

再び軟調さを増した株式市場

グローバル株式市場がここ2週間で2回目の大幅下落となった理由と今後の展望

2018年10月23日

〔要旨〕

● 最近の株価下落の背景として考えられるもの

1. 企業の業績見直し

- ✓ 最近、資本財メーカーから発せられた収益見直しは、投入コストが増加している（最終利益が圧迫される可能性がある）ことを示している

2. 中国への関税の影響

- ✓ 中国の景気減速が、米国の関税からの圧力により、現在の緩やかなものからさらに悪化すると懸念されている

3. 海外からの米国債投資の減少

- ✓ ①連邦準備理事会（FRB）のバランスシートの正常化（による購入減少）と、②財政赤字の拡大により、市場に供給される米国債が増加する中で、③今年の海外からの米国債投資額が減少していることに市場が懸念を抱いた

● 状況を悪化させたその他の地政学的混乱（ディスラプション）

➤ イタリア

- ✓ ポピュリスト政権と欧州連合（EU）当局との予算をめぐるいさかい

➤ 英国のEU離脱（ブレグジット）

- ✓ 「合意なき」ブレグジットとなるリスクの高まり

➤ サウジアラビア

- ✓ 米国との関係断絶は考えにくいだが、同国の体制改革の先行きへの懸念は残る

➤ 米国－ロシア－中国の緊張の高まり

- ✓ 安全保障上の脅威が地政学リスクとして市場に影響

● 投資に関してどのようなことが言えるか

- ✓ 株式、債券、コモディティの各市場でボラティリティの高い状態が続く見込み
- ✓ 一方で、金の安全資産としての地位は復活する可能性
- ✓ リスク資産を含む幅広く多様な投資ポートフォリオへのエクスポージャーを維持することが重要
- ✓ ①株式で地域別やセクター別、②債券で債券種別など、投資先の多様化を進めるほか、伝統資産との相関が歴史的に低いオルタナティブ資産へのエクスポージャー確保も検討の要
- ✓ 株価の下落は、機動的に行動できる投資家にとっては買いの好機となることも



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト



アーナブ・ダス
グローバル・マーケット・
ストラテジスト（EMEA）

今月前半の下落から、多少株価が回復したと思っただもつかの間、株式市場は再び下落局面に引き戻されました。

最近の株価下落の背景として考えられるもの

10月に入ってからの株価の下落は、主として①金融政策の正常化と②保護貿易主義の高まりという2つの重要なリスクによるものと考えられます。先週後半以降の株式市場の下落にも、貿易関連で2つ、金利関連で1つ、その要因と考えられるものがありました。

1. 最近、資本財メーカーから発せられた収益見通しは、投入コストが増加していることを示している
2. 中国の景気減速が、米国の関税からの圧力により、現在の緩やかなものからさらに悪化すると懸念されている
3. 米連邦準備理事会（FRB）のバランスシートの正常化（による購入減少）と、財政赤字の拡大により、市場に供給される米国債が増加する中で、今年の海外からの米国債投資額が減少していることに市場が懸念を抱いた

企業の業績見通し・・・資本財メーカーが投入コストの上昇（最終利益圧迫の可能性）を報告

本日は、米国の大手資本財メーカーのキャタピラーとスリーエムが7-9月期の決算を発表しましたが、両社ともに、今後の収益見通しでは投入コストが上昇していると示唆していました。当然のことながら関税が主要因と考えられます。これを受けて、投資家の間では、少なくとも一部の企業の利益がピークを過ぎたとの懸念が浮上しました。7-9月期決算が好調であろうと、収益見通しで関税に言及がなされても驚くことではありません。関税が企業の最終利益に影響を与えるのは時間の問題でした。今月10日に決算を発表した米国の工業用品メーカーのファスナルも、直近の関税が「北米のサプライチェーン体制に直接影響を与えている」と報告していました。

中国への関税の影響・・・構造改革道半ばでの米国との貿易戦争により投資家が不安に

中国のレバレッジ削減と供給サイドの改革への取り組みは、混乱の可能性を最小限に抑え、非常に緩やかな減速となるよう調整されていました。この点で、中国はすでに前進を始めており、クレジット関連指標も改善を始めていました¹。しかし、その後米国との貿易紛争が浮上し、中国経済に大きな圧力となって、投資家を不安にさせることとなったのです。最近の銅価格の下落には、中国の経済成長に対する懸念の兆候が示されています。先週末に習近平国家主席が中国経済を支えると約束したことを受けて市場は一時的に落ち着きましたが、今週火曜日には、再び神経質な展開に戻りました。

海外からの米国債投資の減少・・・需給悪化要因そろう踏みで利回りに上昇圧力

2018年の年初から8月末までの期間、外国人投資家は米国債の購入を続けましたが、前年の同期間よりもはるかに低い水準でした。こうした事態が、米国が財政赤字を賄うために国債を増発し、バランスシートの正常化によってFRBからの購入が減少する中で起きているのです。需給の悪化が続けば、米国債利回りの上昇につながる恐れがあり、これは株式にとっても悪材料です。今月初めに米10年国債利回りが急上昇した際も、株価に下押し圧力がかかりました。

状況を悪化させたその他の地政学的混乱（ディスラプション）

上記以外にも、投資家の「リスクオフ」姿勢の背景となるさまざまな要因が各国で、あるいは世界的に同時発生しています。

イタリア…ポピュリスト政権と欧州連合（EU）当局との予算をめぐるいさかい

欧州で緊張を高め、グローバル市場にも影響が拡がりを見せようとしているのは、イタリアの予算をめぐる同国ポピュリスト政権と欧州連合（EU）当局との争いです。最終的には何らかの妥協が予想されますが、それまでの当面はボラティリティとスプレッドの拡大が予想されます。

英国のEU離脱（ブレグジット）…「合意なき」ブレグジットとなるリスクの高まり

「合意なき」ブレグジットのリスクが高まっています。最終的にそうした事態となることや、金融や経済に及ぼすリスクへの恐怖が世界的に高まることについては、英国もEUも完全に準備できてはいないようです。私たちは依然として「ソフト・ブレグジット」（世界貿易機関（WTO）のルールに基づいた移行期間を経てのEU離脱）という楽観的な展開をメインシナリオに据えています。昔から「悪魔は細部に宿る」と言われます。リスクシナリオが当面はボラティリティや不確実性を高めることになると予想されます。

サウジアラビア…米国との関係断絶は考えにくい、同国の体制改革の先行きへの懸念は残る

反体制派のサウジアラビア人ジャーナリストの殺害疑惑については、メディアでのさまざまな意見や主張の応酬を含めた大騒ぎがしばらく続くことですが、それが主要国間の貿易や金融面の大きな関係断絶につながるとは考えていません。米国とトルコやサウジアラビアとの特別な関係は、北大西洋条約機構（NATO）や中東、エネルギーなどの点で非常に価値あるものであるため、断絶には至らないというのが私たちの見方です。もう一つの理由としては、これらの国における関係断絶は米国のライバル（特にロシアと中国）に恩恵をもたらす可能性があり、米国がそれを望まないであろうからです。そうした見方は最近の原油価格の下落にも反映されていると考えられます。もし原油の供給に対する地政学的脅威が予想された場合、原油価格は下落ではなく、上昇すると考えられるからです。とはいえ、サウジアラビアの改革案とトルコの資金調達ニーズという今後の苦難に関するリスクは残っており、双方向の緊張が持続する可能性が高いでしょう。両国や中東地域全般のリスク・プレミアムは高水準で推移する可能性が高いでしょう。

米国－ロシア－中国の緊張の高まり…安全保障上の脅威が地政学リスクとして市場に影響

米国はロシアとの中距離核戦力（INF）全廃条約から脱退する可能性を示しました。ロシアの順守状況や中国の不参加への懸念、（直接の言及はありませんでしたが）戦略的ライバル国に対する国家安全保障上の懸念の高まりがその理由です。これは、世界経済を地政学的な断層線に沿って部分的に分断しようとする新たな取り組みであり、世界の三大軍事国間の緊張が容易には緩和しないことを示唆していて、今後ボラティリティを高める可能性があります。

投資に関してどのようなことが言えるか

私は1年以上にわたり、FRBの金融政策の正常化と保護貿易主義が経済と市場にとっての2大リスクだと申し上げてきました。どうやら、この2つのリスクが、ある意味「最悪の状況」を生み出して市場を動揺させているようです。株式、債券、コモディティの各市場でボラティリティの高い状態が続くと予想されます。関税の経済的インパクトに関する懸念から、コモディティ価格は金を除いて下押し圧力を受け続ける可能性が高いと見込まれます。利回り上昇圧力により米国債のボラティリティが高まったことを受け、過去数年間に比べて望ましい「安全」資産クラスとしての立場がやや強まった金は、今後の価格上昇が期待されます。

とはいえ、機関投資家を中心とする長期投資家は、投資目標の達成のためには投資元本の値上がり益を期待せざるをえませんから、下落リスクにどう備えるかを強く念頭に置きながらも、リスク資産へのエクスポージャーは維持する必要があります。したがって、一部の資産クラスではアクティブ運用の登場機会となりえます。

前述のリスクは、幅広い分散の重要性を強調することにもなります。この場合の分散とは、株式であれば地域やセクター、債券であればさまざまな債券種別に至るまで、さらには、株式との相関が歴史的に低いオルタナティブ資産クラスに十分なエクスポージャーを確保することも意味します。また、投資の目標期間が非常に短期でない限り、リスク資産を含む幅広く多様な投資ポートフォリオへのエクスポージャーを維持することが重要と考えられます。さらに、株価の下落は、機動的に行動できる投資家にとっては買いの好機となる可能性もあります。一方で、貿易に関する情勢には注視が必要となるでしょう。情勢が著しく悪化するようであれば、リスク資産へのエクスポージャーを落とすことも、当然に検討の俎上（そじょう）に載ってくることになるでしょう。

1. 出所：S&Pグローバル・レーティングス、「China's Long Credit Cycle Has Ended and Deleveraging Has Begun: Can It Be Sustained?」、2018年8月。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパーとグローバル・マーケット・ストラテジスト（EMEA）のアーナブ・ダス（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、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。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

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
加入協会 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