



2019年7月

グローバル・アセット・アロケーションの 視点と投資環境

GLOBAL ASSET ALLOCATION VIEWPOINTS AND INVESTMENT ENVIRONMENT



Thomas Poullaouec

マルチアセット・ソリューション
APAC責任者

1 市場テーマ 2019年6月30日時点

中央銀行に逆らうな？

米中貿易戦争の長期化に伴う不透明感の企業マインドへの悪影響が一段と鮮明になり、世界の製造業データは経済成長の見通しに依然として疑問を投げかけています。6月のグローバル製造業PMI（購買担当者景気指数）が好不況を判断する節目の50を割り込み、2016年2月以来の低水準になるなど、今年前半は経済指標の悪化が続いています。PMIは総合指数や新規受注指数がすべての地域で低下しており、幅広い分野で弱さが見られます。このように世界の経済環境が悪化している兆しが継続的に見られますが、マーケットは「いざとなったら、中央銀行が何とかしてくれる」と信じているようです。これまでのところ、利下げに前向きな中央銀行首脳の発言が市場を支えています。実際にそれが必要になった時、中央銀行は経済トレンドを反転させるのに十分な対応を取れるでしょうか？

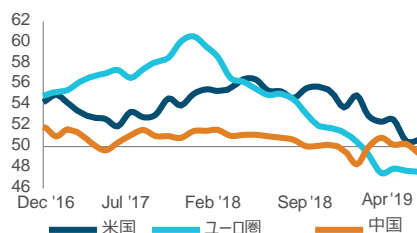
世界同時緩和

貿易面の不透明感が企業景況感や世界の設備投資に悪影響を及ぼし、マクロ的なリスクが依然下方に傾いているため、各国中央銀行による同時緩和の観測が広がっています。米連邦準備理事会（FRB）が早期利下げに前向きな姿勢に転じたのに続き、ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁の最近の発言を受けて「ユーロ圏でも追加緩和がある」との観測が強まったほか、オーストラリア準備銀行（RBA）は実際に利下げに踏み切りました。先進国中央銀行のハト派姿勢や、ドル高がピークアウトした兆しは、低インフレ下での利下げを援護射撃することになるので、これは新興国にとって朗報となる可能性があります。

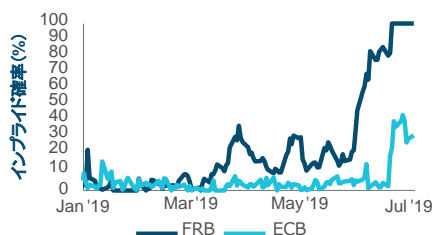
米中休戦でも実質的な進展なし

G20大阪サミットの際に開催された米中首脳会談に対する期待は高くありませんでしたが、両国間の緊張が数ヶ月高まった後だけに、米中の一時休戦はポジティブな展開です。しかし、それだけでこれから市場を支えるのに十分でしょうか？ FRBやECBのハト派発言を背景にリスク資産はすでに年初から大幅に上昇しており、とりわけ米国株は上半期としては1997年以来の高い上昇率を記録しました。しかし、金や国債などの安全資産の最近の強さはやや気掛かりです。一時休戦により貿易戦争のエスカレートは回避されましたが、知的財産などの重大な問題は依然解決されていません。市場は米中休戦を素直に好感しましたが、貿易戦争が終わることを示す明確な兆しは見られません。

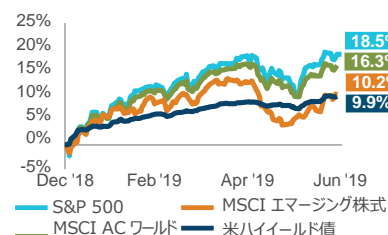
図表 1: 製造業 PMI
2016年12月31日 - 2019年6月30日



図表 2: 7月利下げに関する先物市場の予想
2018年12月31日 - 2019年6月30日



図表 3: 年初来トータルリターン
米ドルベース、2019年6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: EU, MSCI, スタンダード・アンド・プアーズ。金融データおよび分析の提供はファクトセット。
追加ディスクリージャー参照
ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス・データの出所: ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。許可を得て使用
再配布禁止。

2 各国・地域の経済環境

2019年6月30日時点

ポジティブ

米国

- FRBのハト派姿勢と物価安定
- 健全な個人消費、好調な雇用、賃金の改善
- 金利低下を受け、住宅部門が持ち直し
- 貿易戦争の激化一服
- 長期的優位性を有する企業（クラウド・コンピューティング、ネット通販など）の割合が他の国より多い

ネガティブ

- 2020年の大統領選挙
- 大型減税効果の剥落に伴う成長鈍化
- 目先の収益期待が低下
- 設備投資の鈍化と企業景況感の悪化
- 景気サイクル終盤の懸念：労働需給の逼迫、賃金の上昇、利益率の頭打ち
- 高水準の企業および政府債務

欧州

- 金融政策が引き続き非常に緩和的
- 中国の景気対策の間接的な恩恵を受ける
- 景気改善の兆しが見られる
- 配当利回りが依然として高い

- ユーロ圏経済は低迷
- ECBの対応余地は限られる
- 輸出は弱く、貿易問題や中国経済の行方に左右される
- 銀行セクターは厳しい状況が続いている
- 欧州議会選挙で欧州連合（EU）懐疑派が勢力を伸ばし、今後の議会運営が難しくなる

中国

- 景気対策の効果はまだ見られない。最近のデータはまちまちだが、成長軌道の底入れを宣言するのは早すぎる
- 金融政策は慎重な対応と言えるが、中小企業や銀行向けなど特定の問題を抱えている分野に対処するため、新たな予防的措置が講じられる可能性がある
- 人民元安が目先の景気を下支える見込みで、1ドル＝7元の太台を切ると、特にその効果が大きい

- 米中貿易交渉を巡る不透明感が大きなリスク。設備投資、サプライチェーン、貿易活動への影響は完全に評価するのが難しい
- 米国に対する強硬な政治スタンスは中期的に好ましくない結果を招く恐れがある
- 食品やコモディティ価格の上昇によるインフレ・リスクが一段の利回り上昇を招き、景気対策の効果を損ないかねない

日本

- 景気失速により景気や企業業績に対する期待が大きく低下し、ポジティブ・サプライズが生じる可能性も
- 最近のデータは成長鈍化が底入れした可能性を示唆
- 日本株は割安感が強い。一方、自社株買いや自己資本利益率（ROE）を通じたガバナンス改善、スタートアップ企業の増加などは引き続き過小評価されている

- 企業業績は世界経済の動向に非常に敏感で、世界経済は現在せいぜい潜在成長率を下回る水準で安定している程度
- 日本は世界的な金融緩和トレンドから取り残されている。日銀は超緩和政策にコミットしているが、追加緩和の余地は小さい
- 日本円はバリュエーションの安さ、不安定なリスク・センチメント、対米金利差縮小などから上昇する可能性が高い。109円を超える円高・ドル安は業績に対する懸念を高める

オーストラリア

- 景気は底堅さを見せており、企業景況感は安定し、住宅関連の下振れリスクも後退してきた
- RBAは予想通り最初の利下げに踏み切った。インフレ非加速的失業率（NAIRU）にはっきり関心が集まっているため、さらなる利下げが予想される
- 豪ドルは過去に比べて割安な水準にあり、これが外需主導セクターを下支えている

- 最近の堅調な株価は潜在成長率より低い経済成長と違和感があり、RBAや先の総選挙で勝利した政権に対する過度な期待を反映している可能性がある
- 世界経済が減速し、特定分野の供給障害も着実に解消されているため、コモディティ価格は頭打ちになりそうだ
- 豪ドルは対米金利差の縮小から目先反発することも考えられるが、中期的には弱含み可能性がある

新興国

- インフレ沈静とFRBのハト派転換により新興国の中央銀行に金融を緩和できる柔軟性が生まれた
- 中国の景気対策の恩恵を受ける
- 株式のバリュエーションは先進国より魅力的
- テクノロジー・セクターの重要性が高まり、コモディティ・サイクルの影響を受けにくくなった

- 輸出主導の経済は貿易摩擦激化による悪影響を受けやすい
- トルコ、アルゼンチン、ブラジルなどの主要新興国は不安定な状態が続く可能性がある
- 中国経済の長期成長軌道は依然逆風
- 中国の景気対策はより慎重なもので、国内に重点

		▼ または ▲ 前月からの変化				
		アダーウェイト ニュートラル オーバーウェイト				
資産クラス	変更					
	株式		■			これらの見解は、向こう6～18ヶ月における資産クラスおよびサブクラスの相対的な魅力度を主観的に評価したものです。
	債券				■	バリュエーションは平均より高く、リスクが高まっている。株式は政治的不透明感のさなる高まりや景気悪化の影響を受けやすい。
地域	キャッシュ				■	世界経済が減速する中、利回りが低下。信用ファンダメンタルズはなお良好で、株式市場の乱高下に対するバッファーを提供。
	米国株式		■			米国の利回りは先進国の中で最も魅力的だが、FRBの利下げが予想されるため、ピークを過ぎたかもしれない。
	グローバル（除く米国）株式				■	利益成長が鈍化し、バリュエーションは割高な水準にある。米株式市場は世界経済減速の影響を他の市場より受けにくい。
スタイル	欧州株式			■		世界経済の減速や貿易摩擦への懸念が強い中、バリュエーションは過去の水準に比べて魅力的。
	日本株式			■		輸出、銀行システム、政治リスクなどへの懸念が強い中、成長見通しが弱まっている。
	新興国株式				■	コーポレート・ガバナンスや金融政策のトレンドが下支え材料。輸出依存度の高さや円高が潜在的な逆風。
時価総額	米国グロース株式				■	世界貿易や収益悪化への懸念が強まる中、バリュエーションは魅力的。中国の景気対策やFRBのハト派姿勢強化が下支え材料となる見込み。
	米国バリュー株式		■			低成長環境ではセキュア・グロース銘柄は持続性の高い成長を提供するが、テクノロジー企業はサプライチェーン混乱のリスクがあり、規制強化への懸念が強まっている。
	グローバル（除く米国）グロース株式				■	バリュエーションは妥当な水準にあるが、景気が鈍化し、イールドカーブがフラットな状態にある中、手掛かり材料に乏しい。
インフラ敏感セクター	グローバル（除く米国）バリュー株式		■			質の高いグロース銘柄は世界経済減速の影響を受けにくい、バリュエーションは過去の水準に比べて割高感がある。
	米国大型株式		■			低金利環境や成長見通しの悪化により、循環的な方向性や金融銘柄の多さがマイナス材料となっている。
	米国小型株式				■	収益環境の悪化や世界貿易との連動性がリスクであり、バリュエーションは過去の平均を上回る傾向にある。
インフラ敏感セクター	グローバル（除く米国）大型株式			■		バリュエーションはやや魅力的だが、景気の循環的逆風、レバレッジの高さ、賃金上昇圧力などがリスク。
	グローバル（除く米国）小型株式			■		世界貿易の強さに依存。上値余地は中国の景気対策の効果次第。
	実物資産株式	■				バリュエーションは妥当な水準にあるが、国内景気の悪化や政治的不透明感が主要国の景況感を圧迫している。
債券	米国投資適格社債		■			世界経済の成長見通しの低下がコモディティを圧迫する可能性がある。米REITは健全なファンダメンタルズや低金利がサポート材料。
	先進国（除く米国）投資適格社債（ヘッジ付き）			■		成長が続いてもインフレの上振れ余地は限定的なため、利回りは依然低い。投資適格社債のスプレッドは過去の水準に比べるとまだ狭い。
	インフレ連動債			■		米国と海外の短期金利差が大きく、米ドルベースのヘッジ後利回りはより魅力的になったが、デレレーションは引き続き長い。
債券	グローバルハイイールド社債				■	足元のインフレ期待は低いが、FRBがハト派姿勢を強めているため、徐々に高まる可能性がある。
	変動金利バンクロン			■		デフォルト率は当面低位にとどまる見通しで、利回りのキャリーが魅力的だが、信用サイクル終盤にあることがリスク。
	ドル建て新興国ソブリン債				■	利回り水準は魅力的だが、FRBの利下げ観測が強まってきため、ローン金利の引き上げは期待しづらい。
債券	現地通貨で新興国債券				■	利回りは魅力的だが、一部の主要新興国における政治的不透明感が引き続き強い逆風となっている。
					■	新興国通貨はバリュエーションが依然魅力的だが、当面はボラティリティが高止まりする可能性が高い。

追加ディスクロージャー

当資料内の数値は、四捨五入の関係で合計と一致しない場合があります。

特に記載がない限り、全てのマーケットデータの出所はファクトセットです。金融データ及び分析の提供はファクトセット。Copyright 2019 FactSet. All Rights Reserved.

MSCIデータの出所：MSCI 及びその関連会社、並びに第三者ソース及びプロバイダー（総称してMSCI）は当資料掲載のいかなるMSCIデータについても明示的または黙示的に保証、表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCI データの再配布または他のインデックス、証券、金融商品の基礎としての使用は認められません。当資料はMSCI によって承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCI データや分析は将来のパフォーマンス分析、予測、予想を表示もしくは保証するものではありません。MSCI データはいずれも投資助言または投資決定の推奨を意図したのではなく、それに頼ることは許されません。

Copyright © 2019, S&P Global Market Intelligence (及びその関連会社), S&P Global Market Intelligence (S&P) からの書面による事前の承認がない限りS&P 500インデックスの転載は認められません。S&P、その関連会社及びサプライヤーは当資料掲載の情報の正確性、妥当性、完全性、入手可能性を保証するものではなく、情報の使用によって得られた結果及びその理由に関わらず、情報の誤り、脱落に対する責任を負いません。S&P、その関連会社及びサプライヤーは、S&Pの情報に関連した損害、費用、法的費用、損失（遺失利益、遺失収益、機会費用を含む）に対する責任を負いません。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社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。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。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、10%への変更後は1.265%）の逓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 グラントウキョウサウスタワー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