

# 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言うことはできないし、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