

Market Bulletin

2018年1月11日

2018年のシンプルな経済見通しと資産運用： 分散・ディフェンシブ・アクティブで変化に備え

要旨

- 2017年の強い相場を支えたのは、『久しぶりの世界同時高成長』であり、『相変わらずの低インフレ』だろう。世界経済は、少なくとも向こう数カ月の間、力強さを持って拡大していくと見られる。
- ただし、景気は循環する。昨年から続く『世界同時好景気』は、場合によっては幾分のインフレ懸念や長期金利の上昇を伴いつつ、景気鈍化の局面に移っていく可能性がある。資産に例えれば、前半は債券や新興国が、後半は株式や景気敏感セクターが逆風にさらされる恐れがある。
- こうした局面の変化に備えるための極めてシンプルな投資スタイルとして、分散、ディフェンシブ、アクティブという3つの選択肢が考えられる。

『世界同時好景気』はやがて「鈍化」に変わる。

2017年の強い相場を支えたのは、『久しぶりの世界同時高成長』であり、『相変わらずの低インフレ』でしょう。世界経済は、少なくとも向こう数カ月の間、力強さを持って拡大していくと見られます。

ただし、①世界の同時好景気も既に1年程度続き、②米国は完全雇用に達しているにも関わらず、減税による財政刺激に向かう中では、(一時的にも)インフレ圧力やインフレ懸念が生じて不思議ではありません。つまり、「高成長・低インフレ」の好都合な環境から、そろそろ(もしくは一時的にも)「高成長・インフレ懸念」に局面が変化するかもしれません。

Yoshinori Shigemi
Global Market Strategist
Market Insights

Guide to the Markets Japan
のダウンロードはこちらから
www.jpmorganasset.co.jp/guide

あるいは、可能性は低くとも、世界が「同時引き締め」に移行する恐れも排除できません。同時好景気を足がかりに、多くの中央銀行は金融引き締めを始めるか、マイナス金利や資産買い入れなどの非伝統的な金融政策からの出口戦略を模索するかもしれません。既に米国やカナダは利上げを重ね、中国は引き締めを再開しています。欧州ではスウェーデンが資産買い入れを既に停止しており、欧州中央銀行(ECB)も停止を模索しています。

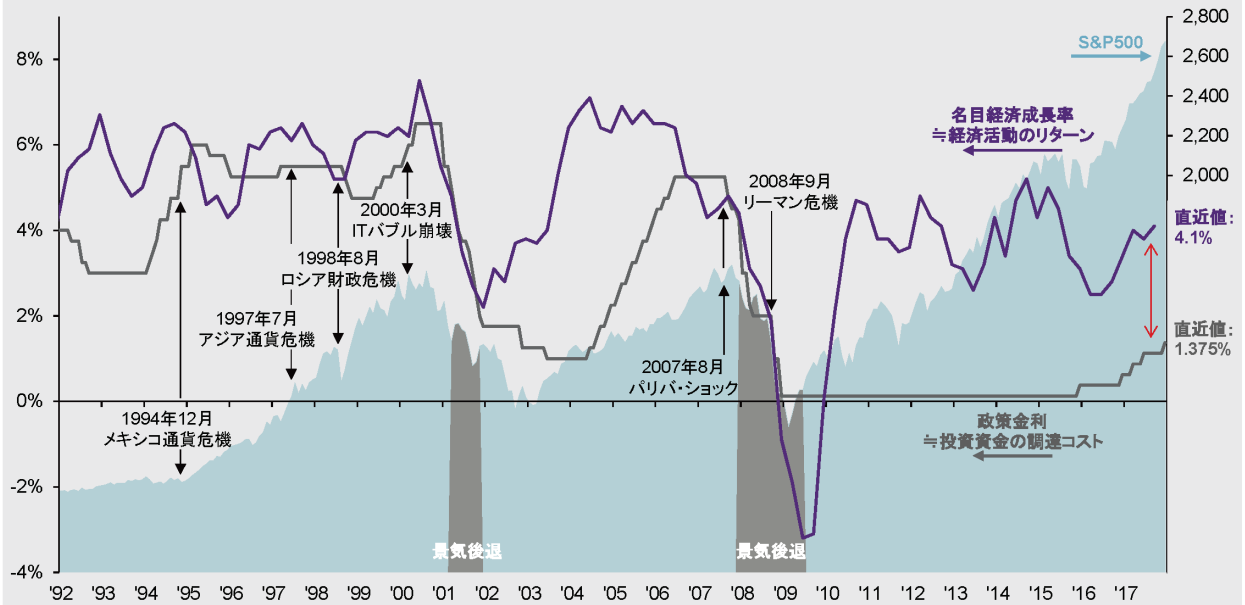
金融引き締めを行ったり、出口戦略を模索したりする理由は、景気回復と共に少なくない国々で不動産価格の高騰が生じていることも挙げられますが、将来景気後退に陥るときのことを考えればわかります。例えば、米国が景気後退入りするときには、米国が世界最大の貿易赤字国であり、「世界の消費者」の役割を担っている以上、世界の多くの国々に悪影響が及ぶでしょう。そのときには、最も金融緩和の余地が少ない国が、「通貨高という金融引き締めの圧力」を受ける可能性があります。

世界の多くの中央銀行は、「世界の景気が良いときに引き締めを行って幾分しんどい思いをしておくのか、世界の景気が悪くなったときにもっとしんどい思いをするのか」の選択を迫られています。前者を実践し、ドル高という引き締め圧力を乗り越えたのが、2014年後半からの米国経済です。ただし、どの中央銀行も同じことを考えると、世界は同時引き締めに至り、過剰な流動性に支えられた上昇相場は終わりを告げる恐れがあります。

成長率と政策金利の格差

グローバル経済

米国の経済成長率と政策金利：金融緩和の強度と株価



出所: 米経済分析局 (BEA)、米連邦準備制度理事会 (FRB)、全米経済研究所 (NBER)、S&P Dow Jones Indices LLC、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注: 名目経済成長率は、前年比。直近値は2017年7-9月期。「パリバ・ショック」は、米国の信用力の低い個人向け住宅融資であるサブプライムローン関連の証券化商品に主に投資を行っていた、フランス大手銀行BNPパリバ傘下のファンドが、新規設定・解約の受け付けを凍結したことで、金融市場に混乱が広がった出来事を指す。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

参考図表1: 2018年第1四半期版Guide to the Marketsの6ページ

分散・ディフェンシブ・アクティブで、変化に備える。

いずれにせよ、景気は循環します。昨年から続く世界の同時好景気は、場合によっては幾分のインフレ懸念や長期金利の上昇を伴いつつ、景気鈍化の局面に移行していくと見られます。資産に例えれば、2018年の前半は債券や新興国が、後半は株式や景気敏感セクターがそれぞれ逆風にさらされる恐れがあります。そうした局面の変化に備えるための極めてシンプルな投資スタイルとして、次の3つを提案します。

1. 【景気の過熱・鈍化両方に対応】 債券だけでなく、株式にも分散投資を行い、上下両方に備える。流行のロボティクスに代表されるような情報技術(IT)関連だけでなく、他のセクターにも分散投資を行う。
2. 【今から景気の鈍化に備える】 高配当株式やREIT、債券などのインカム系資産を中心に投資を行い、景気過熱に少し「ついて」いき、景気鈍化では「大負け」しないような資産運用を心掛ける。
3. 【アクティブ運用】 景気循環やテーマの変化を嗅ぎ取ることができるような、金融市場のプロに資産運用を委託する。

以下では、各資産市場の動向も含め、2018年の見通しを要約します。

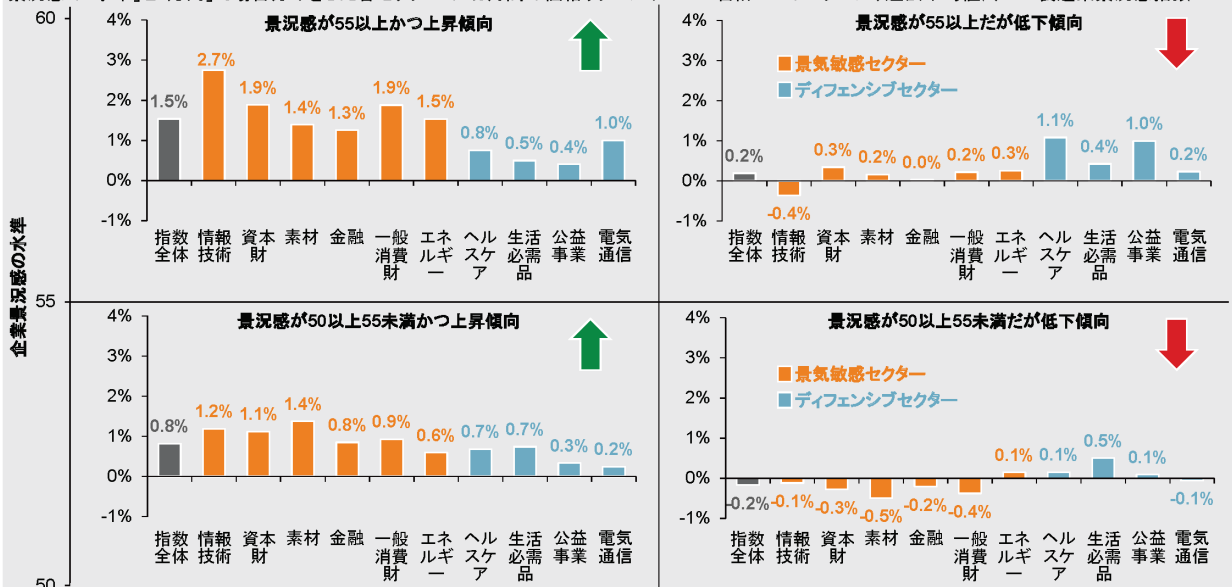
企業景況感の方向と株式市場

GTM - Japan | 12

グローバル経済

米国の企業景況感と世界株式のセクター別リターン

景況感の「水準」と「方向」で場合分けをした各セクターの1か月間の価格リターン(2×2=合計4つのパターン、過去平均値)、ISM製造業景況感指数



出所: 米サブプライマネジメント協会 (ISM)、MSCI、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注: ISM製造業景況感指数は、製造業の景況感を表す指数で、50を超えると「事業は拡大基調」、50を下回ると「事業は縮小基調」、50は「変化なし」を示唆する。
 ISM製造業景況感指数の3か月移動平均値を取り、当月値が前月値を上回る(下回る)場合に「上昇傾向(低下傾向)」として場合分け。MSCI All Country World Indexの各セクターの指数を使用。セクターは、MSCIの11業種分類を使用。ただし、不動産セクターは2016年9月に金融セクターのサブセクターから独立しており、十分な期間が経っていないことから、対象外としている。現地通貨ベース。1か月間の価格リターン。1999年から直近まで。
 データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

昨年の振り返りから今年の経済見通しを考える。

2017年の金融市場で印象に残るのは、特に9月以降に見られた、世界の株式市場の急上昇でしょう。その背景は何と考えられるでしょうか。

1つには、米国で1986年以降、30年余りの期間なしえなかった税制改革が実現する見込みが高まったことが挙げられるでしょう。税制改革法(通称: 2017年減税・雇用法)は、トランプ大統領によって、昨年12月22日に署名されました。

しかし、これよりも重要だったのは、①米国・中国・欧州という3極の経済が揃って高成長になったことと、②これらのどの地域も低インフレが続いたことでしょう。

「景気は強いが、インフレ率は低い」という経済環境は、「景気は強いが、金融引き締めは緩やかに留まる」と言い換えられます。また、そのような論理的推論に留まらず、実際の過去のデータも、そうした経済・金融環境においては、金融資産価格が上がりやすいことを示しています。

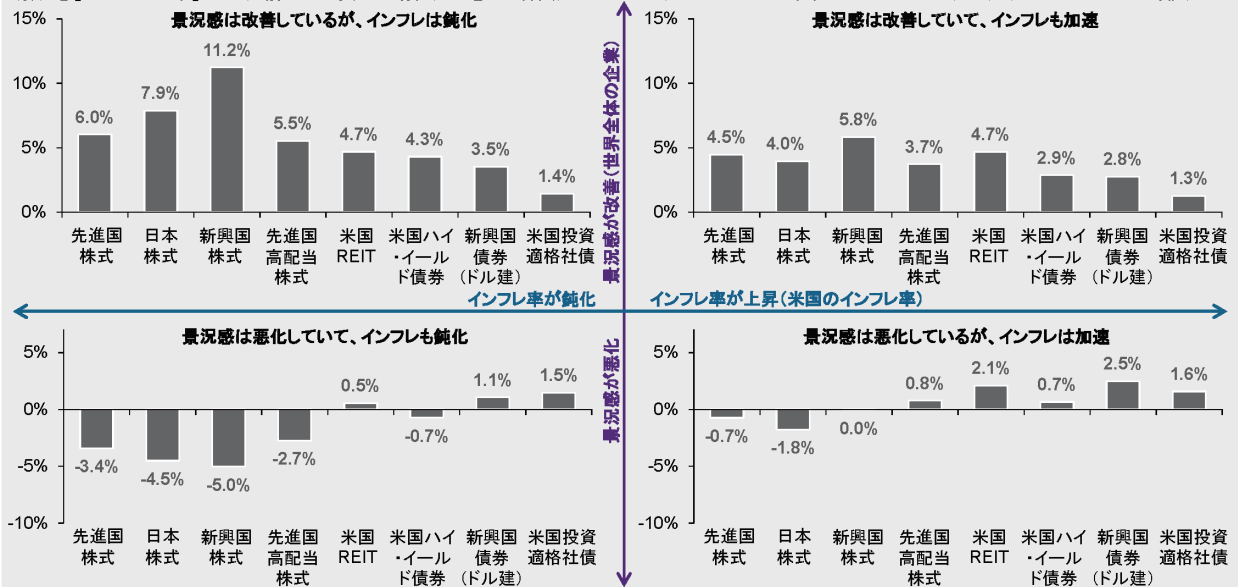
景気と物価と金融市場

GTM - Japan | 10

グローバル経済

企業景況感とインフレ率: 金融市場との関係性

「景況感」と「インフレ率」の3か月前からの変化で場合分けをした各資産のトータルリターン(2×2=合計4つのパターン、3か月リターンの過去平均値)



出所: Markit, J.P. Morgan, 米経済分析局(BEA), MSCI, 東京証券取引所, FTSE, ICE Data Indices, LLC, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management
 注: 企業景況感指数とインフレ率の3か月前からの変化をそれぞれ取って、その3か月前のリターンを計算。トータルリターン: 企業景況感指数のデータが得られる1999年1月から直近まで、使用した指数は次のとおり。「先進国株式」: MSCI World Index, 「日本株式」: TOPIX, 「新興国株式」: MSCI Emerging Markets Index, 「先進国高配当株式」: MSCI World High Dividend Index, 「米国REIT」: FTSE NAREIT All Equity REITs Index, 「米国ハイ・イールド債券」: ICE BofAML U.S. High Yield Index, 「新興国債券(ドル建)」: ICE BofAML U.S. Emerging Markets External Sovereign Index, 「米国投資適格社債」: ICE BofAML U.S. Corporate Index, 「世界全体の企業景況感」は、J.P. Morgan Global Composite PMI New Orders SA, PMIは、購買担当者景況指数を指し、50を超える「事業は拡大基調」、50を下回る「事業は縮小基調」、50は「変化なし」を示唆する。使用した指標は、各国の製造業PMI(新規受注)とサービス業PMI(新規受注)を合成したもの。調査会社は幅広い企業にアンケートを配り、各企業は新規受注や生産などが前月比で「増加しているか」「減少しているか」を回答する。調査会社は、「増加」の回答割合から、「減少」の回答割合を差し引いたものを数値化する。「増加」と「減少」の回答割合(回答数)が同じ場合には50とする。「米国のインフレ率」は、個人消費支出(PCE)デフレーター(食品・エネルギーを除く)の前年同月比。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

参考図表1: 2018年第1四半期版Guide to the Marketsの10ページ

景気は循環する:『同時高成長』の後は鈍化が来る。

主要国の高成長に話を戻すと、米国は連邦準備制度理事会(FRB)が示す1.8%程度の潜在成長率を上回って推移しています。また欧州に至っては、米国よりも潜在成長率がかなり低いと指摘されているものの、米国よりも高い経済成長率を記録しています。

一方、中国の経済成長率は鈍化を続けていますが、それでも昨年は5年に1度の党大会も影響して、目標の「6.5%前後」を大きく上回る経済成長が観測されました。日本は、米国・中国・欧州の3極の高成長の恩恵を受けて、やはり高成長となっています。

データを確認する限り、世界金融危機以降で初めての『4極同時高成長』であったと言えるでしょう。

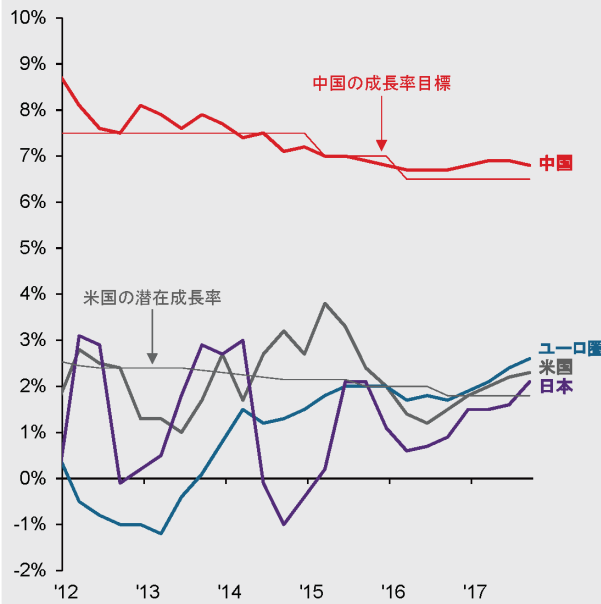
なぜ、このような高成長になったのでしょうか。中国の景気刺激策も影響していますが、より重要な点は、2014年後半から2016年前半あたりまでの期間に、ドル高や中国の人民元大幅切り下げ、原油安などのショックによって、景気が鈍化していたという点です。現在の局面は、その自律的な反発軌道にあると考えられます。このように、景気は循環をします。つまり、現在の強い景気は今後、自然に鈍化していくはずです。

主要国・地域の経済成長率とインフレ率

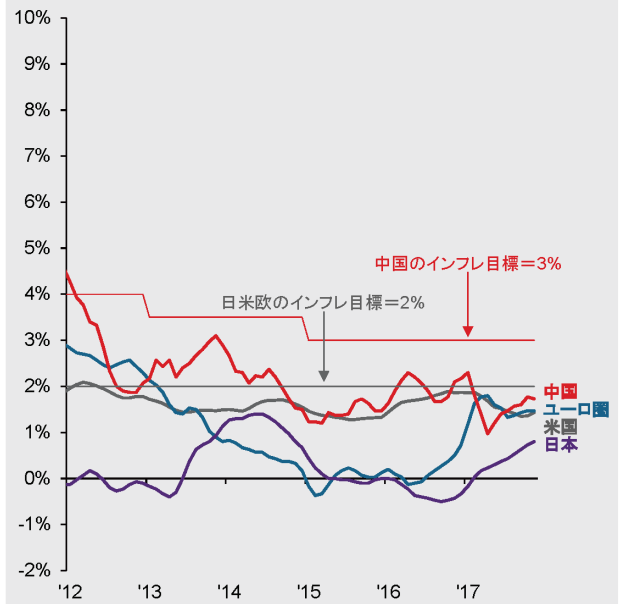
GTM - Japan | 7

グローバル経済

実質GDP成長率(前年比)



インフレ率(消費者物価指数、前年比)



出所: (左)米連邦準備制度理事会(FRB)、米経済分析局(BEA)、欧州統計局(ユーロスタット)、日本内閣府、中国国家統計局、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management (右)米連邦準備制度理事会(FRB)、米経済分析局(BEA)、欧州中央銀行(ECB)、欧州統計局(ユーロスタット)、日本銀行、日本総務省、中国国家統計局、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
注: (左)「米国の潜在成長率」は、FRBが3月、6月、9月、12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で公表する「Summary of Economic Projections(経済見通しの要約)」の、「長期」のGDP成長率見直しに関する、FOMC参加者の見直し中央値。「長期」とは、「経済に対するショックがない状態で、適切な金融政策が実行されたときに取れんと期待される」数値を指す。「中国の成長率目標」は、全人代(中国の国会に相当)の政府活動報告で公表される数値。中国の成長率目標は通例、前後の幅が設けられる。(右)3か月移動平均値。いずれも金融政策に主に用いられる消費者物価指数を使用。米国:個人消費支出(PCE)デフレーター(食品・エネルギーを除く)、ユーロ圏:消費者物価指数(HICP:総合)、日本:消費者物価指数(CPI:生鮮食品を除く)、中国:消費者物価指数(CPI:総合)。ECBのインフレ目標は「2%未満だが2%に近い水準」。中国のインフレ率目標は通例、前後の幅が設けられる。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

18年前半は好景気が持続、後半は鈍化の見込み。

前ページで述べたように、景気は循環をしますし、現在の強い景気は今後、自然に鈍化していくはずで。

次に考えるべきは、この自律的な循環を後ずれさせたり、逸らしたりする要因があるかどうかです。事前に想定できるのは、財政政策や金融政策です。

まず、金融政策を考えると、米国や中国も引き締めを実施しています。そして、欧州は明示的に、日本は事実上、金融緩和を縮小しています。つまり、金融政策は景気の自律的な鈍化と同じ方向を向いており、「景気鈍化の見通し」を確実にするものと考えられます。

一方の財政政策はどうでしょうか。ここで、米国の税制改革が出てきます。確かに、今回の税制改革に含まれる減税は富裕層や企業に偏ります。しかし、少なくとも今年については、個人消費や企業の設備投資を幾分押し上げるというのが幅広い研究機関の見方です。

筆者も、2018年の前半は世界経済の好景気が持続すると見ています。ただ、後半には次第に、自律的な景気鈍化に向かう可能性が高いと見込んでいます。

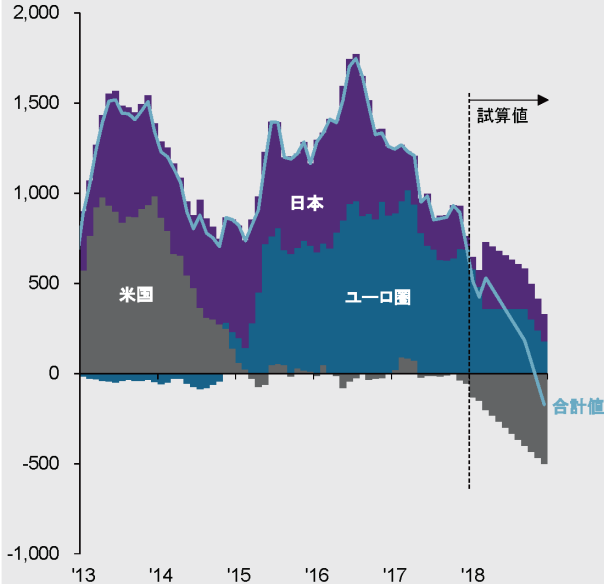
主要国・地域の金融政策とその織り込み

GTM - Japan | 8

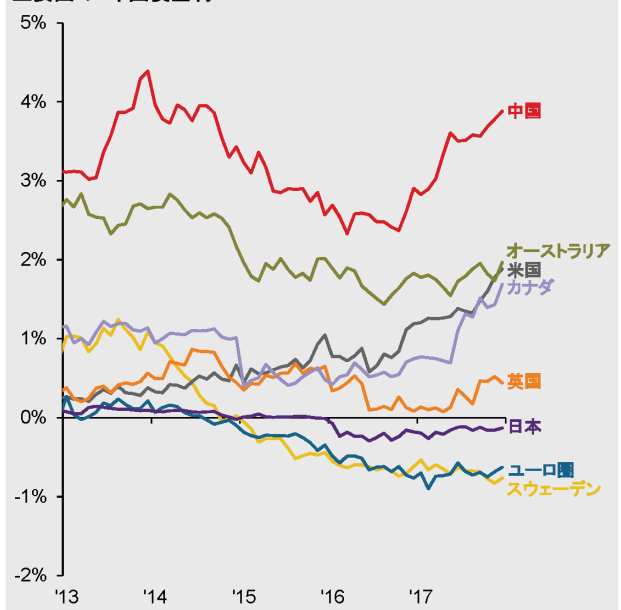
グローバル経済

主要な中央銀行による資産買入れ(量的金融緩和政策)

億ドル、債券保有残高の純増分、3か月移動平均値



主要国の2年国債金利



出所：(左)米連邦準備制度理事会(FRB)、日本銀行、欧州中央銀行(ECB)、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management

(右) Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management

注：(左)資産買入れ金額(実績分)は、中央銀行による債券保有残高の前月比、すなわちネットの債券買入れ金額、3か月移動平均値、ユーロ圏および日本については、実績値・試算値共に、直近の為替レートを用いて米ドルベースに換算。「試算値」は次のとおり算出。「米国」のバランスシートの減少ベースは、2017年6月FOMCで公表された「Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans」に基づく。すなわち、米国国債とMBS(住宅ローン担保証券)の保有額を合計で毎月100億ドルずつ減らしていく。また3か月おきに、資産の圧縮幅(減少額)を100億ドルずつ追加する。そして最終的に、毎月の資産圧縮幅(減少額)が500億ドルに達した時点で圧縮ベースは固定される。バランスシート縮小の開始時期は2017年9月FOMCで同年10月からと決定された。「ユーロ圏」は、2017年10月のECB政策理事会で、2018年1月から9月までの間、毎月300億ユーロの債券買入れが決定された。同10月から12月までは、これを毎月150億ユーロに引き下げると仮定。「日本」は、現行年約60兆円の国債買入れベースが、四半期ごとに10兆円ずつ低下すると仮定。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

見通しの効く範囲で2018年の資産運用を考える。

2018年の世界経済は、前半は好景気が持続、後半は鈍化と見込んでいます。金融市場で言えば、前半は「インフレ懸念や長期金利の上昇」が、後半は「金融引き締めや景気鈍化への懸念」がそれぞれ気がかりです。

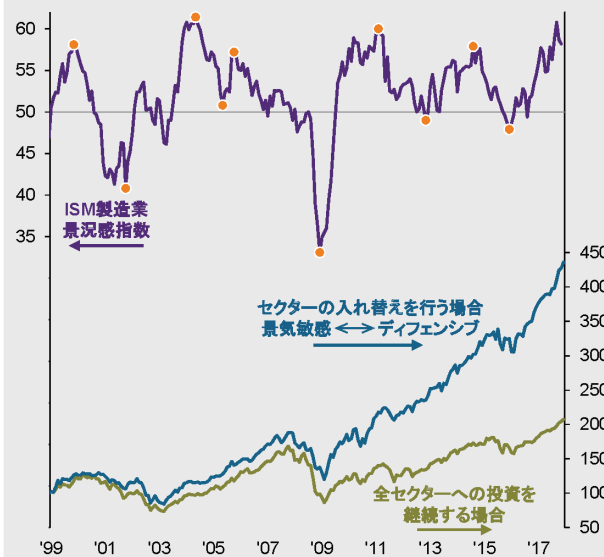
2018年はそのような局面の変化にどう対処するかが重要なカギを握りません。とはいえ、変化のタイミングを捉えるのは簡単ではありません。そこで、今のうちから、そうした局面の変化に備えるための極めてシンプルな投資スタイルとして、次の3つを提案します。

1. 【景気の過熱・鈍化両方に対応】 債券だけでなく、株式にも分散投資を行い、上下両方に備える。流行のロボティクスに代表されるような情報技術(IT)関連だけでなく、他のセクターにも分散投資を行う。
2. 【今から景気の鈍化に備える】 高配当株式やREIT、債券などのインカム系資産を中心に投資を行い、景気過熱に少し「ついて」いき、景気鈍化では「大負け」しないような資産運用を心掛ける。
3. 【アクティブ運用】 景気循環やテーマの変化を嗅ぎ取ることができるような、金融市場のプロに資産運用を委託する。

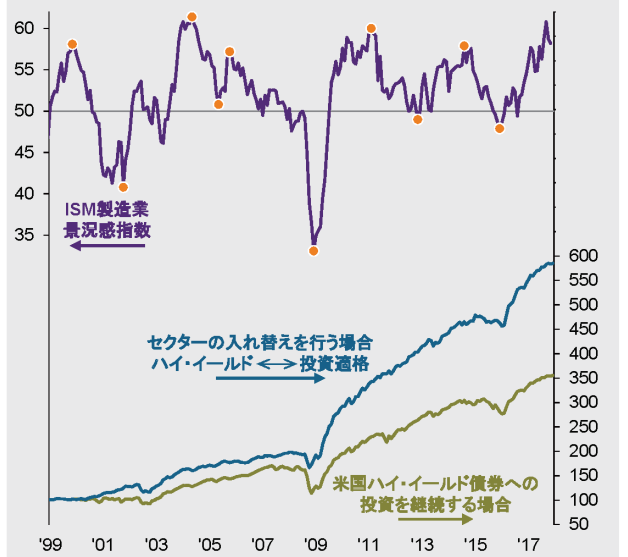
景気循環とアクティブ運用

GTM - Japan | 77

世界株式：景況感の変化に沿って投資先を入れ替える際のリターン
景況感のボトムからピークまでは景気敏感セクターで運用、ピークからボトムまではディフェンシブセクターに入れ替え、価格リターン、'98年末=100



米国社債：景況感の変化に沿って投資先を入れ替える際のリターン
景況感のボトムからピークまではハイ・イールド債券で運用、ピークからボトムまでは投資適格社債に入れ替え、トータルリターン、1998年末=100



出所：(左)米サブプライムマネジメント協会(ISM)、MSCI、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
(右)ISM、ICE Data Indices、LLC、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
注：(すべて)ISM製造業景況感指数は、製造業の景況感を表す指数で、50を超えるが「事業は拡大基調」、50を下回ると「事業は縮小基調」、50は「変化なし」を示唆する。
(左)「セクターの入れ替えを行う場合」：景況感のボトムからピークまでは景気敏感セクターで運用し、ピークからボトムまではディフェンシブセクターに入れ替えて運用した場合のパフォーマンス。「景気敏感」と「ディフェンシブ」のセクター分類は次のとおり。景気敏感：エネルギー、素材、資本財、情報技術、一般消費財、金融。ディフェンシブ：電気通信、公益事業、生活必需品、ヘルスケア。MSCI All Country Worldの各セクター指数の単純平均値。セクターは、MSCIの11業種分類を使用。ただし、不動産セクターは2016年9月に金融セクターのサブセクターから独立しており、十分な期間が経っていないことから、対象外としている。「全セクターへの投資を継続する場合」：景気敏感とディフェンシブの各セクター指数の単純平均値。いずれも現地通貨ベース。(右)「セクターの入れ替えを行う場合」：景況感のボトムからピークまではハイ・イールド債券で運用し、ピークからボトムまでは投資適格社債に入れ替えて運用した場合のパフォーマンス。「米国投資適格社債」：ICE BofAML US Corporate Index。「米国ハイ・イールド債券」：ICE BofAML US High Yield Index。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

株式市場：好景気継続や長期金利上昇への備え

2018年の特に前半においては、米国の税制改革による減税の効果を含め、世界経済の好景気が持続すると見られます。そうした環境下では、株式への投資を一定程度、行いたいものです。

企業業績を調査するアナリストの予想集計値に基づけば、2018年の世界各地の企業利益は、前年比で8.8%から13.2%程度の伸びと見込まれます。一方、株価収益率(PER)で見たバリュエーションに基づくと、米国や欧州は相対的な割高が見られますが、日本や新興国、アジアについてはまだ相対的な割安さが残ります。

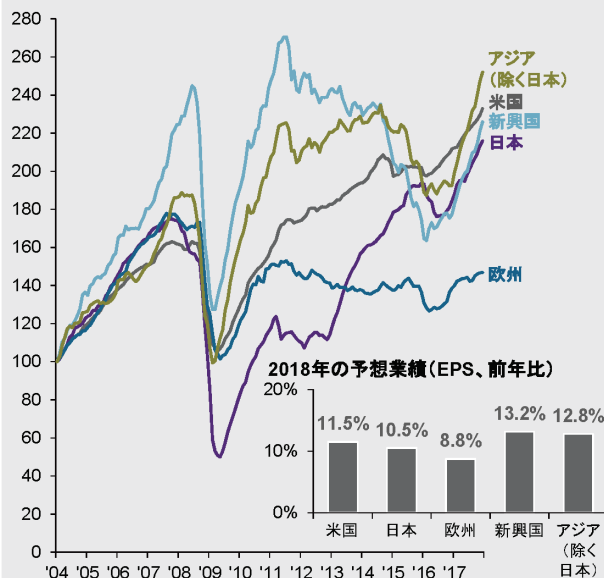
2018年の金融市場で注意をしたいのは、長期金利の(一時的な)上昇です。米国は完全雇用の下で、減税による財政刺激を行います。教科書どおりならば、生産がフル稼働の下で、更なる需要創出を行うと、物価や賃金に上昇圧力が生じます。また、今回の減税は財源を伴わず、向こう10年で1兆4,000億ドルを超える財政赤字が生じると試算されています。これら2つの要素は長期金利の上昇につながる恐れがあります。過去のデータに基づけば、長期金利の上昇時には、株式投資が相対的に優位です。

主要国株式：業績動向とバリュエーション

GTM - Japan | 41

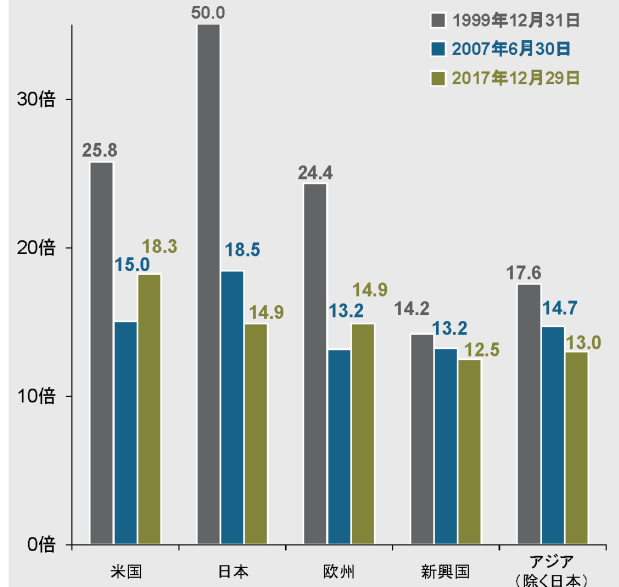
業績見通し

1株利益 (EPS)、2004年1月末=100、12カ月先、アナリスト予想集計値



主要国株式の株価収益率(PER)

株価収益率 = 株価 ÷ 1株利益 (12カ月先、アナリスト予想集計値)



出所：(すべて)S&P Dow Jones Indices LLC、東京証券取引所、MSCI、Factset、J.P. Morgan Asset Management
 注：(すべて)使用した指数は次のとおり「米国」：S&P 500、「日本」：TOPIX、「欧州」：MSCI Europe Index、「アジア(除く日本)」：MSCI All Country Asia ex Japan Index、「新興国」：MSCI Emerging Markets Index。データの出所およびもしくは計測時点が異なるため、他のページの数値とは異なる場合がある。
 (左)「米国」、「アジア(除く日本)」、「新興国」は米ドルベース。「日本」および「欧州」はそれぞれ、円ベースおよびユーロベース。
 データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

債券市場：金利上昇に耐性のあるセクターに投資

前ページの株式のセクションでも述べたとおり、2018年の金融市場で注意をしたいのは、長期金利の上昇です。

引き続き、人口の伸び鈍化を含め、世界の構造的な低成長が促す低金利環境は変わらず、やがて年後半には訪れるであろう景気鈍化は長期金利の低下を促す可能性があります。

特に世界金融危機以降、債券市場の投資家が抱える金利リスクの大きさは拡大しており、債券市場の投資家は「金利が上がらない」との見方に強い確信を抱いているように見えます。

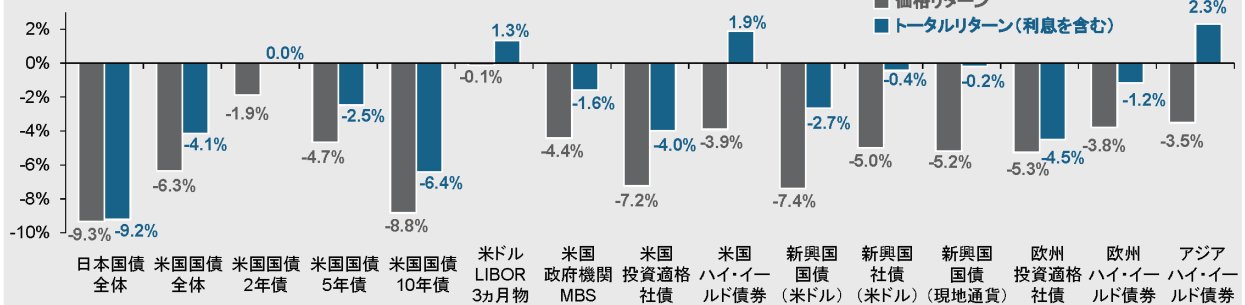
ただし金融市場においては確信は強いほど危ういものです。仮に、米国の賃金上昇や日欧中銀の資産買入れ縮小に対する懸念が生じれば、たとえ冷静に「長期金利は構造要因や景気鈍化でやがて落ち着く」と考えていても、売りが売りを呼んで長期金利が急上昇してしまう恐れがあります。

債券投資については、特に2018年の前半は、利率が高めの債券や変動利付債券など、金利上昇に比較的耐性のあるセクターを選択することが考えられます。より警戒的な投資家は、しばらく現状維持として追加投資は様子見とすることも選択肢でしょう。

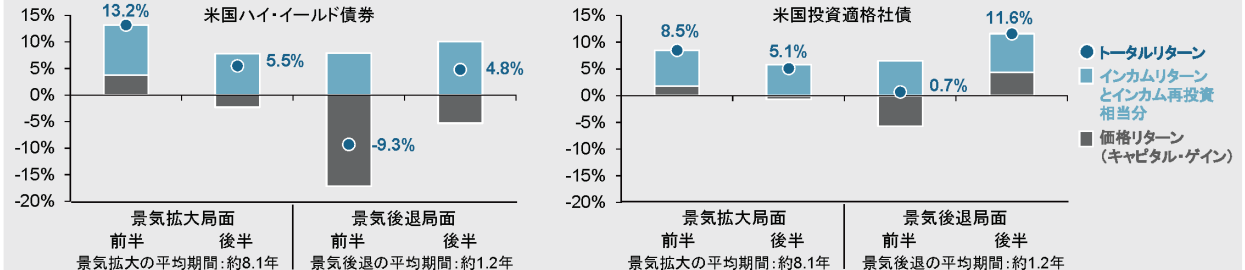
金利の変化とトータルリターン

GTM - Japan | 58

金利が1%上昇するときのリターンの変化(トータルリターンに含まれるインカムリターンは1年分)



米国：景気サイクルと社債のリターン



出所：(上)ICE Data Indices, LLC, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management
 (下)全米経済研究所(NBER), ICE Data Indices, LLC, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management
 注：(上)国債金利のみの変化を考慮し、信用スプレッドは不変と仮定。「MBS」は、住宅ローン担保証券。日本国債：ICE BofAML Japan Government Index、米国国債：ICE BofAML US Treasury Index、米ドルLIBOR3か月物：ICE BofAML US Dollar 3-Month Deposit Offered Rate Average Index、米国政府機関MBS：ICE BofAML US Mortgage Backed Securities Index、米国投資適格社債：ICE BofAML US Corporate Index、米国ハイイールド債券：ICE BofAML US High Yield Index、新興国国債(米ドル)：ICE BofAML US Emerging External Sovereign Index、新興国社債(米ドル)：ICE BofAML US Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index、新興国国債(現地通貨)：ICE BofAML Diversified Emerging Markets Sovereign Bond Index、欧州投資適格社債：ICE BofAML Euro Corporate Index、欧州ハイイールド債券：ICE BofAML Euro High Yield Index、アジアハイイールド債券：ICE BofAML Asian Dollar High Yield Index。(下)1996年3月の景気拡大開始から直近までの2回半のサイクル。各景気拡大・後退期間を、前半と後半に2分割し、年率換算のリターンを計算(現行の景気拡大局面を含む)。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

新興国市場：長期有望なアジアのセクターに投資

新興国は、世界的な半導体投資の盛り上がりや資源市況の回復を受けて輸出が伸びるなど、景気回復の勢いが強くなっています。また、株式市場では、2018年の増益率(見通し)が先進国よりも高く、なおかつ株価収益率(PER)で見たバリュエーションは割安なままです。したがって、新興国市場は、世界的に見て高成長・低インフレ・低金利のいわゆる『適温相場』が続くならば、引き続き資金の流入が見られるでしょう。

ただし、やはり税制改革によって米国の成長期待が高まったり、長期金利が上昇したりすれば、ドル高が進む恐れがあります。

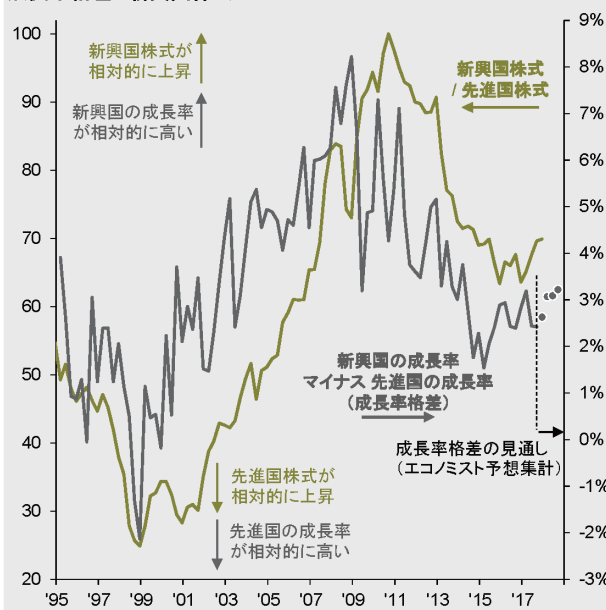
また、中国は金融引き締めを再開すると共に、国有企業の債務削減や環境汚染の食い止めなどの構造改革を進めています。これらの影響を大きく受ける恐れがあるのは、中国向けの資源輸出が多い豪州や南米などの資源国です。

新興国への投資については、特に2018年の前半は、情報技術(IT)や消費関連など、中長期で見れば有望なアジアの企業やセクターへの投資を拡大するのがよいと考えています。より警戒的な投資家は、しばらく現状維持として追加投資は様子見とすることも選択肢でしょう。

新興国株式：成長率格差と株価

GTM - Japan | 51

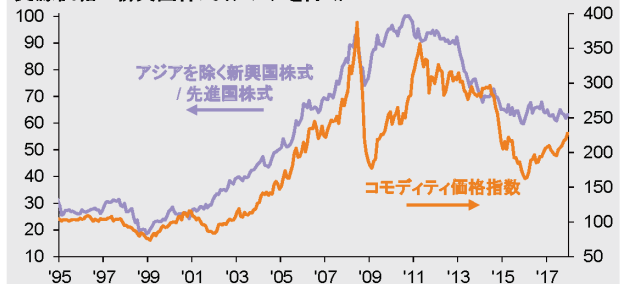
成長率格差と新興国株式



ドルとアジア株式(日本を除く)



資源価格と新興国株式(アジアを除く)



出所：(左)MSCI、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management。(右)MSCI、J.P. Morgan、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 (右)MSCI、J.P. Morgan、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注：(すべて)株価は現地通貨ベース。(左)使用した指数は次のとおり。「新興国株式」：MSCI Emerging Markets Local Index、「先進国株式」：MSCI World Local Index。「新興国株式/先進国株式」は、新興国株式指数を、先進国株式指数で割ったもので、2010年9月末=100として基準化。新興国および先進国の成長率は、Bloombergによるエコノミスト予想集計値。(右)「アジア株式」：MSCI All Country Asia ex Japan Local Index、「先進国株式」：MSCI World Local Index、「ドル(平均為替レート)」：J.P. Morgan U.S. Nominal Broad Effective Exchange Rate。「アジア株式/先進国株式」は、アジア株式指数を、先進国株式指数で割ったもので、2010年9月末=100として基準化。(右)使用した指数は次のとおり。「アジアを除く新興国株式」：MSCI Emerging Markets ex Asia Local Index、「先進国株式」：MSCI World Local Index、「コモディティ価格指数」：J.P. Morgan Commodity Curve Index。「アジアを除く新興国株式/先進国株式」は、アジアを除く新興国株式指数を、先進国株式指数で割ったもので、2010年9月末=100として基準化。データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。過去のパフォーマンスは将来の成果を予測・保証するものではありません。

為替市場: 円は「いつ、つらい思いをするのか」

最後に為替市場については、2018年の前半は米国で長期金利上昇が生じる場合には、幾分のドル高・円安が想定されます。また、米国のみならず、カナダや欧州などの他地域が金融引き締めや出口に向かえば、円の全面安につながる可能性も考えられます。

ただし、やはり年後半には注意が必要です。世界景気が鈍化すれば、米国を始めとする海外の金利は上がりにくくなります。そのときには、例えば年前半の円安の「揺り戻し」として円高圧力が生じる恐れがあります。

円相場を巡る中期的な問題は、「今のうちに多少つらい思いをするのか、後でもっとつらい思いをするのか」の選択です。金融市場にショックが生じたり、米国が景気後退入りしたりする場合には、円が世界で金融緩和の余地が最も小さい通貨だと見透かされます。つまり、日本は景気が悪いときに「円高という引き締め圧力」を受ける恐れがあります。

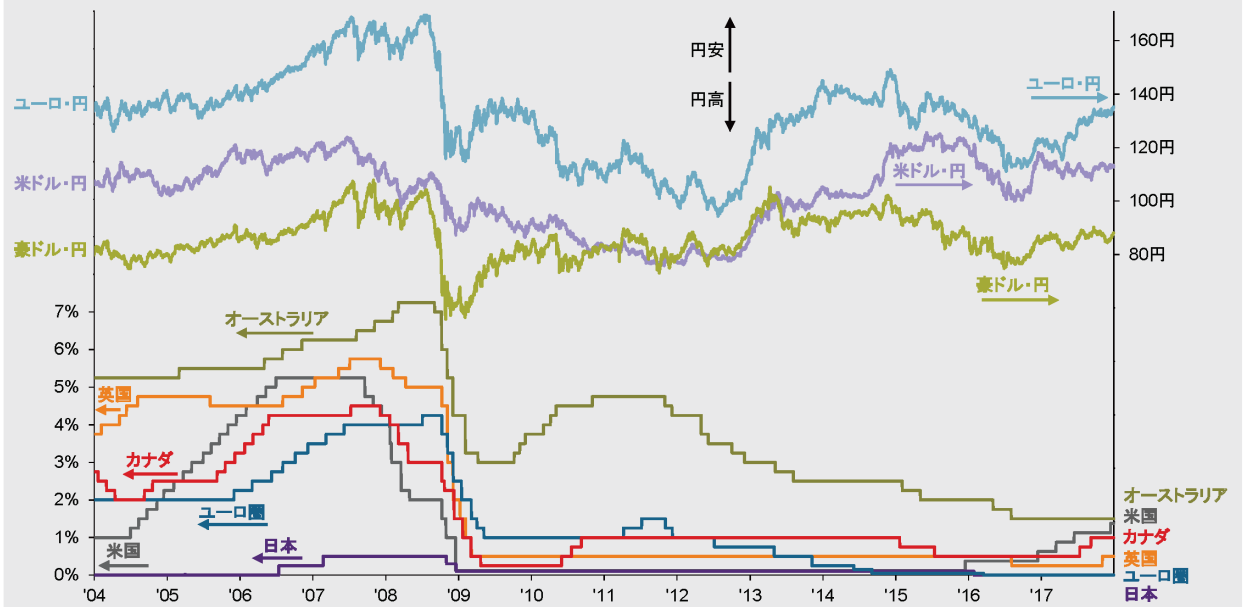
この意味では日銀は今のうちに出口を模索することが考えられるわけですが、どの中央銀行も同じように考えて出口に立てば、金融市場は崩落する恐れがあります。

各国の金融政策と円相場

GTM - Japan | 22

グローバル経済

各国の主要政策金利と円レート



出所: 米連邦準備制度理事会 (FRB)、欧州中央銀行 (ECB)、日本銀行、イングランド銀行、カナダ銀行、オーストラリア準備銀行、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management
 注: 「米国」: 政策金利誘導目標レンジの中央値。「日本」: 2016年1月29日以降は、日銀当座預金のうち『マクロ加算残高割』に適用される金利。「ユーロ圏」: 主要リファイナンス金利。
 データは2017年12月31日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan
Asset Management

まとめ:2018年も変化に備えを。

2017年の見通しでは、『リアル二刀流』として、「上にも下にも備えを。債券だけでなく株式にも投資を」とお伝えしました。トランプ政権が「吉と出るが凶と出る」か、読み取れなかったためです。

もちろん、2018年も読み取れないリスクは多数存在します。例えば、ドイツの連立政権や再選挙の行方、イタリアの総選挙、北朝鮮や中東などの地政学リスクが挙げられます。また、トランプ政権も30年ぶりの税制改革を成し遂げてしまった以上、中間選挙を控え、次なる「人気取り政策」として、外交や通商面で強硬姿勢に転じる恐れもあります。これらは引き続きどうなるか全く読めません。

ただし、1年前の同時期に比べれば読み取りやすいのは、①高めの経済成長が既に1年程度確認されていて、②高成長が米国の減税によってまだ支えられそうで、③米中のみならず、その他の地域も引き締め方向に歩を進める以上、景気は循環の中で、やがて鈍化に向かうだろうということです。

その途上の景気過熱の局面では金利上昇によって債券セクターが、ドル高によって新興国がそれぞれ軟調に、後半の景気鈍化局面では、株式全般や景気敏感セクターが軟調に陥る可能性があります。こうした局面の変化に今から備えるためには、分散、ディフェンシブ、アクティブという3つの選択肢が考えられるでしょう。

2018年も、日本の個人投資家の皆さんが、より安心できる資産運用や投資の選択ができるよう、地に足を付け、金融市場の見通しをお伝えしたいと思います。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料に記載の見通しは投資の助言や推奨を目的とするものではありません。また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントあるいはそのグループ会社において記載の取引を約束するものでもありません。予測、数値、意見、投資手法や戦略は情報提供を目的として記載されたものであり、一定の前提や作成時点の市場環境を基準としており、予告なく変更されることがあります。記載の情報は作成時点で正確と判断されるものを使用していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料では、お客さまの投資判断に十分な情報を提供しておらず、証券や金融商品への投資のメリットをお客さまが自身で評価するにあたって使用するものではありません。また、かかる法務、規制、税務、信用、会計に関しては、個別に評価し、投資にあたっては、投資の目的に適合するかどうかに関しては専門家の助言とともに判断してください。投資判断の際には必要な情報をすべて事前に入手してください。投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は市場環境や税制により上下するため、投資元本が確保されるものではありません。過去のパフォーマンスおよび利回りは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

【ご留意事項】 お客さまの投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

◆ご注意していただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込の受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の換金(解約)金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時: 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))

*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント(UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(ヨーロッパ) Sà r.l.
- スイス: J.P.モルガン(スイス) SA
- 香港: JFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア) リミテッド
- インド: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: JPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール) リミテッド(Co. Reg. No. 197601586K)、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール) プライベート・リミテッド(Co. Reg. No. 201120355E)
- 台湾: JPモルガン・アセット・マネジメント(台湾) リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾) リミテッド
- 日本: JPモルガン・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330号 加入協会: 日本証券業協会、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)
- 韓国: JPモルガン・アセット・マネジメント(韓国) カンパニー・リミテッド
- オーストラリア: JPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア) リミテッド(ABN 55143832080)(AFSL 376919)(Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)
- カナダ(機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント(カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービスズ・インク(FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

本資料は、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限りです。

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

Material ID: 0903c02a820322f2