

投資環境展望

QUARTERLY
INVESTMENT
OUTLOOK

2018年 秋号

大和投資信託

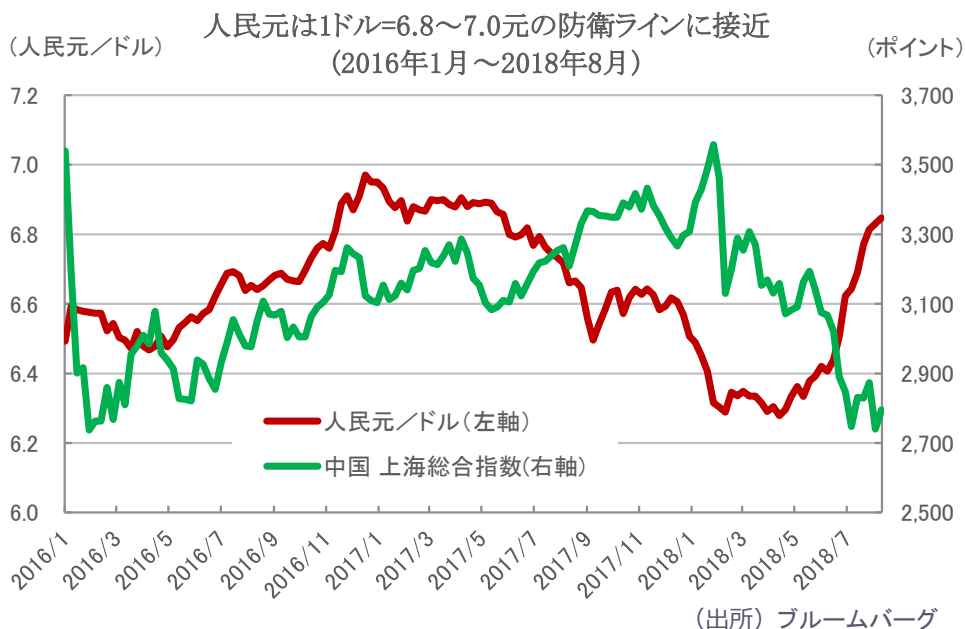
Daiwa Asset Management

投資環境

貿易戦争の激化から世界経済の先行き不透明感が強まりやすい環境。

トランプ大統領の通商政策に対する姿勢は一段と先鋭化しており、もはや貿易『摩擦』というより貿易『戦争』との表現が相応しい状況となっています。特に米中貿易戦争は激しさを増しており、それに呼応して中国経済の減速懸念と中国人民元の下落圧力が高まっています。こうした貿易戦争は貿易コストの増加を通じて世界経済を下押ししますが、現状での直接的な影響は世界のGDP(国内総生産)で▲0.12%～▲0.15%程度(当社試算)であり、世界経済への「重大な」下方リスクとまでは言えないと考えています。したがって、当社は世界経済は底堅く推移するとの従来からの見通しを変えていません。ただし、関税引き上げ合戦による世界的なサプライ・チェーンの歪みや企業の投資行動手控えなど心理面での影響は読み切れないため、当面の間、世界経済および金融市場は先行き不透明感が強まりやすい環境にあるとも考えています。

また、中国経済の動向にはこれまで以上の注意を払う必要があると考えています。政策当局はシャドーバンキング規制強化や地方政府債務の監督強化など、経済のデレバレッジを進めており、固定資産投資が減速するなど景気の下押し要因となっています。これに対して国务院(内閣に相当)は減税や中小企業向けの流動性支援など景気支援策を打ち出しており、デレバレッジの景気減速効果を緩和しようと試みています。政策当局がある程度の人民元安を事実上容認していると思われることもあり、中国経済の下押し圧力は全体として見るとそれほど強くはなく、成長ペースの減速は緩やかなものにとどまるというのが当社の基本的な見方です。ただし、一連のデレバレッジ政策が思った以上に強い効き目を発揮し、本土社債のデフォルト増加や中国企業のドル建て債務が問題視される中で、信用市場がひっ迫し金融システム不安が台頭するリスクは念頭に置いておく必要があります。



先進国債券

先進国の債券市場は緩やかな金利上昇。各国ごとの金利水準の乖離は拡大しよう。

FED(米国連邦準備制度)は段階的な利上げを継続し、先進国の債券市場は米国主導で緩やかな金利上昇が進むとみえています。トランプ政権は好景気下で拡張的な財政政策を実施しており、米国経済は貿易戦争による実体経済への影響を吸収して余りある底堅さを見せています。生産者物価の伸びが加速するなど、需給ひっ迫がインフレ圧力を高めつつある兆しも見られており、FEDが現行ペースでの利上げを続ける中で米国金利は緩やかに上昇すると見込みます。米国債券市場ではイールドカーブの形状がフラット化した状態にあることから、短期債の投資魅力が高いと考えています。米国2年債の所有期間利回り(期間:1年、金利不変時)は年率3%程度に達しており、ある程度の投資期間を前提とすれば、金利上昇による債券価格の下落リスクをカバーして余りあるキャリー・ロールダウン効果を有していることには注目すべきでしょう。

米国以外の先進国では米国ほど積極的な利上げが行われぬか、そもそも利上げ開始が当面見込まれないことから、ユーロ圏などにおける金利上昇幅は米国より小幅なものにとどまるとみえています。ユーロ圏景気は一時期ほどの勢いを失ってはいるものの、昨年の高成長の反動の域にとどまっています。期待インフレ上昇の兆しは見られず、ECB(欧州中央銀行)の利上げ開始は少なくとも2019年秋以降になりそうです。イタリア新政権の経済政策運営に対する市場の懸念は今のところ小康状態にあります。秋に提出予定の予算案次第では再び懸念が高まる可能性もあるとみえています。ユーロ圏債券市場では利回り水準の観点から、コア国であるドイツより周辺国に資金が向かいやすいと想定していますが、イタリアに対する市場の懸念が高まる局面ではドイツに資金が還流しやすくなるとみえています。日本では日銀が超低金利政策の長期化を示唆する一方、長期金利については従来の倍程度の変動を許容するとしてきました。短期的には長期金利が変動レンジの上限を試す局面もありそうですが、中期的には0.10%~0.15%程度の水準に落ち着くと想定しています。

米国とドイツの金利差はますます乖離
(2013年1月~2018年8月)



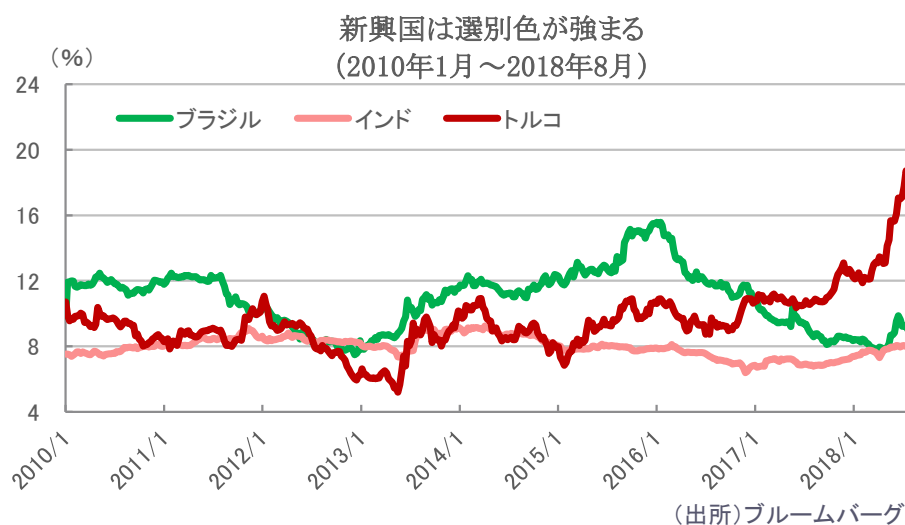
(出所)ブルームバーグ

新興国債券

新興国債券市場は選別的に投資を行うことが重要。インド、インドネシア、メキシコは引き続き有望とみている。

新興国債券市場では金利・為替ともボラティリティ(価格変動リスク)の高い状況がしばらく続きそうであり、投資にあたっては長期的な視点で選別的に投資国を見極めることが重要と考えます。全体としてみると新興国は経済・財政面での健全性は増しており、多少の経済的ショックに対する耐性は強まっていますが、その耐性の程度は国によって異なっており、足元では脆弱性が強い国が狙い撃ちされています。ドル高が進む場面で経常収支の赤字幅が大きい国が、原油高が進む場面で資源輸入国が売られる傾向が見られているのがその例です。こうした環境では、今後の相場のテーマを見極め、正しい選別を行うべきだと考えます。

メキシコでは7月の大統領選挙でオブラドール氏が当選しました。同氏の経済政策や対米貿易交渉の進展などについては注視する必要があるものの、市場では過度の先行き不透明感が払拭されていることは好材料です。インドやインドネシアは新興国の中でも良好なファンダメンタルズを有しており、適切な経済政策運営がなされるとの見通しを持っています。これらの国々は有望な投資先と考えています。ブラジルでは10月の大統領選挙において圧倒的な有力候補が見当たらず、今しばらくは投資家の様子見ムードが続きそうです。一方、新興国の中でも特に懸念されているのがトルコとアルゼンチンです。トルコでは大幅な経常赤字や高インフレなど、ファンダメンタルズ面の脆弱性が懸念され、自国通貨が大幅に下落しています。トルコ・リラ建て国債利回りの水準は20%以上あり、長期投資の観点からは検討する余地が残る一方、課題解決に必要な政策が実施されていないため、投資にあたっては債券・為替とも大きく変動するリスクがある点を考慮するべきでしょう。



(注)インドはBloomberg Barclays EM Local Currency India Yield To Worst、ブラジルはBloomberg Barclays EM Local Currency Brazil Yield To Worst、トルコはBloomberg Barclays EM Local Currency Turkey Yield To Worstを使用。

※ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピ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・ピ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・ピ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。

クレジット市場

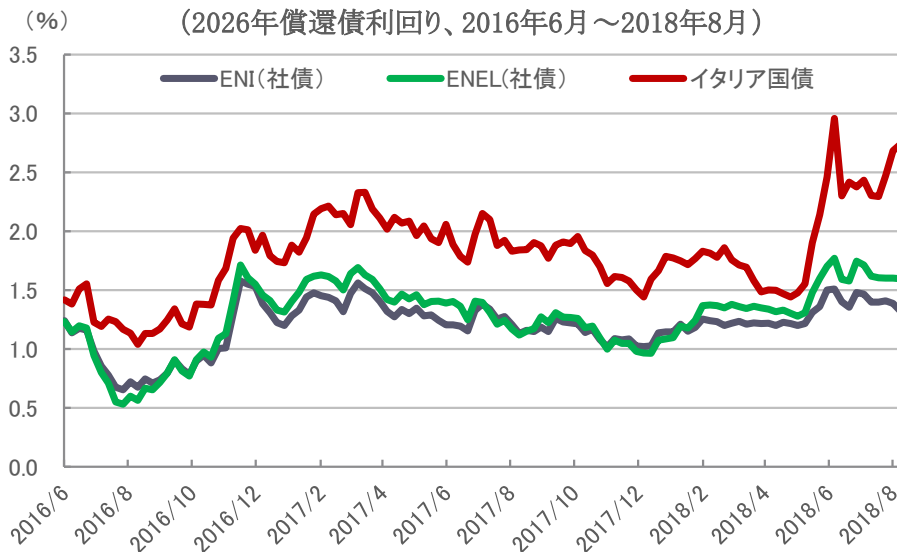
社債市場は割高。全体観(トップダウン)よりも個別選択(ボトムアップ)による投資の成果が得られやすい局面。

社債市場の対国債スプレッド(利回り格差)は縮小が続いています。その背景には、好調な企業業績やマクロ経済環境、今後の大型M&A(合併・買収)に伴う社債発行増に対する懸念の後退などが挙げられます。ただし米国をはじめとして世界的に金融環境が引き締め方向にあることから、社債市場の割高さが修正される局面が今後あり得ると想定しています。

クレジット環境を見る上ではいくつかの点に注目しています。1点目は中国のクレジット市場です。シャドーバンキング規制強化等の影響から社債のデフォルトが増加していますが、過度の信用収縮を防ぐとの観点から中国政府の適切なコントロールがますます重要となるでしょう。2点目は米中貿易戦争に伴う米国企業業績への影響です。先日、アルミ大手アルコアが関税引き上げを背景に2018年通年の業績下方修正を行ったほか、半導体大手クアルコムによるNXPセミコンダクターズの買収計画が中国当局の承認が得られず破談となるなど、トランプ大統領の通商政策による影響が顕在化しつつあります。3点目はイタリア国債とイタリア企業の社債の利回り格差です。イタリア企業であるエネルギー大手ENIや公益大手ENELはグローバルな収益構造を有しています。そのため、これらの社債利回りはイタリア国債を下回っており、その利回り格差は足元で拡大しています。これは裏返すと、イタリア国債の投資妙味がそれだけ増しているとも言えそうです。

こうした個別事象の重要性が増している中、クレジット市場全体の方向性(トップダウン)よりもむしろ、個別選択(ボトムアップ)が投資の成否を分ける度合いが強まっていると当社では考えています。

イタリア国債はイタリア企業の社債と比べて割安
(2026年償還債利回り、2016年6月～2018年8月)



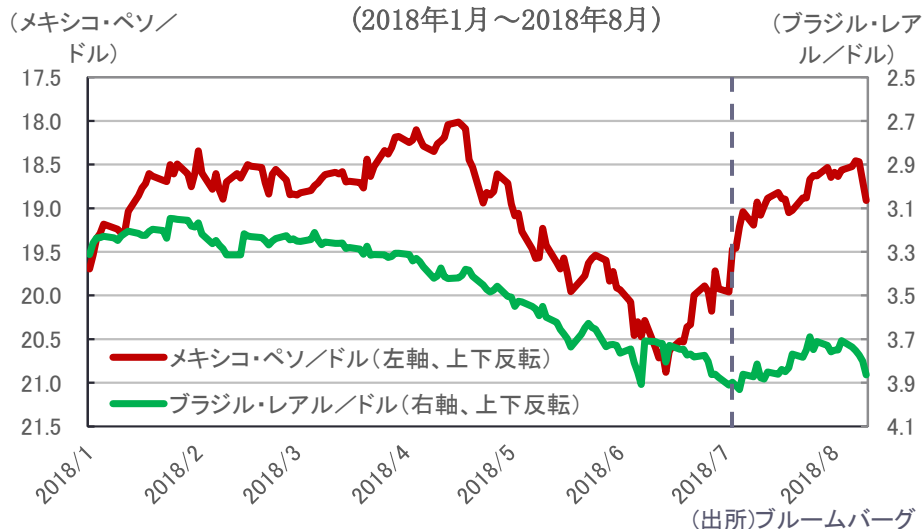
(出所) ブルームバーグ

ドル円は上値が徐々に重くなる展開。新興国通貨は当面下押しされようが、選別的な投資の契機になり得る。

米国経済は依然として堅調さを保っており、FEDが利上げを継続する見通しであることは当面のドル高要因です。ただし中期的に見ると、米国の財政赤字拡大がドルの上値を抑える要因になり得ると考えています。潜在成長率を上回るペースで成長が加速する中での拡張的な財政政策の効果により、インフレ懸念が払拭されないためです。今のところFEDによる利上げが奏功して経済の不均衡は顕在化していませんが、拡張的な財政政策の効果が今後発現してくる可能性をふまえると、労働市場がひっ迫している米国でのインフレ懸念は強まりこそすれ沈静化することは難しいと考えています。一方、日銀は7月末の金融政策決定会合においてフォワードガイダンス導入など金融緩和の枠組みを強化しました。とは言え決定の中身は必ずしも緩和一色というわけではなく、金融機関に対する緩和政策の副作用にも配慮した内容でした。今後の日米貿易協議の行方なども考え合わせると、ドル円の上値は徐々に重くなる展開を予想しています。

米中貿易戦争の激化を受けた4月以降、中国人民元が大きく下落しています。中国経済の減速懸念や金融緩和観測がその背景にあると思われれますが、こうした人民元の下落が他の新興国通貨、とりわけアジア通貨の重石となる時間帯は今しばらく続きそうです。ただし新興国の中でもインドやインドネシアなど、良好なファンダメンタルズを有している国については足元の相場下落がむしろ買い向かう契機になると考えています。またメキシコでは7月に大統領選挙が実施され、事前の予想通りオブラドール氏が当選しました。同氏の打ち出す経済政策は必ずしも市場にとってフレンドリーなものではありませんが、過度の先行き不透明感が払拭されたという意味でメキシコ・ペソに対しては強気の見方を持っています。また、こうした大統領選挙後のメキシコ・ペソの値動きは、10月に大統領選挙を控えるブラジル・レアルの先行きを見通す上で参考になると考えています。

メキシコ・ペソは大統領選挙後に上昇。ブラジル・レアルは？



(注1) 点線はメキシコ大統領選挙実施日(2018年7月1日)。

(注2) チャートは上に行くほど現地通貨(メキシコ・ブラジル)高/ドル安。

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)

当社ホームページ

▶ <http://www.daiwa-am.co.jp/>