



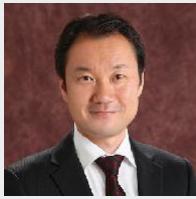
2019年10月



Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューション
APAC責任者



Wenting Shen
マルチ・アセット・ソリューション
ストラテジスト



瀧川一
マルチ・アセット・ソリューション
ストラテジスト

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

1 市場テーマ 2019年9月30日時点

イージー・マネー再び

貿易摩擦の激化や地政学的な不確実性が経済成長を圧迫する中、今年は金融政策が劇的にハト派に転換しています。これまで21の中央銀行が本格的な緩和モードに転じており、世界経済の安定化や景気後退懸念の軽減につながると見られています。しかし、金融政策は異例の出発点にあります。過去10年にわたり世界中で景気を刺激すべく前代未聞の金融緩和が実施された結果、金利は既に歴史的な低水準にあり、その一方でインフレは相変わらず低位にとどまっているため、金融緩和の効果を疑問視する声も聞かれます。各国中銀は追加利下げを行う用意があると引き続き強調していますが、政策対応は抑制されており、これまでのところ総じて後手に回っているため、貿易交渉がマクロ見通しを左右する状況となっています。

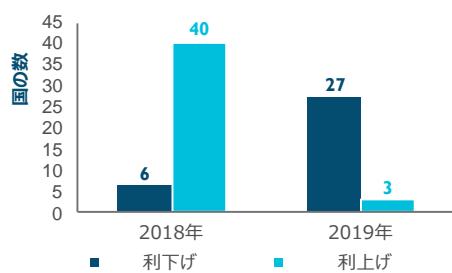
株式市場のリード役交代は本物か？

8月末から9月初めにかけて、株式市場ではモメンタム主導のグロース株から景気敏感のバリュー株への急激なローテーションが起こりました。世界的に低成長が続く中、景気敏感株が投資家にずっと敬遠される一方、ディフェンシブなグロース株が株価上昇をリードしてきましたので、これは市場の牽引役の大逆転でした。債券市場も転換の兆しを見せ、金利は低下トレンドが反転し、8月の急激な低下の大半を取り戻しました。これは大きく高まったグロース株のバリュエーションや、金利を過去最低の水準まで押し下げた過度に悲観的なセンチメントの巻き戻しなのでしょうか？それとも、市場は景気が利益成長と景気敏感株の復活を持続させるのに十分なほど持ち直すと本気で信じているのでしょうか？

ユーロ圏経済は要警戒レベル

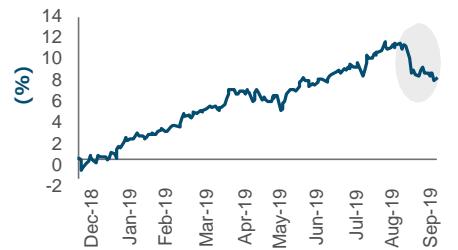
ユーロ圏ではサービス業の景況感が依然底堅く推移する一方、製造業の景況感は約7年ぶりの低水準に落ち込んでいます。景況感の悪化はユーロ圏最大の経済大国であるドイツの弱さが主因であり、欧州は景気後退に向かっているとの懸念が強まっています。英国の欧州連合(EU)離脱を巡る不透明感、米中貿易摩擦、自動車業界の問題がすべてユーロ圏経済の重石となっています。金融政策担当者は既に景気下支えに前向きな姿勢を示しており、緊縮財政が数年続けられてきた欧州では財政出動を期待される国が増えています。問題は依然として、政策担当者が過去10年で3度目のユーロ圏の景気後退を阻止できるほど十分に景気を下支えられるかということです。

図表 1: 中央銀行の行動の比較
2019年9月30日時点



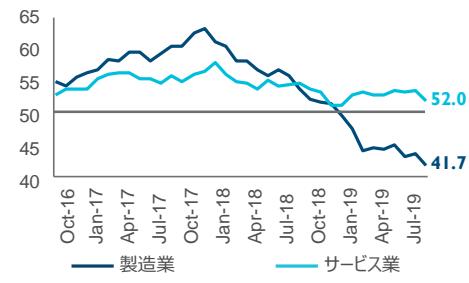
過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。
再配布禁止。

図表 2: MSCI ACWI インデックス・グロース
のバリューに対するパフォーマンス
2018年12月31日- 2019年9月30日



出所: 金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2019
FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

図表 3: ドイツのPMI
2016年9月30日- 2019年9月30日



米国

ポジティブ

- 米連邦準備理事会 (FRB) の金融緩和と物価安定
- 健全な個人消費、好調な雇用、賃金の改善
- 金利低下が住宅部門を下支え
- 貿易戦争の激化懸念一服
- 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

- 政治的不透明感
- 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、企業利益率に下押し圧力
- 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
- ヨーロッパのサービス業はなお底堅い
- 配当利回りが依然として高い

- 景気が低迷しており、特に製造業の弱さが目立つ
- 欧州中央銀行 (ECB) の景気刺激余地は限られる
- 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
- 英国のEU離脱を巡る不透明感が景況感を圧迫している

中国

- 経済データが追加的な政策サポートの余地を与えており、たとえそれが慎重かつターゲットを絞ったものであっても目先的に追加の景気刺激策が打ち出される可能性が高まっている
- 市場の見方が一方向に傾いていないため、人民元は引き続きレンジ内で推移する可能性が高い。人民元がこの水準だと、輸出主導型の中国経済は一息つける見通し
- 企業収益が改善しているほか、コーポレート・ガバナンスは正しい方向に向かっており、バリュエーションは引き続き魅力的。こうした要因はいずれも中期的に中国株を支える見込み。

- 信用の伸びが勢いを失う一方、債務圧縮の動きが続いているため、意図された景気刺激効果が弱まっている
- 現在の景気対策の目標は景気を従来の成長軌道に戻すことよりもむしろ、景気の下降トレンドに歯止めを掛けることだ
- 貿易摩擦に伴う不透明感が市場心理を圧迫しているため、アジア資産の反発は限定的
- 人民元安を受け、デフォルトが既に高水準にあるタイミングで、対外債務の返済に対する懸念が浮上してきた

日本

- 低調な外需を尻目に内需は好調を保っている。小売売上高、賃金上昇、サービス業PMIはいずれもポジティブな材料
- 日銀は政策余地が限られているとしても、世界的な金融緩和の流れに追随するとの見方が強まっている
- 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

- 消費税引き上げをきっかけとするリスク資産の急落に伴う円高が日本株にとって引き続き最大のリスク
- 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。円高は将来の業績に対する懸念を高める
- 製造業や輸出のデータを見ると、景気の勢いは依然として弱い

オーストラリア

- 景気は底堅さを見せており、企業景況感、消費者信頼感は安定し、住宅関連の指標は回復している
- 低インフレ、労働市場の余力、世界的な金融緩和トレンドが続いているため、オーストラリア準備銀行 (RBA) は緩和サイクルを続けることができる。財政刺激策も景気を支える見通し
- 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している
- 低金利環境では高配当株に対する需要が続く見通し

- RBAや新政権に対する楽観的な見通しはすでに株価に織り込まれている
- 低調なグローバル貿易統計が引き続き収益を圧迫しているが、政策サポートがあるため、テール・リスクは比較的低い。収益見通しに基づくと、バリュエーションは割高感がある
- 豪ドルは魅力的なバリュエーションや対米金利差の縮小から反発する可能性がある

新興国

- インフレ沈静（しかしながら上昇傾向）やFRBのハト派姿勢強化により新興国の中銀に金融を緩和できる柔軟性が生まれた
- 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ている
- 中国の景気対策の恩恵を受ける

- 輸出主導の経済は貿易摩擦激化の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には依然逆風が吹いている
- 中国の景気対策はより慎重なもので、国内に重点

資産クラス	変更	ニュートラル			▼ または ▲ 前月からの変化
		アンダーウェイト	ニュートラル	オーバーウェイト	
		株式	債券	キャッシュ	
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。					
株式		■			バリュエーションは平均より高く上値余地は限定的で、リスクが依然高い。世界経済は脆弱で、政治的不透明感のさらなる高まりの影響を受けやすい。
債券			■		景気懸念、貿易を巡る不透明感、低インフレを背景に利回りが低下し、バリュエーションが拡大。信用スプレッドは狭いが、ファンダメンタルズは良好。
キャッシュ			■		米国の利回りは先進国の中で最も魅力的だが、FRBが利下げに踏み切り、ピークを過ぎた。
地域					
米国株式		■			利益率の低下で収益の伸びは弱く、バリュエーションは平均より高い。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。
グローバル（除く米国）株式			■		中央銀行が下支え役。製造業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。
欧州株式			■		輸出、銀行システム、政治リスク高まりなどへの懸念が強い中、成長見通しが弱まっている。金融・財政刺激策が下支えする可能性
日本株式			■		金融政策と財政政策が下支え。輸出依存度の高さと円高が潜在的な逆風。
新興国株式			■		中国の景気対策、FRBのハト派姿勢強化、通貨安が下支え材料だが、貿易摩擦の激化や業績悪化の影響を受けやすい。
スタイル					
米国グロース株式			■		セキュラー・グロース銘柄はマクロ環境の影響を受けにくい。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。
米国バリュー株式		■			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。
グローバル（除く米国）グロース株式			■		ディフェンシブなセクターやクオリティの高い企業が多い。バリュエーションは過去の水準に比べて割高感がある。
グローバル（除く米国）バリュー株式	▲	■			マクロ環境の悪化で、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。割安なバリュエーションが極端に見え始めてきた。
時価総額					
米国大型株式		■			ドル高が逆風となり、収益見通しはパッとしない。バリュエーションは過去の平均を上回る傾向にある。
米国小型株式			■		バリュエーションは魅力的で、低金利の恩恵を受けている。レバレッジの高さや賃金上昇圧力がリスク。
グローバル（除く米国）大型株式			■		中央銀行が下支え役。中国の景気対策の恩恵を受ける可能性があるが、世界貿易悪化の影響を受けやすい。
グローバル（除く米国）小型株式			■		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。
インフレ敏感セクター					
実物資産株式	■				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金利低下がサポート材料。
米国投資適格社債	■				インフレが限定的なため、利回りは低下。投資適格社債のスプレッドは過去の水準に比べて依然狭い。
先進国（除く米国）投資適格社債（ヘッジ付き）		■			中央銀行が下支え役。米ドルベースのヘッジ後利回りは魅力的だが、デュレーションは引き続き長い。
インフレ連動債		■			インフレ期待は低いが、各国中央銀行の金融緩和を受け高まっている。
グローバルハイイールド社債			■		デフォルト率は当面低位にどまる見通しで、利回りのキャリーが魅力的だが、信用サイクルの終盤にあることがリスク。
変動金利バンクローン	▲		■		短期的な景気後退リスクは低く、利回り水準は魅力的だが、FRBが利下げに踏み切ったことで金利の引き上げは期待しづらく、流動性が懸念材料。
ドル建て新興国ソブリン債			■		利回りは魅力的で、中央銀行のスタンスは支援材料だが、一部の主要新興国におけるリスクや政治不安の伝播がなお懸念される。
現地通貨で新興国債券			■		新興国通貨はバリュエーションが依然魅力的だが、貿易摩擦やドル高継続により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

本レポートに記載されている数字は四捨五入のため合計が一致しない場合があります。

出所：特段指摘がない限り、すべての市場データはファクトセットから入手。金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2019 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

MSCIデータの出所：MSCIとその関連会社、第三者ソース及びプロバイダー（MSCIと総称）は当資料に記載されるMSCIデータについて明示または默示を問わず保証もしくは表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCIデータは再配布、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により承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCIのデータや分析は将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆もしくは保証するものとみなしてはなりません。MSCIデータは投資決定を行う（または決定を回避する）ための投資の助言や推奨を目的としたものではなく、そのようなものとして頼ってはいけません。

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はありません。また、当社ファン等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものではありません。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1.265%（消費税10%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