

# 2019



# OUTLOOK

---

---

# 目次

---

	ページ
グローバル投資委員会(GIC)による 2019 年の展望	2
2019 年アジア・クレジット市場見通し	5
2019 年アジア(除く日本)株式市場見通し	13
2019 年先進国市場見通し	15
2019 年新興国市場見通し	17
2019 年グローバル・クレジット市場見通し	19
2019 年グローバル株式アウトルック	23
2019 年日本株式市場見通し	26
2019 年シンガポール株式市場見通し	32
2019 年グローバル・マルチアセット・アウトルック	41

# グローバル投資委員会(GIC)による2019年の 展望：楽観的な見方ながらもその度合いは後退

## 世界経済の成長はそこそこ順調

9月に行ったミーティング以降にかなり多くの展開が発生した。主なものは地政学的材料を主因とする原油価格の予想外の急落、米中貿易とブレグジット(英国のEU離脱)における衝突のさらなる悪化、世界経済に散見された減速の兆しであった。市場では、様々な国の第3四半期GDPに見られた弱さが概ね一時的な要因によるものなのか、それとも本格的な景気悪化の兆候なのかの議論となっている。もちろん、2019年は2018年のかなり早いペースよりも成長が鈍化するであろうこと、また中央銀行が金融政策を徐々に正常化させつつあることは誰もが以前から知るところであったが、その明らかな兆候が顕在化すると市場心理は直ちに抛り所を失った。実際、景気サイクルの最終段階にあるのではないかと懸念が一般化しているが、我々誰もが知っているように、今回のサイクルはこれまでのあらゆるケースと大きく異なっているため、予測するのが非常に難しい。しかし、当社では、経済が2019年に低迷することはなく、市場は過剰反応しているとの立場をとる。当社のグローバル投資委員会(GIC)メンバーの多くは、潜在リスクのバランスは下方サイドに傾いているが、大幅に悲観的な見方を打ち出すほど強く傾斜しているわけではないと考えている。その潜在リスクのなかでも大きな役割を果たすのがブレグジットで、どういう結果になるか真に確信を持っている者は誰もいないが、その結果は世界的に大きな影響を及ぼすと見られる。しかし、ブレグジットが大きな混乱なく進むと仮定すれば、日米欧(G3)および中国の経済は2019年12月にかけて主要エコノミストの予想におおよそ沿ってそこそこの成長を遂げると想定され、また当社ではコンセンサス予想と同様に中央銀行が金融緩和を縮小すると予想している。そのような背景の下、当社では債券利回りが緩やかに上昇するとともに、米ドルは年の前半は横這いとなるも後半に下落し、また特に他の地政学的リスクの多くは抑制され続けるとも見ていることから、株式市場は一段と上昇すると予想する。大きな下方リスクが存在するのは間違いないが、一方で明らかに上方リスクもある。

9月のGICミーティングの日から11月30日にかけてのグローバル株式の市場リターンは、当社予想の+6.9%(予想対象期間は12月末なので、どうなるかは向こう数週間に出てくるニュースによるが)に対して-5%となり、当時の当社の強気なスタンスに反する結果となった。当社が政治および経済面の不安の展開を正確に予測できなかったのは明らかだ。これまでのところ、すべての地域のリターンが米ドルベースでマイナスとなり、当該期間の当社予想を下回っている。ドイツ国債と日本国

債の10年物利回りは当社の12月末予想の水準をやや下回ったが、米国債はほぼ予想通りとなった。当社の為替予想は基本的に的中し、ユーロと日本円のみが当社予想を僅かに下回った。

市場は荒れた展開となっているものの、2018年第4四半期～2019年第1四半期のGDPは、日本の場合は自然災害、欧州の場合はドイツの自動車生産停滞の悪影響を受けた第3四半期との比較においてだが、比較的好調な推移を予想する。米国については当社予想と現在のコンセンサス予想が一致、欧州と日本については、2018年第4四半期～2019年第1四半期では現在のコンセンサス予想が当社予想をやや下回る水準となっているが、2019年第2～3四半期では当社予想と現在のコンセンサス予想が一致している。中国については、現在のコンセンサス予想が当社予想を僅かに下回っている。先に目を向けると、米国のGDP成長率は2019年上期を前期比2.5%(季節調整済み年率換算値)、下期を同2.0%と予想しており、これらはエコノミストのコンセンサス予想と一致するだろう。個人消費や固定資産投資の増加が成長にプラス寄与すると考えられる一方、純貿易はかなり不安定に推移する可能性が高く、特に第1四半期にはその傾向が強まるだろう。ユーロ圏と日本のGDP成長率については、2019年上期がともに前期比1.7%(季節調整済み年率換算値)、下期は前者が同1.8%、後者が同0.6%となる見通しであり、いずれもコンセンサス予想に近似するだろう。日本の下期低迷予想の要因は、10月に予定されている消費増税だ。中国の政府が公式発表するGDP成長率は、2019年上期が前期比約6.0%(季節調整済み年率換算値)、下期が同約6.4%になると見られる。中国の場合も個人消費が牽引役となる見通しであるが、財政出動による下支え効果も強まり始めるだろう。総じて、こうした展開はリスク資産市場に安心をもたらすものと考えられ、また、企業収益予想は2019年を通して好調な増益を示していくものと見られる。

地政学上の問題については、主要国が総じて景気を重視する姿勢を強めていることから、危機に発展することなく対処されるだろうとの見方を維持しているが、中国、中東、ブレグジットをはじめとして注視を要する状況が多々存在する。米国の通商問題は欧州やカナダ、メキシコの間では沈静化した。中国との間ではかなりこじれている。当社の想定では、米国が2019年上期中に中国からの輸出品2,000億ドル相当に25%の関税を適用開始するが、世界経済はそれほど混乱することなく乗り切ることができると思っている。しかし、米中の対立は国家安全保障に関連する制裁や逮捕へと広がりを見せており、サプライチェーンの混乱やテクノロジー関連の標準規格の分断を招く可

能性が現実味を帯びている。それが現実化すれば世界経済の大きな混乱を招くことになるだろう。また、こうしたなか北朝鮮問題が再燃する可能性も高まっている。欧州に目を向けると、イタリアの予算問題は今のところ沈静化しているが、いずれも解消の見込みがない景気低迷、貧困、移民問題などに対する国民の怒りを背景に、今後も折に触れて混乱を招く要因となるのは確実だろう。フランスも今やこれらと同様の問題や暴動に苦しんでおり、欧州各国の政府は大きな不安を募らせていることだろう。最後に、米国国内の政治情勢は予測するのがあまりにも困難であり、弾劾や両サイドによる非難の応酬をめぐって市場の先行き不透明感が時折高まるかもしれないが、政治が大規模な混乱に陥る確率は依然低い。

## 中央銀行：日本以外は金融政策の正常化へ

当社では、FRB(米国連邦準備制度理事会)が9月と12月に0.25%ずつ利上げを行うと予想しており、これが正しいことは間違いなさそうだ。一方で、2019年は第1四半期の金利据え置きを経て、第2四半期と第3四半期に利上げが実施されると予想していたが、これはエコノミストによる現在のコンセンサス予想からそれほど離れていないものの、可能性が低くなっている。現在では、2018年第4四半期、2019年第1四半期、そして第2四半期に利上げを実施したのちに一時休止すると予想する。ECB(欧州中央銀行)については、当社の予想通り、依然として12月にQEを終了する意向だ。2019年第3四半期に初回利上げを実施し、四半期毎に0.20%の利上げを実施していくとの予想を維持するが、それが2020年までずれ込む可能性も十分ある。また、2019年上期に中規模のTLTRO発行が実施されるだろう。日銀については、9月に現行の政策を維持しつつもETF買いの段階的縮小に動くことと予想していたが、足元では当面それが議論に上らないだろうことは明らかだ。2019年10月に消費増税を控えており、向こう4四半期において日銀が利上げに転じることはないとの予想を維持する。物価動向については、米国のコアCPIを2019年6月時点で前年比2.2%、12月時点で同2.1%と予想する。ブレント原油価格を6月時点で1バレル=66ドル、12月時点で68ドルと予想しており、総合CPIは6月時点で前年比2.2%、12月時点で同2.3%と予想する。これは基本的にFRBの目標通りの展開だ。また、OPECの市場統制力が再び強まることによる原油価格の持ち直しが主な牽引役となり、2019年にはコモディティ価格全般も緩やかに上昇すると考えられる。世界経済の成長を受けてコモディティ需要はかなり堅調な推移を続ける見通しだが、投機筋によるコモディティ投資は減少すると見られる。

## 米ドルは上期に横ばいで推移し、下期に下落へ、G3の国債利回りは低位で推移

当社のシナリオに基づき、G3の国債利回りは向こう数四半期で小幅な上昇が続くと予想する。国債10年利回りの3月末時点のターゲットは、米国債が3.15%、日本国債が0.15%、ドイツ国債が0.40%である。6月末時点では、それぞれ3.15%、0.15%、0.50%と予想する。2019年下期には、米国債利回りが3.0%まで低下する一方、日本国債は引き続き横ばい、ドイツ国債は小幅に上昇すると見られる。これにより(当社の目標為替レートも加味)、クーポン収入を含むCitigroup WGBI(グローバル債券インデックス)の米ドルベースのリターン(非年率換算

値)は、基準日(2018年11月30日)から2019年6月末までの期間が-1.2%、12月末までの期間が-1.3%となる。したがって、米ドルベースの投資家の場合、グローバル債券に対する慎重な姿勢を引き続き維持している。円ベースの投資家の場合、WGBIインデックスの円ベースのリターンは6月末までの期間が0.1%、12月末までの期間が-3.5%となる。また、日本国債10年物の円ベースのトータルリターン(非年率換算値)は、6月末までの期間が-0.6%、12月末までの期間も同様と予想する。

通貨については、FRBの金融引き締めが日銀やECBよりも速いペースで進むなかでも、世界中が注目する米国の連邦予算や貿易赤字をめぐる懸念の強まりに加え、米国政治の先行き不透明感が足かせとなり、米ドルに対する強気な見方が抑えられると見られ、日本円とユーロは6月末時点では当社基準日時点の1米ドル=114円、1ユーロ=1.13米ドルから概ね横ばいと予想しているが、12月末時点では1米ドル=111円、1ユーロ=1.16米ドルへと上昇すると見られる。一方、豪ドルは6月末時点で1豪ドル=0.72米ドル、12月末時点で1豪ドル=0.74米ドルと予想する。

## グローバル株式に対してはますます強気な見方

当社の新しいシナリオでは、良好な経済成長を受けて企業収益が好調な伸びを示す一方、緩やかな金利上昇によって株価バリュエーションが大きくは損なわれないと見ており、グローバル株式に対して強気な見方をしていく(世界金融危機以降のほぼ全期間における当社の見解と整合的)。FRBが2019年下期に利上げサイクルを終了しないまでも一時休止するとの見方が強まっていることは、株式市場全体の追い風になると考えられる。また、プレグジットや米中間の貿易戦争に関する懸念が和らげば、市場にとって大きなプラス材料になるだろう。当社では、11月30日を基準日とする各国市場の予想リターンを総計し、MSCI World Total Return Indexの米ドルベースのリターン(非年率換算値)を6月末までの期間が6.6%、12月末までの期間が11.6%と予想する。したがって、米ドルベースの投資家の場合は(日本円ベースの投資家の場合も)、グローバル株式に対するスタンスを相応に強気とする。

米国では、良好な世界経済成長に加え、企業による事業運営効率化の加速によって、緩やかな金利上昇や政治の先行き不透明感といった逆風が十二分に相殺される見通しであり、米国株式を取り巻く環境は良好である。特に、SPXの2018年(暦年)および2019年(同)の予想EPSはGICの9月会合以降でさらに1%上昇しており、12ヶ月先予想EPSに基づく予想PERは16.8倍から15.8倍へと低下している。また、企業による自社株買いが高水準で継続していることも市場の下支えに寄与するだろう。これらを総合的に勘案し、SPXは6月末時点で2884(基準日の11月末からのトータルリターン(非年率換算値)は5.6%)、12月末時点で2957(同リターンは9.2%)に達すると予想する。

欧州株式は過去3四半期にわたってかなり低調なパフォーマンスを示してきたが、米ドルベースのリターンではそれが特に顕著だった。欧州のマクロ経済指標は、輸出や自動車生産な



どの一部に引き続き減速の兆しが見られるが、今後は特に成熟国の基準からすれば GDP が相応に堅調に推移していただく。市場は政治的リスクに悩まされ続けたが、イタリア危機懸念は足元で大幅に後退しており、また、プレグジットをめぐる状況が改善すれば投資家センチメントが大きく押し上げられるだろう。低金利の継続や、世界経済成長を受けた企業収益の好調な伸びは、欧州株式市場の反発を後押しすると考えられる。注目すべきは、原油などのコモディティ価格(多国籍企業の存在を通じて英国や欧州の企業収益に影響を及ぼしやすい)の上昇も、第3四半期に大きく低迷した英国および欧州企業の収益を押し上げると見られることだ。さらに、12ヶ月先予想 EPS に基づく欧州株式の予想 PER は 12.8 倍と低水準にあり、ある程度上昇する可能性が高いことから、Euro Stoxx は 6 月末に 375 へ、12 月末に 380 へ上昇、FTSE は 6 月末に 7500 へ、12 月末に 7800 へ上昇すると見ている。したがって、MSCI Europe の米ドル・ベースのリターン(非年率換算値)は 6 月末までの期間が 10.7%、12 月末までの期間が 16.8%と予想する。2018 年(暦年)および 2019 年(同)の EPS のコンセンサス予想は、GIC の 9 月会合以降で 2%低下しているが、2019 年(同)の EPS の前年比伸び率は 10%と依然堅調であるほか、配当利回りも 3.5%と高水準にある。

日本株式も低調なパフォーマンスに終わり、報告期間中の米ドル・ベースのリターンは大幅なマイナスとなったが、12ヶ月先予想 PER が 12.5 倍と、足元のバリュエーションは非常に低い水準にあり、この先も EPS は好調な伸びを維持すると見られる。実際、2018 年(暦年)および 2019 年(同)の EPS のコンセンサス予想は GIC の 9 月会合以降で 2%低下しているが、2019 年(同)の EPS の前年比伸び率は 9%と依然非常に良好であるほか、配当利回りは 2.3%となっている。世界的な通商問題は、日本の設備投資財に対する中国需要の著しい減少を招くなど、日本に対する投資家センチメントの悪化に大きな影響を及ぼしたと見られる。また、日本の国内経済も第3四半期には自然災害に苦しめられたが、第4四半期には大幅に持ち直す見通しだ。日本企業の業績は依然として世界経済の継続的成長との連動性が高いため、当社が予想するように世界の経済成長をめぐるセンチメントが改善すれば、日本株式に対する投資家の関心が高まるものと考えられる。また、(いくつかの不祥事があったものの)コーポレートガバナンスが引き続き向上しており、自社株買いも大きな支援材料となり続けている。したがって、TOPIX は 6 月末に 1752、12 月末に 1862 に達し、米ドル・ベースのトータルリターンは 6 月末までの期間が 5.1%、12 月末までの期間が 16.8%と予想する。2019 年 10 月に予定されている消費増税が近づくとつれて、景況感がどれほど不安定化するかはやや不透明だ。前回の消費増税は景況感の大幅な悪化を招いた。しかし、足元の日本経済は以前に比べて土台がかなり強固になっているとともに、消費者は前回時の反応が過剰だったことを自覚しており、今回は影響がかなり軽微にとどまると考える。

アジア太平洋先進国株式(日本除く)についても、貿易をめぐる懸念を背景にパフォーマンスが低迷したが、今後は香港および

オーストラリア株式の堅調なパフォーマンスに牽引され、米ドル・ベースのリターン(非年率換算値)は 6 月末までの期間が 8.4%、12 月末までの期間が 18.3%に達すると予想する。世界経済成長に対する信頼感の改善、割安な株価バリュエーション、良好な企業収益成長、世界的な低金利継続はみな、こうした予想リターンに対する大きな寄与要因となっている。香港の不動産価格は下落する可能性が高いものの、これはすでに株価に相当織り込まれている。FRB の利上げ一時休止が迫っている感が少しでも出てくれば、特に香港不動産市場に対するセンチメントにとって追い風になるとと思われる。アジア太平洋先進国株式においても、通商問題、特に米中間の通商問題が主なりリスク要因となっているが、このリスクはこれまでに市場に相当織り込まれており、もし米国の対中国制裁が 2,000 億ドル相当の中国製品への 25%の輸入関税適用で打ち止めとなれば、これらの市場にとって大きなプラス要因となるだろう。

## 投資戦略のまとめ

地政学面のテールリスクが依然としてかなり大きいことに疑いはないが、総じて世界の経済成長や企業利益の勢いは引き続き改善していることから、グローバル投資委員会は相当に強気な見方を維持している。したがって、過去 10 年間と同様、グローバル株式に対するスタンスを強気とする。一方で、世界的に債券利回りが小幅に上昇すると見られることから、特に米国の短期債券に比べ、グローバル債券に対しては慎重なスタンスを維持する。2019 年は世界のリスク資産市場に大きな下方リスクが存在するのは間違いないが、多数の上方リスクも存在する。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが世界のマーケット状況などについてお伝えすることを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建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、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。
- 当資料に示す各指数の著作権・知的財産権その他一切の権利は、各指数の算出元または公表元に帰属します。
- 当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の弊社の見解を示すものです。
- 当資料のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

# 2019年アジア・クレジット市場見通し

## サマリー

2019年のクレジット市場パフォーマンスにとって、アジア各国のマクロ経済環境はほぼ中立だろう。主要国のGDP成長は緩やかに減速するが、ハードランディングのシナリオの実現はないと考える。

多くのアジア諸国、とりわけ中国の財政政策は引き続き成長に対してサポートティブであり、外需と国内民間需要との鈍化に対する安定剤としての役割を果たすだろう。インドとインドネシアでは国政選挙を控えて財政赤字がいくらか拡大するであろうが財政健全化の傾向は大筋で変わらず、今後数年に渡って軌道に戻っていくだろう。大切なことを言い忘れていたが、インフレが抑制され続ければ、多くのアジア諸国の金融政策が中立から緩和に維持されるだろう。

2019年は、国・セクターレベルでのクレジット選択が重要になるだろう。経営がしっかりしていて、厳しい事業環境や資金調達環境での実績がある企業のクレジットを 선호する。アジアの投資適格債とハイイールド債の両方で、全般に残存期間の短いクレジットを引き続き 선호する。中国のハイイールド債では、工業セクターよりも残存期間の短い不動産セクターの債券を 선호する。

## 2018年の市場振り返り

2018年はアジアのクレジット市場においてボラティリティが高い年となった。世界経済に対する楽観がもたらした1月の力強いラリーはつかの間で終わった。その後のインフレの高まりを示唆する経済指標と原油価格の高騰がFRB(連邦準備制度理事会)の利上げ加速観測を呼び、米国債の利回りが急騰すると共に、アジアを含む新興国からの資金流出を招いた。間もなく米国が報復的な貿易上の争いをあちこちで繰り広げた。米トランプ大統領の強硬姿勢は、とりわけ中国に対して目立った。世界貿易の見通しに関する不確実性が米国債利回りの重石となった。一方、トルコとアルゼンチンとに対する特有の懸念がリスク資産への逆風となった。これに伴ってインドのルピーとインドネシアのルピアを含む複数の新興国通貨が急落、投資家の懸念は増大し、信用スプレッドを押し上げた。インドネシア銀行は、ルピアを安定させることを主眼に、合計175bpsの利上げを行った。

激化する貿易摩擦に加えて、中国のデレバレッジ努力が本土の金融環境を引き締め、特に投資と消費の分野で国内成長の妨げになっているとの懸念が浮上した。国内の景気低迷が予想よりも悪いと見た中国政府は(金融と財政両方で)緩和措置を打ち出した。この中国の緩和政策は、7月と8月のセンチメントを上向かせ、2018年2月から広がっていたいくつかのスプレッドの巻き戻しにつながった。しかし、米国での期待外れの企業決算が世界の株式市場での大幅な調整要因となり、ひいては米国債のラリーをもたらしたため、アジアのクレジット市場は、9月と10月に再び売りを浴びた。年末に向けては、FRBが利上げサイクルの終盤に近づいているという期待感と、米国と中国が貿易摩擦の緩和に向けた交渉を再開したというニュースにより、市場のトーンはより建設的になっている。

この1年間、需要と供給の力関係のシフトが、またもやアジア・クレジット、特にハイイールド債の逆風となった。オンショア人民元市場での流動性の低下により、オフショアの債券供給が増加を続けており、同時にオンショアの投資家からの需要は抑えられている。結果的に、JACI(JPモルガン・アジア債券総合指数)コンポジットのリターンは年初来で-1.63%となった。アジアの投資適格債は、スプレッドが48bpsから206bpsに拡大し、リターンは-0.95%だった。アジアのハイイールド社債は、スプレッドが164ベーシスポイントから620ベーシスポイントに拡大したためアンダーパフォームし、リターンは-3.92%だった。

## 2019年アジア・クレジット市場で注視すべき主なリスク:

- 貿易と米中関係:** 米中は、2019年3月1日を暫定的な合意期限として、貿易摩擦の解決に向けた交渉を進めている。貿易やその他の戦略的な課題において双方が歩み寄りできない場合は、信用スプレッドとリスク環境全般においてマイナス要因となる。
- 中国:** 外需の弱さと本土の資金調達環境の引き締めによる予想よりも急激な中国の低迷は、投資家のセンチメントを大きく弱めかねない。
- 商品価格:** 低い原油価格は経常赤字を抱える純石油輸入国にとっては恩恵であるが、突然かつ急激な原油価格の下落は、より大きな不確実性要因となり、投資家のリスク選好に水を差す。商品価格の下落も、石油、ガス、金属、鉱山といった川上産業のクレジット・ファンダメンタルズに影響を及ぼす。

4. **無リスク金利の上昇**: 年末に米国債券市場に広がったハト派的な市場センチメントにも関わらず、予想を上回る賃金と物価との上昇による米国債利回りの急激な反発は、2019年の主なリスクであり続ける。
5. **発行**: 新興国ハードカレンシー市場への資金フロー環境は一段と厳しさを増すが、アジア・クレジットへの需要はますますと予想される。オンショア資金調達コストの高止まりやオンショアの投資需要の低迷があった場合アジアの発行体が米ドル建て調達に切り替えることで、新規発行圧力が継続するだろう。しかし、2019年には償還期限を迎える債券が相当額控えていることから、純供給量としては対応可能と見る。

## 2019年アジア・クレジット市場の見通し

### ファンダメンタルズ

#### マクロ

2019年のクレジット市場のパフォーマンスにとって、アジア各国のマクロ経済環境は、ほぼ中立だろう。主要国のGDP成長は緩やかに減速するが、ハードランディングのシナリオの実現はないと考える。既に導入された関税の影響がより強く出てくるため、輸出の成長は鈍化するだろう。しかし、特に世界的な成長懸念から商品価格が横ばいから少し弱含みとなる場合には、輸入の成長も同様に鈍化するだろう。そのため、純輸出のGDP成長率への貢献度は、2018年と比べてわずかに下がる程度だろう。クレジット市場の投資家は、米ドル、米金利、原油価格の高騰に引き続き脆弱な、大きな経常赤字を抱える国々の動向に注意を払い続ける必要がある。

多くのアジア諸国、とりわけ中国の財政政策は引き続き成長に対してサポートティブであり、外需と国内民間需要の鈍化に対する安定剤としての役割を果たすだろう。インドとインドネシアでは国政選挙を控えて財政赤字がいくらか拡大するであろうが財政健全化の傾向は大筋で変わらず、今後数年に渡って軌道に戻ってゆくだろう。大切なことを言い忘れていたが、インフレが抑制され続けられれば、多くのアジア諸国の金融政策が中立から緩和に維持されるだろう。これは特に、2018年にオンショアの資金調達の逼迫がオンショアとオフショアの両方の米ドル建てクレジットのパフォーマンスにとってマイナスの圧力となった中国に当てはまる。民間セクターと地方政府のインフラプロジェクトに対する十分な資金供給に焦点を当てた最近の政策対応により、2019年の中国のクレジット環境は改善すると見る。

2019年はGDP成長とそれ以外のソブリン・クレジット指標が緩やかに悪化する年と見ており、アジアのソブリン格付けにはあまり変化がないものとする。

#### クレジット

アジア企業クレジットのファンダメンタルズは、概ね安定を維持すると見ている。引き続き堅調な経済、強固な資本基盤、安定した資産の質を前提として、アジアの銀行のクレジット・プロファイルは概ね安定するものと見ている。信用供与に対する銀行の能力と意欲は引き続き底堅い。中国では、主要な銀行を統治する規制の枠組み強化が続いており、それが、流動性の引き締めとオンショア社債のデフォルトのこれまでの低水準からの増加にも関わらず、金融システム全般におけるシステムリスクの軽減に役立っている。

アジアの投資適格社債セクターでは近年、レバレッジとDSR(負債返済比率)とに改善が見られる。中立的なマクロ経済環境にあっては、利益成長は減速し、調達コストは上昇するであろうため、デレバレッジのトレンドがこれ以上続くとは考え難いものの、アジア投資適格社債のクレジット・プロファイルに大きな悪化は見込んでいない。そのため、格付け判断は2019年を通して概ね安定すると見込む。

ハイイールド債では、セクター間及びセクターの中でも格差が広がるだろう。2019年、中国不動産セクターの成長は減速するだろう。しかし、2018年の好調な売上げ、低水準の土地在庫と国内の厳しい資金調達環境の軟化などからリスクは抑制されている。資金調達が容易で売りやすい在庫を数多く持つ大規模な開発業者が小規模な業者と比べて健闘することは間違いないだろう。中国のハイイールド工業銘柄のクレジット指標の傾向にはばらつきがあり、未だ国内の厳しい資金調達環境がセクター全体に圧力を及ぼしている。アジアのハイイールド金属・鉱山セクターには、2018年平均比商品価格が弱含みとなる見通しから、ある程度下方圧力がかかると見ている。

厳しい経営環境とタイトな調達環境が発行体によっては流動性の逼迫をもたらすため、アジアハイイールドのデフォルト率は歴史的な水準よりも高い2%から3%のレンジで推移することが見込まれるもののリファイナンス・リスクは全体的に対応可能な範囲と見ている。

### バリュエーション

投資適格債とハイイールド債とのスプレッドは2018年を通して拡大した。投資適格債のスプレッド、206bpsは、世界金融危機後の平均に近い水準である。ハイイールド債は2018年にアンダーパフォームしたことで、そのスプレッドは620bpと2016年以来的水準となっている。米国債が売り込まれたことで、投資適格債の利回りは、2013年のテーパー・タントラム以来見られなかった4.9%という魅力的な水準まで上昇した。同様に、高格付社債の利回りも9.05%まで上昇、2012年の欧州債務危機以来の水準となっている。

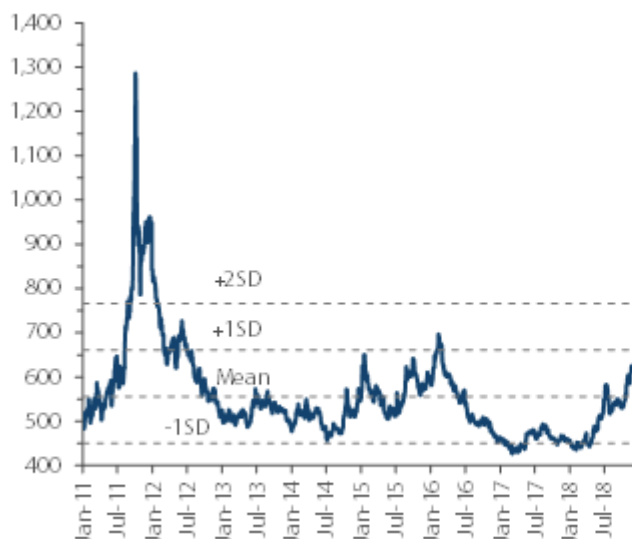


### チャート1:アジアの投資適格債の спреッド



出所: 2018年12月現在、J.P. Morgan、ブルームバーグ

### チャート2:アジアのハイイールド社債の спреッド



出所: 2018年12月現在、J.P. Morgan、ブルームバーグ

2018年、米国クレジットに対して、アジア・クレジットは2018年末にいくらか巻き戻したものの、概ねアンダーパフォーマンスを続けた。高格付けクレジット対低格付けクレジットがアンダーパフォーマンスした。2018年を通してのアンダーパフォーマンスが続いたものの、アジアと米国のA格債間のスプレッド差は3bp縮小した。BBB格債のスプレッド差は18bp拡大して72bpとなった。アジアハイイールドは、アンダーパフォーマンスし、BB格債のスプレッドが122bp拡大して156bp、B格債が238bp拡大して240bpとなった。現時点では、投資適格債のBBB-格とここ数年で見るとスプレッド格差が大きくなっているハイイールド債に相対的バリューがある。

### 需給

アジア・クレジットの需給環境は、2019年も引き続き精彩を欠くと見られる。現状のマクロ経済に対する懸念と金融引き締め環境にあつて、新興国債券ファンドへの海外からの資金流入は弱い。新発債の吸収状況を見る限り、年を通じた環境の弱さにも関わらず、アジア・クレジットに対する現地の需要はしっかりしている。しかし、特に中国のハイイールド銘柄についてオンショアの流動性が未だタイトであるため、米ドル建て債券供給がセカンダリー市場のスプレッドに重くのしかかるだろう。総発行額は2018年と同じく約2,260億米ドルと見込む。約1,490億米ドルという多額の既発債償還が予定されているため、この額は消化可能と考える。

### 期待リターン

特にハイイールド債でバリュエーションは改善したものの、米国の金融引き締めの続行、米中貿易摩擦によるマクロ経済への逆風の高まりにより、2019年のアジア・クレジットのリターンは抑制されるだろう。無リスク金利は、2018年よりは穏やかなペースとなるものの、引き続き上昇すると見込まれる。アジアの投資適格債は、様々なマクロのリスク要因が割安なスプレッドと年初の高水



準のオールイン利回り(債券発行時の国債利回り、スプレッド、発行価格のディスカウント、手数料等をすべて勘案した利回り)により相殺され、2019年は小幅なスプレッド拡大で終わるだろう。米国債利回りの持続的な上昇が引き続きリターンに悪影響を与えることから、キャリアが再びリターンの主な牽引役となる。アジア投資適格債のリターンは、一桁台前半の控えめなプラスになると予測する。

アジアハイイールド債のスプレッドは、現在の620bpから若干拡大して2019年を終えると思われる。2019年、デレートの短さとキャリアの高さから、アジアのハイイールド債は投資適格債をアウトパフォームすると見込む。投資適格社債をハイイールド社債と比較した場合、スプレッド・レシオは中央値の約2.50より高い2.81となることから、これもハイイールド社債に傾く傾向にあるとみる。

## 投資戦略

アジアの投資適格債とハイイールド債の両方で、全般に残存期間の短いクレジットを引き続き選好する。中国のハイイールド債では、工業セクターよりも残存期間の短い不動産セクターの債券を選好する。

2019年は、国・セクターレベルでのクレジット選択が重要になるだろう。経営がしっかりしていて、厳しい事業環境や資金調達環境での実績がある企業のクレジットを選好する。アジアの投資適格債とハイイールド債の両方で、特に2018年末に向けての市場全般の下落により、いくつかのクレジットにおいてバリュエーションがファンダメンタルズから逸脱しているが、我々は引き続き残存期間の短いクレジットを選好する。中国のハイイールド債では、工業セクターより残存期間の短い不動産セクターの債券を選好する。

イールドカーブ戦略としては、長期ゾーン信用スプレッド拡大リスクと米国債利回りの2018年末水準からの反発リスクを考慮し、ベンチマーク対比デレートのアンダーウェイトを継続する。

シンガポールや香港のような強い銀行制度を有する国々の金融劣後債は引き続きオーバーウェイトとする。また、中国のインフラと準ソブリン中のより強いセクターとを選好する。ヘッドラインリスクのあるテクノロジーに関しては引き続き慎重な構えを継続する。バリュエーションの観点からフィリピンのソブリン債と韓国のクレジットをアンダーウェイトとする。インドネシアの投資適格債はニュートラルであるが、ソブリン債を準ソブリン債とその他のセクターに対してオーバーウェイトとする。

## 国・セクター別アウトルック

### 国

#### 中国

2019年の中国の経済成長は、金融引き締めタイムラグ効果により一段と減速する構えだ。しかし、当局が実体経済と国内金融市場における悲観の深刻さを認知し始めたため、中国経済はハードランディングを回避するだろう。米国との貿易停戦により、中国が大規模な財政措置を導入する緊急性は弱まった。しかしながら、最近の経済への下方圧力の増大に対応すべく共産党中央政治局常務委員会が適時の対策の必要性を叫んだことは、政府が同国経済に向けて大規模な財政・金融両面での支援を開始する準備ができていることを示唆する。既に金融政策は明らかに緩和バイアスへと移行した。

当社では、最近のインフレの反発は一時的なものと見ており、成長鈍化により2019年のインフレ圧力は抑制可能と見ている。中国人民銀行による支援的な金融政策と相まって、インターバンクレートを押さえ込み、財政赤字の増加によって起こりうる国債利回りの上昇に歯止めをかけるだろう。

#### インド

2019年、インド経済は、4月～5月に総選挙を控えた中央政府による支出の増加と投資環境の改善が功をなし、力強い成長を続けるだろう。一方、食品価格上昇が鈍化あるいは安定化することから、インフレはピークに達していると考えられる。それでもなお、インフレ総合指数は前年比で4%近くを維持すると予想する。食品価格に季節的なショックがないことを前提に、RBI(インド準備銀行)による金融政策の変更はないと見る。2019年4月～5月に予定された総選挙については、接戦となる可能性を残しつつ、現在の与党が政権維持すると見ている。

#### インドネシア

2018年のBI(インドネシア中央銀行)による計175bpsの利上げが徐々に効いてきており、2019年のGDPの成長は穏やかなものになるだろう。さらに、いくつかの投資案件が延期／取り消されたことで2019年の国内投資が鈍化するだろう。これらの要因にも関わらず、引き続き堅調な経済成長を見込む。政府はインフレの安定を目指すとともに世帯に対する的を絞った援助実施する方針であり、4月の大統領選挙に向けての選挙関連支出と相まって、民間消費を下支えするだろう。

BIによる先制利上げのお陰で、インフレは2019年には非常に落ち着いた状態を維持すると見ている。政府によるインドネシア全土に渡る食品供給管理強化策も、2019年のインフレ抑制を保証する。これ以上の新興国通貨売りがなければ、BIは2019年中金利を維持できるというのが当社のメインシナリオである。

2019年4月の大統領選の選挙キャンペーンが本格化する中、政治に注目が集まり始めている。選挙は波乱無く終わり、ジョコ・ウィド大統領が再選して2期目を務めることになると思われる。

## セクター

### 金融

引き続き堅調な経済、強固な資本基盤、安定した資産の質を前提として、アジアの銀行のクレジット・プロファイルは概ね安定するものとしている。中国では、シャドーバンキング活動や銀行間取引を制限することで、システミックリスクの軽減に一定の成果を上げている。厳しいマクロ経済状況を乗り切るにはより規模の大きい中国の銀行の方が優位な立場にあると見ている。香港では、銀行は不動産市場の調整の可能性に耐え得る十分な資本バッファを有していると確信する。韓国とシンガポールについては、安定した運営環境が資本、収益性、資産の質に恩恵を与えると見込む。

上記により、中国、韓国、香港、シンガポールの劣後債をオーバーウェイトとする。中国の銀行が2014年に発行した劣後債をコール償還して借り換える可能性が高く、供給増が見込まれるものの、こうした国々の資本調達手段は上位債と比べて未だ魅力的なバリュエーションを提供すると確信する。

中国リース企業のシニア債については、対銀行シニア債スプレッドがワイドサイドで25bpsから同40bpsへ拡大しているため、前向きに見ている。これら銀行の関連会社であるリース企業の定款には、必要な場合は親会社である銀行から確実な流動性／資本援助を適時受けられると決められている。中国資産管理会社、AMCは、伝統的な不良資産事業に再度注力し、デレバレッジを行うよう当局から規制を受けている。AMCの伝統的資産管理という中核事業の回帰をクレジットポジティブと見ている。中国経済の今後数年に渡るスローダウンが見込まれることから、AMCのシステム上の重要性は高まるだろう。AMCを中長期的視点から引き続き選好する。

### 石油&ガス

石油価格は2018年第4四半期に大幅に下落した。北海ブレントは、10月に1バレル\$86でピークを付けた後、30%下落し、現在では、1バレル\$60近辺でもみ合っている。急落はしたものの、2018年の北海ブレントの平均価格は1バレル\$70であり、これは前年より25%高い。石油の上流企業は、2018年決算でかなりの増益が見込まれている。下流企業は、石油価格下落による原料コスト抑制の恩恵を受けるだろう。運転資本の必要額も下がり、結果的にマージンが改善する。短期的には、下流企業は、石油価格の大幅な変動による棚卸損を計上することになるだろう。これらは大抵1回限りのものであり、これらの企業の長期的なクレジット・ファンダメンタルズに何ら影響を与えない。

2019年を見通せば、原油先物市場が現在の1バレル\$60近辺のレンジに価格が留まる見通しを示唆している。サウジアラビアとロシアは、最近、G20首脳会議にて2019年に向けた協調減産の継続に合意した。これがこれ以上の価格の下落を食い止めるだろう。

現在の価格水準では、アジアの石油・ガス企業にとって、格付けへの影響はほぼ無く安定したクレジット・プロファイルを保つと見込んでいる。アジアの石油メジャーの多くは、政府からの強力な支援を享受する国営石油会社である。そのため、石油価格の下落による収益の低下にも関わらず、こうした企業のクレジット・ファンダメンタルズは、強固で安定を保つと見込む。

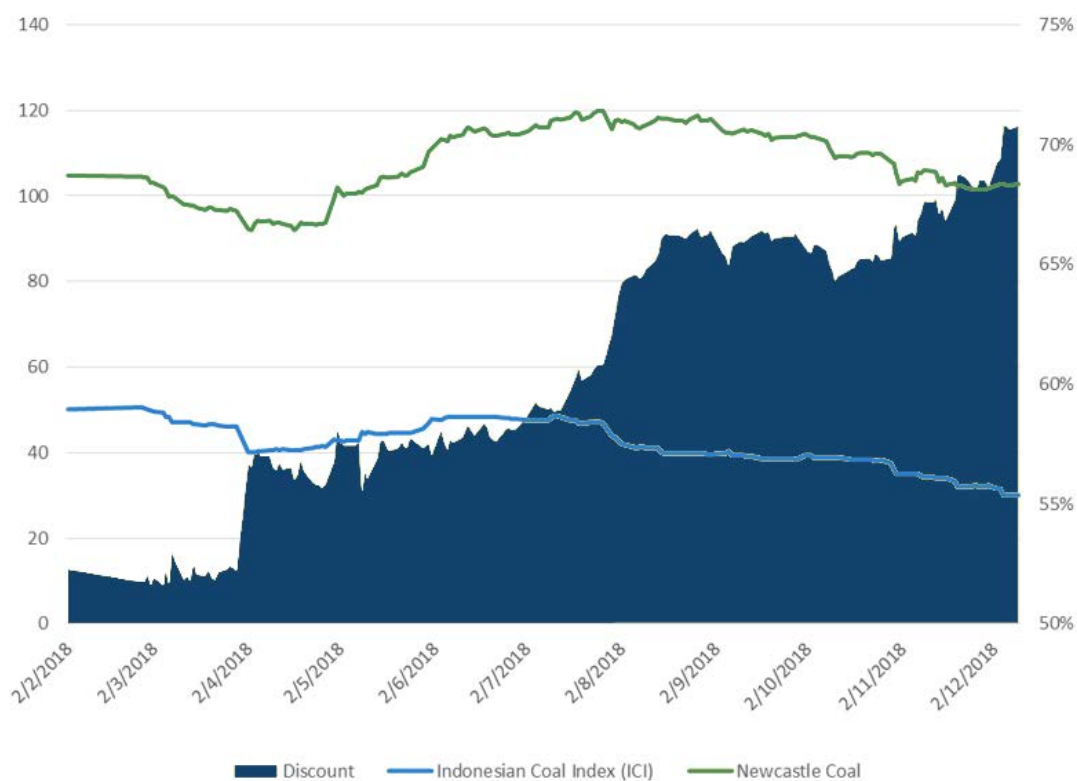
### 石炭&鉱業

2019年には中国の経済成長鈍化が見込まれる。減退する経済活動がエネルギー需要を押し下げ、石炭価格に影響を与える。11月半ば、中国のNDRC(中華人民共和国国家発展改革委員会)は、原料炭と一般炭に対して港湾での輸入量に制限を課した。海上輸送される石炭に強い価格圧力がかかっている。

輸入制限の影響は、主にインドネシア産の低品位炭において最も顕著である。これは、オーストラリアのニューキャッスル石炭指数とインドネシア石炭指数(ICI)との価格差に現れている。ニューキャッスルの石炭価格が1トン当たり\$100超を維持しているのに対し、インドネシアの4,200kcalクラスのICI-4石炭指数は、7月のピークからほぼ40%下落しており、1トン当たりほぼ\$30で取引されている。低品位炭の価格がこの水準で続けば、インドネシアの小規模の石炭採掘業者には圧力がかかるだろう。契約採掘業者については、クレジット・プロファイルの悪化はわずかと見込む。彼らは上流の採掘企業と比べて収益と石炭価格との相関関係が薄く、利益が見通しやすい。

全体的に2019年にはこのセクターの企業のクレジット・プロファイルが主に石炭価格の軟化により弱まることが予想される。しかしながら、2年間にわたる石炭価格の高騰による資本の改善が緩衝材の役割を果たすだろう。今後12ヶ月の間に特に目立った償還期限も予定されていないためリファイナンスのリスクも最小限である。

チャート 3:



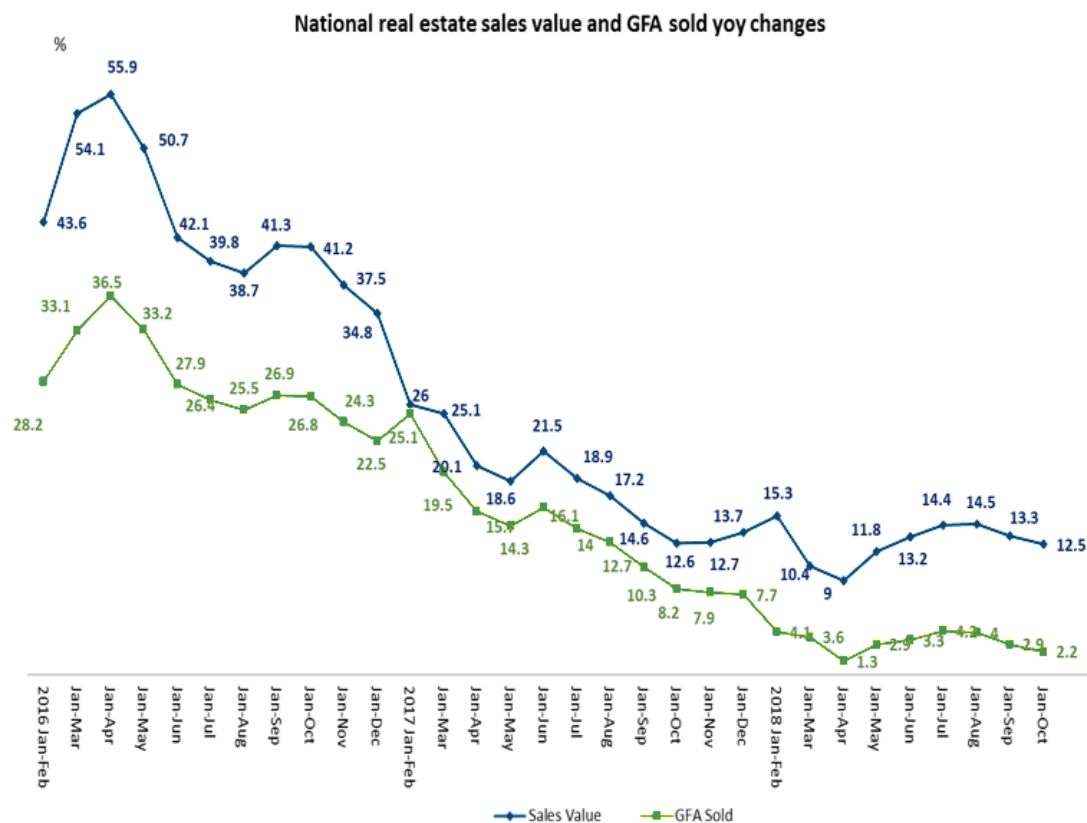
出所: 2018年12月6日現在、日興アセットマネジメント、ブルームバーグ

## 不動産

2019年は、約2年間続いた政府の引き締め政策後の安定の年になるはずである。政策の微調整がいくつかの都市で始まっており、市場のセンチメントがさらに悪化すれば、さらに多くの都市へと広がるだろう。不動産セクターに対する貸出方針の引き締めりが続けば、セクター内の統合の動きが加速する。2018年は国内住宅市場の売上高が12兆元に迫る、不動産開発業者にとって稀に見る良い年となった。しかし、2019年には、住宅価格の安定は続くものの、売上件数の減少により国内住宅の売上高は少し落ち込むと見込んでいる。在庫調整が成功し貧民街の再開発も減少するため、売上件数の減少は主に三線都市以下の都市で起こるだろう。ここ数年、不動産税の導入が検討されてきた。2019年中の導入の可能性は低いが、2020年から2021年には実施の可能性が高まる。いずれにせよ、上海や重慶での試験的導入のケースに鑑みれば不動産税の導入の影響は最小限になると思われるが、現時点では中国中央政府からの詳細待ちである。国家発展改革委員会が不動産開発業者に対して債券発行を制限する可能性も2019年は低い。2019年のリファイナンスの需要は、償還期限を迎える147億米ドルとコーラブル債の108億米ドルの合計約255億米ドルである。2019年の不動産セクターに対しては、慎重でありながら楽観的な見方をしている。異なる事業サイクルを通して財務力を発揮してきた質の高い開発業者の残存期間の短い債券を選好し、高レバレッジの小規模な発行体は避ける。



チャート 4:



出所: 2018年10月30日現在、日興アセットマネジメント、中国国家統計局

## テクノロジー

2019年、中国のインターネット企業の収益は順調に成長すると見込んでいるが、2018年と比較すれば鈍化する。新しい事業計画への投資とコンテンツ、顧客獲得・維持への支出の増加で、利益は引き続き抑えられる。ファンダメンタルズの観点からは、高い現預金残高とキャッシュフローの範囲内での投資活動により、インターネット企業のクレジット・プロフィールは安定すると見ている。バリュエーションの観点からは、中国のインターネット・セクターは、同格の中国の国有企業(SOE)や米国のテクノロジー関連企業と比べて魅力が増している。テクニカルな観点からは、主要幹部についてのリスクの高まり、当局による締め付け、解決には長期を要する可能性のある米中貿易の緊張の継続により、セクターに対するセンチメントは大変弱くなっている。

ファンダメンタルズにおいては、米中貿易の緊張が中国のインターネット企業の業績にもたらす直接的な影響はあまりなく、ハードウェアを扱うテクノロジー企業への影響の方が大きいと考えている。過去の水準や同業者との比較感から、ハードウェアIT企業のバリュエーションは現在非常に魅力的であるが、この傾向は米中の緊張関係が和らぐまで続く可能性がある。そのため、インターネットとハードウェアの両方のテクノロジー・セクターのアンダーウェイトを推奨する。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解に

は、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

#### 投資顧問契約及び投資一任契約にかかる留意事項

投資一任契約に基づく投資、または投資顧問契約に基づく助言は、主に株式や債券など値動きのある証券(外貨建証券には為替変動リスクもあります)を対象としているため、お客さまの運用資産の評価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。

当該契約に係る主なリスクは以下の通りです。

1. 価格変動リスク
2. 流動性リスク
3. 信用リスク
4. 為替変動リスク
5. カントリーリスク
6. デリバティブリスク
7. マーケット・ニュートラル戦略およびロング・ショート戦略固有のリスク

#### ご負担いただく手数料等について

##### 投資顧問報酬等

投資顧問契約及び投資一任契約の対価として、投資資産残高(投資資金額が5億円以上であることが前提)に対して年率3.24%(税抜3.0%)を上限とした投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。また、契約内容によっては、固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合があります。

##### その他費用

その他費用として組入有価証券の売買委託手数料などがかかる場合があります。

投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。

#### 《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや手数料等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

商号等/日興アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第368号

加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

# 2019年アジア(除く日本)株式市場見通し

2019年で一つ確かなのは退屈な年にはならないということだ。貿易関連のニュースが世間を騒がせる中、それよりもアジア市場全体の運勢改善のより大きな指標として、FRB(連邦準備制度理事会)と中国当局の根底にある政策の方向性に注意を払いたい。各国・地域別にみると、2019年には、ほぼ半数の国々で総選挙が予定されている。そのほとんどが投資家にとってポジティブな結果につながる見込みではあるものの、こうしたイベントには常に予期せぬサプライズがあることも忘れてはならない。このような不確実な状況においては、構造的な追い風から恩恵を受ける事業の質に投資するという、基本原則に忠実であることが前進への近道である。アジア(除く日本)ユニバースの大部分にわたり非常に魅力的なバリュエーションを維持しており、これは特に中国、インドネシア、およびインドの一部で顕著である。

図表 1:



2018年12月、中国は、市場を世界に向けて開放し発展と繁栄の道のりへと導いた鄧小平の改革・開放政策から40年を迎えた。継続中のデレバレッジ政策においてわずかな調整はあったものの、現政権の量より質を重視する姿勢は、消費者に対する一定の対策を交えつつ今後も続くと思われる。2018年中は複数のサブセクターが規制の逆風を耐え忍び、それが構造的な成長分野で非常に魅力的なバリュエーションとして実を結んでいる。さらに、投資家にとってもう一つの潜在的なカタリストとなる、A株の世界の主要な株式指数への採用の可能性が2019年に高まっていることも指摘したい。コアとしての長期保有のために組み入れている保険、ヘルスケア、厳選した消費関連のサブセクターに、新しくソフトウェアを加えた。

対してインドは常に対照的である。マクロ的観点では、成長の鈍化、コアインフレの継続的な上昇、政治的リスクの高まりと、企業自体は強気の発言をしているものの、依然として精彩に欠ける。ここ数年多くの改革がなされてきたことから、構造的にはポジティブという見解を維持するが、金融セクター内の圧力、部分的なバリュエーションの割高感、国政選挙を控えた成長の不確実性といった理由から、ポジションを抑え気味にした。規制当局主導による統合が最強のプレイヤーに大きなチャンスをもたらすであろうことから、力のある民間銀行、不動産セクターに引き続き焦点を合わせる。

韓国では、和解に向けた北との動きでは一定の進展を遂げているにも関わらず、国内景気の冷え込みから文在寅(ムン・ジェイン)大統領の支持率が振るわない。さらに政府のポピュリズム政策も引き続き懸念事項だ。最低賃金引き上げの動きが失業率上昇の原因の一端となっている。加えて、韓国経済における前途有望な新生産業に対する異常にタカ派的なスタンスを通じた韓国財閥に対する政治的意図による弾圧は、長期的に見て経済にさらなる悪影響を及ぼす可能性がある。テクノロジー・セクターでは、貿易問題が需要の伸びの衰えと生産能力の拡大と相まって、韓国と台湾の市場で大きな構成要素を成す、メモリーとハードウェアの両方のセクターでのさらなる下落を招きかねない状況である。そのため、両市場においては、ヘルスケア、個別でニッチなテクノロジー企業、電気自動車に焦点を定め、引き続き選択的なスタンスを貫く。



ASEAN(東南アジア諸国連合)は二分化されている。消費改善の初期段階にあるとともに政治的停滞解消の可能性のあるインドネシアには望みがあるが、マレーシアはその逆であり、当社は様子見姿勢を継続する。フィリピンでの後追いの金融引き締めは、まだフィリピン経済に届いておらず、そのため、今後の成り行きを見守らざるを得ない。その反対に、ドル高と原油安というマクロの逆風に耐えうるほど健全な国際収支を持つタイでは2019年に選挙が行われる見込みであり、同国が今後良い投資先候補となる可能性を示唆している。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

# 2019年先進国市場見通し

「眼前の恐怖も想像力が生み出す恐怖ほど恐ろしくはない」とはシェイクスピアの言葉。2018年の終盤は、それまで2桁のリターンを生み出していた株式市場が損失に転じ、金利の急激な上昇、そして、世界二大経済大国間を巡る緊張の高まりを認識する状況となった。世界のGDPのプラス成長にも支えられ、米国が第二次世界大戦後最長の景気拡大期の端にあるという事実にも変わりはない。各国の中央銀行が利上げのペースやガイダンスのトーンを抑える中、年末にかけてのボラティリティの高まりを受け市場ではより頑健なリスクプレミアムが再現された。これは、信用スプレッドの拡大と低い株価を背景に、2019年の潜在リターンがより高くなるカタリストになると考えている。さらに、2018年の金利正常化と比べてペースは落ちるものの、弾力性のある経済は引き続き長期金利の重石になると考えている。

## ヨーロッパの見通し

ヨーロッパの政治的リスクは、2019年も継続したテーマとなるだろう。2019年半ばの欧州議会の選挙は、初めてマーケットイベントと見なされることとなりそうだ。また2019年は、EU加盟国でも複数の国政選挙が予定されている。ヨーロッパの選挙の焦点は引き続きポピュリズムとなるだろう。ポピュリズムは、赤字削減や銀行セクターでの改革に制限を加え、統合の代わりにさらなる分断を引き起こし、今後もヨーロッパ市場のリスクプレミアムの一因となるだろう。ポピュリズム政党のアジェンダが脆弱な連立政権のいくつかにとってリスクとなる可能性があることから、解散総選挙のリスクも市場の安定性における根強い脅威となり続ける。

他の場所に目を向けると、ブレグジット(英国のEU離脱)が未解決であるため、英国の見通しに重くのしかかっている。今のところメイ首相の留任は決まったが、これから決まるのは離脱条件であり、メイ政権がEUと合意した離脱案が英国議会を通過するか否かも分からない。当社は、協定案はいずれ可決されると見ているが、そこに辿り着く前にまだまだ一悶着ありそうだ。メイ政権が議会で必要な票を集めるには離脱期限の3月29日よりもずれ込む可能性が高く、さらに2度目の国民投票の可能性も示唆されている。現在の協定が締結されるならば、ポンドにとっては好材料となり、1ポンドが1.40米ドルに上昇することが予想される。しかし、合意できずに離脱となれば、レンジは1.15米ドル以下も視野に入る。

流動的なブレグジット交渉により、ますますBOE(英国中央銀行)の政策の方向性を予想することが難しくなっている。もし、合意に至れば、2019年には5月と11月にさらなる利上げを予想し、政策金利は1.25%となるであろう。明らかなリスクはブレグジット交渉が決裂し、経済成長が失速した場合で、もしそうなれば利上げどころではなく、さらなる景気刺激策が検討される可能性も出てくる。反対に離脱協定案が通れば、英国経済にプラスとなる波及効果が生まれ、政策金利のスケジュールが早送りされる可能性も出てくる。

より広い視野で見ると、ユーロ圏は抑制されたインフレのなかで緩やかな成長を続けると見ている。2019年10月に任期を満了するドラギ欧州中央銀行総裁(ECB総裁)の後任に本命候補がないことにも留意したい。後任が誰になるにせよ、ハト派的なトーンを維持し、少なくとも2020年まで利上げの可能性はないとみられる。2018年末に量的緩和を決定したものの、2017年10月までの4年間にわたってFRBが安定したバランスシートを維持したのと同様に、ECBもしばらくの間はバランスシートの維持を優先させるだろう。ECBの保有債券、特にドイツ国債が大量に満期償還を迎えることを考えれば、満期分の再投資を分散化させる必要性が出てくると思われる。当社では、ECBがツイスト・オペを行い、コアとセミコア両方の国債のイールドカーブのフラット化を促していくと思われる。

## 米国の見通し

米国では、FRBの政策決定においてデータ依存度が高まっていること、米中貿易戦争の政治的リスク、ならびに鈍化傾向の経済成長などへの配慮から、FRBは厳格な四半期毎の金融引き締め路線から一步退くであろう。インフレ減速と成長見通しの鈍化から、2019年上半期に米国の長短金利はほぼ逆転すると思われるが、エネルギー価格の回復と2018年の設備投資拡大の波及効果により、下半期にはイールドカーブのスティープ化が見込まれる。ボラティリティの復活とデータ依存度の高まりは、米国経済の見通しを巡る不確実性の高まりを受けたFRBのより慎重な姿勢を反映しており、今後も米国市場を形作っていくであろう。主なリスクは、フェデラル・ファンド(FF)金利の長期誘導目標(ターミナル・レート)に関して、FRBと市場のどちらが正解なのかということであるが、当社は市場を信用している。

現在の米国経済は史上2番目に長い成長サイクルにあり、最長に向けて進んでいる。この景気サイクルの終焉がいつになるのか議論され始めている。世界金融危機後の緊急時対応レベルから金融政策を正常化するために、FRBは2015年12月以来8回の利上げを行ってきた。これが現在の成長循環の持続性議論に拍車をかけている。米国では不均衡がいくつか出始めているもの

の、今後 12 ヶ月から 18 ヶ月においては、景気後退リスクよりも持続的な成長が続くことを示す肯定的な兆候の方が多く見受けられる。ニューヨーク連邦準備銀行の景気後退確率モデルの確率は最近上昇してはいるものの 14.5%に留まり、実際の景気後退前の歴史的水準から見れば未だ低水準である。

米国でのイールドカーブのフラット化が景気サイクルに対する懸念を大きくしている。長短スプレッド(2年、10年)は 2014 年の 260bps から約 25bp にまで下がっている。リセッション(景気後退)は FRB の利上げサイクルと逆イールドカーブに続いて起こる傾向がある。FRB は、最近このような懸念を重要視せず、量的緩和とデュレーションへの需要がタームプレミアムの欠乏を招き、長期金利が低水準になっているとの見解を示した。当社もこの見解に賛同するが、イールドカーブのスティープ化、もしくは少なくとも安定化し、逆イールドにはならない可能性が最近高まったと考える。現在の米国の供給動向、2018 年末でバランスシートの拡大を停止した ECB の方針による需要の低下、日銀の資産買入額縮小という最近の決定は、イールドカーブの長期サイドへの圧力となるはずである。こうしたイベントの組み合わせにより、投資家はより高いタームプレミアムを要求する可能性があり、そのため、デュレーションが長い債券がアンダーパフォーマンスし、イールドカーブはスティープ化すると考えられる。

米国経済の景気後退リスクは低く、成長のモメンタムは続くと思える理由は多くある。その中の主な要因は、現在の堅調な労働市場、力強い設備投資、穏やかなインフレなどである。さらに、FRB の金融引き締めサイクルにも関わらず、米国の金融情勢は全体的に適温状態に保たれているということが挙げられる。それに加えて、財務的には、政府支出の増加と制度環境の継続的な改善が挙げられる。こうした状況は成長にとってプラスであり、米国企業の財務レバレッジが現在史上最高額の 9 兆ドルを超え、その一方で、企業業績も過去最高の水準となっている。2018 年末に向けて社債のスプレッドに拡大が見られたが、現在スプレッドがプラスの長期超過リターンと均衡するレベルに近づきつつあることから、信用リスクに加えるタイミングだと考えている。景気後退の可能性が限定的である中、社債が提供する追加的なキャリーは、米国債券の潜在的な利回り上昇リスクを回避することになるとみている。

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。



# 2019年新興国市場見通し

## 2018年の振り返り

第1四半期は好調だった新興国市場債券だが、残りの2018年は厳しい時期となった。この資産クラスのすべての主要なセグメントが年末には米ドル建てでマイナスの領域に突入する可能性は大きい。この見通しを執筆している時点においては、新興国債券のセグメントでは、対内債券のパフォーマンスが最も悪く8.7%減(JPモルガン GBI-EM グローバル・ディバースファイド)、次に対外債券の4.8%減(JPモルガン EMBI グローバル・ディバースファイド)、最後に社債の2.0%減(JPモルガン CEMBI ブロード・ディバースファイド)となっている。

つまり、2018年以前の2年間力強いパフォーマンスを見せた新興国債券が急激な転換点を迎えたことになる。では、新興国債券が1年の大半で下落し続けた原因はなんだったのか？

すべては米国経済の疲れを知らない強さから始まった。当社の2018年の市場見通では新興国債券を楽観していたが、FRBの利上げがこの資産クラスに対するリスクであることは指摘した。そして、まったくその通りなことが起こってしまった。トランプ大統領の減税と政府支出増が功を成し、米国経済が世界のほかの経済圏より力強く成長していることが明確になったことで、市場はFRBによるさらなる利上げを織り込み、米ドル高と新興国通貨の下落をもたらした。

付け加えれば、シリアの内戦、イランの核交渉、ベネズエラ危機を含む地政学的リスクの高まりと、力強い米国の需要の組み合わせが、10月に一時1バレル85米ドルとブレント原油の4年ぶりの急騰を招いた。また、石油価格の高騰が2018年の総合インフレ指数の上昇を再加速させた。さらに、主要な石油純輸入新興市場の交易条件が大幅に悪化すると共に、国債収支の悪化から新興国市場通貨のさらなる押し下げ圧力となってしまった。最も問題の多いいくつかの新興国経済においては、対外債務需要増に資金調達コスト増と供給減が重なり、「三重苦」となった。

新興国市場の多くの中央銀行は対応策として利上げを強いられることとなった。(金利が60%に達した)アルゼンチンや(リラが過去最安値まで暴落した)トルコを含む最も脆弱な国々は、最後には本格的な通貨危機に見舞われることになった。同様の危機が他の新興国でも発生するという懸念が広がった。投資家は、突如、ジャンク級へと滑り落ちる南アフリカ、期待外れな経済成長と財政赤字への対応を迫られるブラジル、新たな経済制裁の懸念が渦巻くロシアといったリスクに再び目を向けざるを得なくなった。これらすべてが悪化するセンチメントと資産の流出、全体的な市場の弱さを生み出した。

いくつかの特異な事象以外にも、新興国市場は、1年を通して、その他様々な外的ショックに見舞われた。G4中央銀行のバランスシートの縮小が遂に始まり、大量に行われていた国債買いの段階的な削減が影響を及ぼし始めた。新興市場は、高い経済成長率と相対的に高い金利でホットマネーの魅力的な流入先となり、量的緩和から多大な恩恵を受けてきた。だが、世界的に流動性の縮小が進む中、新興国市場は資金の流出に対して脆弱となった。トランプ大統領の貿易問題における攻撃的で大げさな物言いもこの資産クラスの逆風となっている。事実、本格的な中国との貿易戦争はどんなものでも新興国ユニバースの成長に影響を及ぼす。また、トランプ大統領は中国だけを標的にしている訳ではなく、トランプ大統領が言うところの「不公平な」貿易慣行を行う国として、メキシコや韓国を含むその他の多くの新興諸国が名指しされている。

## 2019年に向けて

2019年の新興国市場に対する市場コンセンサスの見通しは、2018年初と比べて楽観的ではなくなっている。一般的な見方は、利上げ及び／もしくはバランスシートの圧縮により、主要な中央銀行が2019年いっぱい流動性の引き締めを行うというものである。流動性の引き締めが新興市場の資産に対する主な逆風であると述べたが、新興市場の政府の債務が1990年代以来最高水準であるためなおさらである。さらに言えば、中国の民間部門のクレジットは依然として懸念材料である。

しかしながら、先進国経済の緩やかな成長鈍化によってもたらされる微かな希望が見える。実際、より中国に依存する新興国経済の成長は、相対的に魅力的に映り始める可能性がある。さらに、他の新興諸国にゆっくりと波及しはじめた中国の成長減退は、既に市場で織り込み済みである。さらに、長引く貿易戦争がもたらす結末も考慮しなければならない。しかし、中国は、一定の範囲で関税の影響を埋め合わせる金融・財政刺激策を織り交ぜることで当初は影響を緩和することができるだろう。

また、配慮すべき国特有の課題もある。2018年に起こった問題の結果、アルゼンチンは現在国際通貨基金(IMF)の支援を受けており、政府は積極的な財政政策を条件付けられている。政府は合意内容を実行する構えのようであるが、アルゼンチンでは特に

2019年10月末に総選挙を控えていることから、市場はIMFの融資プログラムの持続性に懐疑的である。当社では、アルゼンチン経済を支えるIMFからの融資を今後も受けるため、アルゼンチンはプログラムの合意内容を守ると考えている。

トルコにも、非常に不安定な政治背景、通貨安、2桁のインフレ率といった懸念がある。多くの投資家が2018年に直面した危機に対するトルコ中央銀行の対応は遅過ぎただけでなく、トルコ中銀が取った対策は不十分だったと憂慮している。当社では、経済の低迷による企業と銀行部門への影響をトルコはコントロールできると考えている。

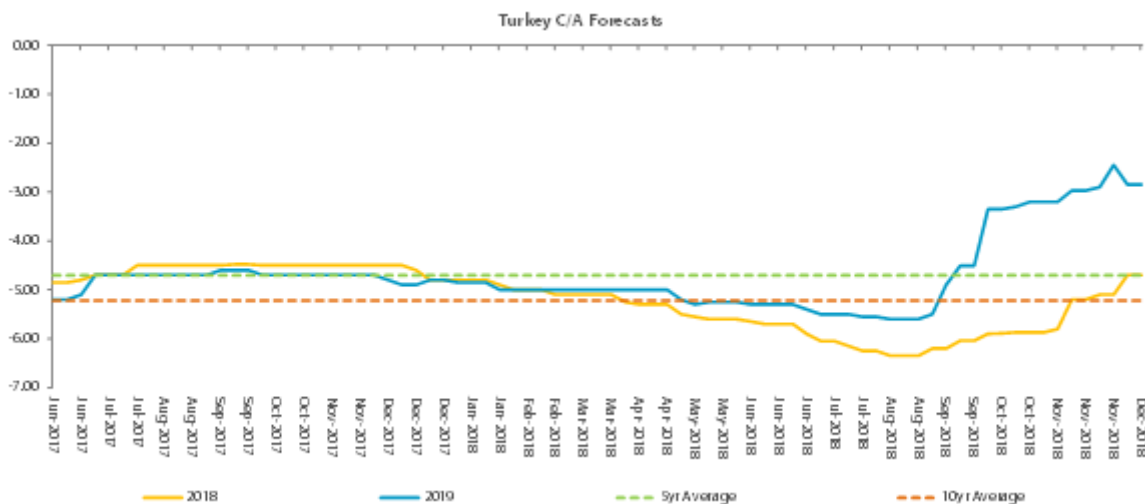
一方、南アフリカでは、より企業寄りの新しい大統領が就任し、投資適格級への完全なる復活を目指している。ブラジルには、物議の的ではあるが、ようやく強いリーダーが誕生した。しかし、財政赤字の削減に向けた改革を実施するための圧力は高まっており、もう時間がなくなっている。

最後に、2019年も重要な選挙の日程が目白押しである。こうした選挙は常に一定程度の不安定要因となる。注目すべき選挙は、インドネシア、インド、フィリピン、(軍が約束を守るとすれば)タイ、アルゼンチン、南アフリカである。全体的に当社では、継続性を予測しているが、事態が混乱する可能性も常に排除することはできない。

## より建設的な見解

2019年の市場コンセンサスは、ベア(弱気)であるものの、当社では、個別の新興市場ではよりうまく対処できるものと考えている。最も重要であるのは、2019年は時が経つにつれて、米国の2020年の景気後退の可能性が注目され、米国での利上げの回数が予想よりも少なくなるだろうと当社が考えている点である。より少ない利上げ回数は、新興国債券にとってかなりの好材料である。さらに結論から言うと中国と米国の間には本格的な貿易戦争が起こるとは考えていない。2018年のトランプ大統領は、好戦的な態度を見せていたが、11月のG20サミットでは、習近平国家主席と一時的な休戦に合意し、歩み寄りの姿勢を見せた。合意に至ることができれば、両国、さらにはその他の世界の国々にとってプラスとなる。経済成長が減速する中国には、米国と戦争する余裕はなく、譲歩すると見られる。もちろん、新興国債券は均一の資産クラスではないことを忘れないようにしたい。国によっては、厳しい2019年となるところもあるだろうが、それがこの資産クラス全体に反映されるという訳ではない。ボラティリティを乗り越えるためには、以前にも増してアクティブな運用が重要になってくるだろう。

## 微かな希望:トルコの経常収支の強制的な是正



出所:ブルームバーグ、IMF

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

# 2019年グローバル・クレジット市場見通し

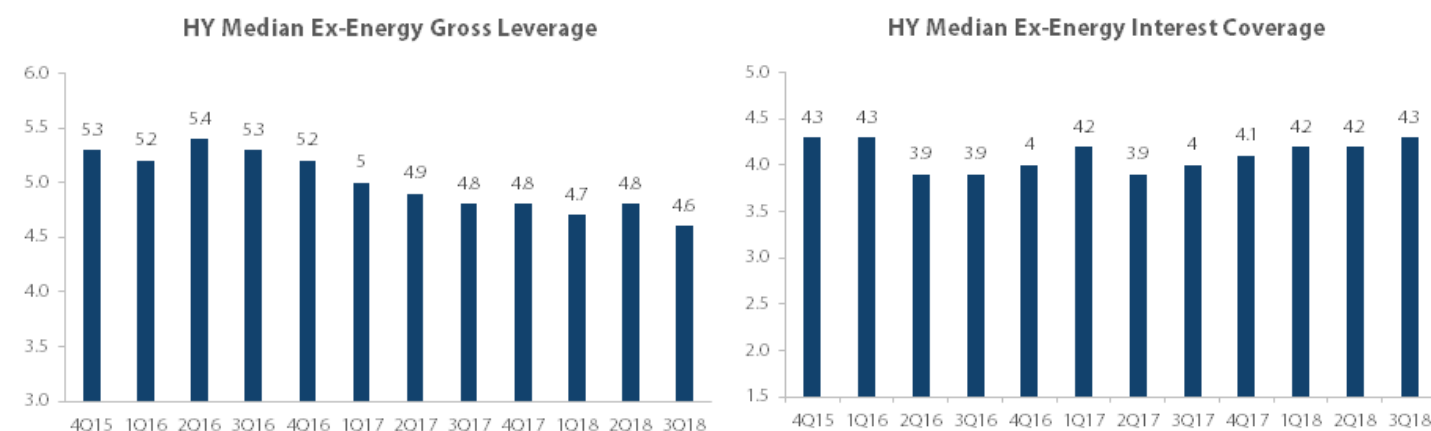
## 調整後の一年

グローバル・クレジット市場は、2018年年初の予想通りにはパフォーマンスせず、多くの投資家を落胆させた。過去数ヶ月間を徹底的にレビューし、2019年に進むべき道筋を示す。

超過リターンについては、2018年は過去10年間に於いて3番目に悪い年だった。2018年より悪かったのは、2008年と2011年しかない。この両年において、主要な先進国経済は既に景気後退に陥っているか、陥る手前だった。さらに、これらの年にはデフォルト率が増加したため、投資家にとっては、クレジット・エクスポージャーを減らし、より高いプレミアムを要求するに足る理由があったのである。

2018年、そして、2019年はどうだろう？ 過去数ヶ月において世界の主要な経済指標に弱含みが見られるものの、ヨーロッパも米国経済も景気後退からはほど遠い。また、下半期の弱含みな状況も企業のファンダメンタルズにまだ影響を及ぼしていない。例えば、2018年第4四半期に大幅な価格下落となった米ハイイールド債セクターでは、引き続きレバレッジの低下とインタレストカバレッジレシオの上昇のトレンドが過去数年間続いている(図表1)。

図表 1:



出所: クレディ・スイス(2018年9月30日現在)

米国のマクロとミクロのファンダメンタルズ両方の健全性を考えれば、2018年に起きたバリュエーションの調整は正当化し難いものである。とは言え、市場が現在割安だと結論付けるのは、安易過ぎるだろう。つまり、調整の原因を深く、よりきめ細かく分析することが必要だ。2018年のクレジット市場の変動を見れば、原因は1つではなく、異なるイベントによって引き起こされたことが明白となる。それらの要因の重要性はむしろ同等ではない。

(これらのイベントのリストの中で)真っ先に思いつくのは、2018年の間ほぼ絶え間なく話題となった貿易戦争である。トランプ政権が火付け役となったこの問題は、今ではほぼ将来的な米中貿易関係のみに焦点が当てられている。しかし、米国の輸入自動車に対する関税の導入は、ヨーロッパにとってもダメージとなり得る。さらに、重要度では劣るが、政治的要因として忘れてはならないのが、2018年に市場を不安定にさせたイタリアと英国の不確実性である。

貿易戦争と政治的要因がさらなる問題を生み出し、2018年のクレジット市場における脆弱性を高める要因がさらに増した。その1つがシクリカル・セクターの弱体化である。特に自動車生産やゼネラル・エレクトリック(GE)のような工業セクターが脆弱になっている。

その他の波及効果がクレジット市場からの資金流出である。ユーロクレジットや米ハイイールド債のような市場が他のクレジット市場よりも強く影響を受けた。資金流出に加えて、中央銀行による金融引き締め政策が追い打ちをかけ、クレジット市場の流動性に重くのしかかった。さらに、最近の石油価格の下落がエネルギー・セクターのスプレッドに対する圧力となった。



今後数カ月において投資家にとって重要な課題は、未だに堅調なファンダメンタルズと、これらのクレジット市場における数々のマイナス要因との間で、いかに折り合いをつければ良いかということだろう。当社の答えは、重要性の順に要因をランク付けし、それらがどのようにつながり合っているか評価すること、さらには、当社の投資テーマと、それらのテーマがどう要因と関連しているかを勘案することである。

今後のクレジット市場において最も重要な要因は、貿易戦争の影響にあるというのが、当社の見解である。12月のG20首脳会議で米中が合意した停戦はクレジット市場にプラスとなるものの、両国の一貫性のない言動は、今後もボラティリティを上昇させ続けるだろう。貿易市場に起因するボラティリティに対抗するために最も費用効率の高いツールとして、デリバティブの利用増を勧めると共に、貿易戦争からより影響を受けやすい自動車と工業セクターをアンダーウェイトとすることを推奨する。

さらに、流動性の喪失も大きな問題だと見ている。世界中の中央銀行が流動性の引き締めを行い、投資家はクレジット市場から資金を引き上げた(図表2)。しかし、中央銀行の動向は既に織り込み済みであると考えられる。クレジット市場からの資金の流出については、資金がどこに行ったのかがよく分からない。米国の投資家にとっては、マネーマーケットが魅力的な選択肢となっている。しかし、この選択肢はユーロや日本円の投資家にはない。そのため、2019年には流出した資金が部分的にクレジット市場に戻ってくると見ている。

図表 2:

Corporate Bond Flows (\$bn)



出所: クレディ・スイス、ICI

最後に今後も高まる政治的リスクにハイライトを当てたい。イタリア政府がEU(欧州連合)の財政規律に順守する意向を示したため、イタリアの状況は改善しているが、英国の状況は依然非常に不安定である。当社では、しばらくの間これら両国における大きなエクスポージャーは避ける。

## 市場要因

上記で触れたように、市場要因だけでなく、今後の戦略を定義するためには、これらの要因を当社の投資テーマと擦り合わせる必要がある。このためにも、常に変化し続けるグローバル・クレジット市場に焦点を合わせ、関連性を保つためにも、2018年の投資テーマを徐々に差し替えていく。

今後は、クレジット市場のボラティリティの高まりと流動性の低下に対応するため、ポートフォリオ構築とリスク管理において、CDS指数の活用を重視していく。また、ライジングスター銘柄とハイイールド債のポジションを減らす。そのため、自動車と工業セクターをアンダーウェイトとする。さらに、イタリアと英国のクレジット・エクスポージャーに対しては慎重姿勢を保つ。

過去7年間において、2016年を除いた6年間、フォーリン・エンジェル銘柄よりも、ライジングスター銘柄の方が多かったが、ライジングスターよりも、フォーリン・エンジェルの識別に集中し、利益を得る方が堅実であると考えられる。さらに、ファンダメンタルズは未だに堅調であることからハイイールド債から完全に手を引く訳ではないものの、エクスポージャーを減らす。近年、より多くの伝統的な投資適格債の投資家がリターン強化のためにハイイールド債に触手を伸ばす傾向があったが、クレジット・サイクルの終盤に近づき、2019年には、こうした投資家が資金を引き上げるリスクがあると思われる。このテーマは2018年に始まり、おそらく2019年も続くだろう。両方での削減がより保守的なセクターへの資金の流入につながると見込まれ、自動車や工業等のシクリカル銘柄のエクスポージャーの縮小を暗示させる。

いくつかの投資テーマを変えるつもりだが、据え置くテーマもある。米短期債の3.6%を超えるイールドは引き続き十分な対価であり、引き続き選好する。さらに、ヨーロッパのハイブリッド債と金融債の優先順位も高く据え置く。また、A格からBBB格の中国の国有企業(SOE)の短期債が魅力的となっている。

## 投資テーマ

2019年には、1桁前半か半ばのリターンを期待する。FRBの利上げサイクルが最終局面に近づいてきていることから、2018年のような利回りの下落はなく、より穏やかな相場となるとみている。さらに、2018年に大きく上昇したクレジット市場のスプレッドは、リスク対比で十分な対価をもたらし、2019年に向けて小幅な超過リターンを期待させる。

2019年に対する穏当な期待の一方、クレジット市場には他にどのようなリスクがあるのだろうか？主なものは貿易戦争である。ヨーロッパと中国の休戦が長く続かず、米国が関税を課し続けるのなら、インフレへの影響は明らかだ。FRBは利上げを加速せざるを得なくなるかもしれない、これが民間セクターの調達コストを上げる可能性がある。同時に関税による輸入価格の上昇は、企業の損益に打撃を与えるだろう。財務コストとより高い輸入コストは、クレジットが引き続き強気になる当社が考える主な理由の1つである企業のファンダメンタルズの悪化につながる。その他のリスク要因としては、市場の流動性がある。特にECBの債券購入プログラムの終了とFRBのバランスシートの縮小に市場がどのように対処するか注目が集まる。

2019年に向けて確かな一歩を踏み出すため、投資ホライズンを12ヶ月から3ヶ月に縮め、FRBに倣ってデータへの依存度を増やす。その結果、市場流動性に加えて、資金調達と仕入れ価格指数に着目する。

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

### 投資顧問契約及び投資一任契約にかかる留意事項

投資一任契約に基づく投資、または投資顧問契約に基づく助言は、主に株式や債券など値動きのある証券(外貨建証券には為替変動リスクもあります)を対象としているため、お客さまの運用資産の評価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。

当該契約に係る主なリスクは以下の通りです。

1. 価格変動リスク
2. 流動性リスク
3. 信用リスク
4. 為替変動リスク
5. カントリーリスク
6. デリバティブリスク
7. マーケット・ニュートラル戦略およびロング・ショート戦略固有のリスク

### ご負担いただく手数料等について

#### 投資顧問報酬等

投資顧問契約及び投資一任契約の対価として、投資資産残高(投資資金額が5億円以上であることが前提)に対して年率3.24%(税抜3.0%)を上限とした投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。また、契約内容によっては、固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### その他費用

その他費用として組入る有価証券の売買委託手数料などがかかる場合があります。

投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入る有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などがかる場合があります。

#### 《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや手数料等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

商号等/日興アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 号  
加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

# 2019年グローバル株式 アウトルック

2019年が間近に迫るなか、量的緩和政策による大量の資金供給による副作用と考えられる影響が、依然として世界の株式市場に重くのしかかっている。年が明ければ状況が変わるという単純な問題ではない。政治家も一様に手をこまねくしかなかった。しかし、こうしたリスク下においても、私たちは変わらず「フューチャー・クオリティ」の判断基準に合致する企業を追求することに着目し、長期的に優れたリターンが見込める銘柄選択を行う。

市場は、米国の金利が向こう12ヵ月間にどれだけ上昇する可能性があるかを見極めるため、以前にも増してFRB（連邦準備制度理事会）の顔色をうかがうことに腐心しているようだ。ボトムアップ・アプローチを採用する当社としては、それに対してさしたる見解はないが、金融引締め政策は終盤に差し掛かっていると感じている。住宅ローン金利は徐々に上昇しているが、アメリカにおける減税効果も来年には薄れるだろう。また、こうした景気刺激策にもかかわらず、インフレ圧力は比較的落ち着いた状態にある。

今後の金利動向はともあれ、市場はモメンタムを失っている。特にITセクターを除けばそれが顕著だ。これは今に始まったことではなく、FRBがバランスシートの縮小に取り組み始めてからこの状態が続いている。

## グラフ1:



出所:ブルームバーグ

グローバル市場の問題の一つは、2018年後半にかけて米国とその貿易相手国の間で経済成長の勢いにかい離が生じていることである。このことは、米国の税制改革が中国のデレバレッジとヨーロッパで続く政治問題と重なったことによる短期的な現象に違いない。しかし、それだけではなく、あらゆる貿易戦争における最終的な「勝者」にかかる自信の度合いを物語っているとみることができる。



## グラフ 2:



出所:ブルームバーグ

外国為替市場は、前述の世界情勢と金利見通しにいち早く反応した。そのため、米ドルは上昇を続けた。その結果として増加した米国における輸出コストは、いつもながらのトランプ大統領の好戦的なツイートとなり、トランプ大統領はFRBについて「中国よりも大きな問題」とコメントした。これは米ドル建の債務を抱える新興国にとっても、喜ばしくない状況だろう。

欧州の政治情勢も2018年は好ましくない不確実性の要因であった。それにより、底堅い雇用状況や比較的良好なバランスシートにもかかわらず、企業・消費者マインドは影響を受けた。ブレグジット、ドイツの政治状況、フランスの構造改革に対する動揺、イタリアの予算案を巡る財政不安は、少なくとも2019年の第1四半期末までリスク要因となるだろう。

経済拡大が通常よりも長く続いた(まもなく10年目が経過する)という理由だけで、経済の縮小は避けられないということはいえないし、それが我々のベースケースではない。「ブル相場は年とともに終焉を迎えるのではなく、FRBによって終止符が打たれる(bull markets don't die of old age, but rather they are killed by the Fed)」。この有名な格言こそが現在の状況を表しているといえる。2019年には減税の恩恵が薄れ、賃金インフレが労働参加率の上昇によって今後も抑制され続けるとすれば、なぜパウエル議長が米国の経済成長を脅かしてまで中立金利水準以上に金利を引き上げたいと思うかは明白ではない。もし期待される金利の上昇が実現せず、新興国におけるドル高圧力が弱まれば、2019年は引き続き株式市場にとって好ましい年となる可能性がある。特に、(夢物語とも考えられるが)世界的な貿易懸念が後退し、欧州の政治家が政治的秩序を取り戻すことができれば、この可能性は高まる。

経済状況にかかわらず、私たちは今までどおり「フューチャー・クオリティ」の判断基準を満たす企業を選別することに重点を置く。例えば、私たちが着目する企業の主な特性に「経営陣の質(Quality of Management)」がある。現在のような、経済成長の鈍化か、あるいはインフレの高まりかの差が小さくなる状況においては、厳しいコスト管理と慎重な資本配分が欠かせない。私たちが最近組み入れたダナハー社は、こうした特性を示す好事例である。同社は、コスト削減と投資で得た資金を(有機的な成長を加速させるため)研究開発や買収に再投資するという経営を長い間行ってきた。さらに、事業活動からは潤沢なキャッシュフローが生み出され、バランスシートも堅調である。どちらも景気サイクルの後期において極めて重要といえる。

景気循環的な要因とより長期的な要因とを区別すること、そして、そうした成長性の源泉に対して支払っても良いと考える相対的な株式のバリュエーションに対して明確な見解を持つことは常に重要である。これは特に、バリュエーションが歴史的に見て上昇しており、投資家のポジションが一部に集中している場合に当てはまる。今四半期には利食いの動きがあったなかも、ITセクターは引き続きその最たる例を示している。私たちのポートフォリオにおいては、当該セクターはベンチマークと比べてわずかにオーバーウェイトになっているだけであるが、これはこうした配慮によるところもある。歴史的にみて、経済の流れが景気循環要因から離れる時、重大な影響をパフォーマンスへ与え得ることがあるが、これがまさに半導体セクターで起きている。私たちは、安定した収入基盤から見てレッドハット、マイクロソフト、(幾分選好度は落ちるが)アクセンチュアといったソフトウェア関連銘柄を引き続き選好する。

これまでより経済拡大に対するリスクが高まり、賃金コストや債務返済コストも上昇する昨今、「より少ない資源でより多くを生み出す」ことの重要性が増している。そのため、私たちはプロセスの効率化に役立つ商品やサービスを提供する企業を引き続き選好する。例えば、ヘルスケア分野においては、患者にとって実効性のある治療にのみ医療費を支払い、米医療保険制度改革において有利な立場にある、マネージドケア型組織(MCO)のAnthemを引き続き選好する。IT分野においては、センサー技術とデータ・マネジメントを活用して工事の大幅な効率化を達成しているHexagon、その他、顧客の水とエネルギー効率の向上に特化したEcolabを選好している。

グローバル株式市場においては、これまで通り、慎重な銘柄選択とバリュエーションに対する規律あるアプローチが今後もリターン最大化の鍵となり続けるだろう。

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

### 投資顧問契約及び投資一任契約にかかる留意事項

投資一任契約に基づく投資、または投資顧問契約に基づく助言は、主に株式や債券など値動きのある証券(外貨建証券には為替変動リスクもあります)を対象としているため、お客さまの運用資産の評価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。

当該契約に係る主なリスクは以下の通りです。

1. 価格変動リスク
2. 流動性リスク
3. 信用リスク
4. 為替変動リスク
5. カントリーリスク
6. デリバティブリスク
7. マーケット・ニュートラル戦略およびロング・ショート戦略固有のリスク

### ご負担いただく手数料等について

#### 投資顧問報酬等

投資顧問契約及び投資一任契約の対価として、投資資産残高(投資資金額が5億円以上であることが前提)に対して年率3.24%(税抜3.0%)を上限とした投資顧問報酬が契約期間に応じたかかります。また、契約内容によっては、固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### その他費用

その他費用として組入る有価証券の売買委託手数料などがかかる場合があります。

投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入る有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。

#### 《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや手数料等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

商号等/日興アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第368号

加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

# 2019年日本株式市場見通し

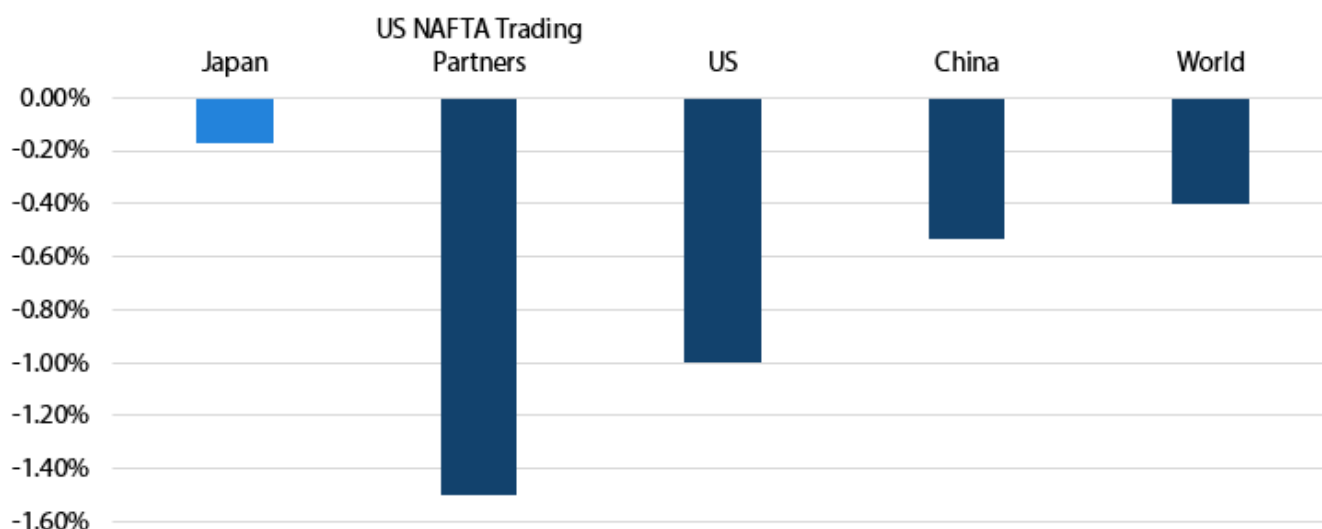
2018年を振り返る時、トランプ政権とその通商政策が話題を独占し、世界の金融市場の主な動きを決定付けたという事実には異論はないと思う。米国の中間選挙は終わったが、巨額の貿易赤字と共和党による上院支配の継続に思いを巡らせれば、世界は今後もこの世界最大の経済大国による保護主義的な動きに翻弄されることになるだろう。

日本も世界の動向と無縁ではない。しかし、分散投資の恩恵を受けつつ、投資リターンの向上を目指すグローバルな投資家にとって日本はユニークな投資機会を提供できると考えている。

## 貿易摩擦と日本

2018年10月、国際通貨基金(IMF)は最新の世界経済見通し(WEO)を発表し、その中で貿易摩擦が世界経済に及ぼす影響についていくつかのシナリオを提示した。最悪のシナリオでも、長期的な経済的悪影響は、日本が「0.2%を少し下回る」程度で、米国は「ほぼ1%」、中国が「0.5%を少し上回る」程度、米国を除く北米自由貿易協定(NAFTA)諸国は「1.5%減」、世界全体では「ほぼ0.4%」という見解であった(図表1参照)。当然、貿易摩擦によるセクターの優劣は出てくるだろうが、市場全体としては、日本は世界貿易を減退させるいかなる動きに対しても他国と比べて優位な立場にあると考えている。

図表1: IMF試算: 貿易摩擦が実質GDPに及ぼす影響



出所: 2018年10月のIMF世界経済見通し(WEO)を元に日興AMが作成

米中貿易摩擦のニュースの裏で進行している興味深い動きがある。日本が自国の自由貿易政策を加速させようと手段を講じていることである。2018年7月、日本は欧州連合(EU)と経済連携協定(EPA)を締結し、これは2019年2月に発効される見込みである。2つの市場規模を合計すると世界のGDPの3分の1、世界貿易の40%を占める。

さらに、トランプ大統領の就任後間もなく米国が離脱した、環太平洋パートナーシップ協定(TPP)参加11カ国が結ぶTPP11協定が2018年12月30日に発効する。最初に批准した日本、カナダ、メキシコ、シンガポール、オーストラリア、ニュージーランドに、今後ベトナム、マレーシア、チリ、ペルー、ブルネイが続き、タイと英国も加盟に興味を示している。保護主義が高まる中、こうした自由貿易の進展を促すことができた主な要因は、日本における強い政治的リーダーシップにある。

## 政治的に安全な避難先

安倍晋三首相が率いる政権与党が衆参両院で過半数を占める今、日本には、議題を推し進め、政策を実行するための障害が比較的少ない。この大きな政治的資本は、貿易摩擦であれ、その他の経済へのリスクとなるイベントであれ、どんな逆風からも日本を守る防波堤になり得ると考えている。

2019年に予定されているそうしたイベントリスクの1つが10月に予定されている消費税8%から10%への増税である。前回2014年の消費税引き上げの経験から学び、今回政府は負の影響を取り除く様々な対策を検討している。食品や飲料、その他の生活必需品の税率を8%に据え置くことに加え、家計の負担軽減や耐久消費財の消費を促進するための減税や補助金といった対策が検討されている。追加的税収のおよそ3分の1(5.6兆円のうち1.7兆円)が保育やその他の家計に対する補助金として活用されることにより、負担はさらに軽減される。さらに、インフラ強化と経済支援策としての公共工事を含む大規模な財政刺激策が消費税引き上げ前に発表されることが見込まれている。継続的な政策支援による円滑な移行が可能となるこの時期に消費増税を行うのは良いことだと当社では考えている。

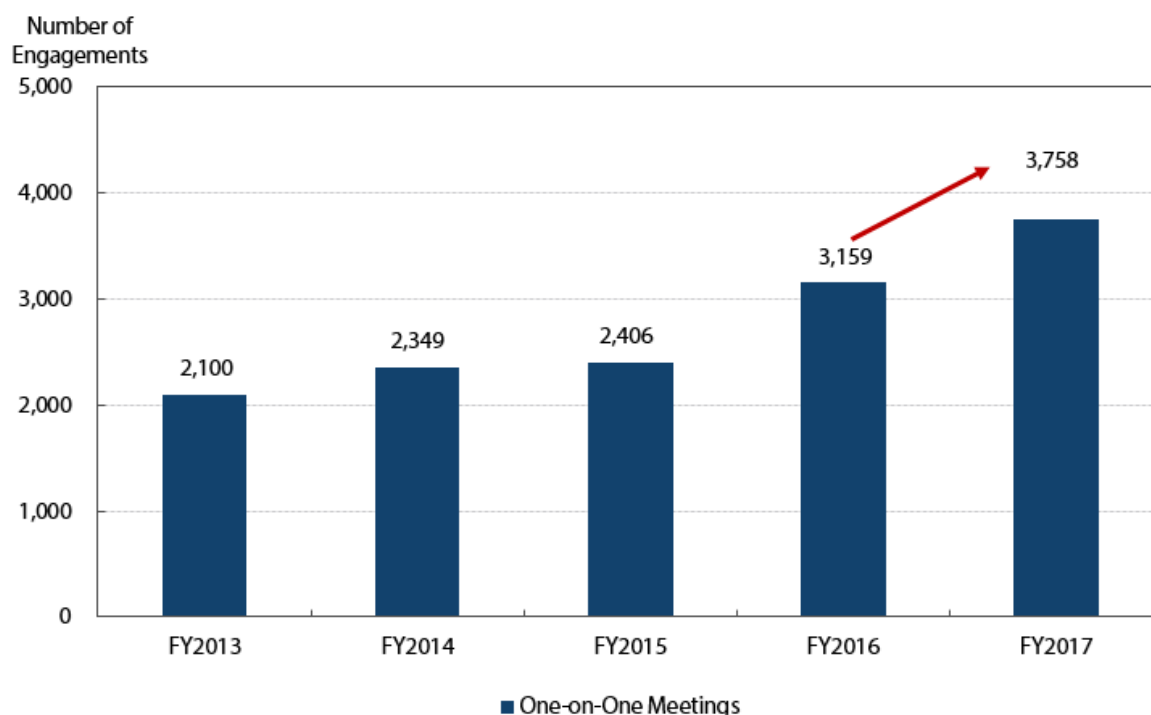
一方、金融政策においては、2018年4月、日銀の黒田総裁が任期5年で再任された。10月31日の金融政策決定会合後の発表の中で、日銀は、(消費税引き上げを含む)いかなる不確実要因にも対処できるよう「当分の間」緩和的金融政策の継続にコミットすることを明らかにしている。(2013年から続く)政府と日銀の物価目標を既定した政策連携はまだ有効であり、そのため、継続的な政策協調が期待できる。

## コーポレート・ガバナンス改革における変曲点

日本において、他国とは相関が低いアルファ創出の機会が期待できるその他の分野として、継続的なコーポレート・ガバナンス改革があげられる。

安倍政権の下、2014年の日本版スチュワードシップ・コードに続き、2015年にはコーポレート・ガバナンス・コードが公表され、上場企業と機関投資家の両者に対して、株主価値の向上に向けた建設的な対話へのエンゲージメントが呼びかけられた。2017年5月には、スチュワードシップ・コードが改訂され、議決権行使結果の詳細開示が提言された。また、機関投資家とアセットオーナーには、投資先企業のROE(自己資本利益率)向上を目的とした、より高い水準の受託者責任が求められるようになった(日興アセットの最近のスチュワードシップ活動については図表2及び図表3参照)。

図表2: 日興アセットの企業とのエンゲージメント



出所: 日興 AM



図表3:日興アセットの議決権行使結果(2017年7月~2018年6月)

## 会社提案議案

議案種類		賛成	反対	計	反対比率
会社機関に関する議案	取締役の選解任	14,183	2,934	17,117	17.1%
	(参考)会社単位	1,252	832	2,084	39.9%
	監査役の選解任	1,568	162	1,730	9.4%
	(参考)会社単位	893	135	1,028	13.1%
	会計監査人の選解任	40	0	40	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬	699	73	772	9.5%
	退任役員への退職慰労金の支給	162	26	188	13.8%
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,374	135	1,509	8.9%
	組織再編関連	43	11	54	20.4%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	62	62	100.0%
	その他 資本政策に関する議案	110	8	118	6.8%
定款に関する議案		510	41	551	7.4%
その他の議案		0	1	1	100.0%
計		18,689	3,453	22,142	15.6%

## 株主提案議案

議案種類	賛成	反対	計	賛成比率
計	25	139	164	15.2%

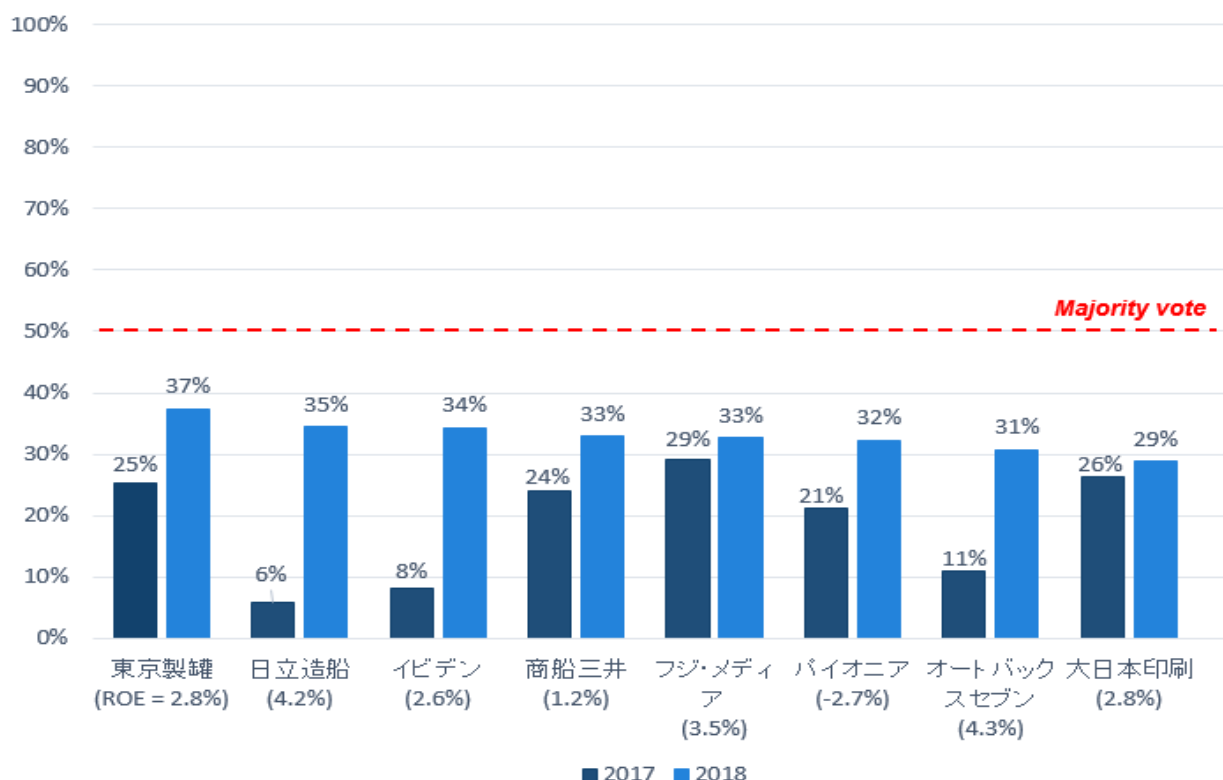
出所:日興 AM

注:スチュワードシップ・コード署名後に会社提案議案への反対比率が大幅に増えた。

コーポレート・ガバナンス・コードが施行されてから3年が経ち、東京証券取引所はその改訂版を公表し、これが2018年6月1日に施行された。主な改訂のポイントは、株式の持ち合い解消、取締役会による委員会の設置、企業年金のエンゲージメント活性化である。企業は、今や投資家によって厳しい監視下に置かれることになり、株式の保有を正当化しなくてはならなくなった。取締役会には、持ち合い株式の保有についての評価が年次で課せられるようになった。この際、取締役会は、各持ち合い株式の目的が適切かどうか、その便益とリスクが企業の資本コストに見合うか確認しなくてはならない。日本企業のROEは、約9%であり、一貫して10%台半ばの米国企業のROEと比べて劣っており、やるべきことはまだ多い。

コーポレート・ガバナンス改革は経営陣による企業の慣行を変える継続的な努力であるため、一夜にして成すことはできない。一方で、当該コードが企業に有意義な影響を及ぼし始めたということもできると考えている。例えば、ROEの低い企業が定時株主総会で最高経営責任者(CEO/会長)の再任に対して反対票を突きつけられるというケースが増えている(図表4参照)。変曲点はそこまで来ていると考えており、業績の低迷を理由に不満を持つ株主から追放される最高経営責任者が出てくるのも時間の問題だと考える。コーポレート・ガバナンス改革がこうした圧力を作り出している中、投資家は株主価値を高めるために企業が取る積極的な行動がもたらす利益を享受できる良い立ち位置に在ると言える。

図表4: 定時株主総会における最高経営責任者再任に対する反対比率及び ROE



出所: アイ・アールジャパン及びブルームバーグ。ROE は過去 5 年平均

### 過度な悲観

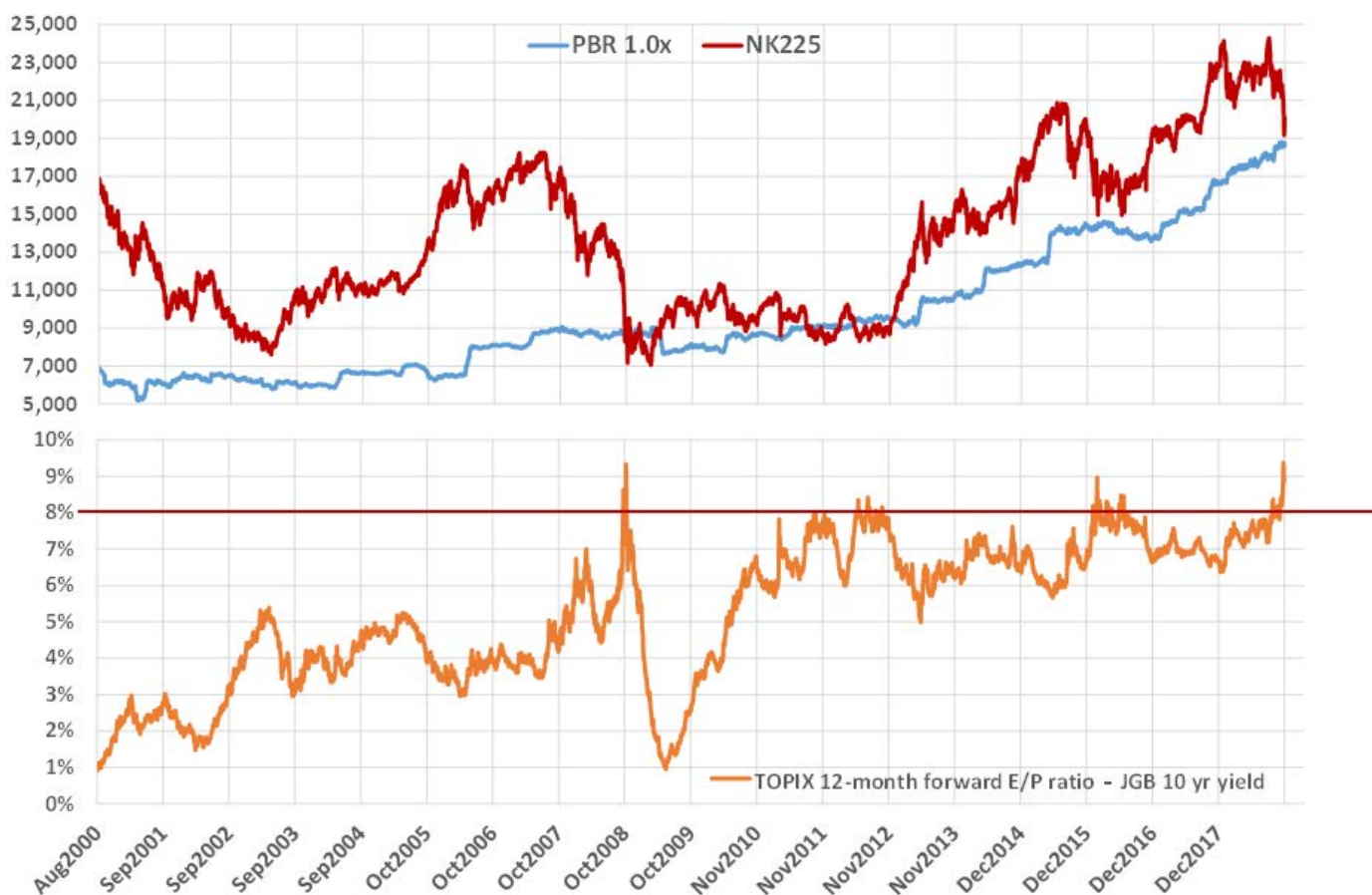
ファンダメンタルズを重視する投資家にとって、現在の市場は魅力的な水準にあると考える。TOPIX(東証株価指数)のPER(株価収益率、12ヶ月先予想EPSベース)は、(この原稿の執筆時の2018年12月13日現在)12.8倍周辺で推移しており、アベノミクスのスタート時からの13倍~16倍のトレーディング・レンジの下限を下回る水準となっている(図表5参照)。当社では、最近の下落は過度な悲観論と貿易戦争に対する懸念によるもので、それをクオンツやリスク・パリティ等のファンダメンタル投資家以外の投資家が増幅させていると考えている。また、当社では日経平均のPBR(株価純資産倍率)1倍割れ、イールドスプレッド8%超えは市場の大底のサインだと考えている(図表6参照)。

図表5: アベノミクス後のトレーディング・レンジを下回るバリュエーション



出所: 2018年11月末現在、FactSet.

図表6: 日経平均及び PBR(上)、イールドスプレッド(TOPIX 益回り-10年物国債利回り)の推移(下)



出所: 2018年12月末現在、FactSet.

## 新しい時代

2019年に日本は文字通り、新しい時代に入る。4月30日には、今上天皇が退位し、これにより平成の時代が終わる。4月の退位礼正殿の儀や10月に新天皇が即位を宣明する即位礼正殿の儀が行われるなど、2019年には様々な皇室関連儀式が続く。さらに4月末から5月初旬にかけて1回限りの10連休がある等、1年を通じて祝賀ムードが高まり、消費を後押しするものとみられる。(2011年の620万人から2017年には2,870万人となった)訪日外国人も、9月のラグビーワールドカップや2020年の夏季オリンピック等の主要なスポーツイベントにも後押しされ、増加を続けるとみられる。大阪市も2018年11月に2025年万博の開催地として選出された。

現在の日本は、分散効果を伴ったパフォーマンス向上を目指すグローバルな投資家にとって、他地域との相関の低い魅力的な投資機会を提供する多くの面を有する。世界貿易における立ち位置、政治的安定性、コーポレート・ガバナンス改革、魅力的なバリュエーションといった観点から、独自の特性を有する。したがって、2019年はこれまでよりもさらに一層、日本に関心を持つ投資家(及び訪日観光客)が増える新しい時代の幕開けとなると見ている。

## 株式運用部

辻村裕樹  
CIO - ジャパン

中野次朗  
株式運用部長

星野正智  
企業調査グループマネージャー

高山純一, CFA  
インベストメント・ディレクター

<https://www.nikkoam.com/about/vote/list>

当資料は、日興アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。



# 2019年シンガポール株式市場見通し

## 安定性の台頭

2019年は、アクティブな銘柄選択、もしくはアルファにおいて重要な年となるだろう。当社は、リスクが高まる環境においても安定して成長する質の高い企業を選定することにより、銘柄選択に基づくリターンを提供することに注力して行く。

2018年と比べて2019年はアジアにとってより厳しいマクロ経済を予見している。貿易をめぐる高まる緊張と世界的な保護主義に加えて、国内の引き締め政策による財政の緊縮と世界的債券利回り上昇とが、2019年初頭の投資家の懸念事項である。当社では、これが2019年の企業収益の伸び鈍化という形で現れると見ている。良いニュースとしては、株式市場は既にこうした成長懸念と収益についてのリスクを織り込み始めているということが挙げられる。その結果、2018年4月以来、シンガポールの株式市場は既にほぼ20%も下落している。PBR(株価純資産倍率)は2015年以来の低水準に近づいており、現在バリュエーションは魅力的である。

これらの要因が2019年のシンガポール株式のパフォーマンスにとっての興味深い背景である。マクロにおける逆風の強まりを警戒しつつも、ボトムアップでの銘柄選定に建設的意義が増している。クオリティ・バリュー銘柄と売られ過ぎたシクリカル・グロース銘柄の中に投資機会が見出せる。2019年にEPS成長率がさらに大幅に悪化したとしても、株式市場は今後12ヶ月のうちに底を付けると考えている。もう1つの主な見解はシンガポールの収益成長の軌道がますます二極化し、格差が広がっているということである。2019年には、さらに幅広いセクター間、銘柄間での格差拡大に直面するだろう。工業セクターには、優れたバリューと収益の安定性があり、貿易の緊張が解消されるならば成長も期待できるかもしれない。その他のセクターは、業績予想のさらなる下方修正と資本収益の悪化を示唆する脆弱性を示している。このような状況はストックピッカーに利があり、2019年は相対リターン戦略とアクティブ運用にとって最良の環境となる可能性があると考えている。

## 2018年と2017年の振り返り

2019年についてより理解を深めるため、2018年と2017年との戦略を振り返ることで、2019年のシンガポールについての思考プロセスと考察を提供したい。

### 2018年の振り返り: 拡大を越えて、持続性に注目

2018年の見通しでは、持続可能な成長に注目することの必要性と、成長リスクの高まり、流動性の逼迫、バリュエーションの低下による2018年のリターン減退に対する防御、について議論した。これらへの懸念から2018年4月をピークに株式市場は20%近く下落した。また、経済が成熟化する見通しから二極化の拡大が結果として起こり、相対リターンの重要性が大幅に高まると説いた。2017年のレポートでは、工業(資本財)セクターと消費関連セクターが魅力的になると予測した。(そして、その予測の通り) 2018年のベスト・パフォーマンス銘柄の上位10社のうち、8社が工業セクターと消費関連セクターであることを2018年10月末の時点で報告した。2018年に高いリターンを生み出した銘柄には、「ComfortDelgro」や「ST Engineering」のような工業セクター銘柄に加え、「Wilmar」や「Dairy Farm」のような消費関連セクター銘柄が含まれる。

2019年においては、成長の安定性が銘柄選択を決定付ける特徴となるだろう。シンガポールの工業セクターは、収益が金利の上昇に対して弾力性を持つ景気拡大局面後期のシクリカル銘柄であり、それに対して、消費関連セクターは、通常ディスインフレからインフレに移行する時に力を発揮する。

## シンガポール市場のベスト・パフォーマンス銘柄

Name	Market Capitalisation	Return	Sector
JAPFA LTD	1,273,432,192	31.75	Consumer Staples
M1 LTD	1,943,675,392	26.68	Telecommunication
SHENG SIONG GROUP LTD	1,623,819,904	20.63	Consumer Discretionary
KEPPEL TELECOM & TRANSPORT	1,034,358,400	20.53	Industrials
COMFORTDELGRO CORP LTD	4,806,305,792	18.97	Industrials
DAIRY FARM INTL HLDGS LTD	11,957,656,576	17.84	Consumer Discretionary
HAW PAR CORP LTD	2,811,066,368	15.30	Consumer Discretionary
SINGAPORE TECH ENGINEERING	10,606,702,592	13.73	Industrials
WILMAR INTERNATIONAL LTD	19,739,045,888	5.65	Consumer Staples
MAPLETREE COMMERCIAL TRUST	4,619,387,904	5.03	Property REITS

Note: Market Capitalisation >SGD1bn  
出所: Bloomberg

## 2017年の振り返り: 拡大の年

2017年は、収益、バリュエーション、流動性の3つの市場の推進力がすべて連動して前向きな動きをした拡大の年だった。シンガポールの株式市場は、収益モメンタム、バリュエーション、政策のすべてに支えられていたと思う。2013年以来、収益の拡大あるいは業績予想の上方修正のモメンタムが初めて加速したのが2017年だった。バリュエーション倍率も魅力的で、ROEの改善により倍率上昇の余地もあった。金融緩和で流動性も高く、リスク資産のパフォーマンスが上がりやすい環境だった。MSCIシンガポール・トータルリターン・インデックスによれば、2017年のシンガポールの株式市場は25.5%上昇し、2012年以来最高の年となった。

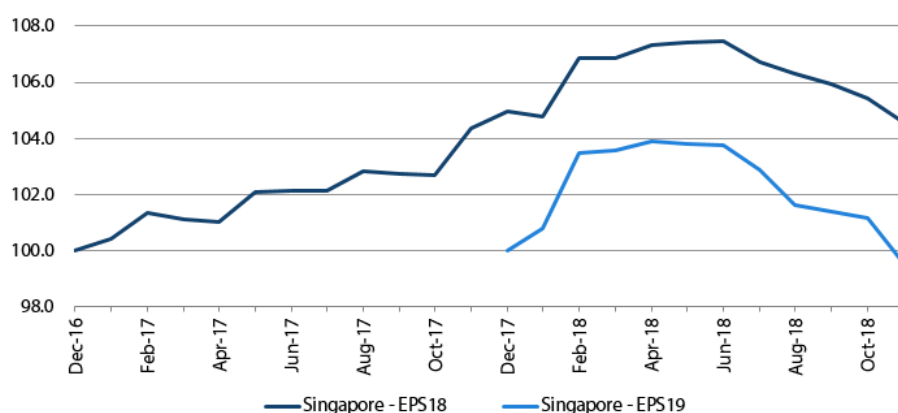
同様の3つの推進力を2019年のシンガポールで見てもよい。結論としては、バランスが良い。最も前向きな指標はバリュエーションで、PBR(株価純資産倍率)は中心値から-1標準偏差に近く、2015年に見られた最低水準にほぼ戻っている。しかし、収益はそれほどポジティブでなく、モメンタムは2017年末から失速しており、2018年を通じて減少傾向が続いていた。この企業業績が株式パフォーマンスの重石となるだろう。金利敏感セクターと景気敏感セクターにはダウンサイドリスクがあり、2019年は概ね厳しい状況が続くと見ている。最後に、国内の政策調整から2018年を通してタイト化していた流動性指標は、2018年の利上げと資本市場からの資金流出の後、現在では比較的バランスを取り戻している。

## 2019年の市場見通し

## 業績

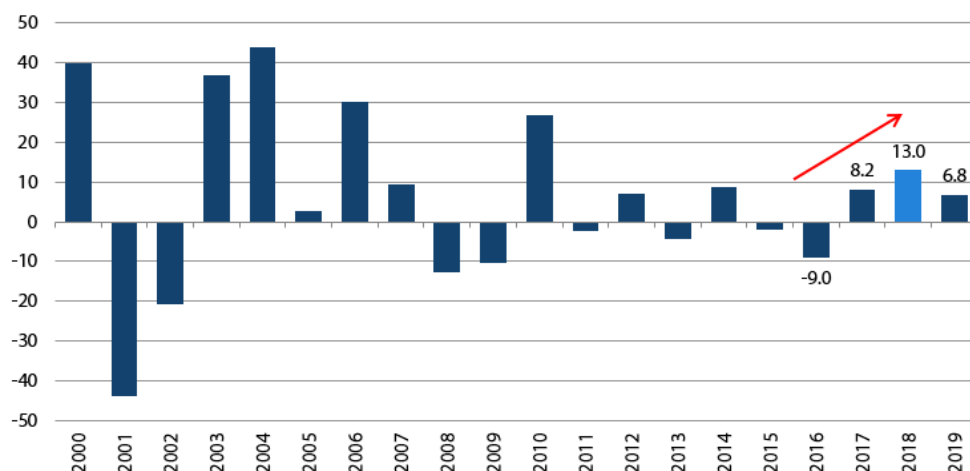
成長軌道にあった2017年が終わると、業績予想は下方修正される傾向が強くなった。2018年の予想EPS(一株当たり利益)成長率は2018年4月をピークに3%~4%下落している。同様に2019年の予想EPS(一株当たり利益)成長率も2019年の成長鈍化の可能性により減速気味である。現在、EPS(一株当たり利益)成長率は、2018年の13.0%から2019年には6.8%へと低下することが見込まれている(出所: IBES、クレディスイス)。

図表1: 決算後の予想EPSは、2018年は1.3%、2019年は1.8%下方修正された



出所: I/B/E/S

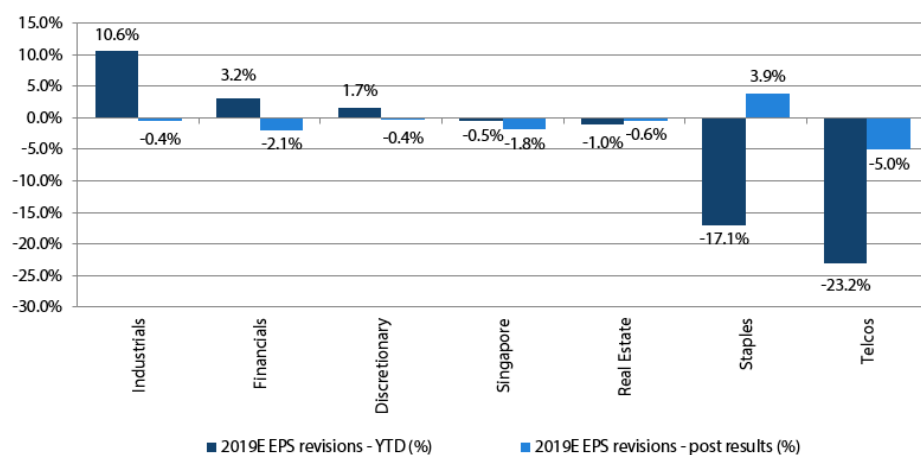
図表 2: シンガポールの EPS 成長率は、2018 年の 13% から 2019 年には 6.8% に減速すると予測されている



出所: I/B/E/S

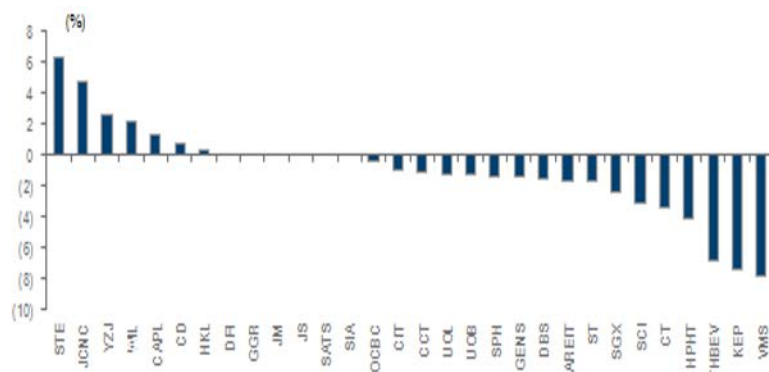
2018 年の業績予測の一般的な傾向は下方修正であったが、セクターにわたりより顕著な二極化が見られた。工業、金融、消費関連の一部のセクターでは、2019 年に上方修正の可能性が高まっており、反対に通信関連は概ね下方修正されるだろう。シンガポールのユニバースにおいては、個別銘柄レベルでの格差拡大も顕著であり、2019 年の EPS 修正にも大きなばらつきが出てくると予想されている。一般的に個別銘柄とセクターの格差拡大は、株式市場のサイクル終盤を示唆する現象であり、セクター選択、銘柄選択がリターン実現に重要な役割を果たすこととなる。

図表 3: ほとんどのセクターで決算後の EPS は下がったが、特に大幅な修正が入ったのは Telcos であった



出所: I/B/E/S

図表 4: 2019 年の ST 指数構成銘柄の EPS の 3 ヶ月先予想コンセンサス



出所: NikkoAM

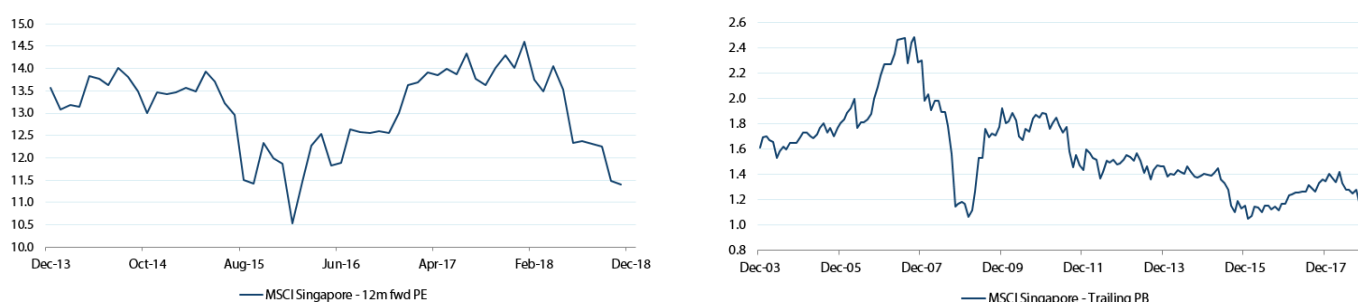
2019年のEPS成長率は3%~5%と控えめながらプラスになるが、リターンの格差拡大は今後も続き、さらに進んでいくものと見ています。成長鈍化を背景にセクターの選択がカギとなり、成長が乏しい時期においては、セクターと銘柄の選択がリターンを左右することになる。バリュエーションに優れ、成長における周期的なアップサイドが見込める、厳選した工業セクターの銘柄をオーバーウェイトとする。また、収益の安定性が強く、質の高い成長が見込める一部の消費関連セクターもオーバーウェイトとする。

## バリュエーション

2018年4月以来20%近く下落したことで、PBRは魅力的な水準(実績PBRは1.2倍)となっている。現在の水準からさらに10%の調整が入れば前回の2015年と2008年の世界金融危機頃の低水準に近づき、その場合は、その後12ヶ月~18ヶ月の株式市場の回復について自信を持つことができるだろう。業績下方修正後の予想PER(株価収益率)も11倍に近づいており、魅力的になりつつある。

シンガポール株式のバリュエーションの魅力は増しているものの、当社判断をポジティブに引き上げるには、マクロでのプラス要因もしくは業績下方修正の底打ちが必要と考えている。今後6ヶ月状況を注視し続ける。その間の当社の注目点は引き続き、バリュエーションが魅力的でありながら、現在の環境下で安定した収益と質の高い成長である。

図表5と6:



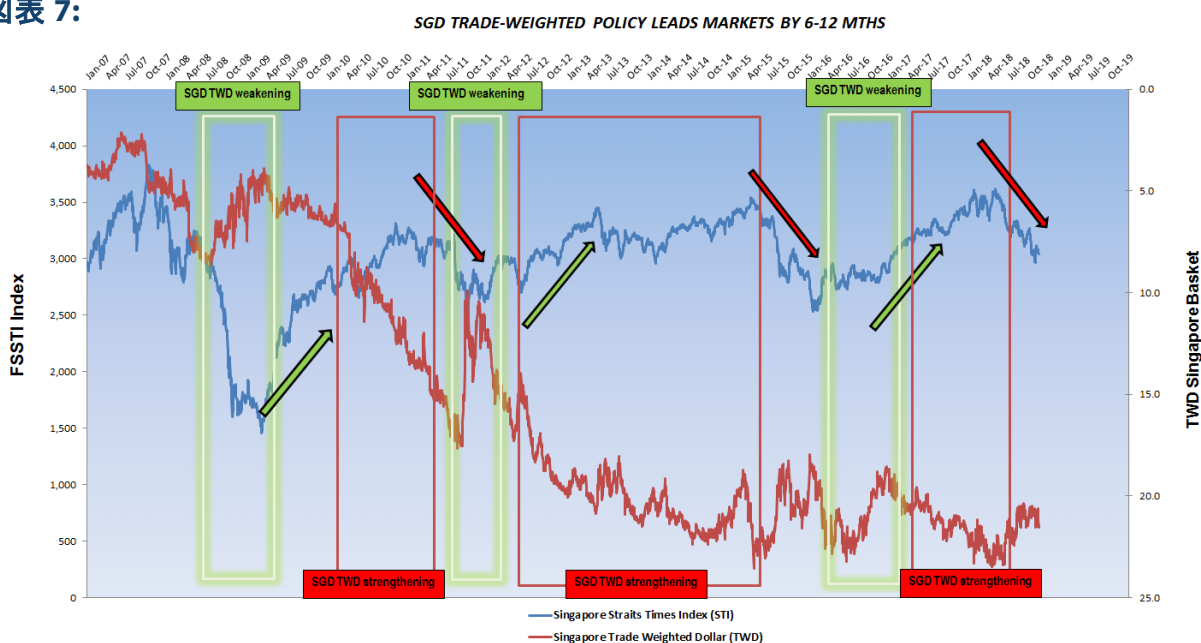
出所: NikkoAM

## 流動性

世界的な流動性縮小と利上げを受け、2018年シンガポール市場の流動性は低下した。国内的には、7月の不動産を対象にしたマクロ・プルーデンス政策の導入と、通貨バスケットに対してシンガポールドル高のバイアスを与えるシンガポール金融管理局の10月の金融政策の影響も受けている。当社独自の流動性先行指標(チャート参照)にみられるように、2018年には流動性低下の基調があり、シンガポール株式にとっては厳しい環境だった。

2019年を見通すと、流動性指標はより均衡が取れており、流動性が幾分正常化することを示唆している。金利の上昇が続き、流動性が一段低下したとしても、状況は安定化してきており、これは株式市場にとってはプラスである。

図表7:



出所: NikkoAM



## 2019 年はアルファが期待できる年 – 銘柄の選択で大きな違いが生まれる

マクロ的には楽観できる見通しで、銘柄選択効果(アルファ)が、さもなければ低ベータになりかねない環境で、特に威力を発揮すると思われる。安定的な収益成長、高く持続可能な配当利回り、強固なバランスシートという、安定性をテーマとして重視する。金利上昇、流動性の縮小、リスクプレミアムの高まりを背景に資本コストが増大し、十分なキャッシュフローに支えられていないアセットヘビーなセクターや金利敏感セクターにリスクを及ぼすと見る。

その一方で、高いキャッシュフローを有し、安定的かつ持続性のある利益を計上できる、質の高い企業を選択することで、資産配分の効率は向上するだろう。低金利環境が終わるにつれ、株式のリターンとパフォーマンスは ROC(資本利益率)とキャッシュフローとの連動を高める。さらに、バリュエーションに加えて、収益力、透明性、質の高さが個別銘柄レベルでのパフォーマンスに重要な役割を果たすようになると考えている。こうした投資環境はボトムアップによる銘柄選定にとっても相性がよく、今後 12 ヶ月間はアルファとアクティブリターンが優勢になると見込む。

2019 年の主なコンヴィクション:

1. 収益の安定性に着目、消費関連セクターと工業セクターがアウトパフォームする見込み
2. ニューシンガポール、将来のサービス・エコシステムにおける勝者探しは続く
3. 配当がリターンを支配、金利上昇環境では配当成長銘柄がアウトパフォームする

## 収益の安定性に着目

シンガポール市場での銘柄選択には前向きであり、中でも工業及び消費関連サブセクターについてそうである。金融セクターについて銘柄を厳選し、不動産と通信についてはアンダーウェイトとする。

金融セクターではより銘柄選択を重視し、不動産開発業のような金利敏感セクターはアンダーウェイトとする。REIT においても、金利上昇環境下での財務レバレッジに加えて、収益の持続可能性や DPU(1 口当たり分配金)の伸びをより意識する。国内政策に関わるリスクと金利コストの上昇が今後 12 ヶ月間に逆風となるだろう。

2019 年は工業及び消費関連銘柄で選択的にポジティブである。シンガポールの工業株は、コングロマリット、運輸や海洋・オフショア企業といった幅広いカテゴリーで構成されているが、そのほとんどの企業の収益が経済サイクル後期と結びついており、設備投資のような実体経済の改善から恩恵を受ける。一部工業株は、バリュエーションが複数年の最低水準に近い上に、純資産を大きく割り込んでおり、魅力的である。質の高い商品・事業を持つそれら以外の工業株と消費関連株は、2019 年においても EPS(一株当たり利益)成長を持続し、厳しい環境においても ROC(資本利益率)の維持と向上を実現するだろう。

2019 年と 2020 年の収益予想において、工業セクターと生活必需品セクターとがその成長率でリードすることが明確に見て取れる。また、2019 年と 2020 年の予想 EPS 成長率では二極分化がさらに進んでおり、業種選択によるリターン格差がさらに拡大すると見込まれる。

## 2019 年は消費関連・工業セクターにポジティブなファンダメンタルズの変化(成長)とリターンの持続性が見られる

EPS Growth (consensus)	CY18E	CY19E	CY20E
Banks, Diversified Financials & Insurance	10%	7%	7%
Consumer Discretionary	11%	(2%)	-
Consumer Staples	3%	13%	9%
Industrials (Conglomerates)	12%	6%	7%
Industrials (Offshore Marine)	(1%)	16%	15%
Industrials (Transport)	(1%)	10%	0%
Real Estate Developers	9%	4%	3%
Real Estate Investment Trusts	(2%)	3%	5%
Technology	10%	5%	5%
Telecommunications	(12%)	(2%)	(2%)
Healthcare, Utilities & Others	(932%)	(51%)	(103%)
<b>TOTAL</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>

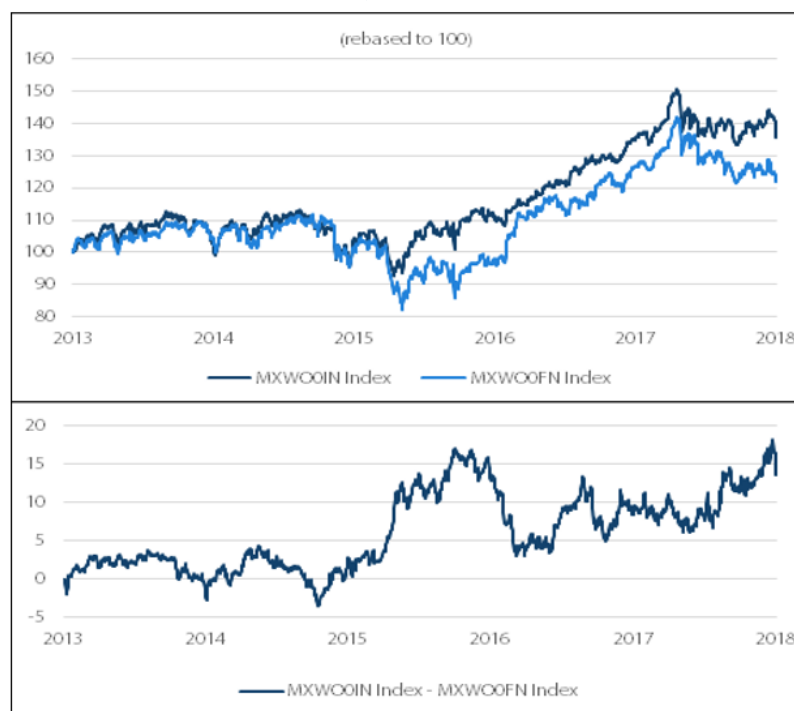
出所: dataCentral、ブルームバーグ

## 金利上昇環境では工業株のパフォーマンスが相対的に良好

景気循環の後期もしくは終盤に差し掛かってきた兆候が多く出てきており、工業株が 2019 年の勝ち組になると考えている。工業株は通常景気サイクル後期に強いセクターであり、一般的に雇用の創出と実体経済にリンクした企業の設備投資サイクルに結び付いている。経済活動の活発化と事業見通しの改善に基づく企業支出の増加と相関する金利上昇を背景に、工業株はこの景気サイクル後期に優れたパフォーマンスを発揮する傾向がある。

世界の工業銘柄の幅広い評価基準である MSCI ワールド・インダストリアルズは、経済状況の改善と金利環境の引き締めにつれ、過去 3 年間に於いて MSCI ワールド・ファイナンシャルズをアウトパフォーマンスしている。

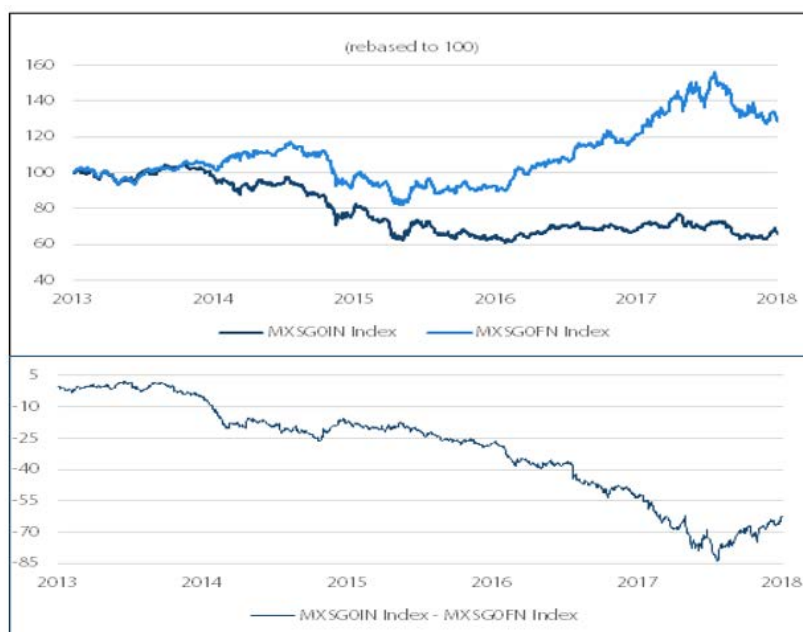
図表 8: MSCI ワールド・インダストリアルズ/MSCI ワールド・ファイナンシャルズの相対パフォーマンス



出所: NikkoAM

しかし、シンガポールの工業株においては、状況はまったく違い、MSCI シンガポール・インダストリアルズが過去 3 年間に於いて MSCI シンガポール・ファイナンシャルズと比べて大幅にアンダーパフォーマンスしている。これが、工業セクター企業の間で業績の上方修正が開始、バリュエーションも引き続きサポータティブであることから、ここ 3 ヶ月の間に逆転し始めている。他方、流動性の低下と国内不動産セクターに対する政策引き締めにより、金融セクターの業績修正は減少した。工業株が金融株をアウトパフォーマンスするという最近の傾向は今後も続くと思われる。

図表 9: MSCI シンガポール・インダストリアルズ/MSCI シンガポール・ファイナンシャルズの相対パフォーマンス



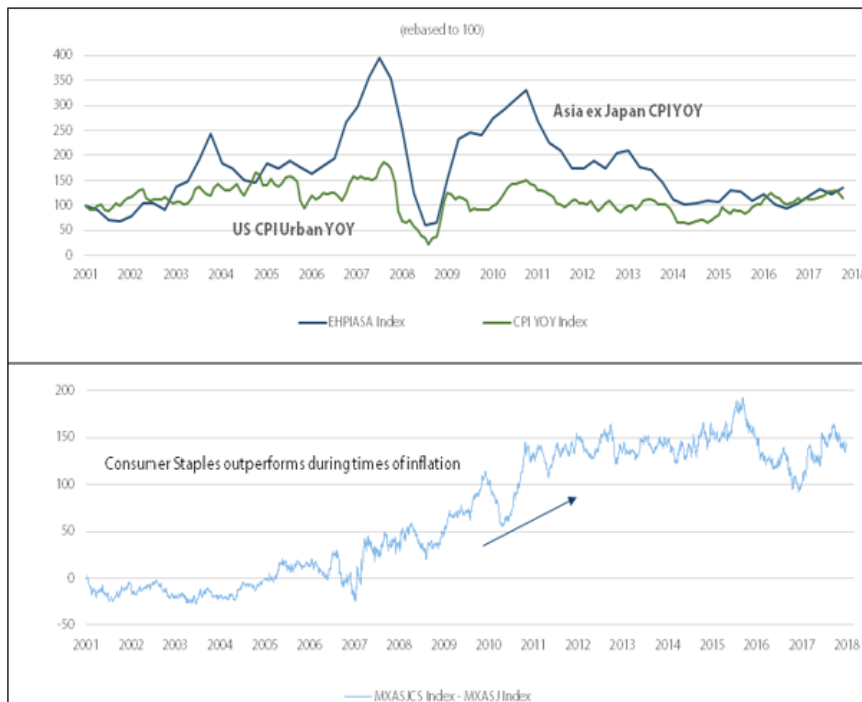
出所: NikkoAM

## インフレの再来は生活必需品セクターの潜在的な追い風

生活必需品と食品セクターも 2019 年は投資先として説得力を持つと考えている。売り上げ(価格)は通常インフレと正の相関があり、必需品の需要(量)の変化も低く、経済のスローダウンに耐性がある生活必需品セクターにとって、収益環境は全般にサポートタイプである。中産階級の台頭とアジアの消費増の流れに乗り、アジアの生活必需品は、構造的にポジティブな局面にあるとの考えを維持する。また、経済がスローダウンする環境下、食品サプライチェーンを担う生活必需品株をインフレの上昇と連動して価格マージンを上げやすいディフェンシブ銘柄と捉えている。一例として、2018 年には、米中間の貿易緊張に起因する貿易混乱の可能性と市場における新しい投資機会としてアジアの一部生活必需品銘柄が恩恵を受けた。

また、2004 年～2008 年と 2009 年～2010 年の 2 つのインフレ上昇期間でも生活必需品はアウトパフォームしていたことが分かっている。

図表 10:



出所: NikkoAM

## ニューシンガポールは 2019 年も引き続き焦点

ニューエコノミーにおいて生き残るべくイノベーションや事業改革を進めているサービス産業における新しい事業や企業をニューシンガポールと称している。シンガポールの技術サービス、データセンター、ヘルスケア、物流、観光、消費者サービス等、サービス・エコシステムの一翼を担うセクターを引き続き選好する。これらのセクターは、長期的に構造的な成長力を持ち、今後数年その成長力においてアウトパフォームすると思われる。

成長エンジンの再構築、組織・資本構成の調整、サービス業としてのプレゼンス構築を目指す工業銘柄において、事業改革の動きも顕著である。最近の例は「Keppel Corp」による、データセンターと物流子会社「Keppel T&T」の非上場化、「MobileOne」における通信事業統合、「Keppel Infrastructure」における買収を通じた成長事業の取り込みである。

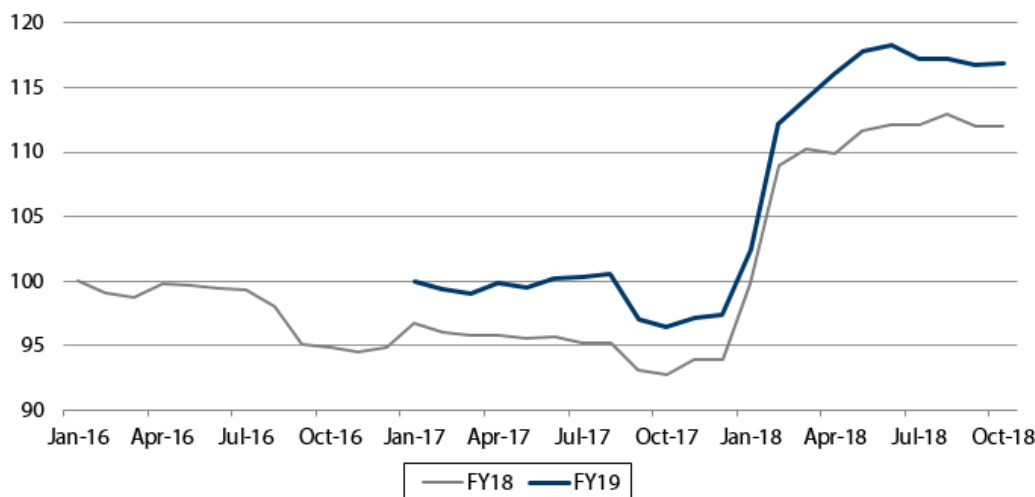
我々はこのセクターにおいて、ビジネスモデルを改革していたり、現在の環境に合わせて再構築している企業や、サービスのエコシステムに根を張ることで成長機会を与えてくれるような企業を選好する。現在我々は、ヘルスケア、技術サービス、観光といったセクターの一部銘柄をオーバーウェイトとしている。

## 高配当投資がアウトパフォームする

不確実性の時代において、シンガポールはディフェンシブな投資先であり続けるだろう。耐久力のある経済と安定した通貨、それに加えて最も重要な要因である潤沢なフリーキャッシュフロー、安定した配当支払い、ディフェンシブなバランスシートに支えられた 4%～5%の配当利回りを誇る魅力的な市場だからである。低ベータあるいは低リターン市場環境では、配当は力強いリターンの原動力であり続ける。利回りと成長を加味した確信度の高い配当戦略が、今日の金利上昇環境下でアウトパフォーマンスする可能性が最も高いと考える。シンガポールの配当利回り水準は、現在アジア地域で最高水準の 4～5%にまで上昇しており、大変魅力的になっている。これは、株価の下落、安定した配当支払い、銀行の増配といった要因からもたらされている。これが 2018 年に

予想配当利回りが実際に上昇し、業績予想の下方修正を埋め合わせるというシナリオにつながった。これは我々の、配当利回りが市場のダウンサイドリスクを和らげるという見解及びシンガポールはアジア地域においてディフェンシブ・グロース銘柄を提供するという見解を裏付けるものである。

図表 11: 2018 年と 2019 年のシンガポールの予想 DPS(1 株当り配当金)は安定かつ上昇



出所: IBES、クレディ・スイス

当社は安定した配当金の成長が見込めるディフェンシブで高い利回りの企業に引き続き着目する。高配当セクターの中では、配当利益の源泉となる ROE(自己資本比率)の伸びが高い企業や、フリーキャッシュフローの増加と強い資本力からより増配の可能性のある企業を金融、工業、消費関連セクターで探していく。REIT では、DPU(一口当たり分配金)が伸びているオフィス REIT やホスピタリティ REIT、インダストリアル REIT に加えて、一部のインフラ事業ファンドにも投資機会があると見ている。

## サマリー

要約すると、2019 年の銘柄選択のカギは引き続き安定性にあると考える。当社では、安定性を、利益成長、事業モデル、バランスシートにおける利益の持続可能性という形で計測している。利益成長の持続力、ディフェンシブで質の高い成長が見込める事業モデル、及び経済がスローダウンし、流動性が低下する環境で成長のチャンスをつかむことができる財務力を持つ企業から、アクティブ・パフォーマンスが生まれると考えている。リターンを持続力、または安定性が 2019 年のパフォーマンスのカギとなる。

このため、特に金利に依存しながらも収益見通しが成長軌道に乗っており、事業の質と価値に建設的な企業については、相対的に慎重かつ選択的に対処する。特に工業株では、設備投資の状況が今後も成長を予期させ、景気サイクル後期の設備投資支出が今後も収益を支えると見ている。同様に、消費関連セクターは、インフレ上昇に比較的うまく対応でき、利幅拡大による収益のポジティブ・サプライズの余地がある。

さらにシンガポールのサービス経済においても構造的な要因からポジティブなスタンスを続行する。観光、インフラ、ヘルスケアといった工業・消費関連セクターのサブセクターには長期的・構造的な成長力があり、今後数年間において市場をアウトパフォームする可能性がある。また、ニューエコノミーにおける競争に備えて改革を行う企業に大きな投資機会があると見ており、ヘルスケア、技術サービス、観光といったセクターの一部銘柄をオーバーウェイトとする。

最後に 2019 年は高配当投資が継続的に利益をもたらすと考えている。シンガポールの配当利回りは、現在アジア地域で最高水準の 4%~5%にまで上昇しており、潤沢なフリーキャッシュフロー、安定した配当支払い、ディフェンシブなバランスシートに支えられた大変魅力的な市場である。低ベータあるいは低リターンの市場環境では、配当は引き続き力強いリターンの源泉となる。今日の金利上昇環境においては、利回りと成長を加味した確信度の高い高配当戦略がアウトパフォームする可能性が高いと考えている。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来



の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

# 2019年グローバル・マルチアセット・アウトルック

FRB(米連邦準備理事会)の政策が世界の流動性の主な決定要因であることが再び証明されたが、明らかに2018年は引き締め  
の年であった。FRBの政策に対し、米国以外の国では成長と金融緩和で相殺できると考えるが、少なくとも先進国においては、  
ECB(欧州中央銀行)も2018年末までに量的緩和を終了し、正式には金融緩和の立場にも関わらず日銀も資産購入を減らしてい  
る昨今、FRBの方針こそが未だ最も重要であることが裏付けられた。

現在、中国もまた世界の流動性の主な決定要因となっている。信用収縮を招いた2018年の中国の改革努力が世界的な流動性  
の逼迫に加担したことは明らかだ。中国の司令型経済は流動性の栓を再度開け始めたが、政府主導型の大規模投資という通常  
の形ではない。これは改革の観点からは良いことである。むしろ、今日までの資金投入は、信用収縮とエスカレートする貿易戦争  
からの実体経済の保護が目的となっている。これまでのところ、その効果は微弱であるが、最終的には当局が成長促進のための  
正しいポリシーミックスを見つけ出すと考えている。

経済成長とタカ派的スタンスを少し改め始めたFRBにより、先進国全体に広がる緩やかな流動性の減少を克服できるというのが  
当社の基本的な考えである。ただ、流動性の逼迫に貿易戦争からブレグジット(英国のEU離脱)等々の未だ高い地政学的な不  
確実性が加わり、ボラティリティは今後も上昇し続けるであろう。けれども、すべての景気サイクルの後期がそうであるように、サイ  
クルが完全に終わるまでリスク資産から有意な利益が得られるとみられる。以上の見通しを維持するが、今後、ボラティリティを通  
して見えてくる、当社の見解を裏付けるか、またはそれとは違う道を示すデータに依拠します。下記は現在当社が2019年におい  
て重要と見ている主なテーマである。

## 主なテーマ

### 安定化するドル:

景気刺激策とFRBの着実な引き締めによる米国の並外れた成長は、2017年の間、ドルの上昇と他国のリスク資産に対する相対  
的な強いパフォーマンスに大きな役割を果たした。現在、米国の景気刺激策によって誘発された成長が衰え、FRBの金融引き締  
め終了が視野に入ってきており、今後、ドルは横ばい、あるいはわずかながらのドル安の可能性が高まり、特にリスク資産と新興  
国市場に安堵をもたらすと見られる。この見解における主なリスクは、ドルの借り手がレバレッジの解消に追い込まれた場合に起  
こるドル不足、すなわち流動性の更なる逼迫が挙げられます。

### 中国は景気刺激策で成長を下支え:

中国は、政策の微調整によって第1四半期の成長を促す適切なポリシーミックスを見つけられると思われる。インフラ投資から消費へ  
と焦点をシフトさせつつある中国の政策を考えれば、より現地での需要に依存したものとなる公算が高い。新興国とコモディティに  
とって、中国の成長向上はプラスとなるが、これまでの刺激策ほどのインパクトはない。主なリスクは、貿易戦争の再燃及びある  
いは刺激策の続行を妨げるほどのデフォルト懸念の増加である。また、中国不動産市場の悪化は、成長の妨げとなる可能性が  
あるため、中国不動産市場の動きを注視することも重要である。

### 関税戦争はIT冷戦へと変化:

いつもの大言壮語にも関わらず、トランプ大統領は、関税が米国に苦痛を与えることを認知しているとみている。2020年の大統領  
選に向けて取引をする方が明らかに得策である。しかし、この取引は、中国が譲れないと主張していることから、「中国製造2025」  
の解体には至らないだろう。そのため、1度限りの政策やZTE、ファーウェイのような特定のIT企業への攻撃などをより増やすこ  
とになるとみられる。中国も同様に応戦するため、緊張は今後も持続するであろう。自身の技術、データ、IPを守るため、サプライ  
チェーンは、再構築されることになる。見通しはポジティブではないが、結局のところ、関税の引き上げよりはマシな選択である。

### ヨーロッパの見通しは不確実:

ブレグジットとイタリア財政問題は今後もくすぶり続けるであろう。但し、当社では、その両方とも最悪のシナリオは回避すると見て  
いる。ヨーロッパにおいて、より心配なのは、不安定なドイツやイタリアの銀行制度である。ECBの量的緩和の終了と共に、銀行間  
のストレスの高まりと金融拡大の鈍化が成長の低迷を引き起こす可能性がある。ECBは、前回のプログラムで満期となる融資を

ロールオーバー（償還期間延長）させるため TLTRO（長期資金供給オペ）等のプログラムを再導入する公算が高い。そのため、差し迫った引火点はないと見られる。

### 流動性の逼迫と暴発は続く：

各国の中央銀行による流動性の段階的な引き締めは、外部からの流動性を最も必要とする国々に対する圧力を継続的に強めるであろう。トルコとアルゼンチンの不安定化が再燃するかもしれない。但し、その他のマクロの脆弱性がみられる国や、GE などのファンダメンタルズが不十分な企業、そして、その他の格付けの低い企業はキャッシュフローの低さから債務のロールオーバーに苦戦し始めるかもしれない。米国の銀行は、2008 年と比べてかなり健全になったが、ヨーロッパの銀行はまだリスクがある。

結局、景気刺激策の効果が薄れる米国では強くないものの、全体的な成長は前向きに捉えている。流動性は逼迫しているが、米国の健全な成長性、より安定したドル、そして、中国のポジティブな勢いにより、世界的に広義のマネーを押し上げることができる。但し、景気サイクルの後期に入り、避けるべき、あるいは適切なヘッジをかけるべきリスクと脆弱性を見定めることが重要である。間違いは起こり得るし、必ず起こるため、注意深い監視は必須である。

## 各アセットクラスの見通し

### 株式：

株式市場のバリュエーションは、その他の国々と比べて米国が最も高くなっており、かなり状況は異なっている。上記のリスク要因のバランスから、大きなテールリスク・イベントがないことを前提に、2019 年は低いながらもプラスのリターンがもたらされると示唆される。バリュエーションが割安な日本と新興国市場の一部は、より割高な米国やヨーロッパのコア市場よりも、上値が見込まれ、市場が下落した場合にも、下振れに対するカバーに優れた良い組み合わせであると考えられる。バリュー重視の投資哲学ではあるが、バリュー株をグロース株に対して、もしくはディフェンシブ銘柄をシクリカル銘柄に対して完全にオーバーウェイトするのは時期尚早と考えている。

バリュー株は、現在、様々な評価基準において、グロース株と比べて大変割安である。但し、このバリュエーション・ディスカウントが、金利と成長リスクの両方が高まる環境下で、借り入れ比率の高い銘柄やシクリカルな銘柄の所有を意味するならば、不経済以上のものではないかもしれない。当社の株式運用チームと同じく、こうした銘柄の代わりに安定したキャッシュフローの増加が見込める企業に着目している。小型株も多国籍の大型株と比べれば世界的な貿易リスクとの関係が希薄化されるとみられる。

### ソブリン債：

先進国のソブリン債のほとんどは依然として割高であるが、米国債はよりニュートラルなバリュエーションで例外的である。2018 年の米国の金融引き締めと米国債利回りの上昇が、他のより利回りが低い市場と比べて米国の債券の大幅なアンダーパフォーマンスを引き起こした。しかし、今後は、ヨーロッパの債券市場が、特にアンダーパフォームした米国債に対し、役割の逆転が起ると見ている。ECB が資産購入プログラムから撤退することにより、中央銀行による買いが無くなった分、ヨーロッパの債券利回りはみずからの均衡水準を見出さなくてはならなくなるだろう。その結果、この資産クラス全体がプラスのリターンを生み出すことに苦戦することが見込まれ、短期のデュレーションと、ポートフォリオの観点においては、ソブリン債に近い保護特性を持つ利回りの良い投資適格債を選好する。

### クレジット：

スプレッドの拡大がバリュエーションの改善をもたらしたことに加え、米国債の利回りの上昇により、米国とアジアの投資適格債が魅力的となっている。米国では、社債インデックスでトリプル B 格が急増しており、5 割以上を占めるまでになっている。そのうちのかなりの部分がレバレッジ過多で、景気刺激策の効果が薄れ、キャッシュフローが悪化すれば、ジャンク級に格下げされる恐れがある。そのため、質の高い債券を選好する。高いレバレッジに対するキャッシュフローの悪化という同様の懸念から、スプレッドにおけるリスクの埋め合わせが充分にできていない米ハイイールド債を敬遠する。結果として、米ハイイールド債は未だ割高である。アジアのハイイールド債の価格はより魅力的であるが、アジアの社債インデックスのほとんどが、悪いファンダメンタルズに苦しみ、さらなる逆風の恐れにさらされている、中国の不動産開発企業で占められているため、敬遠したい。米国やアジアとは違い、ヨーロッパの企業は、改善したキャッシュフローから実際に債務を返済している。但し、当社のヨーロッパのソブリン債に対する弱気な見解から、投資適格債はあまり魅力がない。価値が出始めているのはヨーロッパのハイイールド債である。

### コモディティ：

ファンダメンタルズは未だ原油を下支えしているように見えるものの、投機的なポジションによる価格への多大な影響が動きを読み難くしている。10 月初めの大幅な下落は、ファンダメンタルズはまだ強かっただけに理解し難い状況だった。主な懸念は、原油価格の下落が需要ショックと関連しているかもしれないことであり、世界経済にとって非常にマイナスである。当然注意深く見守っていかなくてはならない。ドルと実質金利の上昇という逆風にも関わらず、金は激動の時代の安全資産であることが証明され魅力的である。

## 結論

米国は景気サイクルの拡大後期にあり、バリュエーションも割高であることは確かだが、世界の他の国々では、成長の鈍化と強まる流動性の逼迫がネックとなっている。ただし、成長によって景気サイクルが世界的に拡大するような改善が起きないと結論付け

るのは時期尚早である。タカ派的スタンスから一步退くFRB、全面的な貿易戦争の回避、景気刺激策の成果が期待される中国のより建設的な成長を前提として、今後、状況の改善が見込まれる。このような環境下では、新興市場はかなり高いパフォーマンスが期待できるが、流動性の逼迫が今後も弱いファンダメンタルズに影響を与えることから、質へのこだわりがカギとなる。主な下振れリスクには、貿易戦争のエスカレート、レバレッジの解消を強いるようなドル高、中国の景気刺激策が失敗に終わることなどが含まれる。ヨーロッパも、ECBが資産購入プログラムの終了を決定したが、未だ不安的な銀行システム、鈍い成長性、大衆迎合主義（ポピュリズム）の高まりなどを注意深く見守っていく必要がある。上振れリスクには、リスク資産全体に追い風となる、安定的なドル安、力強い中国の成長が含まれる。これらの軌道を投資に活かすには、どんな兆候も見逃さないよう注意深く見守っていくことが引き続きカギとなる。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。



**YOUR GOALS, OUR COMMITMENT.**

すべてはお客様のために

**Nikko Asset Management**

[www.nikkoam.com](http://www.nikkoam.com)