

グローバル株式市場見通し

～ファンドマネージャーの視点～

大和投資信託

Daiwa Asset Management

投資環境の振り返り

グローバル株式市場はショックに怯える投資家心理に揺さぶられ波乱の展開に

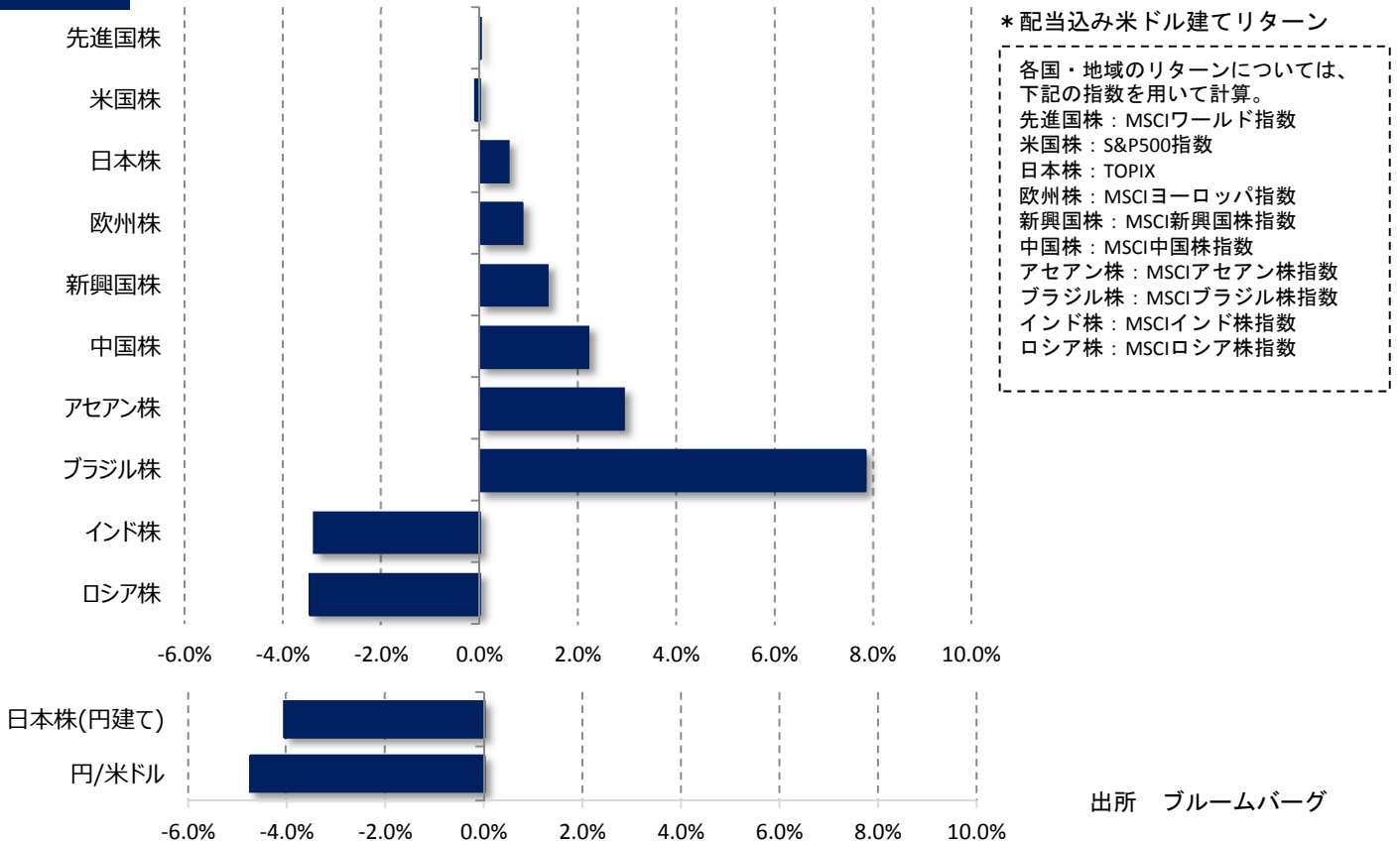
2018年のグローバル株式市場は、低インフレ下の世界同時景気拡大が共存する「適温相場」に支えられ、好調なスタートを切りました。しかしながら、潮目が変わったのは2月上旬。それまで適温相場が継続するとの楽観シナリオに傾いていた市場は2月上旬に発表された1月の米雇用統計で冷や水を浴びせられました。賃金上昇率が予想外の数字となったことで、インフレ加速への懸念から長期金利は急騰、投資家の心理を示す数値とされるVIX指数も急上昇となりました。この急上昇は同指数をリスクの計測に利用していたシステム投資による想定外の売りを誘い、「VIXショック」と称する世界的な株価下落となりました。その後、2月の米雇用統計が安心感を誘う内容だったことや、米国を中心に景気の堅調さを示す経済指標が続いたことで、株式市場は持ち直しの動きを示しました。しかしながら、一旦冷え切った投資家心理の改善が十分に進まない中、米トランプ政権の相次ぐ閣僚辞任、米中貿易摩擦の懸念、個人情報不正流出に見舞われたフェイスブックをはじめ2017年の株式市場をけん引した大手IT企業に関するネガティブ・ニュース、シリア・中東情勢の緊迫化を受けた地政学リスクの高まりなど悪材料に株式市場は翻弄されました。

先進国株は米国株を中心に概ね横ばい圏となりました。

新興国株はブラジル株、中国株などに支えられ堅調な動きをみせました。ブラジル株は堅調な原油市況や中央銀行による金融緩和策が相場をサポート。ロシア株は原油市況の上昇による追い風はあったものの、米ドル・ベースでは4月9日に米政権が追加制裁を発表したことを受けたルーブル急落が響きました。インド株も2018年度予算案で財政赤字目標が緩められたことや大手国営銀行を舞台にした巨額詐欺事件などからインド・ルピーが売られ、米ドル・ベースでみると軟調でした。

国・地域の リターン

2017年12月29日～2018年4月13日



米国株式

～米国株はセンチメントから業績主導の相場にシフトか～

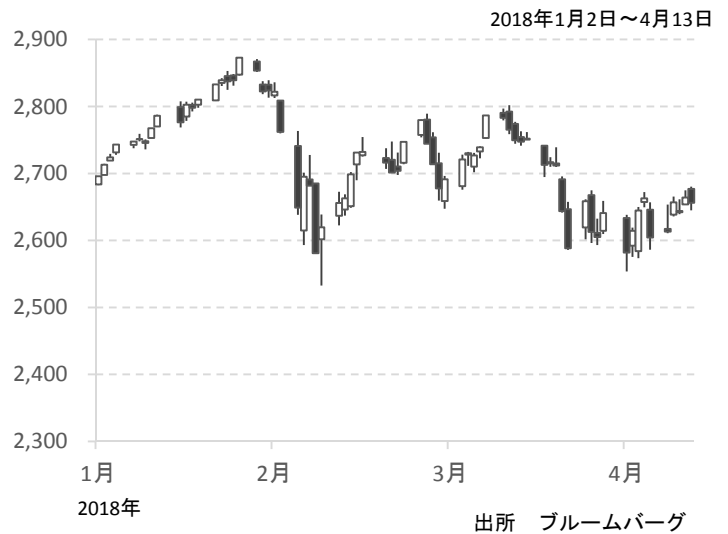
米国株は堅調な景気情勢と揺れ動くセンチメント（投資家心理）のはざままで荒い値動きとなっています（図表1）。

米国の景気は引き続き好調に推移しています。米商務省が発表した2017年10－12月期の実質GDP（国内総生産）成長率確定値は年率換算で前期比2.9%増と改定値から上方修正されました。GDPの約3分の2を占める個人消費は4.0%増と前四半期から加速、3年ぶりの大幅な伸びとなりました。2018年1－3月期の実質GDP成長率は前四半期に比べると減速する見込みですが、例年1－3月期は季節的なスローダウンがみられることや、1月の大寒波の影響など一時的な要因によるところが大きいと考えられます。実際、いつもの経済指標が金融危機後の最高を記録するなど景気拡大の方向性に変化はありません。

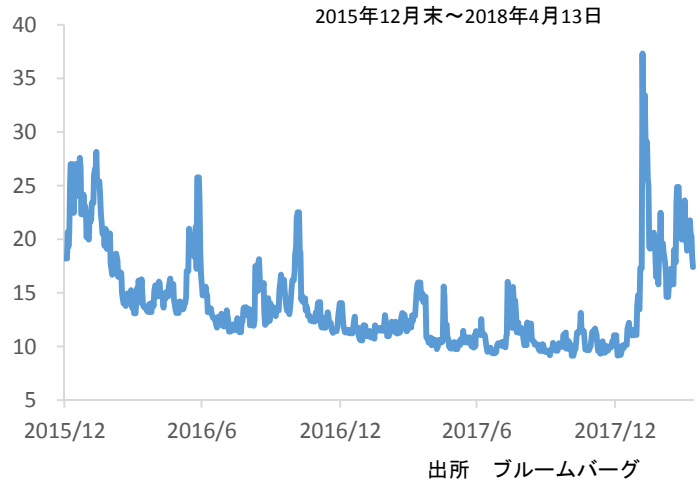
一方で、2月初旬に株式市場を襲った「VIXショック」の後遺症は続いています（図表2）。2017年は概ね10前後で推移していたVIX指数は、急騰した水準から低下したとは言え、一連の波乱材料もあり足元で依然として20前後のレベルで留まっています。投資家の警戒姿勢が緩んでいないことがうかがえます。

各セクターの動きは、値動きの荒い全体相場を反映したものとなっています（図表3）。各セクターは2月まで概ね2017年年度の動きに似た展開となっていました。2月は上旬にVIXショックで株式市場は大きく動揺したものの、月間ベースでのセクター選好に顕著な変化はありませんでした。しかし、3月に入ると、地政学リスクの高まりを背景に原油市況が上昇基調に転じたことでエネルギーや素材などが大きくランキングを上げた一方、フェイスブックの個人情報不正流出などネガティブ・ニュースに振り回されたIT関連銘柄を中心に情報技術のランキングは乱高下しました。投資家が目先の材料に翻弄されやすい投資環境にあると思われる。

図表1 S&P500指数の推移



図表2 Vix指数の推移



図表3 S&P500指数セクター別騰落率ランキング

	2017年	2018年1月	2月	3月	4月
1	情報技術	一般消費財・サービス	情報技術	不動産	エネルギー
2	素材	情報技術	金融	公益事業	素材
3	一般消費財・サービス	ヘルスケア	一般消費財・サービス	エネルギー	情報技術
4	金融	金融	公益事業	生活必需品	ヘルスケア
5	ヘルスケア	資本財・サービス	資本財・サービス	電気通信サービス	電気通信サービス
6	資本財・サービス	素材	ヘルスケア	一般消費財・サービス	生活必需品
7	生活必需品	エネルギー	素材	資本財・サービス	一般消費財・サービス
8	公益事業	生活必需品	不動産	ヘルスケア	金融
9	不動産	電気通信サービス	電気通信サービス	情報技術	資本財・サービス
10	エネルギー	不動産	生活必需品	素材	公益事業
11	電気通信サービス	公益事業	エネルギー	金融	不動産

S&P500指数のトータル・リターンを2016年末～2017年末の期間、2018年1月、2月、3月、2018年3月末～4月13日までの期間で計測しランキング。

出所 ブルームバーグ

後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

米国株式

<つづき>

投資理論に基づく、株価は投資家心理（センチメント）と将来の利益予想から計算されます。センチメントを表す指標として株価バリュエーションがあります。株価収益率（PER）が用いられる場合が多いです。すなわち、

株価 = (株価バリュエーション) × (将来利益予想)、
となります。

米国株は金融緩和政策下と緩和解除後の利上げ局面とで株価上昇の原動力を変化させてきました（図表4）。金融緩和政策の下、特に2012年9月から開始された量的金融緩和策第3弾（QE3）以降、株価バリュエーション（PER）の拡大が株価上昇を支えました。その後、FRB（米連邦準備制度理事会）が2015年12月に金融政策の正常化に舵を切り利上げを開始して以降は予想利益の拡大が株価上昇の原動力となってきました。

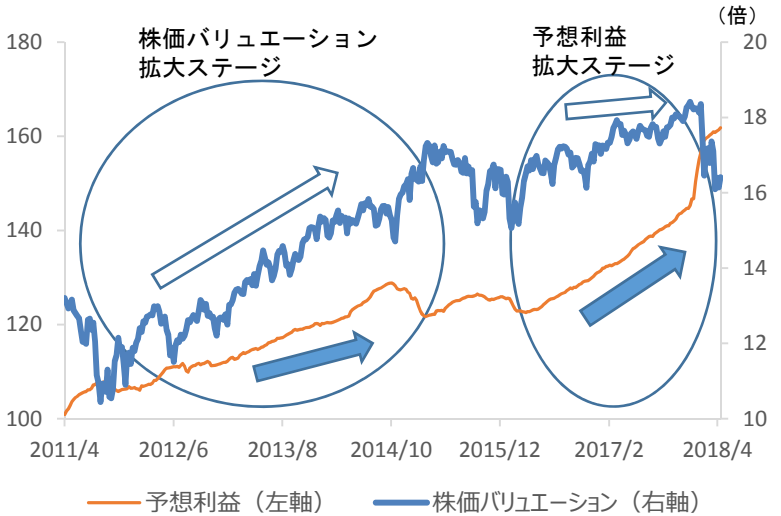
振り返れば、米国の金融危機に対処するためFRBが2008年以降に講じた金融緩和策は2015年に9年半ぶりとなる利上げに転じるまで約7年にも及びました。現在は、大量な緩和マネーが市場に溢れた過剰流動性相場（金融相場）から景気情勢や個別企業の業績動向などに着目した業績相場へ移行する過渡期にあると考えられます（図表5）。

ある相場から次の相場への移行がスムーズになされることは難しく、ここもと上値の重さをもたらしている投資家の警戒的な心理状況（PERの縮小）は、過渡期ゆえの移行の難しさを物語っていると思われます。

目先の注目点は企業業績です。1-3月期決算で好業績が確認されれば、予想利益のさらなる拡大が期待されます。業績見通しの明るさに投資家の注目が再び向かうことで、好業績銘柄にけん引される形で米国株式市場も上昇基調に転じることが期待されます。

図表4 S&P500指数の株価バリュエーションと予想利益の推移

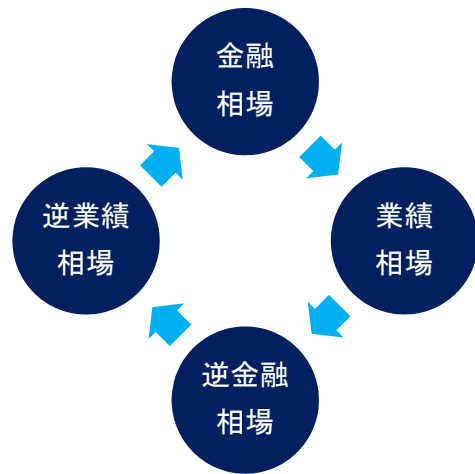
2011年4月1日～2018年4月13日：週次ベース



注：予想利益は1株当たり純利益（EPS）、株価バリュエーションはPERを採用
いずれも12カ月先予想ベース

出所 ブルームバーグ

図表5 相場サイクル



大和投資信託作成

国内株式

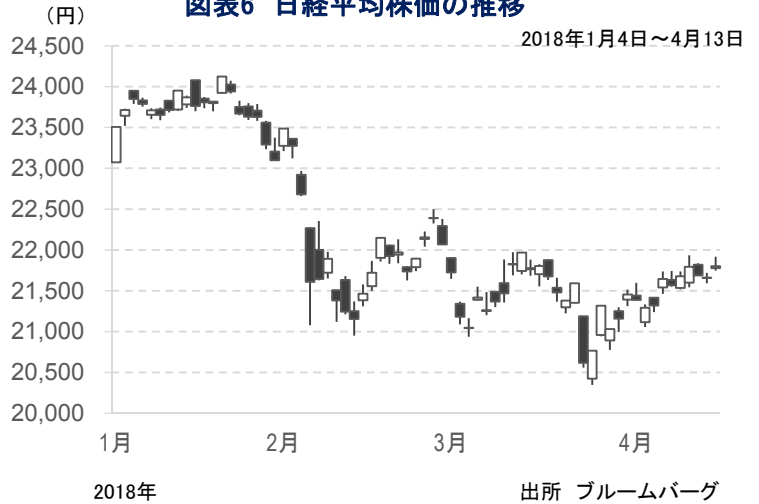
～不透明感の一巡後には、再び企業業績が注目されると予想～

国内株式は2018年2月前半の下落以降、上値が重い状況が続いております（図表6）。米国が新たな関税を課す方針を発表したことによる貿易摩擦懸念や国内における内閣支持率の低下、円高の進行、これに伴う国内企業のガイダンスリスク（本決算時に発表される会社計画が事前の市場予想を下回ること）、北朝鮮問題の動向などが影響していると考えます。一方、これらの問題がありながらも株価は下げ渋る動きも出てきていることにも注目しています。上記リスク要因などの明確な悪化が起これなければ下値は限定的と考えます。

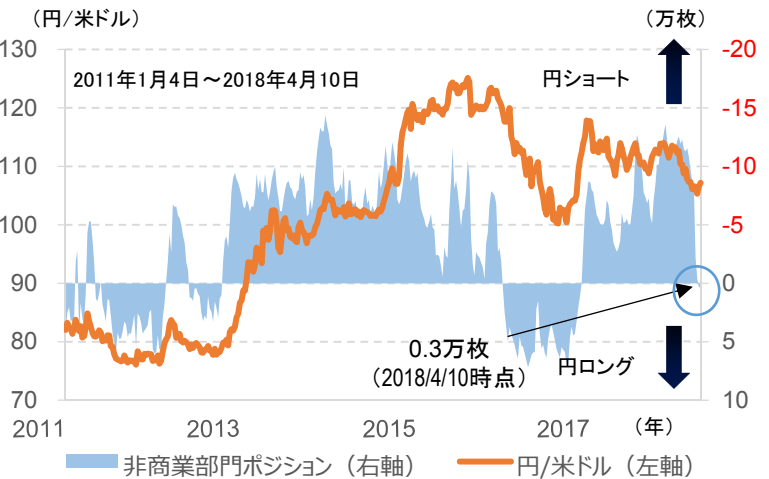
世界経済は引き続き堅調です。景況感指数や経済指標の一部において水準や伸び率の低下はみられるものの、景気減速を示す状況にはありません。一方、為替を考えると、国内企業業績に影響を与えやすい米ドルは、不透明感のある米中貿易摩擦の影響も受けるとみられ、動向には注視が必要です。しかし、マーケットが注目する為替の非商業部門ポジション（図表7）をみると、円/米ドルにおいて円のショート（売り持ち）ポジションが大きく減少し、直近では円ロング（買い持ち）ポジションに逆転しました。これは目先において、市場で不透明感が高まった際の円高圧力が後退したことを示していると考えられます。円高圧力の後退は、株価の下押し圧力が低下するという点から国内株式市場にとってプラス材料です。また、日銀も当面、金融政策を変更する状況にはないと考えており、ETFの買い入れも継続されることで国内株式の需給環境にも大きな変化は起こらないと予想します。

企業業績に目を移すと、市場では引き続き2018年度も増益基調を維持すると予想されています（図表8）。今後発表される2018年度の会社計画は為替前提などを理由に一定数の銘柄が減益計画を発表すると予想されますが、堅調な世界経済を背景に全体で見ると増益基調が継続すると市場の見方は妥当と考えます。株式市場が懸念している不透明要因が一つ一つ落ち着きを見せることで、株価は企業業績の拡大に沿ったトレンドに回帰すると予想します。

図表6 日経平均株価の推移

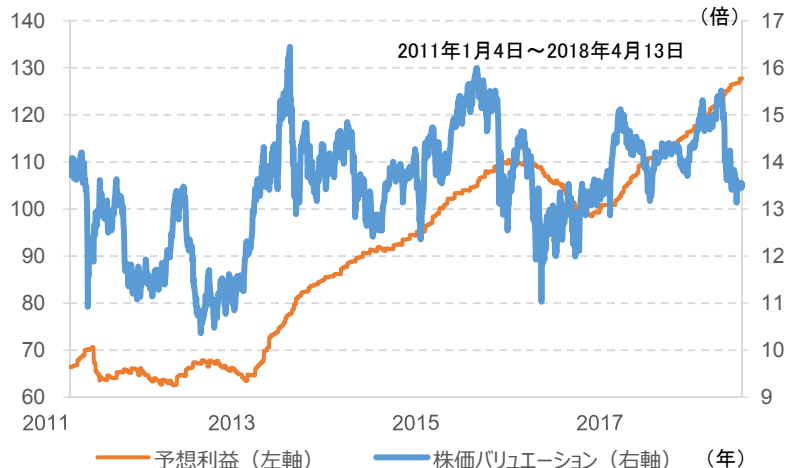


図表7 シカゴ商品取引所の通貨先物非商業部門ポジションの動向



注 非商業部門ポジションの軸は上下反転 出所 ブルームバーグ

図表8 TOPIXの株価バリュエーションと予想利益の推移



注: 予想利益は1株当たり純利益 (EPS)、株価バリュエーションはPERを採用
いずれも12ヵ月先予想ベース

出所 ブルームバーグ

新興国株式市場は、米国のインフレ・長期金利の上昇に対する懸念や、トランプ政権の保護主義的な動きを受けた米中貿易摩擦への懸念などを背景に、2018年2月以降、上値の重い展開が続いています。しかしながらこのような局面でこそ、大局観に基づき、中長期的な視点で市場を眺めることが重要だと考えます。

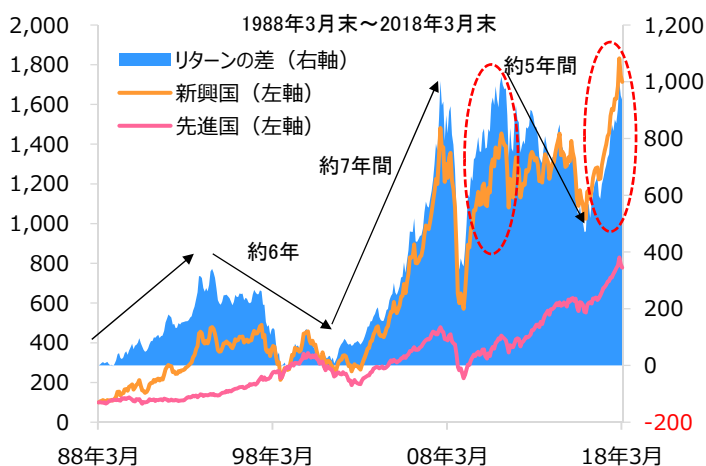
新興国株式市場は、2007-08年の世界金融危機後に、中国の大規模な景気刺激策や、世界の中央銀行の積極的な金融緩和などを背景に急速に回復しました。しかし、2011年以降は、過剰生産能力や債務問題など中国経済に対する懸念、欧州の債務問題、米シェールオイルの生産拡大を背景とする原油価格の急落などを受けて、先進国株式市場を約5年にわたりアンダーパフォームしました。2016年以降、原油をはじめとする商品価格の底打ち・回復、新興国企業の業績見通し改善、中国経済に対する過度の悲観の後退などに伴い、再び上昇基調となっています（図表9）。

2016年からはじまった新興国株式市場の好パフォーマンスは今後も数年間にわたって継続すると考えています。その背景は、①米ドル高トレンドの反転、米ドル安トレンドへの回帰、②市場のけん引役の変化を背景とする業績拡大トレンドの継続です。

長期の米ドル指数（ユーロ、円など主要通貨に対する米ドルの為替レートを指数化したもの）を見ると、米ドル指数と新興国株式市場には相関関係がみられ、5-7年周期でトレンドが転換することがうかがえます（図表10）。米国と日欧の金利格差などを背景とする2011年から約5年半続いた米ドル高トレンドは2017年に既に反転しています。米国のインフレ・金利上昇が急激なものにならない限り、過去のサイクルから判断して、足元の米ドル安トレンドは今後も継続すると考えられることから、米ドル安を背景とする新興国への資金流入が引き続きサポート要因になると予想します。

2011年から約5年間続いた新興国企業の業績下方修正は2016年に終了し、2017年以降、業績は拡大基調となっています（図表11）。

図表9 過去30年の米ドル建て新興国株、先進国株指数

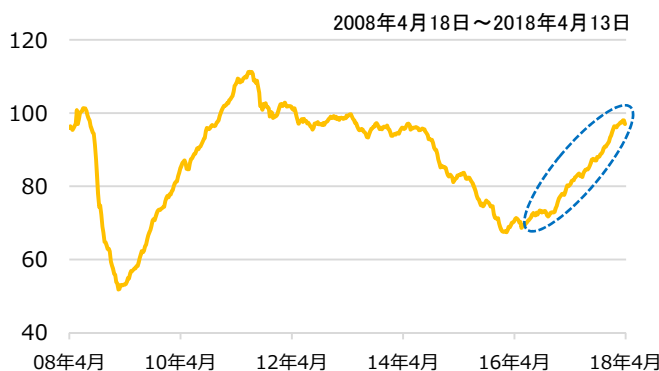


注1 1988年3月末を100として指数化 出所 ブルームバーグ
 注2 リターン之差は新興国株のリターンと先進国株のリターンの差
 注3 新興国株としてMSCI新興国株指数、先進国株としてMSCIワールド指数を採用

図表10 過去30年の米ドル指数



図表11 過去10年の新興国株指数の予想利益の推移



注: 予想利益は12か月先予想ベース1株当たり純利益 (EPS) を採用 出所 ブルームバーグ

新興国株式

<つづき>

もちろん原油価格の回復や、好調な世界景気が業績回復に寄与したことは間違いありません。一方で、今後の業績を占う場合、新興国株式市場のけん引役の変化に注目する必要があると考えています。10年前、新興国株式市場のけん引役は、エネルギーや素材など商品価格に大きく左右される市況産業でした。しかし、現在のけん引役は、テンセントやアリババに代表され、eコマース、フィンテック、IoT、AIなどインターネットを基盤とする中長期の時代の変化から恩恵を受ける情報技術セクターに変化しています（図表12）。このことから、新興国企業の業績拡大トレンドは、商品価格や景気動向など外部環境の変動に対する耐性が高まり、より強固なものになったと判断しています。

図表12 新興国株指数 組入比率上位10銘柄の変化

2008年3月末

順位	名称	セクター	国・地域
1	ガスプロム	エネルギー	ロシア
2	チャイナ・モバイル	電気通信サービス	中国
3	サムスン電子	情報技術	韓国
4	ブラジル石油公社（優先株）	エネルギー	ブラジル
5	ブラジル石油公社（普通株）	エネルギー	ブラジル
6	アメリカ・モビル	電気通信サービス	メキシコ
7	ヴァーレ（優先株）	素材	ブラジル
8	ヴァーレ（普通株）	素材	ブラジル
9	台湾セミコンダクター	情報技術	台湾
10	ルクオイル	エネルギー	ロシア

2018年3月末

順位	名称	セクター	国・地域
1	テンセント・ホールディングス	情報技術	中国
2	サムスン電子	情報技術	韓国
3	アリババ・グループ・ホールディングス	情報技術	中国
4	台湾セミコンダクター	情報技術	台湾
5	ナスパース	一般消費財・サービス	南アフリカ
6	中国建設銀行	金融	中国
7	中国工商銀行	金融	中国
8	バイドゥ	情報技術	中国
9	チャイナ・モバイル	電気通信サービス	中国
10	ピンアン・インシュランス・グループ	金融	中国

出所 トムソン・ロイター

以上

※TOPIXは株式会社東京証券取引所が算出・公表などの権利を有する指数です。

※MSCIワールド指数、MSCIヨーロッパ指数、MSCI新興国株指数、MSCI中国株指数、MSCIアセアン株指数、MSCIブラジル株指数、MSCIインド株指数、MSCIロシア株指数は、MSCI Inc.が開発した株価指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

後述の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

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/>