

情報提供資料

2019年 秋号

発行年月：2019年8月

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

グローバル投資環境展望

グローバル金融緩和競争はじまる。



大和投資信託

Daiwa Asset Management

グローバル金融緩和競争はじまる。

Page 02 投資環境

米中対立の長期化など、世界的に不確実性の高まりが顕著。
緩和的な金融環境が景気の下支えに。

Page 03 先進国債券

低インフレを背景として世界的に金融緩和競争が激しくなる中、
金利は上昇しにくい環境。

Page 04 新興国債券

米利下げ開始を受けて新興国債券市場の投資環境は一段と好転。

Page 05 クレジット市場

金融緩和環境を背景に落ち着いた状況が続きそう。
ただし構造変化リスクには注意。

Page 06 通貨

グローバル緩和競争の色合い強まる。
新興国通貨にとっては一段と魅力的な環境。

Page 07 先進国株式

目先に不透明感が残るものの、秋口以降に状況が改善に向かう可能性。

Page 08 新興国株式

当面は安心感のある国を選別。
投資姿勢を強めるのは、米国の利下げ打ち止めがみえてくるタイミング。



投資環境

米中対立の長期化など、世界的に不確実性の高まりが顕著。緩和的な金融環境が景気の下支えに。

8月に入り金融市場が波乱模様となるなど、世界経済を覆う不透明感が強まっています。米国は中国の通信機器メーカー大手への制裁を課した上、実質的に中国からの輸入品全額への制裁関税を発動する方針です。事は米中間の貿易不均衡にとどまらず、技術・軍事上の覇権争いに通じる高度に政治的な問題だけに、対立は長期化が予想されます。もっとも、景気が減速局面にあるなか、米中とも報復合戦のエスカレートは避けたいのが本音です。大統領選挙を前に、トランプ大統領は景気下振れを容認し難く、中国に対して弱腰との印象を与えるわけにもいかず、来年11月の大統領選挙までは硬軟織り交ぜた対応が見込まれます。

米国のイラン核合意からの離脱を発端に、今年の5月にイランへの金融制裁の適用免除措置が終了すると、ホルムズ海峡での英国とイランによるタンカーの拿捕の応酬や米国指揮下の有志連合の結成など、中東で地政学リスクが高まっています。しかし、米国のエネルギー生産の増大に伴い、OPEC（石油輸出国機構）の価格支配力は相対的に低下しており、原油価格が高騰し、高止まる可能性は低いと考えられます。

英国の首相にEU（欧州連合）離脱強硬派のジョンソン氏が就任し、合意なき離脱の可能性が現実的に高まってきました。10月31日の離脱期限が迫るなか、合意なき離脱を避けるべく、英国下院の総選挙の可能性も取り沙汰されています。しかし、離脱に係る英国の方針が大きく転換しない限り議論は堂々巡りででしょう。新欧州委員長の下でのEUの現実的な対応を期待しつつも、合意なき離脱に備えた投資戦略が求められます。

7月のFOMC（米国連邦公開市場委員会）で0.25%ポイントの利下げが決定されました。パウエル議長は景気回復局面半ばでの予防的措置と位置づけていますが、FRB（米国連邦準備制度理事会）の金融緩和余地は相応に残されており、経済動向に応じた機動的な対応が期待されます。インフレ圧力が抑制されているため、日本、欧州、新興国など、世界的にも緩和的な金融環境は当面続くと考えられます。

不確実性の高まりが顕著



先進国債券

低インフレを背景として世界的に金融緩和競争が激しくなる中、金利は上昇しにくい環境。

有望投資戦略

Investment Strategies

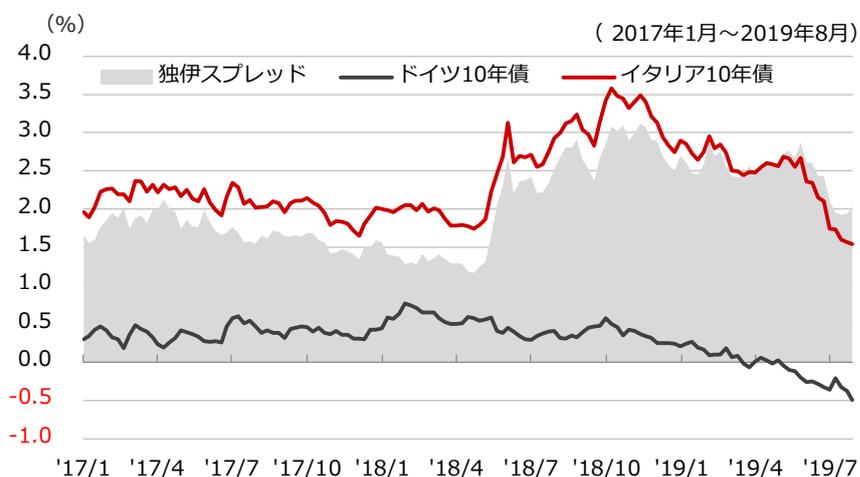
1. 米国短中期債
2. イタリア短中期国債／スペイン長期国債（円ヘッジ）
3. ポーランド国債（円ヘッジ）

FRB（米国連邦準備制度理事会）は7月に10年半ぶりとなる利下げに踏み切りました。他の先進国も軒並み金融緩和を強化する姿勢を見せる中、先進国の金利は当面、上昇しにくいでしょう。

FRBは利下げに加えてバランスシート縮小停止の2カ月前倒しを決定しました。通商問題を巡って経済の先行き不透明感が強まっていること、低インフレ環境が続く懸念が高まっていることなどに対処するための予防的な措置だとみられますが、今回の政策決定にトランプ大統領からの緩和要求が相応に影響したことを勘案すると、2020年の米大統領選挙に向けてはさらなる追加緩和期待が高まりやすいと想定しています。対中関税強化によるインフレ上昇圧力には注意が必要ですが、再び利上げに転じるまでの道筋は容易には描き難く、引き続き短中期債の投資妙味は高いとみています。

ユーロ圏では成長率は多少の改善が見込まれるものの、低インフレ環境が好転する見込みは低いでしょう。ECB（欧州中央銀行）は米国が金融緩和姿勢を強めたこともあり、利下げや資産購入プログラムを早晚再開するとみています。ただしECBの政策発動余地が限られていることに加え、低インフレの脱却に必要な財政政策と金融政策とのポリシーミックスがユーロ圏の厳しい財政規律の下では期待しづらいことを考え合わせると、金利は低位にとどまるとの想定に対する確度は一段と高まったと考えています。従来より、為替ヘッジ前提での魅力的な投資対象としてスペイン国債（長期債）、イタリア国債（短中期債）に注目してきました。ここ数カ月の金利低下により、その投資妙味は幾分低下したものの、円利回りの観点からは依然として魅力的だとみています。ただしイタリアに関しては秋にかけて総選挙実施や来年度予算を巡って様々な観測が浮上しやすいため、ボラティリティの高まりには注意が必要です。またポーランド・ズロチ建て国債の為替ヘッジ後利回りも引き続き有望です。

イタリア国債は依然として魅力的な利回り水準



(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

新興国債券

米利下げ開始を受けて新興国債券市場の投資環境は一段と好転。

有望投資戦略

Investment Strategies

1. インドネシア、ブラジル、メキシコを推奨
2. 主要新興国での金融緩和が見込まれることから、ドル建てより現地通貨建てが有望

世界的な金融緩和競争は新興国にとって追い風であり、投資環境は一段と良好になったと考えています。

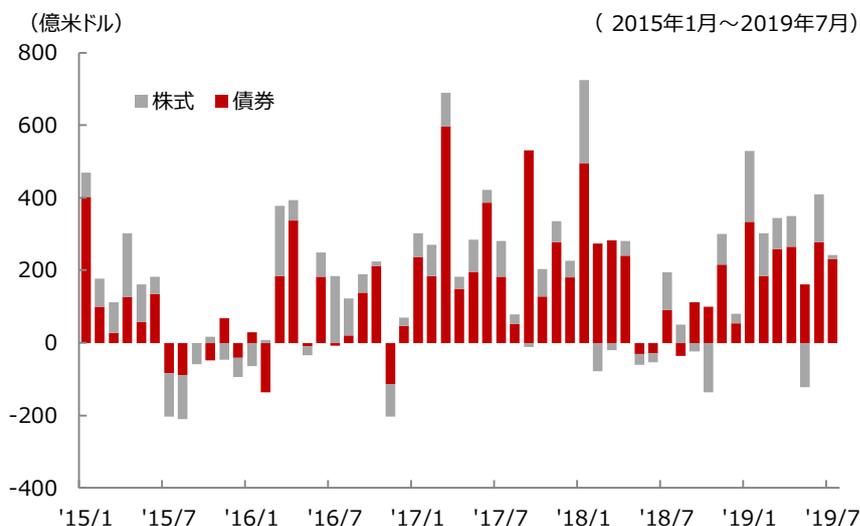
米国は7月FOMC（米国連邦公開市場委員会）でいよいよ利下げに転じました。足元では米中貿易戦争の激化によるドル高圧力が勝っていますが、米国の金融緩和余地は他国に比べて大きいことや、トランプ大統領の貿易問題に対する姿勢などを勘案すると、今後は緩やかながらドル安が進むとみるのが自然です。米中貿易戦争に伴う世界経済減速は新興国にとってリスク要因ですが、金融、財政両面からの景気下支えの余地が残されていることが悪影響を緩和するとみており、その結果新興国債券市場への資金流入も続きそうだと考えています。

ブラジルでは年金改革法案の第1回下院票決が賛成多数で可決されました。法案の年内成立も視野に入りつつあり、長期的な財政改善効果が見込まれることが投資家の資金流入への期待を高めそうです。米中貿易戦争の激化に伴う世界経済減速は懸念材料ですが、中国を含めたサプライチェーンの観点からはラテンアメリカ諸国が被る影響が相対的に小さいことも、投資家から選好される理由の一つだと考えています。

メキシコはPEMEX（メキシコ石油公社）の今後の扱いが波乱要因であるものの、インフレ率は低下しつつあり利下げ余地は大きいことから、特に現地通貨建て債券に投資妙味があるとみています。

一方、アジア諸国は中国経済の影響が大きく現れており、景気は足元で減速傾向にあります。ただしその中でインドネシアは金融、財政両面での政策発動余地が大きく、経済の不均衡も小さいことから、引き続き有望な投資対象でしょう。

新興国への資金流入傾向は継続



(出所) IIFより大和投資信託作成

クレジット市場

金融緩和環境を背景に落ち着いた状況が続くそう。ただし構造変化リスクには注意。

有望投資戦略

Investment Strategies

1. キャリー収益の観点からクレジット投資は継続。銘柄選択時には発行体リスクよりは構造リスク（劣後性）を嗜好
2. 業種としては産業・公益より金融が有望

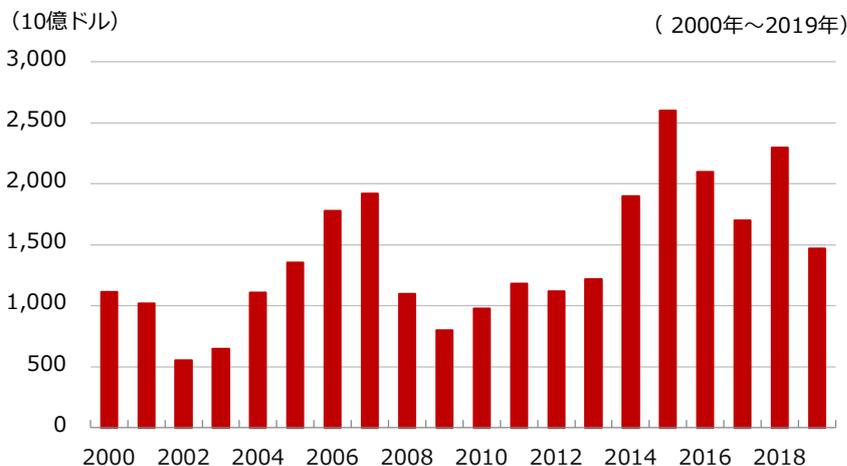
世界的に金融緩和環境が強まるなか、社債などクレジット市場は安定した状況が続いています。デフォルト率の急上昇や信用収縮の発生、金融市場全般の高ボラティリティの常態化は想定しづらく、引き続きクレジット市場は落ち着いた展開を予想しています。ただし中長期的な目線では米中貿易戦争や英国のEU離脱、業界規制などに伴う構造変化リスクは残存し、こうしたリスクが顕在化した場合には、国間や業種／企業間で信用力格差が出やすいことには注意を要すると考えています。

米国では企業によるM&A（企業の合併・買収）意欲が旺盛です。2019年上半期には米製菓大手プリストル・マイヤーズ・スクイブ（被買収企業：同業セルジーン）、米エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリアム（被買収企業：石油・ガス開発大手アナダルコ・ペトロリアム）などの大型案件が相次ぎ、上半期のM&A総額は過去最高額を記録しました。M&Aに伴う財務レバレッジの上昇から来る格下げ懸念はあるものの、緩和的な金融環境からリスクが直ちに顕在化することはないとみています。

米国司法省がGAFA（グーグル、アマゾン、フェイスブック、アップル）を念頭に置いた反トラスト法調査を表明しました。民主党の大統領候補がGAFA分割を公約としていることもあり、2020年の大統領選挙の大きな争点の一つになりそうです。こうしたGAFA分割論は、米国のITセクターの競争政策が大きく変わることを意味している一方、新たな競争の出現がIT業界の再活性化につながる可能性があると考えており、クレジット市場にとどまらず広い文脈で注目すべき話題です。

中国企業の業績は中国経済、ひいては世界経済の先行きを占う上でも重要だと考えています。中国では消費関連企業の業績低迷が目立つ一方、建機・機械、セメントなどは政府の公共投資積み増しの恩恵を受けている様子が見えられます。

米国のM&A総額は過去最高ペース



※2019年は7月までの金額

(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

通貨

グローバル緩和競争の色合い強まる。新興国通貨にとっては一段と魅力的な環境。

有望投資戦略

Investment Strategies

1. ドルへの投資は手控え。
2. 先進国通貨ではカナダ・ドル、ノルウェー・クローネに強気
3. 新興国通貨に強気

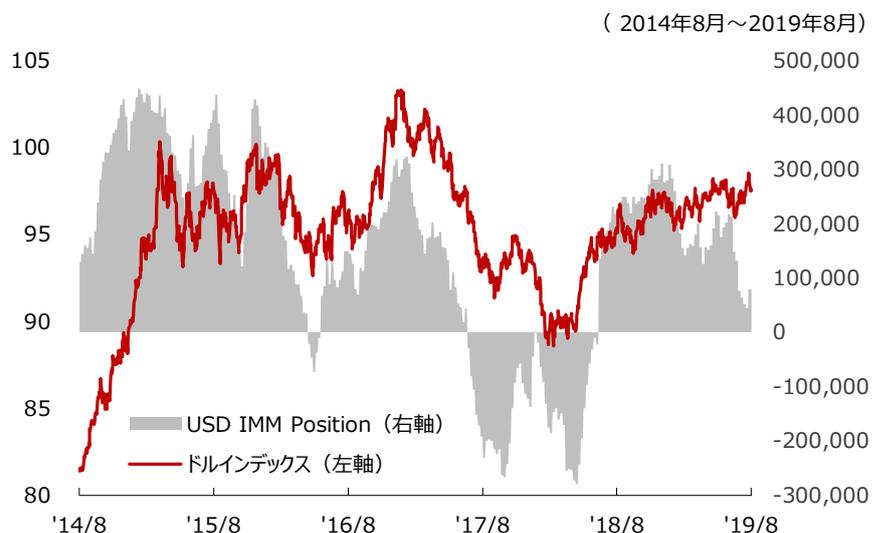
FRB（米国連邦準備制度理事会）が緩和姿勢に転じて以降、ユーロ圏や豪州など他の先進国もこぞって利下げ姿勢を強めており、さながらグローバル緩和競争といった様相となっています。景気に陰りが見え始め、インフレもなかなか上昇してこないなか、各国とも金融緩和に出遅れることによる自国通貨高を恐れていることは明白です。

米国では年内の追加利下げが見込まれることや、貿易赤字を問題視するトランプ政権の姿勢から、ドル安が進行しやすい環境です。米中貿易戦争が激化する局面では株式市場のセンチメント悪化が予想されることもあり、ドル円は当面下押しされやすいと考えています。

このようにドル安を連想させる材料には事欠かない一方で、他の先進国通貨が積極的に買われる材料もまた見当たりません。ユーロ圏ではECB（欧州中央銀行）が緩和政策強化を示唆しています。預金ファシリティ金利がすでにマイナスであることなど、実際の緩和余地は限られるとの見方もありますが、11月に就任する次期ECB総裁のラガルド氏が追加緩和に積極的だと見られていることは市場の緩和期待を持続させ、ユーロの上値を重くすると考えられます。また、英国で新たな首相にEU（欧州連合）離脱強硬派のジョンソン氏が就任したことから英国の合意なきEU離脱の可能性が高まっており、景気への悪影響を通じてユーロを下押しする要因になり得るとみています。

先進国、とりわけ米国の利下げによる好影響を最も受けやすいのは新興国通貨です。新興国のドル建て債務が積み上がっている状況でドル安が進むことは返済負担の軽減につながるためです。新興国自体のファンダメンタルズが底堅く推移していることや、新興国通貨が依然として割安とみられる水準にあることもあり、当社では新興国通貨への強気の見方を一段と強めています。

ドルロングのポジションは急激に解消されている



(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

先進国株式

目先に不透明感は残るものの、秋口以降に状況が改善に向かう可能性。

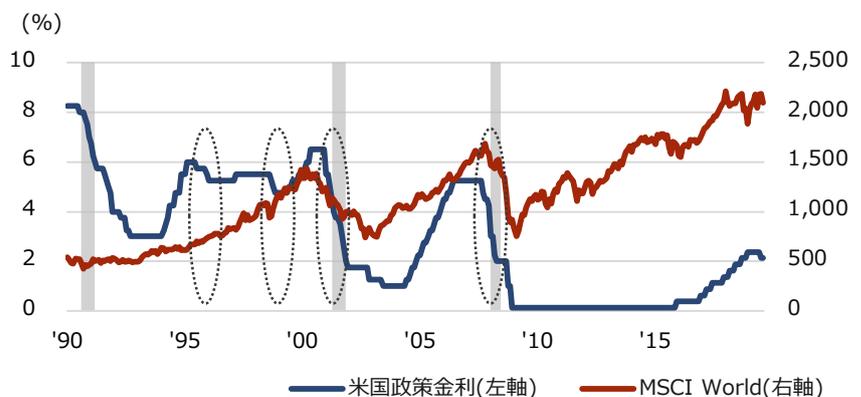
先進国株式は、2018年12月に中国経済の減速懸念や米国の金融政策に対する不透明感などが材料となり大きく下落したものの、その後は堅調に推移し、米国株は主要指数で過去最高値を更新する場面も見られました。しかし、2019年8月に入ると米国が中国に対して追加の関税賦課の方針を示したことが嫌気され下落しました。

2019年7月のFOMC（米国連邦公開市場委員会）において、2008年以來の利下げが決定されました。過去の米国利下げと先進国株式の動きをみると、その後の株価の方向性は景気減速に陥るか否かで変わります。90年代後半のように米国経済が後退局面に陥らない、結果として予防的な利下げは株価上昇に繋がっています。一方、2000年代以降は利下げをしたものの景気後退に陥っており、株価は下落しています。今回の米国の利下げも予防的利下げの側面が大きいと考えていますが、米国による中国へのさらなる関税賦課が両国経済に与える影響には注意が必要と考えます。

その一方、2020年2月からは米国大統領選に向けた予備選挙が始まることもあり今年秋口以降、米国では景気に悪影響を与える施策は避けられ、より景気刺激的な政策が出やすくなることも想定されます。日本株は2019年10月に予定されている消費税率の引き上げが懸念要因であるものの、前回と比べ税率の引き上げ幅が小さいことや政府による対策もあり、引き上げ実施後は過度な懸念は後退することが予想されます。

足元はVIXや日経平均ボラティリティ指数が上昇し、株式市場は不安定な状況にあります。追加的にネガティブなイベントが発生した際には株価がさらに下落する可能性も否定できません。株式市場のセンチメントが改善するためには、米国による対中追加関税の導入の動向や105円/米ドルを上回るような円高懸念の後退など、各種懸念材料の落ち着き所が見えてくる必要があると考えます。

米国政策金利と先進国株価指数



※シャドローは米国景気後退局面
 ※1990年1月以降の各月末値、2019年8月は8月5日時点

(出所) Bloomberg、NBERより大和投資信託作成

新興国株式

当面は安心感のある国を選別。投資姿勢を強めるのは、米国の利下げ打ち止めが見えてくるタイミング。

2019年の新興国株式は、年初の上昇を除くと一進一退の推移が続いています。世界的な景気減速傾向が継続する中、その一因でもある米中貿易戦争が次第にエスカレートしていることで、高リスク資産である新興国株式への投資マインドは後退していると考えられます。米中摩擦を中心に、当面は市場の不透明感が払拭されづらい状況が続くとみられることから、新興国株式への投資においては相対的に安心感のある国を選別する必要があります。今後、新興国株式全般への投資姿勢を強めるタイミングとしては、米国の利下げ打ち止めが見通せるようになる時期が考えられます。米国の利下げ打ち止めは、そのこと自体が投資環境の安定化を意味していると考えられ、投資家のリスク回避姿勢も弱まってくるとみられるためです。

新興国株式と先進国株式の相対株価は、2016年終わりごろから2018年春ごろにかけて堅調に推移していました。この間は、トランプ大統領の打ち出した大規模な減税策などの影響もあり世界経済はおおむね良好な状態で、米国の利上げと債券利回りの上昇が本格化した局面でした。米国金利の上昇にもかかわらず、米ドルは新興国を含む他通貨に対し弱含みであったことから、リスクを取って米国以外の資産にも投資する動きが活発であったと推測されます。このようなリスクオン状態が再現されるには、米国景気の先行き不透明感が後退し、FRBによる利下げの打ち止めが見えてくる必要があると思われれます。

当面のリスクオフ環境下での新興国株式の選別にあたっては、多少なりとも安心感を提供する材料を有していることが条件になるでしょう。具体的には、(1)貿易依存度が過度に高くないこと、(2)政治が安定していること、(3)物価や通貨が安定し政策金利に引き下げ余地があること、(4)構造改革への取り組みが見られることなどが、条件としてあげられます。現状では、インド、インドネシア、フィリピン、ブラジルなどが候補として考えられます。

新興国の株価指数と対先進国の相対株価



(出所) MSCIより大和投資信託作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和投資信託が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 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。
- 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。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・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・バークレイズ・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。