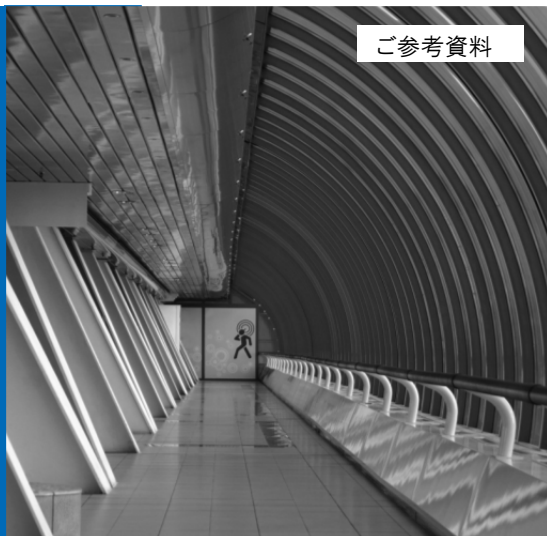


Barometer

2017年
11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

強気相場が続く



■グローバル資産クラス

堅調なマクロ経済および力強い企業業績を背景に、株式市場の強気相場は今しばらく続くと考えており、株式のオーバーウェイトを継続します。一方、利回り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薄いため、債券は引き続きアンダーウェイトとします。

■株式：地域別・スタイル別

ファンダメンタルズが堅調な割に米国と比べて出遅れ感の目立つユーロ圏株式市場をフルオーバーウェイトとします。また、安倍政権が総選挙で勝利を収めたことから政策の一貫性に対する信頼が増した点を評価し、日本株式も引き続きフルオーバーウェイトとします。

■株式：セクター別

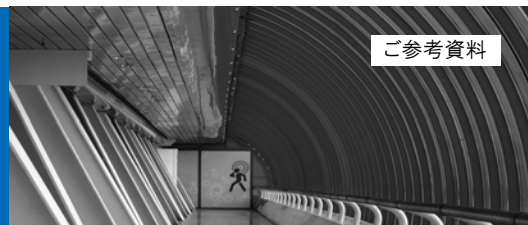
業績が好調でフリーキャッシュフローも豊富な水準にあることから債券利回りの上昇局面でも堅調に推移すると期待される情報技術セクターのオーバーウェイトを継続します。また、金利上昇によって業績にプラスの効果が期待される他、バリュエーション面でも投資妙味のある金融セクターをフルオーバーウェイトとします。その他、年初来アンダーパフォームが続き出遅れ感がある他、配当利回りも4%近くと魅力的な水準にあるため、エネルギーセクターのオーバーウェイトも維持します。

■債券

ドル高基調の継続を予想しているため、ユーロの対米ドルで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。リスクオフ局面でのヘッジ効果が期待できる他、債券市場が下落する場面ではその他債券をアウトパフォームする傾向がある点を評価し、米国国債のオーバーウェイトを継続します。ドル高および債券利回りが上昇する局面を予想しているため、金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。

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

株高、ドル高が続く

好調なマクロ経済環境と堅調な企業業績を背景に、10月の株式市場は上昇となりました。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数のパフォーマンスで見ると、月間では+2.0%、年初来では+17.7%となっています。けん引役は新興国株式市場であり、MSCIエマージング・マーケット指数は年初来で+29.8%の上昇と堅調です。中でもアジア株式のパフォーマンスは力強く、10月単月、年初来ともに大幅に上昇しています。

日本株式のパフォーマンスは先進国の中で異彩を放っています。10月はTOPIXで+5.4%、日経平均で+8.1%と力強い上昇となりました。中でも日経平均は、10月24日まで16営業日連続の上昇と連騰の最長記録を更新した他、10月27日には1996年以来21年ぶりに22,000円超えを果たし、11月7日には終値が22,937.60円とバブル崩壊後に一旦株価が戻った際の最高値を上回るなど、記録づくめです。企業業績が堅調である他、10月の総選挙で安倍政権が勝利を収めたことから財政・金融政策の継続性に対する市場の信頼が高まっており、引き続き景気の下支えが期待されることが好感されています。

セクター別では、ヘルスケアと電気通信サービスが下落となり、生活必需品がほぼ横ばいの動きとなりましたが、その他セクターのパフォーマンスは概ね堅調でした。トップパフォーマンスは情報技術セクターで、MSCIワールド情報技術セクター指数で見ると、10月は+7.1%、年初来では+35.6%と力強く上昇しています。アマゾンやアルファベット、マイクロソフトなど、業界内の大手企業が相次いで市場予想を上回る2017年7-9月期決算を発表しており、堅調なファンダメンタルズが株価を下支えています。また、商品市況の反発を受けて素材セクターも上昇幅が大きく、MSCIワールド素材セクター指数の10月のパフォーマンスも堅調でした。

欧州債券市場は、欧州中央銀行(ECB)が少なくとも2018年9月まで量的金融緩和政策を延長すると発表したことから堅調に推移しました。月間の債券購入金額は現状の600億ユーロから、2018年1月以降は300億ユーロに減額されるものの、投資家は意に介していないようです。特に、相当額の社債購入に対するドラギECB総裁のコミットメントが得られたことから、投資家心理は著しく改善しました。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの社債インデックスで見ると、10月のパフォーマンスはユーロ・ハイイールドが+1.1%、ユーロ投資適格社債が+1.0%の上昇となり、利回りはそれぞれ2.88%、0.75%まで低下しています。

対照的に、10月の現地通貨建て新興国債券のパフォーマンスは、JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバーシファイド指数で見ると-2.8%の下落となりました。年初来上昇が続いてきましたが、米ドル高基調を受けて反落となりました。米ドルは大多数の通貨に対して上昇となり、メキシコペソやトルコリラはそれぞれ対米ドルで大幅に下落しました。また、金価格(ドルベース)も軟調に推移しました。

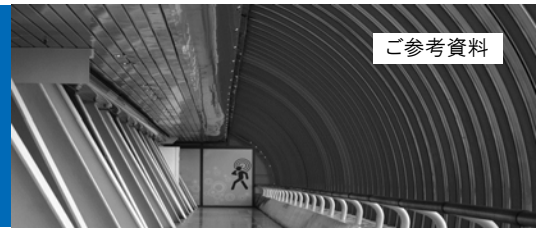
※TOPIXと日経平均は円ベース、その他の指数はすべてドルベース

今月の資産配分

株式市場は強気相場の最中

米国株式市場が連日のように史上最高値を更新し、11月7日には日経平均がバブル後の最高値を更新するなど、世界的に強気相場が続いていますが、未だ相場上昇の最終局面には到達していないと見ています。世界的に景気見通しが明るく、企業業績も力強いことを考慮に入れば、株式市場のバリュエーション(投資価値評価)は概ね適正な水準であると考えています。割高感のある米国株式市場ですら、2018年の増益率を+10%程度と見積もっていることから、業績面で一定の株価下支えが期待できるでしょう。

Barometer



テクニカル観点からも株式にポジティブなサインが出ています。過去数カ月間の投資資金の動きを見ると、債券市場に多額の資金が流入した一方で、株式市場への資金流入は過熱感を警戒するほどの水準ではないためです。もちろん、懸念すべき兆候が全くないわけではありません。米国が先陣を切って緩やかながらも金融政策を引き締めへ転じたことから、世界の流動性供給のモメンタムは徐々に鈍化してきており、株式市場にとっては逆風と言えるでしょう。上述の要因を考慮した結果、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。

為替については、米ドルの一段高を見込んでいます。米国でインフレ率が低下しているのは一時的であると見ており、今後は財・サービス価格に上昇圧力がかかると予想しています。これは米ドルの上昇要因です。

景気先行指数からは、世界経済のモメンタム改善が今後続くことと予想されます。先進国の景気先行指数は安定的に推移していますが、中国を始めとする新興国がけん引役となっています。特に、個人消費の伸びは世界的に力強く、1990年代以来となる年率+5%弱の伸び率を達成しています。この傾向はしばらく続くでしょう。

米国の経済成長をけん引しているのは設備投資と輸出の伸びです。資本的支出は依然として高水準であり、向こう6～9カ月で若干の落ち込みが予想される個人消費や住宅投資の鈍化を補うと見られます。トランプ政権が発表した米税制改革案に対する期待から、企業のセンチメントも楽観的になっています。米国経済に関する主な争点はインフレ見通しでしょう。ピクテでは、足元の米インフレ率の鈍化は一時的なものであり、コアインフレ率は足元の+1.3%から2018年半ばには+1.8%まで上昇すると予想しています。これは、米連邦準備制度理事会(FRB)が2017年12月および2018年に2回の利上げを行う根拠となるでしょう。

ユーロ圏の経済成長率は依然として長期のトレンドを上回る水準にあり、景気回復の裾野も幅広くなっています。他国に何年間も後れを取ってきたイタリアの改善が特に目を引き

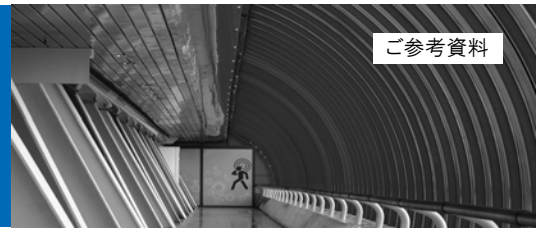
ます。リスク要因としては、インフレ率が市場予想以上に上昇した場合、ユーロ高を引き起こし、輸出の伸びを抑制する可能性が挙げられます。

一方、中国では、今やGDP(国内総生産)成長率に対する寄与度の3分の2を占める個人消費が堅調であり、当局の借り入れ抑制策が続く中であっても、経済構造の変革が続いていることを示しています。

流動性環境がリスク資産に与える影響は依然としてニュートラルと見ています。主要国中央銀行の流動性供給が縮小傾向にある一方、民間の信用供給は拡大しているためです。民間信用拡大のけん引役は米国とカナダです。民間の信用供給に占める両国のシェアは40%と大きく、信用供給の拡大に対する寄与度は90%近くに達します。この事がFRBによる金融引き締めのインパクトを和らげています。一方、欧州中央銀行(ECB)と日銀は依然として量的金融緩和政策を通じて潤沢な流動性供給を続けています。

市場の注目が集まっていたFRBの次期議長人事に関しては、2018年2月3日に任期切れを迎えるジャネット・イエレン議長に代わって、現FRB理事であるジェローム・パウエル氏が指名されました。同氏の下、FRBはイエレン議長が実施してきた現行の金融政策を継続すると予想されており、米国の金利正常化プロセスは緩やかなものとなりそうです。一方、現状のFRBは正副議長を含む7人の理事ポストの内、副議長を含む3人が空席であり、イエレン議長が退任すれば空席は4つとなります。また、米連邦公開市場委員会(FOMC)で常に投票権を持つニューヨーク連銀総裁を務めるウィリアム・ダドリー氏は任期満了を待たずに2018年半ばで退任すると発表しています。つまり、7名のFRB理事と合わせて、FOMCで常任投票権を持つ8名のメンバーの内、半数近くが入れ替わることになるため、トランプ政権がどのような人物を指名するのかに注目が集まります。例えば、FRB議長候補にも名前が挙げられた、マクロ経済指標に基づいて政策金利の適正水準を定める「テイラー・ルール」の提唱者であるジョン・テイラー氏が指名される可能性もあるでしょう。仮にタカ派と目される同

Barometer



氏がFRBの副議長ないしは理事に指名されれば、米金融政策がコンセンサスとしてタカ派に傾斜する可能性もあり、空席のFRB理事指名については動向を注視していく必要があります。

バリュエーション面では、世界の株式市場の2018年予想利益に基づくPER(株価収益率)は16倍程度と概ね適正な水準と見られます。世界的な流動性供給の減少やインフレ率の上昇といった事態を想定すればバリュエーションには縮小圧力がかかると予想されますが、堅調な企業業績が株価を下支えする材料となるはずで

株価は、米国やラテンアメリカ、資本財・サービスセクターなどで割高な水準にあると見られます。もともと、ピクテではS&P500種株価指数がピークに達するまでには+10~15%程度の上値余地があると考えています。現地通貨建て新興国債券は、利回り上昇に伴いバリュエーション面では若干割安感が出てきました。債券の中では依然として最も割安な資産クラスでもあります。為替については、米ドルは依然として割高であり、特に英ポンドや円、新興国通貨に対しては買われ過ぎの水準にあると見ています。

テクニカル面では、依然として株式市場全般にポジティブなサインが出ています。一部で短期的な買われ過ぎのサインが出ているものの、テクニカル指標全般では株式市場の過熱感を示すような兆候は見られません。例えば、株式ファンドへの資金流入が歴史的に見てレンジ内の水準に留まっている他、投資家の現金比率も相対的に高水準であることなどから、投資家は依然として株式市場への警戒感を解いていないことが伺われます。むしろ、懸念すべきなのはボラティリティの水準です。株式市場の実現ボラティリティは史上最低水準にあり、投機筋によるボラティリティのショートポジションが拡大しています。仮にボラティリティが急上昇するような事態となれば、ポジションの巻き戻しに伴い市場の調整局面が長引く可能性もあります。

株式市場

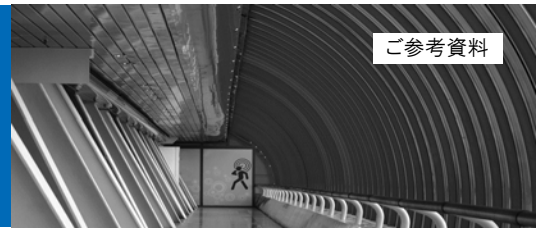
強気相場が続く

株式市場の中では、ユーロ圏と日本の投資妙味が増えています。特に日本株式については、日経平均が10月24日までに過去最長となる16連騰を達成し、11月7日にはバブル後の最高値を更新するなど、外国人投資家の資金が戻ってきているようです。日銀が量的金融緩和政策の一環として実施しているETF(上場投資信託)購入、安倍政権の総選挙での勝利に伴う政策の一貫性に対する信頼感の醸成、魅力的なバリュエーション水準、堅調なファンダメンタルズなどが日本株式を下支えする材料です。

ユーロ圏経済も底堅く、成長率は長期トレンドを上回っています。10月のドイツのIFO景況感指数は史上最高水準まで上昇し、欧州委員会が発表する景況感指数は、ユーロ圏の実質GDP(域内総生産)成長率が現在の+2.3%から+3.0%まで拡大することを示唆しています。特に勇気付けられるのは、イタリアを始めとする欧州周縁国の景気回復の足取りが非常にしっかりとってきていることです。それにも関わらず、このような明るい見通しは未だ株価にも企業業績にも反映されていません。経済のファンダメンタルズとバリュエーションを比較した際に、ユーロ圏株式に対する米国株式のプレミアムは正当化が困難な程に拡大しています。米国株式市場では情報技術のような成長力の高いセクターの比重が大きいことを考慮に入れても、ユーロ圏株式は米国株式と比較して少なくとも10%は過小評価されていると見ています。現在のギャップは早晚縮小すると予想しています。

一方、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アンダーウェイトを継続します。景気先行指数からは経済成長のピークが差し迫っていることが伺われる中、米国株式のリスクプレミアムは歴史的な低水準にあり、株価純資産倍率(PBR)が3.1倍まで上昇するなど、投資妙味に乏

Barometer



しいと考えています。

また、新興国株式市場は、米ドル高基調および投資家のポジションに過熱感が見られることから、先行き軟調なパフォーマンスを予想しています。

セクター面では、情報技術セクターのパフォーマンスが年初来好調です。年末に向けて利益確定の売りが入ることも想定されますが、短期的には一段高も有り得ると見ています。バリュエーションの水準は問題視しておらず、オーバーウェイトを継続します。確かに、PBRが4倍近くに達するなど割高感はありませんが、フリーキャッシュフロー利回りが5%程度ある他、ネットキャッシュはプラスであり、債券利回りが上昇する局面でもマイナスのインパクトは小さいと見ているためです。

金融セクターも引き続きフルオーバーウェイトとします。割安かつ景気敏感という特性を持っている点を評価しています。もともと、向こう数ヶ月間は注意深く動向を見極める必要があります。一般的には、インフレ率の上昇、高金利、債券利回りの上昇は金融セクターにとってポジティブな材料です。とは言え、イールドカーブが急激にフラット化するような事態が起こらない限り、銀行は現在の環境下でも好業績を達成できるはずで、一般的に、銀行の負債サイドのデュレーションは貸し出し期間よりも短いため、イールドカーブがスティープ化することにつれて、利益が増していく収益構造になっています。逆に言うと、イールドカーブがフラット化すればするほど、利益は減少する傾向にあります。それゆえ、FRBの金融政策に対する市場の期待がどのように変化していくのか、注視する必要があります。

その他、年初来のパフォーマンスが大幅に劣後しているエネルギーセクターのオーバーウェイトも維持します。出遅れ感が目立つ他、配当利回りが4%近い水準であること、原油価格が上昇基調にあることも買い材料です。

一方、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。世界株式との相対パフォーマンスで見ると過去7年来の安値水準にあるとは言え、景気回復期のパフォーマンス

は劣後する傾向にあるため、投資妙味は薄いと見ています。

債券・為替

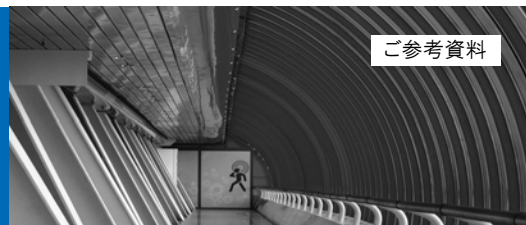
ドル高基調は継続

年末にかけて米ドルの上昇基調が続くそうです。米ドルは主要通貨に対して年初来で-7%超の下落となりました。足元では反発していますが、米国の金利見通しや投機筋の米ドルに対するポジションが売り越しになっていることなどを考えると、米ドルには一段の上昇余地があると見ています。

また、米ドルは主要国通貨に対して幅広く上昇すると予想していることから、ユーロの対米ドルで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ることにします。ユーロに対する投資家のネットロングポジションが膨らんでおり、年初来では対米ドルで+10%超の上昇となったことから、相場が若干過熱気味であると見ています。また、ECBは10月の金融政策決定会合で月額の債券購入額こそ現行の600億ユーロから300億ユーロに減額するものの、期間は最低でも2018年9月まで延長するとしており、金融政策の正常化に関してはFRBよりも慎重なスタンスを取っています。量的緩和策の一環として債券購入が続くことからユーロ圏国債の利回りは当面抑圧された水準が続くと予想され、利回り面からもユーロを下支えする材料は見当たらないこととなります。その他、円の評価は対米ドルで引き続きアンダーウェイトとします。安倍政権が総選挙で勝利を収めたことから、金融政策の継続性に対する市場の信頼感が増したためです。

英ポンドの対米ドルでのアンダーウェイトも継続します。英国の2017年7-9月期GDP成長率(前期比)は+0.4%と市場予想を上回りましたが、同国の景気は欧州連合(EU)離脱交渉を巡る不透明感の影響を受けると予想されます。また、英国中央銀行(イングランド銀行、BOE)による利上げは、市場が想

Barometer



定しているほどのペースで実施されるとは考えていません。仮に金融政策の引き締めが行き過ぎであれば英国経済に悪影響を及ぼすこととなり、いずれにせよ英ポンドを押し下げる材料となります。

最近の下落局面を経て、バリュエーション面で米国国債に投資妙味が出てきました。また、米国国債は、株式市場が調整するようリスクオフの局面では有効なヘッジとして機能すると考えています。さらに、債券市場が下落する局面においては、その他の債券をアウトパフォームする傾向にあります。どのような展開を想定しても相対的に投資妙味があることから、米国国債のオーバーウェイトを継続することとします。

社債市場では、ユーロ建て債券を引き続きアンダーウェイトとします。ユーロ・ハイイールドやユーロ建て投資適格社債は、バリュエーションが極めて割高な水準にあることから投資妙味はないと見ています。

新興国の国債および社債には依然として警戒的なスタンスです。ドル高基調が続けば、引き続き上値は重くなるでしょう。また、ドル高および債券利回りの上昇が続く中では金のパフォーマンスも軟調に推移すると予想しており、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。

(※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10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	23,377	22,405	19,763	+4.3%	+18.3%
(米)ナスダック総合指数	6,728	6,496	5,383	+3.6%	+25.0%
(日)TOPIX	1,766	1,675	1,519	+5.4%	+16.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,713	3,593	2,739	+3.3%	+35.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,674	3,595	3,291	+2.2%	+11.7%
(英)FTSE100指数	7,493	7,373	7,143	+1.6%	+4.9%
(中国)上海総合指数	3,393	3,349	3,104	+1.3%	+9.3%
(香港)ハンセン指数	28,246	27,554	22,001	+2.5%	+28.4%
(ブラジル)ボベスバ指数	74,308	74,294	60,227	+0.0%	+23.4%
(インド)SENSEX30指数	33,213	31,284	26,626	+6.2%	+24.7%
(ロシア)RTS指数\$	1,113	1,137	1,152	-2.1%	-3.4%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+2.5%	+13.5%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+3.8%	+25.9%

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	113.16	112.73	116.49	+0.4%	-2.9%
ユーロ	131.76	132.85	122.70	-0.8%	+7.4%
英ポンド	149.43	151.37	143.00	-1.3%	+4.5%
スイスフラン	113.68	116.14	114.21	-2.1%	-0.5%
豪ドル	86.95	88.47	84.36	-1.7%	+3.1%
加ドル	88.16	90.69	86.46	-2.8%	+2.0%
中国元*	17.15	16.95	16.78	+1.2%	+2.2%
ブラジルリアル*	34.73	35.59	35.84	-2.4%	-3.1%
インドルピー	1.76	1.73	1.72	+1.7%	+2.3%
ロシアルーブル	1.95	1.95	1.94	±0%	+0.5%
タイバーツ	3.41	3.38	3.24	+0.9%	+5.2%
南アフリカランド	8.05	8.33	8.58	-3.4%	-6.2%

(※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	2.38%	2.33%	2.45%	+0.05%	-0.07%
日10年国債利回り	0.07%	0.06%	0.05%	+0.00%	+0.02%
独10年国債利回り	0.36%	0.46%	0.21%	-0.10%	+0.16%
豪10年国債利回り	2.64%	2.79%	2.77%	-0.16%	-0.14%
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)	54.36	51.67	53.75	+5.2%	+1.1%
金(1オンス、ドル)	1,269.46	1,283.83	1,157.49	-1.1%	+9.7%

※ 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、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。