

投資環境展望

QUARTERLY
INVESTMENT
OUTLOOK

2018年 春号

大和投資信託

Daiwa Asset Management

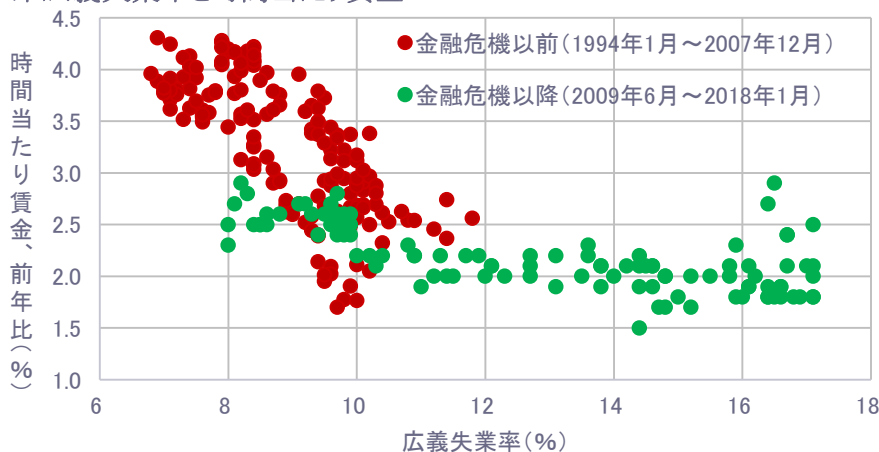
2018年の世界経済は「適温経済」。ただし労働需給の逼迫などから徐々にインフレ圧力が高まろう。

2018年の世界経済は好調を見込んでいます。米国では昨年末に税制改革法が成立しました。2018年は減税等の拡張的な財政政策の後押しもあり、潜在成長率を上回る成長が続くと想定されます。堅調な経済成長という意味ではユーロ圏も同様であり、先進国全体で見ても2018年の成長率は2017年並みないしはやや上振れを予想しています。新興国に関しても、中国では若干の成長の減速が見込まれるものの、緩和的な金融環境や商品市況高によって、全体としては好調が続きます。

インフレは安定した状況ながら、徐々に上昇圧力が高まると想定しています。先進国では失業率の低下にも関わらず賃金上昇圧力が高まらず、インフレが低迷する状況が「謎」とも言われています。技術革新等の構造問題によるインフレへの下方圧力などがその要因として示唆されています。しかし、労働市場の需給関係で賃金が決まるという構造は変わりようもないため、米国をはじめ失業率が従来NAIRU（自然失業率、インフレ率を加速も減速もさせない失業率）とされて来た水準を下回り改善が続いている状況を見ると、いずれ現下の市場環境におけるNAIRU水準へ達することから、インフレ上昇に対する警戒を解くべきではないと考えています。

このようなマクロ経済見通しに対するリスクとして、米国の金融引き締め加速による流動性の逼迫、中国の過剰債務問題、地政学的緊張の高まり、高インフレの顕在化などを念頭に置いています。米国の利上げは少なくともFED（米国連邦準備制度）の示唆しているペースで緩やかに行われると見込まれる上、ユーロ圏と日本では2018年も中央銀行のバランスシートが拡張的であり続けることから、流動性の急速な引き締めが起こる確度はそれほど高くはないとみています。しかし、仮にそれが起こった場合は、金利上昇や株価などのリスク資産価格の下落は大きくなる可能性があるでしょう。中国の債務水準は名目GDP（国内総生産）対比で200%を超えるなど警戒水準にあります。成長より安定に経済運営の軸足を移す習近平政権のもとで、当面はリスクが抑制されるというのが基本的な見方です。

米広義失業率と時間当たり賃金



(出所)ブルームバーグ、米国労働省

米国を中心に緩やかな金利上昇。利上げできる国(米国、カナダ、英国)とできない国(ユーロ圏、日本)との金利水準の乖離が拡大しよう。

米国債券市場は短期債中心の金利上昇を予想しています。FED は2018年に0.25%の利上げを3回実施するとともに、バランスシートの縮小を進めるとみられます。米国は景気拡大サイクルの終盤にあるとは考えられますが、税制改革や拡張的な財政政策運営等による景気の後押しが今後期待されることもあり、金利は緩やかに上昇すると予想しています。一方で失業率が歴史的な低水準にまで低下するなど労働市場のスラック(余剰資源)がほぼ解消された状態にあるなか、インフレはいわば「乾いた薪」のような状況にあります。高インフレが顕在化した場合には、金利上昇が加速し、インフレ連動債の名目債に対する優位性が増すでしょう。

ユーロ圏ではECB(欧州中央銀行)が利上げに転じるのは2019年以降となるため、金利上昇幅は限定的なものにとどまるとみています。2017年初以降ユーロ高が大きく進んでいることや、ユーロ圏では依然としてスラックが残っていることから、インフレ上昇圧力は顕在化しにくいでしょう。政治情勢に目を向けますと、オーストリアでは極右政党が連立政権入りしたほか、ドイツでは連立交渉の難航を通じてメルケル首相の政治的指導力にもいよいよ陰りが見え始めたとも言われています。イタリアでは3月に議会選挙が予定されており、世論調査からは「ハング・パーラメント(宙づり議会)」となる可能性が高いと目されています。ただし、ユーロ圏経済が好調である限り、政治的不透明感の高まりがユーロ圏の分断を強めるまでには至らないというのがメインシナリオです。したがって、ユーロ圏周辺国の国債はコアであるドイツ国債を上回るリターンが期待できると考えています。

日本では、「オーバーシュート型コミットメント」を掲げる日銀のもと、少なくとも2018年を通じて金融政策が据え置かれ、長期金利の水準も抑圧される見通しです。

米インフレ期待(2015年1月～2018年2月)



新興国債券

新興国債券市場への投資にあたっては「高いキャリー収益をいかに安定的に獲得するか」が鍵。インド、インドネシア、ブラジルは有望な投資先。

新興国経済は良好であり、債券市場ではキャリー収益を安定的に獲得しやすい環境であると判断しています。堅調な先進国経済の恩恵を受けていることに加えて、インフレの落ち着きが金融緩和余地を生んでいることが新興国経済の好調に結び付いています。また外貨準備高や対外債務の水準は総じて見ると改善傾向にあり、多少の経済的ショックなどに対する市場の耐性は増えています。こうした良好なファンダメンタルズは通貨や金利のボラティリティ(価格変動リスク)を抑制し、新興国の高い利回りを安定的に享受しやすい環境を生み出していると考えています。

ただし投資にあたっては選別的になる必要があります。有望な投資先と考えているのがアジアではインド、インドネシア、ラテンアメリカではブラジルです。インドに関しては、モディ首相が敢行する様々な構造改革(高額紙幣廃止や統一的な物品・サービス税(GST)導入等)が長期的に潜在成長力の向上につながるとみています。インドネシアについても構造改革の進展期待と成長加速を高く評価しています。ブラジルは幾分か複雑な状況です。経済が好調に推移する一方で、インフレが抑制された水準にとどまりそうであることは、ブラジル債券投資にとって追い風です。しかし、10月に予定されている大統領選挙に向けて金融市場のボラティリティが高まる可能性があることには注意が必要だと考えます。

トルコおよび南アフリカへの投資にあたっては十分な警戒が必要だと考えます。トルコでは2016年のクーデター未遂事件以来、欧米諸国との関係が悪化していることが、経常赤字国であるという事実とあいまって金融市場の脆弱性を強めているとみています。南アフリカでは、財政基盤の脆弱性と歳出削減余地の欠如が明らかであり、信用格付けの引き下げもあり得るとみています。

現地通貨建て国債金利(2010年1月～2018年2月)



クレジット市場

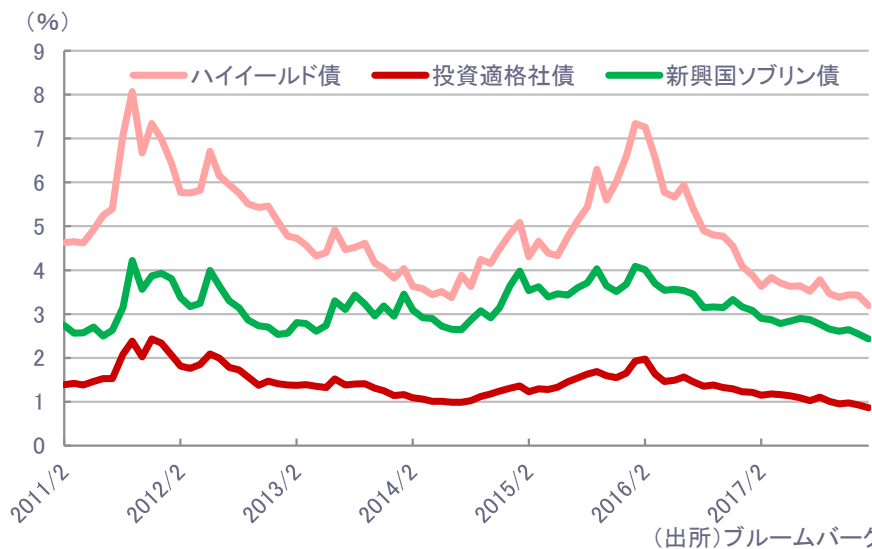
クレジット環境は依然として良好だが、スプレッドは相当タイトな水準にあり、慎重なリスクテイクが求められる。

投資適格社債市場は投資妙味が減少しており、国債に対して得られる超過リターンは大きくないと考えています。2017年は好調な世界経済や緩やかな金融環境を背景に利回りを求める投資家の動きが活発化した結果、欧米投資適格社債市場での対国債スプレッドの縮小が進みました。主要通貨の社債インデックスで見ますと、スプレッド水準は金融危機後の最低水準を下抜けています。

2018年も、好調な世界経済が続くと見込まれることや主要国中央銀行のバランスシート規模が依然として拡張的であり、金融緩和環境が続く見通しであることなどは投資適格社債やハイイールド債市場にとって追い風の材料です。一方、スプレッド水準は既に相当タイトな水準にあるため、今後のさらなる縮小余地は限定的だとみています。スプレッドから得られるキャリー収益が縮小しており、想定外のリスクイベントや需給の緩み、ネガティブなニュースフローに対する耐性も脆弱な域に達していると考えています。

投資適格社債やハイイールド債市場と比較し、**ハードカレンシー建て新興国ソブリン債市場には投資妙味が残っていると考えています。**新興国では外貨準備高や経常収支構造の改善などが進んでいることや、財政の改善やインフレの落ち着きなどを通じて通貨価値が安定していることは、投資家が新興国ソブリン債スプレッドを安定して享受できる環境が続いていることを示しています。新興国ソブリン債のスプレッドは過去最低水準近辺にあり割高さはあるものの、投資適格社債やハイイールド債など他のクレジット市場と比較して、スプレッド縮小余地等の観点からいまだ投資妙味があると判断しています。

クレジットスプレッド(2011年2月～2018年2月)



(注)ハイイールド債はBloomberg Barclays US Corporate High Yield Average OAS、投資適格社債はBloomberg Barclays US Aggregate Corporate Average OAS、新興国ソブリン債はBloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns Average OAS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。

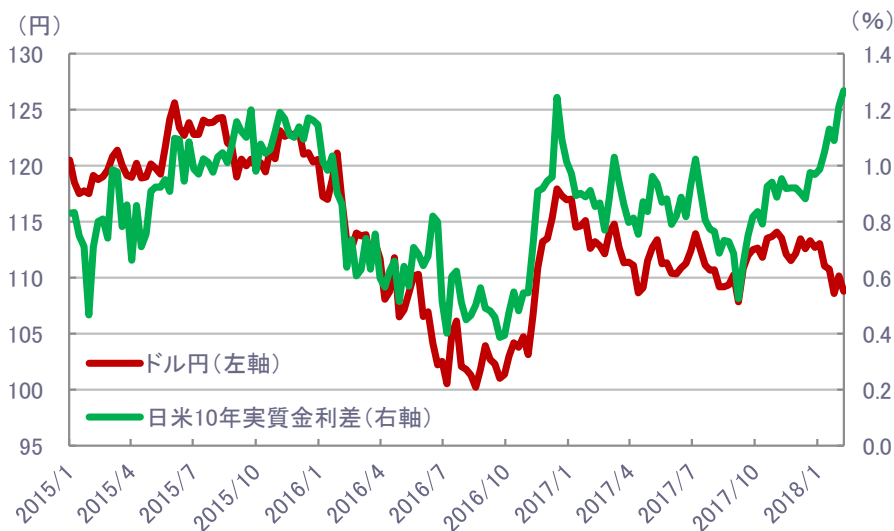
ドル円はレンジ。欧州通貨や資源国通貨、新興国通貨は引き続き選好されるが、個別材料には注意。

ドル円は強弱材料の綱引きのなか、レンジ推移が継続すると予想しています。ドル円は過去において日米金利差との相関が強いとの特徴を持っていますが、足元では金利差拡大にも関わらずドル円が下落基調となっています。これは「原油高がドル安を招いている」「ムニューシン米財務長官のドル安容認発言」「日銀の輪番減額による金融緩和縮小観測」などのドル安あるいは円高要因が重なったためとみられます。ただし今後のドル円相場の方向性を考える場合、税制改革等による米国景気押し上げや米企業の海外留保利益の米国内環流促進などのドル高・円安要因も相応のインパクトがあると思われ、ドル円は強弱材料が混在しているとみています。

先進国通貨では欧州通貨、資源国通貨を強気にみています。2017年はユーロなど欧州通貨の上昇圧力が目立つなど、総じてドル安・その他先進国通貨高の1年となりました。欧州経済の予想を上回る景気回復ペースや商品市況高が欧州通貨および資源国通貨を押し上げる要因となりました。こうした流れは当面続くと考えていますが、EU(欧州連合)離脱交渉の難航が予想されるため、英ポンドに関しては先行きを警戒的にみています。

新興国通貨に対しては強気でみているものの、個別国材料に注意を払う必要があると考えます。新興国通貨にとっても2017年は良好な1年でしたが、2018年もこうした良好な市場環境が続くと考えています。米国の利上げ時には新興国不安が広がりやすいというのが過去の経験則ですが、いまや新興国のファンダメンタルズは健全性を増しており、こうした不安は起こりづらいというのが基本的な見方です。ただし、選挙等の政治イベントや米国との関係悪化要因を抱える通貨には警戒が必要だと考えています。

ドル円と日米金利差(2015年1月～2018年2月)



(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)

当社ホームページ

▶ <http://www.daiwa-am.co.jp/>