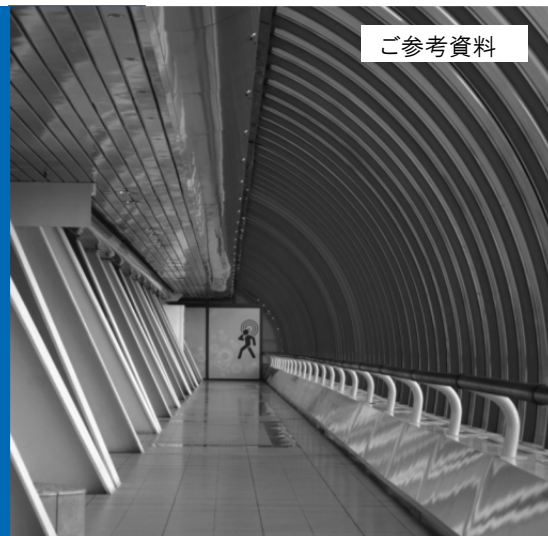


Barometer

2017年
8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

割安な資産はどこに？



■グローバル資産クラス

世界的に景気のパフォーマンスが鈍化していること、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、株式の評価を引き続きニュートラルとします。また、債券の評価はアンダーウェイトを維持します。

■株式:地域別・スタイル別

中期的に企業業績が市場予想を下回るリスクを考慮し、米国株式の評価はニュートラルを維持します。一方、景気の改善が続き、業績見通しも良好な欧州と日本株式の評価はオーバーウェイトを継続します。

■株式:セクター別

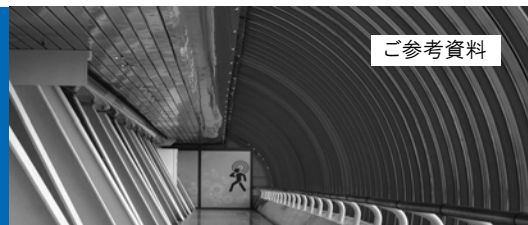
バリュエーション面では、電気通信サービスやエネルギー、金融セクターに投資妙味があります。特に金融セクターは、欧州では景気の改善、米国では金融規制緩和への期待なども下支え材料となります。

■債券

米国では、インフレ率が低下基調にある他、経済指標が力強さを欠いていることから年内の追加利上げ観測が後退しているため、米国国債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、新興国経済が依然として堅調である他、米ドル安基調が続くと見ていること、6%超と利回りが魅力的な水準にあることから、現地通貨建て新興国国債の評価を引き続きオーバーウェイトとします。

| 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

ドル安基調が継続

7月の金融市場は、米ドルの下落が顕著でした。ドル・インデックスが-2.89%の下落となった他、対ユーロでは-3.5%と大幅に調整し、およそ2年半ぶりの水準まで下落しました。ピクテでは向こう5年間ドル安基調が続くと見ていることから、中期的な見通しに沿った動きと言えます。

米国では、医療保険制度改革(オバマケア)の部分的廃止に関する議決が上院で否決されたことや、政権スタッフの頻繁な入れ替わり、2016年の米大統領選挙にロシアが関与していたとの疑惑など、政治的な緊張が高まっており、米ドルが下落する一因となっています。インフレ率が依然として低水準であることから利上げ観測が後退していることも米ドル安に寄与しています。

原油価格はWTI先物で+9%と大幅に上昇しました。サウジアラビアやアラブ首長国連邦(UAE)が原油輸出を削減する意向を表明したことや、米国の原油在庫が減少していることが材料視されました。加えて、ベネズエラが新憲法制定のための制憲議会選挙を強行した結果、選挙を違法としている米国が同国への追加制裁を検討しています。ベネズエラは石油輸出国機構(OPEC)に加盟する産油国であり、同国の政情不安を背景に原油供給が減少すると観測が台頭し、原油価格を下支えする材料となっています。

世界株式はドルベースで+2.3%の上昇となりましたが、原油価格との比較では見劣りしてしまいます。もっとも、世界株式の年初来トータルリターンは同+12%に達しています。ちなみに、株式市場における7月のベストパフォーマンスは新興国株式市場であり、ドルベースで+5.5%の大幅上昇となりました。

セクター別では、7月は景気敏感セクター主導での上昇となりました。モメンタムが鈍化しているとは言え世界経済は底堅く推移しており、投資家が依然としてリスクを取っていること

が背景にあります。中でも、情報技術セクターは、月間で+4.1%、年初来では+21.9%と大幅に上昇しています。米アマゾンやフェイスブックの時価総額は5,000億ドルに達しようとしており、先行して5,000億ドルの壁を越えたアップルやマイクロソフト、アルファベット(グーグルの親会社)と合わせた時価総額は計3兆ドル程度に達しています。これは、日本の株式時価総額の50%以上に相当します。一方、生活必需品やヘルスケアといったディフェンシブセクターの上昇率は+1%に満たず、軟調な展開が続いています。

債券市場では、7月は大部分の資産クラスがプラスのリターンを確保しました。国債、投資適格社債、ハイイールド債券のパフォーマンスを見ると、いずれも欧州が米国をアウトパフォームする結果となりました。現地通貨建て新興国債券に対する投資家の需要は引き続き底堅かったものの、ベネズエラを始めとする一部の国が足を引っ張る形となり、上値は抑えられました。ベネズエラでは、政情不安から国債利回りが急騰(価格は下落)しています。

今月の資産配分

リスク資産への警戒を高める時

世界的に景気が回復基調にある他、欧州中央銀行(ECB)や日銀の量的金融緩和政策が下支え材料となり、リスク資産は底堅く推移してきました。もっとも、相場の先行きに関して、投資家は警戒感を強めています。

第一に、株価上昇の勢いは鈍っています。MSCIワールド(現地通貨建て)の過去3カ月のリターンは+2.4%に過ぎません。また、景気回復のモメンタムも鈍化傾向にあります。中期的には世界経済が急激に悪化することはないと見えますが、大幅な改善も見込み難い状況です。世界経済の成長が頭打ちになるのであれば、企業業績の伸びも緩やかなものにとどまるでしょう。さらに、バリュエーションも魅力的な水準

Barometer



ではありません。多くのリスク資産は、歴史的に見て割高な水準で取引されており、特に年初来リターンが2桁に達する世界株式の割高感は強まっています。各国中銀の金融政策もリスク資産の上昇に歯止めをかける材料となりそうです。ゆっくりとではありますが着実に、中央銀行は金融政策の引き締めに向かっていきます。米連邦準備制度理事会(FRB)による金融引き締めは以前予想されていたよりも緩やかなペースとなりそうですが、道筋ははっきりしています。ECBIに至っては、よりタカ派的な行動を計画しているかもしれません。景気のモメンタム鈍化、正常化へと向かう金融政策、割高なバリュエーションといった要因を考慮し、引き続き株式の評価をニュートラル、債券の評価をアンダーウェイトとします。

景気先行指数からは、世界の経済成長が2017年3月以来、鈍化していることが分かります。米国では、製造業活動の拡大が今後数ヶ月は鈍化する見通しである他、不動産市場は悪化しつつあります。コアインフレ率は足もとで+1.7%まで低下しており、米国のインフレ率がさらに低下するようであれば、FRBは年内の追加利上げを断念せざるを得ない可能性もあります。

日本では経済活動が悪化しています。景気先行指数や鉱工業生産は輸出の伸びが鈍化するに連れて落ち込んでいます。2017年の日本の経済成長率は+1.2%に留まる見通しで、長期的なトレンドこそ上回るものの、先進国の中では最低水準です。このような環境下、8月3日に第3次安倍改造内閣が発足しました。一時急落していた安倍政権の支持率は再び上昇に転じていますが、デフレ脱却へ向けた施策の実施に本腰を入れることができるかどうか問われることとなるでしょう。金融政策の面では、日銀の黒田総裁が2018年4月で任期切れとなることから、今後は後任人事への関心が高まるでしょう。

ユーロ圏経済は改善が続いています。域内成長率はトレンドである+2%を上回る水準を維持しています。信用供給の増加が続き、個人消費や鉱工業生産の回復も進んでいることから、ECBの量的金融緩和策によって供給された流動性

が実体経済に行き渡っている様子が確認できます。域内経済が堅調であることは、ECBが2018年以降、債券購入を減額するにあたっての根拠となるでしょう。

中国の2017年4-6月期GDPは前年比+6.9%と市場予想を上回りました。もっとも、景気先行指数は6ヶ月連続で鈍化しており、過去平均を下回る水準にあります。

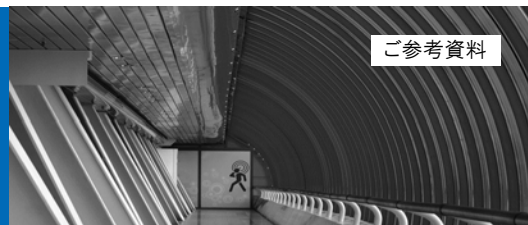
流動性の観点からは、株式にニュートラルのスタンスを取ります。ECB、日銀を始めとする各国中央銀行による量的金融緩和策のプラスの効果は世界のGDPの4%程度に相当すると見ていますが、2018年にはGDP比で1%程度までプラスの効果は縮小する見込みであり、2019年にはプラスのインパクトは完全に剥落すると考えられます。主因は米国の金融引き締めです。FRBは年内にもバランスシートの縮小を開始すると予想されています。

仮に流動性供給に増加が見られるとすれば、けん引役は米国の民間部門と見えています。トランプ政権が金融規制の緩和を実現することができれば、企業および家計向けの貸し出しを通じた信用供給の拡大につながる可能性があるためです。

バリュエーション面では、株式は全般に割高な水準で取引されています。もちろん、バリュエーションの水準は国・地域、セクターによって様々です。特に割高なのは米国株式市場で、景気循環調整後のPER(株価収益率)は30倍と1999年のITバブル時に匹敵する水準まで上昇しています。このような環境下、企業業績の伸び率が鈍化すれば株式市場には逆風となることが予想されます。ドル安基調が米多国籍企業の業績を押し上げる(ピクテの試算では10%のドル安は+3%の増益要因)とは言え、決して楽観視は出来ません。

セクターに関しては、電気通信サービスとエネルギーセクターは依然として割安に評価されています。一方、資本財・サービスおよび生活必需品セクターは割高な水準にあります。日本および英国国債、欧州の社債市場はバリュエーションが非常に割高な水準にあります。

Barometer



テクニカル指標は概ねリスク資産にポジティブなサインを示しています。株式市場が大幅な調整に見舞われれば、買い向かうと予想される投資家の層は厚いと見えています。もともと、VIX指数が史上最低水準を記録するなど、投資家が先行きに楽観的になり過ぎている傾向は随所に見られます。投機筋の円ショートポジションは歴史的な高水準に近付いており、今後は対米ドルで反発する可能性もあります。

株式・セクター配分

企業業績に脚光が集まる

これまで株式市場は目を見張るほどのパフォーマンスを示してきました。しかし、そろそろ業績の裏付けを取るべきタイミングに差し掛かっています。

企業業績への期待が特に高いのは米国で、市場予想に満たない結果となった場合には失望売りが入るリスクも大きい事を意味しています。2018年の増益率は+12%と予想されており、利益率も高水準が期待されています。企業業績に対する市場の楽観的な見通しをマクロ経済に当てはめると、米国のGDP(国内総生産)が+3%を超えるペースで成長することが示唆されます。もともと、これは過去10年来実現したことのない水準であり、実体経済とはかけ離れています。国際通貨基金(IMF)は米国の2017年の経済成長見通しを+2.1%まで引き下げており、ピクテのエコノミストチームもより警戒的なスタンスを強めています。上述のように、経済成長の鈍化やバリュエーションの水準を勘案し、株式にニュートラルのスタンスを取ることにします。

一方、欧州と日本にはより明るい見通しを持っています。景気の改善が続いていることから、ユーロ圏株式には特に強気の見通しです。また、英国株式にも投資妙味があります。配当利回りが4.2%と魅力的な水準にある他、英ポンド安は英国の多国籍企業の業績を押し上げる材料となるでしょう。日

本株式はバリュエーションが相対的に割安な水準にある他、日銀の量的金融緩和策がリスク資産の下支え材料となる点がプラスの材料です。

新興国株式の2018年予想PER(株価収益率)は11.8倍であり、長期的な視点でリターンを提供してくれる資産クラスであると見えています。ドル安基調も追い風となります。とはいえ、年初来で+20%を超える大幅上昇となっている他、投資資金の流入も過熱気味であることから、目先はニュートラルの評価を維持するのが適切と考えています。

セクターアロケーションに関しては、過去数カ月に渡って景気のパフォーマンスが鈍化傾向にあることから、景気敏感セクターのエクスポージャーを削減してきました。バリュエーション面で投資妙味があるのは、電気通信サービス、エネルギー、金融セクターであり、オーバーウェイト評価を維持します。ユーロ圏の金融セクターは、バリュエーションが魅力的な水準にある他、域内経済の改善が続いていることから、特に投資妙味があります。また、米国では金融規制の緩和に対する期待が高まっており、既に大規模な自社株買いや増配といった株主還元を増やしている米国の金融セクターにとって追い風となるでしょう。規制緩和によって銀行資本の内2,000億ドルが開放される可能性があり、これは1兆ドルの新規貸し出しの創出に相当します。

対照的に、生活必需品および資本財・サービスセクターは極めて割高な水準で取引されており、引き続き評価をアンダーウェイトとします。また、米金融政策の引き締めも一因と見られますが、米国の自動車販売は年初来で-10%の減少と3年ぶりの低水準に落ち込んでおり、一般消費財・サービスセクターもアンダーウェイトを継続します。

Barometer



債券・為替

ジレンマを抱えるFRB

米金融当局はジレンマに直面しています。米国ではインフレ率の低下が続いており、FRBが追加利上げを検討するのを難しくしています。米国では景気先行指数が落ち込んでいる他、経済指標は軟調な内容のものが増えており、利上げ観測が後退する一因となっています。2017年12月の米追加利上げ実施が市場のコンセンサスであったのはつい最近のことです。金融当局のタカ派姿勢が緩む可能性も念頭に置いておく必要があるでしょう。FRBのイエレン議長が議会証言でインフレ見通しに慎重な発言をしたことや、民間および企業向け貸し出しが減少していることなど、米金融政策がハト派に傾く材料は数多くあると見ています。よって、米国公債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ることとします。

一方、バリュエーションが割高な水準にあるユーロ圏、日本、スイス、英国国債の評価は引き続きアンダーウェイトとします。ECBが金融政策を引き締めれば、最も影響を受けるのはユーロ圏国債です。域内経済が好調であることから量的金融緩和策は早晩縮小に転じると予想され、ドイツ国債の利回りは上昇圧力を受けると見ています。

現地通貨建て新興国債券のオーバーウェイト評価も継続します。新興国経済は依然として堅調であり、インフレ率も落ち着いた水準にあることから、各国中央銀行は緩和的な金融政策を維持することが可能となっています。ブラジルを例に挙げてみましょう。1年前は9%程度であったインフレ率が3%まで低下していることから、ブラジル中央銀行は政策金利を1%引き下げて9.25%としました。米国公債利回りがさらに低下し、ドル安基調が続くようであれば、現地通貨建て新興国債券にとっては追い風となります。

新興国債券にはバリュエーション上の投資妙味もありま

す。ハイイールド債券と利回りを比較すると、米ドル建ては6%弱、ユーロ建ては3.2%程度に対して、現地通貨建て新興国債券の利回りは6%超の水準です。

為替については、米ドルのアンダーウェイトを継続します。米ドルは高値から10%程度下落していますが、下落基調はまだ続きそうです。新興国通貨は適正価値を24%も下回る割安な水準にあるとピクテでは見ており、ドル安の恩恵を最も受けることとなるでしょう。対米ドルでのユーロのオーバーウェイトを維持しますが、スイス・フラン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。

金は戦術的にも戦略的にも重要な資産であり、オーバーウェイトを維持します。テクニカルにポジティブなサインが出ている他、特にユーロ建てで見た時の投資妙味が高いと見えています。

(※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7月）

| 世界の主要株式市場(現地通貨ベース) | 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 | 21,891 | 21,350 | 19,763 | +2.5% | +10.8% |
| (米)ナスダック総合指数 | 6,348 | 6,140 | 5,383 | +3.4% | +17.9% |
| (日)TOPIX | 1,619 | 1,612 | 1,519 | +0.4% | +6.6% |
| (日)日経ジャスダック平均 | 3,340 | 3,252 | 2,739 | +2.7% | +21.9% |
| (欧)ユーロ・ストックス50種 | 3,449 | 3,442 | 3,291 | +0.2% | +4.8% |
| (英)FTSE100指数 | 7,372 | 7,313 | 7,143 | +0.8% | +3.2% |
| (中国)上海総合指数 | 3,273 | 3,192 | 3,104 | +2.5% | +5.5% |
| (香港)ハンセン指数 | 27,324 | 25,765 | 22,001 | +6.1% | +24.2% |
| (ブラジル)ボベスパ指数 | 65,920 | 62,900 | 60,227 | +4.8% | +9.5% |
| (インド)SENSEX30指数 | 32,515 | 30,922 | 26,626 | +5.2% | +22.1% |
| (ロシア)RTS指数\$ | 1,007 | 1,001 | 1,152 | +0.6% | -12.6% |
| (世界)MSCI世界株価指数 | - | - | - | +1.4% | +8.5% |
| (新興国)MSCI新興国株価指数 | - | - | - | +4.4% | +18.7% |

| 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 | 110.35 | 112.00 | 116.49 | -1.5% | -5.3% |
| ユーロ | 129.65 | 127.97 | 122.70 | +1.3% | +5.7% |
| 英ポンド | 144.94 | 145.79 | 143.00 | -0.6% | +1.4% |
| スイスフラン | 114.09 | 117.06 | 114.21 | -2.5% | -0.1% |
| 豪ドル | 87.90 | 86.18 | 84.36 | +2.0% | +4.2% |
| 加ドル | 88.46 | 86.26 | 86.46 | +2.6% | +2.3% |
| 中国元* | 16.42 | 16.57 | 16.78 | -0.9% | -2.2% |
| ブラジルリアル* | 35.36 | 33.91 | 35.84 | +4.3% | -1.3% |
| インドルピー | 1.73 | 1.75 | 1.72 | -1.1% | +0.6% |
| ロシアルーブル | 1.85 | 1.89 | 1.94 | -2.1% | -4.6% |
| タイバーツ | 3.31 | 3.29 | 3.24 | +0.6% | +2.2% |
| 南アフリカランド | 8.48 | 8.61 | 8.58 | -1.5% | -1.2% |

(※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 | 2.29% | 2.30% | 2.45% | -0.01% | -0.16% |
| 日10年国債利回り | 0.08% | 0.09% | 0.05% | -0.01% | +0.03% |
| 独10年国債利回り | 0.48% | 0.47% | 0.11% | +0.00% | +0.37% |
| 豪10年国債利回り | 2.65% | 2.60% | 2.77% | +0.04% | -0.13% |
| 米政策金利(FFレート) | 1.25% | 1.25% | 0.75% | ±0% | +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) | 50.21 | 46.02 | 53.75 | +9.1% | -6.6% |
| 金(1オンス、ドル) | 1,268.85 | 1,243.47 | 1,157.49 | +2.0% | +9.6% |

※ 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しピ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

●当資料はピ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。