

ファンドマネージャーの運用ノート※ 金融市場展望（2017年9月） ～ 懸念の秋 ～

※当資料は、大和投資信託の運用チームの相場の見方をお伝えするレポートです。
大和投資信託が設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

2017年9月13日

お伝えしたいポイント

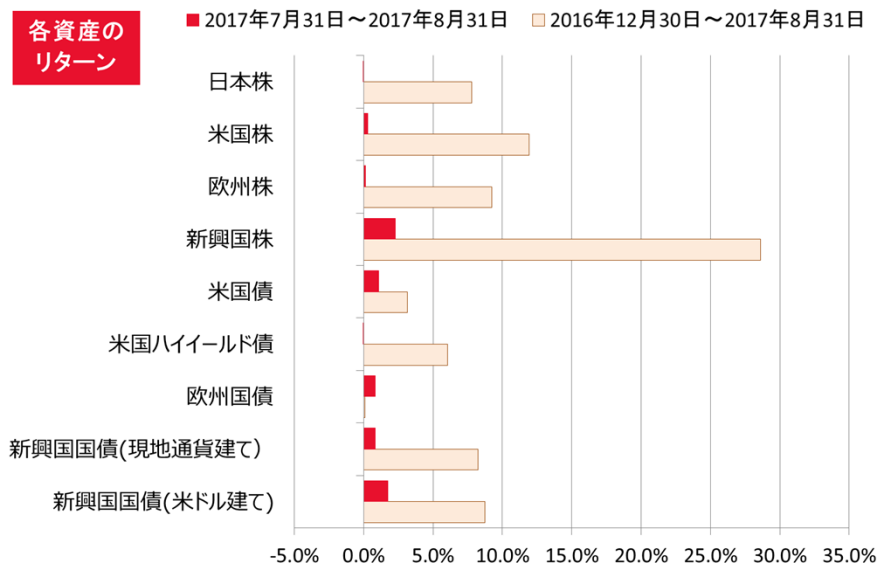
- ・ 新興国資産へのインフローは続く
- ・ 米国の政治的なリスクへの過度な警戒は不要も、短期的な備えは必要
- ・ 米国株は目先、“警戒”の時間帯に
- ・ 日本株は“雌伏して時の至るを待つ”
- ・ 懸念の秋 短期的なリスク資産の調整リスクに留意

市場 新興国資産へのインフローは続く

マーケットはリターンを追い求め彷徨っています。

8月を振り返ると、好調な新興国資産を除けば、安全資産とされる国債が選好されリスク回避的な相場となりました（図表1）。北朝鮮情勢の緊迫化や米国の政治的な混乱から投資家心理が悪化したためです。一方で、こうしたリスク・オフな相場環境下でも新興国資産への資金流入は健在です。インフレ低下のおかげで新興国の中央銀行に利下げ余地が生まれています。緩和策からの転換を図る欧米先進国とは対照的に、利下げを通じた新興国景気の拡大期待こそが新興国資産の好調の本質です。新興国資産の好調さは、冷静にリターンを追求するマーケットの姿を浮き彫りにしています。

図表1 国債と新興国資産が選好された



各資産のリターンについては、下記の指数を用いて計算しています。

日本株: TOPIX (東証株価指数、円建て)
米国株: S&P500 (米ドル建て)
欧州株: MSCIヨーロッパ指数 (ユーロ建て)
新興国株: MSCIエマージング・マーケット・インデックス (米ドル建て)
米国債: ブルームバーグ・バークレイズ・US・トレジャリー指数 (米ドル建て)
米国ハイイールド債: ブルームバーグ・バークレイズ・US・コープ・ハイイールド指数 (米ドル建て)
欧州国債: ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ・アグリゲート・トレジャリー指数 (ユーロ建て)
新興国国債(現地通貨建て): JPMオルガン ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・デリバティブ・ファイブ
新興国国債(米ドル建て): JPMオルガン エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル (米ドル建て)

(出所: ブルームバーグ)

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) HP <http://www.daiwa-am.com.jp/>

米金利・米ドル 米国の政治的リスクへの過度な警戒は不要も、短期的な備えは必要

米国では、レーバーデー明けの9月5日から議会が再開され、連邦債務上限の引き上げ問題と2018会計年度の予算審議が正念場を迎えることとなります（図表2）。

しかしながら、トランプ政権ではプーバス首席補佐官やバノン主席戦略官らが相次いで辞任して政権内で大きな混乱が生じています。さらに、バージニア州で白人至上主義者グループとこれに反対するグループが衝突した事件に関して、トランプ大統領が白人至上主義者を容認するような発言を行ったことで大統領の指導力が低下するなど、主要政策の実現に関して市場の不透明感が高まっています。

図表2 米国の政治関連日程

9月5日	連邦議会（上院・下院）が再開
9月19日 ～20日	FOMC（米国連邦公開市場委員会）
9月30日	2018会計年度予算成立期限 →不成立の場合は連邦政府機関の閉鎖の可能性
10月中旬	米財務省の資金繰り期限（議会予算局試算） →米国債がデフォルト（債務不履行）に至る可能性

（大和投資信託作成）

①連邦債務上限の引き上げ問題

「2015年超党派予算法」の失効によって、3月に新たな連邦債務上限が設定された結果、米財務省は既に国債の新規発行が不可能（借り換えは可能）となっています。米議会予算局の試算では10月中旬にも米財務省の資金が底を尽き、米国債がデフォルト（債務不履行）に至る可能性があると考えられています。

②2018会計年度の予算審議

米2017会計年度が9月末で終了するため、同日までに2018会計年度予算、具体的には歳出法が成立しないと、予算不足から連邦政府の運営が不可能となり、10月以降に連邦政府機関の閉鎖が発生することとなります。

9月はこうした政治的リスクに対して市場参加者の警戒感が高まりやすく、市場全体のボラティリティ上昇やリスク資産の価格下落につながる可能性があり、一時的に米長期金利には低下圧力、米ドルには下落圧力が掛かることも想定されます。

2018会計年度予算について、トランプ大統領は「メキシコ国境壁の建設予算を獲得できなければ連邦政府機関の閉鎖も辞さない」との考えを示しているものの、共和党内にもこの見解に賛同する議員は少ないとみられます。残された審議時間の短さから考えると、期限内の歳出法案成立は難しく、共和党としては2017年末などを期限とした暫定予算の成立に注力せざるを得ないものと考えています。また、民主党も2018年の中間選挙を控えて、国民生活に影響が及びやすい連邦政府機関の閉鎖を回避する誘因があるため、暫定予算成立には基本的に協力的なものと考えられます。同時に連邦債務上限問題についても、米国債のデフォルトに伴う資本市場全体の混乱は両党にとって無益であり、暫定予算と同程度の期限で棚上げにされる可能性が高いと考えています。

当社はこれらのシナリオのもと、10月における連邦政府機関の閉鎖や米国債のデフォルトは最終的に回避されるものと想定しています。また、ファンダメンタルズの観点においても、米国を含む世界経済全体が低インフレ下で安定的な成長を続けており、FRB（米国連邦準備制度理事会）が進める金融政策の正常化も、市場にサプライズが生じないように透明性の高い形で進められるため、政治的リスクによる市場の混乱は比較的短期間に収束する可能性が高いと考えています。加えて、為替市場については、本邦投資家の外債投資意欲が引き続き旺盛であることが確認されており、過度の円高・米ドル安は抑制されるとみえています。

* 9月8日時点で米上下両院は債務上限の短期引き上げと政府予算の延長、ハリケーン被害の復旧予算を組み合わせた法案を可決しています。12月8日まではいったん予算措置が講じられた形です。

※1ページ目の「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 米国株は目先、“警戒”の時間帯に

米国では、9月4日(月)の労働感謝の日(レーバーデー)が過ぎれば、夏のバケーション・シーズンが終わり、いよいよ秋季の到来となります。私たちは、よく季節の変わり目は体調管理に心がけるようにと言われますが、今年の株式市場でも同様かもしれません。

秋季における株式市場での注意点をみていきましょう。

企業業績は、2017年1-3月期に続き、4-6月期も決算発表シーズンに入ると予想を上回る展開となり、前年同期比で+10%台の増益率を達成する見通しです。

しかし、7-9月期は+6.5%増益への鈍化が見込まれています(図表3)。これまでのように10月中旬からの決算発表シーズンが始まれば予想を上回る内容への期待はありますが、8月の中旬以降のように国内外の情勢での混迷が深まれば、実体経済に悪影響を与える可能性には注意が必要と思われます。

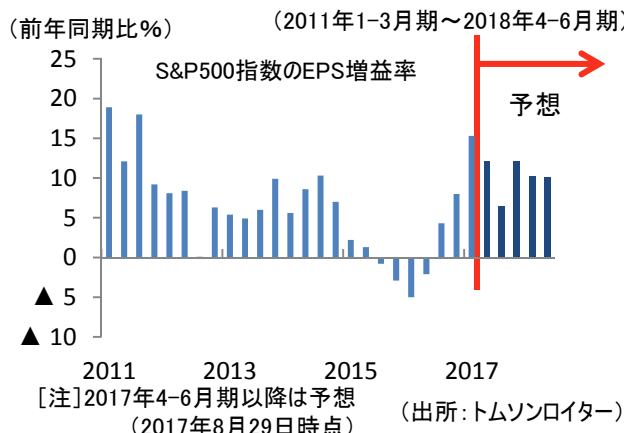
また、国内外での情勢の混迷は投資家心理にも悪影響を及ぼします。米国において数値が高いほど投資家が相場の先行きに不透明感を感じているとされ、S&P500指数オプションを基に算出されるVIX指数が7月中旬より徐々に高まりつつあるようにみえます。8月の米国・北朝鮮間の緊張が急速に高まったときには16.0へ急上昇しました(図表4)。

加えて、FRB(米国連邦準備制度理事会)は9月のFOMC(米国連邦公開市場委員会)において10月から保有資産の縮小を開始することを決定すると見込まれています。

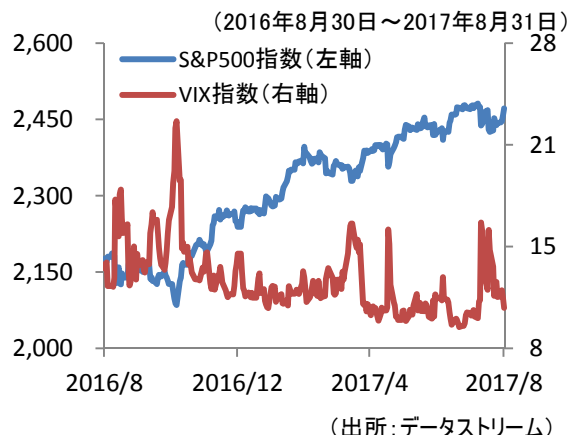
既に保有資産の縮小に関しては、イレ恩議長をはじめFRBの主要メンバーを通じて市場には十分にアナウンスされており、調査会社などでも金融市場に与える影響は軽微との予測が大半となっております。しかし、これまでFRBによって金融緩和政策が変更された局面では、株式市場への影響が観測されています。S&P500指数の動きを追うと、2013年12月テーパリング(量的緩和規模縮小)開始時(12月18日決定、2014年1月実施)では、2014年2月にかけて約5%の下落、2014年10月のQE(量的緩和)終了時では、9月中旬から10月中旬にかけて約7%の下落、7年間続いたゼロ金利政策の終焉となる2015年12月の利上げ開始時(12月16日決定)では、2016年2月にかけて約11%の下落となりました。

もちろん、他にも下落の要因があったと思われますが、2018年度予算の期限や債務上限問題が注目されるなか、フィラデルフィア連銀が算出している党派対立指数が2013年10月の政府閉鎖時の水準にまで急上昇している(図表5)ことなどから、やはり9月は警戒を怠れないでしょう。

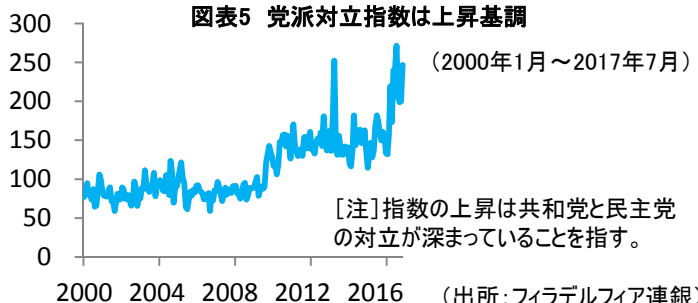
図表3 増益率は一旦ピークアウトが見込まれる



図表4 目先、投資家心理は悪化方向か



図表5 党派対立指数は上昇基調



※1ページ目の「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。

日本株 日本株は“雌伏して時の至るを待つ”

2017年8月に入り、国内株式市場は北朝鮮問題が再び意識されたことや、米国物価統計の弱含みによる米国の年内追加利上げ観測の後退、および、対米ドルでの円高進行により不安定な状況が続いています。

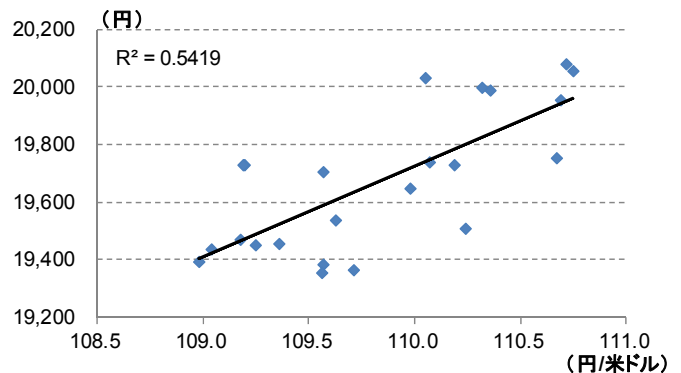
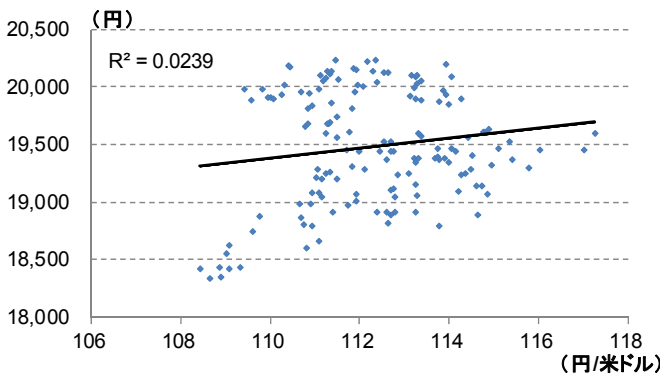
北朝鮮問題は予断を許さず、今後もリスク要因として意識せざるを得ません。加えて、9月は米国議会における債務上限問題や2018会計年度予算審議などの進捗動向、および、FOMC（米国連邦公開市場委員会）やECB（欧州中央銀行）理事会による金融政策の変更の有無など、動向に注意が必要なイベントが数多く存在します。これらを反映し、市場参加者の相場変動見通しを表す日経平均ボラティリティー・インデックス（VI）は8月に入り上昇しています（図表6）。

上記リスク要因に関する国内株式市場への第一の波及経路は為替からの影響と考えます。

2017年1月～7月は徐々に対米ドルでの円高が進行する中でも国内株式市場は底堅く推移し、国内株式市場と円／米ドルの相関性は低位でした。しかし、市場の業績予想が織り込んでいる為替水準である110円／米ドルを上回る円高水準となった8月は為替と国内株式市場の相関性が高まっており、注意が必要です（図表7）。

企業業績動向が堅調（図表8）であることは相場の下支えになると考えますが、しばらくはリスク要因に注視しつつ、相場の落ち着きを待つ時期と考えます。

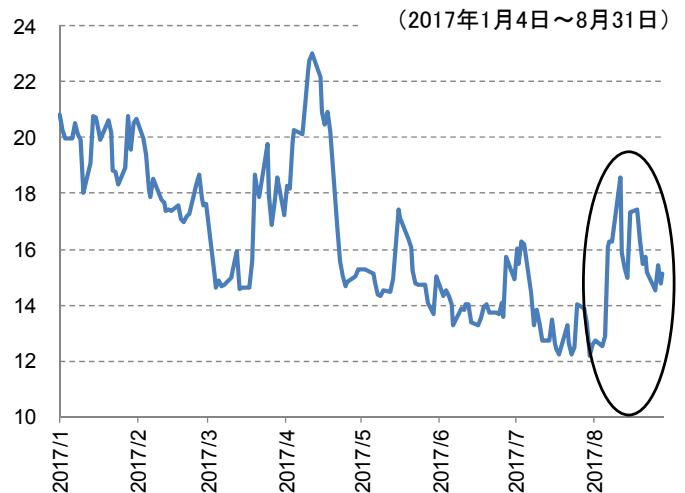
図表7 日経平均株価と円/米ドルレートの関係(左図:2017年1月～7月、右図:2017年8月)



[注]直線の傾きが大きいほど、円/米ドルの変化に対する日経平均株価の変動が大きいことを示す。R²の数値が高いほど相関が強いことを示す。

(出所: ブルームバーグ)

図表6 日経平均VIの推移

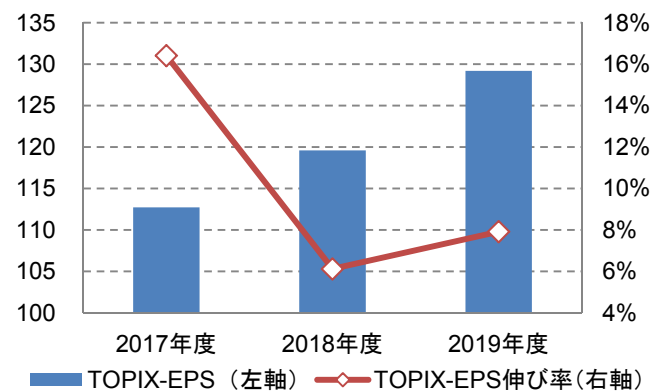


[注]投資家が日経平均株価の将来の変動をどのように想定しているかを表した指数。高いほど、相場が大きく変動すると見込んでいることを意味する。

* 日経平均VIは日本経済新聞社の著作物です。

(出所: ブルームバーグ)

図表8 TOPIXベースEPSと前年比伸び率の見通し



[注]2017年8月24日時点

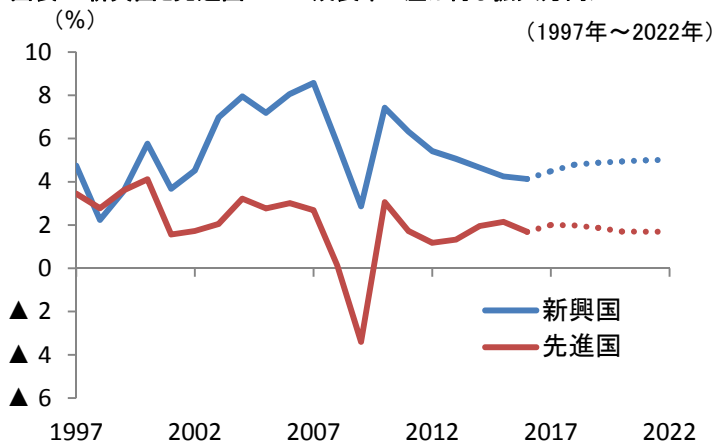
(出所: トムソン・ロイター)

※1ページ目の「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。

見通し 懸念の秋 短期的なリスク資産の調整リスクに留意

目先、金融市場は“懸念”の壁に囲まれ身動きがとれない状態に陥っています。堅調な経済ファンダメンタルズの一方で、緊張緩和ムードがみえない北朝鮮情勢、緩和策からの転換を図るFRB（米国連邦準備制度理事会）、満身創痍のトランプ政権下で高まる政治的リスクなどマーケットは投資家心理を左右する材料に翻弄される向きが強まっています。一見すると小康状態に見える株式市場も何かの拍子で懸念が高まれば、過剰反応するリスクが警戒されます。好調な新興国資産もこうしたセンチメント主導の相場環境から逃れられず、短期的な調整シナリオに留意する必要があると考えます。

図表9 新興国と先進国のGDP成長率の差は再び拡大方向に



[注]GDP成長率は、2017年以降は予想値。

(出所:IMF)

FRBが保有資産の圧縮を決定し、さらに米国で年内の追加利上げの可能性が高まれば、投資マネーが逆流すると警戒から新興国資産が売りに押されるシナリオです。とは言え、新興国における経済金融情勢は安定的で、調整一巡後は再び、先進国に対する高い経済成長率に着目した新興国資産への買いは続く予想されます（図表9）。

当面の注目材料は、“政治”と“政策”。

世界経済は低インフレ下で安定的な成長を続けており、経済ファンダメンタルズ面での投資環境は良好です。一方で、リスク資産の買われすぎを警戒する声の一部に出始めています。特に金融政策の正常化に向けて動く米国の金融政策や財政を巡る米国の政治情勢は短期的な相場ムードに影響を及ぼすことから注視したいところです。

世界経済の見通しは明るく、企業業績も良好です。市場の警戒ムードが和らげば、リスク資産が選好される市場に回帰すると考えています。◆

※東証株価指数（TOPIX）に係る知的財産権は、株式会社東京証券取引所（東証）に帰属します。

※MSCIヨーロッパ指数およびMSCIエマージング・マーケット・インデックスは、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。

※JPモルガン エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバルおよびJPモルガン ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ディバースィファイドは、J.P.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーが発表しており、著作権はJP.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーに帰属しています。

※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。

※1ページ目の「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。