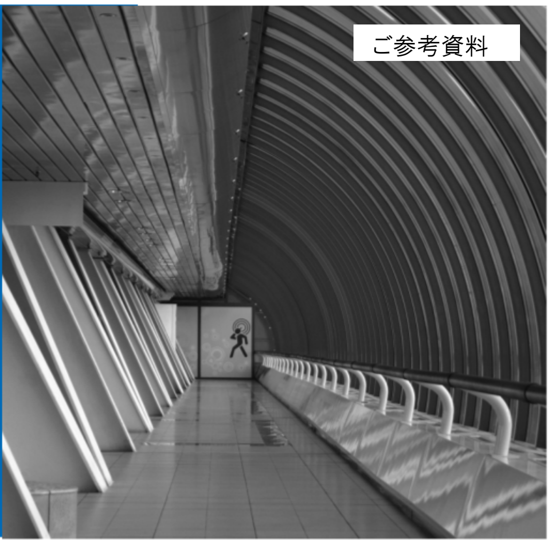
ご参考資料



ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート

Barometer

2017 年 12 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

順風満帆な株式市場

■グローバル資産クラス

世界経済の拡大が続き、企業業績も力強い内容であることから、堅調なファンダメンタルズを評価して株式を引き続きオーバーウェイトとします。一方、主要国の量的金融緩和政策が徐々に縮小に向かう中、バリュエーションが極めて割高な水準にある債券に投資妙味はないと見ており、アンダーウェイトを継続します。

■株式：地域別・スタイル別

堅調なファンダメンタルズが株価に織り込みきれていないと見ていることから、ユーロ圏株式を引き続きフルオーバーウェイトとします。また、企業業績が堅調である中、割安に評価されている日本株式には上値余地があると見ており、フルオーバーウェイトを継続します。

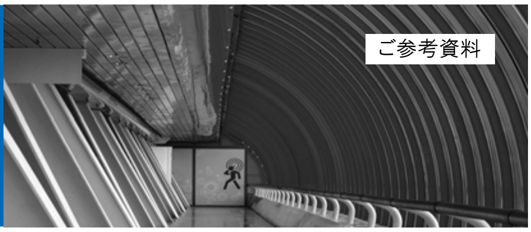
■株式：セクター別

業績こそ堅調であるものの、バリュエーションはファンダメンタルズで正当化できない水準まで上昇していると見ていることから、情報技術および資本財・サービスセクターの評価をそれぞれニュートラル、アンダーウェイトに引き下げます。一方、バリュエーションが割安な水準にある他、バランスシートが改善している点も評価し、金融セクターのフルオーバーウェイトを維持します。また、割安な水準で取引されていることから上値余地が大きいと見ている素材セクターの評価をオーバーウェイトに引き上げます。

■債券

バリュエーションが極めて割高な水準にあることから、ユーロ建て投資適格社債およびユーロ・ハイイールドのアンダーウェイトを継続します。米ドル建ての投資適格社債およびハイイールド債券は、利回り面では投資妙味があるものの、投資資金の大規模流出が見られるなど市場の動きが不安定化していることから、ニュートラルを維持します。為替では、投資家が過度に弱気なポジションを取っていることや、日銀がイールドカーブ・コントロール政策を見直すとの観測が台頭していることなどを考慮して、対米ドルでの円の評価をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げます。

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			



グローバル市場概況

一段高の株式市場

11月の金融市場は、堅調なマクロ経済指標の発表や米国の税制改革案の進展などを背景に、株式が債券をアウトパフォームする結果となりました。

先進国株式市場のベストパフォーマーは米国であり、S&P500種株価指数はトータルリターンベースで見ると13ヵ月連続の上昇を記録しています。これは、過去90年間で初めてのことです。一方、欧州株式は、ユーロ高の進行が輸出企業の株価を押し下げたことから、月間では下落となりました。情報技術セクターは年初来で+40%弱と大幅に上昇していますが、11月の上昇率は+1%程度と勢いは失速気味です。原油価格は、石油輸出国機構(OPEC)とロシアが減産の実施期間を2018年末まで延長することで合意したことから、月間では+5%超と大幅に上昇しました。

債券市場では、米国国債利回りの上昇がハイイールド債券市場にとって重石となり、米国ハイイールド債券、ユーロ・ハイイールド共に月間で小幅な下落となりました。ハイイールド債券に投資するファンドからは1週間で68億ドルもの資金が引き揚げられましたが、これは歴代で3番目の大規模な資金流出です。

米ドルは、主要国の通貨バスケットに対して−1.6%の下落となった他、対円では−1%程度の下げとなりました。一方、ユーロは対円で+1%程度の上昇となりました。英ポンドは、英国の欧州連合(EU)離脱交渉に進展が見られたことから上昇し、対米ドルでは2ヵ月ぶりの高値を付けました。ワーストパフォーマーとなった通貨はトルコ・リラです。米国とのさらなる関係悪化が予想されていることから対米ドルで−3%超の下落となり、史上最低値を更新しました。

今月の資産配分

騰勢の続く株式市場

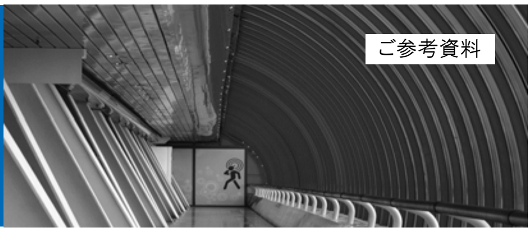
投資家は世界的に景気が回復しているという事実から目を背けるべきではありません。世界経済は1年以上に渡って拡大が続いており、特にユーロ圏は景気回復の先導役となっています。近い将来にリスク資産が大幅な調整局面を迎える兆候は見られません。また、企業業績は非常に力強く、増益率は前年比+16%に達しようとしています。主要国の量的金融緩和政策は縮小に向かっていますが、そのペースは緩やかであり、金融市場に多大なショックを与えることはないと見ています。上述の理由により、株式のオーバーウェイトを維持することとします。

もっとも、インフレ率が上昇する可能性については幾分懸念を抱いています。米国と欧州のいずれにおいても労働市場が逼迫しており、2018年前半には賃金の伸びが加速すると見ています。これはインフレ率の上昇要因であり、株式市場のバリュエーション(投資価値評価)を押し下げると予想されます。インフレ率の上昇に対する警戒は、債券を引き続きアンダーウェイトとする理由の一つでもあります。加えて、経済成長率と比較して社債利回りが極めて低水準にあることも、債券に弱気の見通しを持っている根拠の一つです。

景気先行指数からは、世界的に景気が拡大している様子がうかがえます。特に注目すべきなのは、景気の改善が設備投資の拡大につながっていることです。世界の設備投資は、2017年は+3.3%、2018年は+5%程度伸びると見ています。また、2018年のGDP(国内総生産)成長率は、米国が+2.4%、新興国が+5%、ユーロ圏と日本は潜在成長率を上回る水準を達成すると予想しています。

流動性環境は依然として株式市場の下支え材料です。主要5ヵ国・地域(米国、中国、ユーロ圏、日本、英国)の流動性供給の規模は世界のGDP比で12%程度と、依然として高

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



水準です。ユーロ圏と日本では民間の信用供給の改善が株価の下支え材料となっています。欧州中央銀行(ECB)のデータによると、域内の非金融セクターへの貸し出しは2017年10月までの12ヵ月間で+2.9%の増加と、2009年6月以来の伸び率を示しています。一方、米国の民間部門の信用供給は依然として弱含んでおり、中国では金融引き締めを継続しています。

バリュエーション面では、株式こそ適正水準にあると見ていますが、債券は極めて割高に評価されていると考えています。株式のセクター別では、PBR(株価純資産倍率)が5倍に達するなど、情報技術セクターには割高感があります。もっとも、情報技術セクターのフリーキャッシュフロー利回りは4.8%と、S&P500種株価指数の4.3%よりも高い水準にあり、利益率は非常に高いと言えます。ユーロ・ハイイールドの利回りは3%程度まで低下しており、歴史的に最も割高に評価されている資産の一つであると考えています。

テクニカルの観点からも、株式のオーバーウェイト、債券のアンダーウェイトを支持する材料が揃っています。ただし、機関投資家の株式に対する資産配分は歴史的な高水準に達しており、上値は限定的と見られます。

株式市場

景気敏感セクターは利食いのタイミング

年初来、株式市場は上昇が続いていますが、特に景気敏感セクターのパフォーマンスは目を見張る内容です。2016年2月以来、景気敏感セクターはディフェンシブセクターに対して35%程度アウトパフォームしており、PER(株価収益率)は前回の景気敏感株式のピーク時に近い水準まで上昇しています。

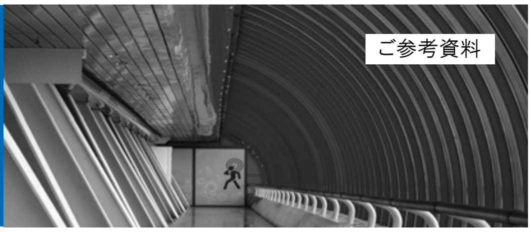
世界的に景気が拡大しているという事実を考慮すれば景気敏感セクターのアウトパフォームは正当化されますが、一部のセクターではバリュエーションがファンダメンタルズで説明できる範囲を超えて上昇してしまっています。景気敏感セクターのバリュエーションをファンダメンタルズの面から正当化するためには、例えば、米国のISM製造業景況指数が65(2017年11月の数字は58.2)、米国のGDP成長率が年率+4%(2017年7-9月期の数字は年率+3.3%)に達する必要があり、過熱感が指摘されるのもやむなしと言えるでしょう。歴史的な水準に達している景況感、インフレ率の上昇基調、主要国中央銀行の量的金融緩和政策が縮小に向かっていることなどを考慮すると、割高な水準で取引されている景気敏感セクターのエクスポージャーを削減すべきタイミングが到来したと見るべきでしょう。

以上より、情報技術および資本財・サービスセクターの評価を1段階引き下げ、それぞれニュートラル、アンダーウェイトとします。また、生活必需品および一般消費財・サービスセクターの評価はそれぞれ、フルアンダーウェイト、アンダーウェイトを継続します。割高な水準で取引されていることに加えて、インフレ率の上昇局面では業績に悪影響が出ると予想されるためです。一方、割安に評価されており上値余地が大きいと見ている素材セクターの評価はニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。素材セクターの中でも、鉱山株式のバリュエーションは特に魅力的な水準にあると見ています。また、原油価格が上昇基調にあることからエネルギーセクターのオーバーウェイトを維持する他、バリュエーションが割安な水準にあることおよびバランスシートの改善を評価して金融セクターのフルオーバーウェイトも継続します。

国・地域別では、米国よりもユーロ圏に投資妙味があると見ています。欧州の経済成長率が長期平均を上回るペースで推移する中、インフレ率は比較的低水準で、企業の増益率は+10%程度と堅調です。しかし、欧州株式市場は堅調なファンダメンタルズを完全には織り込んでおらず、上値余地があると見ています。歴史的には、強気相場の最終局面でユーロ圏株式が米国株式をアウトパフォームする傾向にあり

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

PICTET 1805 ピクテ投信投資顧問株式会社



ます。

日本も引き続き強気に見ています。企業業績が歴史的な高水準にある他、日銀の量的金融緩和政策が継続していることも株価の下支え材料となります。日本株式は景気敏感セクターの構成比率が高いものの、世界株式との比較では相対的に割安に評価されており、PBRは2倍以下と適正な水準にあります。さらに、日本は、年初来の株式市場のリターンが2018年の予想増益率を下回っている唯一の国であることも特筆に価します。上値余地は大きいと見ており、引き続きフルオーバーウェイトとします。

新興国の評価はニュートラルを維持します。ラテンアメリカ株式に顕著ですが、バリュエーション面では投資妙味が薄れてきており、エクスポージャーの拡大には及び腰です。加えて、米国における保護主義の拡大や、米国の金融政策の行方、北朝鮮情勢など不透明要因も多々あり、いたずらにリスクを取りにいくべきタイミングではないと考えています。

債券・為替

社債市場への警戒を怠るべからず

主要国の中央銀行が徐々に量的金融緩和政策の縮小に向かう中、債券市場が全般に割高な水準で取引されていることは懸念すべき材料です。最も警戒が必要なのは、先進国の社債市場であると見ています。

調整局面が訪れた際の脆弱性が最も大きいのは、ユーロ・ハイイールドと見ています。利回りは3%程度と、欧州株式の配当利回り3.3%程度を下回る水準にあり、バリュエーションが割高な水準にあることの極めて明白な証拠であると考えています。また、投資家はユーロ・ハイイールドに対して過度に強気なポジションを取っており、テクニカル的にも警戒すべき兆候と言えます。

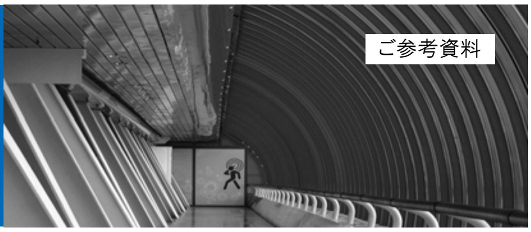
ECBが量的金融緩和政策を少なくとも2018年9月まで延長すると発表したことに対して市場は好意的な反応を示しました。ただし、ユーロ圏経済は回復基調にあり、ドイツのインフレ圧力が予想外に強いことを考えると、さらなる緩和の必要性は薄れていくと考えるのが自然です。2018年9月以降の追加緩和措置は期待できないとの観測が台頭してくるならば、ユーロ建て社債市場には下方圧力がかかると予想されます。

米ドル建て社債の利回りはユーロ建て社債の2倍程度の水準であり、バリュエーション面では投資妙味があります。もっとも、ここ数週間で米ドル建て社債市場から大量の投資資金が流出するなど市場は不安定になってきており、エクスポージャーの拡大には及び腰です。

対米ドルでの円の評価はアンダーウェイトからニュートラルに引き上げます。投資家が円に対して過度に弱気のポジションを取っているため、買い戻すには良いタイミングであると見ています。さらに、日銀の黒田総裁が講演にて、金利が低過ぎるとかえって緩和効果が弱まるとする「リバーサル・レート論」に言及したことから、市場ではイールドカーブ・コントロール政策の見直し観測が高まってきており、金利のターゲットが上方修正される可能性も出てきました。為替が円高に振れる材料が揃ってきたと見ています。一方、ユーロに関しては、対米ドルでのアンダーウェイトを継続することとします。ユーロ圏と米国の金利差を考慮すると、ユーロは対米ドルで買われ過ぎと見ているためです。

（※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。）

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2017年11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	24,272	23,377	19,763	+3.8%	+22.8%
(米)ナスダック総合指数	6,874	6,728	5,383	+2.2%	+27.7%
(日)TOPIX	1,792	1,766	1,519	+1.5%	+18.0%
(日)日経ジャスダック平均	3,808	3,713	2,739	+2.6%	+39.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,570	3,674	3,291	-2.8%	+8.5%
(英)FTSE100指数	7,327	7,493	7,143	-2.2%	+2.6%
(中国)上海総合指数	3,317	3,393	3,104	-2.2%	+6.9%
(香港)ハンセン指数	29,177	28,246	22,001	+3.3%	+32.6%
(ブラジル)ボベスパ指数	71,971	74,308	60,227	-3.1%	+19.5%
(インド)SENSEX30指数	33,149	33,213	26,626	-0.2%	+24.5%
(ロシア)RTS指数$	1,132	1,113	1,152	+1.6%	-1.8%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+1.4%	+15.1%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	-0.9%	+24.8%

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	112.05	113.16	116.49	-1.0%	-3.8%
ユーロ	132.81	131.76	122.70	+0.8%	+8.2%
英ポンド	150.33	149.43	143.00	+0.6%	+5.1%
スイスフラン	113.83	113.68	114.21	+0.1%	-0.3%
豪ドル	84.87	86.95	84.36	-2.4%	+0.6%
加ドル	87.10	88.16	86.46	-1.2%	+0.7%
中国元※	16.93	17.15	16.78	-1.3%	+0.9%
ブラジルレアル※	34.24	34.73	35.84	-1.4%	-4.5%
インドルピー	1.76	1.76	1.72	±0%	+2.3%
ロシアルーブル	1.91	1.95	1.94	-2.1%	-1.5%
タイバーツ	3.44	3.41	3.24	+0.9%	+6.2%
南アフリカランド	8.20	8.05	8.58	+1.9%	-4.4%

（※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	2.42%	2.38%	2.45%	+0.04%	-0.03%
日10年国債利回り	0.04%	0.07%	0.05%	-0.03%	-0.01%
独10年国債利回り	0.37%	0.36%	0.21%	+0.01%	+0.16%
豪10年国債利回り	2.55%	2.64%	2.77%	-0.09%	-0.22%
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)	57.40	54.36	53.75	+5.6%	+6.8%
金(1オンス、ドル)	1,279.13	1,269.46	1,157.49	+0.8%	+10.5%

※ 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。

PICTET 1805 ピクテ投信投資顧問株式会社