

## ファンドマネージャーの運用ノート※

### 金融市場展望（2017年7月）

#### ～ 市場は株高・債券高の楽観論の次を見据える ～

※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7月10日

## お伝えしたいポイント

- 金利上昇によって各資産の値動きにばらつきがみられはじめた
- 米国株、日本株、一部新興国株は健闘
- 市場は株高・債券高の楽観論の次を見据える展開に

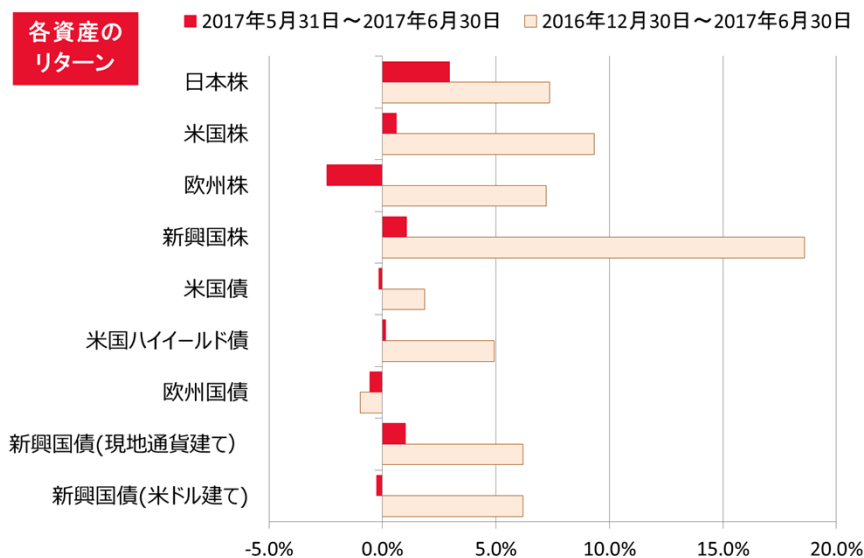
### 市場 ばらつく各資産の値動き

おりからの金利上昇は、株高債券高の楽観論に修正を迫りました。

6月を振り返ると、金融市場は、FRB(米国連邦準備制度理事会)による今年2回目の利上げを無事にこなし月半ばごろまでは平静を保っていました。しかしながら、月下旬にECB(欧州中央銀行)やBOE(英国中央銀行)の総裁による金融緩和策の縮小を示唆する発言をきっかけに、ドイツなど主要国の金利が上昇し始め、結局、月末にかけて金融市場は冷や水を浴びせられる形となりました。特に、震源地となった欧州の株式や欧州金利の上昇が波及したことで国債が売られました(図表1)。

しばらくは、金融政策に対する不透明感が相場の上値を抑える要因になると思われ、中央銀行高官の発言内容に市場の関心は向かうと考えられます。

図表1 株式、債券の動きにばらつきがみられはじめた



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・コップ・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・デリバティブ・ファイブ  
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。

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 底力をみせつけた米国株式市場

2009年6月以降始まった今回の景気回復期において、基調として株高と債券高(金利低下)が続きました。2016年11月のトランプ氏の大統領就任は金利上昇を招き、いったんは株高債券高の流れが止まったかにみえましたが、景気回復の一方で低位安定したインフレ環境が継続するとの見方が強まる中、12月以降、再び株高債券高のトレンドに回帰しました。しかしながら、2017年6月下旬以降は、欧州発の金利上昇が波及する形で米国金利も上昇(債券下落)に転じました(図表2)。震源地の欧州で債券に加えて株式も軟調に転じた一方で、米国株式は堅調さを維持し、底力をみせつけました。グロース株からバリュー株への物色変化がスムーズに進んだことが背景にありました(図表3)。出遅れていたバリュー株が買い戻されたことが米国株式を下支えしました。

図表2 米国株は6月下旬以降の金利上昇を持ちこたえた



(出所:ブルームバーグ)

景気が上向いている中での金利上昇は、一般的にバリュー株に追い風です。金利上昇局面では、グロース株の高いバリュエーションが警戒される一方で、バリュー株はキャッシュフローの安定性の高さなどが評価されるためです(図表4)。

良好な景気情勢が継続する中、こうした循環物色が続けば米国株式の腰は意外と強いかもしれません。減税やインフラ(社会基盤)投資などの経済政策の実現可能性が高まれば、さらなる株価の上昇要因になると思われます。

図表3 2017年明け以降はグロース優位のトレンドだった



(出所:ブルームバーグ)

グラフは、バリュー指数とグロース指数の対比。下向きはグロース株優位、上向きはバリュー株優位を示す。バリュー指数として、ラッセル1000バリュー指数、グロース指数としてラッセル1000グロース指数を採用。(2016年9月末～2017年6月末、日次)

図表4 過去1ヶ月ではバリュー株の代表格である金融セクターがトップ

業種	2017年2月末～5月末	5月末～6月末
金融	9	1
ヘルスケア	6	2
不動産	8	3
素材	7	4
資本財・サービス	5	5
エネルギー	11	6
一般消費財・サービス	2	7
生活必需品	4	8
公益事業	3	9
情報技術	1	10
電気通信サービス	10	11

図表は、S&P500の業種別指数のトータル・リターンを2017年2月末～5月末の期間と、5月末～6月末の期間で計測しランキング。

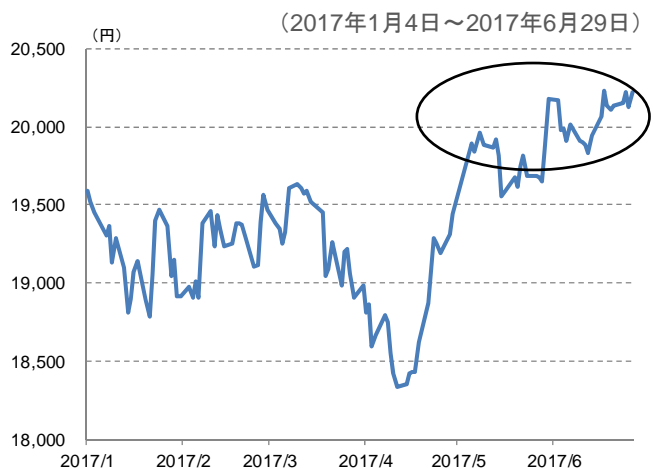
(出所:ブルームバーグ)

※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。

## 日本 業績に支えられた株価、米国の経済対策は株価上振れ要因

国内株式市場は2017年4月の直近ボトムからの回復後、日経平均株価でおおむね2万円を中心とした狭いレンジでの推移が続いています。ファンダメンタルズは堅調との見方は継続しているものの、主に米国、中国の経済統計の軟化が上値の重い要因とみられます(図表5、図表6)。

図表5 日経平均株価の推移

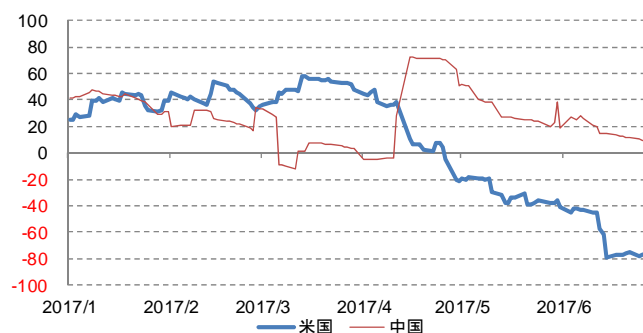


米国は6月のFOMC(米国連邦公開市場委員会)において、追加利上げを決定しました。しかし、今後の利上げペースについて市場には不透明感があるようです。われわれは利上げが長期を含めた米国金利の上昇をもたらし、それにより為替も緩やかに円安米ドル高が進んでいくとの基本認識を維持しておりますが、そのペースには注視が必要と考えます。

一方、国内企業業績は幅広いセクターにおいて今年度増益が見込まれており、国内株式市場は現在の株価水準が企業業績によって説明可能な水準にあるとみています。今後は時間の経過とともに業績改善を株価が織り込み、株価が上昇していくと予想しています。

仮に米国で減税やインフラ投資などの経済政策が実行されれば、それは株価の追加的な上昇要因になると考えています。

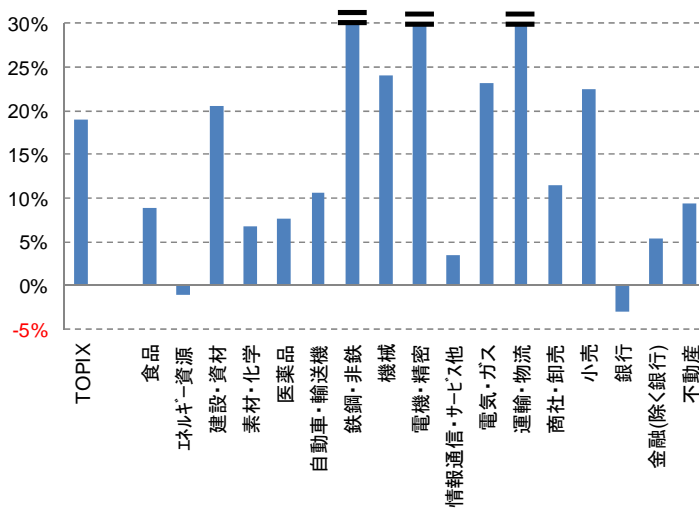
図表6 米国および中国の経済・サプライズ指数の推移



グラフは、太線が米国のサプライズ指数、細線が中国のサプライズ指数です。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。(2017年1月3日～2017年6月28日、日次)

(出所:ブルームバーグ)

図表7 TOPIX構成銘柄の2017年度におけるEPS伸び率見通し



[注1] 鉄鋼・非鉄、電機・精密、運輸・物流は30%超の伸び率  
[注2] 2017年6月29日時点

(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。

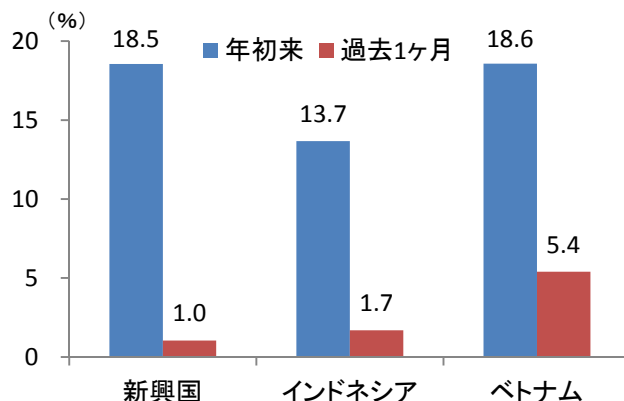
## その他地域 人口ボーナスが追い風となるベトナムとインドネシア

新興国株式市場は、年初からの株価上昇の後、足元ではやや上値の重い推移となっています。一般的には、先進国の金利上昇は新興国株式市場にマイナスの影響を及ぼすと考えられており、欧米金利の上昇が足元の軟調な株価推移の要因の一つとみられます。こうした投資環境下でもインドネシア株式市場とベトナム株式市場は堅調な相場を維持しています(図表8)。

インドネシア株につきましては、2017年5月に格付会社のスタンダード・アンド・プアーズ社が長期格付けを投機的な水準の「BB+」から投資適格となる「BBB-」に引き上げたことから、今後の直接投資や金融市場への資金流入の加速が期待され、株価の支援材料となっているとみられます。また、約2億6千万人の人口を抱え、その6割以上が生産年齢、約3割弱が若年層と魅力的な人口動態を持っていることから、長期的に高い経済成長が継続する可能性が高いと考えます(図表9)。

ベトナム株につきましては、外人持株比率上限の引き上げについての申請と許可の増加や、新規公開、新規上場や公募・売上の増加への期待から市場の注目が高まっています。また、おおむね良好なマクロ経済や企業決算も足元堅調な株価の支援材料となっているとみられます。長期的には、インドネシアと同様、人口に占める若年層が多いこと、また安い労働コストなどを背景に高い成長を維持することが期待されます(図表10)。

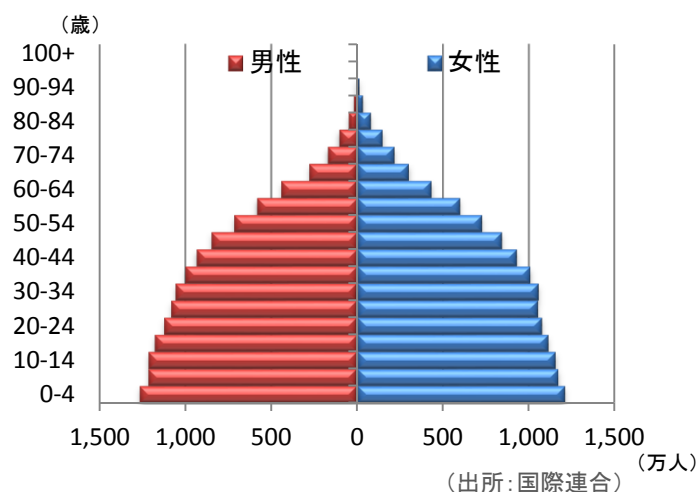
図表8 年初来、過去1ヶ月のリターン(米ドル建て、2017年6月30日時点)



新興国は、MSCIマージング・マーケット・インデックス。  
インドネシアは、ジャカルタ総合指数。  
ベトナムは、ベトナムVN指数。

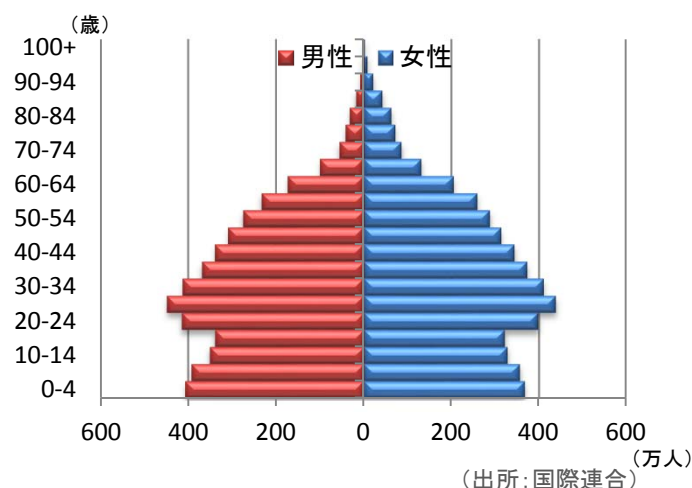
(出所:ブルームバーグ)

図表9 インドネシアの人口構成(2017年推計値)



(出所:国際連合)

図表10 ベトナムの人口構成(2017年推計値)



(出所:国際連合)

※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 市場は楽観論の次を見据える

市場の注目は、金融政策の行方になりそうです。世界経済が底堅く推移する中、低位安定した物価の動きが世界的な株高、債券高(金利低下)をもたらした楽観論を演出してきました。株式市場は良好な企業業績を、債券市場は加速感を欠く物価の動きを、それぞれ反映してきました。この「居心地のよい」投資環境が、今後、上昇しつつある金利によって大きく変化するのか、それとも一時的なノイズとして再び株高、債券高サイクルに戻るのか、金融市場は各国中央銀行高官の発言内容に大きく耳を傾け楽観論の次を見据えます。

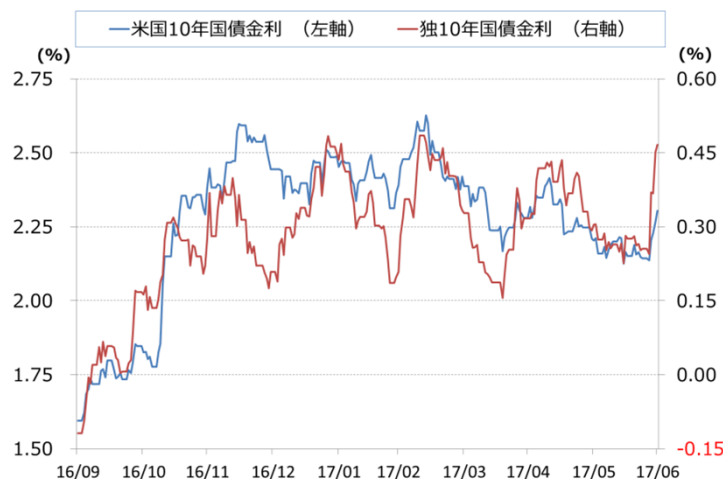
### 7月の注目材料は、各国の金融政策と考えます。

7月は金融政策に関するイベントがめじろ押しです。米国では7月12日にイエレンFRB議長の半期議会証言が下院で行なわれる予定です。25日、26日のFOMCでは金融政策変更の可能性は低いものの、金融政策の正常化をフロントランナーとして走るFRBの方向性を見る上で注目されます。欧州では20日のECB理事会に注目しています。世界的な金利上昇のきっかけとなった6月27日のドラギECB総裁の発言を踏まえて、早期の金融緩和策縮小シナリオがさらに現実性を帯びるのかどうかを市場は警戒しています。日本では19日、20日に日銀金融政策決定会合が予定されています。

一方で、世界的な景気拡大は継続しています。こうした経済ファンダメンタルズの改善を反映する金融市場の動きは緩やかに続くとみています。◆

図表11 欧米金利の上昇は、市場に冷や水を浴びせた

(2016年9月末～2017年6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、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。

※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。