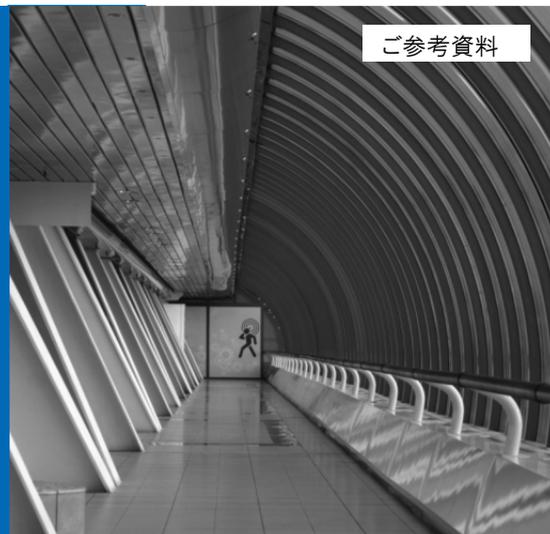


Barometer

2017年
10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

株式市場の上昇は続く



■グローバル資産クラス

世界的に景気の本質が力強い他、主要国の流動性供給は依然として潤沢な水準にあります。また、インフレ圧力が強くないため、当局は金融政策の正常化を急ぐ必要がなくなっています。以上より、株式のオーバーウェイトおよび債券のアンダーウェイトを継続することとします。

■株式：地域別・スタイル別

ユーロ圏経済は力強い回復が続いていることから、欧州の評価を1段階引き上げフルオーバーウェイトとします。また、日本は最も割安に評価されている国の一つであることから、評価を1段階引き上げてフルオーバーウェイトとします。

■株式：セクター別

米国における利上げ観測、金融規制の緩和期待がいずれも業績にプラスに寄与すると予想されることから、金融セクターの評価を1段階引き上げフルオーバーウェイトとします。一方、電気通信サービスセクターの評価はオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。価格競争の激化に伴い業績が悪化するようであれば減配のリスクもあるため、割安ではあるもののバリュートラップの可能性を念頭に置いておく必要があります。

■債券

当面ドル高基調が続くと予想しているため、現地通貨建て新興国債券の評価をニュートラルに引き下げます。売却して利益を確定するには良いタイミングです。一方、リスクオフ局面でのヘッジ効果を期待し、米国国債の評価はオーバーウェイトを維持します。為替は、ドル高を見込んでいるため、対米ドルでユーロをニュートラル、円をアンダーウェイトに引き下げます。

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

株式、原油が底堅い値動き

9月の金融市場は、良好な経済指標の発表を背景に世界経済の底堅さが再認識され、株式が債券をアウトパフォームする結果となりました。株式市場のベストパフォーマーはエネルギーセクターです。供給減少を背景に原油価格が月間で+9%超の上昇となったことが好感されました。また、金融セクターも+4%弱と上昇幅が大きくなりました。欧米の金融政策が引き締めに向かうとの観測や米金融セクターの規制緩和観測などを背景に、業績改善の期待が高まっているためです。

国・地域別のベストパフォーマーは欧州株式で、+4%弱の上昇となりました。ユーロ圏では、消費者信頼感指数や企業の設備投資が力強く、景気のパラダイムが力強いからです。

債券市場では、米国国債が-1%近い下落となりました。追加利上げ観測の高まりや、財源の裏付けなく発表された減税策を背景に米国の財政に対する懸念が生じたためです。米10年国債利回りが2ヵ月ぶりの水準となる2.36%に達した他、30年国債利回りは過去7ヵ月で1日としては最大の上昇幅を示しました。

債券市場では、新興国債券が先進国国債をアウトパフォームしました。新興国では、インフレ率の低下に伴って各国中銀に利下げ余地が生じているためです。

為替市場では、米ドルが、ユーロや円、スイス・フランなどの主要国通貨に対して上昇しました。一方、英ポンドは対米ドルで+4%弱上昇し、12ヵ月ぶりの水準を回復しました。英中央銀行(イングランド銀行、BOE)のカーニー総裁が年内の利上げ実施を示唆したためです。

今月の資産配分

世界的な景気回復が株高を支える

強気相場の只中にある世界の株式市場は史上最高値の更新を続けており、さらに上値を試す展開となっています。もともと、株式市場の上昇基調が続くと考えるに値する根拠は潤沢にあるため、株式のオーバーウェイト、債券のアンダーウェイトを継続することとします。

経済活動は先進国と新興国の両方で再び活気付いており、世界的に企業業績の改善が続いています。また、欧米の中央銀行が緩和的な金融政策の縮小に向けて動き始めているものの、世界の流動性環境は依然として緩和的です。とりわけインフレ圧力が強くないことから、金融当局は金融政策の正常化を急ぐ必要がなくなっています。さらに、大部分のリスク資産のバリュエーション(投資価値評価)が、通常景気サイクルの最終局面で見られる極めて割高な水準には未だ達していないことも評価できます。

上述の要因を背景として、景気回復の恩恵を最も受けると見られるユーロ圏および日本株式の評価を1段階引き上げ、フルオーバーウェイトとします。一方、債券の評価は引き続きアンダーウェイトとします。景気回復が続いていることから、債券市場の下落圧力が強まると予想しているためです。

景気サイクルの面からは、世界経済のパラダイムは力強さを維持しています。世界の景気先行指数が前年同月比で上昇している他、世界の製造業購買担当者景気指数(PMI)は2011年以来の水準に達しています。2017年の世界の経済成長率は、2010年以来の水準となる年率+3.4%に達する見込みです。

米国では、労働市場が堅調であることや家計債務が低水準であることなどが消費者支出の下支え材料となっています。ハリケーン「ハーベイ」および「イルマ」は2017年7-9月期GDP(国内総生産)を0.5%ほど押し下げる効果があると見てい

Barometer



ますが、住宅と建設支出の伸びによって相殺されると予想しています。インフレ率は抑制されており、コア・インフレ率は2月に付けたピークである+2.3%を下回る水準で推移しています。しかし、経済活動が力強く、雇用市場も堅調である中で、投資家はインフレ見通しに関して楽観的過ぎるのかもしれませんが。例えば、ニューヨーク連銀は、賃金水準や生産性上昇率によって決定される基調的インフレ率が8月に10年ぶりの高水準となったことに触れて警告を発しています。ピクテでは、コア・インフレ率は2018年にも+2%に達すると予想しています。仮に、インフレ率の上昇が予想以上に早く進むようであれば、米金融当局は市場予想を上回るペースでの利上げを迫られる可能性があります。

ユーロ圏では、経済活動が力強さを増しています。企業の設備投資が増加している他、堅調な労働市場や消費者センチメントの改善を背景に小売売上高が伸びていることなどが寄与しています。域内の景気改善を背景に、欧州中央銀行(ECB)は10月の理事会で量的金融緩和政策の縮小について何らかの発表を行う可能性が高いと見えています。

中国の経済成長は安定的な水準にあり、新興国全般では小売売上高の力強い伸びが続いています。また、消費者信頼感指数は1993年以来の水準まで上昇しています。一方、商品市況の下落を受けて、インフレ率の過去3ヵ月平均は前年同月比で3%の下落となっており、1970年初頭以来の水準まで低下しました。インフレ圧力が弱いことから、新興国の中央銀行には金融政策を据え置くあるいは利下げを実施する余地が生じており、景気刺激的な金融政策の実施が可能となっています。

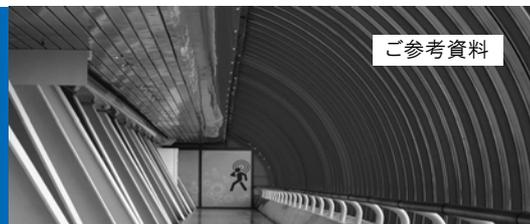
流動性環境がリスク資産に及ぼす影響は中立的と考えています。米国では2017年3月および6月のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、今年に入ってから既に2回の利上げ実施を決定していますが、主要国の中央銀行が潤沢な流動性供給を続けている状況に変わりはありません。中央銀行および民間セクターが過去2年間に供給した流動性の規模は、世界のGDPの13~17%にも達しています。もっとも、民間セク

ターに目を向けると、中国を除いては信用供給の伸びが鈍化しています。特に米国では、景気サイクルから考えて不可解なほどに銀行貸し出しが落ち込んでいます。米連邦準備制度理事会(FRB)が10月からバランスシートの縮小に着手することを考えると、米国経済への悪影響を懸念せざるを得ないかもしれません。ただし、米国で金融規制の緩和が実現すれば、銀行は貸し出しを増やすことが可能になり、家計や企業に資金が行き渡ることが期待されます。

バリュエーション面では、株式市場は適正に評価されているものの、債券市場のバリュエーションは極めて割高であると見えています。企業業績は世界的に2桁の増益が続いていますが、これは2012年以来初めてのことで、過去20年間の分析によると、S&P500種株価指数のリターン寄与度の3分の1は企業業績の伸び率に依拠しており、増益基調が続いていることは株価の下支え材料となります。もっとも、警戒すべき国・地域、セクターもあります。例えば、米国株式市場を見ると、景気循環調整後の株価収益率(PER)やバフェット・レシオ(時価総額/名目GDP)といった指標がいずれも1999年以来の水準まで上昇しており、バリュエーションが割高な水準にあることを示しています。

テクニカル指標からは、英国を除く大部分の国・地域、セクターで株式に強気のサインが出ています。バンクオブアメリカ・メリルリンチの調査によると、投資家はポートフォリオに平均して4.8%超のキャッシュを保有しており、これは向こう数ヵ月で株式市場に追加資金の流入する余地があることを示唆しています。また、テクニカル観点から、米ドル高を予想しています。

Barometer



株式・セクター配分

ユーロ圏と日本をフルオーバーウェイトに

世界株式の投資環境は良好です。株式市場は年末に向けて好調なケースが多いことから、季節要因はプラスに働くと見えています。また、ファンダメンタルズも堅調です。企業の2017年4-6月期決算は堅調な内容でした。力強い経済成長と適度なインフレ率という組み合わせによって7-9月期決算も良好な内容が期待されます。売上高と利益率も多くの国・地域で上昇基調にあります。

国・地域別では、最も投資妙味があるのはユーロ圏と日本であり、いずれもエクスポージャーを拡大することとします。特に、ユーロ圏は先進国の中で最も景気モメンタムが強く、9月の景況感指数は10年ぶりの水準まで上昇しました。10年前の2007年のユーロ圏実質GDP(域内総生産)成長率が+3.1%であったことを考えると、景気モメンタムの力強さをより実感させられます。一方、日本は最も割安な水準で取引されている国の一つであることから、バリュエーション面で投資妙味があります。

また、ユーロ圏と日本は、今後予想されるドル高基調から恩恵を受けると見えています。いずれも自国通貨安によって輸出競争力が増す他、ドル高によって海外利益が嵩上げされることとなります。

日本株式市場においては投資家心理も重要な要素の一つです。日本株式はドル円の動きに対する感応度が非常に高いためです。例えば、+10%の円安・ドル高が進行すると、日本株式は+20%のアウトパフォームとなる傾向があります。他のいかなる主要国株式市場よりも、日本株式の為替変動に対する感応度は大きいのです。

分散化されたポートフォリオを運用しているならば、ユーロ圏と日本への投資はドル高に対するヘッジとしても機能することが期待されます。

スイスと英国株式の評価はニュートラルとします。英国株式は、足元で英ポンドが上昇基調にあることや、ディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクターの比率が高いことなどを背景に投資妙味が薄れたため、評価を1段階引き下げてニュートラルとします。

新興国株式は、長期的には投資妙味が高いと見えますが、年初来で既に+25%程度上昇していること、当面ドル高基調が予想されることなどから、エクスポージャーを増やすには至っていません。評価はニュートラルを維持します。

米国株式には依然として弱気であり、アンダーウェイトを維持します。主要な株式市場の中でも最も割高な水準で取引されているにもかかわらず、米国株式は過去数か月間上昇を続けてきました。S&P500種株価指数の景気循環調整後のPERやバフェット・レシオ(時価総額/名目GDP)を見ると、ITバブル期の水準を超えています。米国株式市場にはグロース銘柄が数多く含まれており、世界の時価総額トップ5は全て米国のIT企業(5社の時価総額合計は3兆ドルを超える)であることを考慮しても、米国株式は世界株式との比較で20%以上も割高な水準で取引されているのです。

一つ救いがあるとしたら、米国株式は金融セクターのウェイトが高い点を挙げるすることができます。S&P500種株価指数の内、金融セクターの割合は3番目に大きく、足元では投資妙味が増してきています。第一に、米国の利上げは銀行の収益にプラスに働くことが挙げられます。第二には、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、金融セクターにとって追い風となる点です。第三に、トランプ大統領は規制に対して緩和的であり、これ以上の金融規制の厳格化が想定し難い点もポジティブです。金融セクターの評価は1段階引き上げ、フルオーバーウェイトとします。

金融セクター同様、景気敏感かつバリュエーションが割安な水準にある投資対象としては、他にエネルギーセクターを挙げるすることができます。原油価格が2年来の高値水準にあるだけでなく、多くの投資家がエネルギー銘柄の保有を減らしていること、配当利回りが4%近い点を評価し、評価をオー

Barometer



バーウエイで据え置きます。その他、ヘルスケアおよび情報技術セクターのオーバーウエイを維持する一方で、電気通信サービスセクターの評価をオーバーウエイからニュートラルに1段階引き下げます。電気通信サービスセクターのバリュエーションは確かに割安な水準にあります。バリュートラップに陥っている可能性があります。価格競争は特に米国で激化しており、利益率やキャッシュフローが悪化するようであれば、減配のリスクもあると見ています。

債券・為替

米ドルは上昇基調へ

現地通貨建て新興国債券に関しては、売却して利益を確定するには良いタイミングと見ています。評価をオーバーウエイからニュートラルに引き下げます。

大規模な資金流入が続く中、現地通貨建て新興国債券のパフォーマンスは非常に好調です。JPモルガンGBI-EM現地通貨建て債券指数(米ドルベース)は年初来で大幅上昇となりましたが、先行きのドル高観測が目下最大のリスク要因と言えるでしょう。

年初来、米トランプ政権の政策遂行能力に対する不安から米ドル安基調が続いてきました。トランプ大統領は、上下両院で共和党が多数派を占めているにも関わらず、ヘルスケアや税制改革など法案の制定に手間取ってきました。また、イスラム圏の国々に対する入国禁止の大統領令を発したことや、バージニア州シャーロットビルで起きた白人至上主義者らと反対派の衝突によって死傷者が出た件について「双方に責任がある」と発言するなどして物議を醸しており、米国内および共和党内においても断絶が深まっている様子が見受けられます。とはいえ、9月27日に公表された税制改革案は、年内は難しいとしても2018年第1四半期までには成立する可能性もあります。投資家心理には大幅な改善の兆しが見ら

れています。

金融政策の面では、9月のFOMCにおいて10月からFRBのバランスシート縮小開始が宣言される中、イエレンFRB議長の「物価動向が弱くとも段階的な利上げの継続が必要」との発言を受けて12月の米利上げ観測が急速に高まっており、市場予想では利上げ確率は70%を超えています。イエレン議長は、失業率が下がると物価が上昇する傾向を示したフィリップス曲線を依然として注視しており、労働市場の改善がいずれインフレ率に反映されるとの考えを崩していません。

米ドルに関するセンチメント指数からは売られ過ぎのサインが出ており、反発の下地は整っています。もっともドル高の裏返しとして新興国通貨は下落に転じるでしょうから、現地通貨建て新興国債券の上値は重なりそうです。

債券の中で唯一オーバーウエイとしているのは米国国債です。市場がリスクオフに陥った際のヘッジとしての機能に期待しています。米ドル高見通しの裏返しですが、ユーロの対米ドルでの評価をオーバーウエイからニュートラルに引き下げます。

ユーロ圏経済の回復が続いていることを背景にユーロの対米ドルのパフォーマンスは堅調で、年初来で+12%の上昇となりました。しかし、ユーロ圏と米国の景気モメンタムや将来的な金融政策の方向性を比較すると、ユーロには過熱感が見られます。さらに、9月24日に実施されたドイツの連邦議会選挙において、メルケル首相率いるキリスト教民主同盟・社会同盟(CDU/CSU)は勝利こそしたものの議席を大幅に減らしました。加えて、これまで大連立を組んでいた社会民主党(SPD)とも袂を分かたつ事となり、自由民主党(FPD)および緑の党との連立に向けて交渉を行っていく必要があります。また、選挙前には議席のなかった極右政党「ドイツのための選択肢(AfD)」は躍進し、第3党となっています。メルケル政権の弱体化はユーロ安要因となるでしょう。その他、ドル高の裏返しとして、円の評価を1段階引き下げ対米ドルでアンダーウエイとします。

Barometer



英ポンドは引き続き対米ドルでアンダーウェイトとします。BOEのカーニー総裁の発言を受けて英国の利上げ観測が高まったことから、英ポンドは対米ドルで大幅に上昇しました。しかし、「ブレグジット」に関連した不透明感を考慮に入れると、BOEによる利上げ期待は行き過ぎであると考えています。市場は英国のインフレ見通しに強気になり過ぎているようです。同様のロジックで、英国国債は足元で売られ過ぎと見ています。英10年国債利回りは9月に0.3%も上昇して1.38%となりました。足元の利回り水準では割安感から投資妙味があるため、英国国債の評価を1段階引き上げてニュートラルとします。

(※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9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	22,405	21,948	19,763	+2.1%	+13.4%
(米)ナスダック総合指数	6,496	6,429	5,383	+1.0%	+20.7%
(日)TOPIX	1,675	1,617	1,519	+3.5%	+10.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,593	3,447	2,739	+4.2%	+31.2%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,595	3,421	3,291	+5.1%	+9.2%
(英)FTSE100指数	7,373	7,431	7,143	-0.8%	+3.2%
(中国)上海総合指数	3,349	3,361	3,104	-0.4%	+7.9%
(香港)ハンセン指数	27,554	27,970	22,001	-1.5%	+25.2%
(ブラジル)ボベスパ指数	74,294	70,835	60,227	+4.9%	+23.4%
(インド)SENSEX30指数	31,284	31,730	26,626	-1.4%	+17.5%
(ロシア)RTS指数\$	1,137	1,096	1,152	+3.7%	-1.4%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+2.2%	+10.8%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+0.3%	+21.3%

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	112.73	110.42	116.49	+2.1%	-3.2%
ユーロ	132.85	131.34	122.70	+1.1%	+8.3%
英ポンド	151.37	142.68	143.00	+6.1%	+5.9%
スイスフラン	116.14	114.64	114.21	+1.3%	+1.7%
豪ドル	88.47	87.45	84.36	+1.2%	+4.9%
加ドル	90.69	87.42	86.46	+3.7%	+4.9%
中国元*	16.95	16.68	16.78	+1.6%	+1.0%
ブラジルレアル*	35.59	34.98	35.84	+1.7%	-0.7%
インドルピー	1.73	1.74	1.72	-0.6%	+0.6%
ロシアルーブル	1.95	1.89	1.94	+3.2%	+0.5%
タイバーツ	3.38	3.33	3.24	+1.5%	+4.3%
南アフリカランド	8.33	8.48	8.58	-1.8%	-2.9%

(※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	2.33%	2.12%	2.45%	+0.21%	-0.12%
日10年国債利回り	0.06%	0.01%	0.05%	+0.06%	+0.02%
独10年国債利回り	0.46%	0.29%	0.11%	+0.17%	+0.36%
豪10年国債利回り	2.79%	2.66%	2.77%	+0.13%	+0.02%
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)	51.67	47.26	53.75	+9.3%	-3.9%
金(1オンス、ドル)	1,283.83	1,316.02	1,157.49	-2.4%	+10.9%

※ 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はありません。●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。