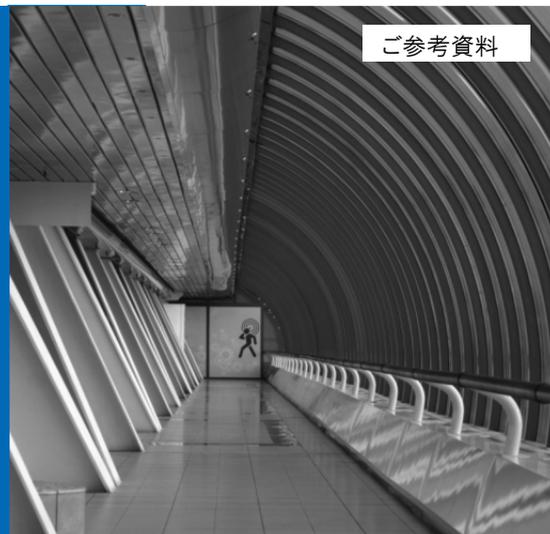


Barometer

2017年
7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

利益確定の良い頃合



■グローバル資産クラス

世界的に景気の本質が鈍化していること、年後半にも流動性環境の悪化が予想されること、リスク資産のバリュエーションが割高な水準にあることから、株式に利益確定の売りを出し、評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。株式の売却代金は当面キャッシュで保有することとします。一方、債券は金利が歴史的な低水準にあることからバリュエーション面での投資妙味がないと見ており、アンダーウェイト評価を継続します。

■株式:地域別・スタイル別

世界株式が軟調に推移する局面では米国株式が他地域をアウトパフォームする傾向にあるため、米国株式の評価をフルアンダーウェイトからニュートラルへと引き上げます。ただし、短期の戦術的な配分変更であり、米国株式が割高であるとの判断には変わりはありません。一方、大規模な資金流入が続き買われ過ぎの水準にあることから、新興国株式の評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。

■株式:セクター別

年初来の株価パフォーマンスが堅調であったことから情報技術セクターのバリュエーションは割高な水準に達しており、評価をフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと1段階引き下げます。

■債券

スプレッドの縮小を受けて、米国国債と米投資適格社債には利益確定の売りを出し、評価はいずれもオーバーウェイトからニュートラルに引き下げることとします。通貨に関しては、ユーロ、スイスフラン、金は引き続き対米ドルでオーバーウェイトとします。一方、英ポンドは対米ドルで弱含む展開を予想しており、アンダーウェイト評価を継続します。

アンダーウェイト (弱気)	ニュートラル (中立)	オーバーウェイト (強気)	先月からの 変化 ◀▶
	株式		◀
	債券		
		キャッシュ	▶
	米国		▶▶
		ユーロ圏	
		スイス	
		英国	
		日本	
		新興国	◀
		太平洋地域(日本除く)	
		エネルギー	
		素材	
		資本財・サービス	
		一般消費財・サービス	
生活必需品			
		ヘルスケア	
		金融	
不動産			
		情報技術	◀
		公益事業	
		電気通信サービス	
		米国国債	◀
		ユーロ圏国債	
		日本国債	
		スイス国債	
		英国国債	
		現地通貨建て 新興国国債	
		ドル建て新興国国債	
		米国投資適格社債	◀
		ユーロ圏投資適格社債	
		米国ハイイールド	
		ユーロ・ハイイールド	
		新興国社債	
		ユーロ	
		英ポンド	
		スイスフラン	
		日本円	
		ゴールド	

Barometer



グローバル市場概況

弱含む世界経済、タカ派の中央銀行

6月は、株式市場がほぼ横ばいとなる一方で、債券市場および商品市況は下落しました。投資家は、世界の経済成長に鈍化の兆しが見られること、主要国の中央銀行が金融政策の引き締めを示唆したこと、の2点に懸念を示しています。

世界経済の見通しが軟化したことに反応したのは商品市況です。月間では-2.8%程度、年初来では-9%超の下落となっています。中でも、原油価格は月間で-4.7%程度、年初来では-14%超と下げ幅が非常に大きくなりました。

世界的に景気先行指数は伸び率が鈍化しており、主要国・地域のエコノミック・サプライズ指数も下落基調にあります。特に米国経済のモメンタム鈍化は著しく、ドルインデックスは月間で-1.3%程度、年初来では-6%超と下落基調が続いています。

主要国の中央銀行がタカ派姿勢に転じたことに反応したのは債券市場です。先進国国債の中では、米国国債は月間でほぼ横ばいでしたが、年初来では依然として+2%程度のリターンを確保しています。一方、ユーロ圏国債は月間で-0.5%程度の上昇となりました。英国国債は月間で-2%程度と、ワーストパフォーマンスとなりました。

直近発表になった米国の経済指標が市場予想を下回る中、米連邦準備制度理事会(FRB)は量的金融緩和政策によって膨張したバランスシートを圧縮する意向を示した他、12月にも追加利上げを実施することを示唆しています。また、欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁がタカ派のコメントを発したことは、市場関係者に驚きを持って受け止められました。ユーロ圏では、インフレ率こそ緩やかな上昇に留まりますが、経済指標が堅調な内容であることを踏まえていると思われる。さらに、英中央銀行(イングランド銀行、BOE)のカーニー総裁は、金融政策による景気刺激の解除が必要になる可能性もあるとのコ

メントを発しました。

株式市場のパフォーマンスはまだ模様となりました。米国株式市場はドル安が好感されて+0.5%程度の上昇となりましたが、通貨高が嫌気されたことからユーロ圏および英国株式市場ともに月間で-3%程度と下落幅が大きくなりました。

セクター別では、エネルギーセクターは下落しました。また、生活必需品、電気通信サービス、公益事業セクターなどは債券に連れ安となり、下落幅が大きくなりました。一方、ヘルスケアや金融セクターは大幅な上昇となりました。

新興国国債市場では、ドル建てが若干の下落となる一方で、現地通貨建てが上昇しました。

今月の資産配分

株高は一服

投資家は株式投資で年初来稼いだ利益を確定しつつあるようです。世界の株式市場は、2017年に入ってから途切れることなく上昇を続け、MSCI世界株価指数(米ドル建て、トータルリターン)で見ると年初来で+10%超の上昇となっています。もっとも、株式市場はモメンタムを失いつつあり、向こう数週間で調整局面を迎えそうな兆しに至るところに見られます。

第一に、世界経済のモメンタムには鈍化の兆しが見られます。米国や中国、日本の景気先行指数は直近のピークから下落に転じました。また、企業の業績予想は年前半に大幅な上方修正がなされたことから、さらなる上振れを期待するのは難しいでしょう。続いて、主要国の中央銀行が最近発した声明の内容も投資家が株式市場に対する警戒感を強めるに至った理由の一つです。FRB(米国)、ECB(欧州)、BOE(英国)のいずれもが緩和的な金融政策の引き締めを示唆したことから、株式市場のバリュエーション(投資価値評価)が

Barometer



縮小する展開となったのです。加えて、株式市場のバリュエーションが過去最高水準にある一方で、ボラティリティは記録的な低水準にあることも、警戒すべき事象として挙げておきたいと思います。このような環境が続くと考えるのは楽観的に過ぎると思われ、慢心した投資家が足元をすくわれるリスクには注意が必要です。とはいえ、株式市場に全く希望がないわけではありません。2017年の世界経済は過去平均以上の成長を達成する見込みです。ユーロ圏経済の力強い改善が続いていることに加えて、中国の金融当局は向こう数か月以内に金融引き締めを停止すると予想されます。また、米国では銀行貸し出しに改善の余地があると見ています。

以上の要因を総合的に考慮し、株式の評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ一方で、キャッシュの評価をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。また、債券の評価はアンダーウェイトを継続します。低金利環境が続く中、米連邦準備制度理事会(FRB)は年内にも追加利上げを実施する可能性があるためです。もっとも、景気の本質がピークアウトする中、金融政策の引き締めを正当化するのには難しくなりつつあります。

ピクテの景気先行指数は、世界経済の成長ペースが幾分鈍化していることを示しています。世界経済の少なくとも半分を占める国々の景気先行指数が下落に転じており、製造業購買担当者景気指数(PMI)のような景気先行指数を見ても、反落に転じていることが分かります。もっとも、世界経済が大幅に減速するとは考えていません。2017年の世界のGDP(国内総生産)は長期平均を上回る+3%以上の成長率を達成できると見ています。

米国では経済成長の本質が鈍化しています。コア・インフレ率がさらに低下していることから、米国経済の減速ぶりをうかがい知る事ができます。少なくとも年内は、米国のインフレ率はFRBがターゲットとする2%を下回る水準で推移すると見られます。少なくともインフレ率の面からは、FRBが年内にも追加利上げを実施し、バランスシートの圧縮に着手することは、正当化が難しいと言えるでしょう。

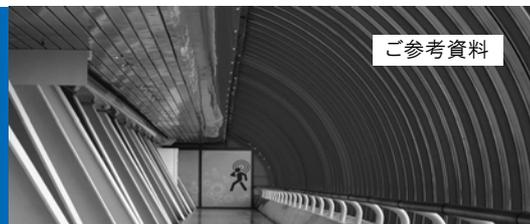
ユーロ圏では製造業活動の回復や堅調な個人消費を背景に景気の改善が続いており、経済成長見通しはより楽観的です。2017年のユーロ圏のGDPは+2%まで拡大すると予想され、欧州中央銀行(ECB)は2018年にも債券購入プログラムの縮小に着手するでしょう。預金金利については、2018年後半よりも前に引き上げを行うとは考えづらいと見ています。

中国経済は、堅調な個人消費が下支え材料となり成長が続いています。もっとも、住宅市況および民間の信用供給は悪化しているため、注視していく必要があります。

流動性の観点からは、リスク資産に警戒的なスタンスを取るべきです。投資家は、世界の流動性供給の変調に備えるべきでしょう。年後半にはFRBによるさらなる金融引き締めが予想される他、ECBも債券購入の減額に向けた準備を開始すると見られ、世界の流動性供給は減少に転じるでしょう。また、BOEからも利上げを匂わせる発言がありました。ピクテでは、世界の流動性供給の規模は、2018年末までに2017年初との比較で半減すると予想しています。中国の金融政策は引き締めによる影響を幾分和らげてくれるでしょう。中国人民銀行は、2016年9月以来、短期金利を2%引き上げましたが、今後は引き締め政策を緩和する見通しです。加えて、米国で金融規制の緩和が実現すれば、銀行の余剰資本を放出する事が可能となるため、米国における民間の信用供給の伸び率が改善していく可能性もあります。

バリュエーションの観点からは、リスク資産は全般に割高な水準にあると見ています。2017年第1四半期の企業の増益率は年率換算で+20%と急激な伸びを示していますが、経済成長が鈍化してきている他、今後流動性環境の悪化が見込まれる中であっては、企業業績の改善も頭打ちと見られます。もっとも、バリュエーションの水準は、国・地域、セクター別で依然としてばらつきが大きいのも事実です。欧州新興国やアジア、電気通信サービス、エネルギーセクターなどはバリュエーション面で投資妙味があります。一方、生活必需品や資本財・サービスセクターなどは割高な水準で取引されています。債券市場では、欧州の投資適格社債およびハイ

Barometer



イールド債券のバリュエーションが極めて割高な水準にあります。

テクニカル的には、大部分の国・地域、セクターにとって、ポジティブなサインが見られます。もともと、米国では自社株買いが減少している他、上昇銘柄の割合にも減少が見られるなど、気懸かりな兆候があります。欧州株式市場では、依然として資金流入が続いているものの、買われすぎの水準には達していないと考えています。新興国株式市場は、原油価格が軟調であることなどを背景に、パフォーマンスに鈍化の兆しが見られます。

株式・セクター配分

リスクを引き下げる時

世界経済のモメンタムが鈍化していることは、株式の強気相場終焉のきっかけとなるかもしれません。とは言え、世界的な景気後退や金融市場が大混乱に陥るといった事態にはならないと見ています。あくまでも、一旦利益を確定し、ポートフォリオのリスクを引き下げる頃合であるということです。リビジョン・インデックスや商品市況、エコノミック・サプライズ指数など、景況感を推し量る諸々の指標を見ると、ここ数週間でその全てがネガティブなサインを示していることに気が付きません。

セクター別では、情報技術は景気敏感な特性を持つセクターの一つです。MSCIワールド情報技術セクター(USD建て、トータルリターン)は過去12カ月の株価上昇率が+33%程度と、バリュエーション面では最も割高な水準にあるセクターでもあります。バランスシートが極めて健全であることに加えて、デジタル革命から恩恵を受けるという長期的な展望には変わりなく、中長期的な見通しでは最も期待リターンの高いセクターでもあります。しかし、バリュエーションの問題だけでなく、業績モメンタムが既にピークを打ったと見ていることから、短期

的には利益を確定するタイミングと見ています。情報技術セクターの評価は、フルオーバーウェイトから1段階引き下げてオーバーウェイトとします。

国・地域別では、新興国株式の評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。新興国株式市場には大量の投資資金が流入しており、テクニカル的には買われ過ぎの水準に達しています。仮に世界の株式市場が今後数週間で調整局面を迎えるとするならば、対先進国で新興国株式市場がアウトパフォームする展開も終わりを迎えると予想されます。また、セクター構成の観点から見ると、MSCI新興国株価指数に占める情報技術セクターの割合が27%であるのに対して、MSCI世界株価指数は17%です。割高感のある情報技術セクターを多く含んでいることも、新興国株式の一部売却を決断した理由の一つです。

米国株式は依然として極めて割高な水準で取引されており、警戒を緩めるべきではありません。しかし、世界株式が下落するような局面においては、歴史的に米国株式はその他地域をアウトパフォームする傾向があります。短期の戦術的なアロケーションとして、米国株式の評価をフルアンダーウェイトからニュートラルに引き上げます。

欧州は株式市場の中で最も投資妙味のある地域の一つです。力強い景気動向やECBによる潤沢な流動性供給が下支え材料です。欧州委員会(EC)が発表しているユーロ圏の景況指数は6月に著しい改善を示し、およそ10年ぶりの水準まで上昇しました。これは、実質GDP成長率が+2%の水準まで上昇することを示唆しています。年初来の株価上昇を受けてバリュエーション面での投資妙味は薄れていますが、欧州の景気サイクルがこれから加速し始める段階にあることを考えると、米国株式との比較では割安な水準にあると言えるでしょう。ユーロ圏および英国、日本の評価は引き続きオーバーウェイトとします。

Barometer



債券・為替

足元にご注意

米国の金融政策に関しては、FRBがバランスシート圧縮の意向を示すなどタカ派の姿勢を示す一方で、市場参加者は緩やかな利上げ見通しを持っており、両者の見方に乖離が生じています。FRBは依然として経済データに基づいた政策判断を下すと思われ、性急な引き締めによって景気に水を差すようなミスは犯さないと思われませんが、市場の米金利見通しが急速に弱含んでいる点は気懸かりです。米国では景気先行指数、実績値共に市場予想を下回るケースが散見され、投資家は米利上げペースの見通しを下方修正しています。12月の追加利上げをFRBが示唆しているにも関わらず、市場の織り込み度合いは60%程度に過ぎないのです。3月半ばに2.6%台まで上昇した米10年国債利回りは、足元では2.3%台まで低下しています。加えて、投機筋の米10年国債に対するネットポジションが、過去10年で最大規模のネットショートから最大規模のネットロングへと急激に変化しており、米国国債に買われ過ぎの兆候が見られることにも警戒が必要です。このような環境下、米国国債に利益確定の売りを入れ、ポジションを一部手仕舞うのは理に適っています。米国国債の評価はオーバーウェイトからニュートラルへと引き下げます。

その他、スプレッドが急速に縮小していることから、米国投資適格社債の評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。米国経済の鈍化傾向が今後も続くのであれば、米国投資適格社債市場のパフォーマンスは軟調推移が予想されるためです。

欧州の債券市場には依然として悲観的な見通しを持っています。特に、ユーロ・ハイイールドは、スプレッドの縮小が続いた結果、債券利回りが欧州株式の配当利回りを初めて下回るなど、バリュエーションが極めて割高な水準まで上昇

しています。加えて、ECBが量的金融緩和政策を早急に縮小してしまうという金融政策上のミスを犯すというリスクも頭の片隅に置いておく必要があるでしょう。もっとも、ピクテでは緩和縮小のアナウンスが実施されるのは早くとも9月であると予想しています。

対照的に、現地通貨建て新興国国債には依然として投資妙味があります。6%超の利回りが魅力的な水準である他、さらなるドル安基調を見込んでいるため為替の動きがトータルリターンにマイナス寄与となるリスクはそれほど大きくないと見ているためです。米ドルは、ピクテのモデルによれば公正価値を19%上回る水準にあり、仮に米国経済の減速を受けてFRBがタカ派スタンスを和らげるようなことがあれば、調整は必至と見えています。

通貨に関しては、対米ドルでユーロとスイスフラン、金に強気の見通しです。いずれも季節要因がプラスに働くと見えています。一方、英ポンドは対米ドルでアンダーウェイトを継続します。英国経済に鈍化の兆しが見られる他、EU離脱交渉が前向きな結果をもたらすことは当面望めないと予想しているためです。一方で、英ポンド安によってインフレ圧力が増した結果、BOEが緩和的な金融政策の巻き戻しを行う可能性には注意が必要です。

(※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6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	21,350	21,009	19,763	+1.6%	+8.0%
(米)ナスダック総合指数	6,140	6,199	5,383	-0.9%	+14.1%
(日)TOPIX	1,612	1,568	1,519	+2.8%	+6.1%
(日)日経ジャスダック平均	3,252	3,169	2,739	+2.6%	+18.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,442	3,555	3,291	-3.2%	+4.6%
(英)FTSE100指数	7,313	7,520	7,143	-2.8%	+2.4%
(中国)上海総合指数	3,192	3,117	3,104	+2.4%	+2.9%
(香港)ハンセン指数	25,765	25,661	22,001	+0.4%	+17.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	62,900	62,711	60,227	+0.3%	+4.4%
(インド)SENSEX30指数	30,922	31,146	26,626	-0.7%	+16.1%
(ロシア)RTS指数\$	1,001	1,053	1,152	-5.0%	-13.1%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	-0.1%	+7.1%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+1.2%	+13.7%
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	112.00	110.96	116.49	+0.9%	-3.9%
ユーロ	127.97	123.95	122.70	+3.2%	+4.3%
英ポンド	145.79	142.25	143.00	+2.5%	+2.0%
スイスフラン	117.06	113.67	114.21	+3.0%	+2.5%
豪ドル	86.18	82.90	84.36	+4.0%	+2.2%
加ドル	86.26	82.52	86.46	+4.5%	-0.2%
中国元*	16.57	16.21	16.78	+2.2%	-1.2%
ブラジルレアル**	33.91	34.10	35.84	-0.6%	-5.4%
インドルピー	1.75	1.72	1.72	+1.7%	+1.7%
ロシアルーブル	1.89	1.97	1.94	-4.1%	-2.6%
タイバーツ	3.29	3.25	3.24	+1.2%	+1.5%
南アフリカランド	8.61	8.46	8.58	+1.8%	+0.3%
(※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	2.30%	2.20%	2.45%	+0.10%	-0.15%
日10年国債利回り	0.09%	0.05%	0.05%	+0.04%	+0.04%
独10年国債利回り	0.47%	0.30%	0.11%	+0.17%	+0.37%
豪10年国債利回り	2.60%	2.39%	2.77%	+0.21%	-0.17%
米政策金利(FFRレート)	1.25%	1.00%	0.75%	+0.25%	+0.50%
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バレル、ドル)	46.02	48.29	53.75	-4.7%	-14.4%
金(1オンス、ドル)	1,243.47	1,267.97	1,157.49	-1.9%	+7.4%

※ 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。