

ファンドマネージャーの運用ノート※

金融市場展望（2017年6月）

～ 上昇階段の踊り場で市場は次の一步を探る ～

※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6月1日

お伝えしたいポイント

- ・ 市場のテーマは「トランプ相場」から離れつつあるが、次のテーマを決めかねている
- ・ 米国の株高と金利低下はファンダメンタルズと総合的で、企業業績が今後も好材料に
- ・ 中国や新興国をめぐる不安材料を過度に懸念する必要はない

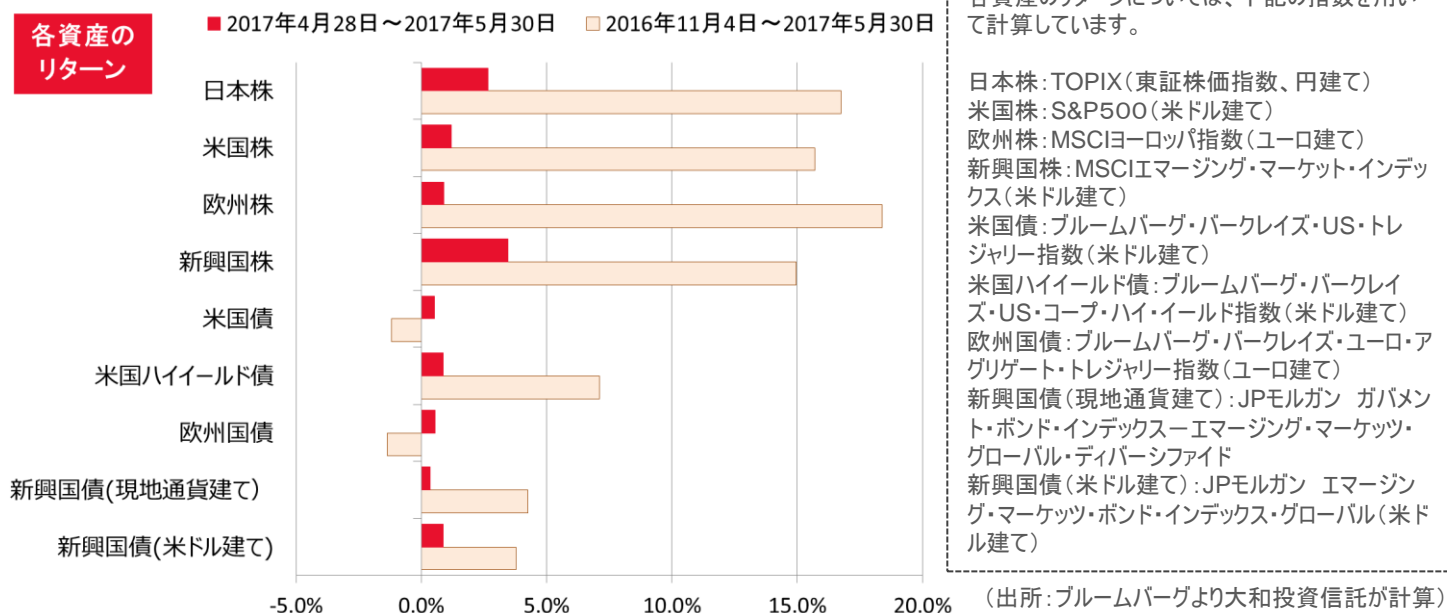
市場 「トランプ相場」後のテーマを探し、戸惑う

今年3月の米国利上げ以降は、「トランプ相場」ではなくなっています。

5月を振り返ると、月前半にはフランス大統領選挙を通過し、金融市場は一息をついていったんはリスク・オン傾向になりました。しかし月後半からは、米国トランプ政権のロシア疑惑やブラジル大統領の汚職隠ぺい疑惑、イタリアの総選挙前倒し観測など、各国個別の材料が相場をかく乱しました(図表1)。

この1カ月は、株式、債券ともに買われました。上昇幅は限定的で「トランプ相場」の雰囲気は薄れていますが、次のテーマが何になるのかは、まだ見えておりません。個別材料に一喜一憂する戸惑いの相場に移行しつつあります。

図表1 「トランプ相場」の勢いがなくなりつつある



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。

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/>

米国 道に迷えども、目的地は変わっていない

米国株、米国10年債、米ドルの推移を図表にしました。トランプ政権への期待感が後退する中で、株式市場、債券市場が共に上昇(金利は低下)、一方で米ドルはやや軟調に推移しています。

まちまちに見える動きは、それぞれの市場でファンダメンタルズが異なるためと解釈できます。

金利の低下は経済指標の鈍化が、株式市場の強気は企業業績の回復が、値動きの背景にあります(図表2、3)。為替では、金利の低下とトランプ政策の実現性の後退が、米ドルの頭を抑えました(図表4)。

図表2 あしもの米国金利低下は、マクロ経済指標の鈍化に沿うもの



グラフは、太線が米国10年国債利回り(左軸)、細線が米国のサプライズ指数(右軸)です。サプライズ指数が下落している場合、発表された経済指標の数値が事前予想を下回ったものが増えていることを示します。(2016年9月30日～2017年5月31日、日次)

(出所: ブルームバーグ)

米国経済が多少緩んでも企業業績が好調な理由のひとつに、グローバル企業の業績が米国外で好調である点が挙げられます。

一方、マクロ経済面では、いよいよ労働市場の引き締まりが賃金上昇圧力に転化しつつあります。加えて、われわれはここの米経済指標の鈍化は一時的なものとも見ており、6月に米国は再度の利上げに踏み切るとの市場想定が順当と考えています。

このため、トランプ政策への期待によるものではなく、物価と企業業績の上昇という理由により、リスク資産は上昇継続、金利もいずれは上昇に転ずるとみています。

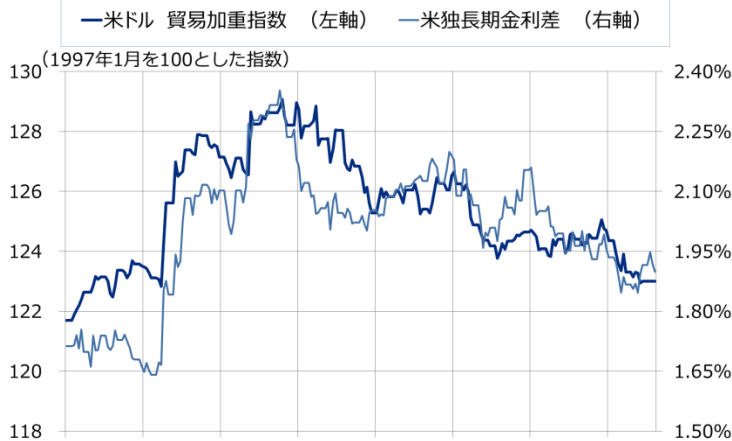
図表3 米国企業業績の改善が株価を押し上げる



グラフは、太線がS&P500株価指数(左軸)、面グラフがThomson Reutersの集計によるS&P500企業の増益率(右軸)です。2017年1-3月期以降は予想値です。(2015年初～2017年5月31日、株価指数は日次、増益率(予想)は四半期)

(出所: Thomson Reuters、ブルームバーグ)

図表4 米ドルもトランプ相場が色あせるとともに小幅調整



グラフは、太線が米ドルの貿易加重指数(左軸)、細線が米国10年国債金利・ドイツ10年国債金利(右軸)です。(2016年9月30日～2017年5月31日、日次)

(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。

中国 順調であるからこそ、痛みを伴う改革に着手できる

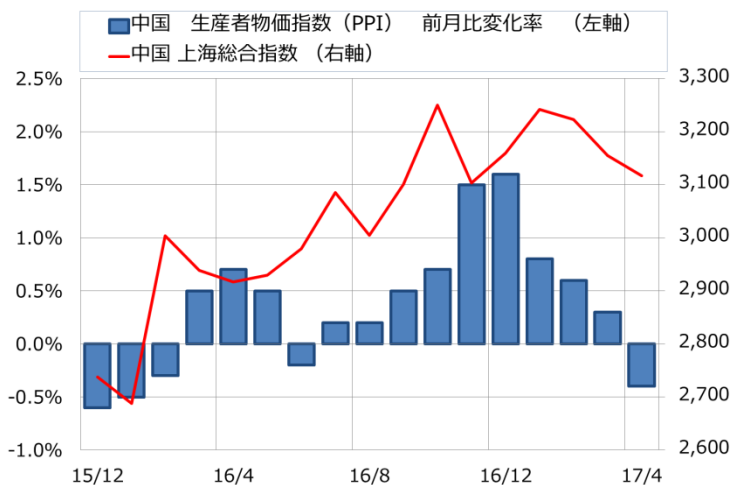
足元、中国の鉱工業生産など一部の経済指標が減速に転じたことや、生産者物価指数の鈍化により企業収益も鈍化に向かうとの連想から、中国景気の先行きに関する懸念を示す向きもあります。また、金融当局がシャドーバンキングへの規制を強化したことも景気への逆風を強める一因となり、株式市場のセンチメントに水を差す格好になっています(図表5)。

生産者物価指数の鈍化は実体経済の変調に基づくものではなく、規制強化を受けて中国国内の投機マネーが過熱した商品市場から流出したことが背景として大きいとみています。シャドーバンキングへの規制強化などの構造改革は、中国経済見通しがある程度良好だからこそ、政策当局がてこ入れを続けられていると考えています。

景気面では、景気けん引役の不動産投資とインフラ(社会基盤)投資が堅調を保っています(図表6)。加えて5月に開催された「一帯一路サミット」では、中国国内の関連地域を対象とした長期のインフラ投資に向けた意欲が示されており、引き続き同分野の投資が中国景気を下支えすると見込みます。

世界経済の観点からは、商品の需要地としての中国経済の評価も重要と考えています。景気の見通しは上記の通り底堅いと見通され、依然として中国発のリスクを憂慮する必要はないと考えています。

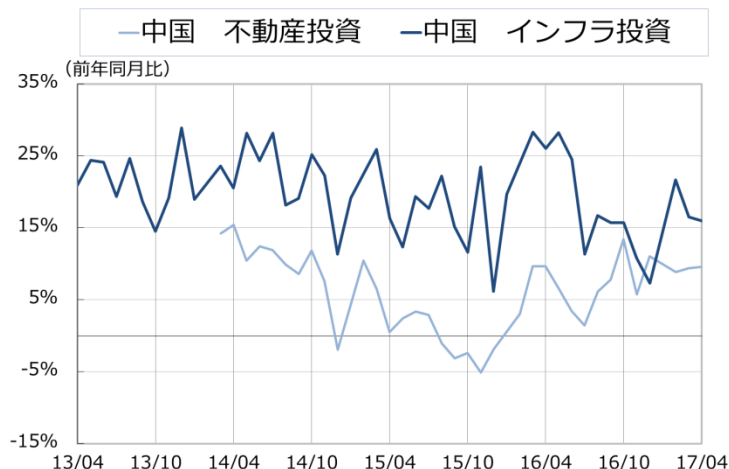
図表5 中国国内の物価上昇圧力は鈍化している…



グラフは棒グラフが中国生産者物価指数(PPI)の前月比(左軸)、折れ線が上海総合指数の月末値(右軸)。PPI前月比のマイナスは、前月から物価が低下したことを示す。(2015年12月~2017年4月、月次)

(出所:ブルームバーグ)

図表6 …しかし、景気牽引役である固定資産投資は底堅い



グラフは太線が中国のインフラ投資前年同月比変化率、細線が中国の不動産投資前年同月比変化率。(インフラ投資:2013年4月~2017年4月、不動産投資:2014年3月~2017年4月、月次)(各年、1~2月期をひと月分として計算)

(出所:中国国家统计局より大和投資信託が集計)

その他地域 フランスとブラジルの明暗

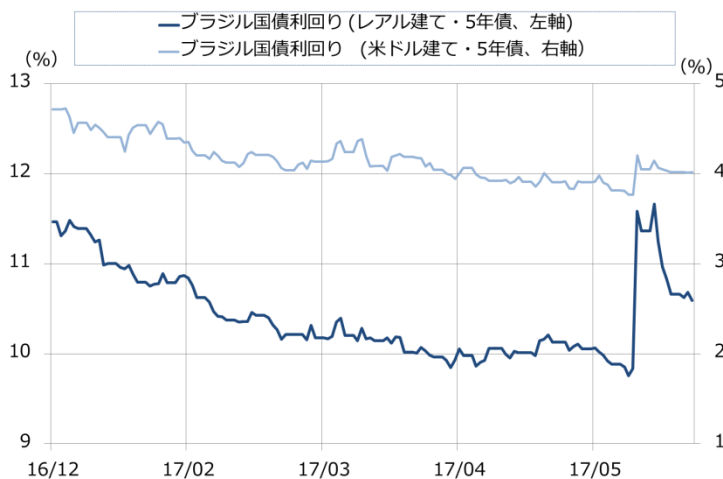
米国を除く世界では、楽観的なニュースが続きました。フランスではマクロン氏が同国史上最年少で大統領に就任し、反EU(欧州連合)の動きが強まるシナリオは回避されました。韓国とイランでも大統領選挙で穏健派が勝利しました。

一方、ブラジルは大統領の汚職隠ぺい疑惑で金融市場が大きく動揺しました。同国の財政再建の鍵を握る社会保障改革法案の議会審議を控えて、今も緊張が続いています。

しかし、ブラジル国債の値動きをみると、外貨建て債券はブラジル・レアル建て債券に比べて落ち着いています(図表7)。ブラジル・レアル建て証券の保有構成をみると、非居住者の保有割合は15%を下回っており、今般の金利急騰は国内勢が主導した動きだと分析しています。

従って、汚職隠ぺい疑惑問題はブラジル国内投資家には懸念されているものの、新興国市場全体への波及は限定的なものになると予想しています。

図表7 ブラジル政界をめぐる動揺は、市場によって反応が異なる



グラフは、太線がブラジル・レアル建てのブラジル国債(2023年満期)の利回り(左軸)、細線が米ドル建てのブラジル国債(2023年満期)の利回り(右軸)の推移です。(2016年末~2017年5月31日、日次)

(出所:ブルームバーグ)

見通し 上昇階段の踊り場で市場は次の一步を探る

足元で発表が終わった分の2017年1-3月期の実質GDP(国内総生産)成長率は、日本やフランスで市場予想を上回りました。また、トランプ大統領の登場とともに保護貿易政策の広がりが懸念されているものの、実績としては世界の貿易量は好調です(図表8)。

2017年1-3月期が前期比年率で1.2%成長にとどまった米国経済が加速に転ずれば、新興国経済への浮揚につながるとみています。資源国や新興国など景気に敏感な投資について、強気を維持します。

図表8 保護貿易への懸念をよそに、世界の貿易量は活況を呈している



グラフは、オランダ経済政策分析局が集計する世界貿易量指数の前年同月比変化率の推移。(2013年1月~2017年3月、月次)

(出所:オランダ経済政策分析局(World Trade Monitor)、ブルームバーグから大和投資信託が計算)

6月の注目材料は、米国の政治動向および利上げと考えます。

不確実性が高いのが米国トランプ政権の動きです。政権とロシアとの不透明な関係をめぐる疑惑の捜査が進む中で、米国議会が休会する7月までの間、共和党議員の政権支持動向には注意を払う必要があります。とはいえ、トランプ政権の政策実現能力への期待はかなり下がっており、波乱材料となるリスクは下がっているとみています。

対して、不確実性が低いのはFRB(米国連邦準備制度理事会)です。米国の利上げは2016年12月、2017年3月ときており、「3カ月」ペースの利上げへの意欲が感じられます。この「利上げのリズム」こそが、不確実性を減らし、米国利上げに伴う市場の動揺を防ぐとみています。◆

※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・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・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。

※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。