

ファンドマネージャーの運用ノート

金融市場展望 (2017年8月)

～ 金融政策の正常化は乱気流を巻き起こすか ～

当資料は、大和投資信託の運用チームの相場の見方をお伝えするレポートです。
大和投資信託が設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

2017年8月10日

お伝えしたいポイント

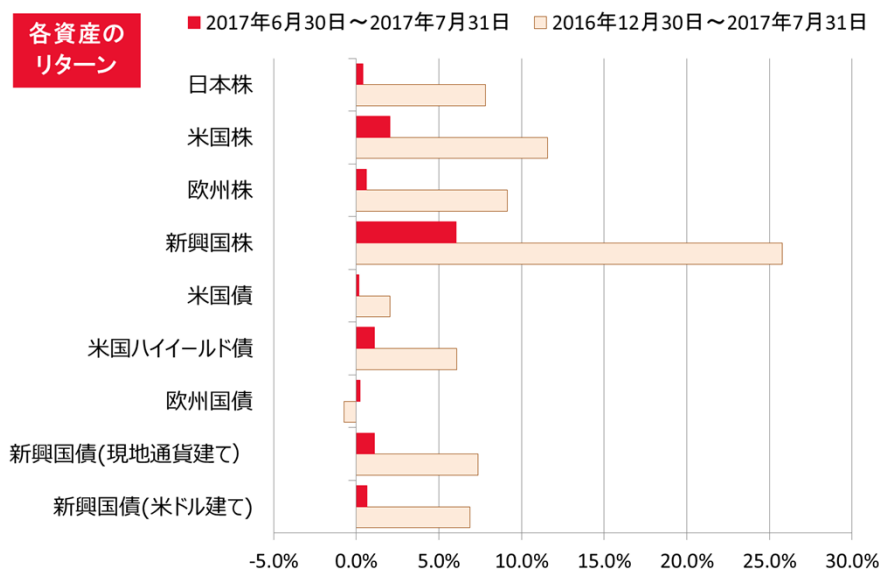
- ・ 新興国株は好調、その他資産は緩慢な値動き
- ・ 目先はユーロ高一服だが、長期的には一段高も
- ・ 日本企業の第1四半期決算は順調、米国の金融政策の正常化により円安を想定
- ・ 中国株市場をけん引する業績好調なインターネット株
- ・ 短期的な波乱シナリオを念頭に置くべき

市場 新興国株は好調、その他資産は緩慢な値動き

マーケットは金融政策の正常化に備え始めています。

7月を振り返ると、マーケットは金融政策の正常化に向けた米国と欧州の温度差を嗅ぎ取り、その動きが反映された相場となりました。半期議会証言におけるイエレンFRB(米国連邦準備制度理事会)議長の発言がハト派的と受け止められる一方で、ECB(欧州中央銀行)理事会は量的緩和策の縮小の可能性を市場に意識させました。為替市場では米ドル安ユーロ高の動きが加速、米ドル安が追い風となる新興国株を除き、各資産ともおおむね横ばい～若干の上昇にとどまりました(図表1)。

図表1 好調な新興国株、緩慢な値動きとなったその他資産



各資産のリターンについては、下記の指数を用いて計算しています。

日本株: TOPIX(東証株価指数、円建て)
米国株: S&P500(米ドル建て)
欧州株: MSCIヨーロッパ指数(ユーロ建て)
新興国株: MSCIエマージング・マーケット・インデックス(米ドル建て)
米国債: ブルームバーグ・バークレイズ・US・トレジャリー指数(米ドル建て)
米国ハイールド債: ブルームバーグ・バークレイズ・US・コープ・ハイ・イールド指数(米ドル建て)
欧州国債: ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ・アグリゲート・トレジャリー指数(ユーロ建て)
新興国債(現地通貨建て): JPモルガン ガバメント・ボンド・インデックス - エマージング・マーケット・グローバル・ディバースファイド
新興国債(米ドル建て): 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(米ドル建て)

(出所: ブルームバーグ)

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

販売会社等についてのお問い合わせ 大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00～17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>

大和投資信託

Daiwa Asset Management

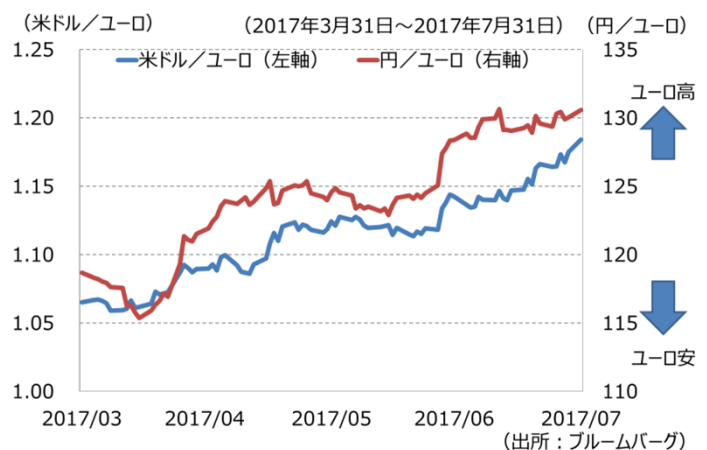
ユーロ圏 目先はユーロ高一服だが、長期的には一段高も

2017年4月以降、ユーロの上昇が続いています(図表2)。この上昇の背景には、大きく分けてユーロ圏の政治リスクの後退、ECBによる量的緩和縮小への期待感があるとみられています。

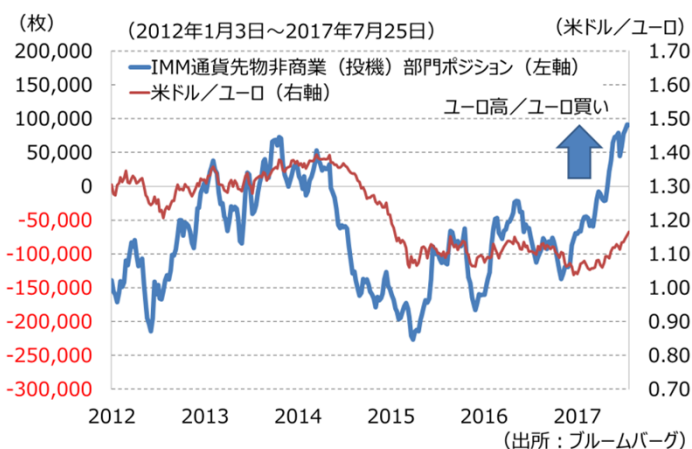
まず前者につきましては、フランス大統領選挙におけるマクロン氏の勝利が、英国のEU(欧州連合)離脱決定以降に高まっていたユーロ圏の政治リスク後退の大きな契機となりました。その後もドイツで、EU統合深化の旗手であるメルケル氏が率いるキリスト教民主同盟が地方選挙で勝利するなど、EUの求心力は回復基調となっています。さらに、欧州委員会がイタリア大手銀行の救済に公的資金の投入を容認する柔軟な姿勢を示したことで、懸念材料であったイタリアの不良債権問題に進展が見られたこともユーロ高の下支えとなりました。

次に、後者につきましては、6月下旬にドラギECB総裁が、デフレ圧力の後退に伴って量的金融緩和を縮小し、金融政策の正常化を図ることを示唆するような発言を行ったことから、欧州金利の上昇による金利差の変化をにらんだユーロ高が進行しました。7月のECB理事会では量的緩和縮小の開始時期は示されませんが、当社では9月あるいは10月の同理事会で具体的な内容が示され、2018年から実施されるものと考えています。

図表2 ユーロ相場は対米ドル、対円で堅調に推移



図表3 ユーロの買いポジションは高水準



ユーロの先行きにつきましては、短期的にはユーロの上昇 momentum は一服する可能性があると考えております。IMM通貨先物の投机ポジションでは、ユーロ買いポジションが2012年1月以降の最高水準まで積み上がっています(図表3)。8月下旬の米ジャクソンホール会議でのドラギECB総裁講演までは目立った材料もないことから、上値が重くなるものと想定しています。

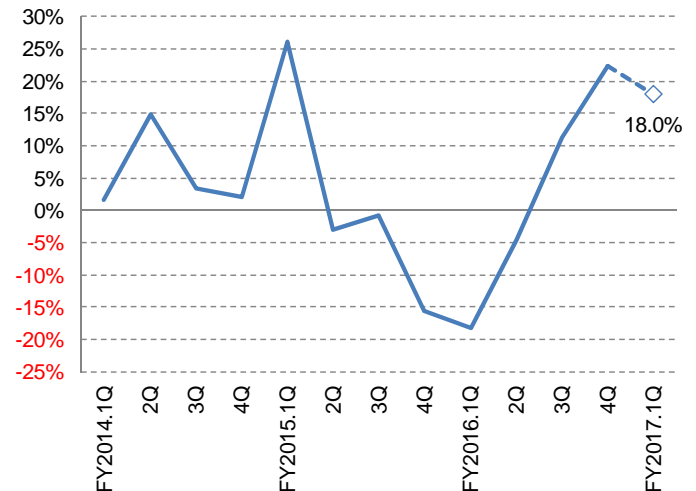
一方、より長期的な視点ではユーロの上昇が続く可能性があります。米国ではトランプ政権の運営が混迷を極める中、期待された税制改革やインフラ(社会基盤)投資などは未着手のままとなっており、米国の政治的な不透明感が潜在的な米ドル売り・ユーロ買い要因となるものと考えています。また、ECBの金融政策正常化の動きは市場が十分に織り込んだとは言い難いことから、ECBの量的緩和縮小期待によるユーロ高効果は、FRBのバランスシート縮小による米ドル高効果を上回る可能性が高く、中長期的にユーロ高を下支えするものと想定しています。

日本 日本企業の第1四半期決算は順調、米国の金融政策の正常化により円安を想定

国内企業決算発表は序盤戦です。2017年7月28日現在、TOPIX(東証株価指数)構成銘柄のうち6月に四半期決算を迎えた銘柄の2割強が決算発表を行いました。小売業を中心とした2017年3-5月期業績も加えると、2017年度第1四半期決算の経常(税前)利益は前年同期比18%増程度と前四半期から伸び率は鈍化しているものの、2割近い伸び率となっています。

事前の市場予想との比較ができる銘柄の実績なども勘案すると、2017年度第1四半期決算はおおむね順調な決算であると考えられます(図表4)。

図表4 TOPIX構成銘柄の経常(税前)利益・前年同期比の推移



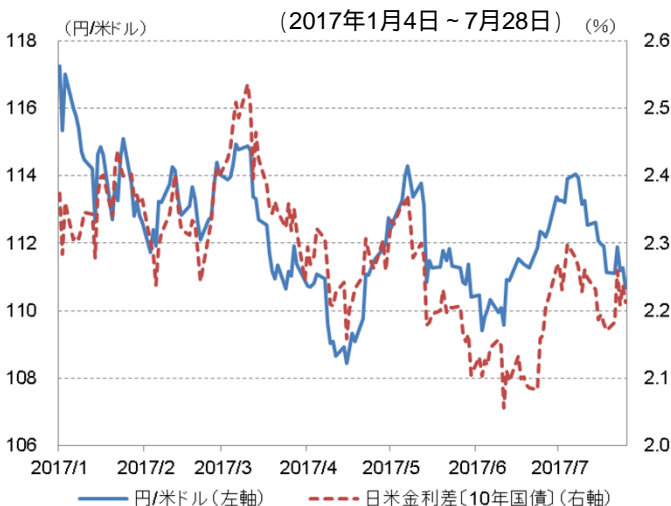
(注) FY2017.1Qは2017/7/28までに決算発表済みの銘柄の合計

(出所: 会社資料、Astra Manager)

一方、この数週間、為替はやや円高で推移しています。円/米ドルレートは直近ピークの114円台から足元では110円台まで円高が進行しました(図表5)。現在の為替水準は、市場の企業業績予想が織り込んでいる為替水準であり、円高とはいえ株式市場への影響は限定的と考えます。しかし、110円を割り込んで円高が進むようだと株式市場にマイナスの影響を与える可能性があります。

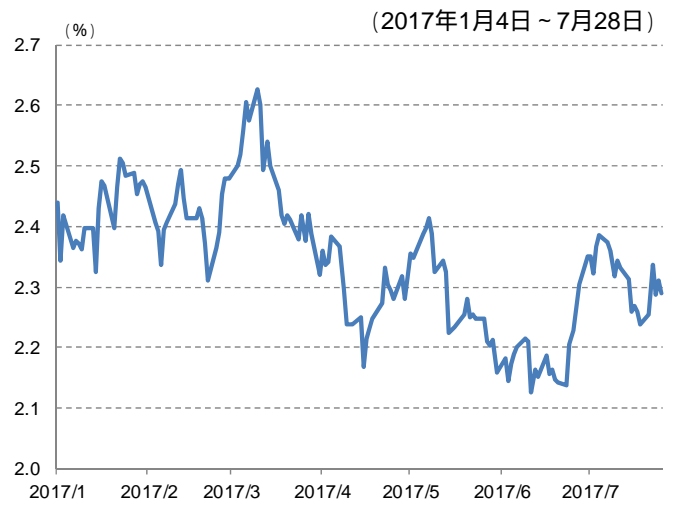
円高の進行は、米国物価統計の伸び率鈍化を背景に米国の国債利回りが低下したことが主因と考えます(図表6)。米国物価統計の動向は今後も注視が必要ですが、FRBが金融緩和政策の正常化を進める基本姿勢に変更はないとみています。従って、金融緩和政策の正常化の進展に伴い米国国債利回りが上昇し、それに伴い円/米ドルレートは緩やかな円安基調をたどると考えます。そのため、為替が株式市場にマイナスの影響を与える可能性は低く、株価はEPS(1株当たり純利益)成長に沿った緩やかな上昇基調が続くと考えています。

図表5 円/米ドルレートと日米金利差の動向



(出所: ブルームバーグ)

図表6 米国10年国債利回りの推移



(出所: ブルームバーグ)

1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

その他地域 中国株市場をけん引する業績好調なインターネット株

新興国株式市場は、年初からの株価上昇の後、いったん上値の重い展開となっていました。7月には中国株がけん引する形で再び上昇基調に入りました(図表7)。

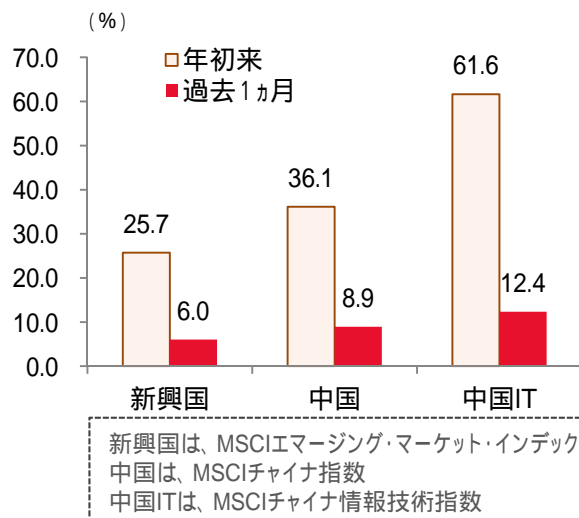
中国株式市場は年初来から景気減速懸念が高まる中でもインターネット大手のテンセントやアリババの好業績を背景に情報技術セクターがけん引する形で上昇してきました(図表8)。それぞれ、コア・ビジネスのゲーム事業や電子商取引事業が好調なほか、ペイメントサービスなどの急速な普及などビジネスの多角化が本格的に進展していることも評価されました。

足元の株価上昇にはやや過熱感がみられるものの、両社は今後も中国のインターネット産業全体の拡大から恩恵を受けると考えられ、中長期的に中国株式市場を押し上げていくと想定しています。

また、2017年6月のPMI(購買担当者指数)や2017年4-6月期実質GDP(国内総生産)(図表9)など各種経済指標が改善を示したことも中国経済への過度な懸念の後退につながり、金融や素材など景気敏感銘柄を中心に中国株の上昇を支えました。

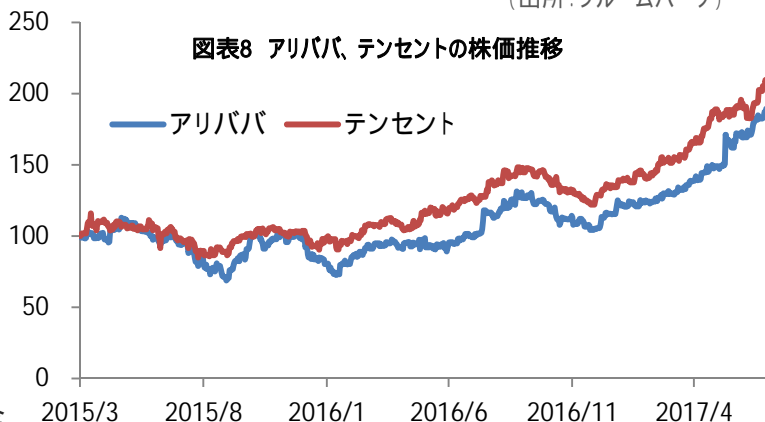
2017年後半にかけて景気減速懸念が再燃すれば、相場の下押し要因として警戒されますが、インターネットをはじめとした中国の新産業関連企業に対する長期成長ストーリーが相場を支え、深刻な調整に陥るリスクは小さいと考えています。

図表7 年初来、過去1ヶ月のリターン(米ドル建て、2017年7月31日時点)



(出所:ブルームバーグ)

図表8 アリババ、テンセントの株価推移

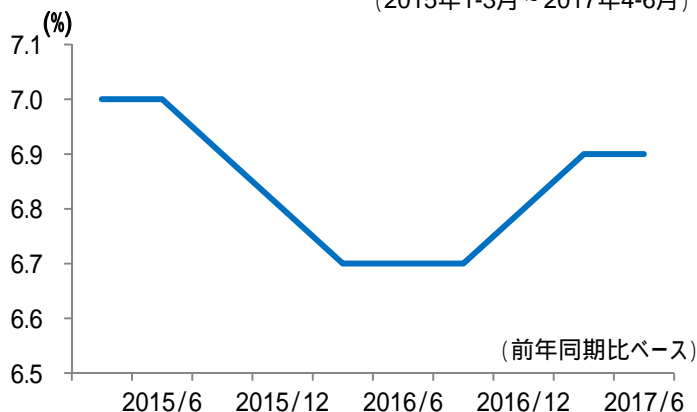


(2015年3月31日～2017年7月31日)
2015年3月31日を100として指数化

(出所:ブルームバーグ)

図表9 中国実質GDP成長率の四半期推移

(2015年1-3月～2017年4-6月)



(出所:ブルームバーグ)

1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

見通し 短期的な波乱シナリオを念頭に置くべき

世界的な金融緩和を背景に大量供給されたマネーが金融市場を押し上げてきた時代が終焉を迎えつつあります。一方で、低インフレ環境下での世界経済の順調な拡大、良好な企業業績は投資家心理に好影響を与えています。例えば、S&P500種株価指数の予想変動率を示し投資家の恐怖心理を表すVIX指数が歴史的な低水準で推移していることが示唆するように、市場のリスク警戒感は大きく和らいだ状態にあります(図表10)。

米国に続き、カナダも金融政策の正常化に向けて一歩踏み出しました。欧州ではECBの金融緩和策の縮小を織り込む形でユーロが大きく動いています。

欧米主要中央銀行が慎重に金融緩和からの「出口」戦略を練る中、金融政策の正常化が乱気流となり、短期的に市場を揺さぶるシナリオを念頭に置くべきと考えます。

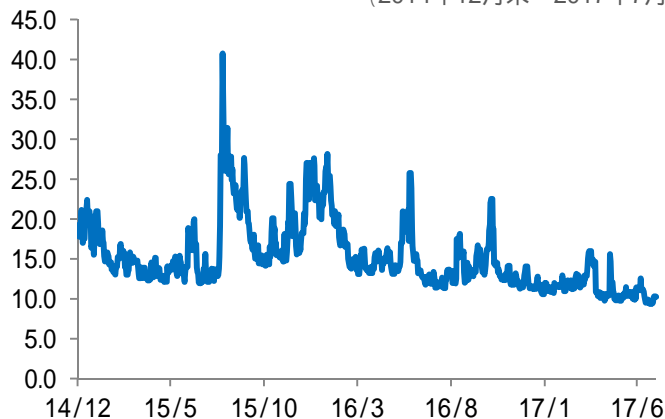
8月の注目材料は、ジャクソンホール会議。

決算発表の一巡や米議会の休会など8月は、金融市場の動きを左右するイベントの「夏枯れ」から、市場はCPI(消費者物価指数)など金融政策の先行きを占う上で手がかりとなる経済指標に目配せしつつ、金融政策にフォーカスすると思われます。その点で、各国中央銀行総裁らが参加し経済政策について討議する経済シンポジウムであるジャクソンホール会議に関心が集まると考えられます。特に、ECBは9月の理事会で金融緩和策の縮小を示唆する可能性が高いとされている中、ドラギECB総裁の講演がそのヒントを与えるか注目されます。

世界経済の見通しは明るく、企業業績も良好です。乱気流を抜ければ、市場は再び堅調な経済ファンダメンタルズを反映した動きを示すと考えています。

図表10 恐怖指数(VIX指数)は歴史的な低水準に

(2014年12月末～2017年7月末)



(出所:ブルームバーグ)

TOPIXは株式会社東京証券取引所が算出・公表などの権利を有する指数です。
MSCIヨーロッパ指数およびMSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCIチャイナ指数、MSCIチャイナ情報技術指数は、MSCI Inc.が開発した株価指数です。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 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。
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・グローバルおよびJPモルガン ガバメント・ボンド・インデックス - エマージング・マーケット・グローバル・ディバースィファイドは、J.P.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーが発表しており、著作権はJP.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーに帰属しています。
ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ビーの商標およびサービスマークです。パークレイズは、ライセンスに基づき使用されているパークレイズ・バンク・ビーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ビーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・パークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。