



2018年10月



Thomas Poullaouec

マルチアセット・ソリューション  
APAC責任者

## 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

2018年9月30日時点

#### 米国(株式市場)の一人勝ち

米国株式市場は他市場を大きく上回るパフォーマンスを記録しており、年初来のアウトパフォーム幅は13%近くに達します。ドル高が米国以外の市場には逆風となる一方、新興国各国の固有リスクの高まりとそれに関連した通貨安もリターンを圧迫しています。新興国不安は貿易や金融面のつながりがある一部先進国にも波及しています。そして、貿易戦争に勝者ないかもしれませんのが、投資家は貿易に関するネガティブなニュースに対して米国にとって「悪影響は比較的少ない」という受け止め方をしています。貿易戦争の行方は依然として不透明ですが、米国の好調な経済指標と20%を上回る企業の利益成長がこれまで米国株を押し上げる推進力となっています。しかし、経済成長率と利益成長率の格差は縮小し始める可能性があります。

#### 債券に対して過度に弱気になると時期尚早?

米10年国債利回りは5四半期連続の上昇と2013年以降で最長となっています。同利回りは年初来で0.65%以上も上昇し、10年近く続いた水準から上放れそうな状況です。貿易面の緊張が高まり、労働需給が引き継まる中、インフレ期待がじわじわと高まっていますが、最近の金利急上昇は大部分が、米年金基金にとって税制上の優遇措置が失効したことによる一時的なものかもしれません。供給の増加に加え、米連邦準備理事会(FRB)、米年金基金、海外機関投資家など米国債の大口の買い手からの需要減退が米国債利回りに上昇圧力をかける可能性がありますが、減税など財政政策の景気刺激効果が一巡すると、米景気は潜在成長率を上回る現在のペースから鈍化する可能性があるため、米10年国債利回りが過去10年の水準から大きく離れる可能性は低そうです。

#### 新興国株式: リスクは織り込まれたのか?

貿易摩擦の激化、米金利の上昇、ドル高を受け、世界同時成長の恩恵を昨年最も受けた新興国株式市場が大きく下落しています。MSCI 新興国株式インデックスは過去6ヶ月、S&P 500を米ドルベースで20%近くアンダーパフォームしており、バリュエーションも下がっています。新興国のマクロ・ファンダメンタルズは2013年のバーナンキ・ショック以降、総じて改善しており、経常収支も全体的に良好ですが、世界経済が減速し、流動性がタイトになっており、ドル高がドル建て債務の多い新興国には逆風となっています。新興国株式はバリュエーションが米国に比べて30%ディスカウントの水準にあり、新興国通貨も割安感があるため、新興国市場は魅力が高まっているように見えますが、本格的な回復には、貿易摩擦の緩和、ドルの安定、米国と海外の成長率格差の縮小などの材料が必要かもしれません。

図表 1: 年初来トータル・リターン  
2017年12月31日 - 2018年9月30日(米ドルベース)



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。

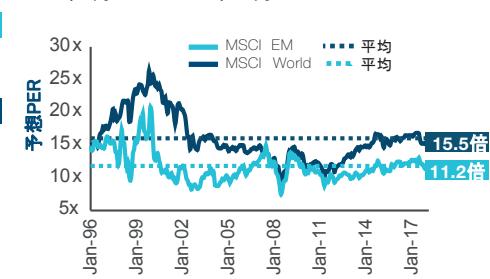
\*米10年国債利回りと米10年インフレ連動債利回りの差。

出所: ファクトセット・リサーチ・システムズのデータを使ってティー・ロウ・プライスが分析。

図表 2: 米10年国債利回り  
2015年12月31日 - 2018年9月30日



図表 3: 先進国株式 VS. 新興国株式の予想PER  
1996年1月1日 - 2018年12月31日



## 米国

## マクロ経済

- 財政支出、税制改革や規制緩和が景気を当面下支えるが、サイクル終盤での刺激策は景気過熱につながる可能性もある。
- 労働需給が逼迫する中、インフレ率や労働コストが徐々に高まっている。
- 積極的な通商政策には大きなリスクがあり、それが高まっているが、最終的な影響は限定的かもしれない。

## 金利

- 短期金利はFRBの利上げに伴い上昇しており、2019年もこの流れが続く見通し。
- 潜在成長率を上回る成長、財政赤字拡大、FRBのバランスシート縮小などを背景に、長期金利は徐々に上昇している。

## 株式ファンダメンタルズ

- バリュエーションは過去の平均を上回っており、勝ち組と負け組の明暗が大きく分かれている。
- 企業業績は非常に好調だが、現在の成長ペースを持続するのは難しそうだ。
- 企業利益率は金利、賃金、投入コストの上昇による逆風に直面しそうだ。

- ドル高は一服したが、市場は景気や金利に関する米国の圧倒的優位に陰りが見え始めたのか見極めようとしている。
- 米国は財政赤字や貿易赤字など長期ファンダメンタルズが好ましくないことから、ドルには割高感がある。

## 欧州

## マクロ経済

- 景気は減速しており、景況感指標は9ヶ月ぶりの低水準にある。
- イタリアの2019年予算案では財政赤字がGDP比2.4%と欧州連合(EU)や市場の予想を上回り、同国とEUの交渉は難航しそうだ。

## 株式ファンダメンタルズ

- バリュエーションは米国株に比べてやや魅力的。
- 最近の業績改善傾向は続く見通しで、営業レバレッジが利益の一段の上振れ余地を提供。

## 金利

- 緩やかな成長が続ければ、最近のユーロ安に加え、インフレ上昇の兆しがさらに見られることから、金利は緩やかに上昇する可能性がある。
- 欧州中央銀行(ECB)は最近、2019年の量的緩和(QE)解除に対するコミットメントを改めて確認した。

## 通貨

- 短期的には、政治リスクがユーロの見通しに大きな影響を及ぼしており、引き続き上値を抑えている。
- 中期的には、QE解除や相対的に魅力的なバリュエーションがユーロを下支える見通し。

## 中国

## マクロ経済

- 中国経済は2018年を通じて減速する見込み。政府統計は極めて緩やかなソフト・ランディングを示唆している。
- 政策当局は引き続きより緩和的な措置で状況に対応するだろう。最近の景気刺激策の影響はまだ実体経済に浸透していない。
- 結局、景気は鈍化しているが、なお積極的に下支えられている。

## 株式ファンダメンタルズ

- 最近の大幅下落を受け、バリュエーション的にはリバウンドが見込まれる。
- 中国A株に対するセンチメントはまだあまり改善していない。貿易摩擦や規制変更に伴う不透明感がなお強い。業績予想は下方修正が依然として多く、トレンドが変わっていないことが確認された。
- 複数のインデックス提供会社が中国A株をそれぞれのインデックスに組み入れると最近発表したことは、資金フローの観点から中期的なサポート材料である。

## 金利

- 中国人民銀行(中央銀行)は金融状況の最近の引き締まりに対処するため、年後半も慎重な金融政策の枠組みを維持するだろう。
- インフレは上昇傾向にあり、金融面から積極的な刺激策が実施される可能性が低いことを裏付けた。

## 通貨

- 緩和的政策の継続が人民元に下押し圧力をかけている。将来的には、中国人民銀行がより厳しい規制を再導入すると予想されるため、人民元の下落ペースはより緩やかになるだろう。
- 人民元が節目の1ドル=7.0元まで下落するかどうかが注目されている。現在の状況を踏まえると、目先的にはその可能性は低そうだ。



## 日本

### マクロ経済

- 景気が予想以上に好調なため、最近の天災による悪影響を乗り切れる見通し。
- 安倍首相の自民党総裁3選が決まり、政策面の不透明感が払拭された。財政面からの景気刺激策が発表される可能性がある。

### 金利

- 日本銀行は緩和的な金融政策を引き続き再確認しており、インフレや経済成長の現在の水準はまだ十分ではない。こうした政策の長期的影響に対する懸念が依然として議論の対象となっている。
- 世界的な利回り上昇がイールドカーブ長期部分に影響を及ぼすだろう。

### 株式ファンダメンタルズ

- 設備投資が堅調なことから、日本企業の資金の使い方が変わりつつあることがうかがわれる。これは自己資本利益率(ROE)の改善を通じて日本株の再評価につながると思われる。
- 魅力的な相対バリュエーション、着実な利益成長、そして特にコーポレート・ガバナンスの改善など日本株市場を支える長期的な材料は健全。
- 日本株市場が9月のような強い勢いを保つのは難しいだろうが、ファンダメンタル的には当面、良好なパフォーマンスが見込まれる。
- 円は当面、引き続きレンジ内で推移し、やや強含むと見ている。
- 海外情勢が円急騰を招き、日本株を圧迫するリスクは残っている。

## オーストラリア

### マクロ経済

- 最近は設備投資、住宅建築許可件数、PMIなどの経済指標が引き続き軟化している。これは4-6月期に約6年ぶりの高水準に達したGDP成長率が今後鈍化することを示唆している。
- 王立委員会による銀行不祥事調査や貸出基準へのその影響が、住宅市場や家計景況感の安定を判断する上で引き続き注目材料。

### 金利

- オーストラリア準備銀行(RBA)は利上げをさらに先送りしている。賃金の伸びが引き続き落ち込んでいるため、失業率が安定しても、利上げは当分ないと見られる。
- 住宅ローン金利の上昇と家計債務へのその影響を注視している。このためオーストラリア準備銀行(RBA)が予想外の利上げに踏み切ることも考えられるが、それは当社の基本シナリオではない。

### 株式ファンダメンタルズ

- 直近の企業決算は売上が好調な一方で、コストも急激に増えた。このため、利益率に下押し圧力がかかるており、業績予想が相次いで下方修正されている。
- 金融セクターの問題や、貿易摩擦とともに伴う中国経済減速によるコモディティ価格の不透明感を考えると、オーストラリア株の長期的な魅力はさほど大きくなれないかも知れない。

### 通貨

- 豪ドルは首相交代や新興国市場の弱さを受けて下落したため、反発の余地がある。
- ただ、オーストラリア経済は国内および外的要因による逆風を引き続き受けており、豪ドルの反発は小幅なものにとどまりそうだ。

## 新興国

### マクロ経済

- 米中貿易戦争への警戒感が依然強く、短期的にも緊張が和らぐ気配は見られない。
- 中国経済が減速しているが、政策当局は緩和的な措置で引き続き対応するだろう。
- 主要新興国の一時は個別リスクや政治リスクが引き続き高いが、システム・リスクは低いと思われる。

### 金利

- インフレや米金利の上昇によるリスクが高まる中、金利は上昇傾向をたどっている。
- 多くの中央銀行が引き締め路線へと転換している。

### 株式ファンダメンタルズ

- 貿易戦争への懸念、ドル高、通貨安などから新興国株は大きく下落し、バリュエーション面の魅力はかなり高まった。
- 企業利益の伸びは依然として比較的強いが、期待は低下している。

### 通貨

- トルコやアルゼンチンなどの金融引き締めを受け、新興国通貨は安定してきた。
- 一部の通貨は過度に売り込まれた反動で急反発したが、バリュエーションは過去の水準に比べて概ね魅力的。

資産クラス	ニュートラル					▼ または ▲	
	アンダーウェイト		ニュートラル	オーバーウェイト			
	変更	株式	債券	キャッシュ			
地域							
米国株式	■					バリュエーションは過去の水準よりやや高いが、ごく少数の銘柄が上昇を主導。企業収益は力強い売上の伸びに支えられているが、現在の高水準から鈍化しそうだ。	
グローバル(除く米国)株式			□			米国に比べるとバリュエーションは魅力的。潜在成長率を上回る経済成長、良好な業績動向に注目。貿易戦争に伴うリスクが高まり、欧州の金融株は低迷している。	
欧州株式			□			相対バリュエーションはやや魅力的で、営業レバレッジによる利益上振れ余地がある半面、政治リスクの高まり、景気減速、銀行システムの弱さがそれを相殺。	
日本株式		□				バリュエーションは依然魅力的だが、世界経済の勢いがピークアウトし、貿易戦争への懸念が高まっているため、世界貿易への依存度の高さが逆風となる。	
新興国株式			□			魅力的な相対バリュエーションと良好な業績動向は、ドル高、貿易戦争への懸念、各国固有のリスクによって相殺されている。	
スタイル							
米国グロース株式		□				構造的な低成長環境ではグロース企業が有利。バリュエーションは高く、上昇主導銘柄が限られ、テクノロジー企業は貿易戦争に伴うサプライチェーン混乱のリスクもある。	
米国バリュー株式		□				バリュエーションは魅力的で、景気刺激策の恩恵も期待できる。金融株は終盤のクレジット・サイクル、イールドカーブのフラット化、規制緩和の一巡などが圧迫材料。	
グローバル(除く米国) グロース株式	■					相対バリュエーションは過去の平均を上回っており、特に資本財などの景気敏感セクターはその傾向が強い。	
グローバル(除く米国) バリュー株式			□			相対バリュエーションは魅力的だが、ファンダメンタルズが悪化しており、特に欧州の金融株は悪化が目立つ。	
米国大型株式	■					バリュエーションは過去の水準より高いが、力強い利益成長を踏まえると割高感は強くない。ドル安の追い風は弱まっており、保護主義的な貿易政策はなお懸念材料。	
米国小型株式			□			貿易政策の影響を受けにくくことに加え、法人税減税に関連した設備投資やM&A活発化の恩恵を受ける可能性も。	
グローバル(除く)大型株式			□			バリュエーションは小型株に比べて魅力的で、低水準にある利益率の回復に伴う利益上振れの可能性もある。貿易政策に関するリスクや世界経済の減速を警戒。	
グローバル(除く)小型株式	■					バリュエーションはさらに割高になり、流動性低下の悪影響を受ける可能性がある一方、国内の成長トレンドは健全であるものの鈍化している。	
インフレ敏感セクター							
実物資産株式	■					エネルギーの需給不均衡や中国の金属需要減退が引き続き逆風。REITはファンダメンタルズが比較的の魅力的だが、バリュエーションに反映されている可能性も。	
米国投資適格社債			□			利回りはより魅力的になり、ファンダメンタルズも依然良好だが、企業の債務はまだピーク水準にある。	
先進国(除く米国) 投資適格社債(ヘッジ付き)	■		□			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			□			インフレ期待が高い水準にリセットされ、バリュエーション面の魅力は低下。労働需給の逼迫による追い風が強まっているが、これまでのところCPIへの影響は軽微。	
グローバル ハイイールド社債	■					現在のバリュエーションから上値余地は限定的。信用サイクルの終盤にあるが、デフォルト率は当面低位にとどまる見通し。	
変動金利バンクローン			□			良好なファンダメンタルズと金利リセット特性が金利上昇に対するプロテクションを提供。ただし、流動性の低い同セクターに資金が大量流入しているため、ローン条件は悪化。	
ドル建て新興国ソブリン債			□			ファンダメンタルズに比べて利回りは魅力的になった。ドル高や各国固有リスクの高まりが懸念されるが、システム・リスクの可能性は低い。	
現地通貨建て新興国債券			□			トルコ危機を受けて新興国通貨はファンダメンタルズに関係なく売られ、バリュエーションが非常に魅力的になった分野もある。	

## 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