



# Invesco Investment Insights



iStoryはインベスコ・アセット・マネジメントが四半期ごとに発行する投資情報ツールです。

インベスコ・アセット・マネジメントが考える四半期ごとの市場の注目点や、各資産の値動きの見方、さらに投資アイデアをお伝えいたします。ぜひ皆さまの情報整理や投資にあたっての参考資料としてご活用ください。

## 要約

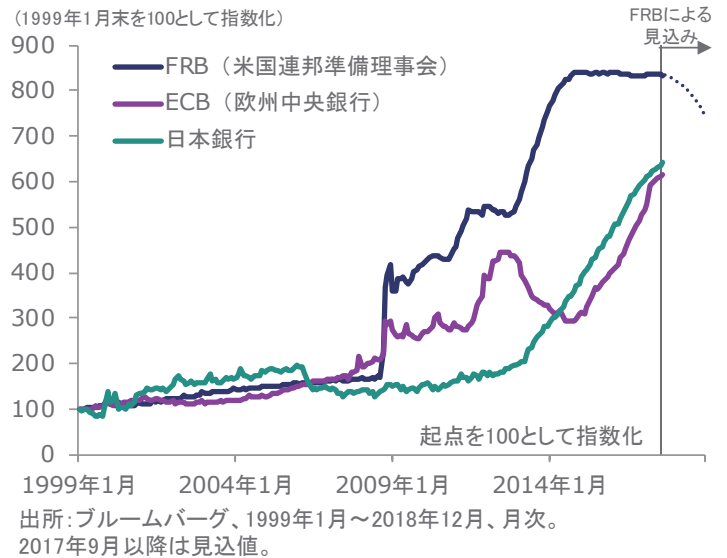
1. 金融政策は新たなステージへ
2. 新興国ではインドに再び注目集まる
3. 企業業績とボラティリティ
4. 今後の世界経済

- 米国は緩やかながら堅調な経済成長を維持している一方で、折からの利上げ継続に加え、FRB(米国連邦準備制度理事会)のバランスシートの縮小(テーパリング)開始も決まったことで、金融政策の正常化が本格化する見込みです。今後は、米国の利上げペースに加え、テーパリングが世界の流動性に与える影響、さらには欧州などでのテーパリング開始の可能性なども注視していく必要があるでしょう。
- ただし、主要国の国債利回りは、急激な上昇も考えにくく、当面は低金利環境が続くと見られます。投資家のインカム追求の動きは継続すると考えられるので、不動産や高利回り債券、高配当株式などが選好されやすいといえるでしょう。
- 企業活動に目を向けると、世界全体や各地域の企業業績は右肩上がり、株価も堅調に推移しています。しかし、米国の株価バリュエーションや、非常に低い水準が続いているボラティリティの急速な反転上昇(相場の急変動)の可能性に対する留意も必要です。加えて、リーマンショック後の2009年以降に始まった米国の景気拡大はすでに8年以上におよび、IMFも世界経済の回復は引き続き順調としながらも、中長期的には下振れリスクへの意識を持つ重要性に言及しています。
- こうした環境下では、投資先の選定と分散が非常に重要になると考えられます。地域やセクターごとのバリュエーションや利益成長率の違いに目を配り、厳選された個別銘柄への投資を徹底すること、一方で、投資対象資産の偏りを排除し、様々な局面に対応できる資産配分とすることが、不透明な環境下での資産運用の王道であると考えられます。

# 1. 金融政策は新たなステージへ

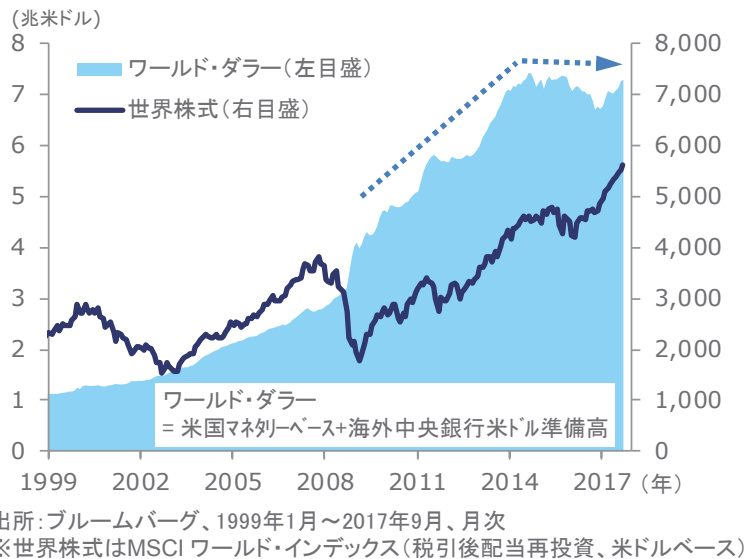
- FRBは、9月20日のFOMC(連邦公開市場委員会)後に、10月からバランスシートの縮小(「テーパリング」)を開始すると発表しました。
- これにより、2008年の世界金融危機とその後の景気低迷への対策として導入された米国の未曾有の金融政策も(2015年末の利上げ開始による超低金利政策の解除と並んで)ようやく正常化に向かい始めました。
- ECB(欧州中央銀行)も、10月26日の理事会で量的緩和策の今後について何らかの意思決定を行うと予想されています。
- 一方で、日銀は当面、現在の緩和策を継続すると見込まれています。

図表1: 主要中央銀行のバランスシートの推移



- テーパリングは世界の流動性に大きな影響を与える可能性があります。世界に流通する米ドルの流動性の代表的指標である「ワールド・ダラー」は、FRBの第3次量的緩和政策(QE3)が終了した2014年以降、頭打ち傾向にあります。テーパリング進行に伴い、今後は減少が予想されます。
- FRBはテーパリングを慎重に進めると言及していますが、株式をはじめ様々なリスク資産の価格押し上げにつながってきた潤沢な投資資金に今後は多くを期待できないため、リスク資産が様々なショックにぜい弱となる可能性には注意が必要です。

図表2: 世界の流動性(ワールド・ダラー)と株価指数



- 各国の金融政策が注目されている中、主要中央銀行は年内にまだ複数回会合を開く予定です。米国の追加利上げの可能性や、欧州の量的緩和縮小の可能性など、主要国・中央銀行の金融政策から目が離せない状況が当面続く見込みです。

図表3: 主要中央銀行の会合日程

	米国	欧州	日本	英国
10月	31日-1日	26日	30日-31日	-
11月	-	-	-	2日
12月	12日-13日	14日	20日-21日	14日

出所: 各中央銀行のホームページ

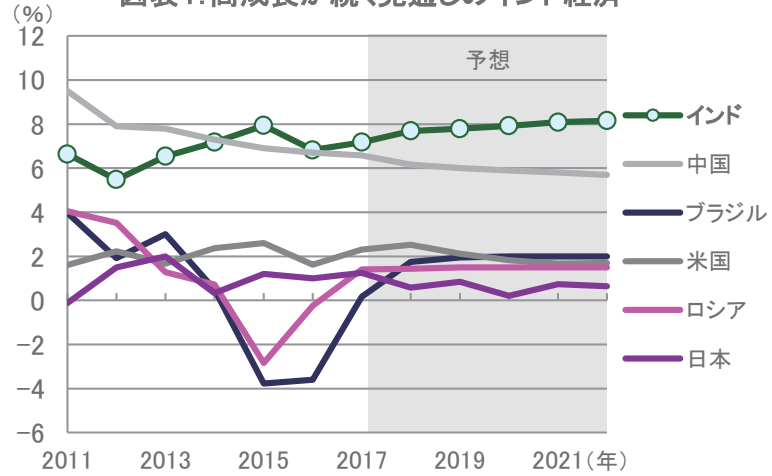
## 2. 新興国ではインドに再び注目集まる

- 先進国の金融政策の正常化進行による世界的な流動性減退の影響は、新興国市場にもおよぶと予想されます。
- 新興国では、かつて高成長がはやされたBRICsやトルコなどで、①国家元首による専制政治の強まり、もしくは、②汚職や腐敗によるリーダーシップの低下、③資源価格の低迷による経済成長の鈍化——などの懸念材料から、投資先としての魅力度が減退しているケースが目につきます。
- その点、政治面でも経済面でも安定感が目立つのがインドです。インドは、2015年に中国を上回る経済成長を達成しており、今後も、7%を超える高い成長が続くと予想されています。

- インドは、輸出がGDPに占める比率が16%程度と、他の主要新興国などと比べて対外依存度が低い内需主導型経済です。海外経済の影響を受けにくいインド経済は、主要先進国の景気減速への耐性が強いと言えます。
- 逆に、海外に依存せずに、これだけの高成長を遂げているということは、それだけ、インド国内の成長の原動力が力強いことを物語っているとも言えます。

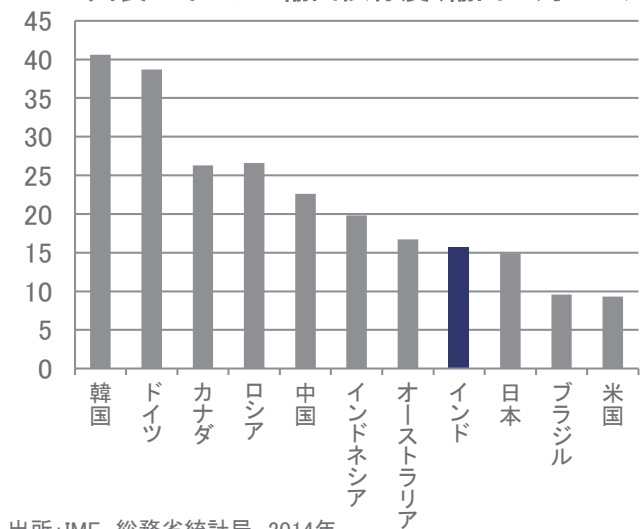
- インドの内需成長ストーリーは、現在のモディ首相就任後の様々な構造改革への期待も反映しています。モディ政権誕生後、インド政府は競争力を高めるための様々な経済改革を推進しています。
- 特に、これまで外資参入を阻む一因となっていた複雑な規制が緩和されつつあるうえ、税制面の改革も進捗しており、今後のインドの経済成長をさらに後押しすると考えられます。

図表4: 高成長が続く見通しのインド経済



出所: IMF World Economic Outlook Database, April 2017.  
 2011年~2022年、年次  
 ※インドは会計年度(4月~翌年3月)ベースです。  
 ※インドは2018年度以降、それ以外の国は2017年以降からIMFの予想値です。

図表5: インドの輸出依存度(輸出の対GDP比率)



出所: IMF、総務省統計局。2014年

図表6: モディ政権の取り組み

メイク・イン・インド	インド政府はインドへの投資を促し、改革を促進することを通じてインドを世界の工場、輸出の拠点とすることを目指しています。
デジタル・インド	インド政府はインドのデジタル化の強化に努めています。情報テクノロジー技術であらゆる行政サービスをオン・デマンド化することを目指しています。
ビジネス環境ランキング向上	インドのビジネス環境ランキングを向上するため、企業に有利な戦略を導入し始めています。
高額紙幣の廃貨政策	高額紙幣の廃貨政策によりブラックマネーや偽札を抑制し、税収の拡大につながることを期待されています。
税制改革	法人税減税や優遇的な課税制度に加えて、物品サービス税(GST)を2017年7月より導入しています。

出所: 各ホームページ

### 3. 企業業績とボラティリティ

- 2008年のリーマンショック以降、世界株式は、堅調なパフォーマンスとなっています。また、1株当たり純利益は今後も更なる成長が予想されており、足元の株価の堅調さは、こうした良好な業績見通しを反映したものとと言えます(図表7)。
- 堅調なファンダメンタルズを反映して、株式市場のVIX指数は低位安定し、株式市場の不安感が低いことを示しています。しかし、それとは対照的に、英国の欧州連合(EU)からの離脱の決定や、米国でのトランプ大統領の誕生などを受け、経済政策の不確実性をまとめた指数は大きく揺れ動いています(図表8)。
- 歴史的にも、低水準のボラティリティが続いた後には相場が大きく変動(ボラティリティも上昇)したことがあっただけに、先行きに対する警戒を怠るべきではないでしょう。
- 相場全般の好不調にかかわらず、銘柄ごと、セクターごとに株価や業績のばらつきは存在します。例えばMSCIの11セクター別では(図表9)、エネルギー・セクターは最も利益成長予想が高いセクターで、一見、割高に見える株価も、業績の成長期待によってしっかりと支えられていると言えます。
- また、金融セクターはPER(株価収益率)が13.8倍と最も低く、予想利益成長率の水準を考慮すると、割安に放置されている銘柄が多いことが示されています。
- 一方、不動産セクターはマイナスの利益成長予想にもかかわらず、PERは割高で、先行きに不安を抱かせる状況となっています。



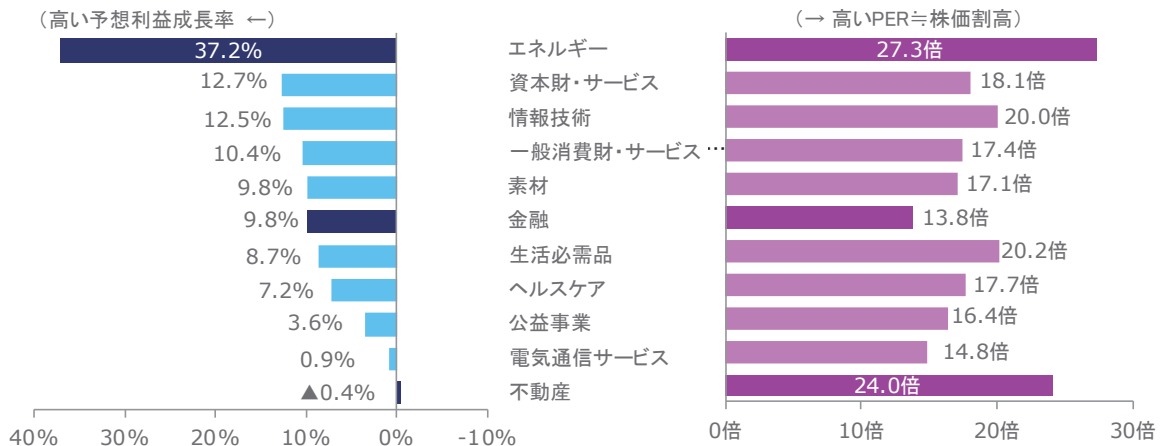
出所: ブルームバーグ、世界株式: 2006年12月~2017年9月、各月末値、1株当たり純利益: 2006年~2019年、2017年以降は予想値、年次。  
 ※世界株式および1株当たり純利益はMSCI ワールド・インデックス(税引後配当再投資、米ドルベース)に基づく

図表8: VIX指数と経済政策不確実性指数の推移



出所: ブルームバーグ、2002年1月~2017年9月、経済政策不確実性指数は2017年8月まで。各月末値  
 ※VIXはCBOEのS&P500指数先物オプションから算出されたインプライド・ボラティリティ指数。経済政策不確実性指数はバイカー・ブルーム&デービス、主要新聞に経済政策の不確実性が記載された件数を指数化したもの。上図の対象はグローバル。

図表9: 世界株式の予想利益(eps)成長率と株価収益率(per)



出所: ブルームバーグ、2017年9月末  
 ※世界株式: MSCI ワールド・インデックス(米ドルベース)



## 4. 今後の世界経済

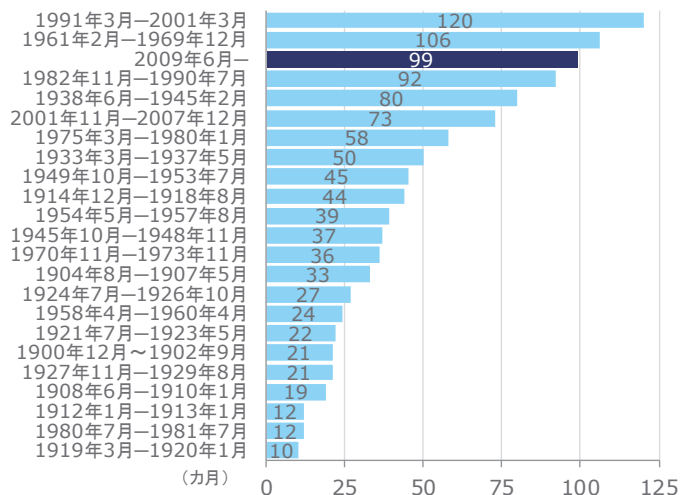
- 米国を中心に世界経済は概ね堅調、企業業績も好調で、だからこそ、様々な先行き不透明感や地政学リスクなどにもかかわらず、株価が堅調に推移してきたのだとも言えます。
- ただし、MSCIの国・地域別指数の株価収益率(PER、図表10)を見ると、米国の予想PERは足元18.2倍と、ITバブル時代以来の割高な水準に到達しており、これまでの株高が持続し得るかどうかが、微妙な状況に差し掛かっています。
- 一方で、米国以外の地域の株価にはそれほどの割高さは生じておらず、逆に上値余地が残されている可能性もあります。
- リーマンショック後の2009年6月に始まった現在の米国の景気拡大期は2017年9月で既に99カ月となり、1900年以降の同国の景気拡大期の中でも3番目の長寿景気となっています。
- こうした状況を踏まえ、足元の米国景気の足腰の強さを再認識するとともに、一方で、そろそろ景気が成熟し、勢いが衰えるリスクにも留意が必要と言えるでしょう。
- 徹底した投資先の分散やリスク管理の行き届いた運用手法などの導入を検討するよい機会ではないかと考えられます。
- 為替市場では、実質金利が高い国の通貨が上昇しやすい傾向があります。昨年の米国大統領選挙でトランプ氏が勝利して以降、同氏の経済政策への期待から米国の実質金利が大きく上昇した局面では、為替市場でもドル高(円安)が進行しました。
- しかし、2017年に入ってから、トランプ氏の政策への期待が後退する形で米国の実質金利が低下したにもかかわらず、為替市場はドル高(円安)水準にとどまっており、今後一段とドル安(円高)に振れる可能性が指摘できます。
- 為替ヘッジの活用などにより、円高進行リスクに備えることも重要と考えられます。

図表10: 地域別株価指数の株価収益率(PER)



出所: ブルームバーグ、米国は1999年1月末～2017年9月末、米国以外は2003年6月末～2017年9月末、月次  
 ※米国: MSCI 米国・インデックス、欧州: MSCI ヨーロッパ・インデックス、太平洋: MSCI パシフィック・インデックス、新興国: MSCI エマージング・インデックス

図表11: 1900年以降の米国の景気拡大期間(月数)



出所: 全米経済研究所(NBER)

図表12: 日米の金利差と為替(円/米ドル)推移

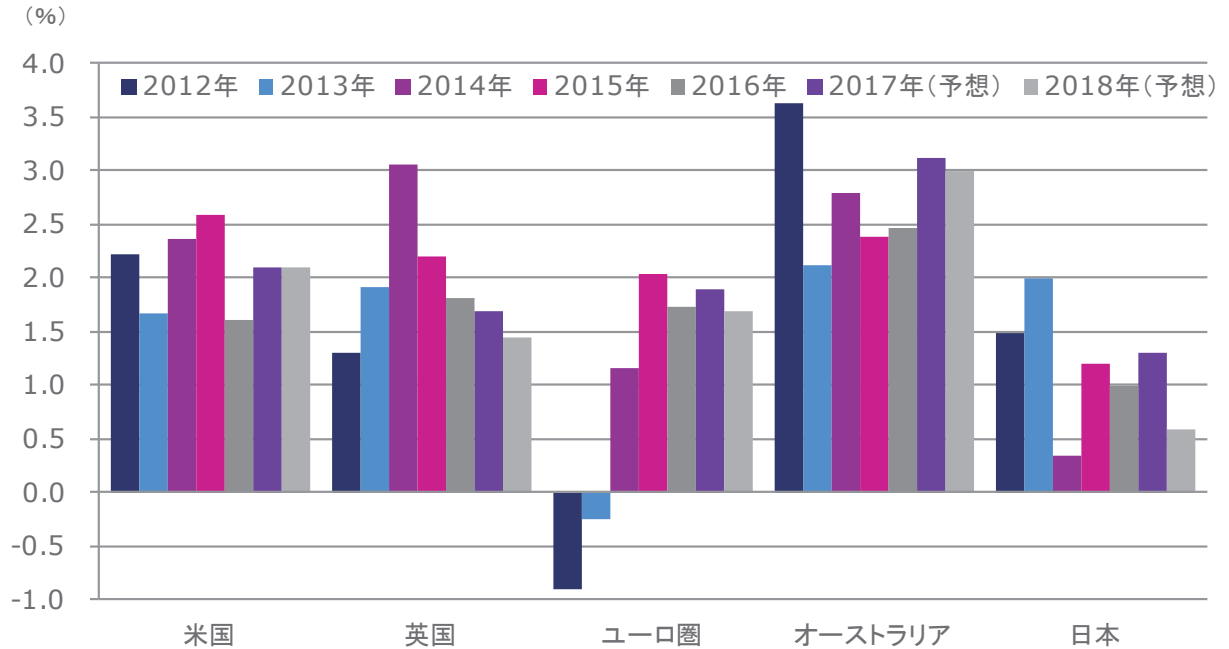


出所: ブルームバーグ、2015年1月末～2017年9月末、日次  
 ※日米金利差は「米国の長短金利差－日本の長短金利差」を1カ月先行して表示

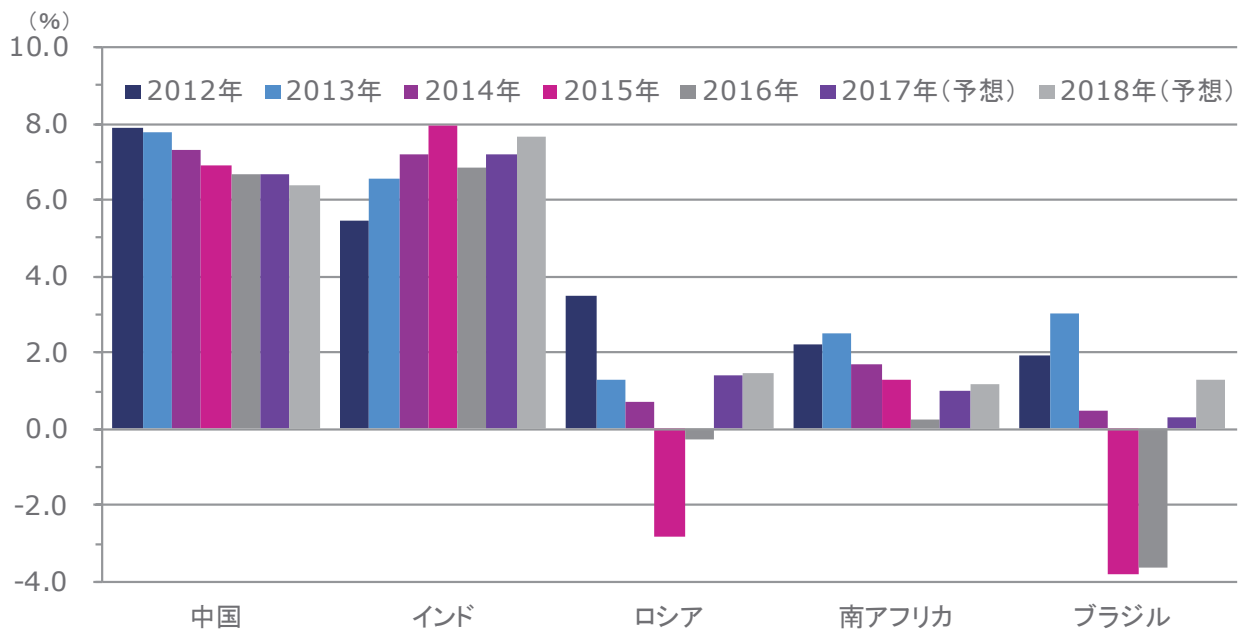
## ご参考①

### 実質GDP成長率の推移(2012年～2018年(予想))

#### 主要先進国



#### 主要新興国

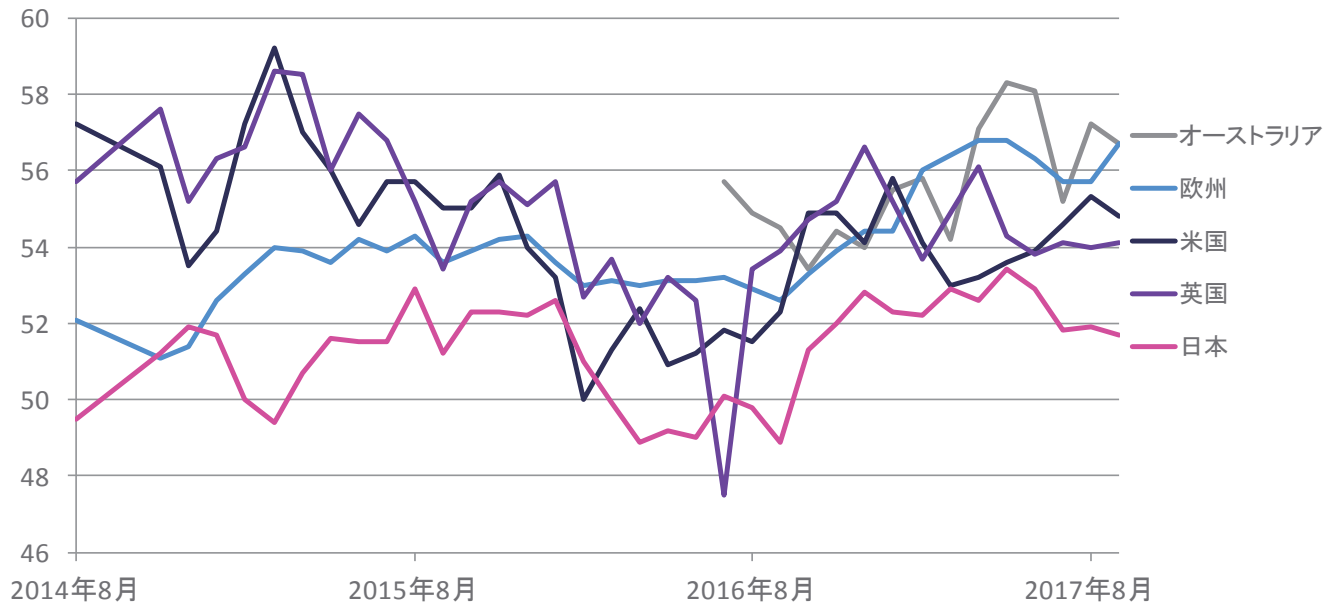


出所: IMF World Economic Outlook Update, July 2017

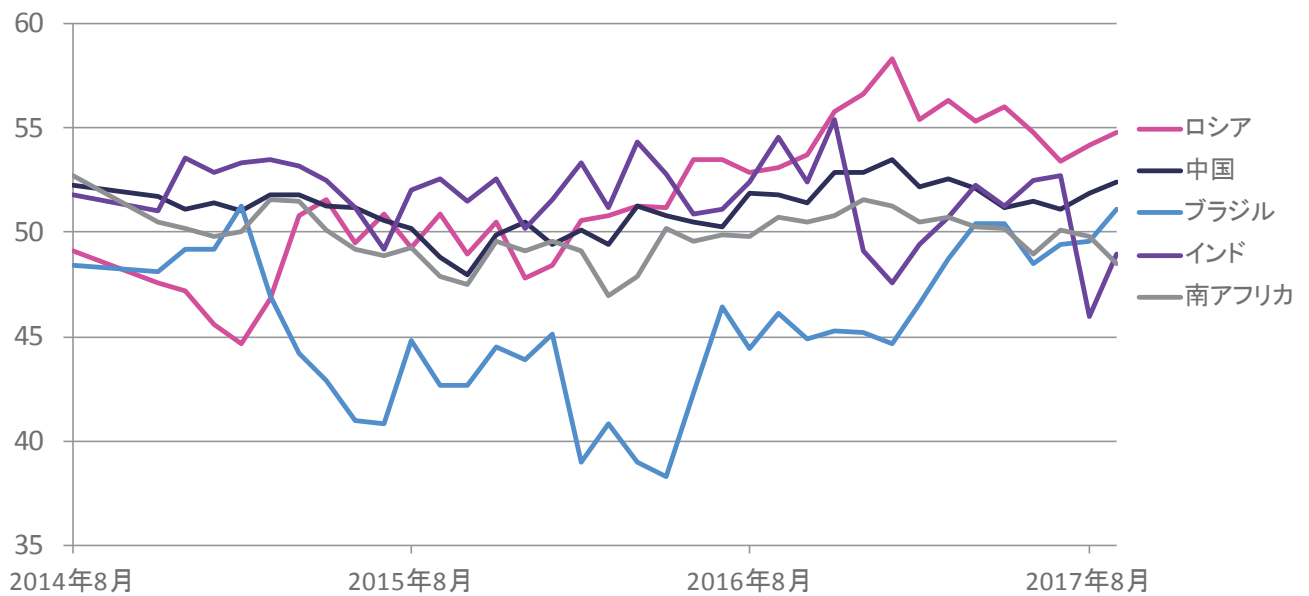
## ご参考②

### PMIの推移(2014年8月～2017年9月、月次)

#### 主要先進国



#### 主要新興国

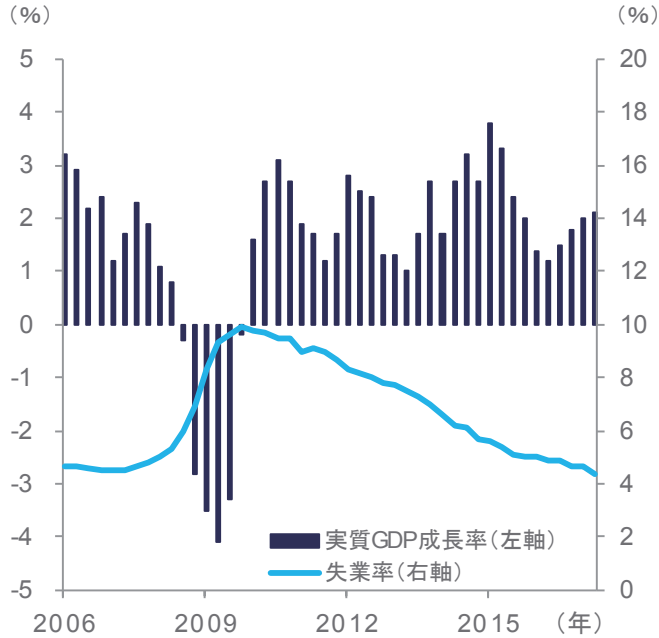


出所:ブルームバーグ  
 ※オーストラリアは2016年7月から

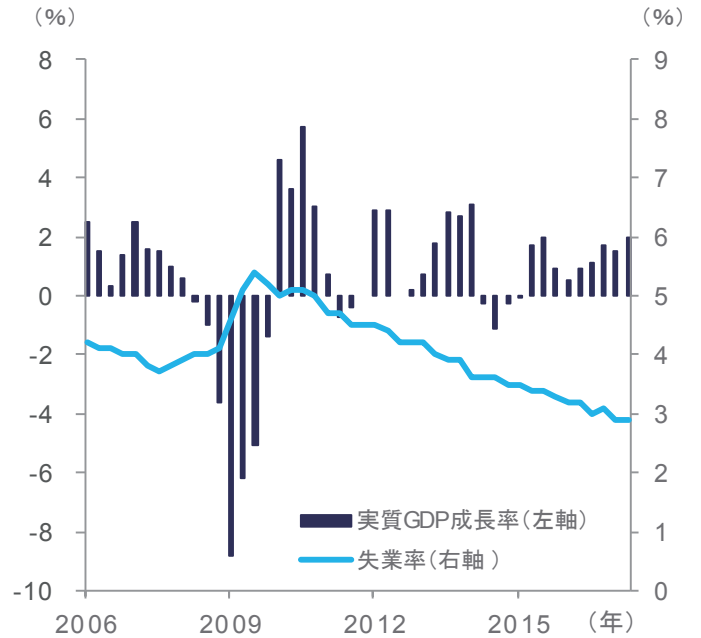
## ご参考③

### 主要国・地域の実質GDP成長率と失業率の推移(2006年3月～2017年6月、四半期)

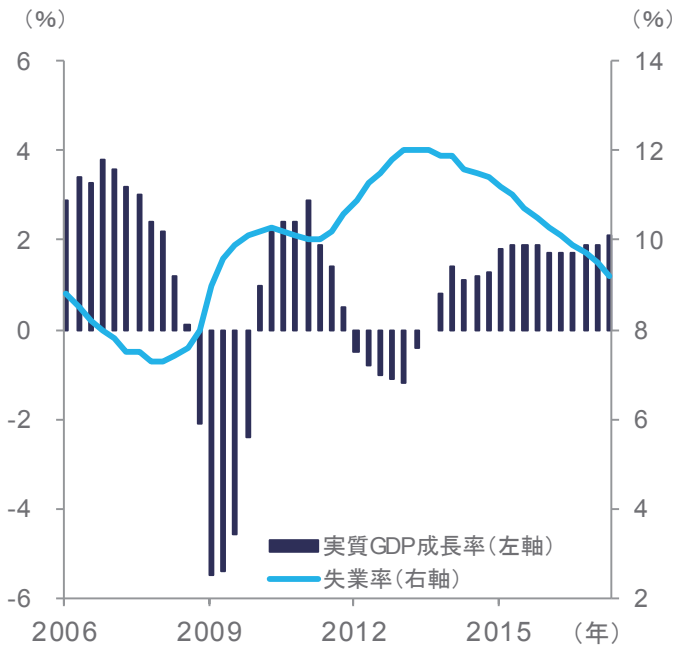
米国の実質GDP成長率(前年比)と失業率の推移



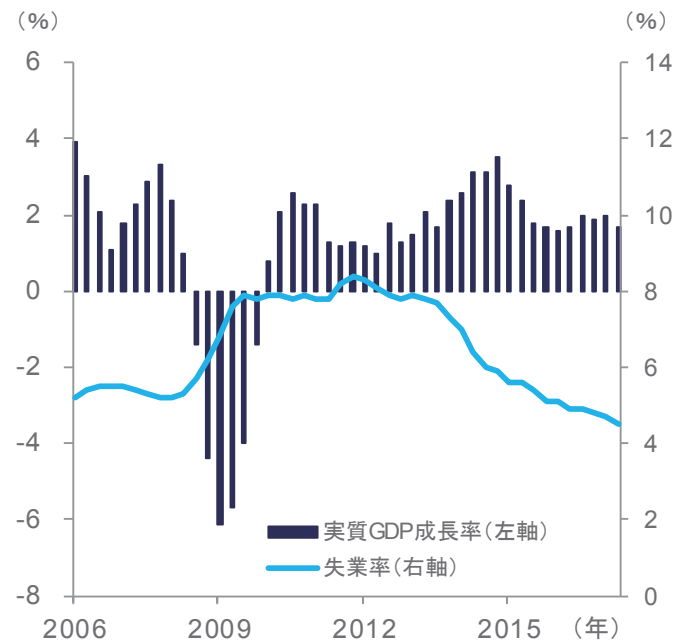
日本の実質GDP成長率(前年比)と失業率の推移



ユーロ圏の実質GDP成長率(前年比)と失業率の推移



英国の実質GDP成長率(前年比)と失業率の推移



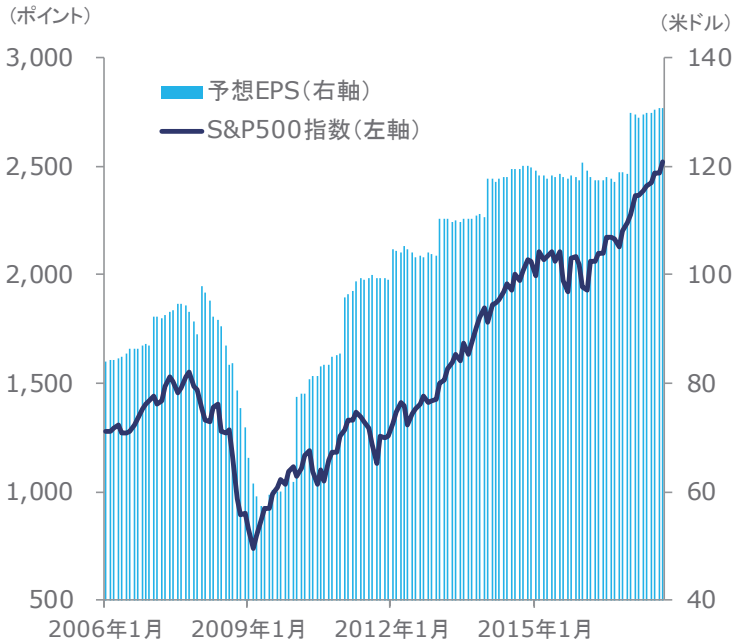
出所:ブルームバーグ



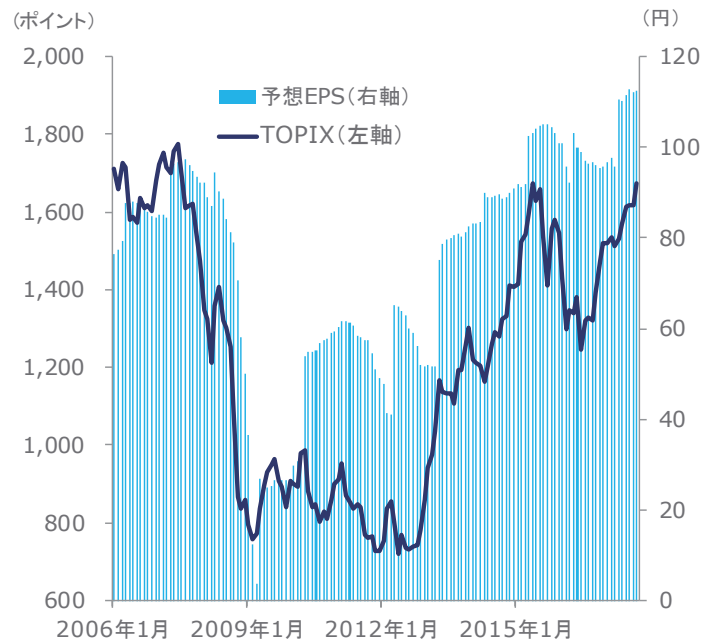
ご参考④

株式市場(2006年1月～2017年9月、月次)

S&P500指数と1株当たり予想利益 (EPS) の推移



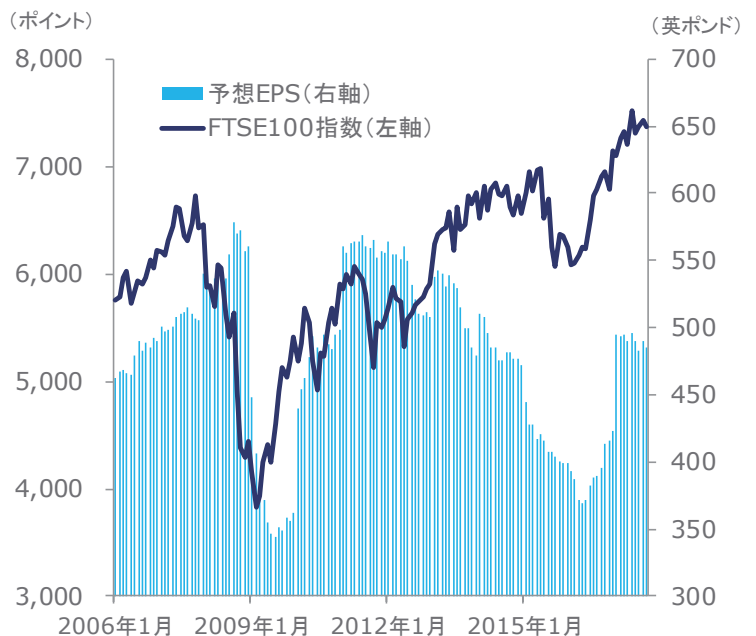
TOPIXと1株当たり予想利益 (EPS) の推移



DAXと一株当たり予想利益 (EPS)



FTSE100指数と一株当たり予想利益 (EPS)

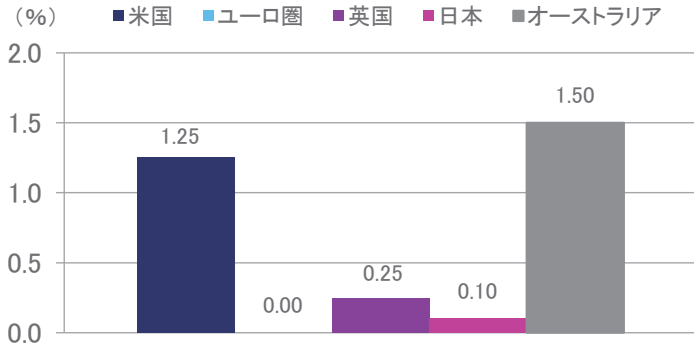


出所:ブルームバーグ

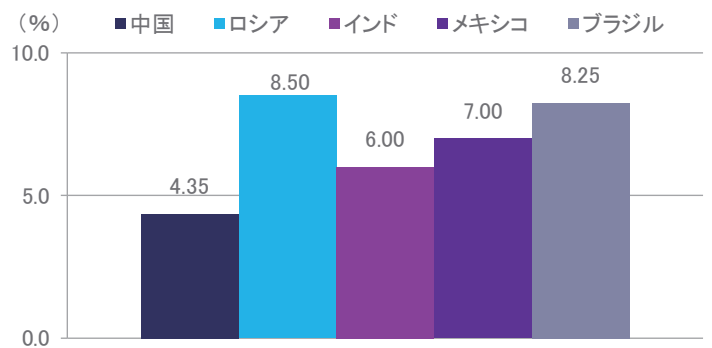
## ご参考⑤

### 政策金利の水準と推移

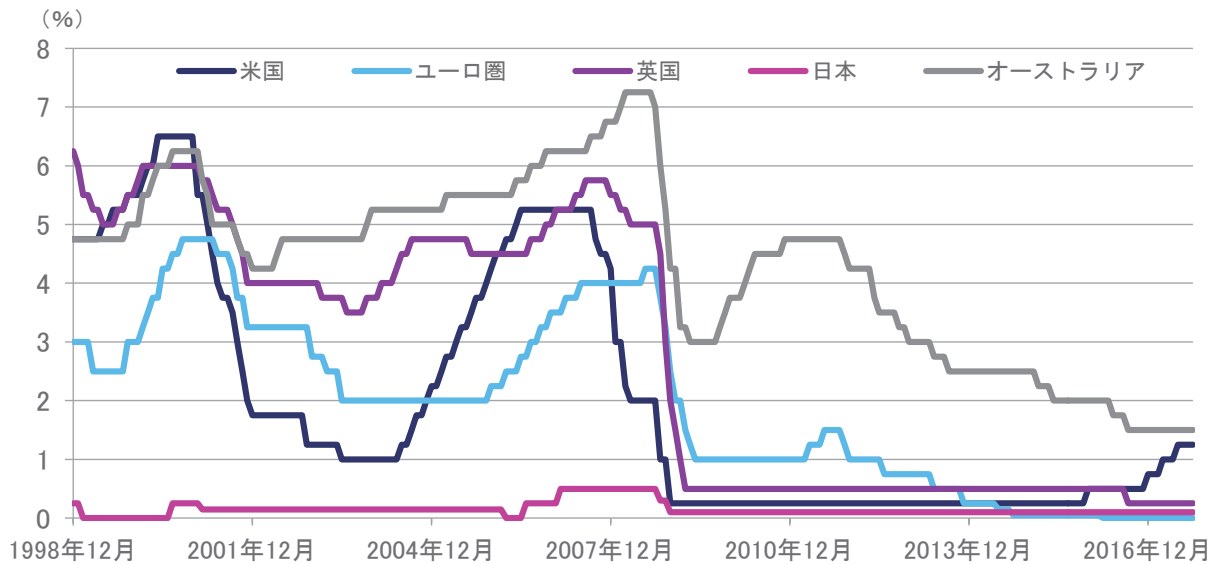
主要先進国 (2017年9月29日現在)



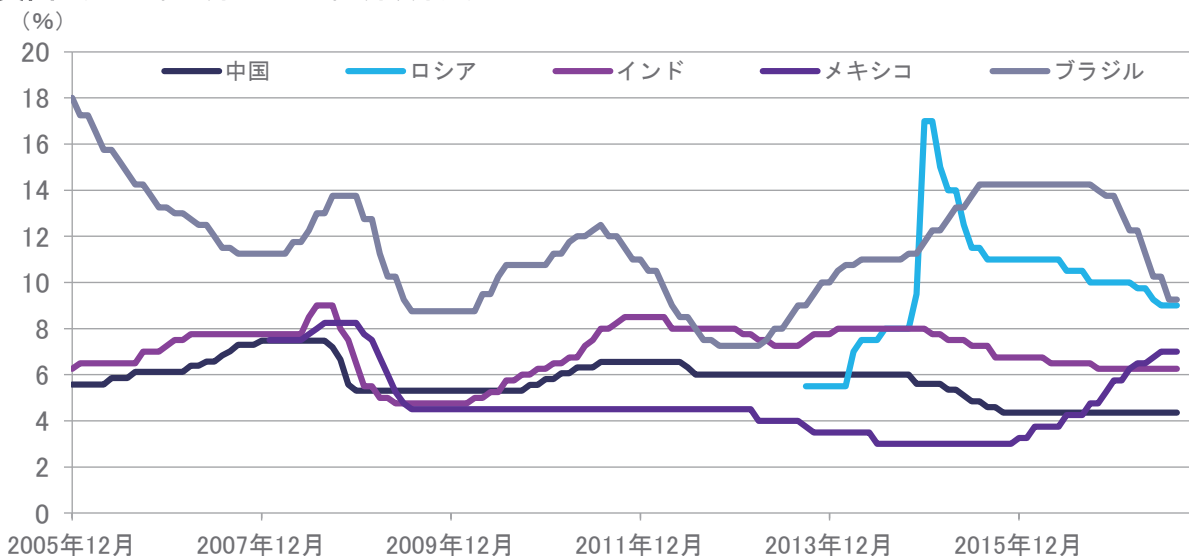
主要新興国 (2017年9月29日現在)



主要先進国 (1998年12月～2017年9月、月次)



主要新興国 (2005年12月～2017年9月、月次)

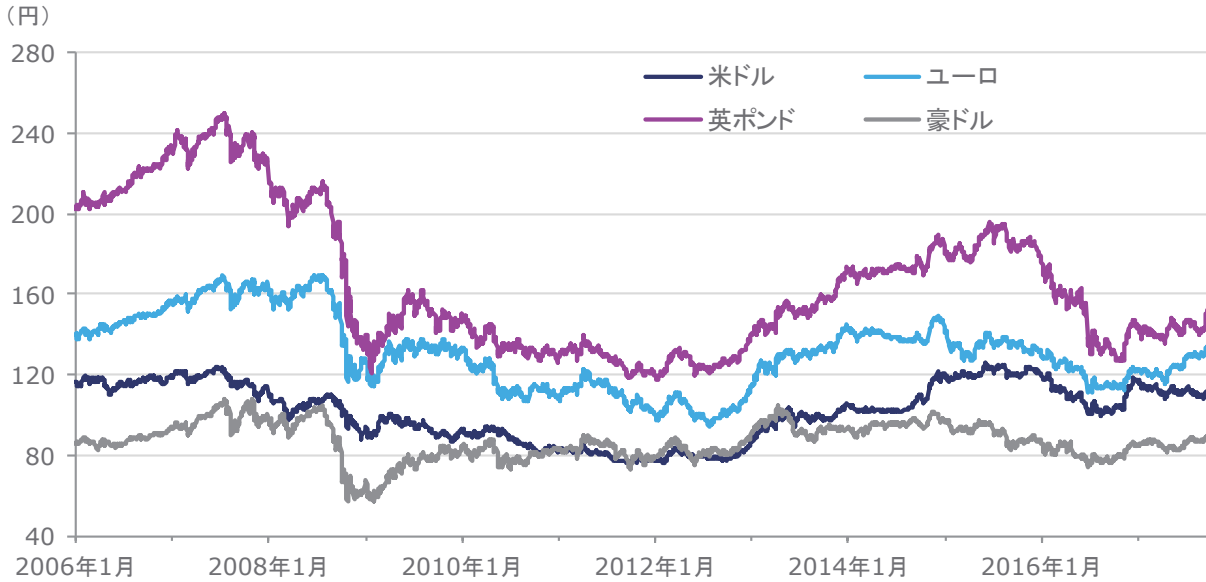


出所:ブルームバーグ  
 ※メキシコは2008年1月、ロシアは2013年9月から

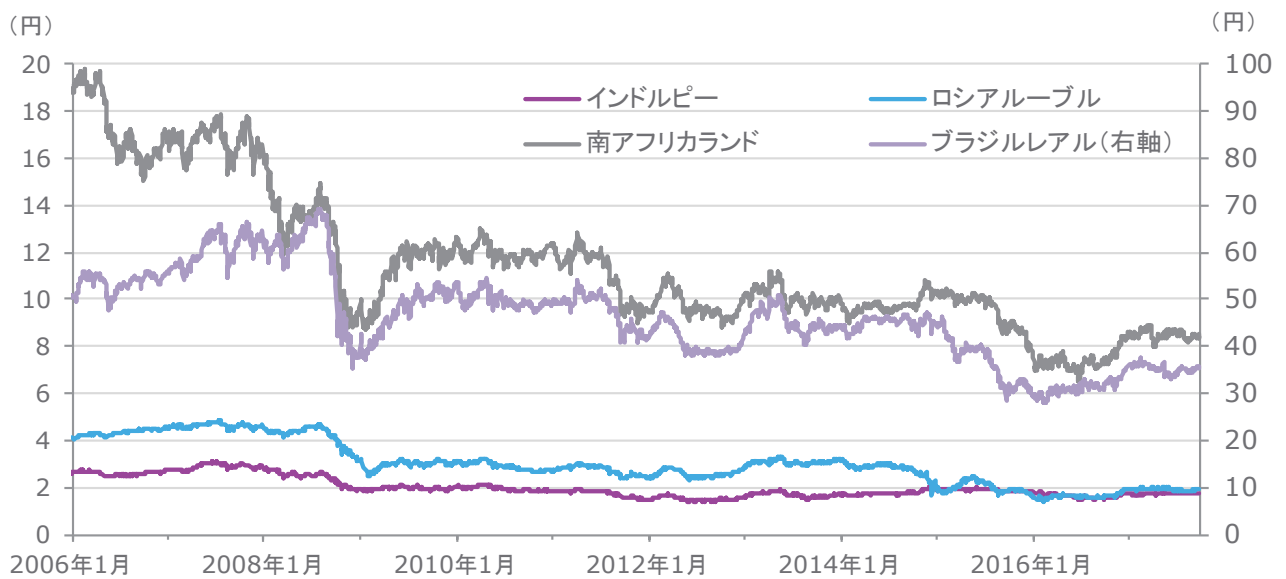
## ご参考⑥

### 為替市場(2006年1月4日～2017年9月29日、日次)

#### 主要先進国為替(対円レート)の推移



#### 主要新興国為替(対円レート)の推移



出所: ブルームバーグ

ご参考⑦

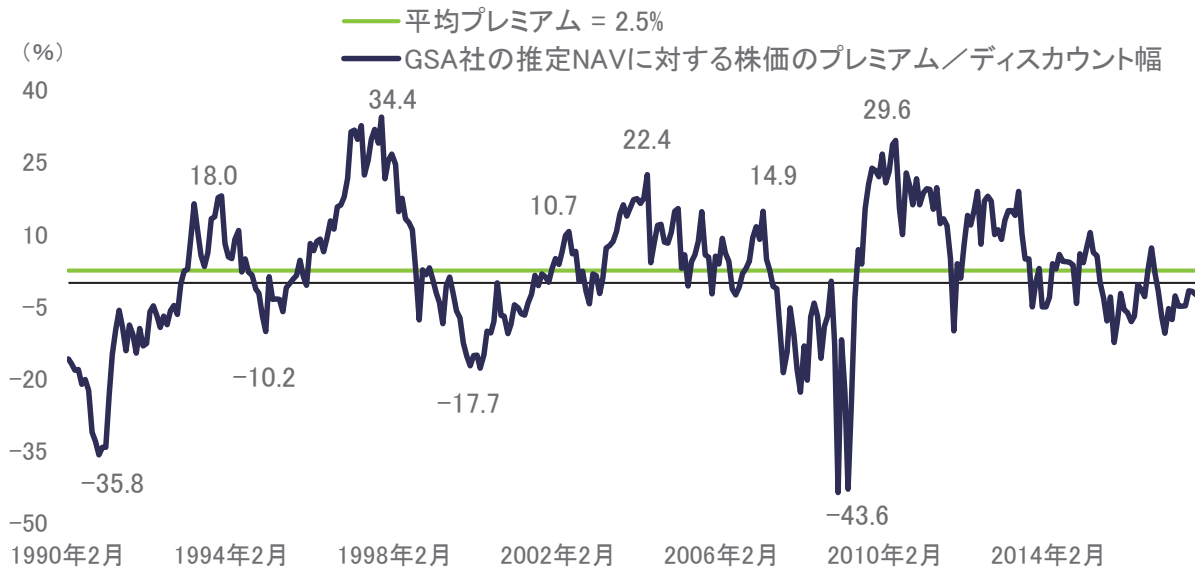
リート市場について

グローバルリート指数の推移(2008年11月～2017年9月、月末値)



出所:ブルームバーグ  
 ※グローバルリート指数は、FTSE EPRA/NAREIT Global REITs TR Index

米国REITの株価／推定NAVの推移(1990年2月～2017年9月、月次)



出所: Green Street Advisors (GSA) (Real Estate Securities Monthly, 2017年9月1日号) 同社の許諾のうえで転用。キャップ・レートを5.5%と推定してプレミアム／ディスカウントを計算。GSAがカバーしている米国上場銘柄(ホテルおよび投資評価を公表していない銘柄を除く)の時価加重ベース(各社時価総額は「純資産価値×株数」で算出)。1993年以前については単純平均。

ご参考⑧

資産クラス別リターン 現地通貨ベース

2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
日本株 45.2%	米国REIT 35.1%	新興国株 33.2%	世界国債 8.9%	新興国株 62.3%	J-REIT 34.1%	米国REIT 8.3%	J-REIT 41.0%	日本株 54.4%	J-REIT 29.7%	日本株 12.1%	米国HY債券 17.1%	新興国株 23.5%
新興国株 35.3%	J-REIT 28.8%	コモディティ 32.7%	新興国国債 -12.0%	米国HY債券 58.2%	米国REIT 27.9%	新興国国債 7.3%	日本株 20.9%	J-REIT 41.1%	米国REIT 28.0%	米国REIT 2.8%	米国株 12.0%	米国株 14.2%
コモディティ 25.6%	新興国株 28.4%	新興国国債 6.2%	米国HY債券 -26.2%	新興国国債 29.8%	米国HY債券 15.1%	世界国債 5.7%	米国REIT 19.7%	米国株 32.4%	米国株 13.7%	先進国株 2.1%	コモディティ 11.4%	先進国株 12.5%
先進国株 15.8%	米国株 15.8%	米国株 5.5%	米国株 -37.0%	米国REIT 28.0%	米国株 15.1%	米国HY債券 5.0%	新興国国債 17.4%	先進国株 28.9%	日本株 10.3%	米国株 1.4%	新興国国債 10.2%	日本株 12.5%
米国REIT 12.2%	先進国株 15.6%	先進国株 4.7%	米国REIT -37.7%	米国株 26.5%	新興国株 14.1%	米国株 2.1%	新興国株 17.0%	米国HY債券 7.4%	先進国株 9.8%	世界国債 1.3%	J-REIT 9.9%	新興国国債 9.0%
J-REIT 12.1%	米国HY債券 11.8%	世界国債 3.7%	先進国株 -38.7%	先進国株 25.7%	新興国国債 12.2%	コモディティ -1.2%	米国株 16.0%	新興国株 3.4%	世界国債 8.5%	新興国国債 1.2%	新興国株 9.7%	米国HY債券 7.0%
新興国国債 10.2%	新興国国債 9.9%	米国HY債券 1.9%	日本株 -40.6%	コモディティ 13.5%	先進国株 10.0%	先進国株 -5.5%	米国HY債券 15.8%	米国REIT 2.9%	新興国国債 7.4%	米国HY債券 -4.5%	先進国株 9.0%	米国REIT 6.0%
米国株 4.9%	日本株 3.0%	J-REIT -3.1%	新興国株 -45.9%	日本株 7.6%	コモディティ 9.0%	新興国株 -12.7%	先進国株 15.7%	世界国債 0.2%	新興国株 5.2%	J-REIT -4.8%	米国REIT 8.6%	世界国債 0.7%
世界国債 3.7%	世界国債 0.7%	日本株 -11.1%	コモディティ -46.5%	J-REIT 6.2%	世界国債 3.4%	日本株 -17.0%	世界国債 4.5%	コモディティ -1.2%	米国HY債券 2.5%	新興国株 -5.8%	世界国債 3.0%	コモディティ -3.8%
米国HY債券 2.7%	コモディティ -15.1%	米国REIT -15.7%	J-REIT -48.6%	世界国債 1.0%	日本株 1.0%	J-REIT -22.2%	コモディティ 0.1%	新興国国債 -5.3%	コモディティ -33.1%	コモディティ -32.9%	日本株 0.3%	J-REIT -8.2%

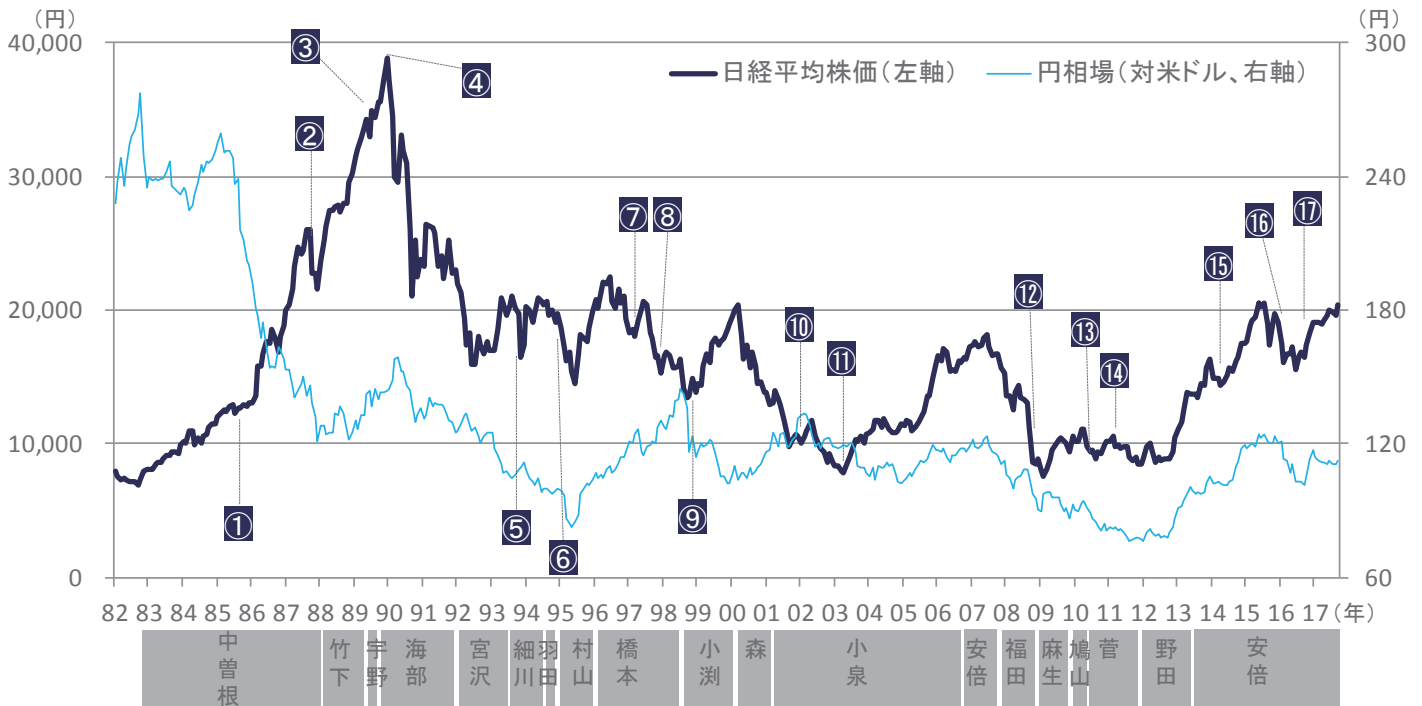
資産クラス別リターン 円換算ベース

新興国株 51.8%	米国REIT 36.3%	新興国株 33.6%	世界国債 -11.6%	新興国株 80.6%	J-REIT 34.1%	米国REIT 3.3%	J-REIT 41.0%	米国株 61.2%	米国REIT 46.4%	日本株 12.1%	米国HY債券 13.1%	新興国株 23.7%
日本株 45.2%	新興国株 33.3%	コモディティ 27.1%	新興国国債 -29.8%	米国HY債券 60.1%	米国REIT 13.2%	新興国国債 2.4%	米国REIT 33.3%	日本株 54.4%	米国株 30.0%	米国REIT 2.9%	J-REIT 9.9%	日本株 12.5%
コモディティ 42.3%	J-REIT 28.8%	世界国債 6.3%	日本株 -40.6%	先進国株 31.5%	新興国株 5.2%	世界国債 1.5%	新興国株 31.7%	先進国株 54.2%	J-REIT 29.7%	米国株 1.4%	米国株 8.1%	先進国株 12.3%
米国REIT 27.1%	先進国株 21.1%	先進国株 4.5%	米国HY債券 -41.1%	新興国国債 31.3%	米国HY債券 1.9%	米国HY債券 0.1%	新興国国債 30.8%	J-REIT 41.1%	新興国国債 22.9%	新興国国債 1.2%	コモディティ 7.6%	米国株 10.6%
新興国国債 24.9%	米国株 16.8%	新興国国債 1.7%	J-REIT -48.6%	米国REIT 29.5%	米国株 1.8%	米国株 -2.6%	米国株 29.2%	米国HY債券 30.8%	先進国株 20.0%	先進国株 -0.8%	新興国株 7.4%	新興国国債 5.5%
先進国株 24.0%	米国HY債券 12.8%	米国株 1.1%	米国株 -49.8%	米国株 28.0%	日本株 1.0%	コモディティ -5.7%	先進国株 29.0%	米国REIT 25.2%	米国HY債券 17.2%	世界国債 -3.5%	新興国国債 6.4%	米国HY債券 3.5%
米国株 18.9%	新興国国債 10.8%	米国HY債券 -2.4%	米国REIT -50.3%	コモディティ 14.8%	新興国国債 -0.7%	先進国株 -9.9%	米国HY債券 29.0%	コモディティ 20.2%	世界国債 13.8%	米国HY債券 -4.4%	米国REIT 4.9%	世界国債 2.9%
米国HY債券 16.4%	世界国債 7.1%	J-REIT -3.1%	先進国株 -52.7%	日本株 7.6%	先進国株 -1.1%	日本株 -17.0%	日本株 20.9%	新興国株 18.6%	新興国株 11.9%	J-REIT -4.8%	先進国株 3.8%	米国REIT 2.6%
J-REIT 12.1%	日本株 3.0%	日本株 -11.1%	コモディティ -57.3%	J-REIT 6.2%	コモディティ -3.5%	J-REIT -22.2%	世界国債 13.2%	世界国債 16.9%	日本株 10.3%	新興国株 -14.9%	日本株 0.3%	コモディティ -6.9%
世界国債 5.5%	コモディティ -14.3%	米国REIT -19.2%	新興国株 -62.8%	世界国債 3.8%	世界国債 -6.9%	新興国株 -22.2%	コモディティ 11.5%	新興国国債 15.3%	コモディティ -23.4%	コモディティ -32.8%	世界国債 -1.9%	J-REIT -8.2%

日本株はTOPIX(配当込み)、先進国株はMSCIワールド・インデックス(税引後配当再投資)、新興国株はMSCIエマージング・マーケット・インデックス(税引後配当再投資)、J-REITは東証J-REIT指数(配当込み)、米国REITはFTSE NAREIT Equity Index(トータル・リターン)、世界国債はCiti World Government Bond Index(含む日本、トータル・リターン)、米国HY債券はBloomberg Barclays US High Yield Index(トータル・リターン)、新興国国債はJ.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified(トータル・リターン)。為替は三菱東京UFJ銀行のTTMを使用。2017年は9月末まで。

## ご参考⑨

### 日経平均株価と円相場の推移 (1982年1月～2017年9月、月次)



### 主な出来事

①	1985年9月	プラザ合意：為替レートの安定化に関する合意(過度なドル高是正)
②	1987年10月	ブラックマンデー、世界同時株安：1987年10月19日にニューヨーク証券取引所を発端に起こった、史上最大の世界的株価暴落。
③	1989年4月	消費税スタート、税率3%
④	1989年12月	日経平均株価が史上最高値(3万8,915円)
⑤	1993年11月	EU発足：マーストリヒト条約発効によって、EUが誕生
⑥	1995年1月	阪神淡路大震災発生
⑦	1997年4月	消費税率、5%に引き上げ
⑧	1997年11月	山一証券自主廃業
⑨	1999年1月	EUの単一通貨、ユーロ導入
⑩	2001年9月	米国同時多発テロ事件発生
⑪	2003年4月	日本郵政公社誕生
⑫	2008年9月	リーマン・ブラザーズ破綻(リーマン・ショック)
⑬	2010年5月	ギリシャ経済危機
⑭	2011年3月	東日本大震災発生
⑮	2014年4月	消費税率、8%に引き上げ
⑯	2016年1月	日本銀行、マイナス金利を導入
⑰	2016年11月	米大統領選で共和党トランプ氏が勝利

出所：各種報道やホームページ



## ご注意事項

当資料は情報提供を目的として作成した資料であり、当社が特定商品の勧誘を行うものではありません。当資料は、信頼できる情報に基づいて、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が作成したものであり、インベスコ・グループ全体の見解を示すものではありません。また、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。当資料で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と差異が生じる場合があります。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

**インベスコ・アセット・マネジメント**

商号等

加入協会

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第306号  
 一般社団法人投資信託協会  
 一般社団法人日本投資顧問業協会

《お問い合わせダイヤル》 電話番号:03-6447-3100 (営業日の午前9時から午後5時まで) ホームページ:<http://www.invesco.co.jp/>

