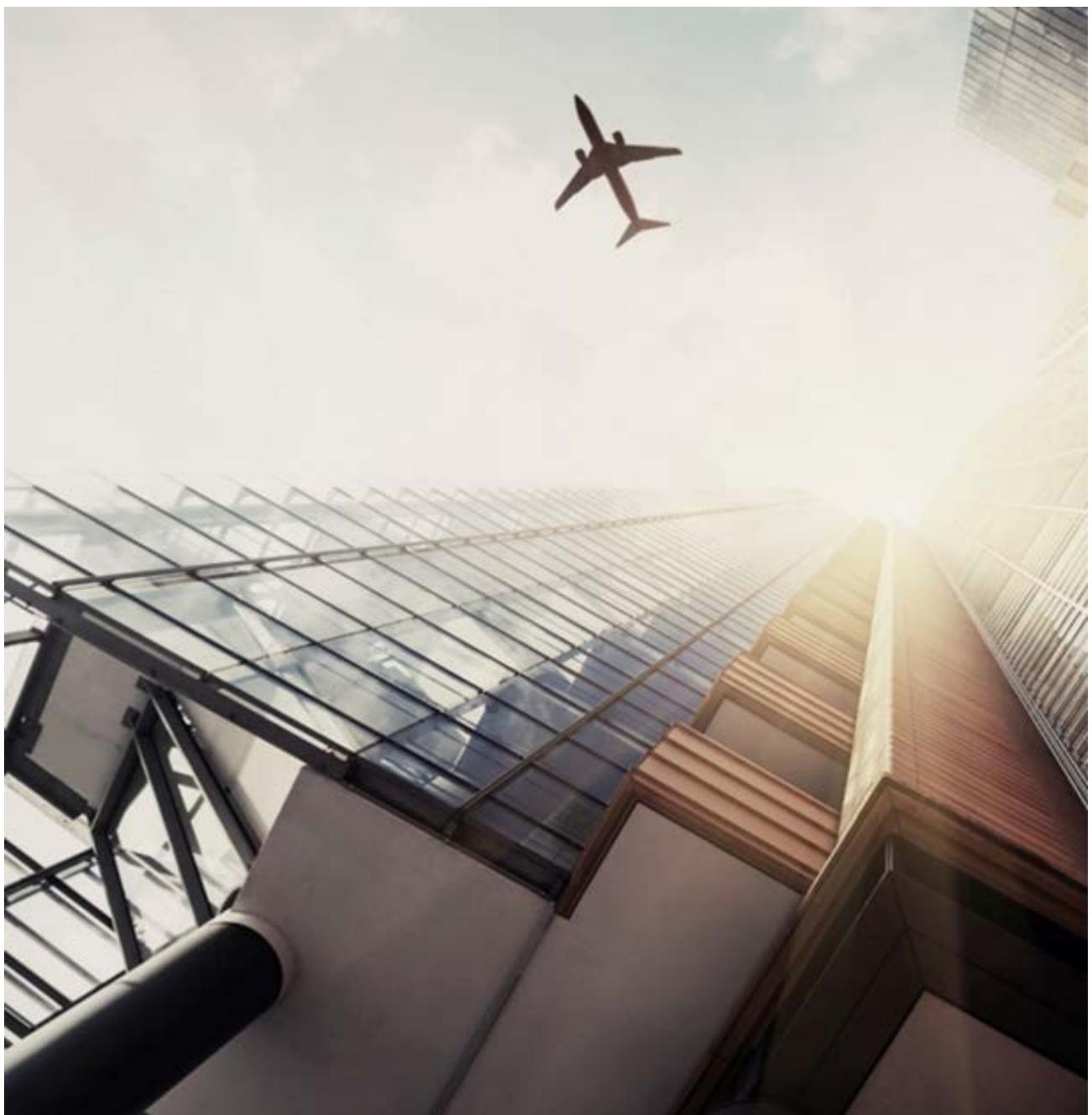


インベストメント・アウトルック

Investment outlook

2019年 新春号

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

2018年9月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザリー
5.2兆円 111名	11.6兆円 81名	25.1兆円 30名	7.6兆円 42名
<ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリュー / グロース / 小型インカム / テーマ / ESG グローバル マルチテーマ / バリュー / インカム 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*) アジア バリュー / 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 キヤッシュ・マネジメント 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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

* American Century Investments®

* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.
** Nomura Global Alpha LLC.

*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 22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TAA / 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)上記は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社のケイパビリティ毎の運用資産残高、投資プロフェッショナル数、主要戦略を表記しています。海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャー等は対象外です。
このため、巻末の運用資産残高等とは異なります。

Contents

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

「新春号」では2019年(特に1-6月)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。マクロ経済は従来通りエコノミストの藤田が述べていますが、債券・為替や内外株式、オルタナティブについては各資産担当SIOや部門ヘッドが執筆しています。また、ストラテジストが各プロフェッショナルの見方を参考にしながら、相場全体をまとめてみました。

なお、各見通しは年末年始時点での見解であり、また、会社としての統一的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

景気循環は下降局面の下、構造的な不確実性は高止まる

06 | 債券・為替

債券利回りと米ドルはFRBの金融政策を睨んで上昇余地を探る展開

09 | 日本株式市場

世界景気の減速から踊り場。個別企業の価値向上への取り組みに注目

13 | 外国株式市場

米国では利益率向上を継続できる企業選別が重要再度、新興国が持つ経済成長ポテンシャルに注目

16 | オルタナティブ

金融機関への規制強化、低金利の長期化を受け拡大する市場

19 | 2019年上半年の世界の重要イベント

グローバル経済を取り巻く不透明要因と、それに対する各国の政策対応に注目

21 | 2018年総括と2019年展望

世界景気の減速を織り込んだ2018年
2019年はFRBの利上げ休止と新興国へ資金回帰

マクロ環境

景気循環は下降局面の下、構造的な不確実性は高止まる



経済調査部長
藤田 亜矢子

2019年は世界景気減速の下で、米国とその他の国の格差は縮小

2019年の世界景気は底堅さを維持しつつも、その勢いは徐々に減速に向かうことが想定されます。2018年は、中国や欧州の景気が減速する一方で、大規模な財政刺激策に支えられた米国景気は好調を続けました。2019年は、財政効果の剥落に伴って米国景気も徐々に減速に向かうでしょう。米国一人勝ちの状況は終わり、世界経済全体として景気は減速すると見られます。

世界景気が力強さを欠く中では、インフレ圧力も徐々に後退するでしょう。当面は、先進国では雇用環境の引き締まりが、新興国ではこれまでの通貨安がインフレ要因となります。インフレ率が継続的に上昇を続けることは見込みにくくなっています。

世界景気減速で、金融引き締めも2019年には終了

昨年後半に進んだ世界的な金融政策引き締めの流れは転換に向かうとみられます。米国では、縮小を続ける長短金利差が先行きの景気後退を示唆するものとして意識されています。2019年前半に雇用環境が徐々に悪化すれば、米国の利上げは停止されるでしょう。

米国が利上げを停止させれば、その他の国・地域の金融引き締めも終了に向かうでしょう。これまで通貨防衛のために利上げを余儀なくされてきた一部新興国には徐々に金融緩和余地が生じます。ユーロ圏や日本も、追加的な金融政策正常化を続けることは困難になるとみられます。

米国を始めとする金融引き締めの終了は世界経済の景気後退リスクを低下させ金融市場の一時的の安定化に繋がると期待されます。

世界のPMI(購買担当者景気指数)の推移 (2013年~2018年、月次)



(注) 2018年は11月まで
(出所) Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

主要国の金融政策サイクル



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

先進国中銀のバランスシートの縮小継続でリスクプレミアムの上昇は続く

世界的な利上げは終了することが見込まれる一方で、日米欧全体でみた量的緩和の引き戻しは続きます。日米欧中央銀行全体のバランスシートは、2019年には縮小に転じる見込みです。これによる市場流動性の引き締まりは、引き続きリスクプレミアムを上昇させるでしょう。

現段階では、世界経済に過度なレバレッジは観察されておらず、2019年に世界経済が深刻な景気後退に陥るリスクは低いと見られます。また、企業業績も見通しは下方修正されてきたとはいえ、依然として堅調です。しかし、リスクプレミアムの上昇が世界経済・金融市場に悪影響を及ぼすリスクに対しては注意が必要でしょう。

景気・金融政策格差縮小で、米ドルは反転下落へ

米国とその他の国・地域の相対的な景況感や金融政策格差の縮小により、米ドルは調整に転じるでしょう。米国の利上げ停止は、他の国の金融引き締め姿勢の後退にも繋がるでしょうが、その余地は米国に比べて小さいものです。このため、金融政策の相対感の変化は主に米国の動きに左右される見られます。ユーロは、域内の政治リスクの高止まりで上昇余地が一部抑制される一方、政治リスクが低い日本円には上昇余地があると見込まれます。

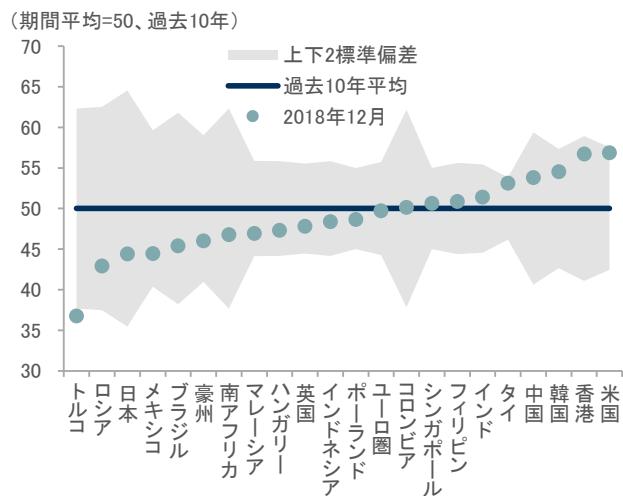
新興国通貨の反発余地も大きいでしょう。一部の新興国の通貨は割安感がある水準まで下落しています。先行き、米ドルが下落する中で、新興国通貨は各国のファンダメンタルズを反映する形で反発に転じるでしょう。

日米欧3中銀のバランスシートの変化 (2013年~2019年、月次)



(注) 見通しは、各中央銀行の政策方針を基に野村アセットマネジメント作成
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

実質実効為替レートの長期平均からの乖離



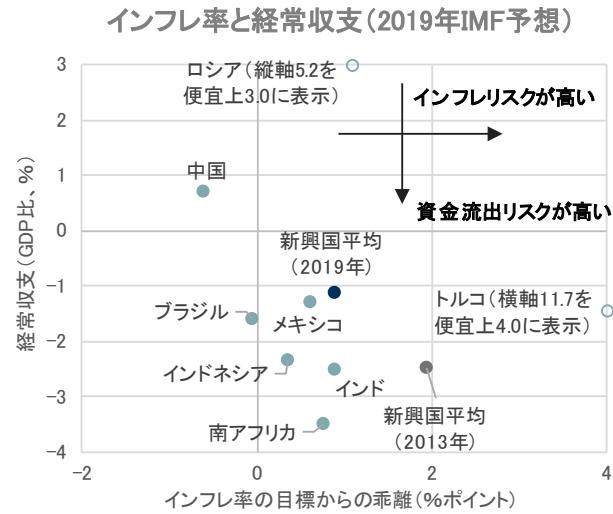
(出所) BISのデータを基に野村アセットマネジメント作成

新興国への逆風は一部緩和

新興国の経済ファンダメンタルズは健全です。米国の利上げ停止と米ドル高の反転は、新興国市場への追い風となるでしょう。

しかし、金融市場のボラティリティが高止まりする中では、対外債務の多い高金利国は引き続き逆風に晒されやすいと見られます。また、米中貿易摩擦は燻り続けると見られます。中国需要や製造業への依存度の相対的に低い国が投資先としての魅力度は高いでしょう。

米国の利上げ停止が新興国のセンチメントの改善をもたらすとしても、国の選別は引き続き重要と考えます。



(出所) IMFのデータを基に野村アセットマネジメント作成

政治・政策リスクによる中長期的な不確実性は高止まり

世界的な政治・政策の不確実性は、過去に例がないほどに高まっています。米中貿易摩擦に加えて、英国のEU(欧州連合)離脱問題、欧州各国での政治リスクの高まり、一部新興国でのポピュリスト的政権の誕生などです。

2019年も、政治・政策リスクの目立った後退は期待できません。米国では、中間選挙を経てトランプ大統領の議会に対する影響力は低下しています。大統領と議会の隔たりは金融市場のセンチメントを悪化させるでしょう。

また、米中貿易摩擦は、両国にとって国防政策の意味合いをも帯びてきています。このため、貿易不均衡の是正措置が採られれば沈静化するといった楽観的な見方はできません。米中の貿易摩擦は長期化し、これによって世界貿易は徐々に縮小するでしょう。

世界的に高まる政治リスクは、政策対応の余地も狭めかねません。万が一、貿易摩擦

の激化などで世界景気が想定以上に悪化した場合などに、各國政府が迅速な政策対応が採れるか否かは不確実です。先進国の金融政策正常化はまだ道半ばで、金融緩和の余地はありません。こうした状況下での政府の政策対応の遅れは、世界景気を実態以上に悪化させるリスクを高めます。

金融市場は、政治・政策を巡る不確実性に対する懸念を高めています。企業業績が良好であったにも関わらず生じた2018年末の株式市場の調整などは、こうした要因が影響しているとみられます。2019年もこれらは金融市場の重石となり続けるでしょう。

また、世界の経済成長率が中長期的に低下する可能性も高まっています。世界経済は、過去20年以上に亘って自由貿易の恩恵を受けてきました。貿易摩擦は、こうした恩恵を失わせるリスクがあることに注意が必要です。

債券・為替

債券利回りと米ドルはFRBの金融政策を睨んで上昇余地を探る展開



ヘッド・オブ・ファイクスト・インカム
野村AM-UK 前田 有司

債券担当Co-CIO
河岸 正浩

2018年の金融市場

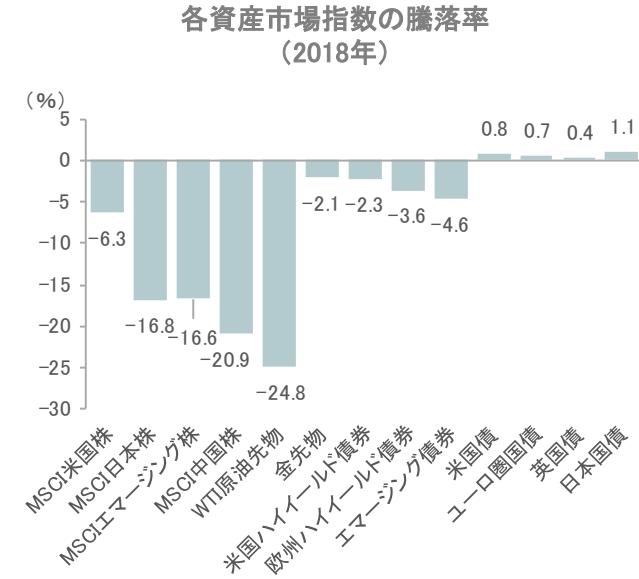
2018年の金融市場は各資産とも調整を強いられました。先進国の国債など一部の例外を除いて、年初来で株式市場、債券市場、商品市場といった多くの市場指標が軒並みマイナスのリターンです。これらマイナスのリターンをもたらした大きな要因が、FRB(米連邦準備制度理事会)による継続的な政策金利の引き上げとそれに伴う米国債利回りの上昇と考えられます。

歴史的にもFRBの金融引き締めの後は、世界的な景気後退や金融市場の混乱がしばしば観察されました。2008年の金融危機や2001年のITバブル崩壊、1997年と1998年のアジア・ロシア危機がその事例です。2019年の債券・為替市場を展望する上でも、FRBの金融政策が非常に重要となります。

残された利上げ余地

金融政策を考える上では、米国経済に対して引き締め的でも緩和的でもない「中立金利」と、実際の政策金利との乖離が参考になります。「中立金利」は理論的な概念であり、しかも局面によって変わるため、幅を持って考える必要がありますが、ニューヨーク連銀は物価上昇を除いた実質ベースで0.8%程度と試算しています。

現在の政策金利が2.25-2.50%ですから、物価上昇率を2%とすると、あと二度の0.25%の利上げでその水準に達することになります。歴史的には政策金利が当該水準を超えて引き締め的な領域に入った後に、景気後退が引き起こされています。2019年も数回の利上げが継続されると引き締め領域に入ってくるため、警戒が必要です。

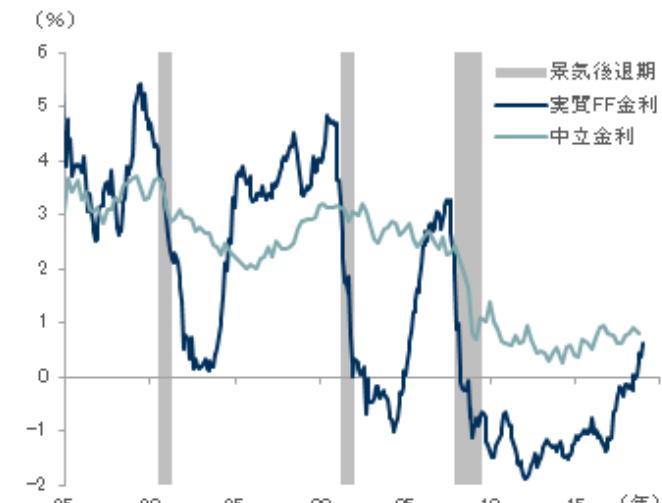


(注1) 株式指数については配当を含めないベース

(注2) 使用指標はP24をご参照ください。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国金利 (1985年~2018年、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

米国債券利回りには依然として上昇リスクが残る

FRBの利上げが停止されると、少なくとも一時的に債券利回りの上昇に歯止めがかかると考えられます。特に、利上げが開始された2015年以降、継続的に上昇してきた米国の短期債利回りは安定化する可能性が高いです。しかしながら、債券利回りを中長期的に方向づけるのは、実体経済の強さと前述した金融政策の状態です。

2018年の米国の実質GDP(国内総生産)成長率は3%近い高成長であったと見込まれています。住宅や自動車販売など一部のセクターは頭打ちとなっているものの、クリスマス商戦の状況を見ても個人消費は堅調に推移しています。2019年は、減税効果の剥落と、

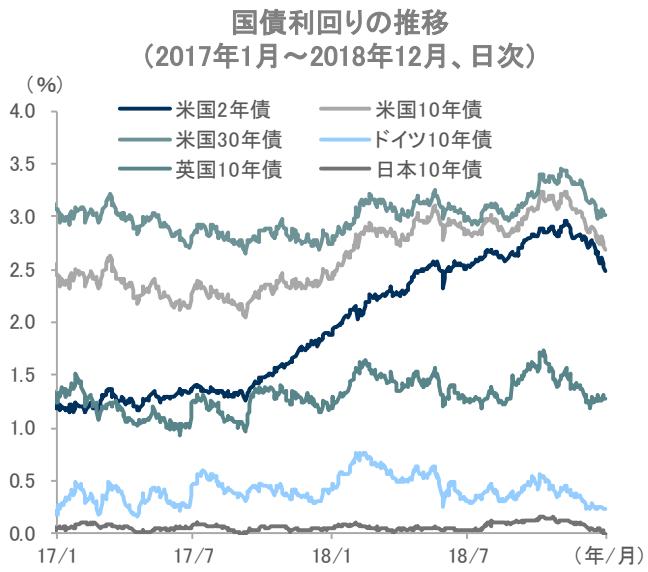
株価の下落が続いた場合には「逆資産効果」が個人消費にとってのマイナス要因となります。良好な雇用市場が支えとなり大幅な落ち込みは避けられると見込んでいます。

景気の堅調な推移が続き、金融政策が引き締め領域に至らない中では、FRBがインフレ上振れへの警戒を解くには時期尚早と見られます。2018年に金融市場の調整をもたらした米国の債券利回りには、2019年も一定の上昇リスクが残ると考えています。

地域・年限・セクターごとに異なる展開

利回り上昇局面となった2018年の債券市場ですが、国や年限ごとに異なる動きを示しました。例えば、米国の短期債は大きく上昇したもののが長期債は小幅な上昇にとどまりました。他の主要国でも、ユーロ圏やイギリス、日本などの長期債利回りはむしろ低下しており、市場指標のリターンもプラスとなっています。

インフレ率の低迷やイギリスの欧州連合離脱に伴う政治的な混乱など、それぞれに背景は異なりますが、総じて今般の景気回復が過熱感に乏しいという側面があります。2019年も地域や年限、セクターを厳選しながら投資戦略を決定することが必要と考えています。



(注) 利回りはBloomberg Generic

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

高値圏で推移する米ドル

米ドルは主要通貨に対する加重平均、実効為替レートで見ると、歴史的な高値水準にあります。2018年初には、FRBの利上げ政策が終盤となり、その他の中央銀行が金融引き締めに転じることで、米ドルが下落するという見方が支配的でしたが、結果的には米ドルの強さが際立つ年となりました。

前回の利上げ局面、2004年から2006年には金融市場が活況となる「リスクオン」の際に、より高い金利を持つ通貨に資金がシフトしてドル安となる場面も見られました。しかしながら、今回は先進主要国の中で米国が最も高金利通貨となっており、なかなか継続的なドル安に至りません。

2019年の為替市場は債券市場と同様に、FRBの金融政策を睨む展開が続くと見込まれます。利上げ停止となれば一定のドル安圧力が生じるものと考えていますが、過去の利上げ後の値動きは一様ではありません。

通貨ごとの特徴を捉えた分散戦略

2018年に米ドルを上回る良好なパフォーマンスとなった通貨は日本円でした。一方で、ブラジルレアルや南アランドは大幅な下落となっています。株式市場の下落など、投資家のリスク選好が後退したことがその背景と考えられます。

2019年も米ドルが底堅く推移する中では、通貨の選択が投資戦略にとって重要となります。例えば、米国を始めとした世界経済が想定以上に落ち込む場面では、割安な水準にあ

れば、1995年は利上げ停止後にむしろドル高が進行する展開となっています。

米国の政策金利と米ドル
(1985年～2018年、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

る日本円が大きく上昇する可能性が高まります。

一方で、景気が巡航速度で拡大するものの、FRBの引き締め姿勢が後退する場合には、エマージング通貨が買われやすい局面となることも考えられます。

リスク選好について反対の特性を持つ日本円とエマージング通貨を合わせて保有するなど、複数のリスクに備えた配分が必要となりそうです。

日本株式市場

世界景気の減速から踊り場
個別企業の価値向上への取り組みに注目



株式担当 SIO
村尾 祐一



株式担当 CIO
荻原 亘

減速局面に入る世界経済

2018年の世界景気は、年央から中国をはじめとした新興国の景気減速が鮮明となり、米国景気だけが堅調な、米国一人勝ちといわれる展開となりました。トランプ政権下での減税政策は企業収益を支え、雇用環境の改善も個人消費を支えました。しかしこうした景気刺激策の効果は徐々に剥落することが予想され、2019年以降は高い確率で景気減速が起こると考えます。

一方、中国経済は2017年来の国を挙げた債務削減への取り組みの結果、すでに減速局面にあり、米国の政策金利引き上げの影響を受けその他の新興国経済もすでに悪化局面に入っています。米中の貿易摩擦に対する懸念が企業の設備投資活動にも影響を与えたしました。また、関税が上がる前の駆け込み需要が足元の中国の輸出を支えている側面もあり、この反動が短期的な成長率押し下げ要因となると予想されます。

世界製造業PMIとTOPIX
(2010年1月～2018年11月、月次)



(出所) Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

世界政治の不透明感と日本の安定感

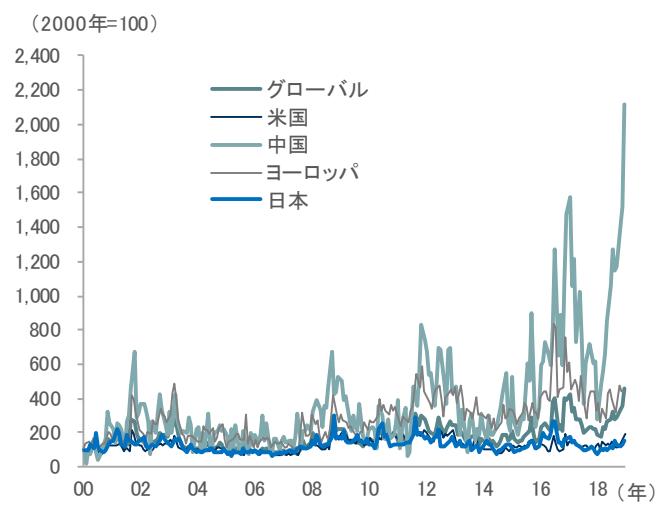
政治情勢も世界各国で不透明感が増しています。トランプ政権による各国との貿易政策の悪影響は徐々に世界経済においても顕在化していくと予想します。

欧州は、英国のEU離脱の行方、イタリアの財政問題、フランス、ドイツにおける政権の支持率低下、中東ではサウジアラビアのリーダーシップの不安定化、イラン、トルコなどとの関係悪化が懸念材料です。政治が不安定化する中で、財政、金融政策の行方も見通しづらくなっています。一方、日本の政治情勢は稀にみる安定感を出していると言えます。2019年度は消費増税が予定されていますが、そのマイナス影響を相殺するための様々な施策が検討されています。日銀の金融緩和姿勢も維持される見通しです。

2019年度企業収益は8%の増益予想

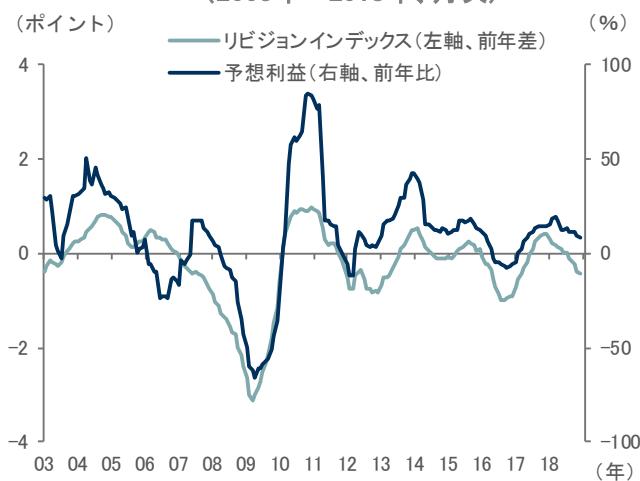
日本の企業収益はグローバル景気減速の影響を受け、2018年度期初の見通しから徐々に下方修正されています。為替が年度当初の想定よりも円安であることを考慮すると、実態面での下方修正は表面数値以上と考えられます。特に、足元の業績の重しになっているものは、最終需要の弱さに加えて、固定費の増加です。人手不足を背景とした人件費の増加、昨年までの積極的な設備投資の結果として膨らんだ減価償却費などが原因です。業績のリビジョンインデックスは昨夏からマイナスであり、下方修正は織り込まれつつあると言えますが、固定費増は今後も続くと考えており、2019年の前半は、業績面でのリスクはどちらかというと下方にあると考えます。

経済政策不確実性指数
(2000年～2018年、月次)



(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

リビジョンインデックス
(2003年～2018年、月次)



(注) リビジョンインデックスは、東証一部上場銘柄の今期予想利益を対象に各月で(上方修正銘柄数－下方修正銘柄数)÷全銘柄数で計算したものを累積したもの

(出所) 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

交易条件の改善と強靭なキャッシュフロー総出力

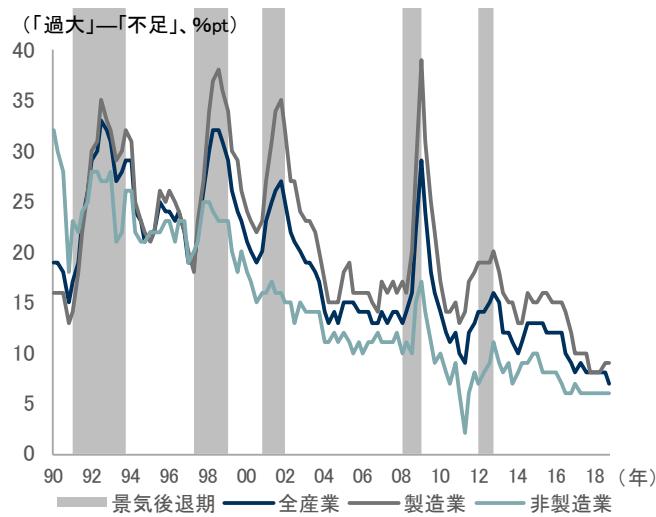
一方で、企業を取り巻く環境はネガティブなものばかりではありません。

一つは原油をはじめとした原材料価格の足元の下落です。この要因は来期にかけては、企業部門の交易条件の改善として収益の下支え要因になると考えられます。

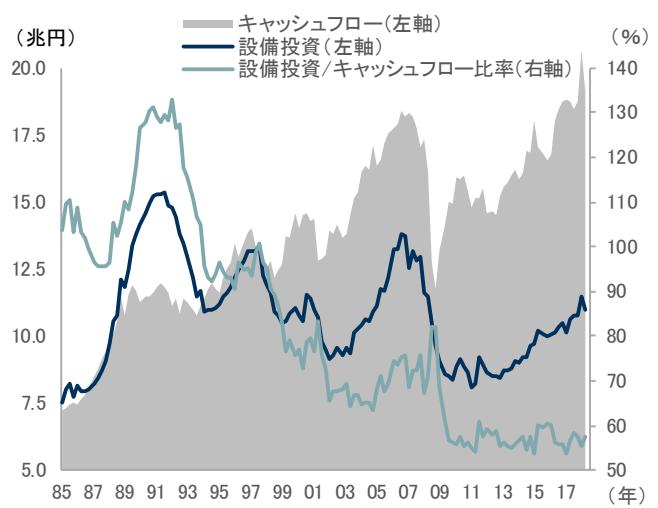
また、為替も実質実効レートでみた場合に円は非常に安い水準にとどまったままなので、

日本の多くの輸出企業の国際競争力は維持されたままです。全般に在庫水準が高くないことも、今回の景気減速サイクルの特徴です。一旦、需要の回復が見られれば、すみやかな生産の回復が期待されます。また企業のキャッシュ創出力は過去にないほど高まっています。成長投資のための余力は十分にあると言えます。

日銀短観 在庫判断DI
(1990年~2018年、四半期)



法人企業統計 設備投資とキャッシュフロー
(1985年~2018年、四半期)



コーポレートガバナンス改善への期待

2018年は、日本のコーポレートガバナンスについて再考させられる一年もありました。安倍政権下で導入された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など、日本企業のガバナンス改革には大きな期待が寄せられてきました。配当性向の継続的な上昇や、自社株買いの増加は、財務戦略の面での一つの成果としてとらえることができると考えます。

一方で、事業面ではデータ改ざん、虚偽報告などの不祥事が相次ぎました。こうした不祥事に対する株式市場の反応は大変厳しいものとなり、経営者が企業価値を高めていく上で、本質的なガバナンス改善の重要性が改めて認識されました。投資家のエンゲージメントの果たす役割もますます重要になり、ガバナンス改善への取り組みが、株式市場の底上げに繋がることを期待します。

事業機会としてのSDGs（持続可能な開発目標）

今後一年程度の景気見通しは必ずしも明るくはありませんが、そのような環境においても企業にとっての持続的な成長機会としてとらえられるものがSDGsへの取り組みです。

2016年1月に国連の持続可能な開発目標(SDGs)がスタートし、ほぼ3年が経過しました。SDGsは、持続可能な開発のために国際社会が2030年までに達成すべき目標として17目標、169ターゲットから構成されています。SDGsへの取り組みを企業活動に定着させるには、それが本業の収益向上に結びつくことが必要と考えますが、ビジネスと持続可能な開発委員会(BSDC)によれば、SDGsに関連する「エネルギーと材料」「都市」「食料」「健康と福祉」の4分野において、2030年時点で世界で12兆米ドル、アジアでも5兆米ドルの市場機会が見込まれています。

日本企業でも、SDGsに言及し、自社の事業とSDGsを関連付けて事業戦略を策定し、企業価値創造や新たなビジネス機会に結びつけていく企業が年々増えています。年金基金などの投資家のESG投資の拡大は、こうした企業活動を後押しするものの一つとしてとらえることができます。企業は投資家に対して、環境問題、社会問題の解決のために、どのような課題やリスクがあり、企業の経営体制として、それらをどのように解決していくのか、またどんなビジネス機会があるのかを発信していくことが望まれています。

SDGsへの取り組みは、こうした要望に応えるものもあります。この取り組みが個別企業価値の向上、ひいては株価パフォーマンスの向上に結びつくと言い切るにはまだ時間が必要ですが、中長期的な市場のテーマであり続けることは間違いないでしょう。

外国株式市場

米国では利益率向上を継続できる企業選別が重要
再度、新興国が持つ経済成長ポテンシャルに注目



株式担当S&P500
中山 貴裕



株式担当CIO
荻原 亘

米国株式 2019年：5%程度の利益成長が達成できるかが重要

2018年末時点で2019年のS&P500社の利益成長は右図のように7.4%増益が予想されています。9月末時点から3%程度目線は切り下がりました。業種別にみると、エネルギーセクターでは一時50ドル割れまで下落した原油価格を鑑みればまだ予想は切り下がると想定され、実際にはS&P500全体で5%程度とみています。また、この5%程度の成長への確信度が低下しているのが昨年末の株価下落の一因であると考えます。

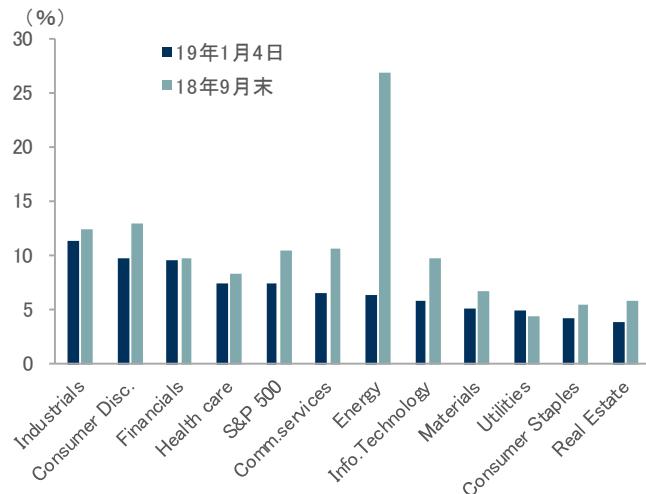
2019年1月下旬からの第4四半期決算発表時には多くの企業が2019年のガイダンスを発表してきますが、この数字が5%程度であれば市場はいったん落ち着きを取り戻すと想定しています。

2018年は企業業績20%増益だが株価は6%下落という1年

第4四半期業績がコンセンサス予想並みに推移すると、2018年は企業業績において20%程度の増益を達成したにもかかわらず、株価は6%下落した1年となりました。

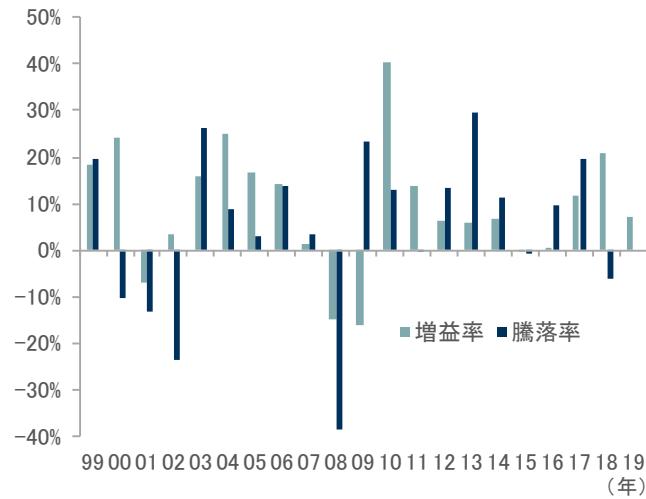
過去の増益率とその年のS&P500指数の推移を振り返ると、ITバブルと言われた時期からの反落局面であった2000年に似たような結果が起こっています。1999年末のBloomberg当年予想PERは26.4倍、2000年末には23.4倍へと調整しました。翌2001年の企業業績もマイナス成長が想定された中の下落となりました。

S&P500 利益成長率
(2019年1月4日現在)



(出所) Factset Earnings Insightのデータを基に野村アセットマネジメント作成

S&P500指数の増益率と期間騰落率
(1999年～2019年、年次)



(注) 2008年以前増益率はFactset、2009年以降増益率はEarnings Forecastより引用

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

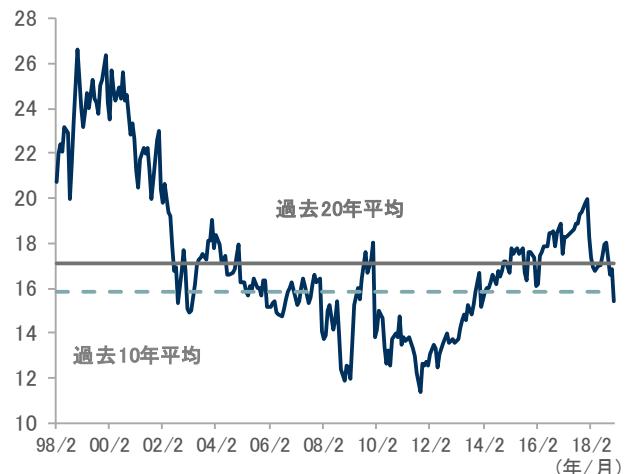
2018年のバリュエーション調整で割高感は完全に解消

2018年の20%増益と株価の6%下落によりS&P500指数のBloomberg予想PER(株価収益率)は15倍程度まで切り下がりました。

過去10年、20年平均との比較でも割高感は完全に解消されています。2000年当時との比較で言えば、バブルと呼ばれるような過剰評価ともいえるバリュエーションに上昇する前に市場が適度な調整機能を発揮したとも言えます。

経済情勢などに鑑みてもこれ以上のPERの切り下がりを想定する根拠は乏しく、2019年は企業業績成長並の上昇を期待することは妥当と考えます。

S&P500指数のBloomberg予想PER
(1998年～2018年、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

2019年は限られた企業が利益率向上を続ける⇒銘柄選択がより重要に

2016年後半を底に、2017年はGDP成長率>人件費伸び率となり、2018年は両者がほぼ同程度で推移する環境であったといえます。このような状況は企業は利益率の向上を比較的実現しやすい環境と考えられます。

企業業績においても、マージン改善により売上高の成長率を利益成長率が上回ったことが高い利益成長に貢献しました。

2019年は人件費の伸び率が上回る状況も想定され、引き続きマージンの改善を継続できる企業は限定的な優良企業に絞られることも想定され、より銘柄選択が重要な1年となると考えています。

賃金上昇を考慮したアメリカ経済の成長率
と米国企業の売上利益率
(2013年～2018年、月次)



(注) 米国企業の売上利益率はBloombergによる予想により算出

(注) 賃金上昇率はアトランタ連銀が算出する賃金のトレンドを示す値

(注) 名目GDPは2018年9月まで

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

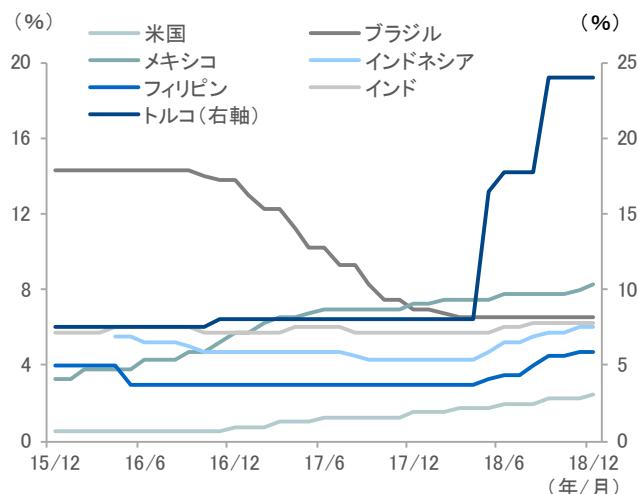
外部環境の逆風に対し抵抗力を増す新興国

2018年は新興国株式にとって試練の年となりました。その要因の一つに、米国の継続的な利上げがあります。資金流出懸念が高まる中、政策対応が後手に回ったと見られたトルコリラは一時大きく売られましたが、大幅利上げの後は落ち着きを取り戻しています。他の国でも通貨に売り圧力が高まりましたが、政策金利の引き上げなどで対処に乗り出しています。

もうしばらくは米国の利上げが見込まれていますが、2018年の調整と政策対応を経て、新興国市場の耐性も増しているとみられます。今後、米国の利上げが頭打ちとなる、またはそのペースが緩和されることになれば、これまで逆風となっていた新興国株式を巡る投資

環境が好転することも考えられます。

主要政策金利
(2015年～2018年、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

再度、新興国が持つ経済成長ポテンシャルに注目が集まる可能性

新興国は、人口動態やインフラ整備などの面で、成長を下支えする要素を依然有しており、そのポテンシャルを発揮すれば一段と経済発展を遂げることが可能です。インドはモディ政権下で改革を進め、高い経済成長率が続いている。中国は、成長率こそ低下しているものの、質を重視する方針に転換している点が評価されます。ブラジルや南アフリカでは政権が交代し、改革が進めば成長の底上げが見込まれます。

新興国と先進国との経済成長率格差が拡大する局面で、新興国株式市場はアウトパフォームする傾向が見られます。世界経済に占める新興国の割合が高まるトレンドは今後も続き、世界の成長地域として新興国が再び注目を集めることが考えられます。

新興国と先進国の経済成長率格差と
株式相対パフォーマンス
(1987年～2021年)



(注) MSCI 新興国 / MSCIワールド(先進国)は、1987年12月=100
MSCI 新興国、MSCIワールド(先進国)は2018年12月まで

(出所) IMF、Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

オルタナティブ

金融機関への規制強化、低金利の長期化を受け
拡大する市場



オルタナティブ・
インベストメント・グループ
尾崎 将治

ヘッド・オブ・オルタナティブ・
インベストメント・グループ
矢内 克佳

プライベートデットとは

プライベートデット

未公開企業(プライベートカンパニー)に対する融資(ローン)や債券のことを指す。近年、銀行等の金融機関に代わり、ファンドが資金の出し手として存在感を高めている。

メリット

- 公開企業向けデット投資に比べて、高いインカム(金利)収入が得られる。
- 担保やコベナンツ(特約条項)等、条件を相対契約で定めることができる。
- ローンの場合変動金利のため、金利上昇局面に強い。

デメリット

- 流通市場がないため、流動性が低い。
- 未公開企業のため、情報が限定的。

プライベートデット 投資戦略例

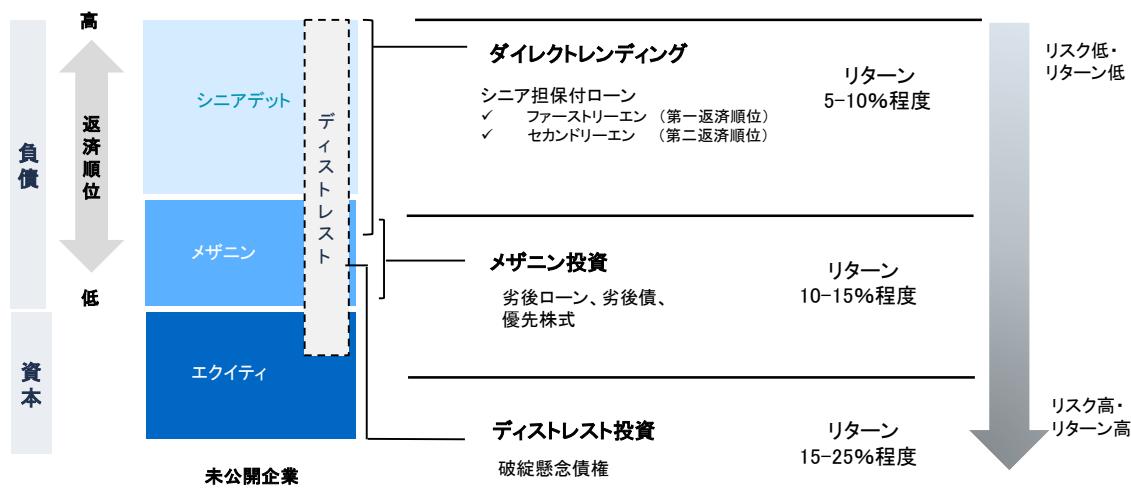
ダイレクトレンディング

未公開企業に対して、主にシニア(優先債務)に対して直接融資を実施し、金利収入・手数料を得る投資手法。返済順位が高い部分に対して融資するので、保全、回収率が高い。

メザニン投資

資本構造上エクイティとシニアデットの中間へ投資を行い、インカムゲイン、キャピタルゲイン又は両方を狙う投資手法。英語で「中二階」を意味する。シニアより返済順位が低い劣後ローンや劣後債、普通株より配当を受け取りやすい優先株などが投資先となる。

ディストレスト投資 経営破綻した企業や破綻懸念のある企業へ投資するもの。



(出所) 各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。投資勧説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移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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

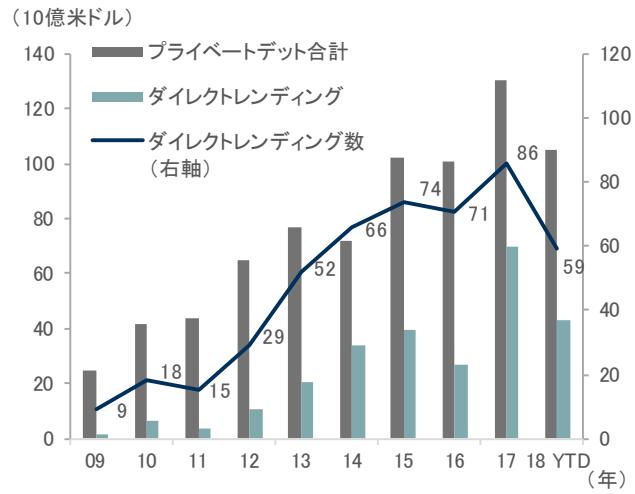
欧米で急速に拡大するダイレクトレンディングファンド

プライベートデットの中でも特にダイレクトレンディングファンドの市場規模は近年急激に拡大しています。

従来企業向け融資は、銀行がシニア担保付ローンの主要な提供者でしたが、規制強化(ドッド・フランク法、バーゼルIII等)に伴いその役割がファンドにシフトしています。この影響によりダイレクトレンディングの市場は、直近10年間、特に米国で拡大し、欧州でも同様の傾向がみられつつあります。

ファンド数の増加と金額の増加は、競争環境の激化、ひいてはローン貸出条件の悪化をもたらすことが想定されます。

プライベートデット及びダイレクトレンディングのファンドレイズ金額とファンド数の推移
(2009年～2018年、年次)



(注) 2018年12月12日まで

(出所) Prequinのデータを基に野村アセットマネジメント作成

競争激化とクレジットサイクル

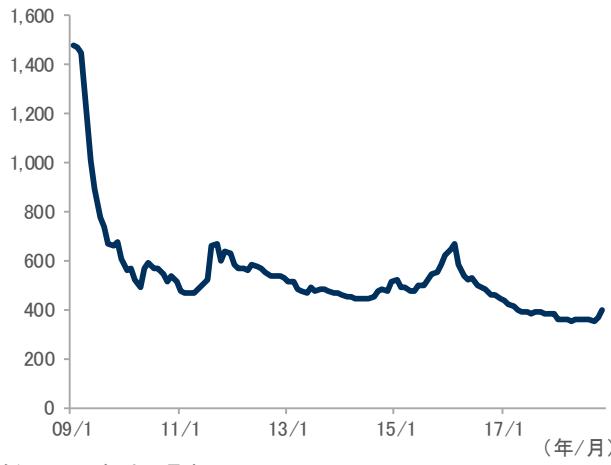
低金利の長期化・QE等に起因するクレジットスプレッドのタイト化、バンクローン市場においてはコバナンツライト・調整後EBITDAの適用等が、レンダー(＝ローンファンド投資家)にとつてローンの収益率だけでなく回収率に影響する懸念があります。

S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックス

償還までの割引スプレッド

(2009年～2018年、月次)

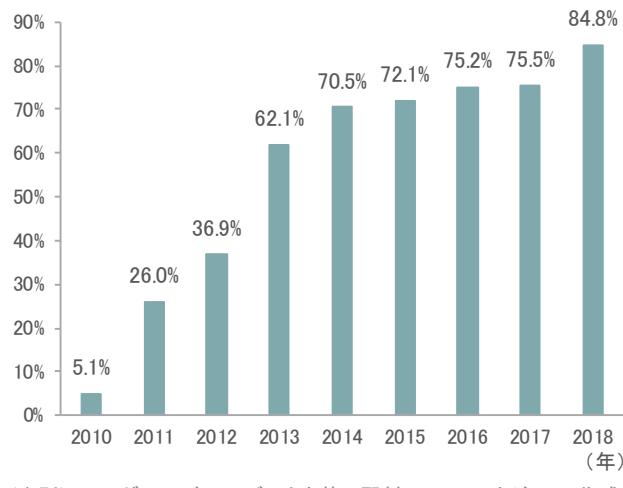
(ベースポイント)



(注) 2018年は11月まで

(出所) S&Pグローバルのデータを基に野村アセットマネジメント作成

コバナンツライトローンの比率
(2010年～2018年、年次)



(出所) S&Pグローバルのデータを基に野村アセットマネジメント作成

魅力的な資産クラス ミドルマーケットローン

ダイレクトレンディングの中でミドルマーケットローンに注目が高まっています。

ミドルマーケット・ローンとは(右図参照)

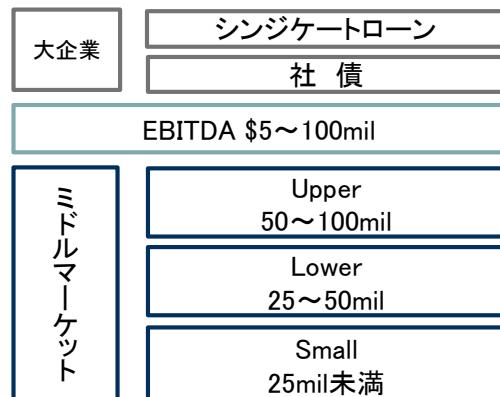
目安としてEBITDAが1億米ドルを下回る企業に対するローンのことを意味します。米国のミドルマーケットに属する企業※は社数にして20万社を超え、産み出す付加価値は米国民間セクターGDPの実に33%を占め、非常に大きな市場です。

※(出所) National Center for the Middle Market

ミドルマーケット・ローンの魅力

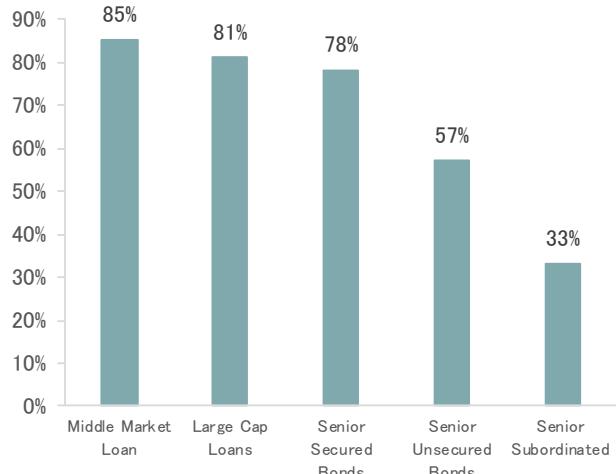
- 伝統的資産との相関性の低さ
- 変動金利による金利上昇への耐性
- 大企業向けローンに比べ、魅力的なリターン
- 担保付優先債務という弁済順位の高さ
- シンジケート・ローンよりも高い平均回収率

ミドルマーケットイメージ図



(出所) 各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

過去の平均回収率



(出所) S&Pグローバルのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスクに備えたマネージャーセレクションが重要

各国中央銀行が正常化へ舵を切り、先進国の景気拡大局面も史上最長を更新しています。クレジット市場においても米国BBB社債の発行量も過去最高を更新、信用スプレッドも歴史的低水準にあります。このような環境の中では市場の下落に対する備えができる

いるかどうかがキーとなります。クレジット投資は基本的にはインカムゲインのみでアップサイドは限定的です。市場変動に左右されない安定したインカムの獲得と万一のことが起こっても、しっかりと回収を行えるマネージャーを選ぶことが重要です。

2019年上半年の世界の重要イベント

グローバル経済を取り巻く不透明要因と、それに対する各国の政策対応に注目



チーフ・ストラテジスト
辻 茂樹

2019年上半年イベントカレンダー

		国・地域	予定
1月	22~25日	グローバル	世界経済フォーラム(ダボス会議)開催
	下旬頃	米国	大統領一般教書演説
2月	4~10日	中国	春節休暇
	1日	米・中	米中貿易・経済交渉で米国側が設定した交渉期限
3月	上旬	中国	第13期全国人民代表大会第2回全体会議
	19、20日	米国	FOMC開催 FOMC参加者の経済・金利見通し発表
	29日	英国	EU離脱期日
4月	7、21日	日本	統一地方選挙投票日
	10日頃	グローバル	IMF世界経済見通し発表
	26日	米国	1~3月期GDP(速報値)
5月	1日	日本	新天皇即位、改元 4月27日~5月6日、10連休
	23~26日	ユーロ圏	欧州議会選挙
6月	8、9日	グローバル	G20財務相・中央銀行総裁会議(福岡市)
	18、19日	米国	FOMC開催 FOMC参加者の経済・金利見通し発表
	28、29日	グローバル	G20首脳会議(大阪市)

(注)上記は、すべて現地時間で作成しており、作成時点で利用可能な最新の情報を用いておりますが、発表日は変更される可能性があります。
(出所)Bloombergデータ等より野村アセットマネジメント作成

2019年上半年主な注目ポイント

01 米国の金融政策

米国では2018年に年4回、計1%、政策金利が引き上げられるとともに、FRBの保有資産残高を削減する量的緩和の巻き戻しが行なわれてきました。しかし、2018年10月以降、米株価が不安定化し、先行きの景気減速観測が浮上しており、FRBの金融政策の姿勢が変化する可能性があります。

02 米トランプ政権の政策運営

2018年秋の米中間選挙で野党民主党が議会下院の過半数を制し、トランプ政権は予算編成などで民主党との妥協を図る必要があります。外交ではマティス国防省長官などの現実派閣僚の辞任により、対外強硬派の意見が強くなる可能性があります。こうした中、トランプ政権が安定的な政策運営を行なえるかが注目されます。

03 米中貿易・経済交渉

米中貿易・経済交渉が3月1日までにまとまらなければ、米国は先送りしてきた2,000億米ドル相当の中国製品への追加関税を10%から25%に引き上げる措置を発動するとしており、交渉の行方が注目されます。ただし、期日までに妥協が成立しても、米中の経済霸権争い自体は長期的な問題として残るでしょう。

04 英国のEU離脱

英国のEU離脱の協定案に関して、英国議会では十分な支持が集まらず、承認を得られる目処がつかない状態です。協定案に基づく合意のもとに3月29日の離脱の期日を迎えるのか、合意がないままでの離脱になってしまうのか、離脱期日先送りなどの措置が取られるのか、情勢はまだ不透明です。

05 日本の政治動向と経済政策

世界景気減速懸念や円高の動きなどから、日本の景気の先行きにも不透明感が漂っています。4月の統一地方選、5月の新天皇即位、6月のG20(20カ国・地域)首脳会議、夏の参議院選挙、10月の消費税率引き上げ、2020年の東京オリンピックなどの様々な重要イベントを控え、政府、日銀が景気下支え策を強める可能性があります。

2018年総括と2019年展望

世界景気の減速を織り込んだ2018年
2019年はFRBの利上げ休止と新興国へ資金回帰



シニア・ストラテジスト
阪井 徹史

2018年の総括

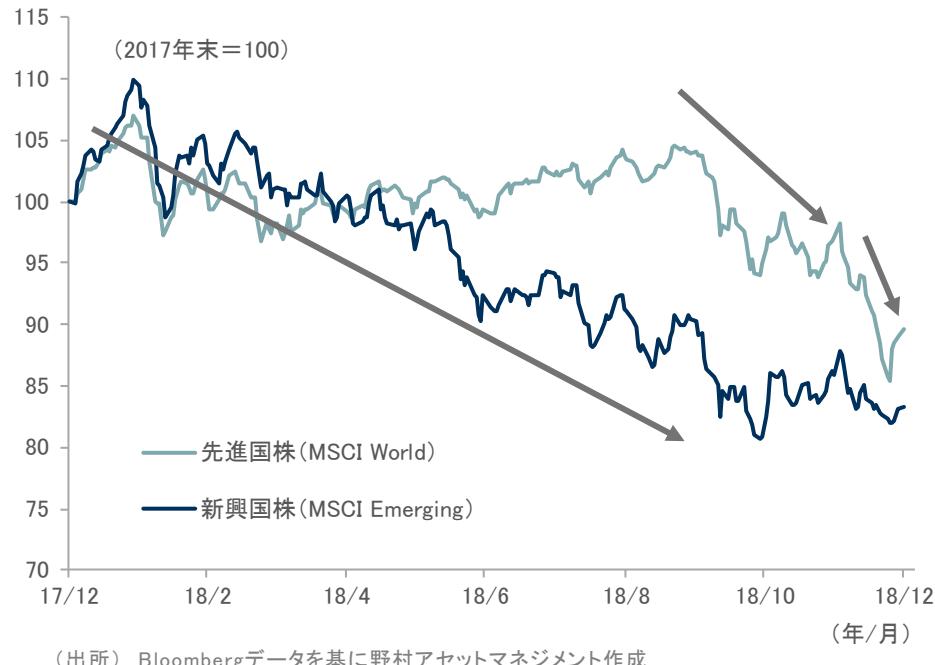
2018年は堅調な米国景気を背景に米国で利上げが進み(4回、計1%)、米国債券利回りが緩やかに上昇、米ドルが強含む中、米中通商摩擦問題なども加わり、世界の株式市場は最終的には大きく下落して終わりました。藤田や前田、村尾が指摘するように、2018年は新興国の景気減速が進んだことで、新興国の株式、債券、そして、通貨がトリプル安となる展開となり、そうした状況が概ね夏から秋まで続きました。

その後、秋以降は堅調とされた米国企業の業績にも陰りが見られ始め、中山が指摘するように、この頃から米国企業の業績にも下方修正バイアスがかかるようになりました。

スマートフォンや半導体の需要減速観測が広がったことで、特にハイテク関連株を中心に大きく下落する局面を迎きました。そして、12月には、FOMCでの政策決定が市場期待に比べて「タカ派」色が強かったことなどを受けて世界的株安に見舞われました。

一方で、秋以降の世界的な株安局面を受けて、年初来で上昇してきた米国債券利回りが10月以降に低下に転じており、同時に、秋頃までは世界株に対して割り負けていた新興国株が相対的に底堅く推移するなど、相場の潮目が大きく変わり始めています。

世界の株式市場の推移
(2017年12月末～2018年12月末、日次)



(出所) Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

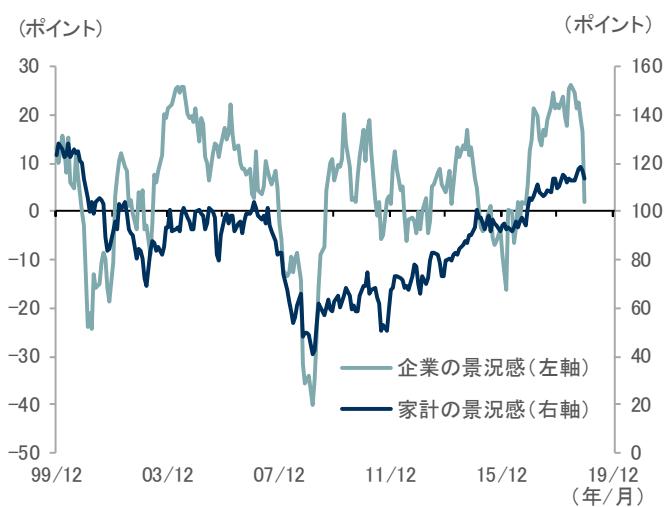
2019年の相場展望：メインシナリオ

2019年の相場を占う上で最も注目しているのはFRBの金融政策です。2018年を通じての新興国の景気減速や秋以降の世界的株安の影響もあってか、足元での米国の景況感が悪化し始めています。右図は企業と家計の景況感の推移を表したものですが、企業の景況感は秋以降に、また、家計の景況感も11月頃から低下が始まっています。FRBは米国経済が堅調であるというデータに基づいて金融引き締めを進めてきましたが、ソフトデータとはいえ、このように景気減速を示唆する指標が出てきたことは今後の政策決定へ影響が出るものと思われ、藤田などが指摘するように、「利上げ休止」という可能性が高まってきたと思われます。

現在、FRBによる2019年の政策金利の見通しは0.5%の利上げとなっています。仮にこれが削減され、その後は利上げ休止となると、2018年に軟調に推移してきた新興国の債券や通貨に投資妙味が出てくると思います。

藤田の分析によれば、新興国通貨の多くは十分に割安な水準に売り込まれている一方、ファンダメンタルズは総じて堅調なようです。したがって、米国金利の上昇を嫌気して下落してきた新興国債券と通貨について金融引き締まりという逆風が緩むことで、割安性が再評価される可能性が高いと考えています。右図は新興国債券と通貨（キャリー込み）の推移を示していますが、世界の株式市場が急落した昨秋以降はむしろ下げ止まりを見せており、市場の注目が集まりだした可能性があります。

米国の景況感の推移
(1999年12月～2018年12月、月次)

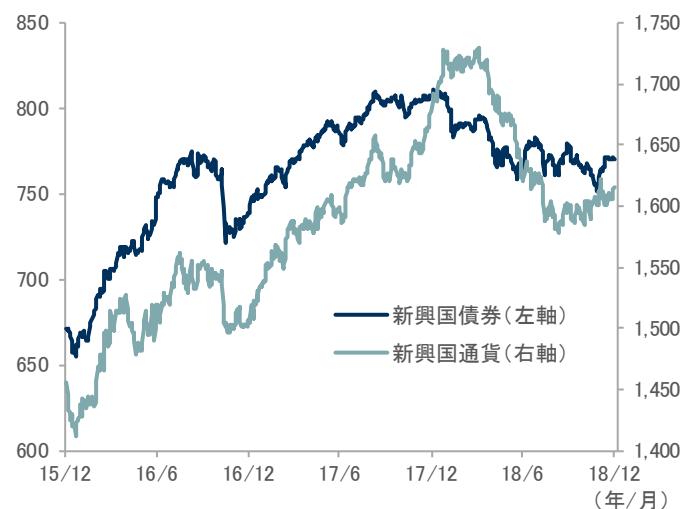


(注) 企業景況感:5つの地区連銀の景況感指数を単純平均

(注) 家計景況感:消費者信頼感指数を単純平均

(出所) Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

新興国債券と通貨の推移
(2015年12月末～2018年12月末、日次)



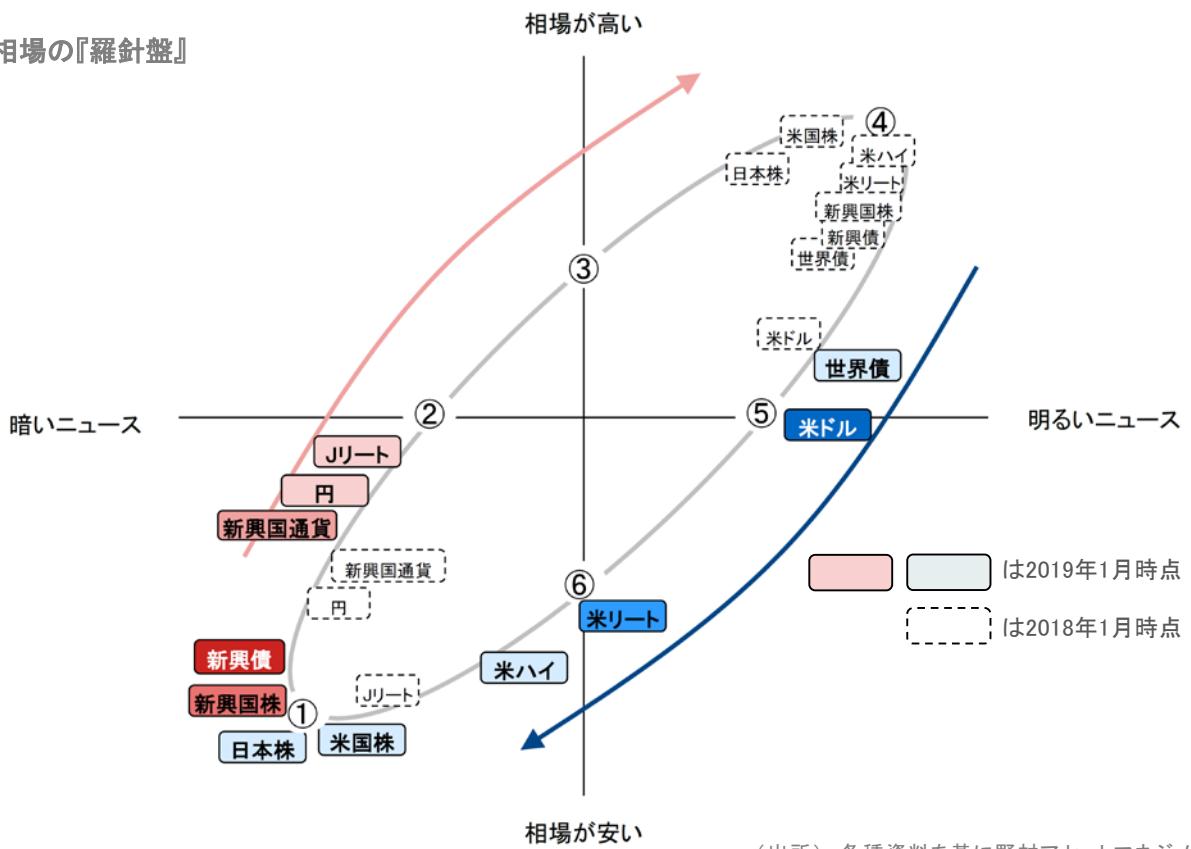
(出所) Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

相場の『羅針盤』

「今年の相場はどうか?」など、1年程度の比較的短い期間の相場を占う場合、下記に示した「相場の『羅針盤』」的なアプローチをとると良いと考えています。

「相場の『羅針盤』」の見方ですが、縦軸に相場の位置(割高／割安)を、横軸にニュースフロー(明るい／暗い)を置くと、相場は下記のような橿円の経路を辿ると考えています。つまり、①最割安時には暗いニュースしかなく、②暗いニュースが減ることで相場は上がりつづけ、③ニュースが中立になる頃には相場の循環的な上昇分の7~8割を達成し、④明るいニュースに満ち溢れると株価はピークに到達します。⑤割高となった相場は明るいニュースが減る過程で下がり始め、⑥

相場の『羅針盤』



(出所) 各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。投資勧説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移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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

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標

MSCIワールド/新興国（米ドルベース）、MSCI米国株/日本株/中国株（現地通貨ベース）

JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル（米ドルベース）

WTI原油先物/金先物（米ドルベース）

S&P500株価指数

TOPIX（東証株価指数）

ICE BofAML US High Yield Constrained Index/ICE BofAML Euro High Yield Constrained Index（現地通貨ベース）

FTSE米国債/ユーロ圏国債/英国債/日本国債指数（現地通貨ベース）

当資料で使用した指標の著作権等

- 「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 & 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。
- 「MSCI ワールド指数」、「MSCI新興国指数」及び、各国指数は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、同指標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。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指標値及び「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、指標の算出、指標値の公表、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。
- 「ICE BofAML US High Yield Constrained Index SM/®」、「ICE BofAML Euro High Yield Constrained Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 「FTSE各国・地域債券指数」は、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている債券インデックスです。同指標はFTSE Fixed Income LLCの知的財産であり、指標に関するすべての権利はFTSE Fixed Income LLCが有しています。

当資料に掲載した銘柄

記載内容は、資料作成時点での確認できるものを使用しており、今後修正される場合があります。参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

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1月現在

ご購入時手数料 上限4.32%（税込み）	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）	投資家がその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。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、「組入有価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。

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のうえ、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
- Seoul
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

Japan

- Tokyo
- Wealth Square

Australia

- Sydney

Americas

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



- Office

- AM Division Affiliates

- Joint Venture

- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.

NGA : Nomura Global Alpha LLC.

Expertise to ExceedTM

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

52.8兆円



グローバルの陣容

1,432人



※1

世界第**5**位のETF運用残高

国内シェア **45%**



※1

112兆円の

国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 **27.3%**

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12 年 ※2



(出所) 野村アセットマネジメント。2018年9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: 2018年9月末時点。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