

インベストメント・アウトLOOK

Investment outlook

2019年 夏号

野村アセットマネジメント



野村アセットマネジメント

Investment Platform

野村アセットマネジメント

2019年3月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
5.0兆円 108名 - 日本 コア / バリュア / グロース / 小型 / インカム / テーマ / ESG - グローバル コア / マルチテーマ / バリュア / インカム / ESG 米国/グローバル/新興国(ACI*) - アジア 小型 / インカム / テーマ 単一国 / 地域特化 - REIT 国内 / アジア グローバル/米国 (ACI*) - ロング・ショート/ 集中投資/ カバードコール - コンセプト型運用/ソリューション * American Century Investments®	14.0兆円 76名 - 日本 総合 / 国債 / クレジット - グローバル 総合 / 国債 / クレジット/ ハイ・イールド(NCRAM*) - アジア ドル建 / 現地通貨建 - 新興国 高金利通貨運用 /ドル建 (NCRAM*)/ 現地通貨建 - アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型(NGA**) - コンセプト型運用/ソリューション - ESG債券 - キャッシュ・マネジメント * Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** Nomura Global Alpha LLC.	24.9兆円 28名 - 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式/債券/コモディティ - インデックス / "Funds-i" 株式:先進国/新興国 債券:総合 / 国債/クレジット/ 新興国 REIT/商品 - 株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム/ クオリティ マルチ・スマートベータ ESG - 債券スマートベータ RAFI - コンセプト型運用/ソリューション	6.9兆円 41名 - コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー(NFR&T*) - オルタナティブ ヘッジファンド/CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産 *野村ファンド・リサーチ・アンド ・テクノロジー株式会社

マルチアセット&ソリューションズ
1.0兆円 21名 オールウェザー・ファクター・アロケーション/スマートプレミアム戦略 マルチ・ベータ・バランス戦略 日本株スタイルアロケーション マルチ・アセット・インカム戦略 システムティック・マクロ戦略 オルタナティブ・リスク・プレミアム

(注) 上記のプロフェッショナル数は、海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャーは対象外です。運用資産残高は、重複等から巻末の数値とは異なります。

Contents

『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。

今回「夏号」では2019年から2020年にかけての経済・市場見通しを各プロフェッショナルが述べています。

なお、各意見は6～7月上旬時点での見解であり、また、会社としての統一の見解ではありません。お客様の投資目標達成の一助になれば幸甚です。

03 | マクロ環境

不確実性の高止まりによる景気下振れリスクは上昇するも、政策対応が下支え

06 | 債券・為替

FRBの予防的利下げと米国金利及び米ドルの見通し

09 | 日本株式市場

業績悪化と政策期待の綱引きを予想

12 | 外国株式

2020年に向けた株式市場の見通し
景気減速と金融緩和の狭間をさまよう株式市場

16 | ストラテジー

世界的景気減速と主要国による景気対策がポイント
そのような環境下でのマーケット動向を予見する

マクロ環境

不確実性の高止まりによる景気下振れリスクは上昇するも、政策対応が下支え



シニア・エコノミスト
胡桃澤 瑠美

経済見通しの基本シナリオは「緩やかな減速」

先行き1年の世界経済は緩やかに減速すると予想します。米国では2018年に表出した財政措置による景気押し上げ効果が剥落、成長加速期待が高まらない中で、通商政策等を巡る不確実性は高止まりするでしょう。言わば、景気の鈍化局面で負のショックが加わるため、企業は設備投資に慎重になると考えられます。一方、中国では景気底割れを防ぐ程度の政策対応は行われるでしょうが、債務問題を抱える中、世界経済を浮揚できるほどの大規模な景気刺激策は採用されないと見込んでいます。

他方、主要先進国・地域の雇用・所得環境は堅調であり、リスク資産価格の大幅かつ持続的な調整がない限りにおいては、個人消費の急減速は回避できるでしょう。

リスクバランスは「下向き」

基本シナリオに対するリスクバランスは「下向き」と判断しています。上振れリスクとしては、米国・中国において大規模な景気刺激策が実行されるシナリオ、下振れリスクとしては、①通商摩擦が一層激化、先行き不確実性が高まり、多くの企業が設備投資を先送りする、②金融市場でリスク資産価格の大幅な調整が生じ、実体経済に波及する、などが考えられます。

下振れリスク①は一定程度基本シナリオに盛り込んでいます。それに加えて、製造業・輸出環境の悪化がサービス業・内需環境に大きく影響する場合、あるいは米国が自動車輸入関税賦課を決定するような場合、などを下振れリスクとして想定しています。

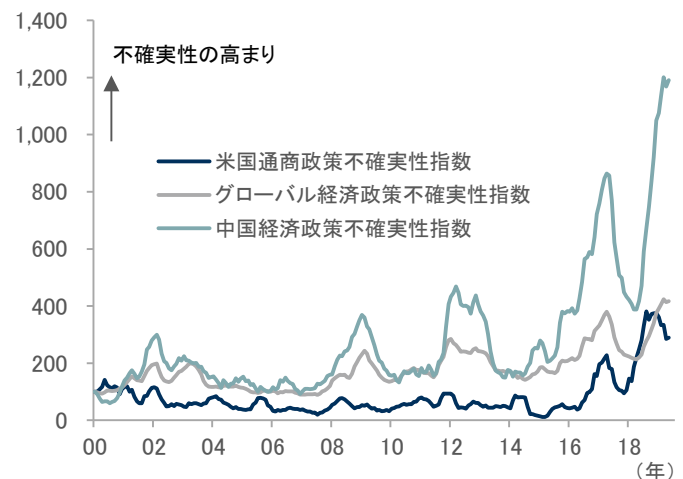
世界PMI(購買担当者景気指数)の推移
(2000年1月～2019年5月、月次)



(出所) IHS Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

不確実性指数の推移
(2000年1月～2019年5月、月次)

(6ヵ月移動平均値、2000年1月=100として指数化)



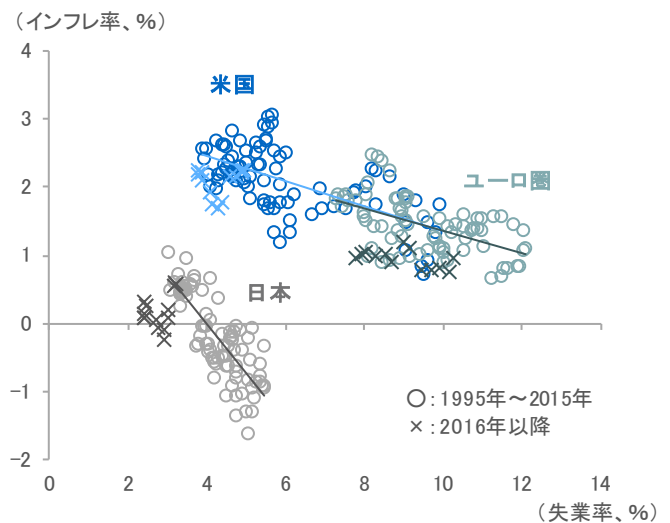
(出所) Economic Policy Uncertaintyのデータを基に野村アセットマネジメント作成

物価見通しの基本シナリオは「概ね横ばい圏」

インフレ率は主として、需給ギャップ、インフレ期待、供給側の要因等の影響を受けると考えられます。足元では主要国・地域において、低失業にもかかわらずインフレ率が低位に抑制されていることから、「失われたインフレ(Missing inflation)」が主要中銀の課題となっています。

経済の「緩やかな減速」見通しの下で、主要国・地域の需給ギャップが加速的に改善していくとは見ていません。そして、インフレ期待の上方シフトも考えにくいでしょう。一方で、労働需給の逼迫は当面続く見込みであり、インフレ率の大幅低下の確度も高くないと考えます。

主要国・地域のフィリップス曲線
(1995年1-3月期～2019年1-3月期、四半期)



(注) インフレ率はエネルギー・食品を除く、日本は消費増税の影響を考慮。

(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

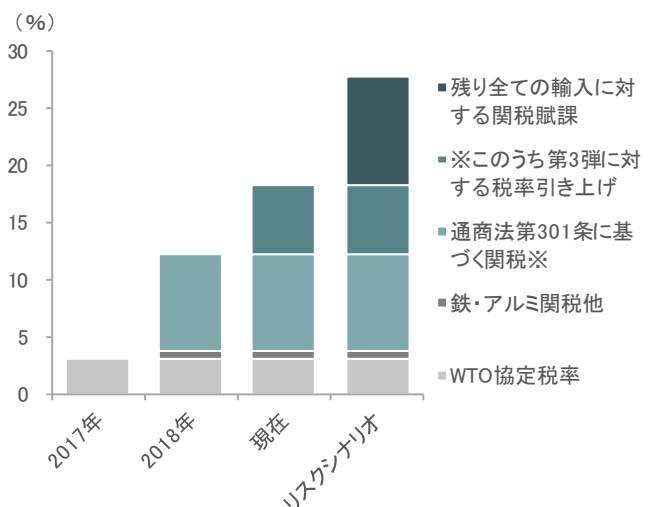
リスクバランスは「均衡」

物価の基本シナリオに対するリスクバランスは「均衡」と判断しています。経済見通しのリスクバランスが「下向き」の下でも、インフレ率に与える影響は両方向考えられるためです。

通商摩擦の激化により、関税引き上げが財の生産コスト上昇に繋がり、消費者物価に波及する可能性があります。これが人々のインフレ期待に織り込まれてしまえば、インフレ率はその後持続的な上昇過程に入る可能性があります。

一方、関税の転嫁で一時的に消費者物価が上昇したとしても、景況感の悪化が生じるため、先行きの景気減速が意識され、インフレ期待は逆に低下することも十分考えられます。

米国の中国からの輸入に対する関税率



(出所) ピーターソン国際経済研究所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融緩和バイアスが強まると予想

経済・物価の基本シナリオとリスクバランスを勘案すると、主要中銀は金融緩和バイアスを強めると予想します。

ただし、過去よりも主要中銀の金融緩和余地は限られています。主要3中銀のうち、金融危機後に唯一利上げを行えたFRB(米連邦準備制度理事会)でも、「ゼロ金利制約」への接近が主要な課題になっています。一方、既にマイナス金利に陥っているECB(欧州中央銀行)や日本銀行は、金融緩和のベネフィットとコストを比較衡量しなくてはなりません。

以上より、基本シナリオの「緩やかな減速」に留まるのであれば、FRBが先行き1年で数回の利下げを決定し、バランスシート縮小停止を予定通り、ないし若干前倒しする程度と考えています。一方、ECBや日銀は自国通貨

高を警戒し、FRBに追随する姿勢を見せるでしょう。共に現行の低金利政策を維持する期間を事実上延長し、ECBは小幅な追加利下げ、日銀は長短金利操作における長期金利変動幅の拡大等を決定する可能性があります。主要中銀の金融政策は一定程度金融市場を支えるでしょうが、世界経済を力強く牽引するほどの力はないと見ています。

一方で、経済の下振れリスクシナリオが具現化する場合、FRBですらゼロ金利制約に陥り、主要3中銀が揃って量的緩和に回帰する可能性もあります。その際、日本やユーロ圏コア国で金融仲介機能の停滞が生じ、緩和効果が反転する「リバーサル・レート」に至るリスクもあります。

機動的な財政政策運営が行えるか否かも焦点に

このように金融緩和余地が乏しい中で、マクロ経済政策の主役が財政政策になるとの見方も多くなってきています。その文脈の中で、自国通貨建て財政赤字の増大は大きな懸念事項ではないとする「現代金融理論(MMT)」に対し、批判も含めた関心が高まっていると言えるのではないのでしょうか。

仮に積極的な財政出動が選択された場合、世界経済への波及が大きいのは、やはり米国・中国となるでしょう。

米国では上下両院の多数党が異なる「ねじれ議会」の下、機動的な財政措置の決定は難しい状況です。特に年後半には歳出上限・債務上限問題への対応が求められます。2020年の大統領・議会選挙を控えて、「財政

の崖」を回避する程度の合意に留まる可能性が高いでしょう。ただし、景気下振れリスクへの警戒感が高まると、景気を浮揚させようという動きが生じるかもしれません。そもそも民主党はインフラ投資の必要性を訴えてきており、トランプ大統領の主張とも似た側面を持っています。

また、中国は自国経済を安定化させる程度の政策対応にとどまると考えていますが、それを上回る財政措置がなされ、景気の好循環が生じる可能性も残っています。

今後、マクロ経済政策運営における金融政策と財政政策のバランスの変化の可能性についても注目されていくでしょう。

債券・為替

FRBの予防的利下げと米国金利及び米ドルの見通し



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
加藤 航



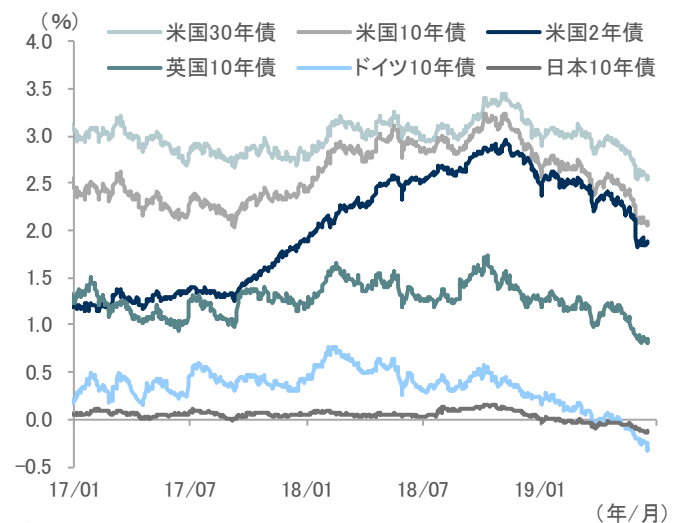
ヘッド・オブ・
フィクスト・インカム
野村AM-UK 前田 有司

金融緩和姿勢を強める主要中央銀行

新年度に入ってから、主要国の債券利回りは低下が続いています。米国の10年国債利回りは、6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）後、一時2016年11月以来の2%割れまで低下しました。

主要国では、利下げに踏み切るなど金融緩和を強化する中央銀行が散見されます。オーストラリア準備銀行は約3年ぶり、ニュージーランド準備銀行も約2年半ぶりに利下げを実施しました。FRBは、6月のFOMCで、経済見通しの不透明性の増大やインフレ圧力の抑制を背景にして、必要であれば利下げも辞さない構えを示しました。

国債利回りの推移
(2017年1月2日～2019年6月19日、日次)



FRBの利下げが必要な環境ではない

激化する米中貿易摩擦などを受けて、製造業の景況感は大きく悪化してきています。貿易摩擦などに端を発する不透明性に対処すべく、FRBが数カ月以内に利下げに踏み切る可能性が高まっていると私共は考えています。

一方で、足元の米国経済はFRBの継続的な利下げを正当化するような状況ではありません。GDPの約8割を構成するのは非製造業であり、過去にFRBが利下げに踏み切る前にはISM（サプライマネジメント協会）非製造業景況感指数が大きく低下していました。足元の当指標や個人消費関連の経済指標に鑑みると、FRBが連続利下げを迫られる局面ではないと判断しています。利下げを実施するにしても、あくまで経済の不透明性に対処すべく行われる、いわゆる予防的な引き下げにとどまるでしょう。

米国政策金利とISM非製造業景況感指数
(1998年1月～2019年5月、月次)



米国の労働市場は好調な推移を継続

米国の労働市場に目を移せば、その好調さが際立ちます。非農業部門雇用者数が安定的な増加を続ける中で失業率は低下基調で推移し、現在は4%を割り込む低水準に到達しています。賃金上昇率は、労働市場が逼迫するにつれて2018年以降に加速し、足元でやや鈍化しつつあるものの前年比+3%を超える伸び率を記録しています。

好調な労働市場に鑑みれば、「物価の安定」とともに「雇用の最大化」を目標とするFRBが継続的な利下げサイクルに入ると考えることは妥当ではないでしょう。

米国の労働市場
(2007年12月～2019年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBが利下げに踏み切っても長期債利回りは上昇の可能性

米国経済の強さは金融政策の据え置きを示唆するものの、FRBが実際に利下げに踏み切れれば政策金利に影響を受けやすい短期債利回りは低下する可能性が高いと考えます。また、金融危機などがきっかけとなって米国が一足飛びに景気後退に陥りFRBが連続利下げを実施せざるを得ないような状況となれば、長期債利回りについても短期債と同様に低下するでしょう。

しかしながら、FRBが景気動向の不透明性を背景にして小幅な利下げを実施するにとどまる場合には、長期債利回りには最終的にはむしろ上昇圧力がかかると考えます。

現状、利下げを必要とするような状況にはない中で、FRBが利下げに踏み切る場合には、その緩和的な金融政策が下支えする形で、足元で減速しつつある米国経済は力強さを取り戻していくでしょう。

経済が上向く中においても、FRBが緩和的な金融政策を採り続けられれば、景気過熱からインフレ率が加速していく可能性も想定されます。

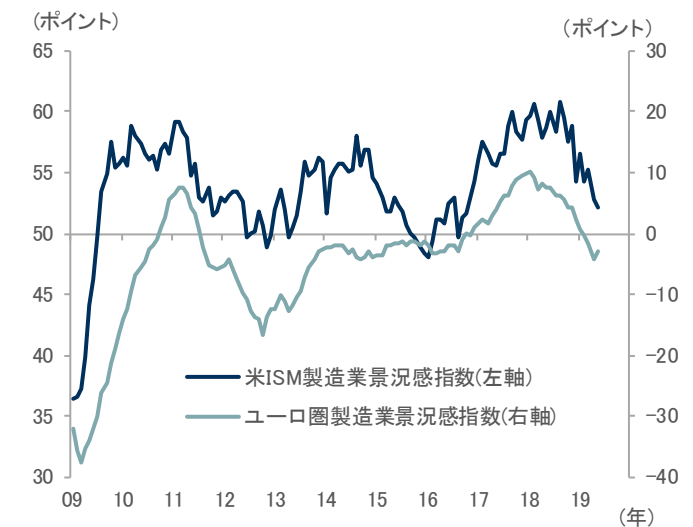
過度な米国経済への悲観や、FRBの利下げ期待が市場で修正されることで、債券利回りは長期債を中心に上昇していくと想定します。

経済の相対感からは依然として米国優位

ユーロ圏経済は昨年年初以降の減速が止まらない状況となっています。主要輸出先の一つである中国経済の失速などにより域内の製造業景気は軟調な動きが続いており、消費にも陰りが見えていることから、将来的な景気後退入りも懸念され始めています。

その一方で、米国経済は製造業の景況感指数などは軟化しているものの、ユーロ圏との比較においては依然として底堅い推移となっています。加えて、堅調な雇用市場や高値圏で推移する株式市場などを背景に個人消費は力強さを維持しており、グローバルな景気減速という環境の中でも米国経済が堅調であるという状況が継続しています。

米国と欧州の景況感
(2009年1月～2019年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米ドルは高値圏で推移すると見る

FRBの過去の利下げ期における米ドルの動きを見ると、景気後退へと向かっていった2007年のように利下げ後に米ドル安となった局面がある一方で、景気後退を伴わなかった1995年の利下げ局面においては米ドルは上昇しました。

今後、仮にFRBが利下げを実施したとしても、継続的なものとはならず、米国経済が再度持ち直していけば、米ドルは高値圏で推移しやすいと見ています。過去と異なり、今般の利上げ局面で米国以外の金融引き締めは極めて限定的でした。米国が相対的に高い経済成長と金利を維持する限りにおいては、米ドルは一定のサポートを受けるでしょう。

米国の政策金利と米ドル
(1994年1月～2019年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

日本株式市場

業績悪化と政策期待の綱引きを予想



株式担当 SIO
村尾 祐一



株式担当 CIO
荻原 亘

2019年上期の株式市場

昨年来、世界景気は循環的に減速局面にありましたが、米国と中国の貿易紛争の影響が徐々に実態経済にも現れ、日本企業の企業収益にも全般的に下方修正圧力がかかりました。そのような環境下、米国の金融当局の政策姿勢の柔軟化や、中国政府の景気刺激策が下支えとなり、2019年上期の世界の株式市場は全体としてプラスのリターンとなりました。日本の株式は、この期間、他国の株式指数に対しては、顕著に出遅れる結果となりました。その背景には、各国では金融緩和などの政策効果が期待された一方、日本ではその余地が限られていたこと、時価総額構成比が比較的大きい自動車株や銀行株の株価が、業績懸念から低迷したことが一因と考えられます。

主要金融市場の2019年の変化 (6月末時点)

	18年末	19年 6月末	騰落率 (%)
日本 TOPIX	1,494	1,551	3.8
米国 S&P500	2,507	2,942	17.3
欧州 ユーロ・ファースト300	1,331	1,514	13.7
中国 上海総合	2,494	2,979	19.4
香港 ハンセン指数	25,846	28,543	10.4
インド ニフティ	10,863	11,789	8.5
ブラジル ボベスパ	87,887	100,967	14.9

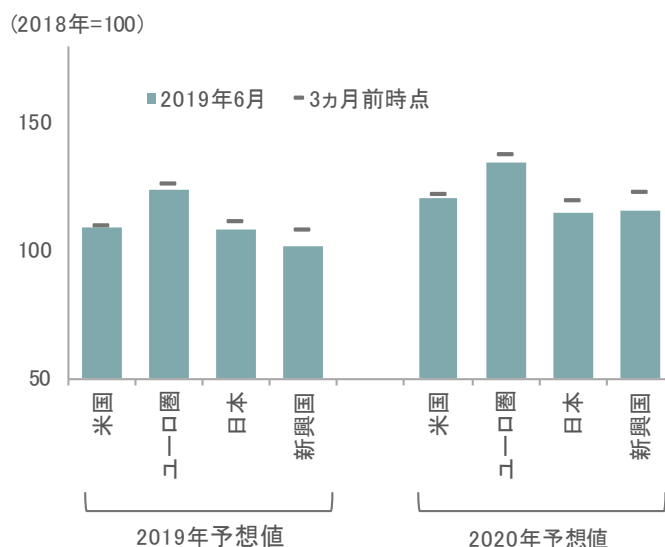
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

2019年度の企業収益は微増益の予想

2019年3月期の決算は、TOPIX(除く金融)ベースで、概ね横ばいの実績となりました。内容的には非製造業が会社計画を上回る増益となったのに対し、製造業が下振れて減益となりました。特に、製造業は昨年度の第3四半期以降、業績下方修正が顕著となり、第4四半期は前年比で二桁の減益を記録しました。2020年3月期の会社の業績予想は、微増益となっています。

この数年、人件費や償却費といった固定費が増加傾向にあり、最終需要の動向次第では、予想以上に業績が下振れる可能性は残っていると考えます。

各市場の利益見通し(EPSベース) (2019年6月時点)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融緩和と景気対策への期待が市場の下支え

金融市場の不安定化を受け、FRBは金融引き締めを一旦停止しました。米国景気自体は全体としてはまだ堅調さを保っており、企業収益見通しにも大きな変化はないですが、債券市場ではすでに今後数回の利下げを織り込む形で金利低下が進んでいます。一方ECBも、足元の欧州景気の弱さを反映し、緩和的なスタンスを維持する姿勢を強めています。こうした各国中銀の政策姿勢が、グローバルの株式市場を支える構図は今後もしばらく続くと思われます。

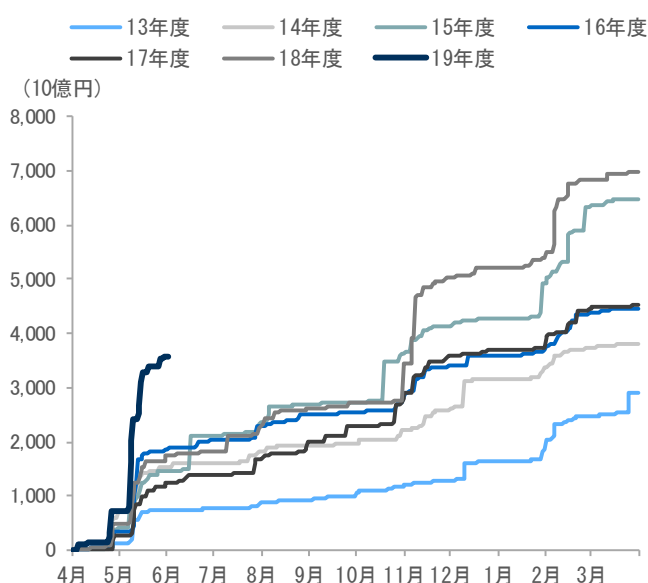
日本では、10月に消費税の引き上げが予定

されており、国内景気悪化要因の一つですが、マイナスの影響を相殺するための様々な施策が予定されており、マクロ的にはその影響はほぼ中立と考えられます。外部環境の悪化にともない、景気が下振れる可能性が高まる場合には、追加の景気対策が打たれる可能性が高いと考えます。こうした環境下、企業業績の伸び率は、年度前半はマイナスが続きますが、年度後半にかけては、前年比の比較が、顕著に悪化した昨年度後半の水準に対してとなるため、マイナス幅が徐々に縮小すると考えられます。最終需要と、業績の底打ちが株価を支えると考えます。

株主還元は過去最高ペースで健在

業績の不透明感が高まる一方で、日本企業の株主還元に対する姿勢に変化はありません。2019年に入ってから自社株買いの金額の増加額は、昨年度までのペースを大幅に上回る水準となっています。今年に入り、株主還元に消極的とみなされていた大企業の自社株買い発表や、発表のタイミングや回数、金額など、良い意味で市場の期待を裏切る事例が多くみられています。スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコード導入以降、投資家は企業とのエンゲージメントを積極化しています。海外市場に比べてこの点での改善余地が大幅に残されているのも、日本市場の魅力です。

年度別累積自社株取得枠の推移

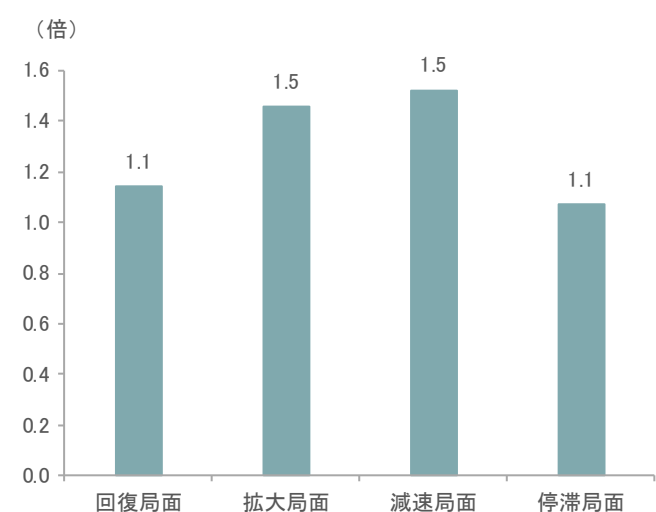


(注) 自社株取得枠(4月以降累積、金額)
(出所) Bloomberg、野村證券株式会社のデータを基に野村アセットマネジメント作成

株価評価は割安圏で循環的には投資の好機

現時点で市場の株価評価は、PER(株価収益率)で12倍前後と、歴史的、他市場との比較の観点で割安感があります。その背景には、今予想されている企業収益が下方修正される可能性を市場がある程度織り込んでいるためと考えられます。一方、PBR(株価純資産倍率)は、現在約1.1倍で、これは、過去15年ほどの期間の平均値である1.2倍よりはやや低いですが、日本が景気停滞局面にあった時期の平均値である1.1倍と同じ水準にあります。景気や業績の動向が悪化局面にある間は、株価は全体として現状程度の水準で推移することが予想されます。循環的な回復が予想される年度後半からは上昇余地を残す水準と考えます。

景気局面別のPBR



(注) 2005年1月～2019年4月の東証一部上場銘柄のPBRを月次で景気局面別に集計、平均したもの。

(出所) OECD、社内データベースを基に野村アセットマネジメント作成

個別企業の事業戦略に注目

市場全体としての増益率は低く、景気見通しにも不透明感のある現在のような市場環境では、やはり個別企業の中期的な収益改善余地、成長余地が投資の注目点となります。日本の長期的な課題の一つは人口の高齢化ですが、人手不足による人件費上昇は既に目の前の問題として顕在化しています。この問題解決のための新しい技術やサービスの提供は息の長いテーマと言えます。企業の生産性向上、競争力維持のための情報化投

資や、環境規制対応のための技術開発は、現在のような景気減速局面でも堅調に推移しています。新興諸国の経済成長も、多くの日本企業に様々な事業機会を提供します。安価な生産資本の提供地としてだけでなく、所得水準の向上に伴う消費需要の成長領域です。こうした分野で企業がいかにリスクを管理しながら成長を実現していくかに注目しています。これらの点は、ESGや、SDGsへの企業の取り組みといった視点からも評価、分析することができます。

外国株式

2020年に向けた株式市場の見通し
景気減速と金融緩和の狭間をさまよう株式市場



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
斎藤 芳晴



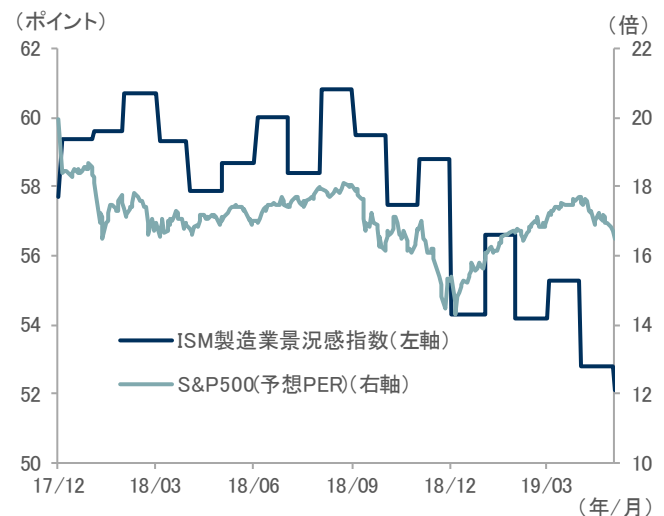
シニア・ポートフォリオ
マネージャー
民部田 康裕

2018年初来の米国株式市場の推移

米国株式市場は、2018年初以降、米ISM製造業景況感指数の推移に連動する展開が続きました。夏以降、同指数が低下する中、S&P500の予想PERは、18倍台から年末にかけて14倍台まで低下しました。

2019年初にFRBのパウエル議長が柔軟な金融政策を示唆したことで、株式市場は利下げ期待を織り込む展開となり、米ISM製造業景況感指数が低下する中で、S&P500の予想PERが拡大し、S&P500は一時史上最高値を更新しました。

米ISM製造業景況感指数とS&P500予想PERの推移
(2017年12月～2019年5月、
S&P500は日次、ISMは月次)

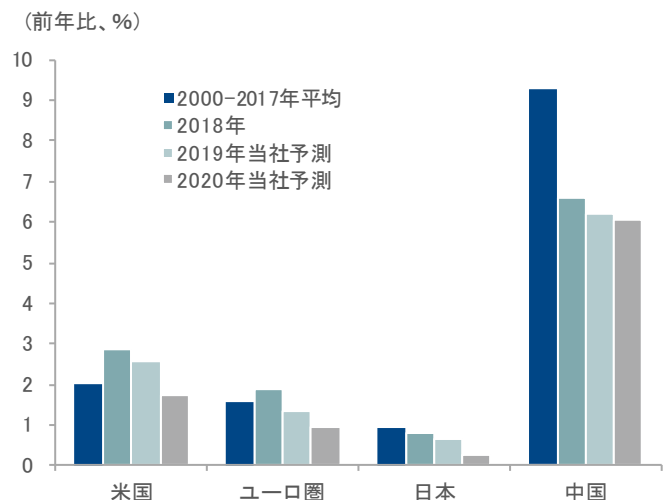


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

市場全体の成長見通しは低下傾向

2009年7月から始まった米国の景気拡大局面は、すでに10年目に入っており、主要国の実質GDP成長率見通しは低下傾向が鮮明となっています。景気拡大局面の初期と比べると、個別企業の業績は、原材料価格や人件費の上昇など外部環境の変化の影響を受けやすくなっていると考えられます。高成長期においては、これらのコスト上昇の影響はより高い売上成長で相殺されてきましたが、これから想定されるような低成長環境においては、コスト上昇が利益率の低下に直結するなど負の影響を受けやすくなっていると考えられます。今後は、各企業の戦略の違いやマネジメント能力の差が、企業業績に反映されやすい局面だと考えています。

主要国・地域の実質GDP成長率見通し



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

リセッション入りの確率はまだ高まっていない

米雇用統計からは、一時10%まで上昇していた失業率が今年4月には過去最低水準程度の3.6%まで改善するなど、米国では良好な雇用環境が続いていることが確認できます。

また、家計の貯蓄率も可処分所得比6%程度で推移しており、2000年のITバブル期や2007年の住宅バブル期にみられたような、負債の拡大により景気が過熱気味になっているような側面も確認されません。

米国失業率の推移と米国家計貯蓄率
(1990年3月～2019年5月、月次)



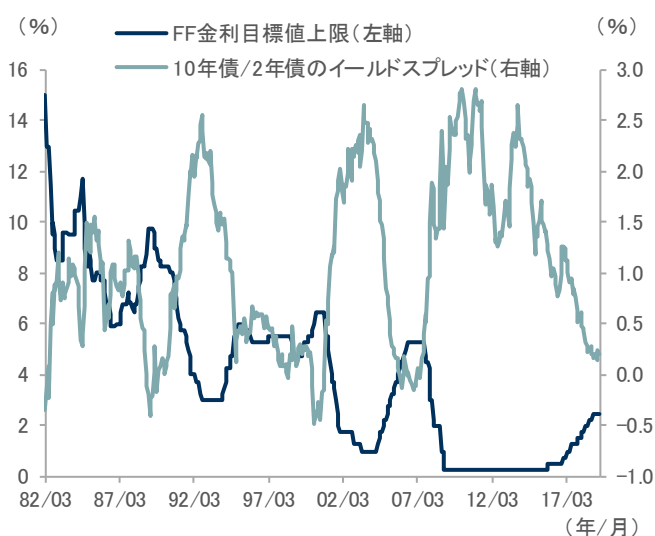
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

長短金利のスプレッド縮小が示唆していること

2018年12月以降、米国市場では短期金利の水準が長期金利の水準を上回る逆イールドと呼ばれる状況に陥るリスクに市場の関心が集まりました。過去、逆イールドの発生がその後の景気後退を示唆する事象が多くみられたためです。通常、逆イールドの発生は、景気過熱懸念を背景とした短期金利の上昇が原因となることが多いのですが、今回は、先行きの景気減速懸念を反映した長期金利低下の結果として逆イールドになりました。

景気見通しの不透明感が高まる中、FRBは緩和的な金融政策の継続を示唆していることから、現在の長短金利のスプレッド縮小は、リセッションを示唆するものではなく、緩やかな景気拡大期間が長期化する可能性を示唆していると考えの方が合理的だと思われます。

米国FF金利と10年債/2年債のイールドスプレッドの推移
(1982年3月～2019年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

2020年に向けた株式投資における注目点

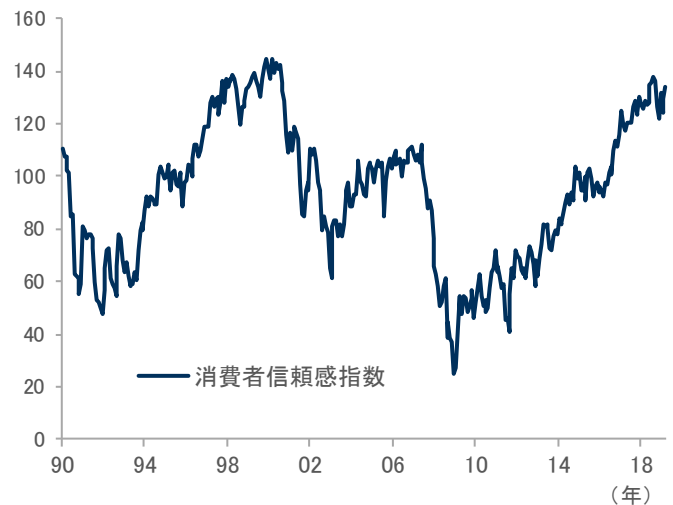
2020年に向けた今後1年程度の米国株式市場は、経済成長見通しの減速が予想される中で、貿易摩擦や地政学的リスクの高まりが懸念材料となるものの、緩和的な金融政策に支えられた相場展開が続くと考えています。6月4日に開催された会議の中で、FRBのパウエル議長は、通商問題などが経済に及ぼす影響を注視しているとしたうえで、事態が悪化するリスクが高まれば適切に行動すると発言しています。7月以降のFOMCで利下げが行われる可能性が高まっていると考えています。また、欧州市場でも、同様に、ECBの低金利政策が市場を下支えすると見込まれます。

こうした中、株式市場では、今まで以上に銘柄選択が重要な局面となり、以下のような企業に注目が集まると考えています。

- (1) 独自のサービスや強いブランド力を背景に相対的に高い成長期待が維持される企業
- (2) 経済成長見通しが鈍化する中で、事業分野の選別や事業効率化により利益率の改善が期待できる企業
- (3) キャッシュフロー創出力が高く、増配や自社株買い戻しなどの株主還元に積極的な企業

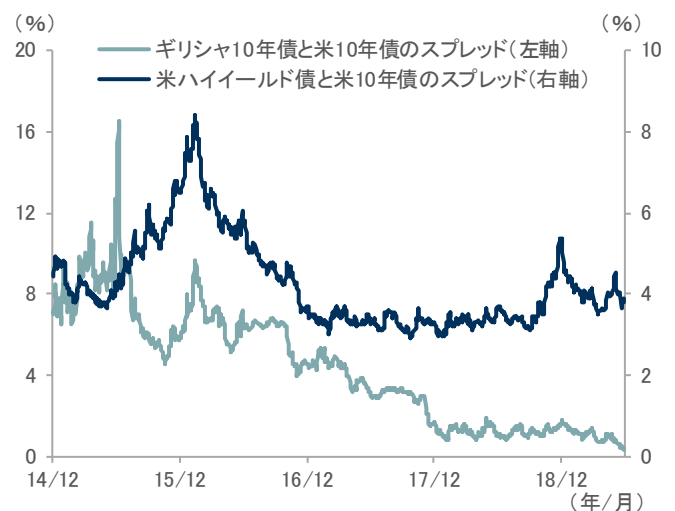
また、リスク要因としては、貿易問題や地政学的リスクの高まりを背景に、(1) 今後、企業や個人の消費マインドにネガティブな影響が強まる状況、(2) 投資家のリスク回避的な姿勢が強まり、低格付の債券市場やギリシャ国債市場などで、スプレッドが大きく上昇するような状況などを注視しています。

米国消費者信頼感指数の推移
(1990年3月～2019年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米ハイイールド債やギリシャ債と米国債とのスプレッド
(2014年12月31日～2019年6月28日、日次)



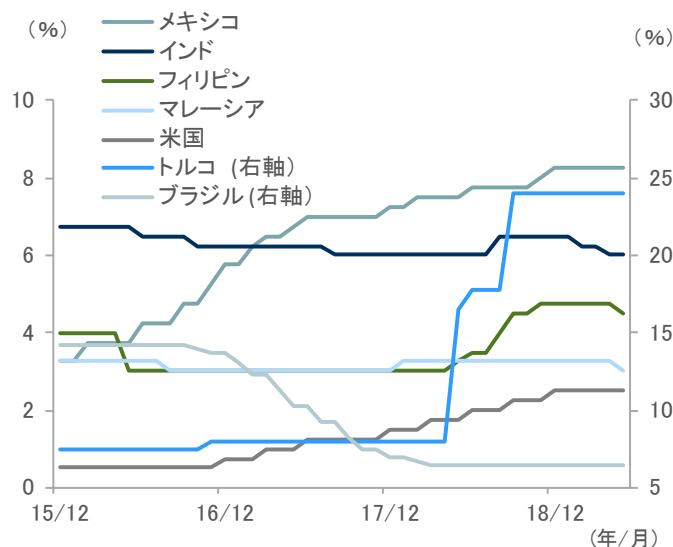
(注) 米ハイイールド債と米10年債のスプレッドはCSI BARC Index
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

政策対応余地を残す新興国

2018年は世界景気が減速基調であったものの、米国では利上げが継続されたため、新興国も通貨防衛のため金利を引き上げざるを得ませんでした。しかし、足元では米国経済の減速につれて、FRBが利下げに踏み切るとの観測が高まっており、新興国にとっては自国通貨安を心配せずに政策金利を引き下げる余地が生まれています。実際、インドやマレーシア、フィリピンは既に利下げに踏み切りました。

米中通商協議の行方は依然混沌としており、世界経済ひいては新興国経済への悪影響が懸念されます。利下げなどの政策対応により、その影響を相殺することが出来れば、株価も下支えされると考えられます。

主要政策金利
(2015年12月～2019年5月、月次)

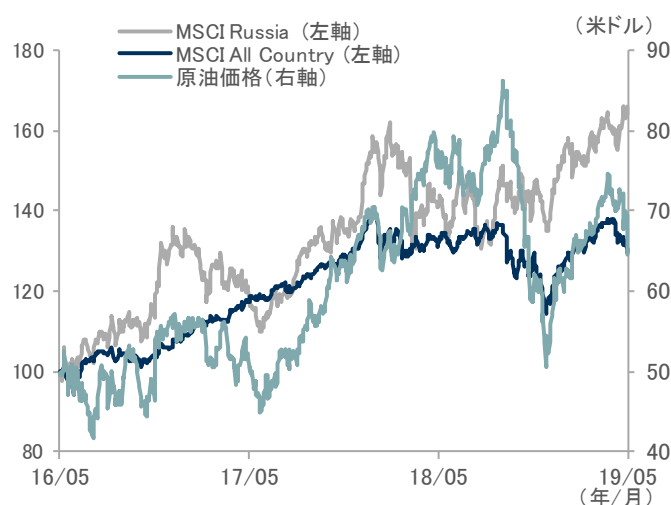


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ファンダメンタルズは政治的懸念を超越するか

逆風の外部環境にさらされた新興国株式市場の中で、堅調なパフォーマンスを維持しているのがロシアです。2014年にクリミア半島を併合して以来、欧米諸国との関係が悪化し、経済制裁が課せられており、やや意外な感じがします。しかし、同国は財政及び金融の両面で堅実かつ慎重な経済政策運営を行っています。また、大手エネルギー企業などが配当性向を引き上げるなど、株主還元にも積極的になっています。こうしたことが、良好なパフォーマンスにつながっていると考えられます。ロシアの置かれた政治・外交状況は特異ですが、そのような中であっても適切な経済政策運営や株主還元などといったファンダメンタルズの重要さを示唆している例と言えます。

MSCIロシアとMSCI全世界指数のパフォーマンス
と原油価格の推移
(2016年5月31日～2019年5月31日、日次)



(注) 原油価格はICE プレント ジェネリック

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ストラテジー

世界的景気減速と主要国による景気対策がポイント
そのような環境下でのマーケット動向を予見する

世界経済の減速と政策対応

これまでのプロフェッショナルの见解を受けて、トップダウン分析が得意なエコノミスト出身の榊と、ボトムアップやマーケット分析が得意な株式ファンドマネージャー出身の阪井が、年後半～来年にかけてのマーケットについて、それぞれの独自の視点で分析してみます。

阪井：マクロ環境の胡桃澤、債券・為替の前田・加藤、日本株の村尾、外国株の斎藤・民部田の见解を総合すると、次のようなメインシナリオになりますね。①世界景気は緩やかに減速し、インフレ見通しも減速。②FRBは金融緩和に政策の軸足を移し、中国政府は景気対策

を強化。③株式市場は方向感が出にくい一方、④債券市場は低金利が続きやすい、という感じでしょうか？

榊：全体的に見ると、世界経済が減速する中で、米国、中国を中心とした政策の効果が重要になりそうです。政策対応によって世界景気

が勢いを取り戻せば株式市場は上昇に向かうでしょう。一方、政策の規模や効果が小さければ、株価の停滞が続くかもしれません。

現状のマーケットで気になる点を具体的に幾つか取り上げていただけませんか？



長期債利回りの低下

阪井：まずは債券利回りの急低下ですね。多くの国で長期の債券利回りが大きく下がっていますが、世界景気がそこまで悪いとも思えず、下がり過ぎなのではないかということです。榊さんはどう思われますか。

榊：一つの要因は、米国などで短期の政策金利が大きく下がるという見通しが、債券市場で織り込まれているということだと思います。

もう一つは、世界的にカネ余りの状態が強まっていることではないかと思います。金利引き下げの織り込みは、先ほどの景気と政策対応の効果次第です。世界景気が勢いを取り戻せば長期債利回りはある程度上昇するでしょう。一方、カネ余りはより構造的な問題だと思います。

長期債利回りの低下（続き）

阪井：カネ余りは構造問題ですね。

榊：企業がキャッシュフローの範囲内で設備投資をするようになったことが原因だと思います。その結果、市場はカネ余りとなり投資家は国債などを買わざるを得ず、債券利回りが下がりやすくなります。米国の30年債利回りは、1980年代前半から長期的に低下傾向にあります。インフレ率が低下して名目経済成長率が下がったことが一因でしょうが、30年債利回りが名目経済成長率を下回っていることは、カネ余りが強くなっていることの示唆だと思います。このような環境では、相対的に利回りが高いハイイールド債券や新興国債券に投資妙味があるでしょう。

米国の名目経済成長率と30年債利回り
(1980年1月～2019年5月、
成長率は四半期、利回りは月次)



(注) 利回りはBloomberg Generic

(注) 名目経済成長率は、名目GDPの前年同期比の増加率

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

円高米ドル安

阪井：昨秋来、円高米ドル安が徐々に進んでいることも気になっております。

榊：円高米ドル安は米金利が下がる中では避けられないように思います。黒田日銀の量的・質的緩和などによって2013年から15年に大幅な円安になって、円は割高から割安に転じたようです。米国で金利が下がる一方、日本で追加金融緩和余地が少なく日米の金利差が縮小すると、円高米ドル安が進み、円の割安感が徐々に解消されてゆくでしょう。ただ、米中の政策対応などで世界景気が大崩れしなければ、円高も緩やかでそれほど大幅にはならないと思います。

円・米ドル為替レートと購買力平価為替レート
(2005年1月～2019年5月、
為替レートは月次、購買力平価は年次)



(出所) IMF、Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

中国経済の行方

榊：米国では利下げの公算が高まってきたことで政策対応は景気下支えの方に舵をとりつつあると言えるでしょう。一方、中国は既に金融・財政政策を打ち出していますが、まだ大きな効果が出ていないようです。そうすると中国経済は本当に大丈夫なのかという疑問も出てきます。

私は、マクロ経済的に見ると、ある程度の政策発動によって、景気の大幅な下振れは回避され、6～6.5%の経済成長という中国政府の今年の目標は何とか実現できるのではないかと考えています。ただ、世界経済を力強く引っ張ってくれるかという点、少し不安です。

阪井さんは、産業面などで中国経済についてどのようにお考えですか。

阪井：中国政府が主導する景気対策は不動産開発やインフラ投資など、これまでの中国経済を支えてきた分野です。中国では「国進民退」と言って、政府が支援するのは国営企業を中心とした伝統産業です。政府の対策によってこうしたセクターはテコ入れを受けますが、「ニューエコノミー」には対策資金が回りにくいほか、ハイテク分野は米国の規制によって大幅な減速が避けられない状態です。こうした政策の影響が海外企業のビジネスに影響をもたらしていると考えています。特に日本企業への影響が懸念されます。

出遅れ感著しい日本株

榊：主要国株式市場の中で日本株の出遅れ感が顕著です。

阪井：2012年暮れから始まったアベノミクス相場では、日本株は為替の円安米ドル高や好調な海外経済、そして、インバウンド需要などに乗って業績が飛躍的に改善し、株価も2倍以上になりました。しかし、これらの材料が足元では全て軟調に変化しています。昨秋頃と比較すると主要通貨の中では円が全面高で、海外景気やインバウンドも減速気味です。しかしながら、この停滞は一時的であり、中長期的には世界経済は成長し、インバウンド需要もまだ拡大余地があり、為替もいずれは落ち着くと思います。株価バリュエーションは割安なので、一連のネガティブな流れが解消されれば、日経平均株価は再び24,000円を超えていくでしょう。

主要国株価パフォーマンスの推移
(2017年12月29日～2019年6月27日、日次)



(注) 米国株：S&P500株価指数、ドイツ株：DAX指数
中国株：上海/シンセンCSI300指数、日本株：TOPIX
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料で使用しているデータについて

当資料で使用した指数

- 東証株価指数（TOPIX）
- S&P500株価指数
- FTSEユーロファースト300指数
- MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCIオールカントリー・インデックス、MSCIロシア・インデックス

当資料で使用した指数の著作権等

- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ・エル・エル・シーに帰属しております。
- 「FTSEユーロファースト300指数」は、FTSEにより計算され、指数に関する全ての権利はFTSEに帰属します。
- 「MSCIエマージング・マーケット・インデックス」、「MSCIオールカントリー・インデックス」および「MSCIロシア・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

投資信託に係る費用について

2019年7月現在

ご購入時手数料 上限4.32%（税込み）※1	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 上限2.1816%（税込み）※2	投資家はその投資信託を保有する期間に応じた費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価値証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

（注）2019年10月1日以降消費税率が10%となった場合は、※1が4.4%（税込み）、※2が2.222%（税込み）となります。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号：野村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373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／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Global Network

野村アセットマネジメント

Europe

- London
- Frankfurt

Middle East

- Dubai

Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

Japan

- Tokyo
- Osaka
- Fukuoka
- Wealth Square

Australia

- Sydney

Americas

- New York
- NGA
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

- Office
- Joint Venture
- AM Division Affiliates
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.
NGA : Nomura Global Alpha LLC.

Expertise to Exceed¹⁾

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

51.4兆円



グローバルの陣容

1,451人



※2

世界第**5**位のETF運用残高

国内シェア **45**%



※1

113兆円の
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 **27.6**%

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12.8 年※3



(出所) 野村アセットマネジメント。2019年3月末時点。

※1: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。

※2: NRI Fundmark/DLデータ、Morningstar Directより野村アセットマネジメント作成。

※3: 野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント