

情報提供資料

2019年 冬号

発行年月：2019年11月

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

グローバル投資環境展望

米中関係の緊張緩和は本物か？



大和投資信託

Daiwa Asset Management

米中関係の緊張緩和は本物か？

Page 02 投資環境

米中間の緊張の緩和、世界的に緩和的な金融環境、英国の合意無きEU離脱のリスクの後退など、経済環境は夏場から好転。

Page 03 先進国債券

米中貿易戦争をめぐる緊張緩和が金利上昇を招いたが、本格的な金利上昇にまでは至らないとみる。

Page 04 新興国債券

新興国債券市場は良好な環境が継続。ただし選別的な投資は引き続き重要。

Page 05 クレジット市場

金融緩和環境を背景に、安定的なクレジット投資環境は継続。

Page 06 通貨

米国の対中関税の軽減次第ではリスク選好の円安に。経済指標悪化は円高リスク。

Page 07 先進国株式

上昇一巡後は循環物色へ。センチメント改善余地は株価指標の相対的な割安さに注目。

Page 08 新興国株式

金融市場全般にリスク回避姿勢の弱まりがみられるが、新興国株式に全力投入するには世界経済の明確な再加速が必要。



投資環境

米中間の緊張の緩和、世界的に緩和的な金融環境、英国の合意無きEU離脱のリスクの後退など、経済環境は夏場から好転。

2019年7月末のFOMC（米国連邦公開市場委員会）直後、トランプ米大統領が中国に対する関税第4弾を9月に発動することを公表したのを機に、8月は世界的にリスク回避が強まりました。しかし、9月以降は世界的にリスク選好地合いにあり、足元ではその様相が際立っています。

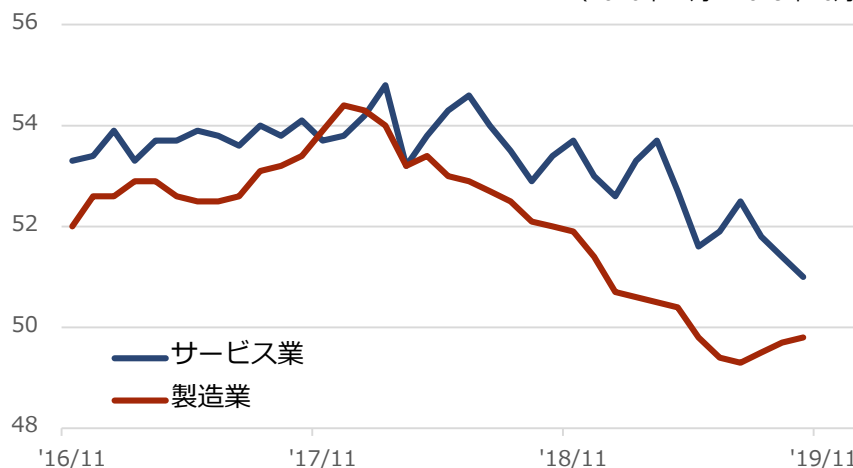
状況が変化した主たる要因は米中間の緊張の緩和です。上述の対中関税第4弾のうち、金額ベースで過半の費目については12月に発動予定でしたが、それを見送るだけでなく、既に9月に発動された費目についても関税を一部軽減する方向での議論が報じられています。2020年11月の大統領選挙まで一年を切る中、選挙を見据えた地ならしにトランプ米大統領が動き始めた可能性も否定できません。米中の技術・軍事上の覇権争いは長期化するにしても、大統領選挙までは、中国による米国農産物の大規模な購入など、比較的容易な合意でトランプ米大統領が有権者に「成果」をアピールできれば、中国に対する強硬姿勢は控えられ、再びリスク回避が強まる可能性は低いと考えられます。

先進国では米国、ユーロ圏、オセアニア等で利下げが実施され、総じて金融政策姿勢を緩和へ傾斜させています。先進国では利下げ一巡感も生じつつありますが、新興国では利下げ途上の国も多く、世界的には金融緩和度合いが増しています。世界景気が減速局面にあるのは確かで、ドイツ、イタリアなど、一部には景気が停滞している国も見受けられますが、世界的には緩やかな景気減速の範囲内の動きで、緩和的な金融環境を背景に製造業では景況感の悪化も止まりつつあります。

英国の合意無きEU（欧州連合）離脱のリスクが後退しています。英国とEUは新たな離脱協定案で合意し、最長で2020年1月末までの離脱期限の延長をEUが承認する中、英国では実質的に民意を問う総選挙が12月に実施されることになりました。選挙結果次第ではEU離脱をめぐる再び議会が紛糾する可能性もありますが、合意された新たな離脱協定案を議会が可決する可能性も現実的で、夏場から状況が大きく好転しています。

グローバルPMI（購買担当者指数）

（2016年11月～2019年10月）



（出所）ブルームバーグ

先進国債券

米中貿易戦争をめぐる緊張緩和が金利上昇を招いたが、本格的な金利上昇にまでは至らないとみる。

有望投資戦略

Investment Strategies

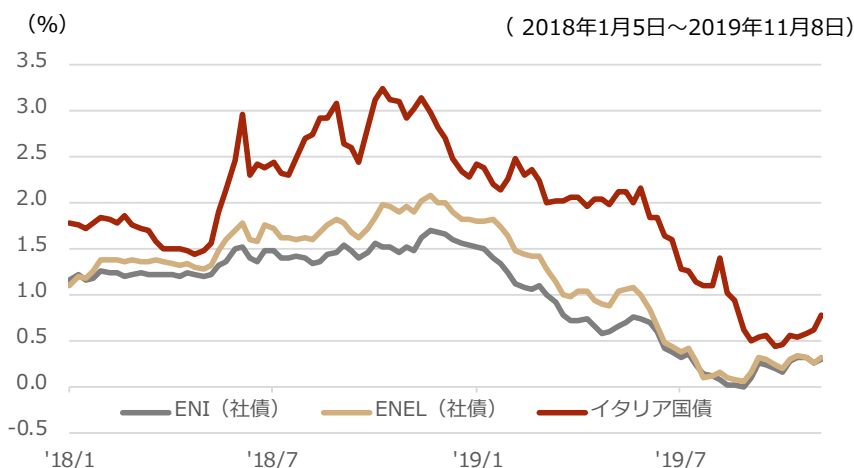
1. 米国短中期債（為替オープン）
2. 金利上昇時の米国長期債（為替ヘッジあり）
3. イタリア短中期国債／スペイン長期国債（為替ヘッジあり）

2019年10月以降、先進国の長期金利は大幅に上昇しました。米中貿易戦争をめぐる緊張が緩和していることが主な背景です。米中貿易問題が債券市場を動かす要因となっていることは、ドイツ国債市場からも明らかに見てとれます。ドイツ経済は中国と密接な結び付きがあり、米中間の緊張が増した2018年初め以降、ドイツ国債金利はほぼ一本調子に低下してきましたが、今年9月以降は大幅な上昇に転じています。ユーロ圏域内経済はそれほど大きく状況が変化しておらず、足元の金利上昇は米中問題という外部要因がけん引しているのとみるのが自然です。

FRB（米国連邦準備制度理事会）が10月の政策決定時にいったん利下げ休止を示唆したこともあり、当面は利下げ織り込みのはく落が進展する形で金利がさらに上昇する局面もあるとみています。ただし、本格的な金利上昇局面を想定するには、米中貿易問題の完全解決や期待インフレの上昇が必要であり、現時点でこれらを期待することはやや行き過ぎであると考えています。

当面の投資戦略として、市場のリスク選好局面が継続する中では同時に円安が進みやすいため、為替オープンでの米国短中期債投資が有望だと考えています。一方、長期金利がさらに上昇し10年国債が2.0%を大きく上回る局面では、為替ヘッジ付き米国長期債への投資が魅力度を増すとみています。欧州では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）に引き続き注目しています。イタリア国債については同国社債との対比でも利回り格差が縮小しており、割安さが縮小していることがうかがえます。また、投資家のポジションが積み上がっている兆候もあり、一時的に金利上昇が進む局面も想定されます。しかし、イタリアでは政治動向の落ち着きやEUとの融和姿勢などを背景に、大幅な金利上昇は避けられるとみており、一時的に金利が上昇する局面では短中期債のみならず長期債投資の良いタイミングになると考えます。

イタリア国債は同国企業社債との対比から見ても割安さが縮小



※ENIは現物債券「ENIIM 1.5% 2026/2/2」、ENELは現物債券「ENELIM 1.375% 2026/6/1」、イタリア国債は現物債券「BTSP 1.6% 2026/6/1」の利回りを使用しています。

(出所) ブルームバーグ

新興国債券

新興国債券市場は良好な環境が継続。ただし選別的な投資は引き続き重要。

有望投資戦略

Investment Strategies

1. インドネシア、ロシア、ブラジル、メキシコを推奨
2. 低インフレと金融緩和が現地債の金利低下につながることから、ドル建てよりも現地通貨建てが有望

当社では従前より、米国を中心とした先進国の金融緩和への転換が割安な新興国債券市場への資金流入につながると考えてきましたが、その見方に変更はありません。足元での米中貿易摩擦の休戦モードは、市場心理の改善を通じて新興国資産にとってのさらなる安心材料となる一方で、先進国の金利上昇は新興国債券にとっては逆風となります。しかし、FRBが利上げに転換する可能性は低く、さらなる金利上昇余地は限定されるとみられることから、悪影響は限定的なものになると考えられます。

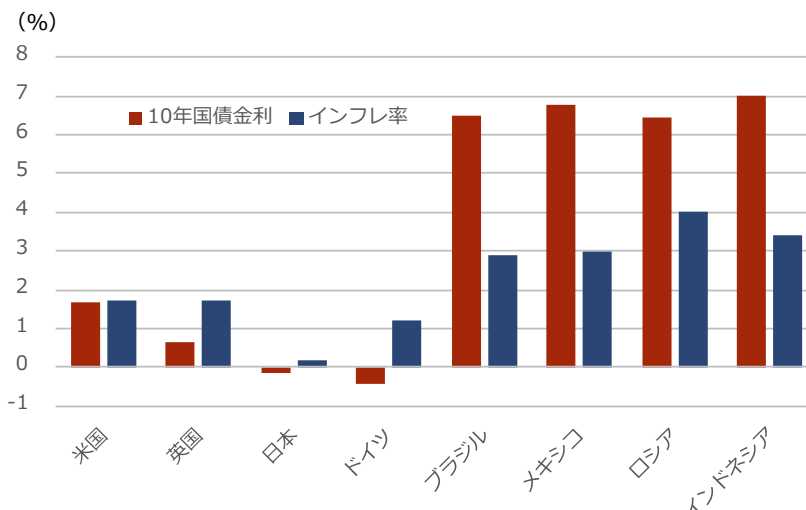
多くの新興国では、当局の適切な対応によりインフレ率を低位にコントロールできており、対外ぜい弱性もおおむね低減しています。通貨安圧力の減退やインフレ率の安定を受けて、多くの中央銀行は金融緩和に転じており、相対的に高い金利水準と金利低下の流れから新興国債券への投資環境は良好です。一方で、個別国ベースで見ると、南アフリカの財政悪化やアルゼンチンの左派新政権への懸念など、新興国が一様に好ましい状況とは言えず、引き続き選別的な対応が重要になると考えています。

ブラジルでは年金改革法案が議会で可決されました。内容は当初案より後退したものの十分に評価できるものであり、今後も改革の進捗とともに資金流入の加速が期待されます。メキシコでは、オブラドール政権の財政健全化方針が確認されたことが債券にとっての好材料となっています。

ロシアは健全な対外収支や財政が続く一方で、高い金利が維持されており、債券投資の妙味が高いと言えるでしょう。

インドネシアでは、排外的な政治勢力の拡大に対する懸念もありますが、最後の任期となるジョコ大統領の改革達成意欲は強いものと考えており、強気スタンスを維持します。

新興国債券はインフレ率対比で魅力的な金利水準



※10年国債金利：2019年10月31日時点のデータ。

※インフレ率：各国の9月のCPI（消費者物価指数・前年比）を使用。

(出所) ブルームバーグ

クレジット市場

金融緩和環境を背景に、安定的なクレジット投資環境は継続。

有望投資戦略

Investment Strategies

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）を選好

世界的な金融緩和環境が継続する中、社債などのクレジット市場ではスプレッドが引き続き安定した状況にあります。各国の中央銀行により潤沢な流動性が供給され、資金調達コストが低位に抑えられた環境下、デフォルト（債務不履行）の急増や信用収縮の発生は想定しづらく、当面は安定的な投資環境が継続するとの見方に変わりはありません。また、グローバルでは、欧州や日本を中心にマイナス利回りの債券残高が約11兆ドルと、実に投資適格債の2割程度を占め（11月8日時点）、世界的な運用難がうかがわれます。相対的に高い利回りを求める投資需要の強さは近年で最も高く、引き続きクレジット市場を支援すると考えています。

一方で、積極的なM&A（企業の合併・買収）や自社株買いによって財務レバレッジを上昇させ、景気後退への耐性を弱めた企業が増えています。また、中長期的な目線では、米中の技術・軍事上の覇権争いや英国のEU離脱、規制強化などに伴う構造変化リスクが残存しており、発行体間の信用力格差につながりやすい点には注意を要すると考えています。

事業環境の想定外の悪化に備えつつ利回りの向上を図るのであれば、より信用力の高い企業の発行する「ハイブリッド債」への投資は一考に値します。ハイブリッド債は劣後債の一種であり、破綻時の弁済順位が低く、業績悪化時などには利払い停止やコール（期限前償還）が延期されるなどのリスクもありますが、信用力が相応に高い発行体を選別すれば、こうしたリスクが顕在化する可能性は低いと考えられます。

近年、日本では銀行・保険以外の事業会社からも発行が相次いでおり、市場でも関心が高まっています。武田薬品工業や三菱地所、日本製鉄、サントリー、三菱商事、楽天、ソフトバンクなど幅広い業種の有力企業がハイブリッド債を発行し、低金利環境下で魅力的な利回りを提供しています。また、欧州ではエンジー、イベルドロラ、オルステッドなどの公益企業が、環境に配慮したグリーンボンドの形でハイブリッド債を発行しており、相対的な利回りの高さだけでなく、ESG（環境・社会・ガバナンス）の観点からも有益な投資対象となっています。

世界のマイナス利回り債券残高



※2017年1月9日までは月次データ、それ以降は日次データを使用。

(出所) ブルームバーグ

通貨

米国の対中関税の軽減次第ではリスク選好の円安に。経済指標悪化は円高リスク。

有望投資戦略

Investment Strategies

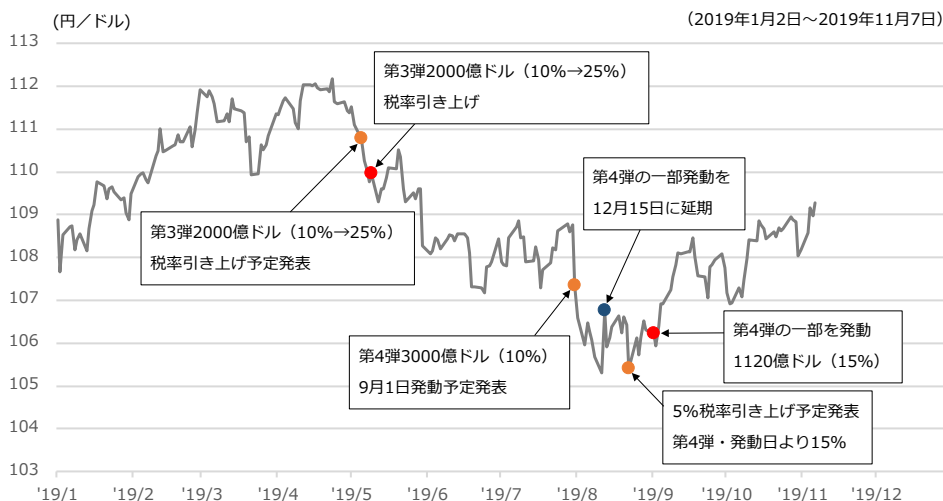
1. 関税軽減が大幅なら円安に
2. ドル円は110円超えも
3. ユーロとポンドに上昇余地
4. ブラジル・リアルに強気

米中通商協議の「第1段階」合意に関税軽減が伴うと期待され、ドル高やリスク選好の円安が進みました。市場は12月の対中追加関税第4弾（残り1,600億ドル程度に15%）の発動見送りを織り込んだ上で、発動済み関税の段階的撤回を期待しています。中国が米農産品輸入拡大、外資規制緩和、人民元安阻止と引き換えに要求する関税軽減に米国が合意との報道をトランプ米大統領は否定しています。米国が9月に発動した関税第4弾の一部（1,100億ドル程度に15%）を軽減しなかった場合、期待の反動による円高の可能性もありますが、軽減すればさらなる円安も期待できます。米国が関税第3弾の税率を引き上げた5月の時点でドル円は110円台にあったので、110円超えも考えられます。

リスク選好にあるうちは、ドル以外の通貨にも円に対する上昇圧力がかかるとみられます。ユーロ圏は景気減速傾向にあります。主要国がECB（欧州中央銀行）の追加緩和よりも財政出動の必要性が高いとの見解に傾いた場合、ユーロ高に働く可能性があります。また、12月の英総選挙で保守党が過半数を獲得した場合、来年1月末までに英国がEUを離脱し、政治・経済の不透明要素がなくなるとの期待からポンド高に傾くことも考えられます。新興国通貨高・円安も期待できますが、景気拡大を背景としたリスク選好ではないため、ファンダメンタルズの良し悪しによって通貨が選別されるでしょう。年金改革により財政収支改善を目指すブラジルは、インフレ率低下に伴う利下げも進み、景気回復を期待しやすくなり、ブラジル・リアル高への条件が整いつつあります。

一方で、米経済指標の中には市場予想を下回るものもあり、この面からは米金利低下を通じてドル安圧力がかかる可能性があります。株高による資産効果によって個人消費は堅調さを保ちそうですが、輸出や設備投資の減速から経済指標に弱さが目立つとドル円は上値が重くなるでしょう。また、中国など他国でも経済の減速が止まらなると、リスク選好からリスク回避に転じて、円高圧力が働くリスクもあるでしょう。

米国の対中追加関税をめぐる動きとドル円



(出所) Refinitivより大和投資信託作成

先進国株式

上昇一巡後は循環物色へ。
センチメント改善余地は株
価指標の相対的な割安さに
注目。

先進国株式は、2019年10月に入り株価上昇が目立つ展開が続いています。他の金融資産と同様、10月に行われた米中通商協議を経て、両国の緊張状態が緩和されるとの期待が高まったことがきっかけです。また、日本の消費税率の引き上げも過去に比べ小幅の駆け込み需要となったことで反動リスクが低下したほか、欧州で英国の合意無きEU離脱へのリスクが低下したことも株式市場のセンチメント改善に寄与しました。

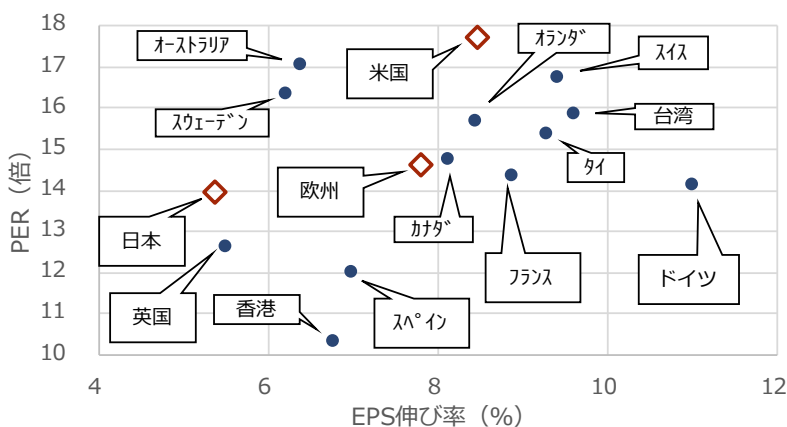
この間、日米欧の企業業績見通しのコンセンサスは小幅に低下しており、PER（株価収益率）などの株価指標は上昇しています。PERでみると既にやや割高感が意識される水準にある国も見られます。しかし、きっかけとなった米中関係の改善期待は不確実性はあるものの、一気に決裂に至る可能性は低いと考えられ、センチメントの改善の流れに乗る姿勢も大切と考えます。

上昇一巡後は、センチメントの改善が企業業績の改善をもたらすファンダメンタルズの改善につながっていくかを見極めつつ、循環物色の傾向が強まると考えます。

先進国内で中位のPER水準にある欧州主要国は英国のEU離脱期限である2020年1月までに最終的な落ち着きどころが決まれば、不透明感の解消に伴う見直し余地があると考えます。日本株は米中貿易摩擦の不透明感の後退に伴う、在庫循環や設備投資循環の底打ちが見られるかがポイントであると考えており、底打ちが確認できれば予想EPS（1株当たり純利益）の上昇に伴う株価上昇余地が生まれてくると考えます。

リスク要因は、想定外の米中貿易摩擦の再悪化や香港のデモなど地政学リスクの悪化によるリスク回避姿勢への転換と考えます。足元で日本と米国のボラティリティ指数が低位にあるなど、市場は楽観姿勢が高まっているとみられ、ちょっとしたきっかけによる揺り戻しには注意が必要です。

PERとEPS伸び率のマトリックス



【比較対象の国・地域と株価指数】

地域・国	指数名	地域・国	指数名
米国	S&P500	スウェーデン	OMX ストックホルム30
カナダ	トド総合指数	スイス	スイス SMI
欧州	STOXX欧州600	日本	TOPIX
英国	FTSE100	香港	ハンセン指数
ドイツ	ドイツ DAX	台湾	加権指数
フランス	CAC40	タイ	タイ SET
オランダ	アムステルダム AEX	オーストラリア	S&P/ASX200
スペイン	スペイン IBEX35		

※EPSは12カ月先予想ベース
 ※対象は左記、欧米およびアジアの主要15カ国・地域の代表的株価指数
 ※株価は2019年11月11日時点、コンセンサス予想は同年10月31日時点

(出所) Refinitivより大和投資信託作成

新興国株式

金融市場全般にリスク回避姿勢の弱まりがみられるが、新興国株式に全力投入するには世界経済の明確な再加速が必要。

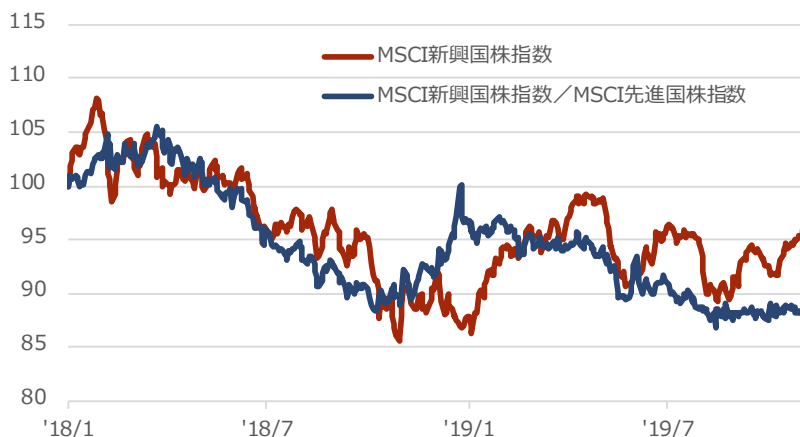
新興国株式は、2019年8月以降、先進国株式と歩調を合わせる形で上昇しています。米中通商協議において、双方から妥協点を探る動きが強まり、金融市場全般にリスク回避姿勢が弱まってきたことが主な要因です。しかし、新興国株式と先進国株式の相対株価を比較すると、8月以降の上昇局面において、相対株価はほぼ横ばいです。過去においては、上昇局面であれ、下落局面であれ、新興国株式の方が先進国株式よりも大きく動く傾向が観察できます。これは新興国の方が先進国よりもリスクに敏感でボラタイルなことに由来していると考えられます。そうであるならば現状は株価こそ上昇しているものの、新興国株式の方が優位になるほどには、リスクが後退していないと捉えることができるでしょう。足元の株価上昇が米中関係の改善期待というセンチメント主導であり、景気や業績といったファンダメンタルズの減速が止まったとは言い切れない点が、その背景にあると考えられます。従って、他の投資対象と比較して新興国株式に大きなウエートを配分するには、まだ時期尚早と言えます。

こういった環境を勘案すると、相対的にファンダメンタルズがしっかりした国への選好を継続すべきでしょう。条件としては、(1) 景気が堅調であること、(2) 政治が安定していること、(3) 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挙げられ、インド、インドネシア、フィリピン、ベトナムなどが候補になると思われます。インドは、直近で格付会社のムーディーズ・インベスターズ・サービスが長期信用格付けの見通しを引き下げましたが、元々、他の格付会社より格付けが高いこともあり、影響は限定的とみられます。インドネシアは、景気減速が指摘されていますが、発足した第二期ジョコ政権では、配車サービス大手の創業者が教育・文化相に就任するなど意欲的な取り組みがみられ、今後の政策運営に期待が持てます。フィリピン、ベトナムに関しては、景気の堅調さが素直に評価できると考えられます。

新興国の株価指数と対先進国の相対株価

(2018年初=100)

(2018年初～2019年11月8日)



(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。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。