

RUSSELL INVESTMENTS

# Late-cycle lean out 景気サイクル後期の退避

2017年 グローバル・マーケット・アウトルック  
第3四半期アップデート（抄訳版）

景気サイクル後期の価格モメンタムに支えられて、米国株式は  
割高圏にあり、リスクは増していると考えます。

2017年7月

※当資料は、市場動向につきましてラッセル・インベストメントが2017年6月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。

※巻末の〈当資料に関してご留意いただきたい事項〉を必ずお読み下さい。

※当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

# 要旨

米国の経済状況が振るわず債券利回りが低下するなか、米国株式は過去最高値を更新し続けています。ラッセル・インベストメントの米国株式に対する警戒的な見方に変更はなく、年初からの「調整局面で買い、上昇局面で売る」戦略を継続します。

## 金星と火星 (Venus & Mars)

足元の株式と債券の動きを見ると、まるで債券投資家は火星から、株式投資家は金星から来たかのように、両者は整合性の無い動きをしています。米国株式には、過去最高値を更新し続けてなお楽観的な見方が蔓延し、利回りが低下を続ける国債を取り巻く重いムードとは、極めて強力なコントラストを見せています。

両者は最終的には整合性を示すと見られますが、これらの矛盾した動きがしばらく続くことも十分考えられます。ラッセル・インベストメントのサイクル、バリュエーション、センチメントから成る投資戦略決定プロセスに照らせば、米国株式に対する楽観的な見通しには疑問を抱かざるを得ませんが、ときに株価はファンダメンタルズが示す適正価格を超えて理解し難いほど長期的に上昇することがあることも認識しています。

ラッセル・インベストメントは、依然として米国経済を「弾力性に富むが、可もなく不可もない平凡な状態」と見ており、世界の米国以外の地域、特に欧州により高い成長が見込めると考えています。

前四半期の本レポートにおいて、私たちは米国の経済成長については早晩失望させられる可能性が高いと警告しましたが、4-6月期の経済データはこの見方を裏付ける形となりました。インフレ率が低水準に留まり、経済指標にも弱含むものが現れるなか、米連邦準備理事会 (FRB) が今年3度目の金利引き上げを行う可能性は低いと見ています。ラッセル・インベストメントは、割高なバリュエーションや精彩を欠く経済状況を鑑み、今四半期も米国株式に対する警戒的な見方を継続します。

欧州経済に関しては、米国経済とは対照的に良いニュースが続くと考えています。欧州経済は力強い企業収益と低インフレ、堅調な成長を堅持しており、フランスでエマニュエル・マクロン氏が大統領に選出されたことで政治リスクも低下しています。唯一の懸念は来年のイタリア総選挙ですが、中道左派マッテオ・レンツィ前首相が勝利すれば、欧州における政治的ルネッサンスの幕開けとなり、むしろ欧州株式を押し上げる要因になると見えています。

アジア太平洋地域については、強弱材料が混在しているものの、総じて良好な見通しを持っています。日本経済は力強い輸出の恩恵を受けつつ、インフレ率にも上昇の兆しが見え始めています。中国経済は、今年後半に5年に一度の中国共産党全国代表大会を控え、堅調に推移しています。オーストラリアとニュージーランド経済は勢いを欠く状態が継続しています。

ラッセル・インベストメントは、政治的リスクが解消された欧州経済の見通しをより前向きに見ており、米ドルが今回のサイクルにおけるピークを迎えて下落に転じたと考え一方、現在過小評価されている日本円に上昇余地があると見ています。英ポンドは、ブレグジットを巡る不確実性と少数与党政権による政治的な不透明感から、1ドル=1.20-1.30ポンドのレンジ内の動きに留まると見えています。

ラッセル・インベストメントのビジネス・サイクル・インデックス・モデル\*が示唆する米国経済の見通しには、前四半期から大きな変更はありません。当モデルは、引き続き米国経済が景気後退に陥る可能性が低いことを示唆しています。米国債券対比で米国株式に対するニュートラルな見通しを維持します。

景気サイクルの後期に入った現段階においては、株式より債券を選好したいところですが、2017年の後半を見据えて、ポール・マッカートニーの歌詞のように、金星と火星が再び一列に並ぶ天体ショーの開始を待ちたいと思います。

## 目次

- 3 相場見通し
- 6 米国経済
- 8 ユーロ圏経済
- 10 アジア太平洋地域

\* ビジネスサイクル・インデックス (BCI) は、ラッセル・インベストメントの投資戦略チームが開発した指数で、主な経済指標の予測と共に、今後数カ月の景気拡大または景気後退の強さを予測するものです。当指数は、非農業部門雇用者数、コア物価指数 (食品およびエネルギーを除く)、イールドカーブの傾斜、Aaa格事業債とBaa格事業債のイールドスプレッド、そして短期社債と短期国債とのイールドスプレッド等、様々な金融およびマクロ経済データを用いて算出されています。

## 投資戦略の見直し

ラッセル・インベストメントは、割高圏に留まる米国株式、広く中立的な企業収益見通し、そして楽観的にみえるセンチメント指標などを背景に、今期も株式に対し「調整局面で買い、上昇局面で売る」戦略を継続します。景気サイクルは、欧州、次いで日本と新興国において支援的と見ています。国債は割高な水準にあると考えられるものの、世界的なインフレ圧力の欠如により、国債利回りは今後もレンジ内の動きに留まると見ています。

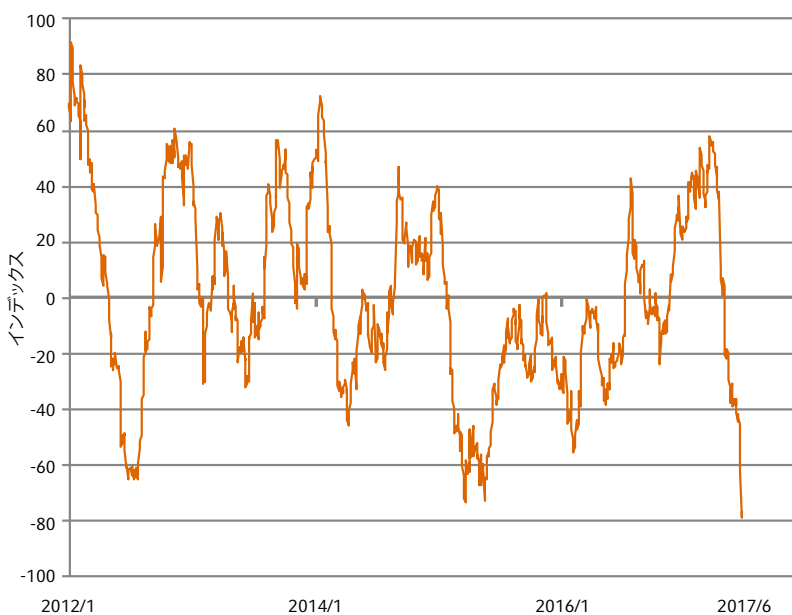
### 景気サイクルの後期に米国市場から退避

前回の四半期レポートにおいて、ラッセル・インベストメントは、投資家が米国経済の短期的な成長見通しについて楽観的過ぎると警告しました。この楽観的な見方が失望に変わり、市場のボラティリティが高まる可能性が大いにあると考えていました。その後、米国の経済指標の中には減速を示すものが出始め、各種経済指標と事前予想コンセンサスとの乖離を指数化したシティグループ・エコノミック・サプライズ指数は、3月中旬の+60から6月下旬には-80に急低下しました。

同インデックスのプラス圏からマイナス圏へのシフトをきっかけに、米国の10年債利回りは3月中旬から6月下旬にかけて45ベースポイント低下し（3月11日2.62%、6月21日2.16%）、米ドルインデックスは5%下落しました。しかしながら、株式は下落とはなりません。

このことは、金利の低下が米国株式の評価におけるプラス材料であることを示唆しています。米国株式の高いバリュエーションは、株式市場の参加者が良好な景気見通しを持っていることを示す一方で、国債の利回り低下は、債券市場の参加者が景気の先行きに対して弱気であることを示しており、市場間で一種の認知的な不調和を受け入れている状態にあると考えられます。現在の株式市場は、米国経済がほどよいペースで成長し、金利は低水準に留まるとの見通しに支えられています。これは同時に、景気後退に陥るか、金利が上昇するかのいずれかの懸念に対しては脆弱であることを意味していますが、ラッセル・インベストメントでは、近い将来にお

米国エコノミック・サプライズ指数



出所：シティグループ、2017年6月21日現在。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。インデックスは直接的に投資の対象となるものではありません。

いては、両方のシナリオともにこれが顕現するリスクは低いと考えています。

2017年の課題は、米国株式がバリュエーションの極めて高い景気サイクル後期の価格モメンタムに支えられた状況にあると考えられることです。モメンタムは、市場を長期間にわたってファンダメンタルズからかい離した水準に押し上げ続けることが可能です。いかなる投資プロセスも市場の最高値を特定することは困難と思われませんが、リスクが高まる局面では、そうした市場とは距離を取るべきであると考えています。

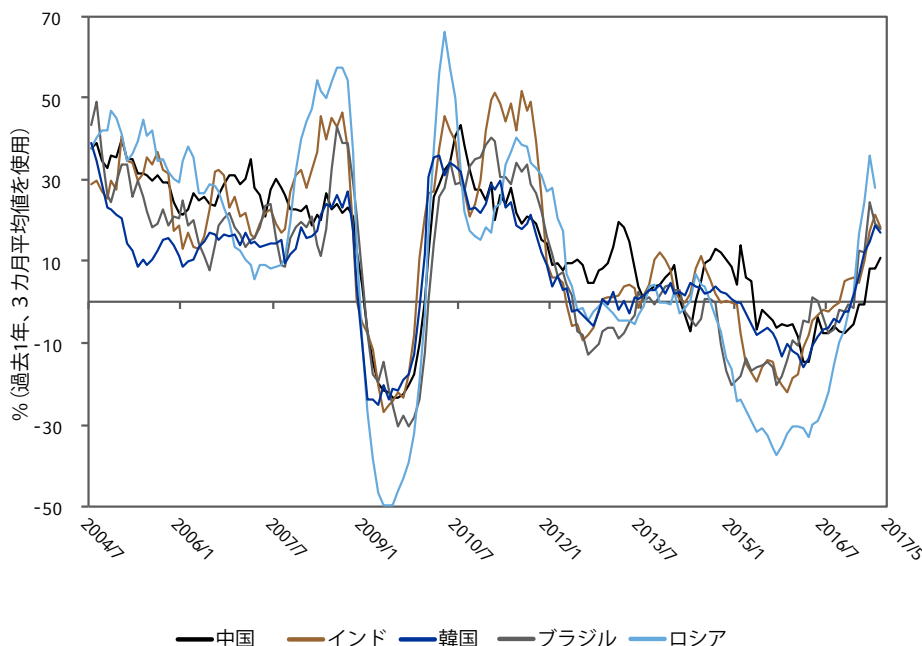
ラッセル・インベストメントのサイクル、バリュー、センチメントの投資戦略決定プロセスは、米国株式に対し警戒的なスタンスで臨むべきことを示唆しています。特に、現在のバリュエーションは、今後株価は上昇するよりも下落するリスクが高いことを示唆しており、注意が必要と考えます。一方、景気サイクル面においては、米国経済は景気後退リスクに晒されているわけではなく、さほど弱気になる必要はないと考えます。しかしながら、センチメントを見ると、買われ過ぎが示唆されていることから、足元のモメンタム主導の上昇を追う戦略は賢明でないでしょう。これらを鑑み、ラッセル・インベストメントでは、従来からの「調整局面で買い、上昇局面で売る」戦略を継続します。

## 主要経済指標のアップデート

昨年末に刊行した弊社の2017年アニュアル・アウトルック・レポートでは、米国の賃金上昇率、財政政策、新興国市場の輸出を、2017年に注目すべき3つの指標として挙げました。

- ▶ **米国の賃金上昇率**：5月の失業率が4.3%に低下したにもかかわらず、米国の賃金の伸びは今年に入って横ばいに推移しています。これは、FRBにかかる金利引き上げ圧力を軽減する要因になると考えられます。私たちは、FRBは2017年後半に追加利上げを行わないものと予想します。
- ▶ **財政政策**：財政政策は、今年の経済成長を穏やかに押し上げているものの、最近のニュースが示す進展度合いはまちまちとなっています。トランプ大統領の減税とインフラ支出の計画は2018年まで延期されると見られ、共和党が辛うじて過半数を占める上院では、景気刺激策が穏やかなものになると見られます。また、新たに選出されたフランスのマクロン大統領は、財政政策の抑制を約束しています。それとは対照的に、英国の保守党政権は、前回の

### 主な新興諸国の輸出の推移



出所：トムソンロイター・データストリーム、2017年5月15日現在。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

総選挙での大苦戦を受けて、財政緊縮を緩和する計画を立てています。

- ▶ **新興国市場の輸出：**新興国市場の輸出は依然として堅調ですが、一時的にピークを打った兆しも見え始めています。

これらの指標は、米国でインフレ圧力が後退していること、財政政策からの支援は穏やかなものであること、世界貿易が引き続き力強く推移していること、などを示唆しています。

## グローバル株式：サイクル、バリュエーション、センチメント

ラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスは、サイクル、バリュエーション、センチメントの3つの要素に基づいて構築されており、各要素の評価は以下の通りとなっています。

- ▶ **景気サイクル：**グローバル株式に関する見通しは一律ではありません。株式市場に対する追い風としての景気サイクルの評価は、欧州、新興諸国、日本で最も強く、米国についてはニュートラルです。経済成長率は長期トレンドの水準内に収まっており、企業収益の伸びは高い利益率と企業の商品価格支配力の欠如から頭打ちの状態にあります。減税やインフラ支出等の政策は、財政政策の強化につながる可能性があります。実行されればFRBが利上げペースを加速するであろうことから、経済成長への効果は相殺される可能性があります。
- ▶ **バリュエーション：**米国株式は、非常に割高な水準にあります。インフレ調整後一株当たりの利益の10年移動平均値を使用するシラーPERIは、1929年と1990年代後半のITバブル期を除いて過去最高値となっています。欧州株式は、最近の上昇を受けてやや割高水準に移行してきており、日本株式はほぼ適正価格、新興国株式は依然として割安な水準にあると考えられます。
- ▶ **センチメント：**価格モメンタムは、すべての地域においてポジティブであるものの、他のセンチメント指標は、広く買われ過ぎを示しています。最も顕著なコントラリアン指標は、「恐怖指数」として知られるCBOEボラティリティ・インデックス (VIX®) で、2006年につけた最低水準にまで低下しています。
- ▶ **結論：**ラッセル・インベストメントは、グローバル株式の短期的見通しについて、警戒的な見方を継続します。特に、割高な米国株式に対しては、最も慎重に見ています。欧州株式は、最近の上昇を受けてやや割高感が強まったことには留意すべきではあるものの、サイクル面ではポジティブな環境となっており、米国株式より楽観的な見方をしています。日本と新興国市場は、サイクル面で追い風を受けており、後者はバリュエーション面においても魅力的な市場となっています。

## 債券：サイクルはよりニュートラルに

国債はすべての地域で依然として割高感が認識されます。米国債は、私たちが分析する適正価格に最も近く、ドイツ国債および英国債が最も適正価格からかい離しています。

主な変更点は、米国債についてのサイクルの評価をネガティブからニュートラルに引き上げた点です。脆弱な経済指標がもたらしている失望感、賃金上昇率の低迷、企業の価格支配力の欠如等がデフレーション圧力を生み出しており、それが今後数四半期に亘って続くと考えられます。

日本およびユーロ圏においても、サイクルの見通しはニュートラルとなっています。日本銀行は、10年国債利回りのゼロ%維持を目標とする政策の継続を最近再確認し、欧州中央銀行 (ECB) は、少なくとも2017年末までマイナス金利と資産買い入れを続けるとの見通しを示しました。

センチメント指標は、最近の価格上昇を受けてやや買われ過ぎの水準にあると考えられる米国債を除き、総じてニュートラルとなっています。私たちのプロセスは、世界の利回りがここ数ヶ月レンジ内の動きに留まることを示唆していますが、バリュエーション面において割高感が認識されることから、中期的には債券利回りが今後上昇基調を辿るものと見えています。



---

## 米国：インフレに、スリーストライク？

---

米国経済は依然として弾力性に富むが、可もなく不可もなく平凡な状態が続いているように見えます。ラッセル・インベストメントは、米国経済の成長率をコンセンサス予想より低い水準に留まると予想していましたが、4-6月期の経済指標データは、私たちの予想と整合的なものとなりました。特に、コアインフレ率が急激に低下したことは大きなサプライズでしたが、これが今年後半にかけてFRBの利上げを抑制する方向に働くと考えています。企業に価格支配力がない点では、企業の収益性が中期的に脅かされることに注意が必要と考えています。

---

### 世界経済の強さに助けられた米国経済の穏やかな成長

ラッセル・インベストメントは、3月中旬に、2017年の実質GDP成長見通しをコンセンサスを下回る水準に引き下げました。その後、シティグループ・エコノミック・サプライズ指数が4-6月期中に驚くほど落ち込みを見せ、私たちの予想引き下げのタイミングが時宜を得たものであったことを裏付ける結果となりました。

米国経済についての私たちの主要テーマに変わりはありません。同国経済には弾力性があります。私たちのビジネス・サイクル・インデックス・モデルでは、景気後退リスクが抑制されていることが示されていますが、財政刺激策が実行されるのは2018年以降となる見通しで、企業は政策効果が現れるまで様子見をすることが予想されます。ラッセル・インベストメントでは、引き続き米国経済は今年後半にかけて緩やかな成長となる「エアポケット」シナリオが現実のものとなる可能性が高いと見ています。2018年の経済状況を好転させるため、議会で約束した成長目標を共和党が実現するよう要請されていくことになると思っています。

凡庸な景気動向は、まだ企業収益に反映されていないと考えられます。S&P500<sup>®</sup>インデックス採用企業の1-3月期の利益成長率は+14%に達しましたが、これには2つの要因がありました。第1の要因は、一時的な現象の可能性がありますが、2016年初頭に比べてコモディティ価格が安定し、エネルギー・材料部門の収益が大きく改善したことがあります。第2の要因はより根本的なもので、欧州および新興国のサイクルがここ1年間で大きく改善したことが挙げられます。S&P500<sup>®</sup>採用企業は総収入の約半分を海外から得ており、海外市場の改善がポジティブに働きました。

事実、グローバルで事業を展開する米国企業は、1-3月期、国内のみで事業を行う企業の約2倍の収益成長を達成しました。しかしながら、私たちは2017年後半において米国企業が高い収益成長を維持することは難しいと考えています。JPモルガンのグローバル購買担当者指数は高水準から低下傾向にあり、この先は“健全だが成長ペースは鈍化”する数カ月になるリスクがあると見ています。2017年1-3月期が今年で最も高い米国の収益成長率を記録した期間になると予想します。

### インフレーション：誤った方向への急激な転換

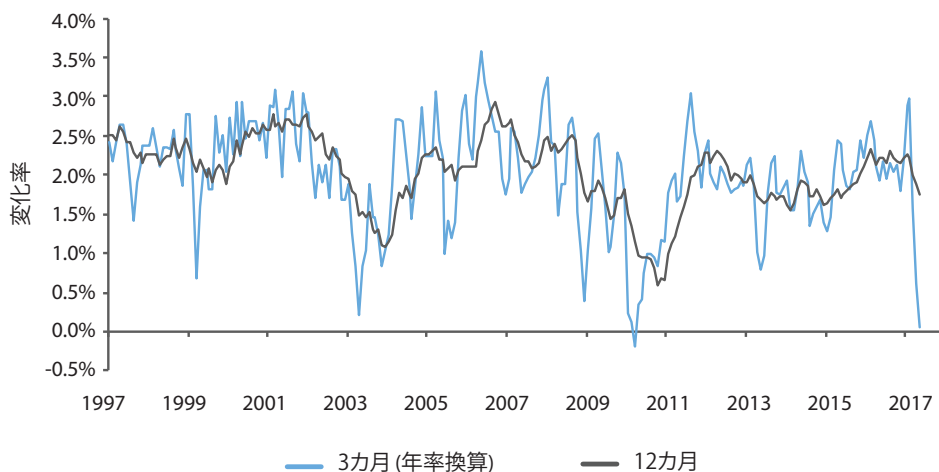
FRBのイエレン議長は、6月の記者会見において、「コアインフレは低下した」と指摘し、「最近のインフレ率の低下は、特定のカテゴリにおける一時的な価格低下によってもたらされたもの」と述べましたが、ラッセル・インベストメントでは、これにはより重要なインフレの問題が隠されていると見ています。コア消費者物価指数 (CPI) は、5月までの3カ月横ばいで推移しており（次ページのグラフの青い線が示す通り）、これは2008年の金融危機以来最低の上昇率で、コンセンサス予想対比でも、1997年以来最低の上昇率となっています。

FRBが重視するコア個人消費支出 (PCE) インフレ率は5月に1.4%(前年比)とインフレ目標である2%からさらにかい離しました。中期的な見通しについての重要なポイントは、最近のインフレ率低下が、イエレン議長が言うように一時的なノイズなのか長期トレンドを示しているのかどうか

です。ラッセル・インベストメントでは、下記に挙げる理由から、インフレ率の減速は、より永続的なものになると考えています。第一に、インフレ統計に大きな影響を与えた通信業界の価格競争が6月になっても縮小の兆しを見せていないこと、第二に、供給過剰により自動車価格の下落が長期化する可能性が高いこと、第三に、複数世帯向け住宅の建設が増加しており、賃貸料の上昇率を押し下げていること、そして、第四の理由として、テクノロジーの変化が小売業界に破壊的なデフレーション圧力かけていることが挙げられます。

上述のように、ラッセル・インベストメントでは、経済成長とインフレ率に対する短期的な見通しとして、経済成長は今後弱含み、インフレ率は下落基調を辿ると警戒的に見ており、この見方に立てば、FRBは今年後半の利上げプロセスの中断を余儀なくされる可能性が高いと考えています。FRBはバランスシート縮小に着手することに強くコミットしており、今年後半にもそのプロセスが開始されると考えています。これが債券市場に与える影響を見通すためのポイントは、FRBは段階的かつ予測可能な方法での実行を望んでいるということです。私たちの分析では、バランスシートの正常化プロセスの影響は、米国の10年物国債利回りを毎年0.1から0.2%ほど高める程度であることが示唆されています。ラッセル・インベストメントでは、引き続き米国10年国債利回りが今後12カ月間で2.5%までゆっくりと上昇するシナリオをメイン・シナリオとしています。

### コアインフレ率は誤った方向に向かっている



出所：米国労働省労働統計局のデータを基にラッセル・インベストメントが作成、2017年5月現在。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

## 投資戦略の見通し

- ✧ **景気サイクル：** 企業収益は、1-3月期の決算発表シーズンを終えた時点で+14%の成長率にまで回復しました。しかし、これが2017年で最も高い数値になると思われます。米国経済には弾力性は認められるものの、可もなく不可もない平凡な状態にあり、現在のバリュエーション水準から米国株式がさらに上昇するにはサイクル面での支援は十分ではないと考えています。
- ✧ **バリュエーション：** 米国株式は非常に割高な水準にあります。S&P500®のシラーPERレシオは6月中旬現在で30倍と、1929年と1990年代後半を除くと過去最高水準を記録しています。
- ✧ **センチメント：** 価格モメンタムは強いものの、市場の確信度を示すコントラリアン指標が弱く、モメンタムの強さを一部相殺しています。
- ✧ **結論：** 主として割高なバリュエーションを鑑み、グローバル・ポートフォリオにおける米国株式の評価をネガティブとしています。

---

## ユーロ圏：市場はギャップを埋める

---

ユーロ圏市場では、1-3月期、強いファンダメンタルズと株式の弱い相対パフォーマンスの間に見られていたギャップが縮小し始めました。経済および政治的な進展、企業収益の伸び、金融政策からもたらされた複数の "良いニュース" が、4-6月期に欧州株式を押し上げました。これによってセンチメント面の短期的な魅力度は低下したものの、ラッセル・インベストメントはユーロ圏市場は中期的に好調な動きが続くと予想しています。

---

### 良いニュースのオンパレード

ユーロ圏では、過去数カ月、良いニュースのオンパレードを見ていたようでした。重要なイベントのほぼ全てがポジティブな結果となりました。最も重要な朗報はフランスの大統領選でマクロン氏が勝利し、同氏の新党「共和国前進」が議会で過半数を獲得したことでした。これは、ユーロに懐疑的なルペン氏の勝利というテール・リスクを排除しただけでなく、ユーロ圏における政治的ルネッサンスの可能性を示したという点においても重要な出来事となりました。

ドイツとスペインは、ユーロ圏の新たなエンジンとして機能し、銀行組合や恒久的な安定メカニズムといった重要な改革を復活させる可能性もあります。そして、英国のブレグジットに直面し、フランスとドイツが結束を固めることも、通貨統合の未来を守るために重要です。英国保守党が下院で過半数割れした現在、ブレグジット自体は明らかにある種の経済的リスクです。しかしながら、そのリスクは主に英国内のもので、ブレグジットが引き起こすかもしれない経済的混乱よりも、ブレグジットによってEU加盟国間で育まれる政治的結束のプラス効果の方が大きいものと思われます。最後に、イタリアにおいて、レンツィ前首相が2018年の総選挙に勝利すれば、ユーロ圏の政治的進展が株価上昇の源泉となる可能性が非常に高いと見ています。これは、欧州ではこれまで政治リスクが代表的なダウンサイドリスクであったことを考えれば、大きなポジティブな変化と言えるでしょう。

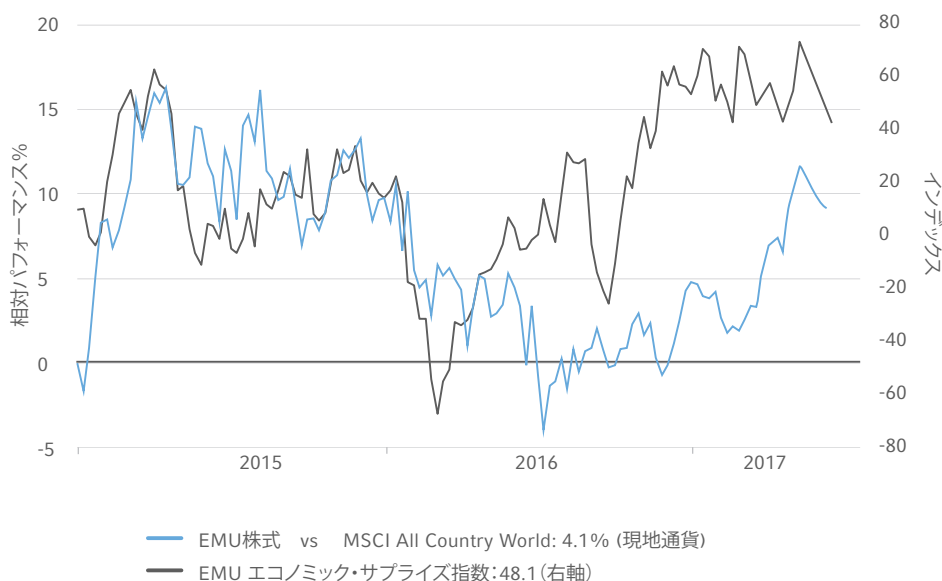
金融政策においても良いニュースが見られました。ECBのドラギ総裁は、国債の購入金額減額の後ろ倒しを明らかにし、2017年末に量的緩和が突然終了されることへの市場の恐れを一蹴しました。インフレ率は、私たちの予想通り急激に低下しましたが、これによって、直近のインフレ率の上昇は持続可能なドライバーによってもたらされたものではなく、一時的な力によって引き上げられているに過ぎないという同総裁の主張が正しかったことの証左となりました。ユーロ圏経済がインフレを懸念するには、まだまだ“スラック（余剰資源）”が多く認められます。

経済成長の面においても良いニュースがありました。実質GDP成長率は引き続き加速して2%に近づき、消費者および企業の景気の先行きに対する信頼感が高まり、銀行貸し出しの伸びはプラス圏で推移しています。その結果、消費支出、企業の設備投資、住宅市場はすべて順調に回復しています。加えて、売上高と利益率の拡大に牽引されて、企業収益は良好です。

このようなグッドニュースのオンパレードを背景に、欧州株式は4-6月期にようやく強力なファンダメンタルズと脆弱な相対パフォーマンス間のギャップを縮小し始めました。センチメントが反転する可能性があるため、このような上昇は近い将来リスク要因となるものの、中期的には強いファンダメンタルズが欧州株式を引き続き支えていくものと考えられます。



## EMU \*エコノミック・サプライズ指数 vs 株式パフォーマンス



出所: トムソンロイター・データストリーム、2017年6月19日現在。

\*EMUとは、19カ国のEU加盟国とEU加盟国以外のユーロ圏を含む経済通貨同盟を指します。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。インデックスは直接的に投資の対象となるものではありません。

## 投資戦略の見通し

- 景気サイクル:** 力強いGDP成長率、緩和的な金融政策、および約15%の企業収益伸び率により、景気サイクルはポジティブと評価しています。
- バリュエーション:** 欧州株式は若干割高な水準に押し上げられたものの、米国株式に比べると依然として魅力的な水準にあると考えられます。ユーロ圏のコア国債利回りは0-0.5%レンジと、私たちがニュートラルと判断する水準にあり、周縁国国債の利回りも最近の堅調な推移を受けて、適正とみなされる1-2%レンジまで低下してきています。しかしながら、スプレッドはわずかながら適正水準を上回っており、バリュエーション上の魅力度は依然として僅かながら認められます。
- センチメント:** ポジティブな価格モメンタムと買われ過ぎを示すネガティブなコントラリアン指標の組み合わせを鑑み、欧州株式のセンチメント評価はネガティブを継続します。コア国債に対するセンチメントは依然としてニュートラル、周縁国国債も最近の価格上昇を受けてもはや売られ過ぎの水準にはないものの、買われ過ぎの水準にも至っておらず、ニュートラルと評価しています。
- 結論:** 4-6月期に良好なパフォーマンスを上げ、欧州株式はバリュエーション上の魅力度とセンチメントが低下しており、足元で注意が必要と見えています。実際、過去数週間、欧州株式のアウトパフォーマンスには既に一服感が出て来ました。しかしながら、休止期間を過ぎた後には、強いファンダメンタルズと相対的に魅力度が高いバリュエーションからリフレッシュトレード（リフレを背景に欧州経済と市場が今後堅調に推移するとの見方から採るポジション戦略）が続き、株価をさらに押し上げるものと見えています。実際、ユーロ圏は現在、経済的、政治的環境が盤石であると考えられます。もちろん、後者については、引き続きイタリアの政治情勢を注視しています。4月の地方選挙でユーロの存続に懐疑的な反体制派政党「五つ星運動」が敗退したことは市場にとってポジティブなニュースでした。次の選挙は実施されるとしても2018年の話であり、当面の懸念材料ではありませんが、ユーロ圏におけるイタリアの重要性を鑑み、同国の政治動向には引き続き絶えず警戒しなければならないと考えています。

## アジア太平洋地域：うさぎとカメ？

アジア太平洋地域の新興国経済は、古典的な寓話「うさぎとカメ」のうさぎのように力強く前進している一方で、同地域の一部の先進国経済はカメのように穏やかな歩みとなっています。ラッセル・インベストメントは、当地域の一部先進国経済の見通しについては新興国経済に対するものほど楽観視していません。アジア太平洋地域の株式は4-6月期、弾力性のある世界貿易が引き続き追い風となって上昇したため、バリュエーションをやや割高圏に押し上げています。

アジア太平洋地域の経済には弾力性があり、ラッセル・インベストメントでは引き続き当地域は約5%のGDP成長率を示すと予想しています。一部の国の強い内需に加えて、世界的な需要（特に域内需要）は輸出志向企業の株価上昇要因となっています。MSCI ACアジア太平洋地域インデックスの今後12カ月間の利益成長予想は、2017年6月16日時点で12%となっています。

私たちは、当地域新興国の経済は、2017年を通じて地域全体をアウトパフォームすると見ていますが、同先進国の経済の見通しはまちまちです。私たちの見通しに対する3つの主な脅威は、世界的な景気減速、米国発の保護貿易主義、そして金利上昇局面における高水準の負債水準となっています。

当地域の先進国の中で、日本経済は輸出需要拡大の恩恵を受けているものの、個人消費の回復が遅れているため、依然として低迷した状態にあります。一方、インフレ率は低位に留まっていますが、郵便切手やビールなど長年に亘って低迷してきた物価がここへ来て上昇し始めています。このようなインフレ率が高まる兆候が現れ始めていることには注目しています。また、金融政策は引き続き支援的で、私たちは日本銀行が2017年の後半もこの方針を維持すると見ています。

ニュージーランド経済は順調な回復過程にあるなかで、オーストラリア経済は最近弱さを示すものが目立ちます。ニュージーランドは、農作物、家畜などのソフトコモディティ価格上昇の恩恵を受けていますが、オーストラリアは、逆に軟調に推移している金属やエネルギー資源などハードコモディティの影響を受けやすい経済構造です。両国とも住宅市場の減速に直面していますが、緩やかな賃金上昇はオーストラリアの消費者が慎重になることを意味します。年内残りの期間を通じて、私たちはニュージーランド経済がオーストラリア経済をアウトパフォームすると見ています。

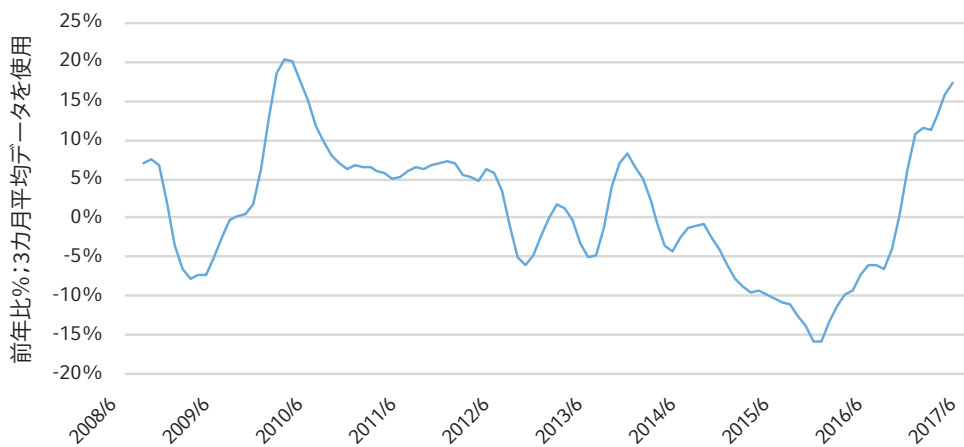
シンガポールでは、輸出需要が強いにもかかわらず、消費と投資は減少しています。また、消費者賃金の伸びが鈍化しているため、内需は依然として弱いことが予想されます。アジア太平洋地域の先進国の中で唯一、香港は強い外需と堅調な投資を背景に成長が加速しており非常に明るい見通しを持つことができる地域です。過熱した不動産市場が同国経済にとっては脅威となりますが、年内残りの期間を通じて順調な成長を期待できる地域と考えています。

対照的に、当地域の新興国経済は、引き続き力強い成長を見せています。中国経済は底堅い成長を続けており、私たちは中国経済に対する前向きな見通しを維持しています。負債の高まりに懸念があるにもかかわらず、企業活動の業界調査および成長を示す指標（鉄道貨物輸送量など）は、今後のさらなる拡大を示唆しており、政府は、5年毎に開催され、今回は今年後半に予定されている中国共産党第19回全国代表大会に向けて、安定的な成長に焦点を当てると見られます。

インド経済は、昨年11月に導入された高額紙幣のデマネタイゼーション（廃貨）<sup>1</sup>政策の影響により、足元では成長が鈍化していますが、今後数カ月で本来の水準に落ち着き、2017年後半には経済活動が再び上向くと予想しています。韓国では、緩和的な金融政策が続くなか、企業や消費者のセンチメントが上昇し、経済活動が活発化しています。フィリピンとマレーシアでは経済成長が加速しており、インドネシア経済も年率約5%の伸びを続けています。

<sup>1</sup> 高額紙幣のデマネタイゼーション：2016年11月8日、モディ首相が高額紙幣の切り替えを発表し、翌日から500ルピー（約860円）札と1,000ルピー（約1,700円）札の使用を禁止した政策を指す。代わりに新500ルピー札と新2,000ルピー札の発行を開始したもので、偽造紙幣、賄賂、脱税などへの対抗策とされる。

## 中国の鉄道貨物輸送量の推移



出所：中国の国家統計局、2017年4月15日現在。

## 投資戦略の見通し

当地域における、サイクル、バリュエーション、センチメントの3要素の評価は以下の通りです。

- ▶ **景気サイクル：** アジア太平洋地域新興国の見通しをポジティブと見ていますが、同地域先進国についてはさほど楽観的ではなく、全体としての評価はニュートラルとしています。中国、インド、韓国が当地域の成長の原動力になると見る一方、当地域の先進国においては、日本経済は強弱織り交ぜながら推移していくことが予想されるも、オーストラリアとニュージーランド経済は活気のない状態が継続すると見ています。
- ▶ **バリュエーション：** 当地域の株式は4-6月期に堅調に推移しました。MSCI ACアジア太平洋地域インデックスは、今四半期、6月9日現在までで4%強上昇し、バリュエーションをわずかに割高な水準にまで押し上げました。同日時点でのバリュエーションは、予想株価収益率(PER)16.2倍、株価純資産倍率(PBR)1.6倍、配当利回り2.4%となっています。
- ▶ **センチメント：** 当地域の株式は、年初来プラスのモメンタムの波に乗って上昇を続け、現在は買われ過ぎの領域に入っていると考えられます。アジア太平洋地域経済の健全性に対する市場参加者の認識は前四半期以降低下しており、これはプラスの材料ですが、センチメント全体としては、ややネガティブな評価を継続しています。
- ▶ **結論：** アジア太平洋地域の株式に対しては、全体としてニュートラルな評価を継続します。新興国には力強い経済活動が見られるものの、うさぎを追いかけることには慎重な姿勢で臨みたいと考えています。寓話の中では歩みののろい亀が勝利しましたが、当地域内における先進国経済は最後まで新興国に勝てないと見ています。年初来の良好なパフォーマンスにより、当地域株式のバリュエーション上の魅力度は全体的に低下しており、センチメントも買われ過ぎの水準に達したと考えます。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

COPYRIGHT © 2017. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメントグループの会社の総称です。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。

当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

当資料に示された意見などは、特に断りのない限り、当資料作成日現在の弊社グループの見解を示すものです。

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮下さい。

インデックス自体は、直接投資の対象となるものではありません。

MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI INC.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI INC.は何ら保証するものではありません。

S&P500インデックスに関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、マグロウヒル・カンパニーズの一部分であるスタンダード・アンド・プアーズに帰属します。

シティグループ・エコノミック・サプライズ・インデックスはCITIGROUP INDEX LLCにより開発、算出および公表されているインデックスです。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第196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

<お問合せ先>

ラッセル・インベストメント株式会社

マーケティング&コミュニケーション部

電話:03-5411-3790

FAX:03-5411-3501

E-MAIL:TOKYO-RIJ@RUSSELLINVESTMENTS.COM