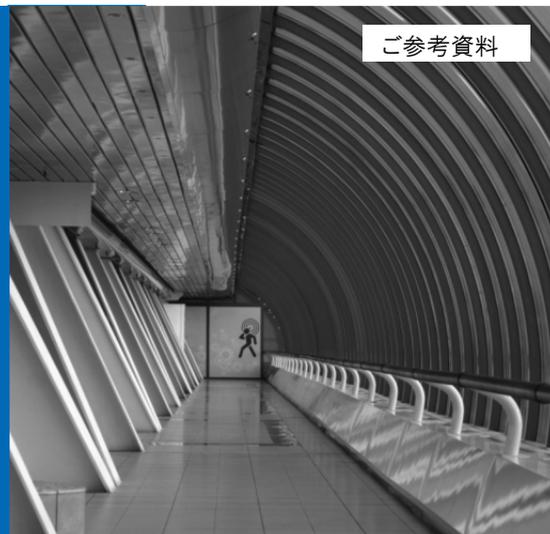


Barometer

2018年
1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

2018年の投資環境



■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

景気の回復基調を完全に織り込み切れていないことから上値余地が大きいと見ている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。一方、バリュエーションが割高な水準にあり、インフレ率の上昇に伴って相場に下押し圧力がかかると見ていることから、引き続き米国株式をアンダーウェイトとします。

■株式：セクター別

出遅れ感が目立ち、かつ景気回復の最終局面でアウトパフォームする傾向があるセクターに対して引き続き強気の見通しです。金融セクターのフルオーバーウェイト、エネルギーおよび素材セクターのオーバーウェイトを継続します。

■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。米国投資適格社債および米国ハイイールドは、利回り面では依然として投資妙味がありますが、ベースとなる米国国債利回りが上昇基調にあることや、発行体のデフォルト率が増加に転じる可能性などに留意し、ニュートラルを維持します。

為替では、対米ドルでの円の評価を引き続きニュートラルとします。米減税法案の可決がドル高材料となる一方、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は円高材料と考えられるためです。

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

全ては経済成長次第

投資家は金融市場に対する楽観的な姿勢を改めるべきでしょうか？いくつか懸念材料を挙げてみたいと思います。

第一に、政治的な不透明感は依然として払拭されていません。英国の欧州連合(EU)離脱交渉の行方、北朝鮮情勢、トランプ大統領による非伝統的な政権運営などが、市場の下押し材料になる可能性があります。

二点目は、株式市場の上昇があまりにも長く続いていることです。例えばMSCI世界株価指数やS&P500種株価指数を見ると、史上最高値を更新し続けていることが分かります。強気相場は一体いつまで続くのでしょうか？

三つ目の懸念材料としては、主要国の金融政策が徐々に引き締めへと転じつつあることです。米連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを継続している他、2017年10月からは量的金融緩和政策に伴い膨張したバランスシートの圧縮を開始しています。また、英国中央銀行(BOE、イングランド銀行)も2017年11月の金融政策委員会でおよそ10年ぶりとなる利上げに踏み切りました。欧州中央銀行(ECB)は2017年10月の理事会で量的金融緩和政策の延長を決定しましたが、2018年1月以降の月間の債券購入額は600億ユーロから300億ユーロへと縮小しています。加えて、延長の選択肢こそ残されているものの、2018年9月をもって債券購入は停止される予定です。日本では、金融政策の主眼が量的緩和からイールドカーブ・コントロールに移行するにつれて日銀の国債買い入れが減額されており、国債購入ペースが静かに減っていく「ステルス・テーパリング」とも呼ばれる状況が進行中です。また、日銀の黒田総裁が低金利によってかえって緩和効果が殺がれる「リバーサル・レート」論に言及したことから、長期金利の誘導目標が引き上げられるとの観測も台頭しています。過去数年に渡って金融市場を下支えしてきた世界的な過剰流動性を

当てにできなくなる時が間近に迫っていると言えるでしょう。

もっとも、上述の3つの懸念材料を考慮してもなお、2018年の株式市場は堅調に推移するとピクテでは予想しています。世界的に堅調な経済成長がリスク資産の下支え材料になると考えているためです。2018年の世界の経済成長率は+3.4%と、2017年の+3.3%を上回ると予想しています。

2018年はここ数年と比較してもより広範な景気拡大が見込まれる点はより一層力強いサポート要因になります。政府支出や企業の設備投資、個人消費のいずれもが非常に堅調であると予想されます。新興国の経済成長も底堅く推移すると見られます。インフレ率が抑制された水準にある他、商品市況の回復は資源輸出国の景気を下支えます。

米金融政策の引き締めを考慮しても、株式市場が世界的に調整することを心配する必要はないでしょう。2018年は米国で3回の利上げが見込まれますが、実質利回りに着目すれば、米国、欧州、日本のいずれも依然としてマイナス圏にあり、依然として緩和的な金利水準であることに変わりはないためです。

一方、株式市場にとっての好材料は先進国債券市場にとっては逆風となります。米国の利上げはバリュエーション(投資価値評価)が割高な水準にある米国国債および米社債市場の上値を抑制するでしょう。2018年は債券利回りが徐々に上昇していく展開を予想しています。

米ドルに関しては、バリュエーションが極めて割高な水準にあると見ており、特に対新興国通貨で下落すると予想しています。また、米国でインフレ圧力が高まっていくと考えられることも米ドル安要因となるでしょう。

Barometer



今月の資産配分

リスク資産にとって良好な投資環境

2018年の投資環境をマクロ経済、流動性、バリュエーション、テクニカル観点から総合的に分析すると、株式の強気相場が継続する一方、債券市場は米国を中心にパフォーマンスの悪化が予想されます。

世界の景気先行指数からは、堅調な個人消費および企業の設備投資を背景として世界経済の拡大が予想されます。経済成長率は、2017年の+3.3%に対して、2018年は+3.4%と、さらなる拡大が見込まれます。低水準の資本コスト、企業景況感の改善、堅調な企業業績などを背景に、企業は自社株買いよりも設備投資に力を入れると予想されます。

欧州では企業の設備投資に増加の余地があります。また、日本では建設セクターの景況感が2006年以来始めてプラスに転じるなど企業景況感の改善が続いています。政府支出および個人消費が堅調であることから、資本的支出は+1.4%の伸びが見込まれています。2018年のGDP成長率は、米国が+2.4%、新興国は+5%と予想しています。ユーロ圏と日本は潜在成長率を上回る成長が期待され、それぞれ+2.1%、+1.4%と予想しています。一方、中国のGDP成長率は+6.6%と絶対的な水準こそ高いものの、勢いは鈍化するでしょう。

過去数年リスク資産を下支えしてきた主要国中央銀行による大規模な流動性供給は縮小を余儀なくされるでしょう。2017年11月時点のマネーサプライは、米国で+4.7%と2011年以来の水準まで鈍化している他、中国でも+9.1%と過去最低水準まで落ち込んでいます。インフレ率の上昇基調も考慮すると過剰流動性は著しく縮小することとなり、株式市場のバリュエーションを押し下げる要因となります。主要国中央銀行が2018年に供給する流動性はネットで5,000億ドル程度と見ており、2017年の2兆5,000億ドルからは大幅な縮小となりま

す。特に懸念されるのは、世界的に民間の資金供給が脆弱なことです。本来であれば、金融システムに流動性を供給する役割は、中央銀行から民間セクターに引き継がれているべきでした。しかし、米国では銀行貸し出しが伸びておらず、資金需要も弱いことから、流動性供給の主体が民間セクターに移行できていません。

バリュエーション面では、株式市場の大部分が適正水準にあると見ていますが、インフレ率の上昇が相場の下押し材料になるでしょう。インフレ率の3分の2を構成する賃金の上昇率が先進国で加速している他、中国ではコアインフレ率が6年ぶりの水準まで上昇しています。ピクテの試算では、インフレ率が1%上昇すると、株式市場のバリュエーションは5~10%低下する傾向にあり、2018年はバリュエーションの縮小に直面する年となるかもしれません。

債券市場で最も投資妙味が薄いのは先進国の社債市場であると見ています。米国ハイイールド債券市場では、一時大規模な資金流出に伴い売り圧力に晒されるなど、市場には不安定化の兆しも見られます。インフレ率や景気先行指数、短期金利を考慮に入ると、米10年国債利回りには1%程度の上昇余地があると予想され、ベース金利の上昇圧力という側面からも、ハイイールド債券市場には逆風となりそうです。

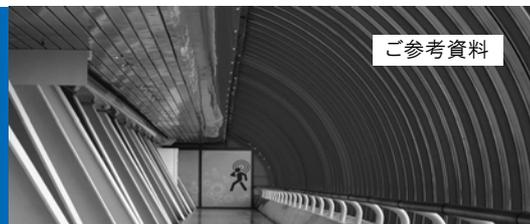
テクニカル指標からは、2018年も米国株式市場からの資金流出が続くと予想されます。一方、新興国資産や社債市場への資金流入は先進国国債よりも底堅く、向こう数ヶ月は同様の傾向が続くと見られます。

株式市場

株式市場には上値の余地あり

株式市場のバリュエーションは米国を筆頭に割高な水準

Barometer



にあるかもしれませんが、企業業績の伸びが続く限りは上昇基調が続くと予想されます。米国株式については、複数の指標から見て割高と判断する根拠があり、売りのシグナルを発しているとの見方もできます。PER(株価収益率)が20倍と長期平均を上回る水準にある他、PBR(株価純資産倍率)は過去平均を0.7標準偏差程度上回る水準にあります。もともと、ドル安基調であることや、大型減税を実現する米国税制改革法案の可決は、米国の景気および企業業績にとってプラスの材料であり、FRBのバランスシート圧縮や利上げに伴う金融引き締め効果が株式市場のバリュエーションを押し下げるという悪影響を緩和するのに役立っています。

欧州、日本、新興国株式市場の見通しはより明るいと見えています。例えば、英国、日本、新興国株式は米国株式よりも30%程度ディスカウントされた水準で取引されています。米国株式市場においては、バリュエーションが割高な水準にある景気敏感セクターの割合が他市場と比較して大きいことから、割高感が際立って見える点には留意しておく必要があります。とは言え、セクター配分を調整した上で比較しても米国株式市場が相対的に割高な水準で取引されている事に変わりはありません。

株式市場の中で特に有望なのはユーロ圏であると見えます。ユーロ圏は、経済成長率が+2.2%と長期平均の2倍の水準に達している一方で、インフレ率は依然としてターゲットの2%を下回っています。2018年9月での停止が予定されているものの、ECBIによる量的金融緩和政策による景気の下支え効果は今しばらく続きます。一方で、欧州株式のパフォーマンスを見ると、欧州の景気回復基調を完全に織り込み切れていないことから、上値余地が大きいと見えています。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ます。例えば、過去3回の強気相場を振り返ってみると、ピークに達するまでの期間では平均して20%と大幅なアウトパフォームを達成しています。

日本株式市場では、日銀が量的金融緩和政策を継続していることがプラスに働きます。景気を下支えするだけでなく、

バリュエーションを拡大する効果も見込まれます。

ドル安基調は新興国株式市場の下支え要因です。特に、商品市況の先高観もあり、素材関連銘柄の投資妙味が高まっていると見えています。また、バリュエーション面では欧州新興国株式が割安な水準にあります。中でも、ロシア株式市場は投資対象として魅力的です。向こう12か月予想EPS(1株当たり利益)をベースにしたPERは6倍程度と極めて割安な水準にある他、産油国として原油価格上昇の恩恵を受けると期待されます。加えて、ロシア・ルーブルが非常に割安な水準で取引されていること、同国の金融政策が緩和的であることも相場の下支え材料となります。

セクター配分では、出遅れ感が目立ち、景気回復の最終局面でアウトパフォームする傾向がある、言い換えれば、債券利回りとの正の相関を持つセクターを 선호します。金融、エネルギー、鉱山株式などに投資妙味があると見えています。

債券・為替

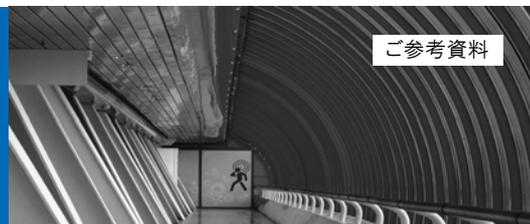
脚光を浴びる新興国債券市場

先進国の債券利回りは上昇傾向にあります。インフレ率の上昇基調および底堅い経済成長が金融引き締めへの道を開いていると言えるでしょう。

2018年も同様の傾向が続くと見えています。金融危機が終息して以降、米国の債券利回りは概ね米国のGDPの60%程度の水準で推移しています。つまり、足元の米国国債利回りが2.4%程度であることから、2018年の米GDP成長率が+3%程度になることを示唆しています。景気回復の最終局面で需給ギャップがプラスに転じてくるとインフレ圧力が高まる傾向にあるため、米国のイールドカーブはフラット化が進むと予想されます。

ドイツ国債利回りの上昇圧力はより緩やかであり、価格下

Barometer



落圧力もそれほど大きくはありません。ECBの債券購入プログラムが継続していることも一助となっていると見られます。しかし、2013年や1999年に見られたように、2018年は投資家が債券市場で損失をこうむる年になるかもしれません。インフレ率の上昇基調や引き締めへ転じつつある金融政策、既に高水準にあるバリュエーションなど、債券市場にとっての逆風が強まりつつあるためです。

最初に打撃を受けるのはハイイールド債券市場と予想されます。信用供給の鈍化を通じて価格下落圧力が高まるでしょう。歴史的には、景気回復の最終局面におけるハイイールド債券市場のパフォーマンスは芳しくありません。流動性供給の減少や債券発行の急増、一般に短期志向の強い個人投資家の資金が大量に流入していることなど、ハイイールド債券市場を取り巻くリスク要因は増加の一途を辿っています。

米国ハイイールド債券の利回りは6.2%程度と表面的には魅力的な投資対象に見えますが、先行きには幾多の困難が待ち構えています。米国国債利回りの上昇基調、クレジットカードや商業用不動産といった分野における金融機関の貸し出し姿勢の硬化、発行体のデフォルト率が上昇する可能性などを念頭に置いておく必要があります。欧州の社債市場は、ハイイールド債券の利回りが3%程度と欧州株式の配当利回りよりも低い水準にあることから、主にバリュエーション面で投資妙味はないと見ています。

一方、新興国債券市場では相対的に高いリターンが見込まれます。大部分の新興国がインフレ率の上昇を伴わない景気回復をおう歌しています。特に、ロシアの国債利回りは7.6%程度と非常に魅力的な水準にあります。金融政策に対する信認の高さ、高水準の実質金利、インフレ率の低下、ロシア・ルーブル安などが寄与しています。

ピクテの試算では、新興国通貨は平均して公正価値よりも20%程度ディスカウントされた水準で取引されています。2018年はドル安・新興国通貨高を見込んでいるため、現地通貨建て新興国債券の投資妙味が高いと見ています。ドル

が10%下落すると、現地通貨建て新興国債券は11%の上昇が見込まれます。

米国の経済成長および利上げペースが緩やかであるとの想定の下、時折ドル高に振れる可能性こそあれ、ドル安は中期的なトレンドであると見ています。

また、世界的な景気拡大に伴う資本的支出の拡大とドル安基調を見込んでいることから、2018年は商品市況についても強気の見通しです。

インフレ率上昇への懸念をヘッジするのであれば、金への投資が奏功するでしょう。また、米国のインフレ連動国債であれば、インフレヘッジとして機能するだけでなく0.45%程度の利回りも確保できるため、投資対象として検討に値するでしょう。インフレ率が0.1%上昇するごとに、米国のインフレ連動国債は米国国債を1%アウトパフォームする傾向があります。

(※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12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	24,719	24,272	19,763	+1.8%	+25.1%
(米)ナスダック総合指数	6,903	6,874	5,383	+0.4%	+28.2%
(日)TOPIX	1,818	1,792	1,519	+1.4%	+19.7%
(日)日経ジャスダック平均	3,950	3,808	2,739	+3.7%	+44.2%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,504	3,570	3,291	-1.8%	+6.5%
(英)FTSE100指数	7,688	7,327	7,143	+4.9%	+7.6%
(中国)上海総合指数	3,307	3,317	3,104	-0.3%	+6.6%
(香港)ハンセン指数	29,919	29,177	22,001	+2.5%	+36.0%
(ブラジル)ボベスパ指数	76,402	71,971	60,227	+6.2%	+26.9%
(インド)SENSEX30指数	34,057	33,149	26,626	+2.7%	+27.9%
(ロシア)RTS指数\$	1,154	1,132	1,152	+2.0%	+0.2%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+1.0%	+16.3%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+2.3%	+27.8%

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	113.00	112.05	116.49	+0.8%	-3.0%
ユーロ	134.94	132.81	122.70	+1.6%	+10.0%
英ポンド	151.95	150.33	143.00	+1.1%	+6.3%
スイスフラン	115.46	113.83	114.21	+1.4%	+1.1%
豪ドル	88.17	84.87	84.36	+3.9%	+4.5%
加ドル	89.95	87.10	86.46	+3.3%	+4.0%
中国元 [※]	17.30	16.93	16.78	+2.2%	+3.1%
ブラジルレアル [※]	33.96	34.24	35.84	-0.8%	-5.2%
インドルピー	1.78	1.76	1.72	+1.1%	+3.5%
ロシアルーブル	1.97	1.91	1.94	+3.1%	+1.5%
タイバーツ	3.45	3.44	3.24	+0.3%	+6.5%
南アフリカランド	9.11	8.20	8.58	+11.1%	+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	2.41%	2.42%	2.45%	-0.01%	-0.04%
日10年国債利回り	0.05%	0.04%	0.05%	+0.01%	+0.00%
独10年国債利回り	0.42%	0.37%	0.21%	+0.06%	+0.22%
豪10年国債利回り	2.70%	2.55%	2.77%	+0.15%	-0.07%
米政策金利(FFレートの)	1.50%	1.25%	0.75%	+0.25%	+0.75%
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)	60.46	57.40	53.75	+5.3%	+12.5%
金(1オンス、ドル)	1,303.46	1,279.13	1,157.49	+1.9%	+12.6%

※ 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。