

Barometer

2017年
9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

リスク資産に吹く追い風



■グローバル資産クラス

世界経済が堅調であることや、依然として主要国の流動性供給が潤沢な水準にあること、米国のインフレ率鈍化などを背景に米追加利上げ観測が後退していることなどはリスク資産の下支え材料になると見られることから、株式の評価をオーバーウェイトに引き上げます。一方、利回りが歴史的な低水準にあることから金利上昇局面での打撃が大きいと考え、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

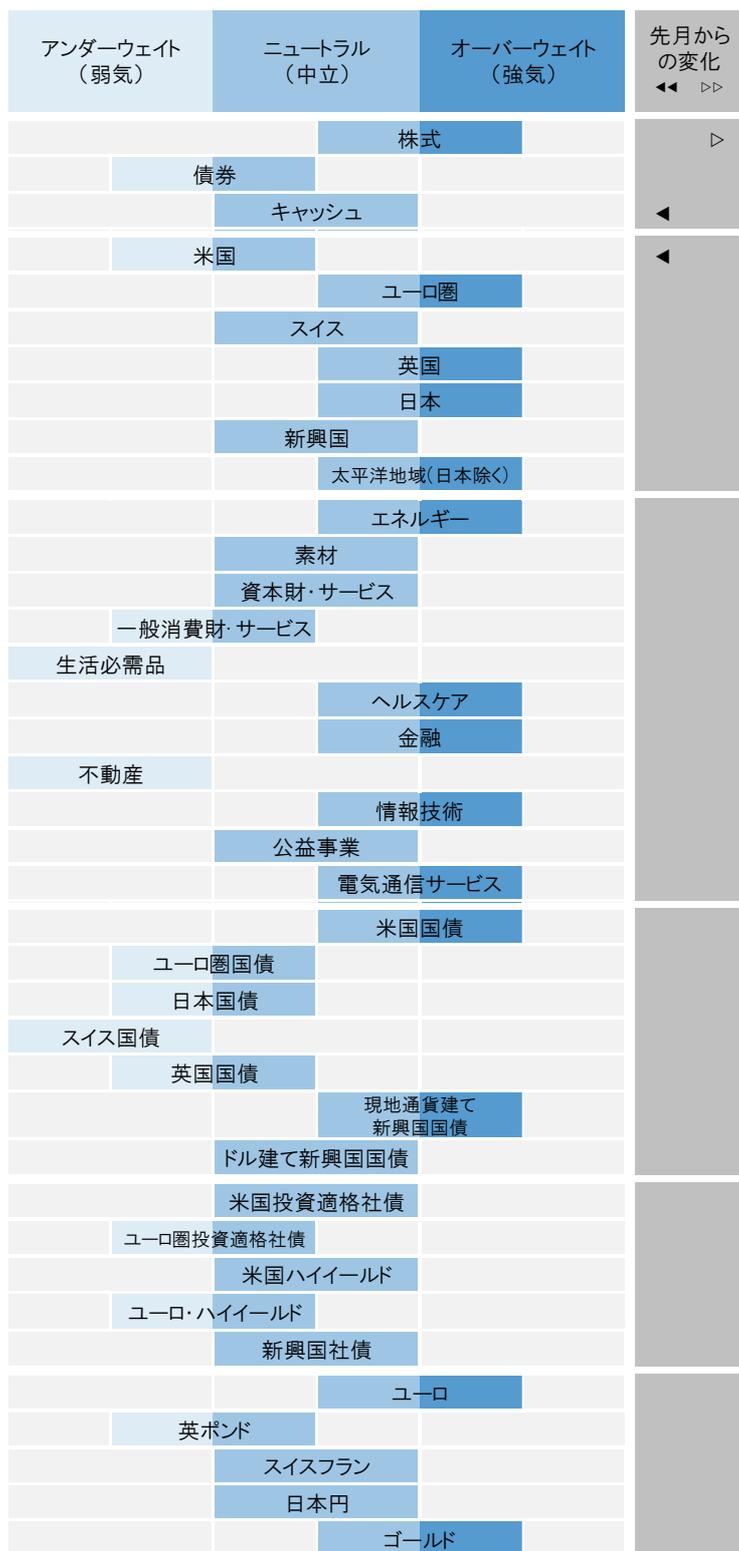
米国は企業業績こそ堅調ですが、景気の本質的な鈍化が続いていることや、バリュエーションが極めて割高な水準にあることなどから、評価をアンダーウェイトに引き下げます。一方、景気見通しが堅調な欧州と日本株式の評価はオーバーウェイトを維持します。

■株式:セクター別

バリュエーション面では、生活必需品や資本財・サービスセクターのバリュエーションが割高な水準にある一方、電気通信サービスやエネルギーセクターには割安感があります。

■債券

先進国国債の中では、バリュエーションが割高な水準にある欧州や日本国債をアンダーウェイトとする一方、米国国債をオーバーウェイトとします。利回りが極めて低い水準にあり、社債発行の増加基調を背景に需給面での懸念もあることから、欧州の投資適格社債およびユーロ・ハイイールドを引き続きアンダーウェイトとします。特に、ユーロ・ハイイールドは利回りが欧州株式の配当利回りを下回る水準にあり、投資妙味はないと見ています。



Barometer



グローバル市場概況

金へ向かう投資資金

8月は金が+4%以上の上昇となり、2016年9月以来の高値を付けました。北朝鮮の発射した弾道ミサイルが日本の上空を通過するなど地政学リスクが強く意識されたことから、金の安全資産としての側面が注目を集めたと見られます。

主要国で金融政策の引き締め観測が後退したことを受けて、債券市場も堅調に推移しました。米国では、7月の消費者物価指数が前年同月比+1.7%と市場予想を下回るなど景気の弱含みを示唆する内容であり、年内の追加利上げ観測が後退しています。英国でも状況は似通っており、8月の住宅価格の伸び率が市場予想以上に鈍化するなど、直近の軟調な経済指標の発表を受けて、利上げ観測が後退しています。一方、ユーロ圏では景気の改善こそ続いているものの、欧州中央銀行(ECB)がユーロ高に対する懸念を表明したことを背景に、量的金融緩和政策の縮小が緩やかなものになるとの観測も台頭しています。

為替市場では米ドル安が続いており、ユーロの他、ロシア・ルーブルや南アフリカ・ランド、トルコ・リラなどが対米ドルで上昇しました。一方、ドル・インデックスはおよそ2年半ぶりの安値に沈んでいます。もっとも、英ポンドは米ドル以上に売り込まれています。英ポンドは対ユーロでおよそ8年ぶりの水準まで売り込まれて等価水準まで接近している他、対米ドルでも-2%超の下落となっています。

株式市場は、全体としてはほぼ横ばい推移となりましたが、国・地域、セクター別に見ると、パフォーマンスには相当の乖離が見られます。新興国株式市場は+2%の上昇と堅調に推移しました。中国の製造業PMIが市場予想を上回るなど景気の底堅さを示唆する経済指標の発表が好感された他、米国の利上げ観測が後退していることも追い風となっています。先進国株式市場では、米国がほぼ横ばい、ユーロ圏は下落とな

りました。また、セクター別では、情報技術や公益事業セクターが上昇する一方、軟調な原油価格を背景にエネルギーセクターの下落幅が大きくなりました。

今月の資産配分

株式市場を下支えする環境が整う

リスク資産への投資を増やす好機が到来したと見ています。ここ数カ月、幾分弱含みの兆しが見られたものの、世界経済は潜在成長率を上回る成長を遂げています。加えて、主要国の金融当局が緩和的な金融政策の縮小を開始するまでには、今しばらく時間の猶予があると考えられます。

世界の流動性環境は未だ緩和的であり、2017年だけで2兆ドル弱が新規に供給される見込みです。また、緩やかとはいえインフレ率の上昇が続中、主要国の多くの地域では実質金利がマイナスとなっています。さらに、相場が幾分調整していることから、バリュエーション(投資価値評価)面では値頃感が出てきており、特に欧州やアジア株式には年末に向けて上値余地があると見ています。

このような環境下、ピクテでは株式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。一方、債券の評価はアンダーウェイトを維持します。世界経済が堅調に推移していることからインフレ率がさらに低下するとは考えにくいことや、米国の追加利上げ観測の後退を受けて債券利回りが既に低下基調にあることなどを考慮に入れると、今後金利が上昇する展開を警戒すべきであり、債券の投資妙味は薄いと見ています。

景気先行指数からは、世界経済が堅調に推移していることが示唆されます。2017年第1四半期でピークアウトしたものの、景気先行指数は依然として2014年1月以来の高水準にあります。購買担当者景気指数(PMI)のデータからは、米国と欧州の製造業が再び勢いを取り戻しつつあることが示唆

Barometer



されます。また、エコノミック・サプライズ指数も上昇基調にあり、市場予想を上回る経済指標の発表が増えていることが分かります。中期的には景気回復シナリオを阻害するものは何もないと考えており、2017年の世界経済は+3.2%の成長が達成可能だと見えています。これは、2016年の+2.7%、長期的な潜在成長率である+2.8%を上回る水準です。潜在成長率を下回る経済成長に留まるのは、英国、ブラジル、南アフリカくらいでしょう。

ユーロ圏では、小売売上高や消費者信頼感指数が長期平均を上回る水準まで上昇するなど、2017年後半に入っても景気の改善が続いています。ユーロ圏のコアインフレ率は+1%超の水準で安定しており、ECBは2018年以降に債券購入プログラムを縮小することが可能であると見えています。一方、預金金利の引き上げは2018年後半までは実施されないでしょう。

中国経済も安定しています。自動車販売が力強いことから、経済成長の要である個人消費の回復が指摘されています。また、民間部門では負債の削減が進展しており、非金融機関に対する貸し出しはGDP比で13.9%と、2013年後半以来の水準まで低下しています。新興国全般に目を向けると、労働市場が堅調である他、通貨の値動きも安定しているため、消費者信頼感指数が1993年11月以来の水準まで上昇しています。同時に、インフレ率は+3%程度と歴史的な低水準にあり、各国中央銀行には金利据え置きあるいは利下げと、景気下支えのために金融政策面で取り得る選択肢が増えています。

一方、米国では様相が異なります。景気先行指数は5ヵ月連続で前月比低下となり、過去3年平均を下回る水準にあります。また、7月のコアインフレ率は+1.4%まで低下しています。もっとも、堅調な労働市場やドル安基調を背景に、徐々に+2%程度まで上昇すると見えています。金融政策の面では、米連邦準備制度理事会(FRB)は年内にバランスシートの縮小に着手すると予想しています。12月に追加利上げが実施されるか否かは、インフレ圧力がどのくらい早く顕在化する

かにかかっています。

流動性の面では、リスク資産に追い風が吹いています。主要国の中央銀行が供給する流動性の規模は過去6ヵ月間、世界のGDP比で13~17%程度と安定しています。公的部門からの潤沢な流動性供給が、民間部門の信用供給の減少分を補っています。米国では銀行貸し出しが前年比で減少となりましたが、これはリセッション期を除けば1988年以来のことです。自国通貨を米ドルと連動させるドル・ペッグ制を採用している新興国も外貨準備の積み増しなどを通じて流動性供給を拡大しており、その規模は8,000億ドルにも達します。これは足元のドル安基調の一因ともなっています。

バリュエーション面では、直近の調整局面を経て株式市場には若干値頃感が出てきています。世界株式の2018年予想利益に基づいたPER(株価収益率)は15倍程度と過去の平均的なレンジ内に収まっています。加えて、世界株式の配当利回りは2.5%程度と、先進国の国債利回りの2倍近い水準です。

もっとも、バリュエーションの水準は国・地域、セクターによってばらつきがあります。例えば、極めて割高な水準で取引されている米国株式に投資妙味はありません。景気循環調整後のPERが30倍程度と1999年以来の高水準である他、バフェット指標として有名な株式時価総額のGDP比は133%と、2000年のピーク時に近い水準まで上昇しているのです。セクター別では、生活必需品や資本財・サービスが極めて割高な水準で取引されている一方、電気通信サービスやエネルギーセクターのバリュエーションは割安な水準にあります。債券では、ユーロ・ハイールドが依然として極めて割高な水準で取引されており、足元の利回りは3.1%程度と歴史的な低水準です。

テクニカル的には、大部分の国・地域およびセクターにおいて、株式にポジティブなサインが出ています。もっとも、株式市場のインプライド・ボラティリティが歴史的な低水準にあるのは気懸かりな兆候です。また、これまでの株式市場の上昇は、テクノロジーセクターなどごく一部の銘柄にけん引き

Barometer



れてきた側面が大きく、市場の脆弱性は高まっていると考えられます。

株式・セクター配分

米国株式の評価をアンダーウェイトに引き下げ

過去数カ月に渡り、発表されたマクロ経済指標には幾分失望的な内容も見られましたが、先進国全般では潜在成長率を上回る経済成長を維持しており、インフレ率も適度な水準に抑制されています。株式市場にとっては追い風となる、ゴールドロック相場(程良い状況が続く適温相場)が続いています。

欧州および中国経済は非常に堅調です。また、流動性供給が潤沢であり、特にアジアでの改善が進んでいます。株式のようなリスク資産にとっては追い風となるでしょう。加えて、企業業績も堅調であることから、バリュエーションも特段割高な水準にはありません。

株式の中で、最も上値余地が限定的なのは米国であると見ています。景気循環調整後のPERが30倍を越えるなど、最も割高に評価されているためです。米国では、2017年4-6月期決算を発表した企業の内、80%弱が市場予想を上回る業績を発表した他、増益率は+11%に達するなどファンダメンタルズは非常に堅調です。それに関わらず株価が軟調な理由の一つは、割高な水準にあるバリュエーションと言えるでしょう。さらに、米国の景気見通しはその他地域と比べてより不確実性が高いと見ています。米国の景気先行指数はモメンタムが鈍化しており、銀行貸し出しも減少に転じています。FRBはバランスシートの圧縮ペースを緩やかにし、年内の追加利上げを断念することを強いられるかもしれません。

ユーロ圏株式には依然として強気であり、オーバーウェイト

を維持します。堅調な個人消費がけん引役となり、潜在成長率を上回る経済成長が続いているためです。景気先行指数は、ドイツ、フランス、スペインでプラスに転じています。長期の企業業績見通しは、欧州およびラテンアメリカ以外の新興国で急激な改善が見られます。

英国株式の評価もオーバーウェイトを維持します。経済指標には気懸かりな点も見られますが、英ポンド安の恩恵を受けると期待されるためです。また、日本および太平洋株式(日本除く)の評価も引き続きオーバーウェイトとします。日本株式は相対的に割安な水準で取引されていることに加えて、2017年4-6月期GDP成長率(年率)の速報値が市場予想の+2.5を上回る+4.0%となるなど、景気の本質が非常に力強い点を評価しています。日本株式は、世界株式との比較で10%程度ディスカウントされた水準にあると考えており、上値余地は大きいでしょう。もともと、北朝鮮情勢の緊迫化もあり、アジア地域の政治リスクが増大している点は株価の下押し材料となるでしょう。

新興国株式市場は、米ドル安基調の恩恵を受けて上昇してきました。しかし、足元では新興国の業績見通し引き下げが目立っており、先行きの株価パフォーマンスが鈍化する兆しと言えるかもしれません。

債券・為替

抑圧される債券利回り

世界の景気先行指数からは世界経済が堅調であることが示唆されますが、債券市場を見る限りでは、投資家が景気の本質に対して非常に悲観的な見方をしているとも受け取れます。この落差はここ数カ月で急激に拡大しました。製造業およびサービス業の景況感指数が非常に力強い内容であるのに対して、債券市場からは世界経済に悲観的な投資家が多いことが示唆されるのです。明るい景気見通しを債券市場

Barometer



が織り込みにくい展開が訪れるとすれば、最も打撃を蒙るのは債券市場と予想されます。

ドイツでは、8月のインフレ率が+1.8%と7月の+1.5%から加速しているにも関わらず、10年国債の利回りはわずか0.3%台です。また、日本では、2017年4-6月期GDP(年率)速報値が+4.0%に達したにも関わらず、10年国債利回りはたったの0.01%です。いずれも、実体経済と金利水準の間に大きな乖離があると言えるでしょう。一方、米国では2017年4-6月期GDP改定値が前期比年率で+3.0%と速報値から上方修正されましたが、米回国債利回りは2%超の水準であり、欧州や日本とは状況が異なります。やや直感に反するかもしれませんが、仮に債券市場が大幅な下落(利回りは上昇)に見舞われるとすれば、欧州や日本国債の下げ幅は米回国債よりも大きくなると予想されます。資金の退避先として、米回国債には投資妙味があると考えています。

上述の理由により、ピクテでは債券の評価をアンダーウェイトで据え置きます。先進国国債の中では、米国をオーバーウェイトとする一方で、欧州や日本国債はアンダーウェイトを維持します。

新興国債券には、先進国と比べて投資妙味があると思っています。現地通貨建て新興国債券の評価はオーバーウェイトを据え置きます。新興国経済の回復に加えて、米ドル安基調が続いていることの恩恵を受けると見ています。また、新興国全般でインフレ率が低下しており、足元では+3.0%と歴史的な低水準まで落ち込んでいます。これにより、新興国の中央銀行には利下げの余地が生じることとなり、リスク資産にとっては追い風となるでしょう。ただし、新興国債券への資金流入が細りつつある点には注意が必要です。

欧州の社債市場については、利回りが極めて低く、そう遠くない将来にECBが債券購入プログラムの縮小を発表すると予想されることから、欧州の投資適格社債およびユーロ・ハイイルドの評価はアンダーウェイトを維持します。ユーロ・ハイイルドについては、利回りが欧州株式の配当利回りを下回る水準にあることから、投資対象として全く魅力的ではありません。

ません。

金融市場で次に波乱が起きる場所を探すとしたら、発端は社債市場なのかもしれません。社債発行額は増加基調であり、米ドル建て社債の発行ペースは記録的な水準です。投資適格社債の発行総額は、2016年8月時点の9,170億ドルに対して、2017年8月時点では9,394億ドルにも達しています。また、ハイイルド債券は、2016年8月時点の1,604億ドルに対して、2017年8月の段階で1,829億ドルと発行総額が2桁の増加となっています。

ユーロ建ての投資適格社債も発行が増大しています。市場で吸収するのが困難なほどの規模に達している他、投資家が社債に対して過度に強気なポジションを取っていることから、センチメントの面でも投資妙味が薄れています。また、気懸かりな点がもう一つあります。企業はバランスシートに積み上がったキャッシュの運用のために、社債市場に資金を投入しており、米国の非金融業の最大手24社が保有する社債は総額で3,760億ドルにも達します。最大の買い手である企業の社債に対する需要は安定的ではないため、社債市場全体が非常に不安定になりつつあります。

為替市場に関しては、対米ドルでのユーロのオーバーウェイトを継続します。ユーロの上昇基調が続いているものの、ユーロ圏経済の改善が続いていることやECBが量的金融緩和政策の縮小について間もなくアナウンスを行うと予想されていることなどを勘案し、強気の姿勢を維持します。金のオーバーウェイトも維持します。地政学リスクが高まる中で安全資産としての金の需要が増すと思われることや、季節要因が下支え材料になると見ています。

(※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8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	21,948	21,891	19,763	+0.3%	+11.1%
(米)ナスダック総合指数	6,429	6,348	5,383	+1.3%	+19.4%
(日)TOPIX	1,617	1,619	1,519	-0.1%	+6.5%
(日)日経ジャスダック平均	3,447	3,340	2,739	+3.2%	+25.8%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,421	3,449	3,291	-0.8%	+4.0%
(英)FTSE100指数	7,431	7,372	7,143	+0.8%	+4.0%
(中国)上海総合指数	3,361	3,273	3,104	+2.7%	+8.3%
(香港)ハンセン指数	27,970	27,324	22,001	+2.4%	+27.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	70,835	65,920	60,227	+7.5%	+17.6%
(インド)SENSEX30指数	31,730	32,515	26,626	-2.4%	+19.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,096	1,007	1,152	+8.8%	-4.9%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	-0.1%	+8.5%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+1.9%	+20.9%

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	110.42	110.35	116.49	+0.1%	-5.2%
ユーロ	131.34	129.65	122.70	+1.3%	+7.0%
英ポンド	142.68	144.94	143.00	-1.6%	-0.2%
スイスフラン	114.64	114.09	114.21	+0.5%	+0.4%
豪ドル	87.45	87.90	84.36	-0.5%	+3.7%
加ドル	87.42	88.46	86.46	-1.2%	+1.1%
中国元 [※]	16.68	16.42	16.78	+1.6%	-0.6%
ブラジルリアル [※]	34.98	35.36	35.84	-1.1%	-2.4%
インドルピー	1.74	1.73	1.72	+0.6%	+1.2%
ロシアルーブル	1.89	1.85	1.94	+2.2%	-2.6%
タイバーツ	3.33	3.31	3.24	+0.6%	+2.8%
南アフリカランド	8.48	8.48	8.58	±0%	-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	2.12%	2.29%	2.45%	-0.17%	-0.33%
日10年国債利回り	0.01%	0.08%	0.05%	-0.07%	-0.04%
独10年国債利回り	0.29%	0.48%	0.11%	-0.19%	+0.18%
豪10年国債利回り	2.66%	2.65%	2.77%	+0.02%	-0.11%
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)	47.26	50.21	53.75	-5.9%	-12.1%
金(1オンス、ドル)	1,316.02	1,268.85	1,157.49	+3.7%	+13.7%

※ 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、財務、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。