T.RowePrice®
INVEST WITH CONFIDENCE

2018年9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

2018年8月31日時点

米国vs. メキシコ: 米国の真の狙いは?

今年は米国とその主要貿易相手国の間で様々な方面において緊張が高まり、貿易戦争の脅威が市場の話題を独占しています。米国が北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉に向けてメキシコと大筋で合意したことで、カナダも交渉に加わり、最終的にこの問題が解決する可能性が出てきました。そうなれば、米国は中国との交渉に集中できますが、本当の問題は、この合意が二国間合意に対するトランプ大統領の意欲の表れか、それとも最大の敵、中国との「戦争」に専念することが狙いなのかという点です。

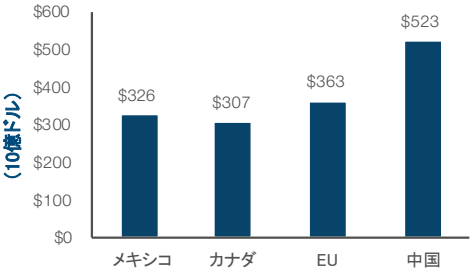
新興国: 混乱伝播のリスクは?

最近のドル高により、トルコ、アルゼンチン、南アフリカなど一部の新興国は経済状況がさらに悪化しています。大半の新興国は米ドル建て資金調達への依存度が大きく低下し、2013年5月のバーナンキ・ショック後のような新興国危機が発生する可能性は低下していますが、巨額の経常収支赤字を抱える国は引き続き脆弱で、インフレ上昇、米連邦準備理事会（FRB）の金融引き締め、世界貿易に関する不透明感、中国経済の減速という状況では特に不安定な状況です。こうしたリスクの多くは以前からくすぶっており、全般に弱さが広がっていますが、新興国では各国個別の問題がより色濃くなり始めています。しかし、弱さが見られるのは総じてファンダメンタルズが脆弱な国に限られるため、本格的な危機を心配するのは現時点では尚早だと思います。

「不安の壁」を登る強気相場

世界的な貿易戦争、新興国通貨の下落、中央銀行の金融き締め、金利上昇、ドル高という逆風下でも、米株式市場は上昇基調が崩れず、8月下旬に1990年代の過去最長記録をついに更新しました。米国は景気後退リスクが限定的で、大型減税や良好なファンダメンタルズを背景に企業収益は他の先進国を大きく上回り、米国株は引き続き上昇気流に乗って他の株式市場をさらにアウトパフォームしています。ただ、強気相場のピークアウトへの懸念が機会損失の恐怖に勝っていたため、この間の株価上昇は全員参加型ではなく、投資家も高揚感に乏しいようです。

図表 1: 米国の国/地域別輸入額
2018年5月31日までの12ヶ月

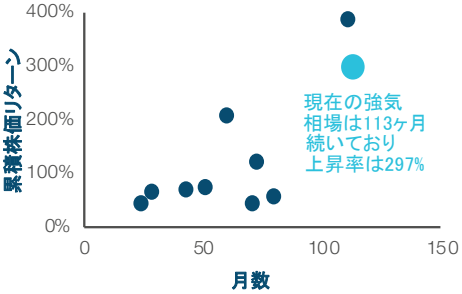


出所: [IMF] / ヘイバー・アナリティクス

図表 2: JPモルガン新興国通貨インデックス
2010年12月31日 – 2018年8月31日

出所: JPモルガン・チェース

図表 3: S&P 500 の強気相場
1958年1月1日 – 2018年8月31日



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・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。

再配布禁止

米国

マクロ経済

- 米景気はサイクル終盤にある。景気後退リスクは依然低いものの、そのリスクは徐々に高まりつつある。
- 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。
- 長期金利は安定しているが、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から上昇気味。

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で、今後は鈍化する可能性がある。
- 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。
- 業績が期待外れの企業は株価が大きく下落している。

通貨

- トルコ危機のエスカレートなどから米ドルは逃避資金が流入し、夏場に一段高となった。
- 世界景気に対する米景気の相対的な強さが弱まる兆しが見られるほか、貿易摩擦を巡る緊張が緩和するとの期待もあり、米ドルは目先的に軟化する可能性がある。

欧州

マクロ経済

- ユーロ圏経済は減速しているが、安定が見込まれ、潜在成長率を上回る成長が続く見通し。貿易摩擦に伴う下振れスクはある。
- スウェーデン総選挙でポピュリズム政党が躍進する可能性が高く、政局混乱に対する懸念が再燃する可能性も。
- イタリアの予算審議が引き続き主な注目材料。財政面の見通しがはっきりするまで、同国の信用力に対する懸念が続きそうだ。

金利

- 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。
- イタリアでは連立政権が初の予算で借入を増やすと懸念される中、同国国債は引き続き記録的なペースで発行されている。

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。
- 欧州の銀行はトルコやイタリアへの懸念から、絶対ベースでも、市場全体のとの比較でも、なお地合いが著しく悪い。

通貨

- 政治リスク、ECBの金融政策、比較的低調な経済指標などが引き続き米ドルに対してユーロの上値を抑えている。
- 中期的な景気見通しやECBの金融政策見通しの観点からは、ユーロは米ドルなどの通貨に対して引き続き魅力的。

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。8月の貿易統計は予想を下回ったが、景気先行指標は貿易について若干ネガティブな動きを示唆している。
- 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。

金利

- 中国人民銀行（中央銀行）は、社債デフォルトの多発や利回り上昇による金融状況の引き締まりに対処するため、今年後半も慎重な金融政策の枠組みを維持するだろう。

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。
- 景気減速、貿易摩擦、特定セクター（ゲーム、教育、ヘルスケア）に対する規制強化などを受け、中国株に対する国内投資家のセンチメントは極端にネガティブになっている。
- こうした問題が解決するまで、テクニカルなリバウンドは短命に終わるかもしれない。

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。

日本

マクロ経済

- 貿易統計や鉱工業生産が示すように景気減速は続いているが、外的ショックがなければ、日本経済は目先的に安定するだろう。
- インフレ圧力の高まりは見られないため、現在の政策フレームワークが当面維持されるだろう。
- 自民党総裁選では安倍首相の3選が濃厚なため、マクロ経済政策も安定が見込まれる。

株式ファンダメンタルズ

- 堅調な決算から株価の上昇が見込まれるが、短期的なテクニカル指標や最近の資金フロー統計が短期リターンの頭を抑えている。
- 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。

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。そうした政策の長期的影響についての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可能性も。

通貨

- 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

- 消費者と企業の景況感が最近ともに低下し、景気が転機を迎えることへの警戒感が台頭。
- 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。
- 政治リスクは後退したようだが、将来の政策については疑問が残る。

株式ファンダメンタルズ

- 海外勢がアンダーウェイトにしていることに加え、業績見通しも上方修正されていることがオーストラリア株のサポート材料。
- 金融セクターの問題や、貿易摩擦とそれ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いかもしれない。

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着いているため、失業率が安定していても、利上げは当分ないと見られる。

通貨

- 豪ドルは首相交代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いるため、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。
- 主要新興国の一部は個別リスクや政治リスクが引き続き高いが、ドル高が続けば新興国全般に大きな影響が出る可能性があるものの、システミック・リスクは低いと思われる。

株式ファンダメンタルズ

- 貿易戦争への懸念、ドル高、トルコ通貨危機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。
- 利益成長が引き続き全般に強く、自己資本利益率（ROE）が幅広く改善している。
- 多くの新興国にとって外需が依然として極めて重要であるため、貿易戦争に伴うリスクが引き続き警戒されている。

金利

- インフレ上昇や米金利上昇に伴い金融状況が引き締まるにつれ金利が上昇傾向をたどる可能性がある。
- 多くの中央銀行が引き締め路線へと転換している。

通貨

- 8月初めのトルコ・ショックを受け、新興国株のバリュエーションは過去の水準に比べて極端に割安な水準まで低下した。
- トルコ・リラは地政学リスクの高まりを受け、なお脆弱に見える。
- 対照的に、ロシア・ルーブルや南アフリカ・ランドなど一部新興国通貨は売られ過ぎと見られ、今後反発する可能性がある。
- メキシコ・ペソも米国との貿易交渉進展の恩恵を受ける可能性がある。

3 アセット・アロケーション・コミッティのポジショニング

2018年8月31日時点

アンダーウェイト　ニュートラル　オーバーウェイト

▼ または ▲ 前月からの変更

	変更	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。
資産クラス	株式	世界的な流動性縮小、金融状況の引き締まり、米景気サイクルの経年劣化、保護貿易主義の高まりという環境下、バリュエーションは引き続き割高。
資産クラス	債券	金利の上昇トレンドは、利回りに対する需要、依然控えめな成長期待、貿易政策に関連したボラティリティの高まりによって抑制されるかもしれない。
資産クラス	キャッシュ	FRBの利上げに伴い利回り面の魅力は高まった。キャッシュは、バリュエーションが高い株式や債券に対してバッファーを提供。
株式	*地域*	
株式	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。
株式	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。
株式	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。
株式	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。
株式	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、金利上昇、タカ派的な貿易政策、各国固有のリスクによって相殺されている。
株式	*スタイル*	
株式	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。
株式	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。
株式	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。
株式	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。
株式	*時価総額*	
株式	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。
株式	米国小型株式	バリュエーションは妥当な水準。貿易政策の影響を受けにくいことに加え、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。
株式	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。
株式	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鈍化している。
株式	*インフレ敏感セクター*	
株式	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はバリュエーションやファンダメンタルズが比較的魅力的だが、金利上昇の影響を受けやすい。
債券	米国投資適格社債	年初来の金利上昇で利回り面の魅力は高まった。景気やインフレの上振れ余地は限定的なため、リスクはやや低下。
債券	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拡大し、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。
債券	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。
債券	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。
債券	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。しかし、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。
債券	ドル建て新興国ソブリン債 ▲	最近の急落に伴い、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、システミック・リスクの可能性は低い。
債券	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