



不安や不透明感が強い時こそ 有望銘柄組み入れのチャンス

昨年は株式について強気の見方が支配的でしたが、今年は過去最長に迫る米強気相場の持続性が心配されるようになり、グローバル株式市場には依然として不安や不透明感が満ちています。その背景には、インフレ懸念や、金融緩和終了、貿易戦争などへの警戒感があります。

インフレは心配すべきか？

昨年はインフレが予想に反して異例の落ち着きを見せたため、中央銀行は金融緩和を継続できました。その結果、ボラティリティが低下し、株式市場は久しぶりに大いに活気付きました。しかし、今年はインフレへの警戒感から株高が終わるとの見方が台頭しています。実際、賃金、物価、政治情勢がインフレと金利を押し上げ、最終的に株式の上昇サイクルに終止符が打たれるとの声が強まっています。

インフレは投資家心理や市場ファンダメンタルズにとって重要なため、当社はその度合いだけでなく、原因についても細かく分析しています。インフレは久々に循環的な上昇局面にあります(図表1)が、趨勢的な要因について議論することも極めて重要だと考えています。実際には、今日存在する趨勢的要因の多くは、エコノミストが使いたがる伝統的な経済学の範疇には収まらないからです。

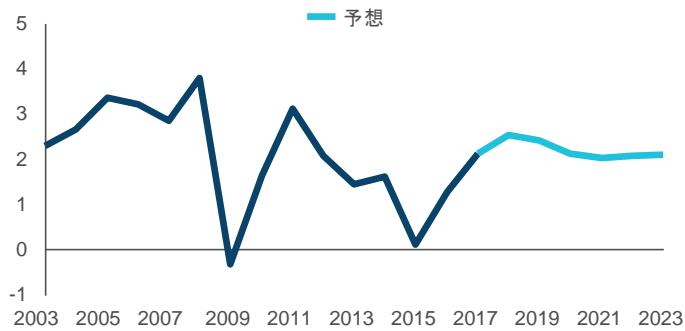


David Eiswert
ポートフォリオ・マネジャー、
グローバル・フォーカス・グロース
株式運用戦略

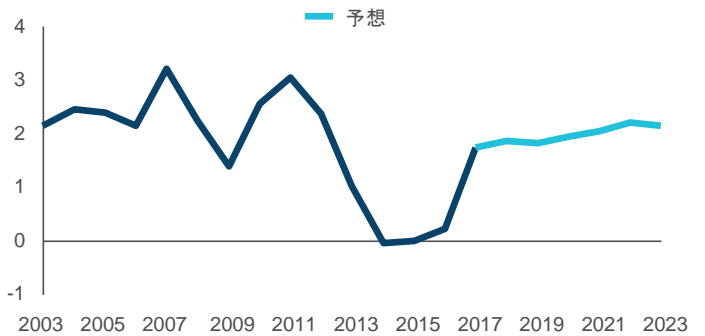
図表 1: 各国のインフレ動向

2018年7月31日時点

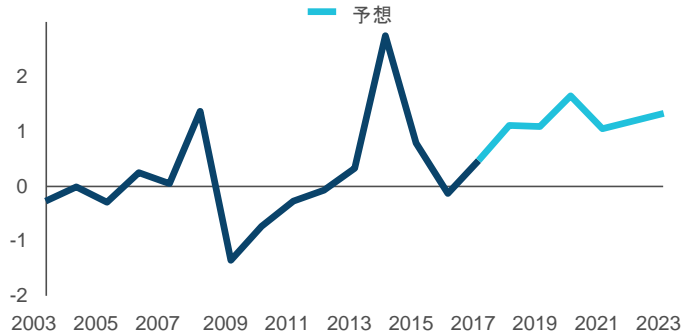
米国のCPI上昇率(%)



欧州のCPI上昇率(%)



日本のCPI上昇率(%)



中国のCPI上昇率(%)



出所: IMF 世界経済見通し、ファクトセット・リサーチ・システムズ

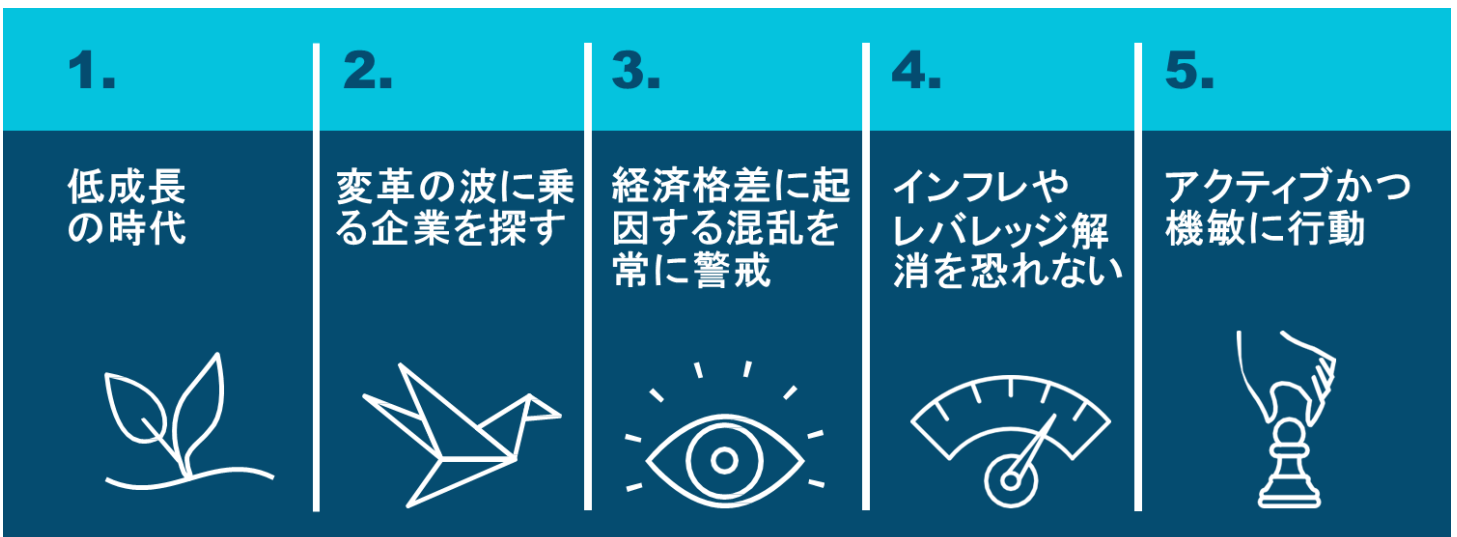
経済学の教科書では、失業率と賃金との関係を示す「フィリップス曲線」がよく使われます。失業率が低いほど賃金の伸びが高くなる両者のトレードオフ関係は景気循環の観点から依然重要ですが、その一方で、物価の押し上げと押し下げの両方において影響力を増している非常に強い構造的な力が働いています。

これをボクシングに例えると、次のような状況です。赤コーナーには、テクノロジー(Amazon、Spotifyの小売りや音楽の価格への影響、オートメーションやロボットの導入と製造業の雇用や賃金へのその影響)、

人口動態、グローバル化に起因する「構造的なデフレーション圧力」がどっしり構えています。製造業からのシフト(米国で最も顕著)や、コモディティ消費からのシフト(中国で最も顕著)も、インフレ期待の低下要因としてセコンドを務めています。

一方、青コーナーには、「米景気の循環的な回復」と一見超インフレ的な「景気刺激策」が陣取っています。大型減税、原油高、米中貿易戦争などは物価の押し上げ要因です。当社は本格的な貿易戦争に発展するリスクは低いと引き続き考えていますが、それは世界経済に「悪い」インフレをもたらす恐れもあることから、一応警戒すべきリスクとして注視しています。

図表2 デフレ圧力が強い環境で投資家は何をすべきか?



出所: ティー・ロウ・プライス

米国は賃金が上昇し、失業率は低い状況ですが、物価全般の上振れはないと思います。当社はインフレがやがてピークアウトし、安定と着実な成長をもたらすゴールドロックス(適温)環境が基本的に続くと考えています。ただ、昨年のようなポジティブ・サプライズは期待しにくく、ボラティリティも高まるなど、状況は多少悪化するでしょう。しかし、それでも株式投資家に好ましい環境であり、特に、グロース株の投資家にとって、不透明感とボラティリティは投資機会を捉えるためのアクティブかつ機敏な行動を可能にします(図表2)。

トランプ大統領と貿易戦争

トランプ大統領の過激な発言に振り回され、政治情勢の先行きは予断を許さず、経済格差が拡大(過去10年の非常に低い賃金の伸びが主因)しています。ただ、貿易戦争は誰の得にもならないため、本格的な貿易戦争のリスクは低いと引き続き考えています。

これまでのところ米国、中国とも輸入関税をどう構築すべきか良く心得ている様子です。このため、双方が表面的には過激な言葉の応酬を繰り返していますが、水面下では互いの意図を察しながら、落としどころを探っていると思われます。従って、トランプ大統領は北朝鮮と対峙した時と同様、中国に対しても大変厳しい態度を取りながら、最終的には態度を軟化させ、何らかの合意に達すると思います。結局、貿易戦争に勝者はないからです。

趨勢的な変化とバリュエーション/グロース問題

株式投資家にとって、「趨勢的な変化の時代」の顕著な影響の一つは、低成長の世界ではグロース企業が大きくアウトパフォームし、投資家の人気を集めることです。「成長」という貴重なコモディティの性質や、成長が難しい環境下で株主にポジティブなリターンを提供できる企業に対しては投資家が高い株価を許容することを見ると、これは直感的に理解できます。

しかし、グロース株は絶対ベース、相対ベースのボラティリティの観点から変化していることも明らかです。図表3はこの点を明確に示しており、高PER株は従来よりベータが低下しているのに対し、低PER株は世界金融危機以降、ベータが大きく上昇しています。これはバリュエーションの循環的な性質が強まったことが一因だと思います。特に、その傾向は金融、エネルギー、素材セクターにおいて顕著です。レバレッジがこのボラティリティの変化を増幅しており、イノベーションで成功を収めた多くのグロース企業が膨大な手元資金を溜め込む一方で、バリュエーション企業は現在の低金利で資金調達を行い、負債を増やしています。

バリュエーションは?

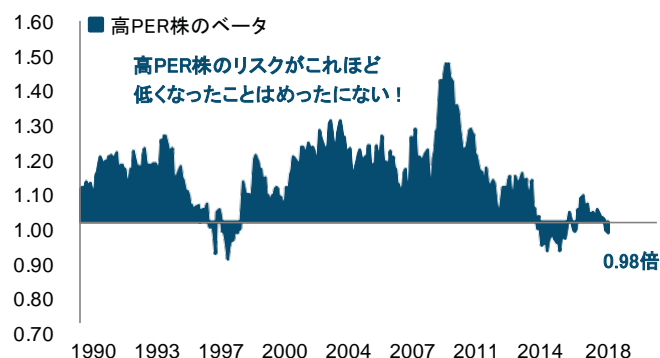
ファンダメンタルズが絶対的、相対的に優れている資産クラスにしては、バリュエーション面のプレミアムは小幅にとどまっています。堅調な経済成長が続く環境では、そのプレミアムは当分継続すると思われます。それはシラーPER(CAPEレシオ)やテールリスクを引き合いに出す弱気派や弱気のセルサイド・ストラテジストがあまり話したがないことです。近年はテクノロジー株、特に「FAANG」が株価上昇を牽引しており、これらの銘柄についてはバブルの懸念が強まっています。しかし、当社は多くのテクノロジー株について「今回は本当に従来と違う」と考えています。

現在のテクノロジー株の強さについて、2000年にピークをつけたITバブル時ほどバリュエーションや収益面のリスクが高くないと考えるのは次の理由からです。インターネットの土台とインフラや、革新的企業がこうしたインフラの収益化に成功したことが大きな変化を生み出しました。特に重要なのは、こうした変化から利益を生み出す企業の能力も劇的に変わったことです。

この結果、テクノロジーが世の中を一変させており、消費者や、本当に収益性の高い産業から市場シェアを奪った革新的な企業にとっては特にそうです。

図表 3: このような状況はこれまでなかった!

2018年4月時点



出所: コーナーストーン

古い業界を根底から覆し、そのトップ企業を駆逐して、全く新しい業界を自ら作り上げた企業もあります。その結果、目の前の変化について想像力を働かせて将来のバリュエーションや市場シェアをイメージできる忍耐強い投資家には、本当にチャンスが多い環境が生まれました。

テクノロジー株はバブルになるのか？

バブルの可能性は否定できませんが、現在でもバリュエーション、ファンダメンタルズ、収益の持続性など様々なファクターを分析することにより、アルファを獲得できる銘柄固有の投資機会はまだまだたくさんあります。当社は引き続き利益成長が過小評価されている銘柄の発掘に注力しており、現状を必死にバブルと呼びたがる向きとは逆の見方をしています。バブルについては我々も常にその証拠を探していますが、現時点ではまだその兆候は見当たりません。

グローバル株式はまだ上昇が見込めるか？

当運用では引き続き企業が変革の波に乗っているかに注目しており、低成長環境においても成長できる企業に投資しています。我々はこの点を何度も繰り返してきましたが、低成長環境だからといって変化や進歩がないというわけではありません。多くの意味で、業界の

成長に伴って変化のペースが凄まじく速くなっているように感じられ、勝者が圧倒的な勝利を収める一方、敗者は不確かな未来に直面するという二極化が鮮明になっています。

こうした環境において、当運用ではよりバランスの取れたアプローチを心掛けています。構造的に低迷している景気敏感セクター（金融や資本財）の多くは最近、世界経済への期待の高まりを背景に反発しています。一方、変革の恩恵を享受してきたITなど一部セクターは少数銘柄への人気集中が問題視されており、難しい局面を迎えています。

このため、当運用では保有する銘柄を非常に慎重に選んでおり、将来の資本収益率について我々が独自の見識を有する優良企業の発掘に注力する投資フレームワークを引き続き大切にしています。これまで市場のボラティリティが高まった場合、マクロ的不安から株価が必要以上に下落した有望銘柄を割安な価格でポートフォリオに組み入れる好機となってきました。

大局的な観点から見て、変革の波に乗っている企業については長期的な見通しが引き続き明るいと確信しています。当運用では今後もリスクを注意深く見守る一方、状況の変化に柔軟に対応していく方針です。

INVEST WITH CONFIDENCE®

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注力しています。

troweprice.jp

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)の逡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