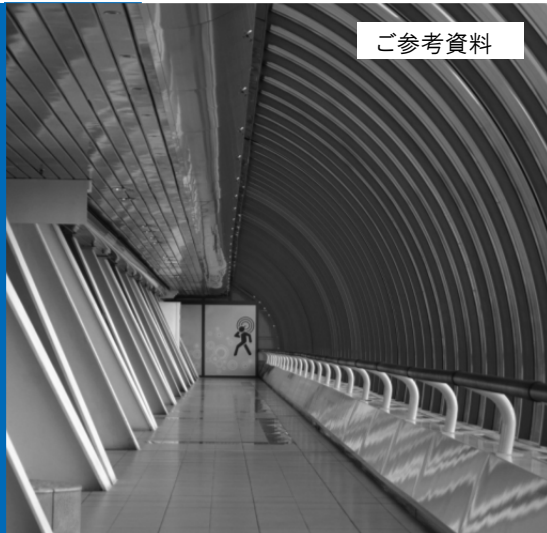


Barometer

2017年
5月号

短期的な投資環境見通し
(6ヵ月程度)を毎月お届けします

株高を支える力強い経済成長



■グローバル資産クラス

世界的に景気が回復基調にあることから、引き続き株式の評価をオーバーウェイトとします。一方、バリュエーション(投資価値評価)が割高な水準にあり、世界的な景気動向の改善に伴う金利上昇圧力にさらされると予想していることから、債券の評価をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。

■株式:地域別・スタイル別

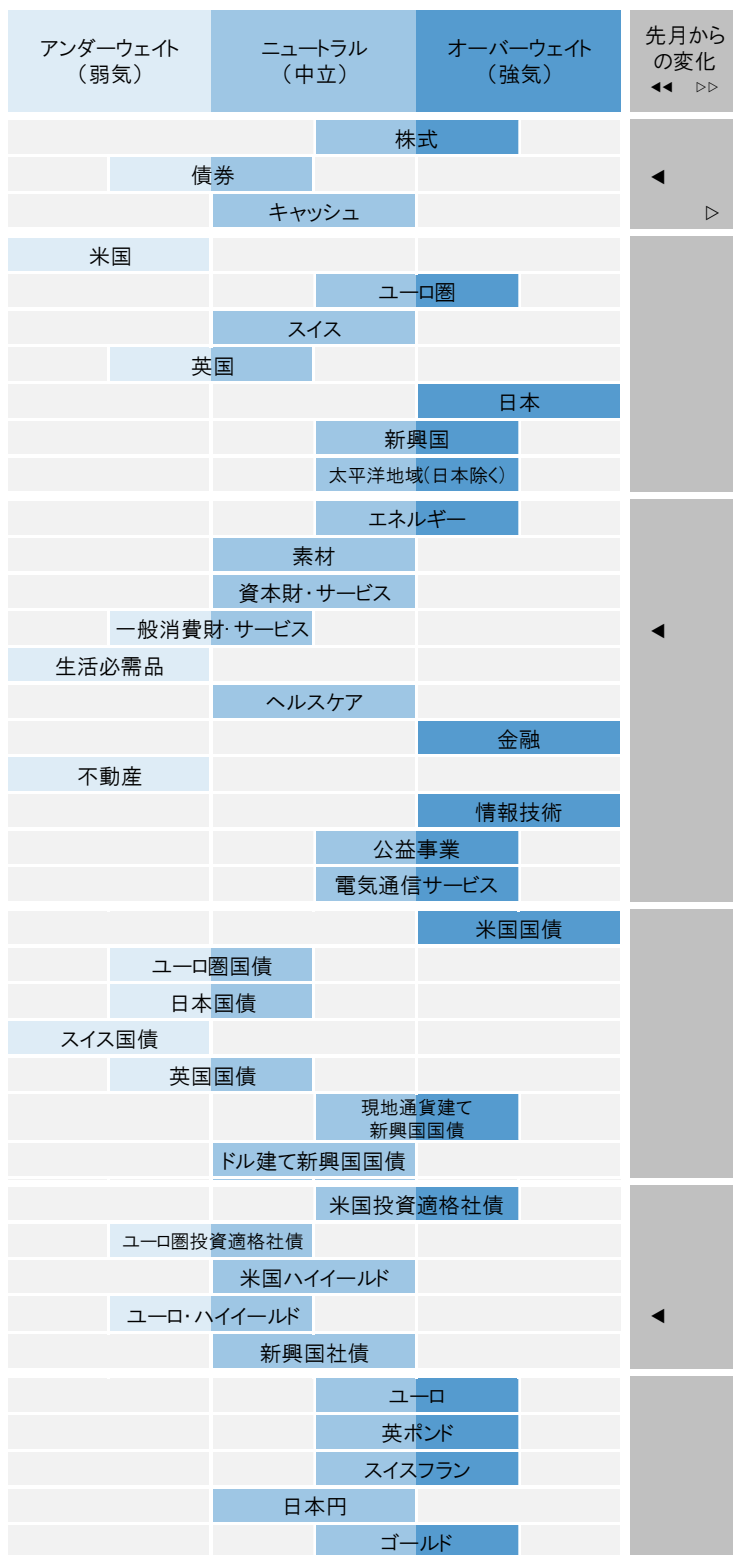
バリュエーションが極めて割高な水準にあることから、米国株式の評価は引き続きフルアンダーウェイトとします。一方、景気回復が続いている他、フランス大統領選挙で欧州連合(EU)を支持するマクロン氏が勝利したことを背景に政治的不透明感が後退したことから、欧州株式の評価を引き続きオーバーウェイトとします。また、日銀の量的金融緩和策が株価の下支え材料となることから、日本株式のフルオーバーウェイトを継続します。

■株式:セクター別

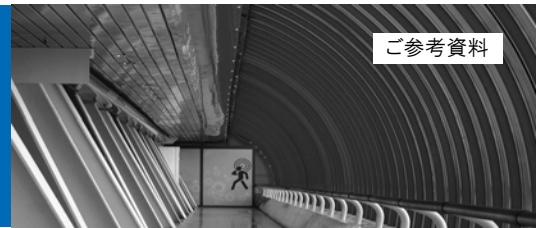
割高な水準で取引されている生活必需品セクターは引き続きフルアンダーウェイトとします。また、米国の個人消費動向に対する懸念を反映して、一般消費財・サービスセクターの評価をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。

■債券

スプレッドの縮小を受けてバリュエーション面での投資妙味が薄れたことから、ユーロ・ハイイールドの評価をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。一方、地政学リスクの高まりや、経済成長が鈍化した場合への保険として、米国国債のフルオーバーウェイトを維持します。世界的に景気が回復基調にある他、対新興国通貨で米ドルが弱含むと予想していることから、現地通貨建て新興国債券の評価を引き続きオーバーウェイトとします。



Barometer



グローバル市場概況

世界の株式市場は史上最高値を更新

世界の株式市場は4月も続伸となり、MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは史上最高値を更新しました。けん引役となったのは好調な企業業績です。米国では、S&P500種株価指数構成企業の大半が既に2017年1-3月期の決算発表を終えましたが、その内の75%程度が市場予想を上回る内容でした。中でも、アマゾンやアルファベット(グーグルの親会社)といったテクノロジー企業、バンク・オブ・アメリカやモルガン・スタンレーといった大手金融機関の決算が非常に好調であったのが印象的です。テクノロジーセクターの力強い上昇を背景に、ナスダック総合指数は史上最高値を更新しました。

地域別では、欧州株式市場が米国株式をアウトパフォームしました。堅調な企業業績に加えて、フランス大統領選挙の第一回投票で、欧州連合(EU)を支持するマクロン氏が首位となったことが好感されたためです。

セクター別では、幅広いセクターが上昇となったものの、エネルギーや素材セクターは下落しました。原油価格の下落幅が大きくなる中、エネルギーセクターは-2%超の下落となりました。リビアが同国最大の油田であるシャララ、アルフィールでの原油生産を再開したことで生産量が回復しており、需給悪化観測が高まったことが嫌気されました。また、中国の需要後退への懸念などを背景に鉄鉱石価格が大幅に下落したことを受けて、素材セクターの下げ幅も大きくなりました。

債券市場では、ドル建ての新興国債および社債が共に+1%超の上昇となりました。新興国では、輸出が回復している他、中国の2017年1-3月期GDP(国内総生産)が市場予想を上回るなど、マクロ経済指標が堅調な内容であることから、投資家心理に改善が見られます。

米国と欧州のハイイールド債券も、企業業績が堅調である

ことを背景に発行体の返済能力に対する懸念が後退していることから、共に+1%超の上昇となりました。一方、先進国国債のパフォーマンスは、他の債券と比較して見劣りする結果となりました。

為替市場では、選挙絡みの動きが目立ちました。対米ドルで見ると、政治的不透明感が後退した国の通貨が上昇する一方、商品市況の下落を受けて資源国通貨は下落しました。フランス大統領選挙の第1回投票でマクロン氏が首位となったことを受けて、ユーロはおよそ6カ月ぶりの水準まで上昇しました。また、6月8日に実施される見通しである英国の総選挙では、与党保守党が議席数を伸ばすと予想されています。EU離脱交渉の開始を控えて、政権基盤が強化されるとの期待から、英ポンドも大幅な上昇となりました。トルコでは、大統領権限を強化する憲法改正の是非を問う国民投票でエルドアン大統領が勝利したことを受けて短期的には国内政治の安定が見込まれており、トルコリラも上昇となりました。一方、原油価格の下落が嫌気され、ロシア・ルーブルやメキシコ・ペソ、カナダドルなどは下げ幅が大きくなっています。

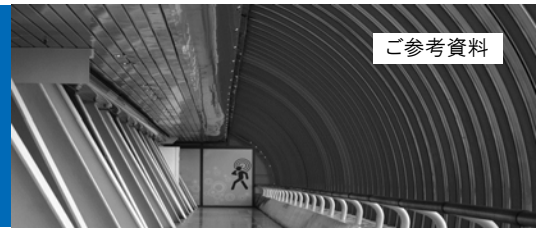
今月の資産配分

力強い経済成長が株式市場を下支え

世界的に景気が回復傾向にあることや依然として流動性環境が良好であることに加えて、フランス大統領選挙でEUを支持するマクロン氏が勝利したことを受けて欧州政治の先行き不透明感が後退していることが、株式市場の下支え材料になると考えられます。ピクテでは、引き続き株式の評価をオーバーウェイトとします。一方、債券の評価はニュートラルからアンダーウェイトへと引き下げます。世界的な景気回復基調を背景に、今後債券利回りには上昇圧力がかかると見ているためです。

米国では、労働市場とインフレ率が共に力強い内容である

Barometer



ことから、米連邦準備制度理事会(FRB)は年内に複数回の追加利上げを実施すると見られます。一方、3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録では、4兆5,000億ドル規模にまで膨張したバランスシートの縮小についての言及がありました。バランスシート縮小による金融引き締め効果を考慮すれば、今後の米利上げペースは鈍化する可能性もあります。もっとも、FRBがどのような道筋を選ぶにせよ、トランプ政権下で財政支出が拡大するとの見通しは、金融政策の引き締めが実体経済に及ぼす影響を緩和してくれるでしょう。

ユーロ圏では、2017年の経済成長率が潜在成長率を上回る+1.5%程度を達成できると予想しています。国内需要、公共投資、輸出のいずれもが景気回復に寄与しているからです。フランス大統領選挙では、親EU派のマクロン氏が勝利を収めました。政治的不透明感が後退したことから、欧州中央銀行(ECB)は量的金融緩和政策の縮小に向けて動き出すことができるでしょう。ECBは、今後数ヵ月以内に、2018年以降の量的緩和縮小に向けて何らかの発表を行うと見ています。

日本では、個人消費や企業の設備投資の伸び、輸出や製造業生産高の回復が寄与し、景気動向は依然堅調です。

外需の改善は新興国経済にも恩恵をもたらしています。特に中国では、2017年3月の鉱工業生産が年率+7.6%と史上予想を大幅に上回る内容でした。同国では、金融システム安定化のために金融政策が引き締めめに転じていますが、経済活動が活況であることを考慮すれば、十分に対処可能であると見られます。

流動性環境からは、リスク資産にニュートラルのスタンスを取ります。2017年1-3月期には、中国の流動性環境に悪化が見られました。当局の金融引き締め政策によって季節調整後で流動性供給が年率10%以上も減少したのです。一方、米国、ユーロ圏、日本の中央銀行は依然として潤沢な流動性供給を続けており、中国による引き締めを十二分に補う格好となりました。もっとも、年後半には世界的に流動性環境が悪化していくと見られます。FRBが追加利上げを実施すると

予想されている他、ECBは債券購入プログラムの縮小に向けて何らかの発表を行うでしょう。

バリュエーション面では、米国株式がその他地域の株式と比較して割高な状況が続いています。ピクテの試算では、米国株式と比較した日本および欧州株式の相対的なバリュエーションはおよそ20年振りの低水準にあります。

セクター別では、資本財・サービスおよび生活必需品セクターが最も割高な水準で取引されています。一方、最も割安なのは電気通信サービスセクターです。とは言え、10兆ドル規模の債券の利回りがマイナスという環境下では、総じて債券よりも株式に投資妙味があります。

「Sell in May(株は5月に売れ)」という相場格言にもある通り、5月から9月にかけての株式市場は歴史的に軟調となる傾向がありますが、テクニカル観点からは株式にポジティブなサインが見られます。資金フローを見ると、2017年に入ってから債券ファンドへの資金流入額が1,190億ドルに達している一方、株式ファンドにも1,070億ドルと、金融危機以降で最大規模の資金が流入しているのです。

株式・セクター配分

市場の関心は欧州株式に

フランス大統領選挙では、EUを支持するマクロン氏が、EU離脱や移民排斥を訴える極右政党・国民戦線(FN)のルペン氏を破り、勝利を収めました。2016年に英国と米国で吹き荒れたポピュリズム(大衆迎合主義)の波は、欧州大陸に上陸するには至りませんでした。政治的な不透明感の後退を受けて、欧州株式の評価を引き続きオーバーウェイトとします。

政治的不透明感が後退した今、欧州株式への市場関係者の関心が再び高まるでしょう。欧州では、景気が回復基調にあり、域内企業の業績見通しが堅調であるにも関わらず、

Barometer



株式市場のバリュエーションは相対的に割安な水準で取引されているためです。ECBの量的金融緩和政策が域内経済の活性化に寄与している他、外部環境が改善していること、労働市場の回復などが上手く組み合わせられた結果、欧州経済は底堅く推移しており、欧州の景気先行指数は9カ月連続で改善しています。欧州に対する投資家の楽観的な見通しは、資金フローの面からも確認できます。欧州株式を投資対象とする投資信託やETFへの資金流入が増加に転じている他、2017年1-3月期の欧州企業を対象としたM&A(企業の合併・買収)資金の流入額は3,450億ドルと記録的な水準に達しています。経験則からは、年金基金や機関投資家の資金が株式市場に向かい始めている兆候と考えられます。以上より、欧州株式の評価はオーバーウェイトを継続します。

日本株式の評価は引き続きフルオーバーウェイトとします。景気動向が引き続き堅調である他、先進国株式市場の中では割安感が際立っているからです。加えて、日銀による日本株式の上場投資信託(ETF)購入が下支えとなり、株式市場の底割れを防いでくれています。日銀によるETF買い入れ額のターゲットは公式には年間6兆円となっていますが、年初来の買い入れ額を見る限りでは、年換算で7兆5,000億円に相当するペースでの買い入れが行われています。

新興国および太平洋株式(日本除く)の評価はいずれもオーバーウェイトを維持します。中国では、金融引き締めこそ景気の下押し要因となるものの、当局による財政刺激策が奏功して景気が底堅く推移している点はプラスの材料です。また、その他新興国においても全般に景気の改善が見られ、インフレ率の上昇も緩やかな水準にとどまっていることは、株式市場の下支え材料となります。

一方、米国株式の評価は引き続きフルアンダーウェイトとします。複数の指標で見ても、バリュエーションは過去最高水準にあることが確認できます。例えば、12カ月先予想PER(株価収益率)は1999年のITバブル崩壊寸前の時期と同水準であり、公正価値を2標準偏差上回っています。株価売上高倍率も2.6倍と史上最高水準にあります。2017年の米

国企業の業績見通しが下方修正傾向にあることも考慮すれば、米国株式市場に対して強気にはなれません。

マクロ経済指標からも気懸かりな兆候が見られます。景気先行指数の拡大が続く一方で、実績が追い付いていないのです。例えば、2017年3月の米小売売上高は、自動車販売の落ち込みが響き、2カ月連続で前月比減少となりました。自動車ローンの延滞率も高まっており、今後の個人消費動向には警戒が必要であると見ています。以上より、一般消費財・サービスセクターの評価をニュートラルからアンダーウェイトへと引き下げます。

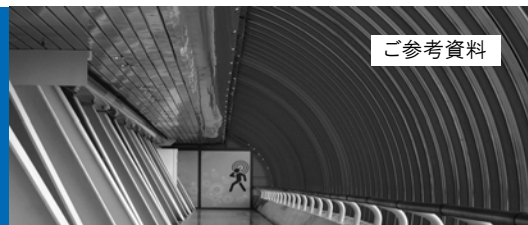
ちなみに、米国株式市場が他市場と比較して割高な理由の概ね半分程度は、セクター構成の違いで説明することが出来ます。例えば、情報技術セクターの構成比率は、ユーロ圏株式市場では6%程度に過ぎませんが、米国株式市場では25%程度と大きな割合を占めます。ナスダック総合指数が史上最高値を更新するなど、情報技術セクターのパフォーマンスが非常に堅調であることを考えると、セクター構成の違いがバリュエーション格差に及ぼすインパクトは無視できません。もともと、上述の要因を加味してもなお、米国株式市場が割高であるとの判断は変わりません。

債券

薄れるユーロ・ハイイールドの投資妙味

バリュエーション面からは、社債は投資妙味を失いつつあります。ハイイールド債券の国債に対するスプレッドは大幅に縮小しており、世界的に景気が回復傾向にある環境下、金利感応度が高まっています。一方、世界経済の成長が鈍化するというシナリオを考えた場合、足元のスプレッドは潜在的なデフォルトリスクの増加を補うほど魅力的な水準ではありません。景気動向についてどのような見通しを持っているにせよ、ハイイールド債券市場は最早魅力的な投資対象ではないと

Barometer



見えています。特にユーロ・ハイイールドは、フランス大統領選挙後の上昇を受けてバリュエーション面での投資妙味が薄れています。過去20年間のバリュエーションの水準を比較した場合、あらゆる資産クラスの中で最も割高な水準で取引されている資産の1つです。ドイツ国債に対するスプレッドは3.3%と、2016年初頭の半分の水準まで縮小しました。期待リターンはリスクに見合わない水準であると考えられるため、ユーロ・ハイイールドの評価をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。

年後半にかけて予想されているのは、FRBによる追加利上げの実施、ECBの量的金融緩和策縮小に向けた取り組みです。債券購入プログラムの縮小についてECBから何らかの発表があるとすれば、ユーロ圏投資適格社債やユーロ圏国債にとっては逆風となるため、アンダーウェイトの評価を継続します。また、利回りが極めて低水準で、バリュエーションが割高であることから、スイス、英国、日本国債の評価も引き続きアンダーウェイトとします。

もともと、債券市場の裾野は広く、他に投資の機会を見出す事ができると考えています。ピクテでは、以下に挙げる3つの資産クラスが特に有望であると考えています。1つ目は米国国債です。地政学リスクの高まりや、経済成長が鈍化するといったシナリオに対する保険としての役割を期待しており、評価は引き続きフルオーバーウェイトとします。2つ目は、米国投資適格社債です。米国企業の業績が底堅いことから発行体の返済能力に対する懸念が後退している他、ユーロ圏投資適格社債との比較でバリュエーションが割安な水準にある点もプラスに評価しており、オーバーウェイトを継続することとします。最後に、現地通貨建て新興国債券も魅力的な投資対象です。バリュエーションは数カ月前ほど割安な水準ではありませんが、債券の中では最も投資妙味がある資産クラスであると考えています。新興国の景気動向が堅調である事に加えて、ピクテでは米ドルが大多数の新興国通貨に対して弱含むと予想していることから、為替の面でもリターンの向上が期待できると見えています。

為替市場では、割高な水準にある米ドルは大多数の主要国通貨に対して弱含むと予想しています。さらに、投資家のポジションはドルのロングに偏っており、今後不均衡が是正される可能性もあります。

(※将来の市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

Barometer

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況 (2017年4月)

世界の主要株式市場	当月末	前月末	前年末	月間騰落率	年初来騰落率
(米)NYダウ工業株30種	20,941	20,663	19,763	+1.3%	+6.0%
(米)ナスダック総合指数	6,048	5,912	5,383	+2.3%	+12.3%
(日)TOPIX	1,532	1,513	1,519	+1.3%	+0.9%
(日)日経ジャスダック平均	2,979	3,046	2,739	-2.2%	+8.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,560	3,501	3,291	+1.7%	+8.2%
(英)FTSE100指数	7,204	7,323	7,143	-1.6%	+0.9%
(中国)上海総合指数	3,155	3,223	3,104	-2.1%	+1.6%
(香港)ハンセン指数	24,615	24,112	22,001	+2.1%	+11.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	65,403	64,984	60,227	+0.6%	+8.6%
(インド)SENSEX30指数	29,918	29,621	26,626	+1.0%	+12.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,114	1,114	1,152	+0.1%	-3.3%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+1.0%	+6.0%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+2.2%	+9.8%

東京外為(対円、TTM)	当月末	前月末	前年末	月間騰落率	年初来騰落率
米ドル	111.29	112.19	116.49	-0.8%	-4.5%
ユーロ	120.85	119.79	122.70	+0.9%	-1.5%
英ポンド	143.56	140.08	143.00	+2.5%	+0.4%
スイスフラン	111.91	112.07	114.21	-0.1%	-2.0%
豪ドル	83.24	85.84	84.36	-3.0%	-1.3%
加ドル	81.63	84.05	86.46	-2.9%	-5.6%
中国元 [※]	16.16	16.17	16.78	-0.0%	-3.7%
ブラジルレアル [※]	34.85	35.10	35.84	-0.7%	-2.8%
インドルピー	1.74	1.73	1.72	+0.6%	+1.2%
ロシアルーブル	1.96	2.00	1.94	-2.0%	+1.0%
タイバーツ	3.21	3.26	3.24	-1.5%	-0.9%
南アフリカランド	8.34	8.36	8.58	-0.2%	-2.8%

(※トムソン・ロイター・データストリームの参照レートによる)

主要債券市場及び政策金利	当月末	前月末	前年末	月間変化幅	年初来変化幅
米10年国債利回り	2.28%	2.40%	2.45%	-0.11%	-0.16%
日10年国債利回り	0.02%	0.07%	0.05%	-0.06%	-0.03%
独10年国債利回り	0.32%	0.33%	0.11%	-0.01%	+0.22%
豪10年国債利回り	2.59%	2.72%	2.77%	-0.13%	-0.19%
米政策金利(FFレイト)	1.00%	1.00%	0.75%	±0%	+0.25%
日政策金利(無担コール翌日)	-0.10%	-0.10%	-0.10%	±0%	±0%
欧政策金利(リファイナンス金利)	0.00%	0.00%	0.00%	±0%	±0%

商品市況	当月末	前月末	前年末	月間騰落率	年初来騰落率
原油(WTI期近、1ハレル、ドル)	49.31	50.54	53.75	-2.4%	-8.3%
金(1オンス、ドル)	1,267.86	1,247.25	1,157.49	+1.7%	+9.5%

※ MSCI 指数は、MSCI が開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利は MSCI に帰属します。また MSCI は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

出所:トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用ビクテ投信投資顧問作成

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はビクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。