

# 投資環境展望

QUARTERLY  
INVESTMENT  
OUTLOOK

2018年 冬号

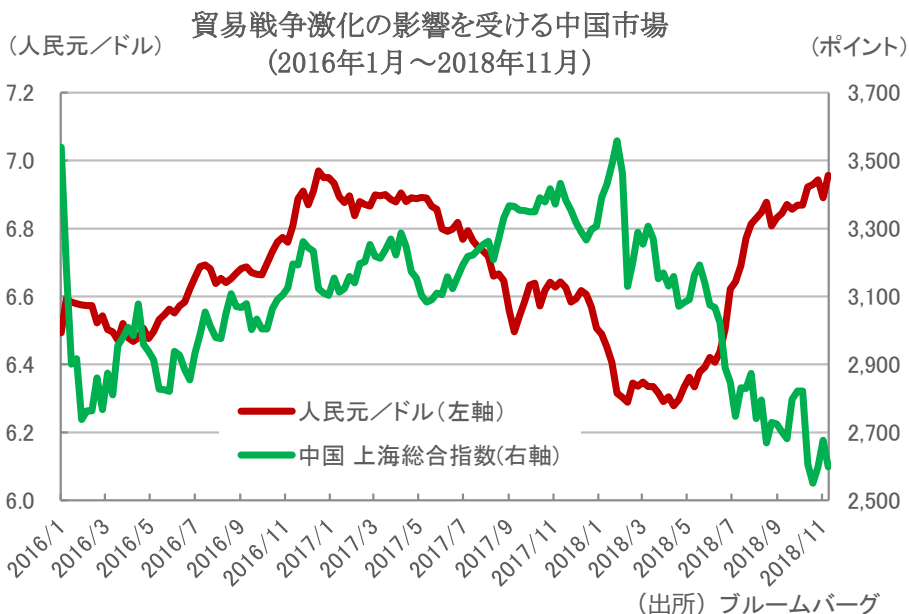
大和投資信託

Daiwa Asset Management

2019年の世界経済は潜在成長率以下に減速するも、急激な失速はない。米中貿易戦争は持久戦へ。

10月以降、グローバルで株式市場が調整局面を迎えています。世界経済のピークアウトや米中貿易戦争の激化、中国経済の減速懸念などが高値圏にあった株価のバリュエーション調整を誘発した格好です。世界経済のピークアウトは2018年7-9月期のGDP(国内総生産)においても確認されており、ドイツや日本で前四半期比マイナス成長となったほか、他国でも成長率の低下がみられています。こうした景気減速は一部自然災害による一時的な影響もあり、現時点では景気の本質的な減速は想定していません。しかし、今後米国においても利上げの累積効果や減税の効果一巡などの要因から景気減速が進む結果、2019年の世界経済は潜在成長率をやや下回る程度まで勢いを失ってくと考えています。

一方、中国経済の減速はより深刻です。中国政府が昨年以降、過剰債務対策など一連の構造改革を進めてきたことが背景の1つにあります。また、米中貿易戦争の激化も今後の景気を減速させる要因です。米国は通商交渉に進展がなければ、今後全ての中国製品に追加関税を課すと述べています。先般、トランプ米大統領が中国との貿易協議に前向きなツイートをを行ったことで、貿易戦争が回避されるとの期待が高まる局面もありました。しかし、米中で起きていることは単なる貿易をめぐるあつれきではなく、IT(情報技術)やロボットなど次世代の先端技術をはじめとして、世界の政治・経済・軍事の覇権争いであり、この争いは長期にわたる持久戦になると当社ではみています。中国政府はこの持久戦に耐えるため、減税などの財政支出や金融緩和の拡大を通じて内需の下支えを続ける見込みであり、中国政府は景気をうまく軟着陸させることができるとするのが基本的なシナリオです。しかし、その過程で企業債務の膨張や不動産バブルの発生など、経済の不均衡が再び拡大し、将来の経済の火種となる可能性があることには警戒が必要だと考えます。



金利は緩やかな上昇から徐々にピークアウトへ。2019年後半には米利上げ打ち止めも視野に入る。

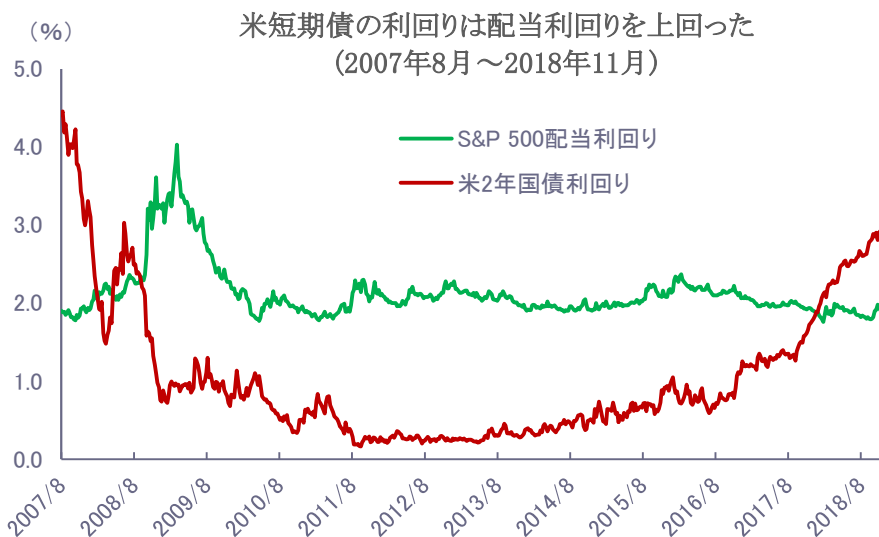
## <有望投資戦略>

- ①米国短中期債
- ②イタリア短中期債／スペイン長期債(円ヘッジ後)

先進国の景気サイクルが成熟期入りしていることから、金利は緩やかな上昇から徐々にピークアウトのタイミングをうかがう局面に移行すると予想しています。

米国では四半期に一度の利上げペースが当面維持されるとみています。11月の米国中間選挙では上院は共和党、下院は民主党が過半数を獲得し、いわゆる「ねじれ議会」となりました。もっとも、トランプ米大統領は財政拡張路線と自国第一主義の姿勢を変えることはないでしょう。減税などの景気刺激策が2019年前半にかけて景気を押し上げる結果、米10年金利は3.5～4.0%のレンジを試しに行く局面もありそうです。一方、FFレートが中立金利水準とみられる3%前後に近づく2019年後半には、利上げ打ち止め観測が浮上し、金利が上げ止まる可能性があるかとみています。このような見通しの下、米国債には金利上昇に伴うキャピタルロスの可能性があるものの、金利水準が相応に上昇してきた**短中期債の投資妙味は高い**と考えています。

ユーロ圏や英国など欧州諸国では金利上昇幅は限定的なものにとどまり、米国との金利差は引き続き拡大すると見込んでいます。財政政策姿勢の違いなどから、米欧の景況感格差が大きいことや、金融政策の正常化への道のりも異なっていることがそう考える理由です。また英国ではEU(欧州連合)離脱をめぐる交渉が難航しているほか、ユーロ圏ではイタリアの来年度予算をめぐる同国とEUとの対立が続いています。これらはいずれも金利の上昇を妨げる要因です。ただしイタリアに関しては、来年度予算で見込まれている拡張財政が潜在成長率を引き上げると期待されることや、イタリアがユーロ圏離脱を明確に否定していることに鑑みると、足元の財政悪化懸念とそれに伴うイタリア国債金利の上昇は過剰であると考えています。当社では、**イタリアの短中期国債およびスペインの長期国債は円ヘッジ後利回りの観点からも投資の好機**であるとみています(2018年11月16日現在の円ヘッジ後利回り:イタリア5年国債:約2.7%、スペイン10年国債:約1.7%)。



## 新興国債券

ドル高基調が一巡するタイミングを見極めた投資エントリーを推奨。インドネシア、ブラジルは有望。

### <有望投資戦略>

①ドル高が一巡した局面での新興国債券投資

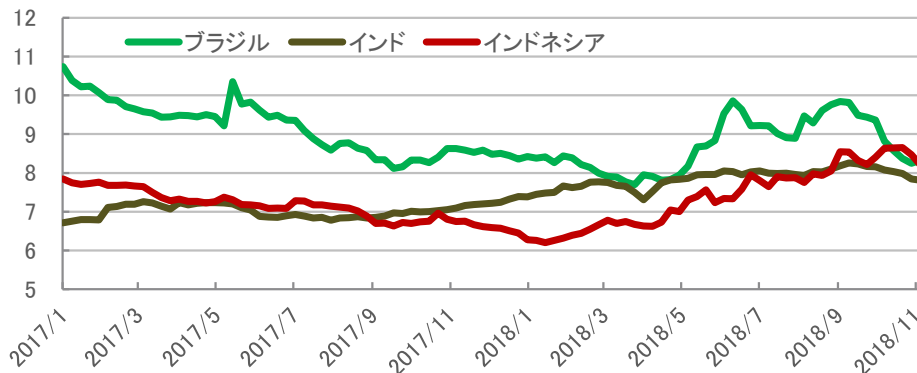
②個別国ではインドネシア、ブラジルに強気

新興国では通貨安に伴う資金流出やインフレ上昇に対する懸念から利上げが進みやすいため、債券市場(現地通貨建て)では金利が上昇しやすく、ボラティリティ(価格変動リスク)の高い状況が続くとみえています。ただし、各国金融当局はインフレ上昇圧力や経常収支不均衡に対して利上げを行うなど、一時的に痛みを伴うものの長期的には正しい対応を行っていると評価しています。ドル高基調が続く間は新興国通貨も軟調に推移しやすく、金利は上昇圧力がかかりやすそうですが、米国の利上げ打ち止め観測が広がり、ドル高基調が一巡すれば、金利が上昇しキャリー面での魅力が増した新興国債券の投資の好機が訪れると考えています。

ブラジルでは10月の大統領選挙においてボルソナロ氏が勝利しました。選挙期間中はその極右的な政治姿勢が嫌気され、「ミニ・トランプ」とも言われましたが、選挙後の勝利演説では期せずして穏健かつ財政規律を重視する発言内容が好感され、通貨、債券ともに買い戻されました。今後の政策実行力は未知数ではあるものの、財政構造改革が直ちに逆回転するとの懸念は遠のいたことから、**新興国市場への資金が戻ってくる局面では、ブラジルはその有力な受け皿になると考えています。**インドネシアは景気こそ良好なもの、経常収支の赤字体質や国債の外国人保有比率の高さが懸念視される状況となりました。しかし、複数回にわたる利上げやインフラ(社会基盤)開発の一時停止など、政策当局が正しい政策運営を行っていることは高く評価すべきと考えており、**インドネシアは引き続き投資先として有望だと判断しています。**一方、インドでは大手ノンバンクのデフォルト(債務不履行)をきっかけに銀行の不良債権問題があらためてクローズアップされており、投資にあたっては政策当局の対応を見極める必要があると考えています。

### インドネシアは投資先として有望

(%) (現地通貨建て債券利回り・2017年1月～2018年11月)



(出所)ブルームバーグ

(注)インドはBloomberg Barclays EM Local Currency India Yield To Worst、ブラジルはBloomberg Barclays EM Local Currency Brazil Yield To Worst、インドネシアはBloomberg Barclays EM Local Currency Indonesia Yield To Worst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

新興国投資ならハードカレンシー建てを推奨。社債のパフォーマンスは国債を下回る時間帯が続こう。

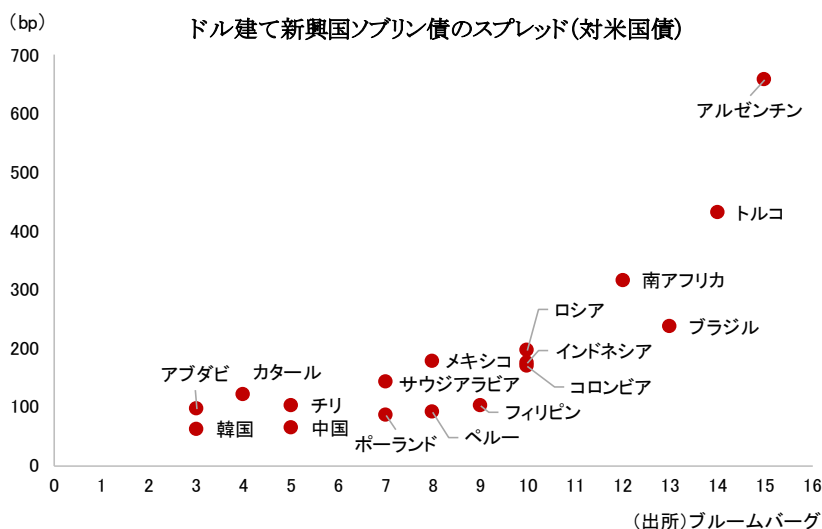
### <有望投資戦略>

- ①当面の新興国債券投資は現地通貨建てよりハードカレンシー建てを推奨
- ②社債の銘柄選択はディフェンシブに

ハードカレンシー建て新興国ソブリン債市場には投資妙味があり、選別的に投資を行うことにより良好なパフォーマンスを得ることができると考えています。米国経済は引き続き世界経済の中で相対的に強く、ドル高基調は継続するとみられることから、新興国への投資にあたっては当面、現地通貨建てよりも米ドル建てなどハードカレンシー建ての方が望ましいと考えています。また投資国の選別にあたっては、外貨建て債務への依存度や経常収支などファンダメンタルズを重視すべきでしょう。例えばトルコに関しては、民間部門を含めると外貨建て債務への依存度が非常に高く、ドル高が進む限り、投資には十分な警戒が必要だと考えています。

米中貿易戦争の激化や株式市場が調整していることなどを背景に当面、社債の対国債スプレッドは拡大し、パフォーマンスは国債を下回ると予想しています。米企業決算では、キャタピラーが追加関税による原材料など調達コスト増、フォードなど自動車組立は中国での販売台数大幅減が確認されるなど、米中貿易戦争激化や中国景気減速に伴う「中国リスク」が注目されました。また直近では中国の電子商取引会社アリババの売上見通しが下方修正され、貿易戦争が中国経済に負の影響を与えていることが示されています。また、米中以外でも懸念材料がみられています。欧州の自動車関連企業は中国市場の減速に加えて、新排ガス規制(WLTP)の影響で収益が圧迫されており、見通しも下方修正されています。

こうした先行き不透明感の強まりに対して、社債のスプレッドによるクッションは十分とは言えず、景気減速や想定外のリスクイベントなど、ネガティブなニュースフローに対する社債のパフォーマンス耐性は低いと考えています。



(注1)2018年11月16日現在。

(注2)米ドル建て新興国ソブリン債券の残存8~10年近辺の代表的な銘柄の対米国債スプレッドをS&Pグローバル・レーティング社の外貨建て長期債債務発行体ごとに分類して表示。

(注3)横軸の表示は格付け順に1=AAA,2=AA+,3=AA,4=AA-,5=A+,6=A,

7=A-,8=BBB+,9=BBB,10=BBB-,11=BB+,12=BB,13=BB-,14=B+,15=B,16=B-。



ドル円は当面強含みも徐々に上値を抑えられる展開。新興国通貨は米国の利上げ打ち止めが視野に入るタイミングで底打ち。

#### <有望投資戦略>

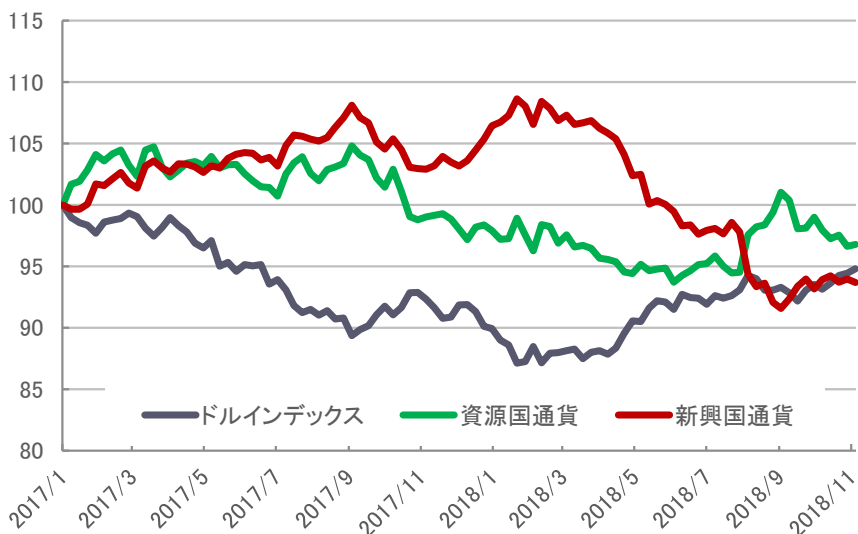
- ①当面はドル選好
- ②ユーロ・英ポンドに弱気
- ③米利上げ打ち止めが視野に入るタイミングで新興国通貨にエントリー

10月に株式市場が調整する局面では、ドル円は114円台から一時111円台に下落しましたが、すぐに反発に転じるなど「リスク回避時の円高圧力」は限定的にとどまりました。日米金利差が拡大を続けるとみられることや本邦大手製薬会社による海外企業のM&A(企業の合併・買収)に伴う円売り観測もあり、当面はドル円が強含みやすい地合いが続くそうです。一方、2019年後半まで見渡すと、米国の利上げ打ち止め観測が浮上するとともに徐々にドル円の上値は抑えられてくるとみえています。

米国経済が一人勝ちの様相を呈し、ドル高傾向が3月以降ほぼ一貫して続く一方で、ユーロは下げ足を強めています。イタリアの来年度予算をめぐる同国と欧州委員会との対立が収束の兆しを見せていないことが最大の要因です。ユーロ圏経済が減速していることもあり、2019年後半とされていたECB(欧州中央銀行)による利上げ開始が後ずれするとの見方が強まれば、ユーロはさらに弱含むとみえています。英ポンドに関してはEU離脱をめぐる混乱から引き続き下落基調を見込んでいます。カナダ・ドルや豪ドルなど資源国通貨については、足元の原油価格下落の影響を見極める必要がありそうです。

年前半以降に下落基調にあった新興国通貨ですが、足元では下げ止まっています。トルコでは中央銀行による大幅利上げや対米関係の悪化懸念後退などから、一時大きく売り込まれた通貨が落ち着きを取り戻したこと、またブラジルで大統領選挙を通過したことで先行き不透明感が後退したことなどが新興国通貨の下げ止まりに寄与したものと思われます。当面は米国の利上げ基調が維持され、ドル高が優勢と想定される中、新興国から米国へ資金が還流しやすい地合いは続くと考えられます。しかし、米国の利上げ打ち止めが視野に入るとつれて、割安化した新興国通貨は反発をうかがう展開になると予想しています。

新興国は足元で下げ止まり(2017年1月～2018年11月)



(注) グラフの起点時を100として指数化。

(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)

当社ホームページ

▶ <http://www.daiwa-am.co.jp/>