

ファンドマネージャーの運用ノート※

金融市場展望（2017年11月）

～ 晴れた日の視界の先に雲は見えるか ～

※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11月20日

お伝えしたいポイント

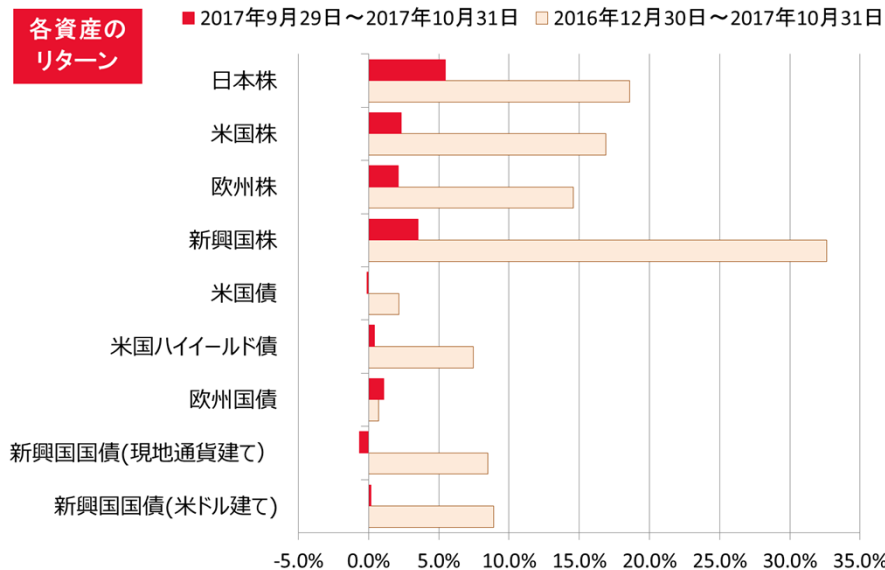
- ・ リスク・オン相場継続
- ・ 日本株は株価上昇後も業績に裏打ちされた水準を維持、調整余地は限定的
- ・ 米ドル高の一服を想定し、新興国通貨の反発に期待
- ・ 世界的な株高によるリスク・オン相場は一服 様子見姿勢へ

市場 リスク・オン相場継続

リスク・オン相場継続。

10月は9月に続きグローバルに株式が選好される形となり、リスク・オン相場が持ち越されました（図表1）。世界的な景気拡大が続く中、米国で2018年会計年度予算決議案が上下両院で可決されるなど税制改革実現への期待感が高まったこと、2017年7-9月期決算が総じて好調な内容だったことなど株式にとって良好な投資環境が背景にあります。米国では主要3株価指数（S&P500指数、ダウ工業株30種平均、ナスダック総合株価指数）、欧州ではドイツのDAX指数が史上最高値を更新しました。日本も日経平均株価が16連騰を実現するなど世界的に株高が演出された1カ月となりました。

図表1 グローバルに株式が選好された



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)
新興国国債(現地通貨建て): JPMorgan 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・デリバティブ・ファイド
新興国国債(米ドル建て): JPMorgan 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/>

日本株

株価上昇後も業績に裏打ちされた水準を維持、調整余地は限定的

10月の国内株式市場は目立った下落もなく続伸しました（図表2）。

衆議院選挙を無事通過したことの安心感や、米国税制改革の進展、堅調な国内企業業績などが評価され、日経平均株価は一時、バブル経済崩壊後の高値（1996年6月：22,666円）を上回りました。

短期間で大きく株価が上昇したため、市場には高値警戒感があり、11月に入り株価が下落する場面もみられます。このような局面では、PER（株価収益率）のような基本的な株価指標に立ち返り、株価に大幅な調整余地があるか否かを考えておくことが大切です。

図表3はTOPIX（東証株価指数）のPER（12カ月先予想ベース）の推移です。現在15倍程度であり、割安感は乏しくなっていますが、割高というほどでもありません。2000年以降のPERの動向をみても現在は際立って高い水準ではなく、直近の株価上昇は過度の期待や楽観を背景としたものではないといえます。米国（S&P500）のPERとの比較でも日本のPERに目立った割高感はありません（図表4）。

現在の国内株式市場にある警戒感、株価水準そのものが高いという警戒感ではなく、株価上昇が急激であったことに対する警戒感であると考えます。したがって、追加的にネガティブな事象が発生しない限り、株価調整はあったとしても一定レベルにとどまり、時間の経過とともにその警戒感は和らいでいくと想定します。

引き続き、国内企業業績は堅調で、市場では来年度も増益が継続することが見込まれています。市場想定通り来期も増益が継続するのであれば、現在の株価は企業業績で十分説明可能な水準と考えます。

図表2 日経平均株価の推移



※日経平均株価に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。同社は、日経平均株価の内容を変える権利および公表を停止する権利を有しています。

（出所：ブルームバーグ）

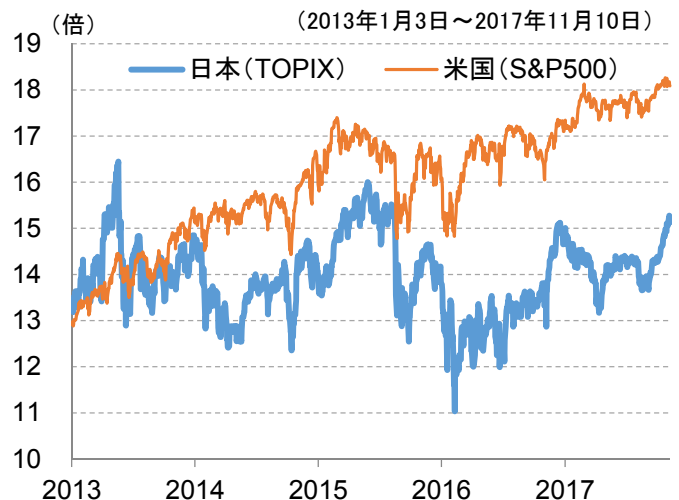
図表3 PER（TOPIX）の推移



〔注〕PERは12カ月先予想EPS（1株当たり利益）ベース

（出所：トムソン・ロイター）

図表4 日本及び米国のPERの推移



〔注〕PERは12カ月先予想EPS（1株当たり利益）ベース

（出所：トムソン・ロイター）

※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。

為替

米ドル高の一服を想定し、新興国通貨の反発に期待

米ドル高の持続性には懐疑的なスタンス

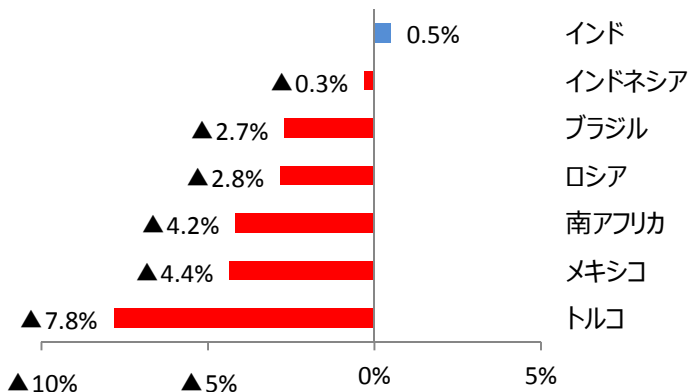
米上下両院で予算決議案が通過し、トランプ大統領の看板政策である税制改革がようやく進展するとの期待感が高まったことから、米ドルは10月下旬以降、対ユーロおよび対円で上昇幅を拡大しています（図表5）。しかしながら、11月上旬に相次いで発表された米上下両院の税制改革法案は、早期成立が困難となるような論議を呼ぶ複数の条項が盛り込まれているほか、上院と下院の各法案内容に相応の差があることから、こうした期待感に水を差す内容でした。

例えば、法人税率の引き下げ時期に関して、下院案では2018年からの適用を目指していることに対して、上院案では2019年からの適用となっています。また、住宅ローン金利控除を始め、個人所得税の税控除縮小が多数盛り込まれたことで、利害を有する業界団体から強いロビー活動を受けるものと想定されます。

このため、税制改革法案が早期に成立する可能性はさほど高くはなく、現実的な着地点を探る過程の中で米ドルは伸び悩む場面があると考えています。米長期金利は、次期FRB（米国連邦準備制度理事会）議長にパウエルFRB理事が指名されたことも支援材料となって、上昇に歯止めが掛かる形となっており、当面は同水準を中心とした横ばい推移が続くものと想定しています。

図表6 主要新興国通貨の対米ドル騰落率

(2017年9月末～2017年11月8日)



(出所: ブルームバーグ)

図表5 米ドルは、対ユーロおよび対円で堅調に推移



(出所: ブルームバーグ)

新興国通貨の反発に期待

米ドル高の進行は新興国市場にも大きな影響を与え、多くの新興国通貨が対米ドルで大きく下落しました（図表6）。今後米ドルが伸び悩むという想定の下では、こうした新興国通貨の短期的な反発に期待がかかります。

ただし、トルコは米国との外交関係悪化が懸念されているほか、メキシコではNAFTA（北米自由貿易協定）再交渉問題が長期化しているなど、通貨下落率が大きかった国々では各国固有の政治的な不透明感が残っていることから、値動きの荒い展開が続く可能性には一定の注意が必要です。

一方、インドやインドネシアは政治的な安定性や経済ファンダメンタルズの強固さにおいて、他の新興国に対して相対的な優位性があると考えており、為替・債券ともに今後も堅調な推移を想定しています。

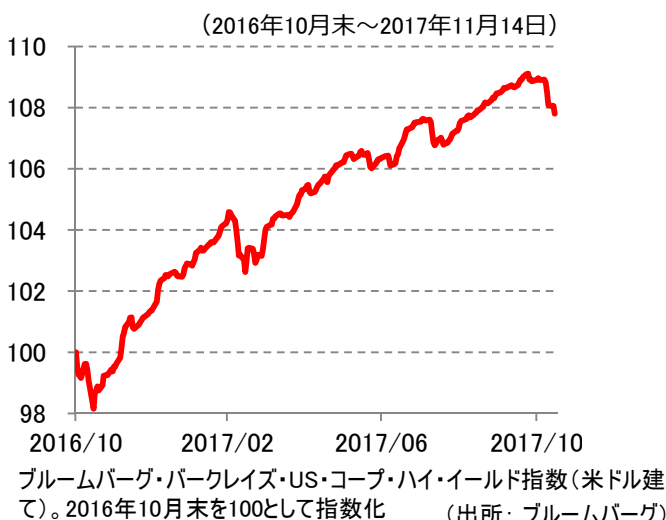
※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

見通し 世界的な株高によるリスク・オン相場は一服 様子見姿勢へ

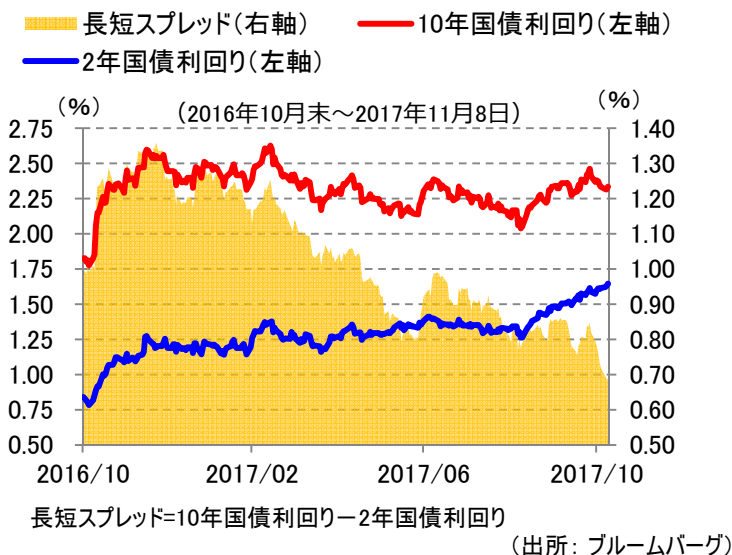
金融市場は、11月上旬までの世界的な株高によるリスク・オン相場から当面は様子見姿勢に転ずると思われます。低インフレ下での世界経済の拡大と金融緩和的な投資環境が継続する中、7-9月期決算が示した好調な企業業績や米国における税制改革に対する期待感などが投資家のリスク資産に対する楽観ムードを誘いました。こうした投資家の強気な心理（リスク・センチメント）を背景に株価は高値警戒感が指摘されながらも上昇基調を維持しました。米国株を中心とした株価バリュエーションに投資家のリスク・センチメントの強さが表れているとも言えます。

一方で、こうしたリスク資産に対する強気相場で留意しなければならないのが、強気に傾いた投資家センチメントに綻びが生じることです。特に、常に株価が上昇する材料を追い求める株式市場ではその「材料」が枯渇すると強気ムードに浸っていた投資家センチメントが悲観モードへとシフトする場合があります。足元では、欧州株や米国ハイイールド債が下落基調に転じていること（図表7）、米国国債の長短スプレッドが一段と縮小していること（図表8）など局所的にセンチメントの悪化をもたらす現象がみられます。米国の税制改革の進展に対する警戒感が一因と推測されますが、短期的には投資家センチメントが更に悪化しないか注意が必要です。

図表7 米国ハイイールド債指数の推移



図表8 米国債利回り長短スプレッドの推移



当面の注目材料は、米国の経済指標

年内の主要な政治イベントが終了したことで、今後注目されるのは、米国の経済指標です。米国の長短スプレッドの縮小はセオリー通りに市場が米国の景気後退を織り込み始めたことを暗示しているのか、発表される米国の経済指標の内容を精査する必要があります。金融危機以降、米国は世界の景気回復をけん引してきました。金融市場はこうした米国を中心とした良好な経済環境をベースに堅調な推移を示してきたことから、目先はその土台が揺らぐリスクの有無が注目されます。

世界経済が短期的に腰折れする可能性は小さく、良好な経済ファンダメンタルズが確認できれば、金融市場は再び経済ファンダメンタルズを反映した動きになると考えています。◆

※東証株価指数(TOPIX)に係る知的財産権は、株式会社東京証券取引所(東証)に帰属します。
 ※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、知的財産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、JP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。
 ※ブルームバークは、ブルームバーク・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・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーク・ファイナンス・エル・ビーおよびその関係会社(以下「ブルームバーク」と総称します。)またはブルームバークのライセンサーは、ブルームバーク・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。

※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。