

# ▶ チーフ・インベストメント・オフィサー (CIO) による2019年投資展望 ～多極化に向かう世界への通過儀式～

グループが手掛ける全ての運用部門の最高責任者が、2019年の投資環境を判断する上で重要な3つのポイントについてご説明します。



**ヴァージニー・メゾヌーヴ**  
チーフ・インベストメント・オフィサー  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド

## 米国の金利上昇のピーク

2018年は多くの投資家にとって大変厳しい年になりました。米ドル高を背景として新興国資産が大きく下落し、政治の混乱が投資家を困惑させ、マーケットでは金利上昇の織り込みが進みました。多くの通貨が大きな値動きを見せ、世界経済は米国とその他地域での成長の二極化が進みました。

トランプ米大統領による貿易政策により、アジアや欧州などの外需に依存する国々の成長見通しが引き下げられました。米国と中国という二つの大国間では引き続き貿易交渉が難航しています。

2019年のマーケットの見通しを考える上では、以下の3つが重要だと考えています。

- 米国の金利上昇のピーク
- 世界各国の経済成長ペースの再連動
- 米国と中国の貿易摩擦

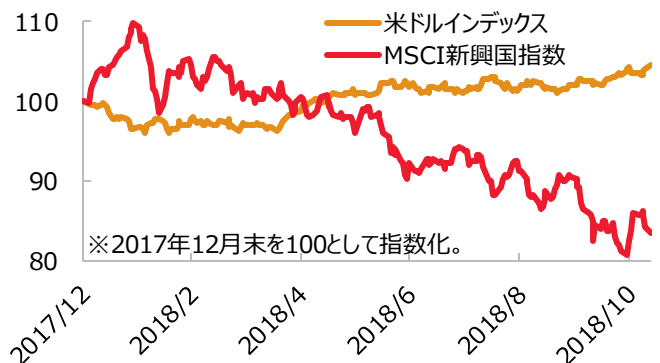
加えて、中長期的トレンドである気候変動、持続可能社会、人工知能（AI）等に関しては、引き続き重要性を増し、投資環境に変化をもたらすと認識です。

簡潔に言えば2019年は転換点です。リーマン危機に端を発した金融危機以降の世界が変化する、起点の年だと考えています。

2018年の米国株式市場は減税や企業による自社株買いを背景とした企業収益の改善に支えられて、世界の他の株式市場を上回るパフォーマンスとなりました。一方で米国の金利正常化が米ドル高トレンドを生み出したことで、新興国の株式市場は相対的に軟調なパフォーマンスとなりました（図表1参照）。

金利正常化に加え、米国内への資金還流を促すレパトリ減税なども米ドル高の要因となりました。

図1：強い米ドルが新興国の株式市場の重石に  
(2017年12月末～2018年11月12日)



出所：Bloombergのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。米ドルインデックスは、Bloomberg米ドルインデックス。

○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。○英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

2019年の重要な変曲点は、米連邦準備制度理事会（FRB）が米国の金融引き締めペースの減速を示唆する時期、または投資家が米国の金利上昇サイクルの終わりを意識し始める時期であると考えています。

こうした変化に対して何らかの兆しが見られた場合、対主要通貨での米ドル高トレンドは一旦落ち着きを見せる、もしくは、世界の経済環境が落ち着いた環境であれば、米ドルが弱含む可能性もあると見ています。これらは早ければ2019年の前半に起こり、マーケットのコンセンサスを変化させる可能性があります。

## 世界の国々における経済成長の再運動

2019年の世界の経済成長は、米国経済の成長ペースに連動すると見ています。

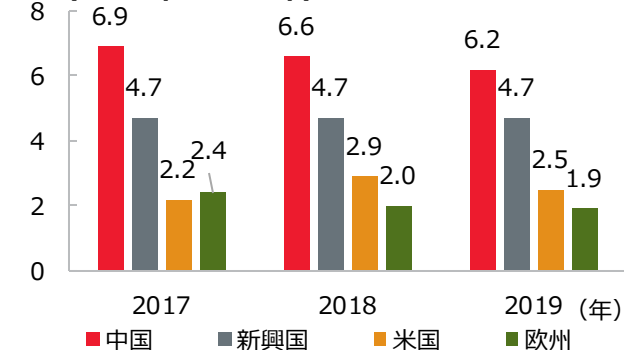
中間選挙を経て民主党が過半数の議席を持った米国議会では、巨額のインフラ投資や新たな減税政策を導入するための法案の成立は難しくなることが見込まれます。2018年に見られた減税効果が薄れる中、2019年の米国の経済成長はより緩やかなものになると考えられます。中国や欧州においても穏やかなペースではあるものの、経済成長は減速に向かうでしょう。

成長ペースが鈍化する中で、中国では6%台の実質GDP成長率をサポートするために、既に複数の景気対策が行われています。過去を振り返ると、こうした景気対策は新興国市場のサポートになる可能性があります。

世界の主要中央銀行は世界金融危機以降に打ち出してきた量的緩和政策を、引き締め方向へと転換させるでしょう。日本銀行（BOJ）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）のバランスシートの合計額は、2020年末までに約4%縮小すると予想されています。

量的緩和政策が転換する過程では、マーケットの変動幅が大きくなる場面が想定されますが、転換プロセスは段階的に行われることが予想されており、マーケットの流動性も安定した状況が続くと見られます。

図2：主要国・地域の実質GDP成長率見通し  
(2017年~2019年)



出所：IMF世界経済見通し（2018年10月）；Challenges to Steady Growthのデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ作成。2018年以降は予測値。

## 米国と中国の貿易摩擦

米中貿易摩擦の進展は世界の貿易活動や経済成長に影響を与えるため、投資家にとって重要なトピックです。この貿易摩擦はアジア域内に様々な影響を与えると見ています。

2019年には、貿易摩擦の影響が実際に実体経済へ現れ始めると見ていますが、マイナスの影響ばかりではない可能性があります。例えば貿易摩擦の結果、貿易や投資活動の見直しや再配分が行われることで、台湾や韓国のテクノロジー業界は恩恵を受ける可能性があります。マレーシアやベトナムの製造業分野でも同じことが起こるかもしれません。

加えて、米中貿易摩擦の結果として中国は国内経済の構造変化や国内市場の開放を加速させる可能性があり、中国の経済改革の深化が確認されるかもしれません。

中国は今回の貿易摩擦が起こった初期段階より、輸入関税を引き下げることによって消費者や企業が負担する米国製品の輸入コストを低減させて来ました。更に中国は、自国のIT技術水準を世界レベルに躍進させる取り組みを継続しており、特に米国との差別化を図ろうとしています。

これは非常に面白いポイントです。例えば2018年11月に上海証券取引所はIT企業向けの新たな取引市場の設立を発表しました。この新しい市場の創設は多くの中国IT企業の資金調達を容易にする場として機能する可能性があります。

二つの大国にとって「IT技術」は非常に重要です。中国の経済力の高まりは誰もが認識するところですが、米中貿易摩擦は今日の多極化する世界における中国の重要性を映し出していると言えます。

中国のGDPの規模は、購買力平価で測れば米国の約1.2倍に相当することから、米中貿易摩擦は二つの大国間で発生した「人工知能(AI)を巻き込んだ非常に激しい技術力の争い」という事もできます。

中国は2030年までにAIの世界的リーダーの地位を築くという野望を掲げ、様々な技術革新を進めてきました。そしてまた中国は米国と共に新たな世界の序列を作り出そうとしています。

このような変化の激しい時代において、我々投資家はAIがもたらす影響を無視することは絶対にできません。単なるモノの取引を超えた貿易摩擦とその最終的な経済への影響は投資家にとって非常に重要なのです。

## 気候変動と持続可能社会

中長期的なテーマである環境、社会、ガバナンス(ESG)に対する取り組みは、2019年も注目を集めるでしょう。気候変動は多くの人々が生活の中でより明確に認識する事象となり、規制やルールの設定が進むと見られます。ESGが持つリスクが浮き彫りになることで、企業の環境に対する認識も高まりを見せると想定されます。

そしてミレニアル世代の投資家層が厚みを増すことで、ESGや持続可能社会といったテーマはより注目されるようになるでしょう。ESG関連の課題解決に関しては、IT技術が効率的な資源利用や生産性改善のために利用され、重要な役割を果たすものと見られます。こうした変化は企業のマネジメントが掲げる中長期的なビジョンや課題解決策に対して、大きな影響を与えるはずで

## 2019年はより機敏に、よりアクティブに

持続可能社会(サステナビリティ)は、2019年の主要なテーマの一つとなり、中長期的にも投資環境を変化させるでしょう。一方で、「多極化する世界の通過儀式」も2019年において同様に重要なテーマです。

マーケットの勝ち組と負け組が変化する可能性があり、また貿易摩擦が継続する環境においては、ボラティリティの高まりが容易に想定されます。

ボラティリティが高まる中で、アジア株式、アジア債券などの特定カテゴリーのリスク資産は魅力的なリターンを提供するものと考えられます。経済成長率が鈍化する環境下、投資家が着目しなければいけないのは、割安度に担保された投資対象の上昇余地です。割安銘柄が選好される局面を想定すると、市場のトレンドの反対を行く逆張りタイプのバリュー株式運用戦略は特に注目したい投資対象です。

特定のスタイルで複数の資産クラスへの資産配分を行うことは、リスク調整後のリターンにとって重要であると考えています。相対的に相関が低い複数のファクターを集めてリスク分散を図る「マルチアセット戦略」は、市場環境の転換点となる2019年を乗り切るためのサポートとなり得るでしょう。

## グローバルな専門性とアジアの知見

現在のような変動の激しい投資環境においては、様々な着眼点からの見通しに加え、投資対象である地域ごとのニュアンスを深く理解することが重要です。

イーストスプリング・インベストメンツでは深いアジアへの知見とグローバルな専門性を有したスタッフが独自の見通しを提供しています。多様な運用チームとオープンな文化により作り上げられたアイデアをご覧ください。

イーストスプリングのシンガポール、中国、インドネシア、マレーシア、韓国、台湾、ベトナムのCIOによる2019年の投資環境見通しです。それぞれの担当する運用資産、地域に関して、2019年の投資機会とリスクについて言及しています。

### ケルヴィン・ブラックロック (CIO、グローバル・アセットアロケーション運用部門)

#### コリン・グラハム (CIO、マルチ・アセット・ソリューション運用部門)

2019年はリスクアセットについてポジティブ。ボラティリティは高まるものの、市場全体の重石とはならない。企業業績は引き続き堅調と見ており、米国株式と米国ハイイールド債券について強気。アジアのハイイールド債券に関しても魅力的な水準と見ている。一方で欧州と新興国市場については保守的。

### ケビン・ギブソン (CIO、株式運用部門)

2016年末からの苦境を乗り越えて、遂に2018年の第三四半期にバリュー株式がアウトパフォームする環境となった。アジア金融株は割安なバリュエーションや資本水準から考えて特に魅力的な投資対象であると考えている。日本株式市場全体に対しては慎重である一方、ボトムアップの割安株選定の観点から個別企業レベルでは引き続き魅力的な投資機会が存在すると考える。

### ロー・グアン・イー (CIO、債券運用部門)

アジアハイイールド債券はファンダメンタルズと比較して売られすぎであると考えている。一方で中国の不動産企業に対しては弱気。金融引き締め環境にありながら、積極的に不動産用地を拡大している点を懸念。通貨では2019年にインドネシアルピアとインドルピーがアウトパフォームすると考えている。

## シンガポール以外のアジアの現地オフィスより

### ミッシェル・キ (CIO、中国)

中国経済が減速する中でも中国A株市場には投資機会があると考えている。成長力があり、収益の可視性が高く、魅力的なバリュエーション水準である各業界のリーダー企業、特に「ニューエコノミー」分野に属する企業に着目している。例えばIT企業、高付加価値製造業、新たなトレンドを生み出す消費企業関連などが魅力的であると考えている。

### アリ・ピトヨ (CIO、インドネシア)

インドネシアは株式より債券が魅力的と考える。インフレが抑制された環境にある中で8%のイールドのあるインドネシア10年国債はインフレ対比で魅力的なスプレッドを提供している。一方で金融システムの預貸比率が上昇傾向にあることを考えると、銀行の貸し出し姿勢は今後慎重になるものと考えている。

### ドリーン・チュー (CIO、マレーシア)

マレーシアの経常黒字体質は国内の金融市場をサポートする重要な要素だと考えており、消費安定、オイル・ガスセクターが魅力的だと見ている。

### サイモン・リュウ (CIO、マレーシア)

台湾市場に関しては慎重ながらも強気。今後世界的に予定されている次世代モバイルサービスは成長市場であると考えており、5Gサプライチェーン内の企業にフォーカスしている。

### ウーン・バク (CIO、韓国)

韓国に関しては企業収益や景気のマomentumが減速することから、2019年の前半はディフェンシブ銘柄やクオリティの高い企業に注目。債券に関しては、米国と韓国の金利差拡大を見越してデュレーションの短い債券を 선호。

### ゴ・チェイ・チェウ (CIO、ベトナム)

継続する米中貿易摩擦はアジア経済のリスクであるものの、ベトナムは中国から製造拠点を移転させる流れの恩恵を受けると考えている。高成長、割安なバリュエーション、安定した通貨というポイントより、2019年もベトナムは外国人投資家にとって魅力的な市場になるものと考えている。

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当資料では、外国籍投信に言及することがありますが、当該外国籍投信の売買を推奨・勧誘を行うものでもありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。○MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.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。