

2018 Mid-Year Outlook

GSAM 2018年後半の投資環境見通し: リスク・バランスの改善

マクロ経済および市場見通し

リスク・バランスの改善

リスク資産に対する見通しは年初と比較して改善しています。金利は上昇し、株式市場は急落を経験し、冴えない経済指標により経済成長に対する市場の期待は低下しました。弊社では戦略的にリスク資産に対する強気姿勢を維持する一方、ボラティリティが再度急上昇する局面に備え、機動的なアプローチを重視しています。

2-5 その他の内容

景気拡大の継続

世界経済の上振れ・下振れリスクは概ね均衡

6

金利上昇リスクの「リセット」

引き続き金利上昇を見込むが、短期的にさらに急上昇するリスクは低下

7

ボラティリティは高まるも、「レジーム・チェンジ」ではない

年内に再度市場の調整が生じるリスクは存在するが、恒常的なボラティリティ上昇は見込まず

8

ユーロ圏における「ローフレーション」

構造的要因や循環的要因によりユーロ圏のインフレは低位に留まる

9

ビッグデータが捉える市場のテーマ

見過ごされることの多い企業間の微妙なつながりを発見

10

投資戦略

株式：新興国株式および米国小型株式を選好

債券：短期社債を選好する一方、国債に対しては慎重な姿勢

11-12

リスク・バランスの改善

市場のリスクはよりバランスの取れた状態に近づきました。年初来発表された経済指標にやや減速が見られたことから、経済成長に対する市場の期待は低下し、上振れ余地が生じています。また、金利上昇により、今後さらなる急上昇が生じるリスクは低下しました。さらに、株式や新興国資産などが調整したことで、この先リスク資産が反発する可能性が高まっています。

昨年予想していたリスクが実現

弊社は昨年、米国株式市場が高値を更新する一方で、市場のボラティリティが高まることを予想していました(図表1)。また、昨年の良好な市場環境に比べ、今年は経済成長の勢いが減速し、中央銀行の金融引き締めが市場により大きな影響を及ぼすと考えていました。現在、この状況が本格化しています。ボラティリティ・ショート戦略、テクノロジー・セクターにおける規制リスクおよび保護貿易主義に対する懸念などがニュースの見出しを賑わしましたが、これらの経済全体に対する影響は限定的だと見ています。弊社では、金利上昇や、既に改善の兆しが見られるものの、経済成長の減速が、リスク資産の下落の主な要因であると考えています。

リスク資産に対する見通しは改善

こうした動きにより、リスク資産に対する見通しは改善しました。冴えない経済指標を受けて、経済成長に対する市場の期待のハードルは低下しています。年初来の金利上昇により、市場が織り込む中央銀行の金融引き締めペースは、弊社の期待する水準に近づきました。今後、短期的に金利がさらに上昇する明確なカタリストは見当たらないため、近い将来に他の資産クラスが下落するリスクも軽減されたと見ています。つまり、短期的な調整リスクが低下し、資産価格も下落したことから、投資環境はより魅力的になったと考えています。ボラティリティは落ち着きを見せると考えているものの、昨年のような低水準に戻ることはないと考えています。一方、今年後半にかけては、再び一時的な調整が生じる可能性があり、機動的なアプローチが効果を発揮すると考えています。

テーマ1: 景気拡大の継続

現在の水準で、経済成長の上振れと下振れリスクは概ね均衡していると考えています。中央銀行の金融引き締めにもかかわらず、金融環境の引き締めによる逆風はまだ実現していません。米国では、従来から財政政策による経済の恩恵を受けていましたが、今年2月の予算合意はさらなる追い風となりました(図表3)。この効果は、まもなく経済指標のデータとなって現れると予想しています。このような状況を踏まえ、米国の経済成長には上振れリスクが存在すると見ています。日本では、世界的な景気拡大の恩恵を受けるにもかかわらず、経済指標は大きく鈍化していることから、今後回復する余地は大きいと考えています。しかし、これらのプラス要素は、欧州や中国のマイナス要素によって相殺されると見ています(6ページ)。

テーマ2: 金利上昇リスクの「リセット」

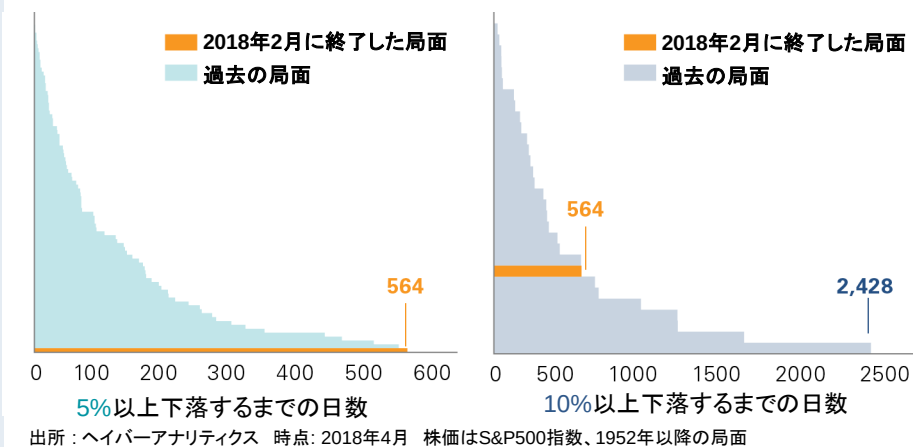
弊社は2018年に中央銀行による金融引き締めの影響が大きく現れはじめるかと予想しました。実際に米国金利上昇という形で影響は生じているものの、金融環境が大きく引き締まる状況には至っていません。引き続きさらなる引き締めを予想しているものの、既にインフレ率が2017年の低水準から大幅に上昇し(図表6)、市場が織り込むFRB(米連邦準備制度理事会)の6月の利上げ確率がほぼ100%に達していることなどから、近い将来弊社の見通しが実現する確固たる要因は見られません。金利は現在、弊社が現在の環境下で適切と考える水準に近づいてきています。株価に対する影響に関しては、米国10年債利回りが3.5%程度に上昇するまでは、株式市場に対して大きな悪影響を及ぼすことはないと考えます(図表4)。また、今年後半までは、中央銀行の金融引き締めに伴うリスクの高まりは見られない可能性があります。しかし、米国における引き締めと同時に、ECB(欧州中央銀行)の資産買い入れ計画終了に対する警戒感が高まる際に、市場のボラティリティが上昇する可能性があります。

テーマ3: ボラティリティが再度急上昇するリスクに備えた機動的なアプローチ

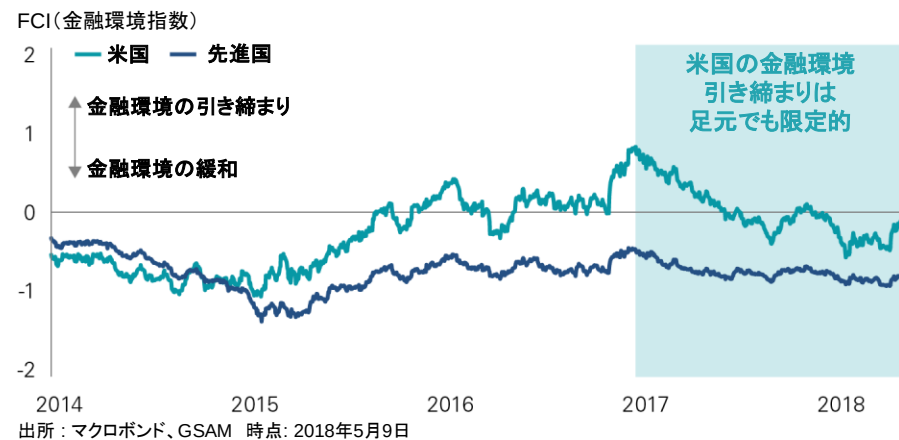
現在の投資環境下では、市場やマクロ環境の変化に応じて積極的に資産配分を調整する機動的なアプローチが有効であると考えています。短期的には、リスク資産の魅力度は高まっていますが、今年後半にはボラティリティが再び上昇する可能性があります。また、米国の財政拡大に伴う金融引き締め、インフレの大幅な上振れおよび地政学的リスクの高まりなどがボラティリティの上昇要因となります。

図表

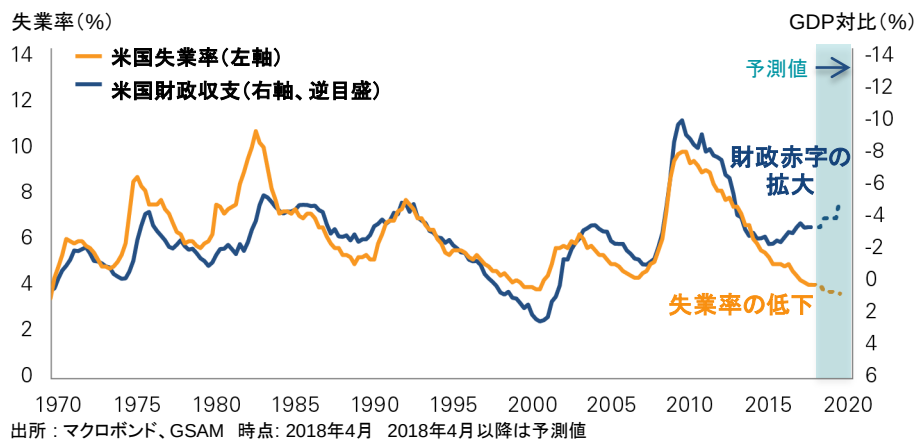
図表1: 歴史は米国株式の急落がいつ起きても不思議ではないと示唆していた



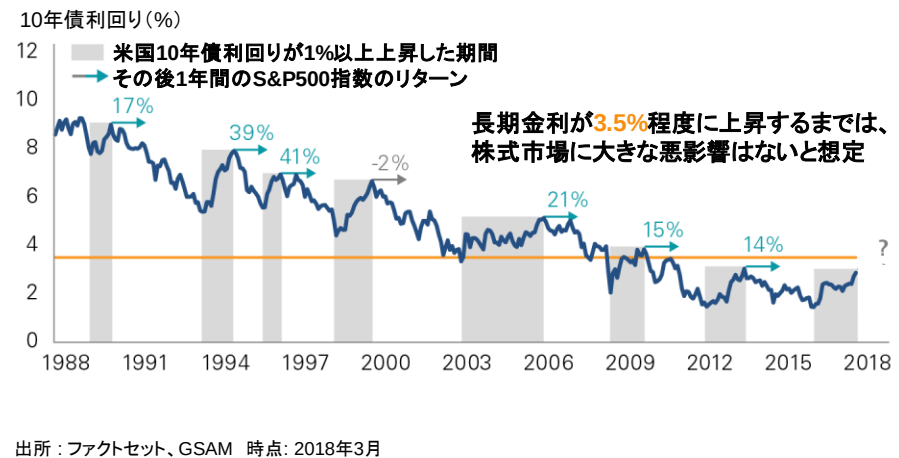
図表2: 依然として緩和的な金融環境は経済成長を後押し



図表3: 失業率が低位に留まる中での財政刺激策は景気過熱リスクを高める



図表4: 金利上昇は株価リターン予測の指標としては不十分



上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

マクロ経済見通し

経済成長

経済指標にやや減速が見られたことから、経済成長の上振れと下振れリスクは、よりバランスの取れた状態に近づきました。米国では、近い将来に財政拡大の効果が現れ、経済成長は加速すると考えます。日本では、2018年1-3月期の経済指標が予想以上に軟調となりましたが、今後は改善の余地が大きいと予想しています。しかし、これらのプラス要素は、欧州や中国のマイナス要素によって相殺されると見えています。欧州に関しては、ユーロ高や金利上昇による悪影響や世界的な産業景気サイクルの回復が最終的に減退することなどが懸念材料となります。中国では、経済のリバランスによってある程度の逆風が生じると考えています。

インフレ

労働市場の逼迫を踏まえると、米国のインフレは緩やかに上昇すると見えています。急速なインフレの上昇は混乱を招く可能性がありますが、これは弊社のメイン・シナリオではありません。欧州では、インフレは軟調に推移すると予想します。インフレ率は依然としてECBの目標を大きく下回っており、予想外のインフレ上昇が市場に影響を与える可能性は低いと予想します(9ページ)。

金融政策

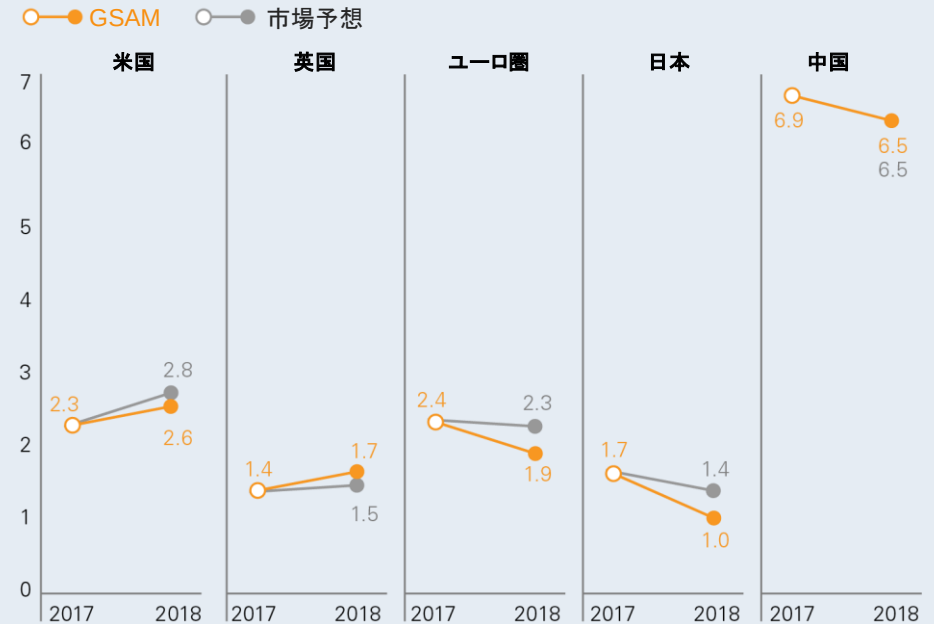
米国では、今年さらに3回の利上げが実施されると予想します。インフレ率が昨年の一時的な低迷から回復していること、そして6月の利上げが既に100%近く織り込まれていることを踏まえると、市場見通しが弊社の見方に接近する短期的な要因は見当たりません。欧州については、量的緩和は今年終了を迎えると予想していますが、2019年後半まで利上げが実施されることはないと考えています。

政治

市場は貿易リスクを過大評価していると考えています。米国の規制緩和、フランスの労働改革および日本のコーポレート・ガバナンスの改善など、世界各国での改革は、経済に対する上振れをもたらす可能性があります。一方、貿易以外の地政学的リスクについては引き続き警戒を払っています。

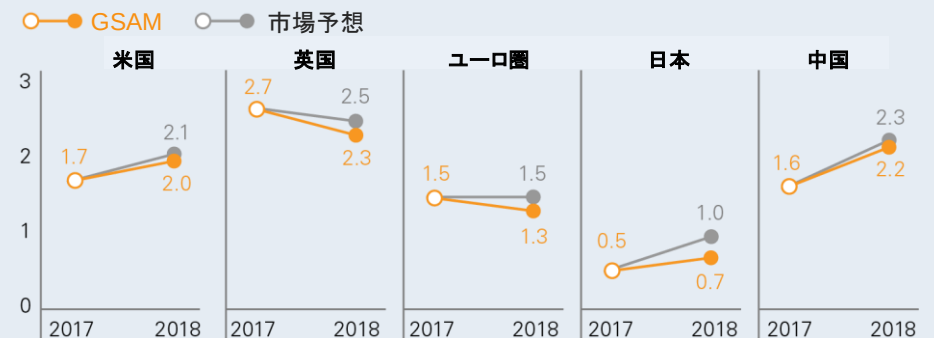
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。

経済成長予測(%)



出所：GSAM、ブルームバーグ 時点：2018年4月

インフレ予測(%)



出所：GSAM、ブルームバーグ 時点：2018年4月
米国はPCE(個人消費支出指標)、その他の国は全てCPI(消費者物価指数)

市場見通し

株式、クレジット、国債の順で強気に見ています。また、先進国に対して新興国が魅力的と考えます。

株式：緩やかながらもプラスのリターン

株式は引き続き弊社が有望視する資産クラスであり、市場下落後は短期的な見通しがさらに改善しました。株式市場は、年後半にかけての金利上昇の悪影響を乗り越え、中程度ではありながらもプラスのリターンを確保すると予想します。

国債：弱気見通し

市場はFRBの利上げペースを過小評価していると考えます。さらに、財政支出拡大、FRBがより高いインフレ目標を採用する可能性、世界的な量的緩和縮小などが国債のリスク・プレミアム上昇要因となります。しかし、短期的に金利が大幅に上昇する明確な要因は見当たりません。

クレジット：転換点が近づく

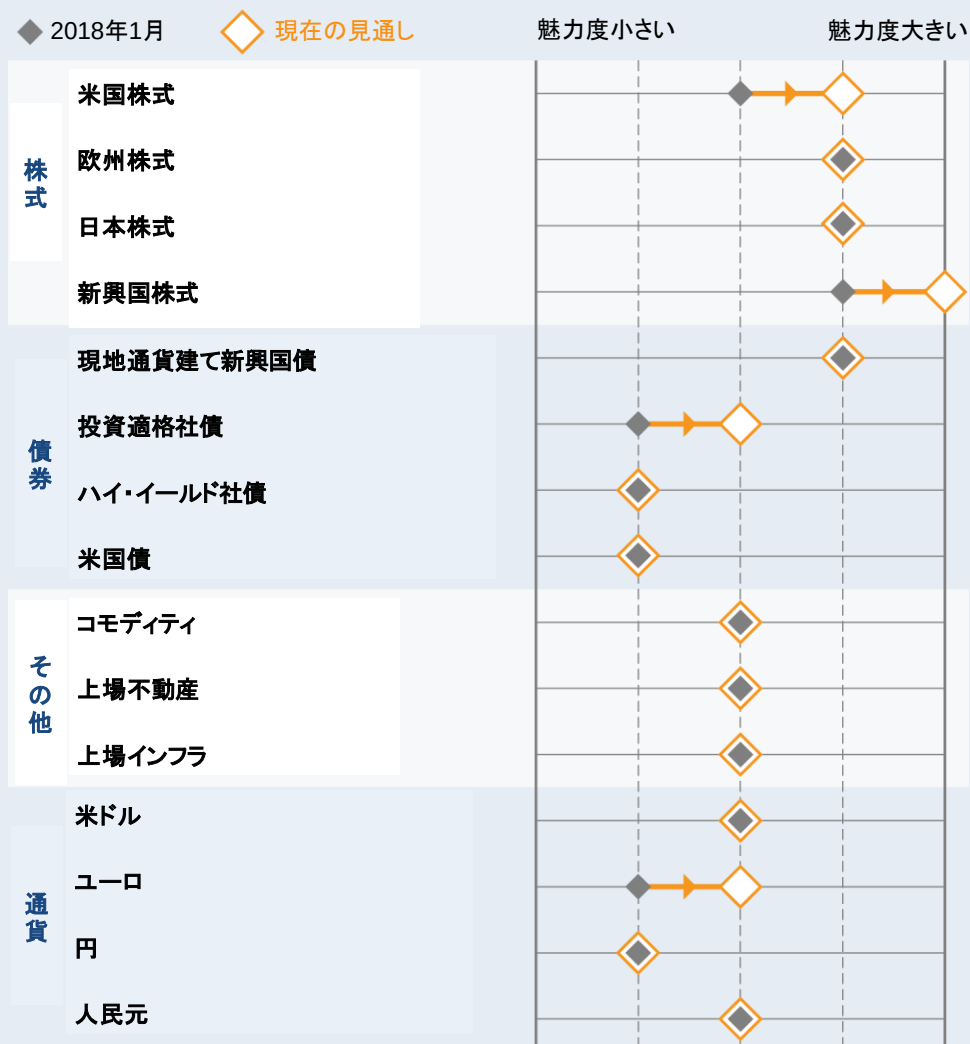
マクロ環境と企業ファンダメンタルズが良好なことから、スプレッドの大幅な拡大を予想するには時期尚早であると考えています。さらに、足元の下落は選別的な投資機会を提供しています。しかし、過去の景気サイクルに基づく、クレジット・スプレッドが拡大しはじめる時期に近づいており、2018年にはこの転換点に到達する可能性があると考えています。

原油：OPEC（石油輸出国機構）の減産と米国シェール・オイルの供給増によりレンジ内で推移

OPECの減産により原油価格は長期的な均衡を上回る水準が続いており、WTI原油価格は60～80米ドル/バレルのレンジ内で推移すると見えています。産業用金属は、世界的な経済成長から恩恵を受ける一方、中国の需要の伸びが緩やかに減速する可能性があることから、中期的には中立的な見方をしています。貴金属に関しては、中期的には実質金利と米ドルが主な価格変動要因になると予想しています。

新興国通貨および景気変動の影響を受けやすい欧州通貨に強気

マクロ環境が堅調で積極的な政策を行い、バリュエーションが魅力的な新興国の通貨を強気に見ています。欧州では、ユーロ圏と比べてインフレがより中央銀行の目標に接近している国の通貨を選好しています。米ドルは、足元上昇しているものの、明確なファンダメンタルズ要因が見つからないため、中立の見方をしています。



出所：GSAM 時点：2018年5月

投資テーマ

景気拡大の継続

経済指標が軟化したことから、世界経済の成長に対するリスクは概ねバランスの取れた水準に戻りました。これは地域差を総合したもので、米国と日本には上振れリスク、ユーロ圏と中国には若干の下振れリスクが存在します。

米国では、財政拡大による恩恵が現れはじめるかと考えるが...

金融環境の引き締めによる逆風がまだ見られない中、今年2月の予算合意を受け、財政政策が今後の経済成長に与える恩恵は大きく増加したと考えます。また、経済指標が軟調となったことも相まって、上振れリスクが高まっていると見ています。

財政政策による経済成長の加速は、短期的にリスク資産に対してプラスとなる可能性が高いと考えます。一方、既に高水準の公的債務や財政赤字に拍車をかけることなどから、長期的な懸念材料となります。また、景気過熱のリスクが存在する中で、財政拡大による経済成長のさらなる押し上げは、リスクを高めることにもなります。

景気過熱を抑制するためには、金融環境をより引き締める必要があり、それにより今年後半には再び市場のボラティリティが高まる可能性があります。しかしながら当面の間は、プラスの影響が市場の話題を支配すると考えます。また、日本でも、上振れ余地が存在します。今年、日本の経済指標は市場予想を大きく下回りましたが、世界の景気拡大による恩恵を受けることなどから、今後は回復を見込んでいます。

...ユーロ圏では下振れリスクが存在

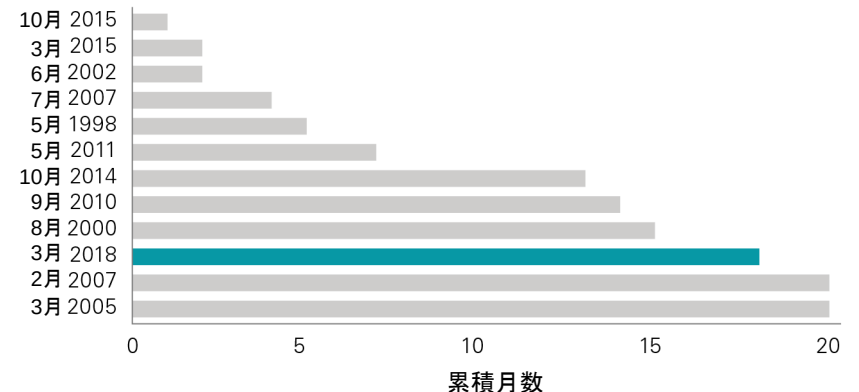
ユーロ圏は、過去1年半にわたって非常に力強い成長を遂げてきましたが、直近の経済指標には、明らかな成長減速の兆候が見られます。ユーロ高、金利上昇および世界的な産業活動が減速する可能性などを受け、景気の下振れリスクは高まっています(図表5)。しかしながら、労働市場は依然として堅調であり、ユーロ圏内の内需の力強さが支援要因になると見ています。

...そして中国にも下振れリスクが存在

今後数年以内に中国がハードランディングに陥る可能性は引き続き低いと考えています。しかし、指導部の権力基盤が固まった後は、ある程度構造改革が優先されることが想定され、同国の経済成長に対して重石となると見えています。とは言え、弊社の予想に反し、大幅に成長が減速する兆候が見られた場合は、政策支援が早急に再開されることも予想されます。

図表5：製造業はやや減速する可能性

先進国市場の製造業のPMI：中央値（50）を超えた累積月数



出所：ヘイバリアナリティクス、GSAM 時点：2018年3月

上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



経済成長の勢いがやや弱まった今、世界経済の成長に対するリスクは、概ねバランスの取れた水準に戻りました。

米国と日本には上振れリスクがある一方、ユーロ圏と中国には若干の下振れリスクが存在します。

投資テーマ

金利上昇リスクの「リセット」

金利は上昇したものの、米国の経済成長をより持続可能な水準まで低下させるためには、さらなる金融環境の引き締めが必要です。今後、金融環境は引き締まると予想しますが、近い将来に実現する兆しは見られず、短期的に金利上昇がリスク資産に悪影響を与える可能性は低下しています。

金融環境の引き締めが必要だが...

前回の見通しにおいて、労働市場のさらなる逼迫を踏まえ、米国の経済成長をより持続可能な水準まで減速させるためには、中央銀行の金融政策が経済に一層の影響を与える必要があると主張しました（図表3）。この主張を正当化する要因として、2017年は、市場が十分に利上げを織り込んでいなかったこと、インフレ低迷の要因は一時的なものであること、FRBの金融政策が財政政策による経済成長加速の影響を織り込んでいたか不透明であったこと、などが挙げられます。そして今年、これらの要因が実現したことにより金利は上昇しました。しかし、金融環境は依然として緩和的であり、金利上昇の勢いには衰えが見られます。

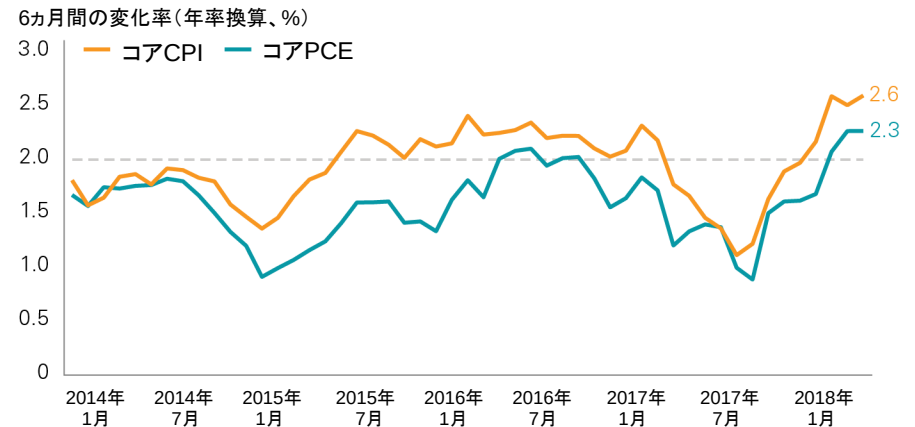
...カタリストは不在

近い将来、金利上昇をもたらす確固たる要因は見当たりません。弊社では、今年計4回の利上げを予想しており、引き続き市場が利上げペースを過小評価していると考えていますが、その織り込み度合いは以前よりは大幅に進みました。また、市場が既に6月の利上げをほぼ100%織り込んでいることから、市場の織り込みに対して中央銀行が明確なメッセージを発するには、今年後半まで待たなければならない可能性が高いと見ています。インフレについても、昨年の軟調な結果は一時的であり、今年に入ってから高い水準を維持しています（図表6）。これらの現状から、さらなる金利上昇には、インフレ正常化を超える何かが必要となる可能性があります。労働市場の逼迫により、インフレは堅調に推移すると考えますが、市場が利上げを織り込むには時間を要し、それは緩やかなペースに留まると考えています。したがって、弊社は引き続き米国金利の上昇を見込んでいますが、本格的な金利上昇期間に移行するまでは、比較的安定した時期が続く可能性が高いと考えています。

...金利上昇がリスク資産に悪影響を及ぼす可能性は低下

最近の金利上昇は、市場予想とFRBによる金融引き締めペースのギャップ縮小に一役買った一方で、近い将来に急激な金利上昇が生じる可能性を後退させました。金利の上昇による株式へのリスクは軽減されたと考えており、新興国株式と米国小型株式に投資機会を見出しています。とはいえ、金融引き締めは依然として十分ではないことから、金利上昇リスクは今年後半に再び高まる可能性があります。

図表6：米国のインフレ率は2017年の低水準から脱却



出所：マクロボンド 時点：2018年3月

上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



引き続き米国金利の上昇を予想しています。しかし、短期的なカタリストが存在しないことから、本格的な金利上昇局面に至るまで、安定した時期が続くと考えます。近い将来に金利が上昇する可能性が低下したことで、上振れリスクと下振れリスクは概ね均衡したと見ています。

投資テーマ

ボラティリティは高まるものの、「レジーム・チェンジ」ではない

異常なほど落ち着いていた2017年を経て、株式市場のボラティリティは急騰しました。今後はより頻繁に調整が生じると見ており、機動的な投資アプローチが有効だと考えます。調整局面においてボラティリティは一時的に高まりますが、恒常的な高ボラティリティ局面に移行するとは想定していません。

1: 2017年のボラティリティは異常な低水準

米国株式は、2月上旬の調整が生じるまで、5%以上の調整を経験することなく記録的な期間上昇して来ました（図表1）。成長の鈍化と金利上昇により2018年はボラティリティが上昇する可能性が高いと予測した弊社の見通しは的中しました。今回の調整を受けて、短期的にはリスクのバランスが改善され、見通しもより前向きなものとなりました。中期的には、今回のような下落がより頻繁に生じることで、アクティブ戦略による投資機会が生まれると予想していますが、高ボラティリティ局面へ完全に移行する段階ではないと考えています。

2: 景気サイクルはボラティリティが上昇する時期に位置している

景気サイクルを4段階に分けてみると、経済指標などから、現在は景気拡大期の半分をやや過ぎた地点に位置していると考えられます。図表7は、株式市場のボラティリティが景気拡大期の4分の1程度を過ぎたところで底を打ち、その後徐々に上昇することを示しています。今後は調整に伴い一時的なボラティリティ上昇が発生すると想定していますが、通常景気サイクルの最終局面で見られるような恒常的な高ボラティリティ局面に移行したとは考えていません。

3: リスクのバランスは改善しているが、一時的である可能性が高い

財政拡大の規模を踏まえると、米国経済の過熱を避けるため、今年後半にかけて金融政策をより引き締める必要がさらに高まると考えています。財政政策と金融政策のバランスの均衡を保つ行動は、ボラティリティを生む可能性が高いと見ています。また、欧州と中国の成長ペースが次第に鈍化する状況が続けば、これも調整の要因となる可能性があります。特に、米国の財政政策によるプラスの効果が今年後半にかけて薄まった場合に、この可能性は高まると考えています。

また、メイン・シナリオに含まれない様々なリスクについても懸念しています。地政学的リスクは依然として高く、インフレの大幅な上昇は混乱を招く可能性があります。また、経済指標の軟化が予想外に進むことがあれば、景気サイクル終了に対する不安が生じる可能性があります。一方、世界各国で様々な改革が継続されていることは、上振れ要因であると考えています。

図表7: ボラティリティは景気サイクルの最終段階で上昇する

3か月間の株式市場のボラティリティ（年率換算、%）



出所：ブルームバーグ、GSAM

上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



弊社では引き続き、ボラティリティ上昇の要因となる市場の調整が再び発生するリスクがあると考えています。

一方、景気サイクルの観点からは、恒常的な高ボラティリティ局面に移行したとは考えていません。

投資テーマ

ユーロ圏における「ローフレーション」

ユーロ圏の景気回復は緩やかではあるものの継続しており、需給ギャップは今年縮小すると予想します。しかし、景気拡大にもかかわらず、依然としてインフレ上昇圧力が乏しい状況が続いています。弊社はインフレと金融政策に関して、市場予想やECBと比較してハト派的な見方をしています。

2017年に経済成長率が欧州債務危機後の最高水準に達した後、ユーロ圏の景気回復は停滞しています。2017年に失業率は1.0%低下し、2008年以来の最低水準である8.6%に達しました。また、製造業PMI(購買担当者景気指数)は昨年後半に、過去最高水準である60.6を記録しました。しかし、堅調な経済指標は、インフレを押し上げるに至らず、インフレ率は依然低迷しています。過去10年間、ユーロ圏の総合インフレ率とコア・インフレ率は、それぞれ平均で+1.4%および+1.2%に留まっています。3つの循環的および構造的要因により、今後もこの「ローフレーション」傾向が持続するため、ECBによる政策正常化のペースは穏やかなものになると見ています。

1: 労働市場における過剰なスラック(需給の緩み)の存在

様々なデータにより、労働市場におけるスラックの存在が裏付けられています。失業率は金融危機以前の水準を上回り、就業時間は同水準を下回っています。若年失業率は周辺諸国で30%を超え、ユーロ圏ではパートタイム労働者の割合が22%を超えています。これらの要因により、雇用者による賃金引き上げは難しくなっています。経済活動に関しては、弊社は堅調であった2017年の勢いが減速すると予想していました。実際に足元減速が見られることに加え、昨年のユーロ高の影響もあり、既に軟調な賃金や物価上昇に対してさらに下振れリスクが高まっています。

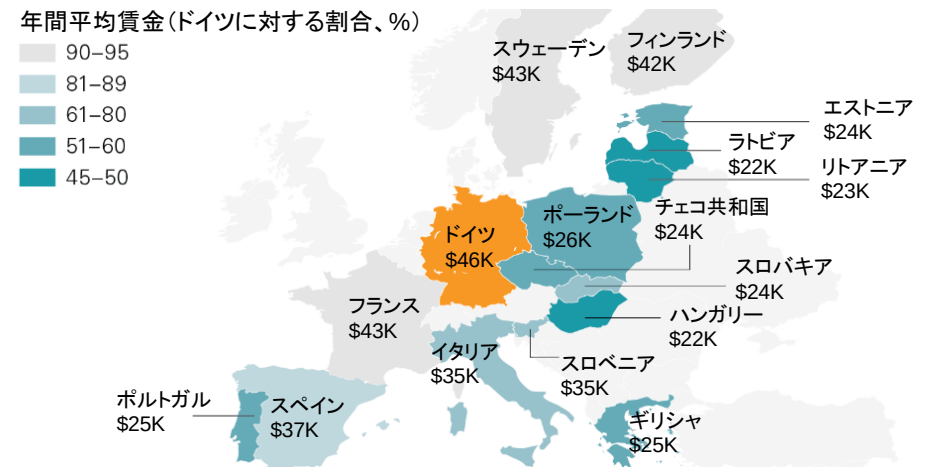
2: 移民労働者の増加

失業率が低下したとしても、内需の拡大により価格上昇圧力が高まり、最終的に賃金上昇につながるとは限りません。金融危機発生時の5ヵ月間を除き、ドイツの失業率は2005年以降、低下傾向が続いていますが、賃金は伸び悩んでいます。これは、ドイツより賃金の低い周辺国から労働力が流入してきたことに起因しています(図表8)。雇用主はこうした移民労働者を雇うことにより、賃金を上げることなく労働力と生産力を拡大することができます。労働者側も、雇用保障があることから、賃金上昇が小幅であってもそれを容認する傾向があります。ドイツは、人口減少などを背景に移民の受け入れに寛容であることから、この状況は当面継続すると考えます。

3: テクノロジーによる「デジタル・ディスラプション(創造的破壊)」

技術革新によるインフレ抑制はユーロ圏に限った話ではありませんが、同域における技術の普及が他地域より遅れていることを踏まえると、インフレ下押し圧力は今後本格化する可能性があります。例えば、eコマースが小売の売上高全体に占める割合は、米国では9%、英国では19%であるのに対し、イタリアではわずか3.2%に留まっています。インターネットやeコマースの普及により、様々なセクターにおけるインフレの動向が変化すると見ています。また、自動化が進むことで特定のセクターの賃金に下押し圧力が加わる可能性があります。

図表8: 移民労働者によりドイツの賃金上昇は抑制される可能性がある



出所: OECD(経済協力開発機構)、GSAM 2016年の年間平均賃金(USD PPP)
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



ユーロ圏では、失業率が低下し、経済成長率も長期平均を上回って推移しています。

しかし、労働市場には依然としてスラックが存在すると考え、インフレに関しては、市場予想より弱気の見方をしています。

投資戦略

株式

株式では、米国小型株式と新興国株式が魅力的と考えます。

株式市場は金利上昇に耐えられるか？

ERP(株式リスク・プレミアム)に基づき、米国10年債の利回りが3.5%程度上昇するまでは、金利上昇が株式市場に与える悪影響は限定的であると考えています。しかし、過去の歴史は、金利上昇だけで株価のリターンを予測することは困難であることを示しています。1988年以降の長期金利上昇局面において、1回の例外を除くと、米国株式は常に以後1年間で2桁のプラスのリターンを創出してきました(図表4)。金利上昇の要因が重要であり、金利上昇が力強い経済成長の見通しを反映している現在の局面では、株式市場は堅調に推移すると考えています。

「自然淘汰」により、銘柄選択の機会が創出される

金利の正常化と資本コストの上昇を受けて、ダーウィンの進化論の様に、強い企業は生き残り、弱い企業は衰退し、企業間・セクター間のリターン格差が拡大すると考えます。金融危機以降、大型株の利益成長の大部分は、売上高の拡大よりもコスト削減や利益率の改善によって牽引されてきました。コスト上昇圧力の高まりを受け、価格競争力がこの先の勝者と敗者を分かつ重要な要因となってきます。勝者と敗者が明確化する環境において、経営の重要性がよりいっそう増していると考えます。

金利上昇局面では、米国小型株は大型株のパフォーマンスを上回る傾向にある

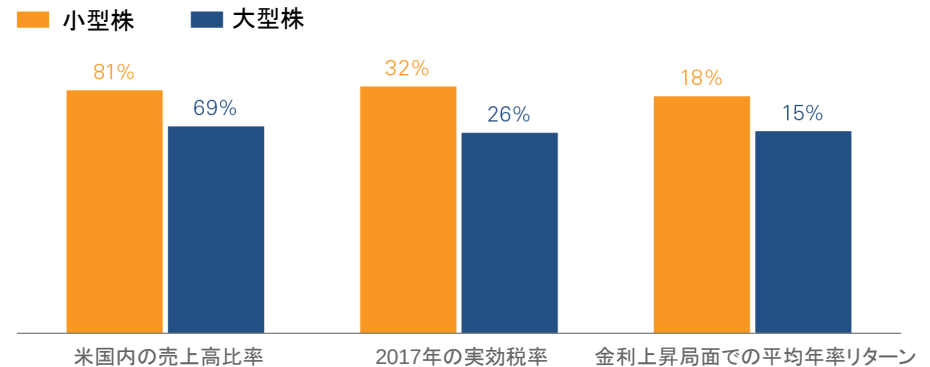
米国小型株の魅力度は高まっています。小型株は、経済成長加速の恩恵を受けやすく、配当が相対的に少なく金利感応度が低いため、利上げ局面で堅調に推移する傾向があります。また、小型株は大型株と比べて米国内での売上比率が高いため、減税の恩恵をより享受できる一方、関税の引き上げや貿易摩擦懸念によるマイナスの影響からは比較的隔離されています。さらに、大型企業の営業利益率が過去最高水準を記録したこととは対照的に、小型企業の利益率は依然として金融危機前のピークを大幅に下回っており、改善の余地が大きいと見ています(図表10)。

割安かつ収益も堅調であることから、新興国株式に対して強気の見通し

今後数年間、新興国の経済成長率はさらに加速し、先進国を上回るペースで成長を続け、2015年～2025年にかけて世界のGDP成長の70%以上に寄与すると予測されています。弊社は、新興国では、過去10年間で12億人が中間所得者層または高所得者層となり、実質消費は2倍以上に増加したと推計しています。この変化は、新興国株式市場のセクター構成に占める情報技術セクターと消費関連セクターが増加していることから明らかです。良好なマクロ環境が下支えとなり、新興国の利益成長率は先進国を上回るまでに改善した一方、バリュエーションは先進国と比較して20～25%割安な水準となっています。

図表10：現在の環境下では米国小型株が大型株よりも有利

経済成長と減税による恩恵を受けやすく、金利上昇や貿易摩擦の影響は受けにくい。



出所：BEA、BAML、クレディスイス、ラッセル、S&PキャピタルIQ/クラリファイ、コンピュスタット、ファクトセット GSAM

米国内の売上高比率は2016年12月時点。金利上昇局面での平均年率リターンは2018年3月時点

小型株はラッセル2000種指数、大型株はS&P500指数を用いて算出。

上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



米国10年債の利回りが3.5%程度上昇するまでは、金利上昇が株式市場に与える悪影響は限定的であると考えています。

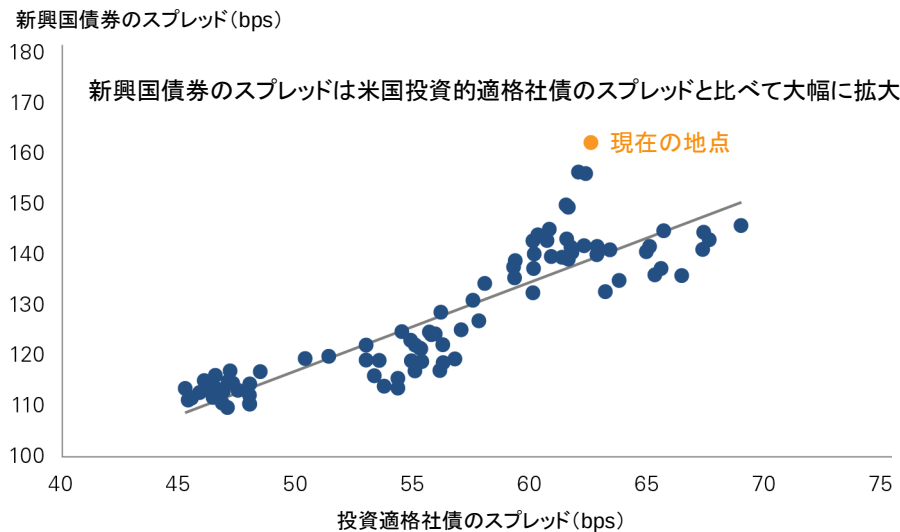
株式の中では、米国小型株式と新興国株式が、金利上昇、景気サイクル後期という環境下で特に堅調に推移すると予想しています。

投資戦略

債券

債券では、米国債に対する弱気姿勢を維持し、世界経済の拡大が継続する中で、新興国資産を強気に見ています。しかし、マクロ経済指標には減速が見られ、特に米国のインフレ率が想定外に上振れし、地政学的な緊張が激化した場合、ボラティリティが上昇する可能性が高いと考えます。

図表11: 新興国債券は、米国投資適格社債と比べて過小評価されている
2018年初来の新興国債券と米国投資適格社債のスプレッドの関係



新興国債券はEM CDX指数、米国投資適格債は北米投資適格CDX指数、日次のスプレッドを示すbps(ベースポイント)とは金利単位の呼び方で、1ベースポイントは0.01%を表す
出所: ブルームバーグ 期間: 2018年1月2日~2018年5月8日
上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。



弊社では引き続き米国金利の上昇を見込んでい一方、マクロ環境が良好な新興国通貨を強気に見ています。

クレジット資産では、足元の下落を受け割安な水準で取引されている新興国債券や、高格付けの短期証券化商品や社債を選好しています。

証券化商品を中心としたクレジット資産に対するやや強気の見通し
金利および通貨の相対的価値に着目

債券および通貨:

引き続き米国金利の上昇を見込んでい一方、他の先進国に対してユーロ圏の金利が低下すると見込んでいます。米国金利は着実に上昇し、4月には2014年以来初めて10年債の利回りが3%を超えましたが、短期的にさらなる上昇の可能性は低いと見ています。一方、長期的には、米国金利に対する上昇圧力は継続すると予想します。財政刺激策により米国の経済成長に対する下振れリスクは軽減された一方、経済成長と金利の上振れリスクは増大したと見ています。また、FRBは市場予想よりも早いペースで利上げを行うと予想する一方、ユーロ圏では低インフレの継続により、ECBの金融引き締めペースは緩やかなものになると予想しています。世界的な景気拡大が継続すると予想しており、通貨については、世界経済の成長から恩恵を受ける新興国通貨を強気に見ています。

クレジット資産:

比較的良好なマクロ環境を背景に、引き続きクレジット資産、特に社債よりも証券化商品や外貨建て新興国債券に投資妙味を見出しています。足元の新興国債券のパフォーマンスは社債を大幅に下回り、現在は米国投資適格社債に対して魅力的なスプレッド水準となっています(図表11)。また、金利上昇を背景に、安定したファンダメンタルズかつ魅力的なキャリアをもたらす短期の証券化商品を強気に見ています。しかしながら、ボラティリティの高まりや景気サイクル後期のリスクには警戒しており、全体としては慎重な姿勢を取っています。

機動的なアプローチ:

金融緩和の時代が終わりを迎えるに従い、積極的かつ柔軟な投資アプローチが不可欠となります。今年初め、米国金利上昇にもかかわらず、米ドルが下落していたことは、従来の市場の関係性などにとらわれず、より柔軟に対応する必要があるという明確なメッセージだと受け止めています。機動的な投資アプローチの例として、税制改革を受けた米国企業の海外資金の還流や発行の増加などにより、短期社債のスプレッドが拡大しており、投資妙味が生まれていることなどが挙げられます。

追記

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピーが2018年5月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が翻訳したものであり、特定の投資商品の推奨（有価証券の取得の勧誘）を目的としたものではありません。訳文と原文に相違がある場合には、英語の原文が優先します。

本資料は作成者が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。

本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。

本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。

個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。

本資料に記載された経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での様々な仮定や判断を反映するものであり、今後予告なく変わる可能性があります。これらの予測値は特定の顧客の特定の投資目的、投資制限、税制、財務状況等を考慮したものではありません。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与えうる高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するのに伴い、大きく変わることが考えられます。ゴールドマン・サックスはこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。

本資料に記載された、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況についての情報は、いかなる投資推奨あるいは投資助言の提供を意図するものではありません。本資料はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）が作成したものであり、ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチ部門（GIR）が発行したものではありません。本資料に記載された見解は、GIR、その他ゴールドマン・サックスまたはその関連会社のいかなる部署・部門の見解と必ずしも同一であるとは限りません。本資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

新興国市場の有価証券は、流動性が低く、変動性が高い場合があり、為替の変動や政治的な不安定さなどを始めとする追加的なリスクがあります。

弊社及びゴールドマン・サックス・グループで投資運用業務を行う関係法人を総称して「ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント」あるいは「GSAM」と呼ぶことがあります。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく（Ⅰ）複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは（Ⅱ）再配布することを禁じます。

© 2018 Goldman Sachs. All rights reserved.

英語版発行日2018年5月21日

日本語版発行日2018年6月8日 133291-OTU-770701