



# グローバル市場のボラティリティ急騰 世界的株価急落の背景

## Global Market Volatility WHAT'S BEHIND THE RECENT MARKET SELL-OFF?

### サマリー

- 金利上昇、割高なバリュエーション、景気減速などへの懸念から、世界の主要株価指数は軒並み大きく下落しています。
- 今回の世界的株安の主な理由は、米連邦準備理事会(FRB)が引き続き短期金利を引き上げるとの見方が強まる一方、米中貿易摩擦の継続が市場に大きな不安を生んでいることです。
- 世界的に株価が大きく下げ、ボラティリティが急騰しましたが、世界の株式市場を取り巻く環境は引き続き全般に良好です。

金利上昇、貿易摩擦、割高なバリュエーション、景気減速などの懸念から、世界の主要株価指数は軒並み大きく下落しています。今回の下げがいつまで続くのか、あるいはどのくらいの規模になるのかはまだ分かりませんが、市場は現在、とりあえず戻り歩調にあります。しかし、投資家は今回のボラティリティ急騰の原因を探ろうとしており、それが今後さらに厳しい局面を迎える前兆なのではないかと危惧しています。

米国大型株式戦略ポートフォリオ・マネジャーのJeff Rottinghausは、「米国株式市場を最高値まで押し上げた追い風のいくつかは来年にかけて逆風となる可能性がある。投資をサポートする環境は今後も続くと思われるが、難易度が高まる可能性がある」と語ります。

世界的に株価が大きく下げ、ボラティリティが急騰しましたが、世界の株式市場を取り巻く環境は全般になお良好です。2018年は米景気や米企業の業績が非常に好調ですが、一部の銘柄はバリュエーションが引き続き高く、景気も金利上昇や減税効果の剥落に伴い減速しそうです。

日本や多くの欧州諸国では金利やインフレはまだ非常に低く、これらの国では株式バリュエーションは魅力的で、企業の利益成長も継続そうです。新興国株は今年に入って大きくアンダーパフォームしていますが、そのファンダメンタルなバリュエーションは米国など大半の先進国市場に比べて魅力的です。

### 利上げやインフレへの懸念

今回の世界的株安の主な理由は、FRBが引き続き短期金利を引き上げるとの見方が強まり、それに伴って米長期金利が急上昇したことです。米政府が財政赤字穴埋めのため国債を引き続き大量発行している時、FRBが量的緩和を巻き戻す過程でバランスシートを縮小していることも米長期金利を押し上げています。

FRBの利上げ継続観測が強まっているのは、足元のインフレがなお落ち着いていても、米景気が好調で、雇用が増え、賃金の伸びが加速し、インフレ懸念が高まっているからです。関税引き上げに伴う輸入品価格の上昇も物価に上昇圧力をかける可能性があります。

インフレが上昇すると、FRBが景気過熱を防ぐため短期金利を引き上げる可能性が高まります。短期金利が上昇すると、借入コストが高くなり、消費者や企業の購買意欲や設備投資意欲が削がれ、その場合、企業の利益率が圧迫され、景気の足取りが鈍る可能性があります。

FRBの予想では利上げは2018年にあと1回、2019年に3回となっています。当社のチーフ米国エコノミスト、Alan Levensonは現在、FRBがもう少し積極的になり、今年12月と来年には四半期に1回ずつの計5回の利上げを行うと予想しています。

債券グローバル運用チーム・メンバーのQuentin Fitzsimmonsは、「今は市場心理が非常に重要だと思う。過去10年はFRBが助けに来てくれると考えられてきたが、現在はFRBが助けることはできず、市場がすぐに安定しないリスクが懸念されている。この意味では、市場は短期の経済指標に非常に敏感に反応するだろう」と指摘します。

#### 貿易面の緊張は和らいでいない

貿易を巡る米中間の緊張が続いていることが市場を大変不安にしています。両国は互いに相手国からの幅広い輸入品に制裁関税を発動し、対象を拡大すると威嚇し合っており、緊張がすぐに和らぐ兆しは見られません。

米大手企業、特に製造業は過去10年にわたり広範なグローバル・サプライチェーンを構築し、世界中の低コスト生産拠点に依存してきました。グローバル資本財株式戦略ポートフォリオ・マネジャーのPeter Batesは、「関税引き上げによる部品コストの上昇は長期的にインフレを押し上げる可能性がある。しかし、企業は最終的に新しいルールの下で利益を最大化する術を学ぶだろう」と語ります。

米国大型コア・グロース株式戦略ポートフォリオ・マネジャーのLarry Pugliaは、EUやメキシコ、カナダとの貿易交渉の進展に注目しています。「より公正な交易条件の追求は望ましいことだが、それは必然的に一定のリスクを伴う。これらの問題の解決を前提に投資判断を行うのは時期尚早だろう。我々は今、最終的にどのような影響が及ぶのか状況を精査している」(Puglia)。

#### 割高なバリュエーションが株式のリスク

米国株、特に大型グロース株は株価が高水準で推移してきました。株式市場が2009年3月の底から10年余りも上昇し、経済成長率も企業収益の伸びも長年ずっと強かったことを考えると、このような高いバリュエーションは現在の良好なファンダメンタルズが予見し得る将来において続くことを織り込んでいるかもしれません。その場合、景気見通しの悪化を示唆するような材料に市場が敏感に反応することも考えられます。

米国株の上昇を牽引してきたFAANG (Facebook、Apple、Amazon、Netflix、Google)の下落が相場全体の下げを増幅した面もあります。それ以外に、電気自動車のTeslaやAlibaba、Tencentなど中国IT大手も高値から大きく反落しています。これらの銘柄の多くはファンダメンタルズが依然良好なようですが、それでも株価が下落するのは珍しいことではありません。

ダイバーシファイド中型グロース株式戦略および節税株式戦略ポートフォリオ・マネジャーのDon Petersは、「今回の急落は全般にテクノロジー・セクターやインターネット企業によって主導された。率直に言って、相場のリード役だった株価上昇率がトップクラスのこれら高モメンタム株が調整を迎えるまでにこれほど時間がかかったのは意外だった」と述べます。

欧州株のバリュエーションは米国株に比べやや魅力的ですが、英国株はEU離脱に伴う不透明感から大半のグローバル株式市場に対してディスカウント水準で推移しています。アジア太平洋の先進国市場では、バリュエーションは全般に米国株に比べて魅力的ですが、企業業績には引き続き世界貿易の減速による下振れリスクがあります。日本株は特に、相対的な割安感の強さ、好調な業績、コーポレート・ガバナンスの着実な改善などがサポート材料になっています。

新興国株は貿易摩擦懸念や通貨安を受け大幅に下落し、大きくアンダーパフォームした結果、バリュエーションは大半の先進国市場より魅力的です。2018年9月30日までの6ヶ月間では、MSCI 新興国株式指数はS&P 500を米ドルベースで約20%

アンダーパフォームしました(パフォーマンスはS&P 500の11.41%に対し、MSCI 新興国株式指数は-8.73%)。

#### 世界経済は今のところ堅調

最近の米景気は大変好調で、財政支出、税制改革、規制緩和が現在の成長加速の主な原因ですが、昨年の減税のようなサイクル終盤の景気刺激は持続不可能な急成長につながり、景気の過熱を招く恐れがあります。

「米景気は税制改革や規制緩和によって押し上げられ、好調が続いている。製造業のデータは過去最高に達し、先行指標はポジティブで、消費者信頼感は高く、中小企業の景況感も過去最高水準にある。しかし、今は景気サイクルの終盤であり、金融緩和の修正に伴い金利が上昇し、労働需給が逼迫する中、インフレと労働コストも上昇している」(Rottinghaus)。

欧州経済は鈍化しているものの、なお比較的安定しています。ただ、景況感指標は約9ヶ月ぶりの低水準にあります。英経済は健全な様子で、失業率は低く、賃金は順調に伸びており、労働市場のスラック(需給の緩み)も限定的です。

アジア太平洋地域の貿易依存度の高い国の経済は健全ですが、世界経済の減速に伴い鈍化しています。日本経済は上振れしましたが、最近の天災の影響で足取りが鈍る可能性があります。オーストラリア経済は引き続き軟調に推移しており、住宅市場の行方が特に懸念されます。

新興国では、中国経済の勢いが衰えていますが、政策当局は引き続き緩和的な措置で対応すると思われます。他の新興国は金利が上昇傾向をたどっており、中央銀行が金融政策を引き締めているため、成長率は鈍化する見込みです。最近は石油の世界的ベンチマークのブレント原油が1バレル80ドルを突破し、4年ぶりの高値をつけており、トルコやインドなどの主な石油輸入国には原油高も痛手です。

#### 今後の展開は?

株価が大きく下がると、常に不安を誘いますが、時折の乱高下は想定内です。注目

すべきは、株価が急落し、ボラティリティが急騰しましたが、世界の株式市場を取り巻く環境は引き続き全般に良好であることです。

今回の急落が短期的なものなのか、それともより深刻な事態に発展するのか正確に予測することはできません。しかも、市場のタイミングを見計らうこ

とはプロにとっても至難の業です。市場のタイミングを計ることに失敗すると、2つの点で長期パフォーマンスの悪化につながります。第1に、損失が出ていた資産を売却、換金すると、損失が実際に確定されてしまいます。第2に、市場が底入れ反転した時、少なくとも上昇幅の一部を見逃してしまうことになります。

「経済や資本市場の環境は近年より良好だが、投資家は株式市場の好パフォーマンスが永遠に続くと考えるべきではない。ここ数年のパフォーマンスが非常に良かっただけに、今後数年は株式のリターンが下がってもおかしくない。それでも、株式は長期のキャピタルゲインを求める投資家にとっては引き続き最善の選択である」(Peters)。

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](http://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説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