

投資環境展望

QUARTERLY
INVESTMENT
OUTLOOK

2018年 夏号

大和投資信託

Daiwa Asset Management

投資環境

世界経済は堅調に拡大するとの見方は変わらないものの、インフレや通商リスク、地政学リスクなど様々な不確実性が高まっている。

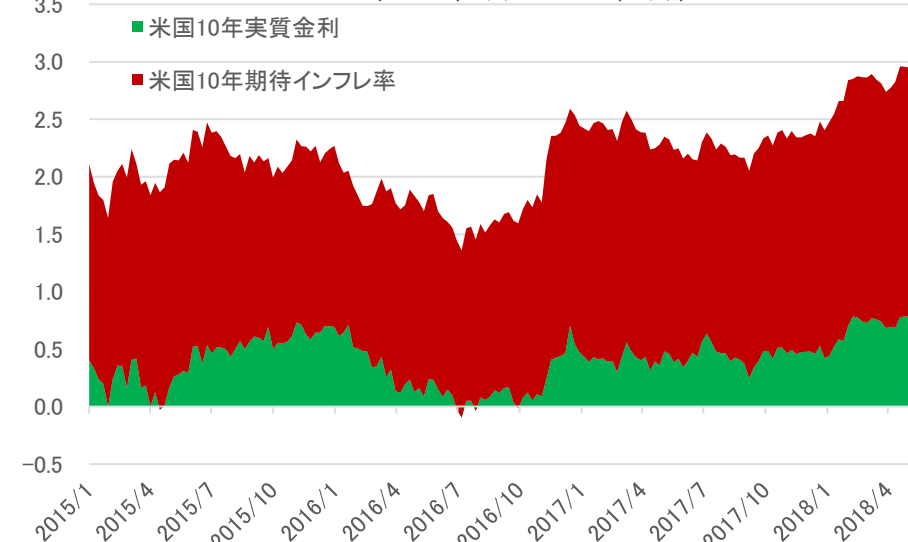
11月の米国中間選挙を前に、トランプ大統領は米国第一主義への回帰を強めています。鉄鋼・アルミへの追加関税発動を皮切りに米中貿易摩擦が激化しているほか、北朝鮮との会談開催やイラン核合意からの離脱が突然発表されるなど、**通商面、地政学面において政策の不確実性が高まっています**。当社では世界経済が堅調に推移するとの見通しを持っていますが、こうした不確実性の高まりは少なくとも米国中間選挙まで続く可能性があり、経済への下方リスクであると認識しています。

一方インフレに関して、年初来の債券利回り上昇などの値動きを見る限り、市場はインフレ率の上振れを警戒しているようです。世界的な株価の伸び悩みも、昨年的大幅上昇の反動やIT企業の情報流出問題によって市場センチメントが冷やされている面がある一方で、マクロ的には想定以上のインフレが実現するリスクを警戒しているとも見てとれそうです。

当社では、FED(米国連邦準備制度)が今後も緩やかに利上げを進めるとみています。こうした利上げは予測可能な範囲内であるため、市場に過大なストレスを与えることはないでしょう。しかしこの基本シナリオに対するリスクは、予想外のインフレ急騰によりFEDが後追いの利上げに追い込まれ、世界的に実体経済と金融市場の混乱を招くことだと考えています。足元の市場はこうしたリスクを徐々に織り込んでいるように見えることから、これらの実現可能性をより注意深く観察する必要があると考えています。

また、ユーロ圏においてドイツ主導での財政均衡主義に対する反発が選挙での大衆迎合的政党の躍進という形で現れ始めていることに注目しています。イタリアでのポピュリスト政権誕生の可能性が高まっていることは、ユーロ圏の統合形態が根底から見直されるきっかけになりそうです。

(%) 米10年金利は実質金利と期待インフレ率双方が牽引し上昇
(2015年1月～2018年5月)



(出所)ブルームバーグより大和投資信託作成

先進国債券

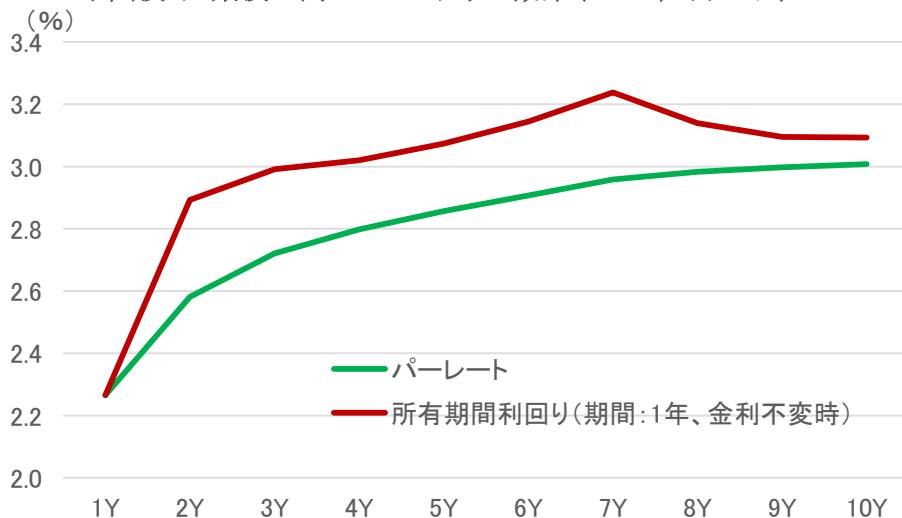
先進国の債券市場は緩やかな金利上昇。各国ごとの金利水準の乖離は拡大しよう。

先進国の債券市場は緩やかな金利上昇を予想しています。インフレに警戒的なFEDが緩やかな利上げを続けるとみていることや国債増発による需給悪化懸念などから、米国金利は上昇リスクがあると考えています。ただしこれまでの金利上昇とイールドカーブのフラット化の結果、特に短期債に投資魅力が出始めているとみています。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、今後さらなる金利上昇による債券価格下落リスクはあるものの、キャリーとロールダウン効果でカバーして余りある水準にあるとみています。

ユーロ圏においては、ECB(欧州中央銀行)の利上げは2019年以降となり、金利上昇幅は米国と比べて限定的なものにとどまるとみています。ユーロ圏景気がユーロ高や天候要因もあって失速し始めていることも、金利上昇を抑制しそうです。また政治情勢も依然として先行き不透明要因です。イタリアでは、3月の総選挙においてEU(欧州連合)に懐疑的なポピュリスト政党が得票率を伸ばしましたが、過半数を獲得するには至りませんでした。政権樹立交渉が難航しているため、再選挙実施観測も浮上していますが、その際にはポピュリスト政党が得票率を増すと目されています。ユーロ圏経済が底堅く推移する限り、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基本シナリオですが、イタリアでポピュリスト政権が誕生した場合には、イタリアを中心としたユーロ圏周辺国国債への売り圧力が強まりやすく、コア国であるドイツ国債に資金が還流しやすくなるとみています。

日本では日銀の第2期黒田体制がスタートしました。4月の金融政策決定会合では長短金利操作付き量的・質的金融緩和が維持された一方、展望レポートから物価2%目標の達成時期が削除されました。インフレが2%に向けたトレンドへ転換するまでは、現行政策に大きな変更はなく、長期金利の水準も抑圧される見通しです。

米国債:短期債の高いロールダウン効果(2018年5月14日)



(出所)ブルームバーグより大和投資信託作成

新興国債券

新興国債券市場はボラティリティと上手に付き合い、選別的に投資を行うことが重要。インド、インドネシアは引き続き有望とみる。

新興国債券市場では金利が上昇しやすく、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、投資にあたっては選別的かつタイミングを見極めることの重要性が増していると考えます。足元、新興国債券市場では金利上昇が続いていますが、これらは(一部の国を除いて)個別国要因というよりはグローバル金融市場環境に起因するものだとみられます。ただし、過去と比べて新興国の経済・財政面での健全性は増しており、また政策発動余地も多分に残されていることから、多少の経済的ショックに対する耐性は強まっていると考えています。グローバル金融市場が落ち着きを取り戻すにつれて、海外からの資金流入が再び活発化し、新興国の高い金利を安定して享受できる環境が戻ってくると予想しています。

インドネシアやインドでは景気が好調であることに加えて、現政権下において適切な政策運営がなされるとの期待が高いことなどが好材料です。ブラジルでは10月の大統領選挙を前に投資家の手控えムードが強くなり、金融市場の高いボラティリティにつながっていますが、インフレ圧力が抑制されていることから見とれるように、ファンダメンタルズ面での懸念は小さいと考えられます。メキシコは対米貿易交渉や大統領選挙を巡る不透明感の払拭が鍵となりそうです。これらの国々はいずれも潜在的に有望な投資先であると考えています。一方、いくつかの国では個別国要因が大きく影響しています。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高まっています。本国通貨が大幅に下落しているにも関わらずエルドアン大統領は利上げに反対しており、政策対応の自由度が限られた状態にあるなど、同国が置かれた状況は厳しく、投資にあたっては十分な警戒が必要です。

新興国金利は選別色強まる(2010年1月～2018年5月)



(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。

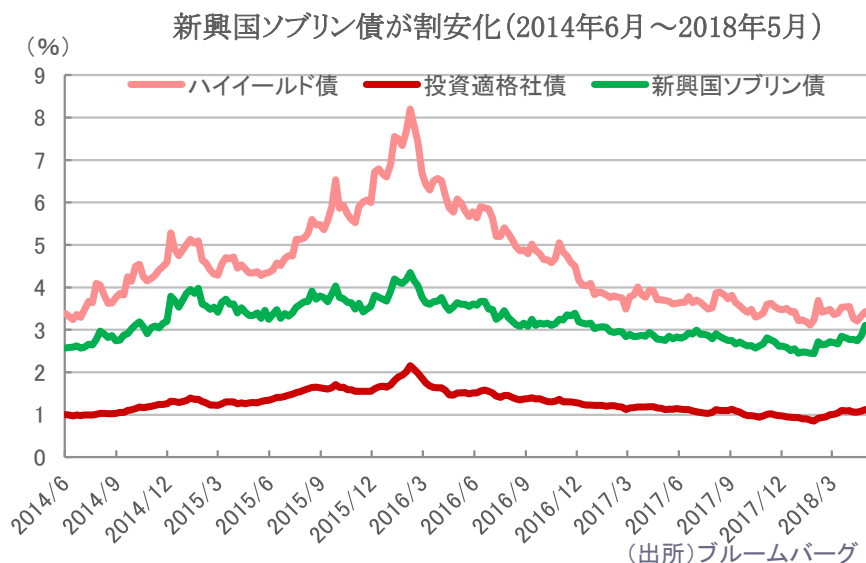
クレジット市場

投資適格社債市場やハイイールド債市場の спреッドはタイトな水準にあり、リスク抑制的な運用が求められる。

投資適格社債市場の割高さは2月と比べて幾分解消したものの、投資妙味はそれほど大きくないと考えています。投資適格社債市場の対国債 спреッドは2月以降拡大しており、これは通商リスク、地政学リスクの高まりやそれに伴うリスク資産の調整が主因とみられます。またドル建て社債市場では、イールドカーブのフラット化に伴い為替ヘッジコストが上昇しており、海外投資家の需要が減退していることも спреッドが拡大した背景にあります。一方ハイイールド債市場の спреッドは原油高もあり、過去最低水準近辺までタイト化した状態にあります。

企業収益環境は依然として良好であることに加え、当面は緩和的な金融環境が維持される見通しであることなどから、今後の спреッドの持続的拡大は見込んでいません。しかし спреッド水準は歴史的な低水準にあり、 спреッドから得られるキャリー収益が縮小していることから、想定外のリスクイベントや需給の弛み、ネガティブなニュースフローに対する耐性は依然として脆弱な域にあると考えています。

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ありますが、投資対象国の選別が重要性を増していると考えています。ドル安トレンドの反転が、海外からの資金流入への依存度が高い新興国への懸念を高める可能性があると考えためです。ただし全般的に見ると新興国は経済、財政等の健全性を増しており、過去の債務危機時などと比較して体質強化が進んでいます。新興国ソブリン債は足元で спреッドが拡大しましたが、その結果、バリュエーション面から見ても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投資妙味が増したと判断しています。



(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。

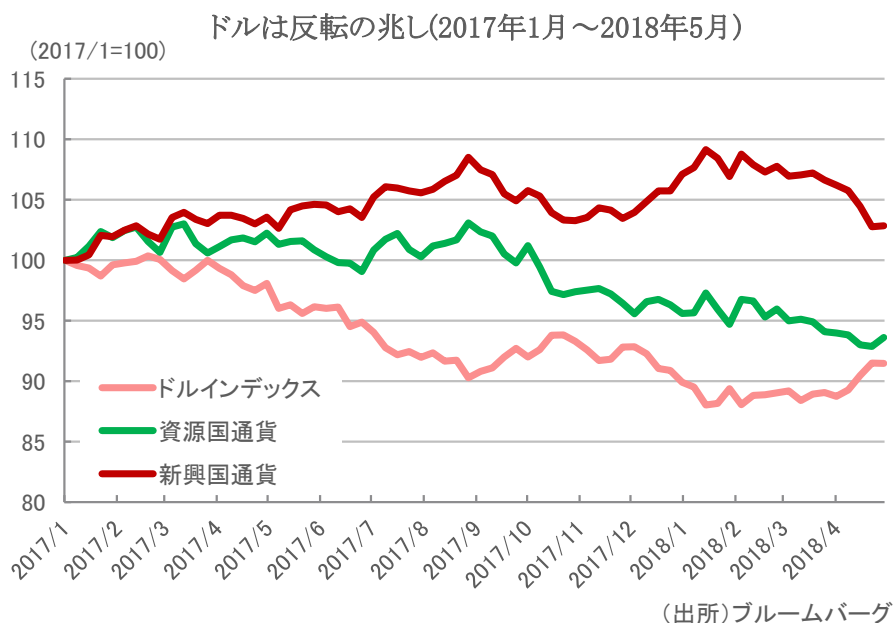
通貨

ドル円はレンジながら徐々に下値切り上げ。資源国通貨には強気、新興国通貨は当面警戒が必要。

トランプ大統領は中間選挙を控えて通商問題への圧力を強めており、今後の日米2国間貿易交渉に際しても円高リスクが意識されるでしょう。一方、米金利は上昇基調にあり日米金利差が拡大していることや、本邦投資家による対外証券投資が拡大する可能性があることは円安要因であり、ドル円はレンジ推移ながら徐々に下値を切り上げる展開を見込んでいます。

先進国通貨全般に見ると、2017年初めから2018年3月まで下落していたドルインデックスが反転しドル高方向に切り返しています。米国経済が好調を保つ一方、ユーロ圏経済に失速の兆しが見え始めていること、高水準に積み上がっていたユーロロングのポジション整理などがこうした動きの背景にあります。当面はドルの上昇余地と持続期間を確認する時間帯が続くとみていますが、一本調子のドル高継続には懐疑的な見方を持っています。米国の財政赤字と貿易赤字の「双子の赤字」やトランプ大統領の通商問題への姿勢がドル安材料であるためです。一方、原油価格の上昇からカナダ・ドルや豪ドルといった資源国通貨に対する強気の見方を維持しています。EU離脱交渉の難航が予想されるため、英ポンドに関しては引き続き警戒的にみえています。

新興国通貨はドル安からドル高へ相場が反転する中、大きく売られました。一部の国では通貨防衛のための利上げや為替介入に追い込まれるところも出ています。こうした動きはドル高と裏表の関係にあるため、新興国通貨安局面は今しばらく続く可能性があります。ただし新興国の景気は好調を保っており、経済、財政面での健全性は過去と比べて大きく改善していることから、グローバルな市場センチメント回復に伴って高金利に着目した海外からの資金流入が再び活発化すると見込んでいます。ただし、選挙等政治イベントや米国との関係悪化リスクを抱える通貨には引き続き警戒が必要です。



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/>