

PRAEVIDENTIA WEEKLY (10月18日)

投資戦略再考：悲観の先にあるもの

<要約>

10月半ばに入り世界景気減速懸念が急速に台頭し、米株価が大幅に調整する中で為替市場でも9月以降のドル高が急速に反転した。但し、米国主導の世界経済加速シナリオ自体が大きく崩れている訳ではなく、市場は落ち着きを取り戻すというのがメインシナリオだが、世界経済の減速リスクが高まり、市場がそれに敏感になり始めたのも事実で、悲観シナリオの実現確率が高まったように見受けられる。このため、楽観シナリオ、悲観シナリオの各々の背景を確認した上で万一の事態への心の準備を試みる。重要なのは、悲観論の高まりは震源地であるユーロ圏と中国の当局による政策対応の可能性を高める点だ。

幸せの向こう側

この1、2週間程で、ドイツ鉱工業生産の大幅減少やFRB高官の世界景気減速が米利上げを遅れさせるリスクへの言及、そしてIMFによる世界成長率見通しの下方修正(図表1)などをきっかけに、市場の焦点が米国の利上げ開始早期化に関する好材料から一気に世界経済の減速懸念に関する悪材料へシフト、株価や原油などコモディティ価格の大幅下落、先進国の中長期債利回りの急低下とドル反落に繋がった。また、少数ながらエボラ出血熱の感染者が先進国である米国やスペイン国内で発生したことも、先進国政府が感染拡大を制御できないのではないかという懸念も、投資家のリスクテイク姿勢を後退させ、ポジション調整を加速させた。

当社はかねてより、8月末から一気に高まった市場の米利上げ開始早期化期待は行き過ぎで、その修正が起こる過程でドル/円は106円までの調整・反落もあり得ると想定していた。米利上げ開始早期化期待の後退が米金利低下とドル/円の下落に繋がった点は正しかったが、米利上げ期待の後退の理由がユーロ圏を中心とする世界景気減速懸念で、それが世界株価の大幅下落に繋がった点は想定以上の動きで、ドル/円の調整も一時的ながら105円台前半と想定以上に深くなった。

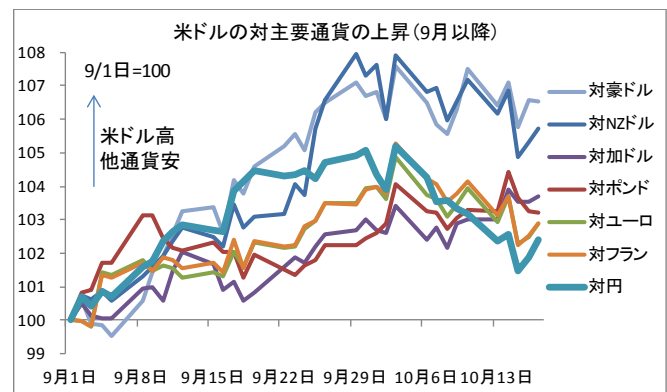
ごく足許では米株安は一服したように見え、米金利とドル/円も底固めに入ったようにも見えるが、エボラ出血熱の感染拡大の制御に成功している訳ではなく、ユーロ圏景気も回復の兆しはみられず、中国は成長率鈍化が進行中でむしろ不動産市場の更なる悪化リスクがあるなど、根本的な問題は解決していない状況だ。このため、不安定な状況下、楽観シナリオだけでなく悲観シナリオの両方を想定し心の準備をしておくことが必要だ。

図表1：IMFの最新世界経済見通し

	最新見通し		前回比修正幅	
	2014	2015	2014	2015
世界	+3.3	+3.8	-0.1	-0.2
(前回7月)	+3.4	+4.0		
米国	+2.2	+3.1	+0.5	+0.0
(前回7月)	+1.7	+3.1		
ユーロ圏	+0.8	+1.3	-0.3	-0.2
(前回7月)	+1.1	+1.5		
中国	+7.4	+7.1	+0.0	+0.0
(前回7月)	+7.4	+7.1		
日本	+0.9	+0.8	-0.7	-0.2
(前回7月)	+1.6	+1.0		

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：米ドルの対主要通貨の動向(9月以降)



楽観シナリオ（確率 70%）：ひとときの過ち、禍根を残さず？

- 世界経済の牽引役である**米国の実体経済は悪くなく**、月間 20 万人超の雇用創出が続いている。
- IMF も世界成長率見通しを引き下げたとはいえ**来年に向けた加速の方向性は維持**している（図表 1）。
- ドル相場にしても、9 月中の全面高は行き過ぎだったにしても**米国の金融政策は来年半ばに向けて緩和拡大方向ではなく利上げ方向であることに変わりはなく**、10 月の調整は**健全な調整の範囲内**ともいえる。
- 米株価の調整もここ数年みられない大きさを 2011 年 3Q 以来の調整だが、これまでの一方向の動きを考えれば調整は必ずしも異常とは言えない（図表 3）。
- 同時に起きている**原油価格の下落は世界経済の下支え要因ともなる**（図表 4）。

楽観論にも根拠はあり、下がった水準ではドルや米株価には押し目買いも入り易く、調整は短期間で終了し、年末年始にかけて再びドル高、株高に向かう、というのが楽観シナリオで、現在のところ当社のメインシナリオだ。もっとも、その確率は 70%程度とかつてより低くなったとみており、ドル/円相場も更なる急落はないものの年末頃までは 106 円前後で上下を繰り返す可能性が高いとみている（9 月末時点の**当社為替相場予想**を参照）。米 2 年債利回りは 0.6%から一時 0.3%へ半減、一旦後退した米国の早期利上げ観測はそう簡単には元には戻らないだろう。

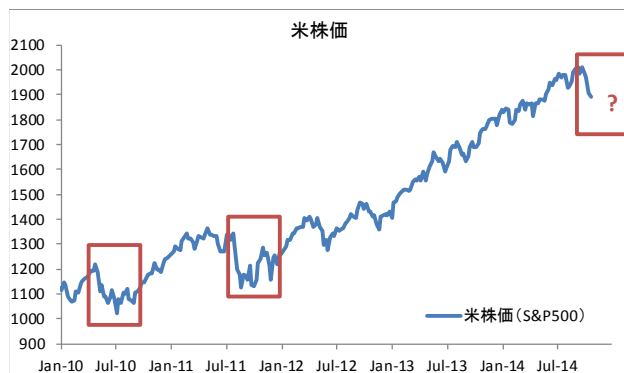
悲観シナリオ（確率 30%）：踊り過ぎた金曜日を卒業？¹

- 財政出動余地が限られ、これまでの金融緩和の効果が不透明な中、ユーロ圏の景気減速とデフレーション傾向はそう簡単に反転できないこと。ユーロ相場も歴史的にみればまだ高水準に留まっている。
- 中国でも、不動産バブル崩壊が金融破綻を通じて景気減速を速め、前年比 6%台へ成長率が低下する（来週 21 日発表の中国 3Q GDP 成長率の市場予想は+7.2%、IMF の来年の成長率予想は+7.1%）。
- 本邦景気も、外需低迷もあって消費増税後の反動減からの立ち直りが遅く、結果として景気が腰折れする。
- 日中欧の景気鈍化が米国にも波及し、米国の雇用者数増加ペースが月間+20 万人割れへ鈍化する。
- 米株価が続落する。今回と同程度の下落が起きた 2010 年第 2 四半期、2011 年第 3 四半期には、再び上昇軌道に戻るまでに 2-4 か月かかっている（図表 3）。

悲観シナリオの背景にも根拠はあり、実現可能性は以前より高まっている。最悪の場合、ドル/円は米株安の米金利低下効果を通じて今年 2~8 月のレンジ水準である 102 円台へ調整が深まるリスクもあるだろう。

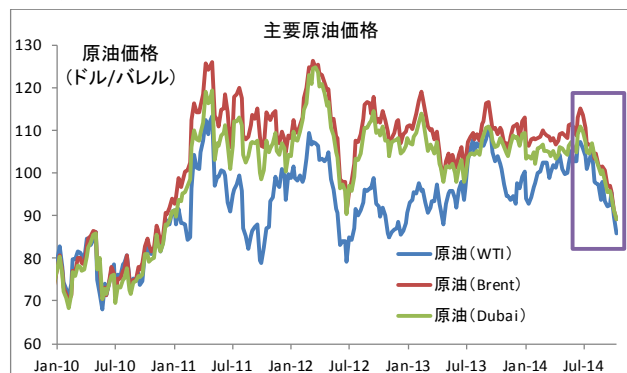
但し、悲観シナリオの実現性が高まる場合には、政策対応の可能性を高めるという側面も重要だ。最初に行われるべきは景気減速の震源地での対応で、ユーロ圏では ECB が今後数か月内にも大規模量的緩和に踏み切る姿勢を示したり、中国では住宅市場対策（シャドーバンキング撲滅策を進めつつ、一次取得者への住宅ローン金利優遇措置導入など）や対象を絞りつつも大規模な財政出動を行う景気刺激策のパッケージを発表・実施することだ。あるいは、こうした世界景気減速が世界株価の一段の大幅安に繋がる場合には、市場の動揺を収めるために主要国中央銀行（米英など）が当面の金融引締め凍結を同時に行う旨公表（協調緩和的な演出）するといったことも考えられる。これには、日本の追加消費増税見送りも含まれるかもしれない。

図表 3：米株価の調整局面



（出所）トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：主要原油価格の動向



¹ 松任谷由美「街角のペシミスト」の歌詞の一節。

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧（14年分）
円	「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」（14年9月21日） 「円安牽制：敵は己の内にあり？」（14年9月13日） 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」（14年9月8日） 「円：GPIFパラドックス」（14年8月10日） 「円高に対する生命保険」（14年5月2日） 「円：TPPに絡む円売りは後退へ」（14年4月25日） 「円：GPIFの失望リスク」（14年4月5日） 「円と日銀：「黒」から「白」へ」（14年2月7日） 「M&Aと円のポジティブフィードバック」（14年1月17日）
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」（14年9月27日） 「USD：敗因と復活の条件」（14年6月28日）
ユーロ	「EUR：テルトロ、トロトロ」（14年7月26日） 「EUR：円化の花道を回避できるか」（14年4月19日）
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」（14年8月23日） 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」（14年7月19日） 「GBP：タカ派の多寡」（14年7月5日） 「ポンド：MとF、どちらが支配？」（14年5月10日）
豪ドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」（14年5月17日）
NZドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「NZD：覆水お盆後も返らず」（14年8月2日） 「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」（14年3月28日）
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」（14年6月21日）
フラン	「フラン高と不動産バブル」（14年3月22日）
主要通貨	「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」（14年8月16日） 「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」（14年3月7日） 「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」（14年1月31日）
新興国通貨	「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14年10月4日） 「BRL：働く通貨はキャリアだぜ」（14年6月7日） 「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」（14年4月11日） 「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」（14年3月1日） 「エンキヤリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」（14年2月22日） 「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」（14年2月14日） 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」（14年1月24日） 「ZAR：負けないで」（14年1月10日）
テーマ	「「リスクオフ」の解体新書」（14年8月31日） 「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」（14年7月12日） 「伝統（的金融政策）に強い英国」（14年6月14日） 「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」（14年5月31日） 「マクロテーマ：部分ローテーション」（14年5月23日） 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」（14年3月14日）

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641