

# 投資環境展望

QUARTERLY  
INVESTMENT  
OUTLOOK

～米中貿易戦争は世界経済  
悪化への分岐点になるのか～

2019年 夏号

大和投資信託

Daiwa Asset Management

米中貿易戦争激化による先行き不透明感が高まるも、中国の景気底打ちが緩衝材となろう。

中国経済に底打ちの兆しがみられています。製造業PMI(購買担当者指数)は2019年2月まで3カ月連続で景気拡大・縮小の分岐点である50を下回っていましたが、3月以降は50を回復しました。マネーサプライ(M2)、社会融資総量ともに基調として持ち直しの動きとなっており、信用創造の活発化によりインフラ(社会基盤)投資も回復しています。これらの背景にあるのは政府が2018年後半から打ち出した景気刺激策です。財政面では減税や社会保険料負担の軽減を通じて成長の下支えを図りつつ、金融面では主に民間中小企業の資金繰り改善を目的にさまざまな金融緩和措置を講じてきました。

他方、米中貿易戦争は早期の最終合意が見込まれていた4月から一転し、トランプ米大統領が中国製品ほぼ全てが対象となる追加関税案を発表するなど、5月以降は激化の一途をたどっています。中国政府も報復関税実施を発表しており、IMF(国際通貨基金)の試算によると貿易戦争が深刻化した場合、実質GDP(国内総生産)成長率の下押しは米国で最大0.6%、中国では最大1.5%と特に中国への大きな影響が想定されています。

このように中国経済をめぐる強弱材料の綱引きのような状況となっていますが、現時点では先行きに関してそれほど悲観的になる必要は無いと考えています。米中ともに強硬姿勢を見せている背景には両国経済の底堅さがあり、お互いの主張をぶつけ合う時間的余裕があるとみられるからです。逆に言えば、貿易戦争が長期化し、中国経済への下押し圧力が強まる、あるいは米国株式市場が下げ足を強めるような局面では、通商協議が合意に至る機運が高まってくると予想されます。したがって当面の投資環境としては、中国経済の底打ちが世界経済全体に波及する中で、貿易戦争激化の持続性を見極める時間帯であるとの認識を持っています。



金利はこう着状態続く。低位での金利推移が見込まれる中、追加的な利回り獲得へのニーズは高い。

## <有望投資戦略>

- ①米国短中期債
- ②イタリア国債／スペイン長期国債(円ヘッジ)
- ③ポーランド国債(円ヘッジ)

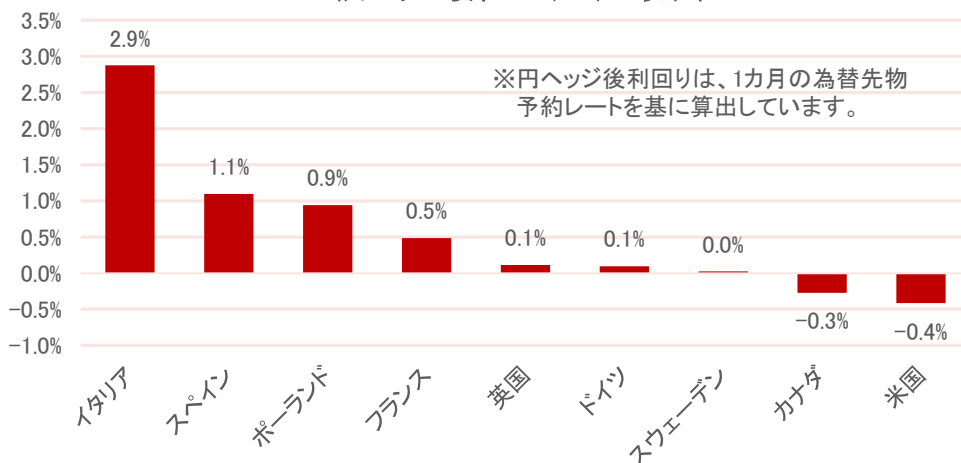
米国では利上げ局面が終焉し、一部では利下げに転じる国も現れる中、先進国金利は現状水準近くでこう着状態が続くと想定します。

米国では利上げが休止され、FRB(米国連邦準備制度理事会)のバランスシート縮小も9月末で終了することになりました。金融引き締め局面はほぼ終了したと判断していいと考えています。米中貿易戦争激化による景気的大幅な下押し圧力など、成長率への下方ショックが顕在化した場合には金利低下が進むとみられます。ただし、同時に利下げ期待が高まり(いわゆるパウエル・プット)、株式市場などのリスク資産価格が下支えされることによる金利上昇圧力も一方では想定されることから、米金利は当面明確な方向性に出にくい展開を予想します。利上げが休止されたことや先進国内での相対的な金利水準の高さから、米短中期債の投資妙味は引き続き高いと考えています。

ユーロ圏経済は2018年を通じて低迷が続いた後、2019年1-3月期にようやく底打ちの兆しが見えました。ただ、外需の大幅な回復も見込みにくく、力強い景気回復が期待できない中、ECB(欧州中央銀行)による金融政策正常化は相当後ずれし、金利は当面、低位で推移するとみています。ユーロ圏への投資は円ヘッジベースで考える投資家が大半だと思われませんが、フランス・ベルギーといったAA格国債の金利が過去最低水準に接近している状況下、A格であるスペイン、BBB格であるイタリアへの投資は利回り確保の観点からは避けて通れないテーマです。同様の文脈では、ユーロ圏ではありませんがポーランド・ズロチ建て国債のヘッジ後利回りも投資妙味があり、検討すべき対象だと考えています。

オーストラリアでは住宅市場の調整などを背景に利下げ期待が高まっています。隣国ニュージーランドはすでに利下げに転じており、オーストラリアでも年内の利下げの可能性は高いとみています。金利は低位での推移が続くそうであり、国債から州債や国際機関債など非国債へのシフトを通じた利回り向上戦略はますます重要になってくるでしょう。

10年債利回り  
(円ヘッジ後、2019/05/16現在)



(出所)ブルームバーグより大和投資信託作成

## 新興国債券

新興国債券市場を取り巻く環境は良好。選別的に投資を行うことは引き続き重要。

### <有望投資戦略>

①インドネシア、ブラジル、メキシコを推奨

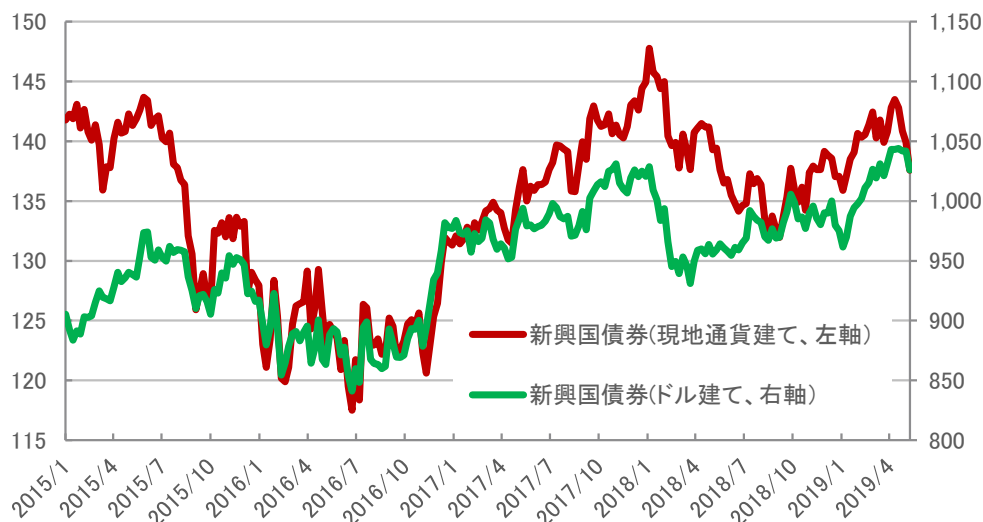
②中国人民元建て債券は長期的な二超大国体制を視野に投資を検討

③新興国債券はドル建て、現地通貨建てのいずれでも良好なパフォーマンスが見込まれる

米中貿易戦争激化に伴う中国経済の先行きには不透明感が強まったものの、新興国市場を取り巻く好環境(米国の利上げ休止、インフレ圧力の沈静化、政治情勢の改善)は損なわれておらず、引き続き新興国債券への投資の好機であると考えています。当社は以前より、新興国債券への投資にあたっては、3つの条件(ドル高の終焉、インフレ沈静化、政治リスクの低下)が整うことが重要だと考えてきました。これらの条件のうち、インフレ圧力は沈静化しているほか、政治情勢はおおむね落ち着いていると評価しています。残るはドル高の終焉であり、米国の利上げ休止がドルの上値を抑制すれば、新興国債券市場への資金流入が進むとみています。注意すべきは、これらの3条件を満たす国と満たさない国との格差が拡大している点です。アルゼンチンやトルコの現状で明らかな通り、インフレ高騰や政治リスクの顕在化は投資家の失望感を高め、資金流出を招きます。新興国投資を選別的に行うことの重要性はますます高まっていると考えます。

インドネシアでは4月に実施された大統領選挙で現職のジョコ大統領の再選が確実視されています。現状の政策運営が継続することは投資家にとって大きな安心材料であり、インドネシアは引き続き有望な投資対象です。ブラジルでは年金改革をめぐる審議がやや難航しているほか、景気減速の兆しがみられていることが懸念材料です。しかし、ボルソナロ政権の経済政策運営に対する市場の期待は完全には損なわれておらず、インフレも落ち着いていることから、ブラジル債券は選別的な投資対象の一つとの認識を変えてはいません。

新興国債券指数(円ベース、2015年1月2日～2019年5月10日)



(出所)ブルームバーグ

(注)現地通貨建て新興国債券はBloomberg Barclays EM Local Currency Government TR Index、ドル建て新興国債券はBloomberg Barclays EM USD Aggregate TR Index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

クレジット投資は緩和的な金融環境を背景に安定した状況が続く。

### <有望投資戦略>

①クレジットスプレッド拡大時には追加投資

②中国関連で苦戦が見込まれるセクター、銘柄への投資は慎重に

世界経済が減速基調にあり、企業業績も下振れが意識されやすい環境であるにもかかわらず、社債などクレジット市場のスプレッドは驚くほど安定した状況にあります。国債金利の低下が進んだ結果、追加的な利回りを確保したい投資家のクレジット投資への需要が強まったことが大きな要因であると考えています。2019年後半にかけての景気見通しはクレジット投資にとって必ずしも追い風とは言えませんが、各国中央銀行の総ハト派化を背景に緩和的な金融環境が当面続きそうであるとの事実は、クレジット市場の不安定化を抑制しそうです。したがって、当面のクレジット投資は驚くほどの高パフォーマンスを得られることはないものの、国債に対するスプレッド分の追加リターンを確保できる可能性は高いと想定しています。

このような環境下、個別セクターや銘柄の選別にはより慎重になる必要があると考えます。中国関連では自動車セクターの苦戦や関税に絡む費用増の話は引き続き多く聞かれます。3Mは1-3月期売上減少の主因は中国と説明しているほか、GMなど自動車メーカーも中国市場の減速が収益を圧迫しており、GEは対中関税に絡む費用増大に言及しています。多くの部品メーカーが業績を下方修正していることも気がかりです。

米国では来年の大統領選挙をにらみ民主党が「メディケア・フォー・オール(国民皆保険制度)」法案を提出しました。現状、実現可能性は低いとみられていますが、大統領選に向けて議論が盛り上がった場合には、ユナイテッド・ヘルスなど医療保険セクターに対する警戒感が強まる可能性があるかとみています。

社債スプレッドは低位水準で推移  
(2015年1月2日～2019年5月10日)



(注)ドル建てエマージング社債はBloomberg Barclays Emerging Markets Corporates Average OAS、ドル建てBBB格社債はBloomberg Barclays Baa Corporate Average OAS、ドル建てA格社債はBloomberg Barclays A Corporate Average OASを使用。



ドル円は徐々に上値が重くなる展開。新興国通貨には楽観的。

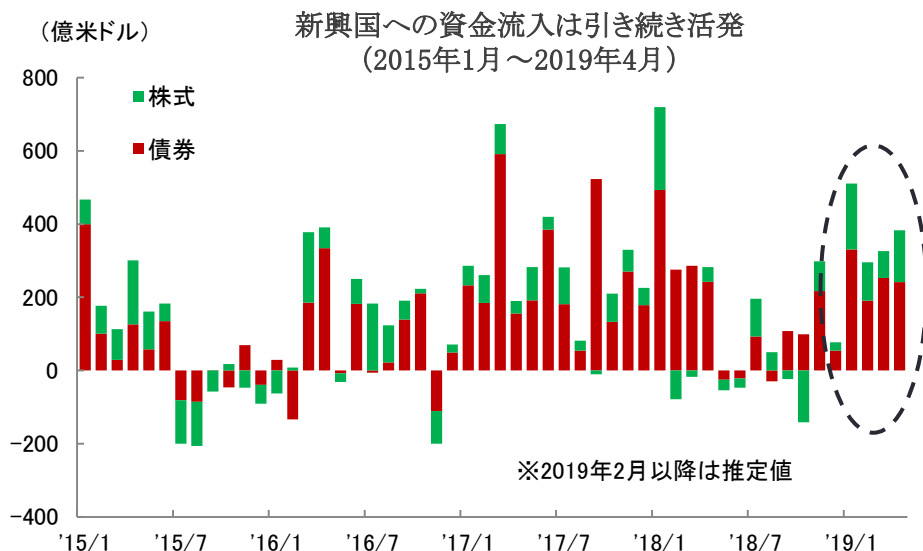
## <有望投資戦略>

- ①ユーロは当面弱気も、反発リスクには注意
- ②新興国通貨に強気

ドル円は2019年2月以降、一進一退ながら上値を切り上げ、112円台まで上昇する場面もありましたが、米中貿易戦争の激化を背景にグローバル株式市場が調整する中、足元では110円を割れる動きとなりました。当面のドル円の方向性は米中貿易戦争などをめぐる市場センチメントと株式市場の動向次第だとみていますが、FRBによる利上げ再開が見込みづらい状況下、ドル円の上値は徐々に重くなってくるとみています。

ユーロは域内経済の長期低迷が上値を抑える一方、経常黒字体質であることが下値を支えるとの構図が当面続きそうです。米国が利上げを休止しているにもかかわらずドル高が止まらない大きな要因として、足元のユーロが弱含んでいることが挙げられます。英国のEU(欧州連合)離脱や欧州議会選挙に伴う先行き不透明感は簡単に払しょくされるものではなく、ユーロの反発が直ちに見込めるものでもありません。しかしユーロ圏経済は中国と密接に結び付いており、中国経済の底打ち感が強まった場合のユーロ高への反転についてはある程度警戒しておく必要があると考えています。豪ドルはRBA(豪州準備銀行)の利下げが既に織り込み済みであること、鉄鉱石価格が堅調に推移していることなどから、現状から下値を大きく切り下げていくとは想定していません。

新興国通貨に対しては楽観的な見通しを維持しています。年初来で見ると新興国通貨が大きく上昇するにはいまだ至っていませんが、新興国通貨がフェアバリューとみられる水準から割安な状態にあることやディスインフレ傾向などを踏まえると、今後ドル高圧力が緩和されるタイミングでは新興国通貨の騰勢が強まるものと予想しています。アルゼンチンやトルコなど一部の国での状況は引き続き注意を要しますが、こうした状況が新興国全般に波及するリスクは低いと判断しています。



(出所) IIFより大和投資信託作成

## 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

▶ <https://www.daiwa-am.co.jp/>