

Barometer

2018年
3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

懸念すべきは中国経済



■グローバル資産クラス

2月の金融市場の急落を経てバリュエーション面では投資妙味が出てきたものの、中国経済への懸念が高まってきたこと、主要国の金融政策の引き締めが続くことを考慮し、株式の評価はニュートラルで据え置きます。また、主要国の金融政策引き締めによってより大きな打撃を受けると予想されることから、債券の評価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

バリュエーションおよび短期的な成長見通しの面から投資妙味のある日本の評価は引き続きフルオーバーウェイトとします。一方、景気先行指数に鈍化の兆しが見られることから、ユーロ圏株式の評価を一段階引き下げ、オーバーウェイトとします。一方、相対的なバリュエーションが依然として割高な水準にあることや、市場が米国企業の業績に対して過度に楽観的であることなどを警戒し、米国株式の評価は引き続きアンダーウェイトとします。

■株式：セクター別

金利上昇局面で恩恵を受けることが期待される金融セクターの評価をフルオーバーウェイトで据え置きます。また、エネルギーおよび素材、ヘルスケアセクターの評価も引き続きオーバーウェイトとします。一方、バリュエーションが割安な水準にはなく、業績見通しも明るくないこと、金利上昇局面でアンダーパフォームする傾向にあることなどから、公益事業、生活必需品セクターの評価を引き続きフルアンダーウェイトとします。

■債券・為替

大規模な資金流出を経たにも関わらずスプレッドが安定しており、米国・ユーロ圏共にハイイールド債券市場は依然として割高な水準で取引されています。金融政策の引き締めが続くと想定されることからいざいざスプレッドは拡大に転じると見ており、米国ハイイールドとユーロ・ハイイールドの評価はアンダーウェイトを継続します。米国国債は利回りの急上昇を経てバリュエーション面での投資妙味が増していることから、引き続き評価をオーバーウェイトとします。一方、経済成長率と比較して債券利回りが正当化できないほど低い水準にあることからユーロ圏国債は割高と判断しており、評価はアンダーウェイトを維持します。

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

よろめく株式市場

2月は、あらゆる主要株式市場が大幅な下落に見舞われた惨たんたる1ヵ月となりました。米国のインフレ率が上昇し始めたことから、米連邦準備制度理事会(FRB)が当初予想されていたよりも早いペースで利上げを実施するとの懸念が台頭したことがきっかけです。米10年国債利回りは2013年末以来の水準となる3%近くまで上昇(価格は下落)しました。

株式のボラティリティ・ショートポジションの急激な巻き戻しも相場の下落に拍車をかけました。投資家は、株式市場のボラティリティが急上昇する可能性について余りに無頓着でした。

米国、日本株式は-3%以上、ユーロ圏、スイス株式は-4%超の下落となりました。新興国株式も-5%弱と下げ幅が大きく、中でもアジア株式は5%超下落し、ワーストパフォーマンスとなりました。

セクター別では、原油価格が-5%程度下落したことを背景にエネルギーセクターが-10%弱と下げ幅が非常に大きくなりました。また、不動産セクターも-6%超と大幅に下落しました。一方、情報技術セクターは-0.3%程度と小幅の下落にとどまり、2月のベストパフォーマンスとなりました。

債券では、社債のパフォーマンスが株式をアウトパフォーマンスする結果となりました。ユーロ投資適格社債およびユーロ・ハイイールドは、欧州中央銀行(ECB)による債券購入プログラムの恩恵を依然として受けています。欧州の社債市場では、ハイイールド債券が-0.7%程度下落となる一方、投資適格社債はほぼ横ばいの動きとなりました。しかし、米国の社債市場では逆の傾向が見られました。ハイイールド債券の下落率が-0.9%程度にとどまったのに対して、投資適格社債は-1.5%程度と下落幅が大きくなったのです。

先進国国債市場は比較的堅調に推移しましたが、米国内

債は-1%近くと下げ幅が大きくなりました。ユーロ圏、日本、英国国債は現地通貨建てでわずかながら上昇となりました。為替では、ドルがほとんどの主要国通貨に対して上昇しましたが、対円では円高・ドル安となりました。

新興国のドル建て債券は、やや割高な水準にあったことからドルの反転に対してせい弱な状態にあったこともあり、月間では下落となりました。

今月の資産配分

懸念材料は中国経済

2月前半に世界の株式市場を揺るがした大量の売りは、米国内経済が過熱気味であるとの観測に端を発していると言えるでしょう。米国の景気過熱に伴い利上げペースが加速する可能性は依然としてリスク要因ではありますが、目先の株式市場に強気になることができない主な理由は別にあります。それは、中国経済への懸念です。当局がクレジットバブルの抑制に向けた取り組みを続けており、中国経済は減速しています。これまでのところ、堅調な輸出に支えられて、金融政策の引き締めは景気に深刻な悪影響を及ぼすには至っていませんでした。しかし、信用供給のペースがさらに鈍化し、また、米国が貿易面で中国に対してより一層保護主義的な政策を取るようであれば、新興国ひいては世界経済の見通しは数ヵ月前とは比べようもないほど色褪せたものとなるでしょう。

また、先進国の金融政策が引き締めに向かっていることも株式の保有を手控える要因の一つです。引き締めを行っているのは中国だけではないのです。米国では、新しくFRB議長に就任したジェローム・パウエル氏が議会証言にて、「米経済の成長とインフレ率の上昇に伴い、利上げペースが速まるだろう」と発言しています。英国も同様の状況であり、英国中央銀行(イングランド銀行、BOE)のカーニー総裁は、議会にて「英国は利上げに向かっている」との証言を行っています。

Barometer



日銀とECBは依然として量的緩和を実施していますが、年後半には出口に向けた取り組みを始めると予想されます。日銀の黒田総裁は、出口戦略について2019年度ごろには検討と、時期について初めて言及しました。

しかし、株式市場にとって悪いニュースばかりではありません。2月の急落局面を経て、株式市場の株価収益率(PER)は適正水準まで低下しています。以上を勘案し、株式の評価をニュートラルで据え置くこととします。

先進国の金融政策が引き締めに向かうことによる打撃がより大きいのは債券市場と見ており、債券の評価はアンダーウェイトを継続します。特に、ECBの量的金融緩和政策が終了に向かっていることを完全に織り込み切れていないユーロ圏国債には警戒が必要です。

世界の景気先行指数からは、世界経済の鈍化が示唆されています。米国経済は、失業率が1960年代以来の低水準であり、2018年のGDP成長率は+2.8%が予想されるなど、非常に堅調です。一方、中国経済は逆の軌道を辿りつつあります。中国の製造業購買担当者景気指数(PMI)からは、同国の製造業活動が急速なペースで落ち込んでいることが示されています。中国に限らず、世界全体の景気先行指数も過去3ヵ月鈍化が続いています。

流動性指標からは、資金供給の減少傾向が分かります。ピクテのモデルでは、マネーサプライが鉱工業生産よりも早いペースで伸びている時には、中央銀行は緩和的であると定義しています。マネーサプライと鉱工業生産の伸び率の差は株式市場のPERと正の相関関係があります。両者の伸び率の差が0に近付いていることから、2018年にも株式市場のバリュエーション(投資価値評価)は5~10%程度縮小する可能性がありますと見ています。今後の株価動向は、バリュエーションの縮小という下落要因と企業収益の拡大という上昇要因による綱引きとなりそうです。

2月の市場急落を経て、株式・債券市場共にバリュエーションは適正水準まで低下しました。しかし、米国株式は依

然として欧州株式との比較で割高な水準で取引されていると見ています。両者の株価純資産倍率(PBR)はそれぞれ3.3、1.6と、格差は拡大しています。一方、債券利回りの急騰を経て、米国の長期債の投資妙味が高まっています。

テクニカル指標からは、株式にニュートラル、先進国国債には明らかな売りのサインが出ています。また、ドルについては反発が予想されます。投資家は既にドルのショートポジションを積み上げており、ドルのさらなる下落余地は限定的と考えられるためです。

株式市場

お買い得ではない米国株式

2月の株式市場の急落によって、バリュエーション面では値ごろ感が出てきました。米国株式の予想PERは1月末の18.3倍から足元では17.4倍まで低下しています。もっとも、割安であるからといって、お買い得であるとは限りません。ピクテのモデルによれば、米国は主要先進国の株式市場の中では依然として最も割高な水準で取引されています。

より深刻なのは、今回の急落が、米国の企業業績に対する市場予想が過度に楽観的であると思われる最中に起きたことです。コンセンサスでは2018年の予想増益率は+19%に達しています。大幅なドル安が進行しない限り、企業業績の面でポジティブサプライズが起こるとは考えにくいと見ています。また、最近の市場の反応を見ると、業績が市場予想を下回った企業の株価は大幅に下落しており、決算発表がネガティブサプライズとなった場合の結果は想像に難くないでしょう。金利が今後も上昇していくことも想定し、米国株式の評価はアンダーウェイトを維持します。

先進国の中では、バリュエーションおよび短期的な成長見通しの観点から、米国だけでなくユーロ圏と比較しても日本

Barometer



株の投資妙味が高いと見ています。日本経済は海外需要の増加に伴う輸出の伸びが寄与して成長を続けています。一方、ユーロ圏の景気先行指数はこれまで堅調に推移してきましたが、頭打ちの傾向が見られ始めました。ユーロ圏の企業景況感および消費者信頼感は2月上旬のように金融市場のボラティリティが高まる際には落ち込む傾向があるため、足元の景気先行指数の鈍化も一時的であると見ています。とはいえ、景気先行指数の落ち込みを勘案し、ユーロ圏株式の評価は一段階引き下げオーバーウェイトとします。

セクター別では、債券利回りがさらに上昇し、景気サイクルの変化に伴ってディフェンシブセクターが選好されるようになるにはいまだ少し時間が必要であり、景気敏感セクターには若干の上値余地があると見ています。金利上昇局面で恩恵を受けることから、金融セクターの評価はフルオーバーウェイトを維持します。

また、エネルギーおよび素材、ヘルスケアセクターの評価も引き続きオーバーウェイトとします。一方、一般消費財・サービスおよび資本財・サービスセクターには警戒的であり、評価はアンダーウェイトを継続します。また、公益事業および生活必需品セクターのフルアンダーウェイトも維持します。バリュエーションは割安な水準になく、利益率が低下していることから業績見通しも冴えないためです。加えて、金利上昇局面ではアンダーパフォームする傾向にある点も警戒しています。

債券・為替

資金流出が始まったハイイールド債券市場

ハイイールド債券市場では動揺が広がっています。インフレ圧力の高まりやFRBが利上げペースを加速するとの観測を背景に、ここ数週間投資家がハイイールド債券の保有を削減しているのです。2月12～16日の1週間だけで、ハイイールド

債券ファンドからは、1週間の解約額としては記録的な規模の資金が流出しました。

しかし、大規模な資金流出にも関わらず、ハイイールド債券のスプレッド(ハイイールド債券と国債の利回り格差)は驚くほど安定しています。これは、さらなる資金流出が発生することを示唆しているように思われます。例えば、米国ハイイールド債券のスプレッドはわずか3.5%程度であり、さらに拡大の余地があると見ています。米国、欧州共にハイイールド債券は依然として割高な水準で取引されており、金融政策の引き締めに対して極めて弱い状態にあります。

ハイイールド債券のバリュエーションが割高な水準にある一方、米国国債には投資妙味が出てきました。米10年国債利回りは2.9%程度と2017年の最低値より0.9%程度高い水準にあります。これにより、米10年国債利回りとの名目GDP成長率の差は2010年以来の水準である0.2%程度にまで縮小しました。米10年国債利回りには既に、景気サイクルの変化が織り込まれていると考えるべきでしょう。つまり、デュレーションの長い債券に対する買いのシグナルと見ることができます。加えて、米国国債はバリュエーション面で欧州国債よりも投資妙味があります。米国とドイツの10年国債の利回り格差は少なくとも過去20年間で最大の水準にまで拡大しており、両国の名目GDP成長率の差では最早正当化は困難です。

為替については、対ドルでの円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。景気見通しに対する不透明感が高まり、2月上旬のように金融市場のボラティリティが高まる局面では、円は避難通貨として買われる傾向があるためです。

※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。

※本文中で言及した指数・指標等は、次ページの参考データに掲載した指数・指標等と異なる場合があります。

Barometer

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2018年2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	25,029	26,149	24,719	-4.3%	+1.3%
(米)ナスダック総合指数	7,273	7,411	6,903	-1.9%	+5.4%
(日)TOPIX	1,768	1,837	1,818	-3.7%	-2.7%
(日)日経ジャスダック平均	4,150	4,240	3,950	-2.1%	+5.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,439	3,609	3,504	-4.7%	-1.9%
(英)FTSE100指数	7,232	7,534	7,688	-4.0%	-5.9%
(中国)上海総合指数	3,259	3,481	3,307	-6.4%	-1.4%
(香港)ハンセン指数	30,845	32,887	29,919	-6.2%	+3.1%
(ブラジル)ボベスバ指数	85,354	84,913	76,402	+0.5%	+11.7%
(インド)SENSEX30指数	34,184	35,965	34,057	-5.0%	+0.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,285	1,282	1,154	+0.2%	+11.4%

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	107.37	108.79	113.00	-1.3%	-5.0%
ユーロ	131.28	135.08	134.94	-2.8%	-2.7%
英ポンド	149.26	153.97	151.95	-3.1%	-1.8%
スイスフラン	114.31	116.42	115.46	-1.8%	-1.0%
豪ドル	83.66	87.79	88.17	-4.7%	-5.1%
加ドル	84.07	88.20	89.95	-4.7%	-6.5%
中国元 [※]	16.85	17.35	17.30	-2.9%	-2.6%
ブラジルレアル [※]	32.84	34.47	33.96	-4.7%	-3.3%
インドルピー	1.67	1.72	1.78	-2.9%	-6.2%
ロシアルーブル	1.91	1.93	1.97	-1.0%	-3.0%
タイバーツ	3.42	3.47	3.45	-1.4%	-0.9%
南アフリカランド	9.15	9.08	9.11	+0.8%	+0.4%

(※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	2.87%	2.71%	2.41%	+0.16%	+0.46%
日10年国債利回り	0.05%	0.08%	0.05%	-0.04%	-0.00%
独10年国債利回り	0.61%	0.64%	0.42%	-0.03%	+0.19%
豪10年国債利回り	2.81%	2.82%	2.70%	-0.01%	+0.11%
米政策金利(FFレート)	1.50%	1.50%	1.50%	±0%	±0%
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)	61.43	64.82	60.46	-5.2%	+1.6%
金(1オンス、ドル)	1,319.34	1,341.67	1,303.46	-1.7%	+1.2%

※ 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。