

投資環境展望

QUARTERLY
INVESTMENT
OUTLOOK

2019年 春号

大和投資信託

Daiwa Asset Management

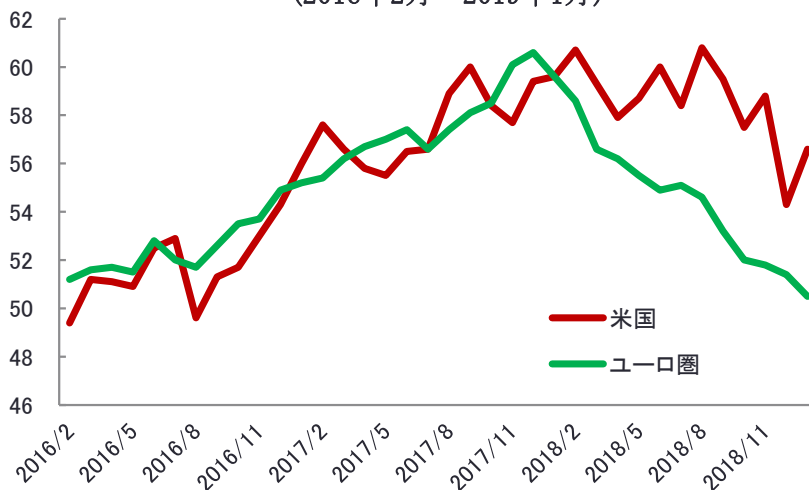
世界経済は巡航速度へ減速。米国は相対的な優位性を保つ一方、欧州は混沌とした状況へ。

2018年終盤、株式市場や原油価格は大きく下落しましたが、今年に入り反発に転じました。反転のきっかけになったのは1月4日(現地、以下同様)のパウエルFRB(米国連邦準備制度理事会)議長によるハト派的な発言です。パウエル議長はこれまで、株式市場の変調にもかかわらず淡々と利上げを続ける姿勢でした。しかし1月4日には「金融市場が米国経済の下振れリスクを懸念している」と認めた上で、今後の金融政策運営に関して「辛抱強く(patient)なれる」と述べるなど、利上げにこだわらない姿勢を示したのです。

昨年末から年初にかけての金融市場の動きが示唆したことは、「世界経済は従前のペースでの利上げに耐えられるほどの強さはなく」「市場の動きに無関心ではいられなくなったFRBに対する期待(パウエル・プット)は折に触れて高まる」ことだと考えています。当社では2019年の世界経済は減速し、潜在成長率並みか、それを若干下回る水準の成長率になると予想していますが、あくまでも米国をはじめとする各国政策当局が舵取りを間違えないことが前提条件です。

国ごとに見た場合、米国経済は相対的な優位性を保ちそうです。しかし、3月1日までとしていた中国に対する追加関税引き上げのタイムリミットが迫っていることや、今年後半に訪れるいわゆる「財政の崖」など、多くの課題が残されています。昨年の中間選挙においてねじれ議会となったことがトランプ政権の政策運営を難しくすることも予想され、先行きの見通しはやや見えづらい状況です。欧州はより混沌としています。フランスでの黄色いベスト運動やイタリアでのポピュリスト政権の誕生、ドイツでのメルケル首相の指導力低下など主要国で見られる現象は、欧州統合に対する大衆の支持が失われつつあることを示しています。5月の欧州議会選挙の結果次第では、欧州の遠心力がさらに強まることが懸念されます。足元で景気の下振れ圧力が目立つ中、大衆の支持を得られる穏健な理念を提示することは容易ではなく、ポピュリズムの高まりには警戒が必要です。

ユーロ圏の低迷が顕著(製造業PMI)
(2016年2月～2019年1月)



(出所)ブルームバーグ

先進国債券

米利上げ打ち止め時期は従前の想定より前倒し。金利は徐々に上値を切り下げる展開。

<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)

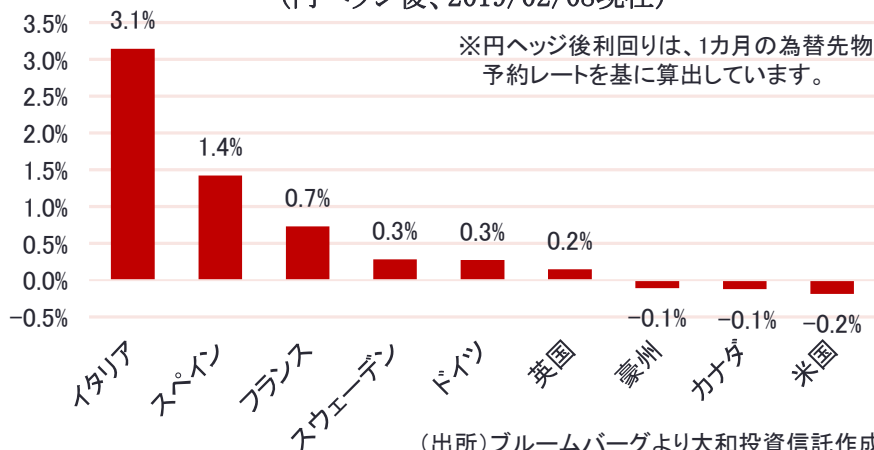
先進国金利は年前半に上昇余地を試す場面もあるものの、徐々にピークアウトし上値を切り下げる展開を予想しています。

米国の次回利上げ時期および利上げ確度は見通しが難しくなりました。昨年12月の利上げの結果、FFレートはFRBが中立金利水準としているレンジの下限近辺に到達しました。現状水準は景気後退時の政策発動余地、いわゆる「のりしろ」として考えた場合にはいまだ不十分であるとFRBは判断しているでしょうが、金融市場がすでに利上げに警戒信号を出したことを考え合わせると、次回利上げの決定に際しては相当慎重にならざるを得ないでしょう。成長も巡航速度並みへと減速するとみられる中、米長期金利が恒常的に3.0%を上回することは当面なさそうだとみえています。金利上昇リスクの後退と他先進国対比で魅力的な金利水準によって、米国債の妙味が高まっていると言えます。その中でも、利上げの終着点が見えてきたにもかかわらずイールドカーブ形状は依然としてフラットな状態にあるため、米短中期債の投資妙味は高いと考えています。

ユーロ圏では、中国経済の減速や自動車排ガス規制への対応の遅れなどにより、ドイツやイタリアでの景気下押し圧力が強まっています。ドイツ10年金利は一時0.1%を割り込むなど2016年11月以来の低水準となっていますが、ECB(欧州中央銀行)が債券買い入れを停止し、利上げも示唆される中で長期金利がここまで低下していることは驚きです。投資先として考えた場合、ユーロ圏国債は円ヘッジ後利回りの観点から魅力的だと考えています。欧州をめぐる経済や政治動向の不透明感が高いものの、市場の懸念は行き過ぎているとみられ、イタリアの短中期国債およびスペイン国債は投資の好機だとみえています。ただし今後、欧州議会選挙をはじめイベントリスクがある中、突発的なボラティリティ(価格変動リスク)の高まりには注意が必要でしょう。

オーストラリアでは、RBA(豪州準備銀行)が成長とインフレの見通しを下方修正しました。次の一手は利上げであるとの当社の見通しに変更はありませんが、利上げ時期は2020年以降に先送りされる可能性が高まったとみえています。

10年債利回り
(円ヘッジ後、2019/02/08現在)



新興国債券

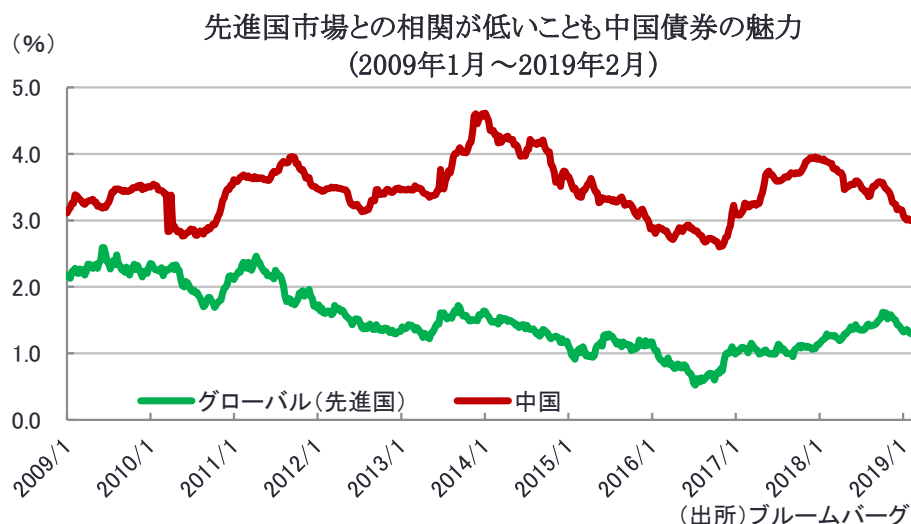
米国利上げの終着点が見えつつあり、新興国債券への投資の好機が到来。インドネシア、ブラジルは有望。

<有望投資戦略>

- ①個別ファンダメンタルズ面ではインドネシアが有望
- ②構造改革期待からブラジルに強気
- ③中国人民元建て債券は資産分散の観点から投資を一考すべき

新興国を取り巻く環境は良好であり、投資の好機が到来したと考えています。昨年の通貨安による資金流出やインフレ上昇に対する懸念は一巡しており、利下げに転じる国も増えてきました。米国の利上げの終着点が見え始めるなど、外部環境は追い風です。中国経済をはじめとする景気の減速傾向は気がかりですが、景気後退に陥るほどの落ち込みを想定しているわけではなく、財政政策などによる政策対応も行われるとみられることから、新興国経済にとって大きな逆風になるとまでは考えていません。一方、選挙等のイベントリスクには注意が必要です。インド、タイでは議会選挙、インドネシアでは大統領選挙を控えていますし、ブラジル、メキシコでは新政権による政策運営がいよいよ真価を問われます。こうしたイベントリスクに対する分析と投資対象の選択が投資パフォーマンスを決定づける大きな要素になると認識しています。

ブラジルではボルソナロ政権がスタートしました。市場では彼の自由主義的な経済政策運営に対する期待が持続しており、海外からブラジルへの投資資金の流入が期待できるとみています。インドネシアでは好調な景気が続く一方、経常赤字体質は依然として大きな問題です。この問題の改善を占う上でも、4月に実施される大統領選挙の行方に注目しています。現職のジョコ大統領が再選され、経済構造改革が推し進められることが基本的なシナリオであり、インドネシアは引き続き有望な投資先であり続けると考えています。中国では海外投資家に対する債券市場の開放が進められています。短期的には景気の減速や米中貿易戦争などの懸念材料はありますが、米国と並ぶ超大国となった中国の人民元建て資産を保有する意義は大きく、外貨建て資産のポートフォリオに組み入れることを検討すべきタイミングだと考えています。



(注) 中国はBloomberg Barclays EM Local Currency China Yield To Worst、グローバル(先進国)はBloomberg Barclays Global Agg Treasuries 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

社債スプレッドは拡大しやすく、リスク抑制的な運用を推奨。大幅調整時には銘柄を選別しつつ投資を積極化。

<有望投資戦略>

①社債の銘柄選択は当面ディフェンシブに。大幅調整時には銘柄を選別し投資

②新興国債券はハードカレンシー建て、現地通貨建てのいずれでも良好なパフォーマンスが見込まれる

米中貿易戦争や企業業績の減速を背景に、社債などクレジット市場の対国債スプレッドは拡大しやすいと考えています。米国ではトランプ政権が輸入自動車等に高関税を課すとの観測から、主要輸出国である欧州や日本の自動車セクターの業績懸念が高まりやすい環境です。同じくトランプ政策関連では、製薬会社が一時凍結していた薬価引き上げを実施すると報じられており、トランプ大統領とのあつれきが深まる可能性があります。英国ではEU（欧州連合）からの合意なき離脱に対する懸念から一部英企業の資金調達コストが上昇しています。いずれも企業業績や個別セクターの先行き不透明感を強め、社債のスプレッドを拡大させやすいとの意味で注意が必要です。その一方で、金融システムがおおむね健全であることは社債市場を下支えする要因です。先日、サンタンドール銀行はその他ティア1債※（AT1債）の早期償還を見送りましたが、市場では落ち着きを持って受け止められました。健全行であるサンタンドールの経済合理性に基づいた判断だったからだとみられます。今後社債市場が大幅に調整する局面では、各個別企業やセクターを取り巻く環境を考慮しつつ、健全かつ割安化した銘柄への投資を積極化させる良い機会になると考えています。

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で良好なパフォーマンスを獲得することができるの見通しに変化はありません。これまではドル建てなどハードカレンシー建て債が現地通貨建て債より望ましいとみていましたが、米国利上げ打ち止めが現実味を帯びてくる中、新興国通貨安懸念も後退し、現地通貨建て債の投資妙味が増してきていると考えています。

社債スプレッドは金融危機後のほぼ平均水準
(2013年1月～2019年2月)



(出所)ブルームバーク

(注) 新興国ソブリン債(ドル建て)はBloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns Average OAS、ドル建てBBB格社債はBloomberg Barclays Baa Corporate Average OAS、ユーロ建てBBB格社債はBloomberg Barclays EuroAgg Corporate Baa Average OASを使用。

※その他ティア1債とは、バーゼルⅢの基でその他ティア1資本として認められる証券のことで、CoCo債等があります。CoCo債は発行体である金融機関が規制当局から実質破綻とみなされたり、自己資本比率が予め定められた水準を下回った場合に、強制的に投資家が損失を負担する条項が付されている証券です。一般的に、繰上償還条項が付されていますが、繰上償還の実施は発行体が決定することとなっており、予定された期日に実施されない場合があります。

ドル円は徐々に上値が重くなる展開。新興国通貨は良好なパフォーマンスが期待される。

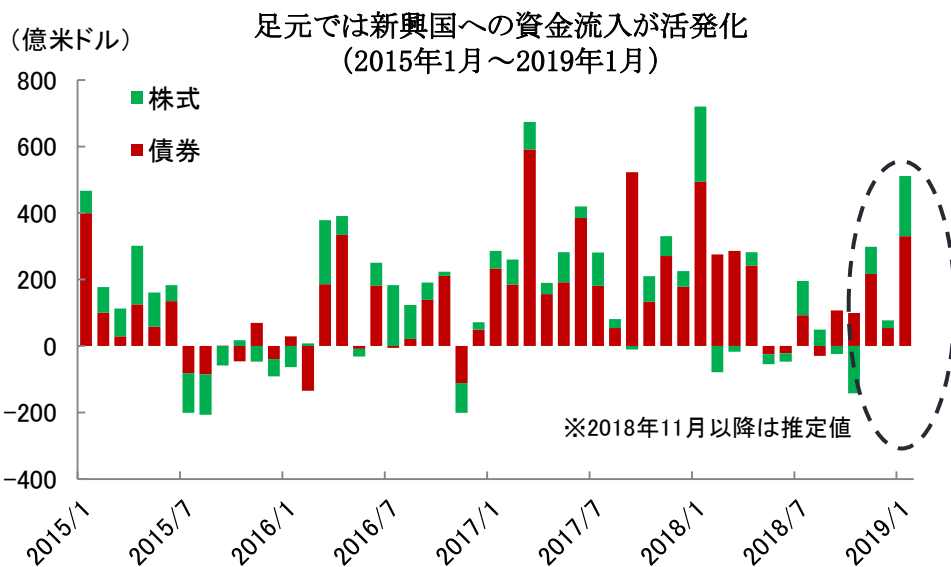
<有望投資戦略>

- ①英ポンドに弱気
- ②カナダ・ドルなど資源国通貨の押し目買い
- ③新興国通貨に強気

IT大手アップルの業績下方修正などを受けて景気後退懸念が急速に織り込まれる中、ドル円は2019年1月初めに104円台に下落する場面もありましたが、2月にかけては戻り基調となっています。昨年末から今年初めにかけての景気後退織り込みはさすがに行き過ぎだとみえていますが、米国経済が緩やかな減速基調をたどる中、FRBによる利上げ打ち止め時期は従前の想定より前倒しされる可能性が高まっているとみており、ドル円の上値は徐々に重くなってくるとみえています。

ユーロは域内経済の景気減速色が強いことから、上値の重い展開を予想しています。景気の下方向圧力が一段と強まり、ECBによる利上げ開始が遅れるとの見方が強まった場合には、ユーロにも下押し圧力がかかりやすくなりそうです。ただし、ユーロ圏は大きな経常黒字を抱える地域であること、またドル自体の上値が重くなると見込まれることなどがユーロの下値を支えるでしょう。英国ではEU離脱を巡る混乱が続いています。当面の焦点は「合意なき離脱」を避けられるかどうかですが、仮に避けられたとしても長期的には大きな課題が残ることから、英ポンドは下落を予想しています。カナダ・ドルなど資源国通貨については、さらなる下値は限定されると考えています。OPEC(石油輸出国機構)加盟国などによる減産を背景に原油価格の下落余地は乏しいと考えるためです。

新興国通貨は冴えないパフォーマンスとなった2018年とは異なり、良好なパフォーマンスになると予想しています。経常収支や外貨準備高などで示されるような新興国のファンダメンタルズは過去と比較しても健全な状態にある一方で、市場がこれらの好材料を織り込んだとは言い切れず、割安な状態にあるとみえています。米国の利上げ打ち止めがいよいよ視野に入ってきたことは、割安な状態にある新興国通貨が買い戻される大きなきっかけになると考えています。



(出所)IIFより大和投資信託作成

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

▶ <https://www.daiwa-am.co.jp/>