーションを維持するには、売上拡大が必要となるでしょう。

多くの投資家が大型減税は米企業の税引き後利益を押し上げると期待しており、これについては我々も同感です。法人税率の引き下げは特に、大企業より税率の高い国内志向の中小企業や、収益の大半を米国市場で稼ぐ他の企業に恩恵があると思います。

図表 1: 企業収益は2018-2019年も良好な見通し

S&P 500採用企業のEPS成長率、2017年10月31日時点



出所: ファクトセット、S&P

2017、2018、2019年はIBESの推定値。

金融政策

米連邦準備理事会(FRB)は2018年も利上げを継続する見込みですが、引き締めペースは十分緩やかと思われ、適度な経済成長が続く限り、株式市場に大きな混乱が生じることはないと考えています。

過去の動きを見ると、米10年国債利回りが5%より低い時は、金利上昇と株高が同時進行しています。重要なことは、金利上昇は景気改善のシグナルでもあるため、バリュエーションや企業収益を下支える点です。しかし、FRBが過度の引き締めに走ったり、市場とのコミュニケーションに失敗すると、ボラティリティが急上昇する可能性もあります。投資家は現在、FRB自身の予想より低いインフレ率と長期成長率を示す市場のコンセンサス予想を反映して、FRBの予想より少ない累積利上げ幅を想定しているようです。

中小企業にとって減税が追い風となるでしょうが、今サイクルは大企業より中小企業の方がレバレッジを拡大する傾向があるため、金利上昇が逆風となることも考えられます。米企業のレバレッジは幅広く拡大していますが、企業は平均するとバランスシートが引き続き健全で、潤沢な手元資金を抱えているため、設備投資やM&Aを増やしたり、株主還元を強化できる可能性があります。

セクター動向

リスクオフ局面突入の兆候はめったに事前には見られないため、予測が困難

株高を支えるファンダメンタルズは引き続き良好で、一段高が見込まれますが、今後はボラティリティが上昇する中でリターンが伸び悩む可能性が高いため、投資家は過度の期待を抱かない方がよいと思います。

ですが、現在は米国株のバリュエーションが高水準にあることなどから、より慎重な姿勢が望ましいと思います。多くのセクターはバリュエーションが長期レンジの上限に近く、特に金融、生活必需品、公益セクターではこの傾向が顕著です。2017年は10月まで情報技術とヘルスケア・セクターが市場全体をアウトパフォームしていますが、それらの相対的なバリュエーションは過去の平均を下回っています。両セクターともファンダメンタルズが良好で、2018年いっぱい好業績が続くと予想されています。

小型株はアンダーパフォームが続いた後、2017年は大型株に対する相対バリュエーションが過去平均並みで推移しています。フリーキャッシュフロー利回りなどの指標は、小型株にとってより好ましい環境となることを示唆しています。また、相対バリュエーションに基づくと、景気に敏感なバリュー株よりグロース株が引き続き有利と思われますが、一握りのテクノロジー株や消費関連株主導でグロース株がアウトパフォームした後、パフォーマンス格差は以前より縮まっています。

投資機会の発掘

市場のバリュエーションは長期レンジの上限近くにありますが、我々は銘柄選択に対してファンダメンタル分析に基づくボトムアップ・アプローチを取り、長期の投資ホライズンを想定しているため、2018年も市場をくまなく探して投資機会を発掘できると確信しています。現在注目しているのは、大きな変化が起きている業界や、株価が本源的価値を下回っている企業です。

一部のテクノロジー企業は、比較的低調な経済環境においても、人工知能やクラウド・コンピューティングなどのイノベーション分野での圧倒的なポジションを活かして、成長し続けることが可能だと思います。

ヘルスケア・セクターは、薬価引き下げに対する価値に基づくより思慮深いアプローチや、米食品医薬品局

(FDA)による新薬承認手続きの簡素化など、規制環境の改善を背景に今年反発しました。健全な新薬パイプラインを有するバイオテクノロジー企業がそれらの恩恵を受けるでしょう。

金融セクターは、金利上昇に加え、自社株買いや増配を通じた株主還元の自由裁量が増すことが追い風となる見込みです。

ダウンサイド・リスク

バリュエーションが若干割高なこと以外に、2018年に警戒すべきリスクには、予想以上の金利上昇、地政学的ショック、売上成長の鈍化を伴う利益率の低下、トランプ政権が税制改革や大型インフラ投資などの政策を実現できない可能性があります。保護主義的な貿易政策やヘルスケアに関する不透明感が続くこともリスク要因です。

一方、差し迫った景気後退、消費者信頼感の低下、借り入れコストの急上昇など、過去の弱気相場突入の遠因となつた状況はまだ見られません。しかし、市場がおそらく過度の楽観に傾く中、不確実性のレベルやボラティリティ上昇の可能性を考えると、投資家は期待をより現実的なレベルにとどめるべきだと思います。

結論

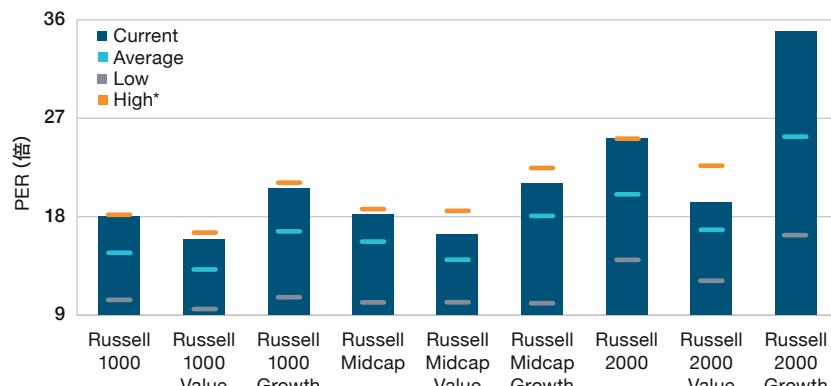
投資家は長期的な視点に立ち、利益やキャッシュフローの持続的成長が期待でき、バリュエーションも妥当な企業に注目すべきだと思います。クオリティや分散を重視することもリスク管理につながります。さらに、起こり得る政策変更の恩恵を受ける可能性がある企業に注目することも大切ですが、成長業界において株価が本源的価値を下回っている企業や、個々の市場においてシェアを拡大しそうな企業に投資することも有効だと思います。

全体的には、我々は大型株と小型株の両方について引き続き楽観的な見方をしていますが、バリュエーションがやや

割高なことや利益率が過去のピークに近いことを考えると、慎重な姿勢が望ましいと思います。上記のリスクが顕在化するようなら、長年続く上昇相場もその勢いを持続するのに苦労するかもしれません。しかし、年齢だけで強気相場の寿命が決まるわけではなく、2018年も景気が堅調に推移し、利益成長を持続できるなら、株価がさらに上昇しても不思議ではありません。

図表 2: バリュエーションは過去の水準に比べると若干割高

2017年10月時点



出所: ファクトセット、ラッセル、ティー・ロウ・プライス

PERはファクトセットの時価総額データに基づきます。

*小型グロース銘柄をカバーするラッセル2000グロース・インデックスのPERは過去15年の最高が75倍と、このチャートの目盛りを超えていたため表示できません。

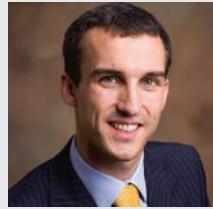
ラッセル・インデックスはラッセル・インベストメント・グループの所有であり、全ての権利はラッセル・インベストメント・グループに帰属します。Russell®はラッセル・インベストメント・グループの登録商標です。

サマリー

- 米国株は上昇相場が長く続いているが、バリュエーションが若干割高で、利益率も過去のピークに近いため、投資家は過度の期待を抱かない方がよいと思います。
- 一方、景気の堅調さや企業収益の拡大が続き、家計や企業のバランスシートが健全やことが下支えとなり、税制改革が実現すれば、株価がさらに上昇する可能性もあります。
- 今年はこれまでテクノロジーやヘルスケア・セクターがアウトパフォームしていますが、それらの相対バリュエーションはまだ妥当なレベルにあり、収益も力強い伸びが見込まれます。
- 投資家はいくつかのリスクに直面していますが、全体として我々は大型株と小型株の両方について引き続き楽観的な見方をしています。

日本企業は再び輝きを取り戻す

国内および海外の経済に下支えられ、
2018年の日本株市場に対し楽観的な見通し



アーシバルド・
シガネール
CFA
ポートフォリオ・マネジャー、
日本株式運用戦略

日本独自の好材料と世界的に良好な経済環境という組み合わせは、2018年の日本株について明るい見通しを示しています。中央銀行が金融緩和を継続していることに加え、政治や政策面でも不透明感が薄れていることが日本株に対する強気見通しを支えています。

日本独自の好材料と 世界的な好環境

日本の2017年4-6月期実質GDPは6四半期連続のプラス成長となり、過去10年余りの最長記録となりました。日本は失業率が過去最低の水準にあり、労働需給のひつ迫が賃金改善や消費拡大に波及し始めています。一方、日本の復活が最も象徴的なのは企業レベルにおいてであり、日本企業は直近四半期

において相次いで過去最高益を更新しています。

しかし、日本独自の好材料以外に、世界経済の状態も日本株の行方に大きな影響を及ぼします。この点に関して、我々は慎重ながら楽観的な見方を継続しており、基本的に世界経済が緩やかに改善する現在の状態が続くと考えています。世界経済のこうした好ましい状況は、日本企業が好業績を上げる上で今後も援軍となるでしょう。これは、2016年末の「トランプ・ラリー」でバリュー株が急騰する中、大きく出遅れた優良銘柄に特に当てはまると思います。

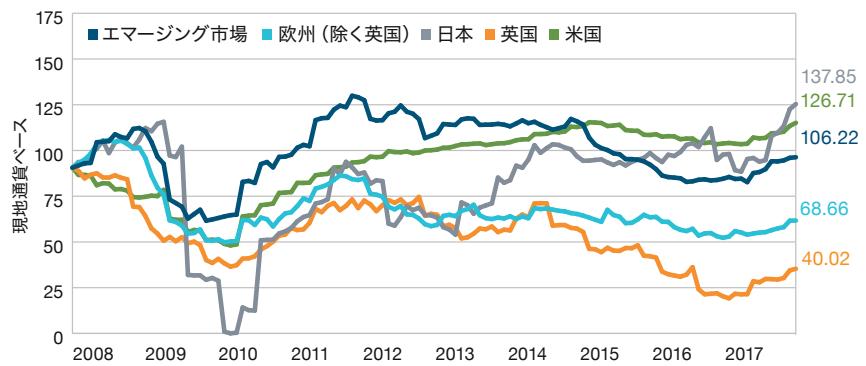
日本株は世界的に割安感が際立つ

2017年の日本株はかなり高い絶対リターンを記録していますが、バリュエーションはまだ長期平均を下回っており、他の主要市場と比べても割安感があります。例えば、TOPIX採用企業の株価収益率(PER)は14.7倍と、S&P500採用企業の19.2倍を大きく下回っています。これほど大きなバリュエーション・ギャップは、大半の主要市場ではここ数年、楽観見通しや投資資金の流入が株価を押し上げる大きな役割を果たし、投資家の再評価が株高の原動力だったことを如実に示しています。対照的に、日本

日本におけるコーポレート・ガバナンスの改善は、状況を一変させる可能性を秘めています。こうした努力はすでに株価の上昇という形で報われ始めていますが、ガバナンスの改善はまだ十分というには程遠い状況です。

図表 1: 日本企業は米企業をしのぐ好業績を実現

前回のサイクルのピーク(2007年10月)以降の各地域におけるEPSの推移、
2017年9月30日時点



過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所: ファクトセット

株の相対的に割安なバリュエーションは、これまでの株高は健全な企業収益が原動力であり、日本株が投資家にまだ十分再評価されていないことを示唆しています。投資家が日本企業の収益力や景気感応度の高さをより認識するようになれば、日本株がさらに見直される可能性があると思います。

株主を重視する企業が増え、日本株の魅力が高まる

日本企業のファンダメンタルズの強さこそが、年初来の好パフォーマンスの際立った特徴です。日本企業は2017年4-6月期の利益が最高水準に達し、過去10年の利益成長において米企業を追い越しました(図表1)。良好な企業ファンダメンタルズは日本株に投資機会があり、世界経済の好環境とコーポレート・ガバナンスの静かな改革が利益成長を支えていることを引き続き明確に示しています。実際、日本政府が企業セクターの改革を優先事項として掲げていることがこの点において重要なポイントになつており、その成果は企業収益の急回復という形で鮮明に現れています。

一方、多くの企業が株主への利益還元を改善することに一層力を入れ始めています。非効率もしくは怠惰な資本配分が長年、日本企業の問題点として指摘されてきましたが、最近は経営者の考え方方が変わりつつあり、特に若い経営者への世代交代が進む中で、この傾向は顕著です。配当も急激に増えており、債券から得られるインカムをはるかにしのぐ水準にあります。また、日本企業は膨大な手元資金を活用して、自

社株買いを急ピッチで増やしています。このように日本企業が株主資本利益率(ROE)の改善に注力していることは、株主にとって大変重要なことであり、日本株の魅力が格段に高まることになるでしょう。

改革の効果が現れているが、これからが本番

日本におけるコーポレート・ガバナンスの改善は、状況を一変させる可能性を秘めています。こうした努力はすでに株価の上昇という形で報われ始めていますが、ガバナンスの改善はまだ十分というには程遠い状況です。政府はアベノミクスの第3の矢の一環として広範な市場改革の実現に取り組んでおり、日本企業の効率性や透明性の向上を目指してコーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードなどの新たな基準を導入しました。企業の経営陣もこうした課題に自信を持って取り組んでおり、もっと株主を大切にしなければならないと考えるようになってきました。

従って、11月に第4次安倍政権が発足したことは、日本の見通しという点において極めて重要な意味を持ちます。与党が再び衆議院の3分の2の議席を確保した結果、安倍首相は成長・改革路線をさらに推し進めることができるようになりました。政権と政策に関するこ

した確実性と継続性は、持続的な成長軌道の確立と待望の改革実現を可能にするため、日本にとっては極めて重要です。衆院選での与党圧勝に対する市場の反応は、アベノミクスへの市場の絶大やサポートと、その成功への期待を如実に示しています。

全体的に見て、日本株には中期的に一段の上昇余地があると考えています。健全な企業収益、相対的に割安なバリュエーション、企業改革の継続など日本独自の好材料がこの見方を支えているほか、低成長・低インフレというグローバルな経済環境も特に日本には追い風となります。しかし、市場は日本独特的の形でサプライズや失望に反応するので、目的的には銘柄個別の動きに注目する必要があると思います。景気の波に左右されずに業績を持続的に改善できる企業に投資することが引き続き日本株投資に対する有効なアプローチであると考えています。

サマリー

- 日本独自の好材料と良好な世界経済は、2018年の日本株について明るい見通しを示しています。
- 世界経済については緩やかに改善する現在の状況が続くと予想しており、こうした景気サイクルの好条件は日本企業が好業績を上げる上で今後も援軍となるでしょう。
- 2017年の日本株はかなり高い絶対リターンを記録していますが、バリュエーションはまだ長期平均を下回っており、他の主要市場と比べても割安感があります。
- 日本企業のファンダメンタルズの強さこそが、年初来の好パフォーマンスの際立った特徴です。日本企業は2017年4-6月期の利益が最高水準に達し、過去10年の利益成長において米企業を追い越しました。
- 11月に第4次安倍政権が発足したことでもポジティブな材料です。政権と政策に関するこうした確実性と継続性は、持続的な成長軌道の確立と待望の改革実現を可能にするため、日本にとっては極めて重要です。

景気の波に左右されずに業績を持続的に改善できる企業に投資することが引き続き日本株投資に対する有効なアプローチである考えています。

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼いただける
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。

詳しくは
[troweprice.jpへ](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・インターナショナル・リミテッド東京支店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・インターナショナル・リミテッド 東京支店

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2 グラントウ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445号

加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会

2018
INVEST WITH CONFIDENCE