

T.RowePrice®

2020年グローバル 市場環境見通し

心地悪さを苦にしない



INVEST WITH CONFIDENCE®

機関投資家限定 | 再配布禁止

世界の経済指標は2019年後半に安定化したとみられますが、2020年に魅力的な投資機会を発掘するには、心地悪さを苦にしないことが求められます。

今年のグローバル市場環境見通しでは、ティー・ロウ・プライスの専門家が2020年の市場パフォーマンスを形成する可能性が高いと考える4つの主要テーマを取り上げています。



2020年の 4つの主要テーマ

2020年に潜在的な投資機会を追求するには、「心地悪さを苦にしない」ことが求められます。経済的不透明感、政治的混乱、技術的攪乱は、いずれも世界市場に対する逆風となりうるリスクです。魅力的な投資機会は存在しますが、詳細なファンダメンタルズ調査に基づく巧みな銘柄選択が投資の成功に不可欠と考えられます。

世界経済の成長に対する課題

主要な中央銀行は世界経済を回復軌道に戻すことに成功した模様ですが、回復の力強さは依然として不透明です。

金融政策と利回り追求の動き

低利回りまたはマイナス利回りはデュレーション・リスクを生み出していますが、社債およびその他のクレジット・セクターには投資機会が依然として散見されます。

攪乱4.0

イノベーション、技術の進歩および自動化は、世界経済全体にわたってビジネスモデルを変容させています。

政治、ポピュリズム、政策

選挙、貿易、政治的不安など、さまざまな地政学リスクが世界市場に影響を及ぼすとみられます。



世界経済の成長に対する課題



金融政策と利回り追求の動き



政治、ポピュリズム、政策

米国



格差が右派のポピュリズムと左派の急進的な傾向に拍車をかけている。後者は投資家にとって、より差し迫ったリスクとなり得る。



個人消費が引き続き成長をけん引しているが、低調な設備投資は利益成長の勢いを抑制する可能性。

中南米



メキシコ、アルゼンチン、ブラジルでは、政治的スペクトル上で前政権の対極に位置するポピュリストが政権を獲得。チリでは、抗議活動によって年金給付の引き上げを余儀なくされた。



アルゼンチン（およびトルコ）の通貨危機はその他の新興国市場に波及せず、この資産クラスの成熟度を示した。



攪乱4.0

イノベーターは旧来型の企業から一段と多くの市場シェアを奪っている。



ドイツ



世界的な貿易の減速は製造業に大きな悪影響を及ぼしているが、株式投資家にとってより大きな問題となり得るのは銀行の貸出利ざやがマイナスである点。



経済成長は引き続き抑制されているものの、財政刺激策がプラスとなる可能性。ドイツ政府は、同国の法人税率を32%から25%に引き下げを検討。

英国



欧州連合 (EU) 離脱協定法案の承認は長期的な成長に対する悪影響となり得るが、不透明感を和らげるという点で英国株および英ポンドにプラスとなる可能性。

イタリア



イタリアの反既成勢力政党「五つ星運動」への支持は弱まっており、同国の直近の連立政権は脅威にさらされている。



財政状況の悪化にもかかわらず、同国以外の欧州諸国におけるマイナス利回りの存在が、イタリアの利回りを過去最低水準に押し下げた。

ロシア



ウラジーミル・プーチン大統領による13件の「国家プロジェクト」への支出は成長を押し上げる可能性があるものの、制裁は続くと考えられ、さらに厳格化することもありうる。

中国



成長は2020年も引き続き減速する見込み。貿易戦争はあくまで減速の一因に留まると予想。高水準の債務と人口の高齢化も重し。



信用供与や支出の刺激より、金融システムの過剰債務に歯止めをかけることが優先される見込み。

日本



日銀は量的緩和を継続するとみられるが、世界の景気サイクルから影響を受けやすい状況は継続。



最近の消費税増税は個人消費の重しとなっているものの、支出は近いうちに安定化する見込み。

ナイジェリア



密輸対策として陸の国境を封鎖した結果、経済が悪影響を受けている。

南アフリカ



財政難によって国営公益企業のEskomは破綻寸前に陥っており、同国が投資適格の信用格付を失う懸念が高まっている。

インド



食品コストの上昇と財政状況の悪化が成長の妨げ。



ナレンドラ・モディ首相は2019年前半の選挙で圧勝して再選されたものの、その後は投資の促進に苦心。同首相が率いるインド人民党は地方選挙での支持率が低迷。

インドネシア



ジョコ・ウィドド大統領は、法人税率の引き下げや労働規制の緩和などの経済改革を通じ、海外投資の促進と成長鈍化の緩和を目指している。



反対派は、大統領が民主政治改革や汚職との戦いよりも経済課題を優先していると批判。

香港



大規模抗議デモは、より小規模で急進的な、民主政治改革を求める活動へと発展。

オーストラリア



過去100年超で最大の住宅価格の下落が一因となり、2019年の同国の成長率は約30年ぶりの低水準。しかし、大都市の住宅価格は回復し始めている。



オーストラリア準備銀行は2019年に金利を過去最低の水準まで引き下げた。同行は減税とインフラ投資が2020年の成長を支えると予想。

リスクがある主要な業界





心地悪さを苦にしない

2019年12月

要旨

- 2020年の見通しについてはまだ慎重だが、主要中央銀行による金融緩和政策が世界経済を回復軌道にのせている模様。
- 低利回りまたはマイナス利回りは国債にデレレーション・リスクをもたらす。社債およびその他のクレジット・セクターには潜在的な投資機会が散見される。
- テクノロジーが引き続き攪乱要因となると予想。一例として、再生可能エネルギーのコスト低下により多くの公益企業は利益成長企業に転じている。
- 米国大統領選挙、貿易戦争、英国のEU（欧州連合）離脱、香港の暴動などの地政学リスクが2020年に市場の混乱を招く可能性がある。

2020年に向けて、ティー・ロウ・プライスの主要運用担当者は、継続する経済成長と低いながらも安定したインフレが世界の資本市場を支えると考えています。ただし、政治面の不透明感、低い利益成長、潜在的に割高なバリュエーションなど多くのリスクが市場の混乱を招く可能性には留意が必要です。

投資家が潜在的に魅力的な投資機会を捉えるためには、「心地悪さを苦にしない」ことが必要と株式部門CIOのJustin Thomsonは指摘します。

株式およびマルチアセットCIOのDavid Girouxは、多くのことは株式市場が2020年に予想している景気の再加速が実現するか否かに依存すると考えます。

混乱が広がる際には、ファンダメンタルズ調査に基づく慎重な銘柄選択が引き続き重要とGirouxは見ています。

債券部門CIOのMark Vaselkivによれば、債券市場は今後はより厳しい環境を露呈する可能性があり、2020年には、利回りのわずかな上昇が、リターンを著しく悪化させる可能性があります。

低利回りまたはマイナス利回りの環境下、「バנקローン、ハイイールド債、新興国社債の適切な組み合わせが引き続き妥当と考える」（Vaselkiv）。

Thomsonによれば、2019年には経済に対する逆風が米国以外の市場で最も強かったものの、安定化の兆しも米国以外の市場で見られます。「新興国株式は世界経済の拡大から恩恵を受ける最良の立場にある。新興国株式は景気敏感な資産クラスであることから、そうした環境下で堅調に推移すると考えられる」（Thomson）。



David Giroux
株式およびマルチアセットCIO



Justin Thomson
株式部門CIO



Mark Vaselkiv
債券部門CIO

10%

2019年11月終盤
時点における、
S&P500の2020年
の利益成長に関する
コンセンサス予想

世界経済成長に対する課題

米FRBおよびその他の主要中央銀行が世界経済の下支えを目的として再開した金融緩和措置は功を奏している模様で、2020年における経済成長の再加速の土台を築いている可能性があります。

「予想経済成長率およびインフレ率が底入れしているという理解は今や妥当と考える」(Thomson)。

兆候として以下が挙げられます。

- 11月終盤の製造業および輸出関連指標は安定化
- 伝統的に世界の鉱工業活動を示す指標である銅価格が反発
- 8月に2年-10年ゾーンが一時的に逆イールドとなった米国債イールドカーブは、右肩上がりの形状を回復

これらの兆候は世界経済が完全に底固めしていることを意味するものではないとVaselkivは警告します。政治上または財政上の重大なショックにより再び下振れする可能性があります。「現在は、なんらかの材料または危機が世界経済を不況に陥らせる可能性のある転換点にあると思われる」(Vaselkiv)。

米国経済

2019年終盤の米国経済は、主に個人消費に支えられ、拡大基調を維持していました。しかし、設備投資の鈍化が利益成長の勢いを抑制し、S&P500の構成企業の2019年の1株当たり利益成長率は、1桁台前半に低下すると予想されます。

Girouxは、11月終盤時点で、S&P500の予想PERは、過去の水準と比べて異常に上昇してはいないものの、やや高いと指摘します。ただし、このバリュエーションは、2020年の利益成長率10%というコンセンサス予想を前提としており、これは過度に楽観的と思われるとGirouxは警告します。

経済成長の再加速が実現しない場合、または予想された利益成長を生み出すほどの拡大に至らない場合、「株式市場は下振れの余地が大きいと考える」(Giroux)。

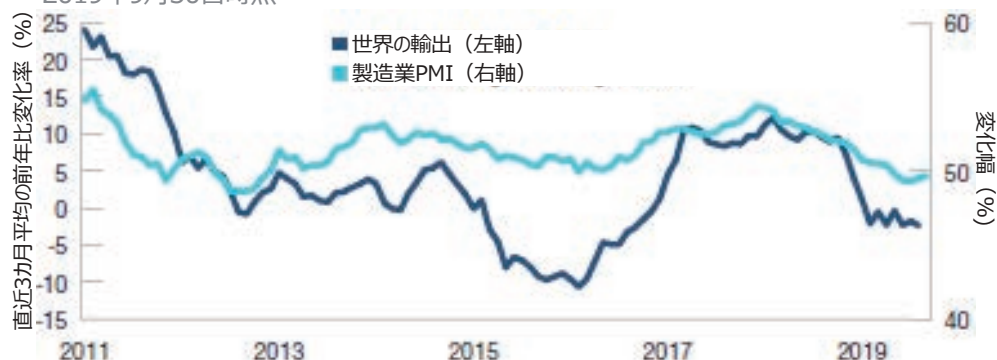
欧州

欧州の2019年の経済成長と利益成長は、世界貿易の鈍化がドイツの輸出依存型の製造業セクターに打撃を与えたため、軟調でした。

世界の貿易と製造業は安定化している模様

(図表1) 世界の輸出¹およびグローバル製造業購買担当者指数²

2019年9月30日時点



出所：JPモルガン・チェース、ヘイバー・アナリティクス（追加ディスクロージャーを参照）、分析はティー・ロウ・プライス。

¹米国、中国、韓国、日本、欧州連合、カナダ、メキシコを含む。

²50を上回ると景気が上向き、50を割り込むと下向きの兆候とされる

景気循環調整後の相対PERは、少なくとも1995年以来、米国以外の株式に大幅な割安感がある。

欧州経済は今年後半に回復の「若芽」を示し始めたものの、人口減少や低い生産性などの長期的要因が、2020年の成長率を1%に抑制する可能性があるとしてVaselkivは指摘し、国際通貨基金（IMF）による最近の予測を引用しました。

欧州株の見通しは、地域別指数に占める割合の高い金融セクターの収益に依存します。しかし、低金利および平坦なイールドカーブまたは逆イールドが主な障害です。「銀行が新規ローンのスプレッドをプラスにできるか確認の必要がある」（Thomson）。

日本

日本株は、日本経済と同様に引き続き世界の景気サイクルの影響を受けており、日本株は2019年初頭に他の主要先進国に劣後しました。

ただし、同様に、日本株は世界経済見通しの改善から特に恩恵を受けます。この傾向が2020年も持続するか否かは、継続する世界のインフレ動向に依存するとThomsonは考えています。

中国

中国の経済成長は2019年に急激に減速し、2020年も引き続き減速する可能性が高いとVaselkivは見ています。貿易戦争はこの減速の一因に過ぎません。高水準の債務と人口減少も構造的な制約となっています。

中国の政策当局は、レバレッジの高い金融機関の債務増大を抑制することを優先しており、過去の景気減速局面よりも、信用供与や支出の刺激を重視していないようです。

一方、明るい材料として、中国の消費者市場は、実質賃金（インフレ調整後）および家計の可処分所得の増加を要因として、引き続き拡大しているとThomsonは指摘します。

新興国

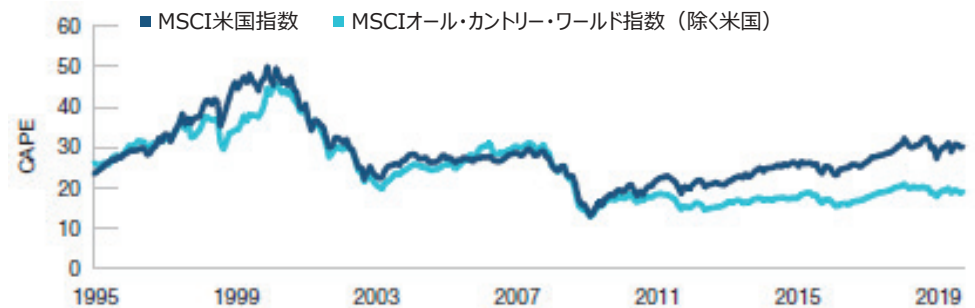
新興国経済は、日本同様、世界経済の影響を強く受けます。そのため、2019年の新興国株式の変動性は高水準となりました。

通貨価値を購買力平価ベースで調整すると、新興国株は特に米国市場と比べて割安であるとThomsonは考えています。米ドルが2020年に弱含めば、通貨効果が新興国株の魅力を高める可能性があります。

魅力的なバリュエーションと潜在的な通貨効果は、2020年に米国以外の先進国株にも恩恵をもたらす可能性があるとしてThomsonは見ています。景気循環調整後の相対PERは、少なくとも1995年以来、米国以外の株式に大幅な割安感があります。

米国株のバリュエーションは相対的に割高

（図表2）景気循環調整後株価収益率（CAPE）
2019年9月30日時点



出所：MSCI（追加ディスクロージャーを参照）、シティグループ。
Copyright Citigroup 2005-2019. 全ての権利はシティグループに帰属します。

16

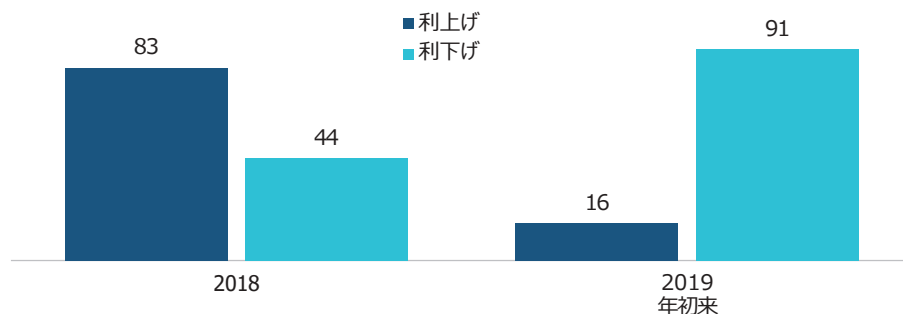
2019年9月までの
中央銀行の利上げ
回数、2018年の83
回から減少

金融政策と利回り追求の動き

世界の中央銀行は緩和政策に回帰

(図表3) 金融政策行動¹

2019年9月30日時点



出所：IMF、CBRates.com、分析はティー・ロウ・プライス

¹ 世界の中央銀行による利下げおよび利上げの総数。調査対象の中央銀行・金融当局のリストは国際決済銀行のCentral Bank Hubサイト (<https://www.bis.org/cbanks.htm?m=2%7C9>) に掲載

主要中央銀行は、世界経済の減速兆候の広まりを警戒し、2019年に方向転換して金利を引き下げ、量的緩和プログラムの再開または拡大に踏み切りました。

政策転換は広範かつ劇的であるとVaselkivは指摘します。2018年には、世界全体で1回の利下げ当たり約2回の利上げが行われた一方、2019年には傾向が逆転し、利下げが世界全体で91回行われたものの、利上げはわずか16回でした。

「明らかに、各国中央銀行は世界経済を支えるために協調して流動性の拡大に努めている」(Vaselkiv)。

Vaselkivは、FRBが2019年の最後の数週間は追加利下げは行わず、恐らく2020年に利下げはないと予想します。ただし、欧州中央銀行(ECB)と日本銀行が量的緩和プログラムを継続するため、世界全体で金融緩和政策が続くと予測します。

世界的に金利が低下

2019年の金融緩和政策への転換は、債券投資家にとって予想外の追い風となり、ほぼすべてのグローバル債券セクターが大きくプラスのリターンを記録しました。

- 国債利回りは広範囲にわたりマイナス圏に低下し、イールドカーブの長期ゾーンで多大なキャピタル・ゲインを生み出しました。
- 社債は、投資適格社債およびハイイールド債の双方が、投資家が今後の利回り低下を見越して利回り確定の買いに動いたことから、2019年は2桁の上昇率となりました。
- 新興国社債を含む新興国債券市場も、インフレ圧力の低下が一部の新興国の中央銀行に利下げ余地をもたらしたことから、米ドル高にもかかわらず良好なパフォーマンスとなりました。

債券利回りは夏終盤の質への逃避を背景に低下した後、反発しました。マイナス利回りの債券は幾分減少したものの、2019年10月末時点のマイナス利回りの債券残高は13兆ドル以上あり、世界全体の時価総額の24%を占めました。

景気拡大はクレジットへの投資機会を生み出す可能性も

世界経済に対する懸念が払しょくされないことから、ハイイールド債に投資する多くの投資家は、問題のある企業および業種に関して引き続き警戒しているとVaselkivは指摘します。

各国中央銀行は世界経済を支えるために協調して流動性の拡大に努めている。

— Mark Vaselkiv
債券部門CIO

ただし、世界経済が2020年に拡大すれば、投資家は、信用スプレッドが相対的に大きいエネルギーや自動車など一部の不人気セクターにおける選別的な投資機会を再考する可能性があります。

同様に、信用力や貸し手保護の悪化に関する懸念は広がっているものの、変動金利のバンクローンにはまだ魅力的な投資機会が見られるとVaselkivは主張します。「現在、ハイイールド債よりローンにおいて魅力的な利回りを得る機会がある」(Vaselkiv)。

ハイイールド債ユニバースの信用力は2008-2009年の世界金融危機以降、改善しており、2020年に世界経済が再び低迷した場合に緩衝材の役割を果たしうるとVaselkivは考えています。「不況に陥る場合でも、ハイイールド債全体のデフォルト率は10年前より低いと考えられる」(Vaselkiv)。

デュレーションは両刃の剣

2019年に起こった債券利回りの急落は、2020年の下方リスクを生み出しているとVaselkivは警告します。デュレーションは両刃の剣で、債券利回りが現在の低水準からわずかに上昇するとトータル・リターンにマイナスの影響を与える可能性があります。

「経済指標が予想される水準に達すると、米10年債利回りは恐らく2.25%～2.5%まで上昇する。その場合は重大な損失には至らないものの、イールドカーブのさらに長期、例えば30年債の利回りが3%に上昇すれば、相当の評価損が生じる可能性がある」(Vaselkiv)。

こうした環境下、デュレーションの短いハイイールド債は、2020年により魅力的なリスク調整後リターンをもたらす可能性が高いとVaselkivは予想しています。

Thomsonは、価格変動を許容できる投資家であれば、米国以外の株式は2020年に魅力的なインカム代替資産になり得ると見ています。2019年11月終盤時点で、MSCI欧州、オーストララシア（オーストラリア、ニュージーランド、ニューギニアを含む、南太平洋地域の総称）および極東（EAFE）指数は、全体で3.5%の配当利回りを提供したとThomsonは指摘します。「国債利回りがマイナスの状況では、欧州社債の利回りがわずかにマイナスであっても、妥当な投資先と思われる」(Thomson)。

マイナス利回りの債券残高は世界的に増大

(図表4) ブルームバーク・バークレイズ・グローバル総合債券指数におけるマイナス利回りの債券
2019年10月31日時点



出所：ブルームバーク

技術の陳腐化の中心にいる企業は、引き続きマイナスの影響を受ける。

— David Giroux
株式およびマルチアセットCIO

攪乱4.0

イノベーション、技術の進歩および自動化、特に人工知能（AI）の応用は、引き続きますます多くの産業を攪乱しており、ティー・ロウ・プライスのアナリストは、この動向が2020年も続く予想しています。

「技術の陳腐化の中心にいる企業は、引き続き攪乱からマイナスの影響を受けるだろう。ケーブルテレビ・ネットワークであれ、新聞や小売り、旧来のテクノロジー、旧来の石油であれ、時代遅れの業種はまだ圧力を受ける」（Giroux）。

ただし、この経済革命の「攪乱4.0」と呼ぶ次の段階においては、攪乱の影響範囲は特定のセクターに限定されず、世界経済全体にわたりビジネス・モデルを構造的に変容させています。

Girouxによれば、2018年末時点において、ティー・ロウ・プライスのアナリストは、S&P500の時価総額の31%に相当する企業（ただし、これらの企業がS&P500の収益に占める割合は約37%）が攪乱に脅かされていると推定しました。2019年10月時点で、リスクにさらされている企業数は増えているものの、S&P500の時価総額に占める割合は29%へとわずかに低下しています。

「銘柄数は増えたが、これらの銘柄はパフォーマンスが劣後しているため、ユニバースの構成比率は低下している」（Giroux）。

攪乱は、主要テクノロジー・プラットフォーム企業など、その恩恵を受ける企業の強固なファンダメンタルズを支えつつ、低いPERで取引されている多くの既存企業の利益成長を抑制しています。

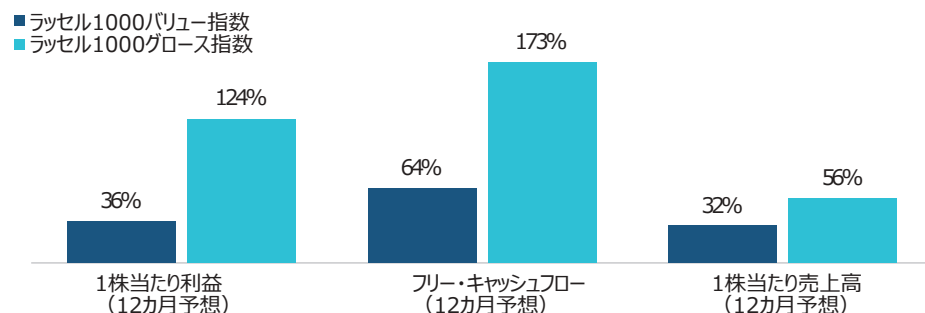
戦略的買収は失敗する傾向

多くの課題を抱える「旧来型」の企業はその課題に正面から立ち向かっているものの、こうした努力はあまり成果を上げていないとGirouxは指摘します。

- あまりにも多くの取締役会や経営陣が「運を天にまかせ」、意欲的な買収案件を推し進めて根本的な問題を解決しようと試みています。
- こうした買収案件の、ほとんどではないものの、多くのケースにおいてリターンは芳しくなく、意図した戦略的目標を達成できていません。
- 多くの課題を抱える企業は、資本配分に関する判断を下す際に過ちを犯すことから、バリュエーションにほとんど関わりなく、長期投資先としてのリターンは平均以下となる可能性が高いとGirouxは予測します。

攪乱はグロース株の強固なファンダメンタルズを支える状況を創出

（図表5）予想売上高・利益指標の累積変化
2007年6月1日～2019年10月31日¹



出所：ファクトセットを通じてラッセルの数値を取得（追加ディスクロージャー参照）。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

¹2007年6月と2019年10月の比較

4.1%

S&P500 公益事業指数の2007年～2017年¹における年平均成長率

ただし、攪乱は、一部の旧来型セクターの成長特性を改善させているとGirouxは主張します。例えば、公益企業は、通常、利回りを提供するディフェンシブな投資対象とみなされてきました。しかし、同セクターは近年変化しており、市場はその成長力を十分に評価していないとGirouxは指摘します。

多くの公益企業は利益成長を遂げている

Girouxは、一部の公益企業の利益成長の原動力の背景に存在する3つのトレンドを挙げています。

- **規制改革**：多くの州は、新設の発電所について、施設が稼働した時ではなく、着工した時点より収益を認識し始めることを認めています。
- **破砕技術**：天然ガス価格は、多くの米国サービス分野で劇的に低下しています。低下分の多くが消費者に還元されているものの、企業もその一部を享受しており、それが自己資本利益率を押し上げています。
- **低コストの再生可能エネルギー**：太陽光発電や風力発電は今や、一部の地域および日中の一定の時間において、石炭火力発電より安価です。再生可能エネルギー施設の操業コストも、従来型の発電所を著しく下回る傾向があります。

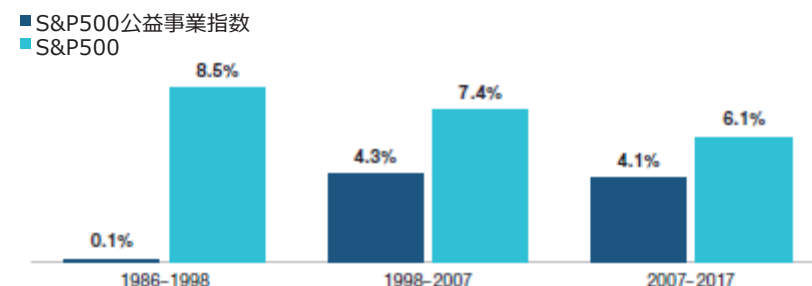
1986年～1998年の公益産業の利益成長がほぼゼロだった一方で、S&P500の構成企業の利益は同期間に150%成長しました。この差は過去20年間で大幅に縮小しています。

再生可能エネルギーのコスト低下の継続と貯蔵容量の増大は、数十年の期間に亘り公益企業に持続的かつトレンドを上回る利益成長をもたらす可能性があるとしてGirouxは主張します。しかしながら、現在のバリュエーションは米国市場に対してわずかなプレミアムしか織り込んでいません。

問題のある公益企業や規制の不十分な州を重要な市場とする公益企業を回避するには、慎重な銘柄選択が必要とGirouxは指摘します。「しかし、年率6%の利益成長を達成し、配当利回りが米10年国債利回りの1.5倍の公益企業は、現在より高いPERで取引されるべきと考える」（Giroux）。

米国公益企業の利益成長は改善

（図表6）1株当たり利益（EPS）の年平均成長率
2017年まで¹



出所：ファクトセットを通じてS&Pの数値を取得（追加ディスクロージャー参照）。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成。全ての権利はファクトセットに帰属します。

¹法人税の大幅な減税を定めた2017年の米国税制改革法によるデータの歪みを回避するため、2017年12月末時点のデータを使用。当該税制改革は、S&500、S&P公益事業指数双方の1株当たり利益を押し上げた。多額の課税所得を生む公益セクターは当該税制改革の恩恵をより多く受けることから、2018年の収益を含めた比較を行うのは不適切であるとみなした。

中国がAI、ロボット、電気自動車、国内半導体生産などの分野で目標を放棄することはない。

— Justin Thomson
株式部門CIO

政治、ポピュリズム、政策

米大統領選挙は、2020年に最も重大な政治的イベントになる可能性が高いものの、貿易戦争、ブレグジット、香港における抗議デモなどその他の様々な地政学リスクもグローバル市場に影響を与えると見込まれます。

貿易戦争

中国市場に対し高いエクスポージャーを有する企業の株価の推移が示すように、米中貿易紛争は、2019年に市場を変動させた主要な要因でした。（図表7）

米国が追加の3,000億ドル相当の輸入品に対する関税を引き上げると公表したことを受けて、中国関連銘柄は、8月に急落した後、暫定的な通商合意に関する希望が高まったことから、大幅に上昇しました。

米中が中国による米国产農産物の輸入を増やし、一部の関税を巻き戻すという短期的な合意（実質的に停戦）をまとめる兆候はあるものの、2020年に根本的に紛争が解決する可能性は低いとThomsonは指摘します。テクノロジーセクターへの補助金など一部の核心となる問題に関する妥協は不可能かもしれません。

「中国がAI、ロボット、電気自動車、国内半導体生産などの分野で目標を放棄することはない。これらの重要産業に対する中国政府の支援に関して合意に達することは決してない」（Thomson）。

ブレグジット

英国の欧州連合（EU）からの離脱に絡む不透明感は、2020年に入っても続く見込みです。離脱期限は繰り返し延期され、2020年1月31日に設定されたものの、12月の総選挙後に英国議会が離脱協定法案を承認するか否かにより、再び延期される可能性があります。

英国EU間の通商関係など離脱後の取り決めは経済成長と企業収益にマイナスの影響を与え得るものの、離脱協定法案の承認は、不透明感を和らげるという点で英国株および英ポンドにプラスの影響を与えるとThomsonは見ています。

「ブレグジットはこれほど長く足かせとなってきたことから、経済的ダメージ（投資の先送り、インフレ率の上昇）は、ある程度消化されている」（Thomson）。

米中貿易戦争は市場変動要因

（図表7）中国向けエクスポージャーが最大のS&P500を構成する企業のパフォーマンス¹、S&P500対比
2019年10月31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：S&P（追加ディスクロージャー参照）、ストラテガス・リサーチ・パートナーズ、ティー・ロウ・プライス

¹ 中国向けエクスポージャーが最大のS&P500を構成する企業は、S&P500の中で中国からの売上高が最大およびストラテガス・リサーチ・パートナーズによれば中国貿易に関するロビー活動が最大の両方またはそのいずれかの30社で構成される。2019年3月に決定された構成企業の2017年12月31日からのパフォーマンスを計測。構成企業はその後、2019年6月19日及び2019年8月24日に見直された。構成企業見直し後のパフォーマンスは、見直し後の構成企業の株価を反映している。新たに構成企業となった銘柄の構成前の株価は反映しない。

市場が米大統領選挙をあまり気にしていないことは興味深い。多くのセクターをかなり攪乱する可能性があると考ええる。

— David Giroux
株式およびマルチアセットCIO

香港

中国の特別行政区における大規模抗議デモは、居住者が中国本土で裁判にかけられることを可能にする逃亡犯条例の改正案を契機に始まり、民主的な政治改革を求める活動に発展しています。

この動きは、香港の経済に明らかにマイナスの影響を及ぼしたものの、中国全体への影響を考慮するにあたり、貿易問題や構造的問題が景気に及ぼす影響と香港における混乱が景気に及ぼす影響を区別することは困難です。

中国政府が秩序を取り戻すために講じる措置（もしあれば）も、依然として不明です。「香港において何が妥当な結末かは分からない」（Thomson）。

米大統領選挙

株式市場は、2020年の大統領選が税率、規制、およびヘルスケア、エネルギー、金融サービスセクターに及ぼす潜在的な影響を過小評価していると思われるとGirouxは指摘します。

「市場が米大統領選挙をあまり気にしていないことは興味深い。米大統領選は多くのセクターをかなり攪乱する可能性があると考ええる」（Giroux）。

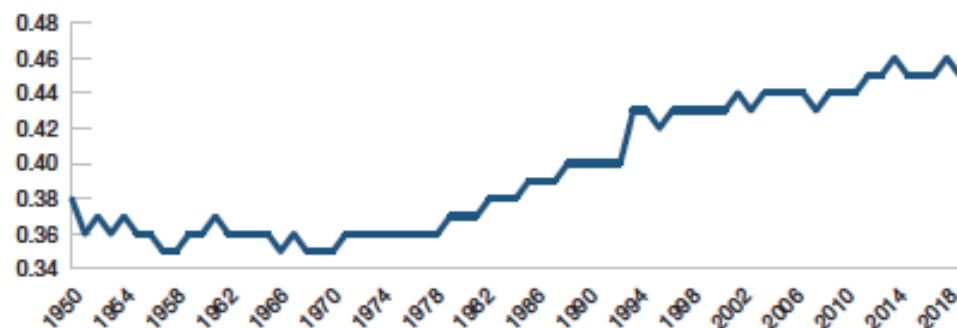
2020年の選挙の政治的背景として、過去40年に亘る自由市場改革に伴う所得格差の拡大を巡る議論があります。これらの構造的変化は成長率を押し上げ、インフレを押し下げてきたものの、その恩恵は必ずしも賃金や生活水準の上昇に繋がっていません。

経済的不安がポピュリズムを煽る中、規制強化や所得と富の再分配を推進する候補者の政治的アピールは、市場により差し迫ったリスクをもたらすとGirouxは主張します。

そうした候補者が民主党の指名を勝ち取る確率はほぼ半々とGirouxは予想します。民主党が大統領選で勝利した場合、上院を通じて革新的な法案を通すことは難しいだろうとGirouxは指摘します。しかしながら、石油・ガスの破砕に対する制限の厳格化など、民主党政権による潜在的な規制変更は、市場にまったく織り込まれていません。「その理由からやや慎重姿勢を強めている」（Giroux）。

所得格差の拡大が経済的不安を煽っている

（図表8）米国のジニ係数¹
2018年12月31日時点



出所：ストラテガス・リサーチ・パートナーズ、米国勢調査局

¹ ジニ係数は、所得分布全体にわたる所得のばらつきを示す所得格差の総合指標。係数は完全な平等を示す0から完全な不平等を示す1までの範囲。係数が大きいほど総国民所得に占める高所得者の割合が大きいことを示す。所得または富の絶対的な基準ではない。

主要3中央銀行が バランスシートを拡大している時に、それに反する立場をとる投資家はあまりいないだろう。

— Justin Thomson
株式部門CIO

まとめ

世界中の金融当局が市場流動性の確保と経済成長の下支えに動く中、2020年の市場見通しは2019年半ばにおける見通しよりかなり明るいようです。また、「主要3中央銀行がバランスシートを拡大している時に、それに反する立場をとる投資家はあまりいないだろう」(Thomson)。

ただし、政治面と経済面の両方で、まだかなりの下方リスクがあります。株式市場全体のバリュエーションは過去平均と比べて行き過ぎ感はないものの、米国市場の予想PERは、2020年の企業収益に関して過度に楽観的な見通しを織り込んでいる可能性があります。

グローバル・クレジット市場が2019年同様に2桁台のリターンをもたらす見込みはありませんが、経済指標が2020年に予想される景気拡大の実現を確認する内容となると仮定すれば、新興国債券、ハイイールド債およびバンクローンにおいて魅力的な投資機会がまだ見られます。

一方、多くの国債の低利回りまたはマイナス利回りは、堅調な世界経済が金利上昇を招く場合に、平均を下回るリターンまたは元本損失のリスクさえ生み出します。ただし、国債は極端な政治・経済ショックに対する有効なヘッジとなり得ます。

米国以外の株式、とりわけ新興国株式は、相対バリュエーションを考慮すると魅力的であり、米国市場に対して長く劣後してきたパフォーマンスが逆転する可能性が高まっています。ただし、世界経済の拡大、そして欧州では銀行の利益率の改善が不可欠となります。

不透明な市場環境下、セクター・業種内およびセクター・業種間の両方でリターン格差が開いている中、詳細なファンダメンタルズ調査は潜在的な投資機会とリスクを特定するために特に重要です。

追加ディスクローチャー

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。指数は許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、指数の複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2019, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

Copyright 2019 Factset. 全ての権利はファクトセットに帰属します。www.factset.com

MSCI、その関連会社及び指数データ提供会社（総称してMSCI）は、本稿に記載される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、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本レポートは、MSCIによって承認、審査、発行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分析や予測を示唆もしくは保証するものとするべきではありません。MSCIのデータはいずれも投資判断の助言もしくは推奨となることを意図したものではありません。

ロンドン証券取引所グループ及びその関連会社（総称してLSEグループ）。© LSE Group 2019. FTSE RussellはLSEグループ会社の商標です。Russell®はLSEグループ企業の商標であり、他のLSEグループ企業はライセンス契約に基づき使用しています。FTSE Russell指数、データの全ての権利はインデックスまたはデータを所有するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループまたはそのライセンス所有者はインデックスまたはデータの誤り、脱漏に係る責任を負いません。当資料に含まれるインデックスまたはデータに依拠することを禁じます。LSEグループのデータの再配布に際してはLSEグループ企業の書面による承認が必要となります。LSEグループは、当資料の内容を推奨、奨励、保証するものではありません。

S&P500インデックスはS&Pグローバルの一部門であるS&Pダウ・ジョーンズ・インディシズLLCおよびその関連会社（SPDJ）の商品であり、ティール・ロウ・プライスはインデックスの使用に係るライセンスを取得しています。Standard & Poor's® および S&P® は、S&Pグローバル（S&P）の一部門であるスタンダード・プアーズ・フィナンシャル・サービスLLCの登録商標です。Dow Jones® はダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLC（ダウ・ジョーンズ）の登録商標です。SPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、その関連会社がティール・ロウ・プライスの商品を保証、推奨、販売、奨励するものではありません。SPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、その関連会社がティール・ロウ・プライスの商品への投資の適切性に関し何ら表明するものではなく、S&P500指数の誤り、脱漏、中断に係る責任を負いません。

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ご主力しています。

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1.265%（消費税10%込み）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