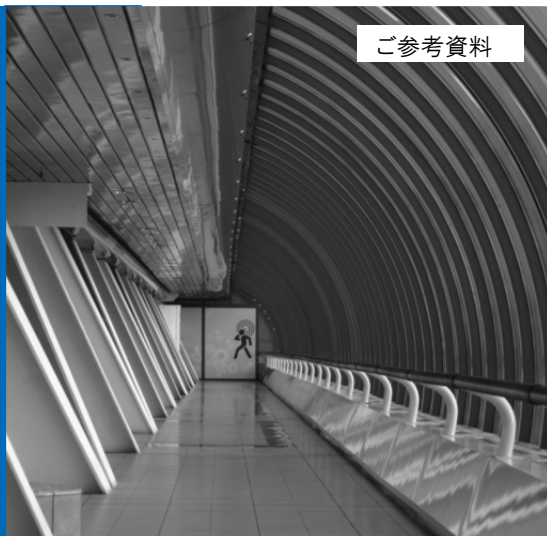


Barometer

2018年
4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

曇り空の先にあるものは？



■グローバル資産クラス

米国と中国の貿易摩擦が悪化する中であっても、米連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを継続する見込みです。また、世界経済のモメンタムは鈍化しつつある中、企業業績に関する市場予想が頑として強気を維持していることから、ネガティブサプライズへの懸念もあります。以上より、株式の評価はニュートラルを維持します。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

長期的な成長見通しこそ底堅いものの、ここ数ヵ月では輸出や建設を中心に景気のモメンタムが鈍化していることから、日本の評価を1段階引き下げてオーバーウェイトとします。ユーロ圏株式については、好調な企業業績を背景に投資妙味があると見ていることから、オーバーウェイト評価を維持します。一方、バリュエーションが依然として最も割高な水準にあることや、企業の業績予想が過度に強気であることを警戒し、米国株式の評価はアンダーウェイトを継続します。

■株式:セクター別

ドル安基調に加えて、イランやベネズエラにおける地政学的リスクが高まっていることを背景に原油供給が減少するとの観測などもあり、原油価格が堅調に推移していることから、エネルギーセクターの評価を1段階引き上げ、フルオーバーウェイトとします。また、直近の相場調整でバリュエーション面での割高感が幾分緩和されたことを受けて、生活必需品セクターの評価を1段階引き上げてアンダーウェイトとします。

■債券

世界経済が全般に安定していることや商品市況が堅調に推移していること、ドル安基調が継続していること、新興国のインフレトレンドが相対的に好ましい内容であることなど、現地通貨建て新興国債の下支え材料が数多くあることから、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。

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

下落が続く株式市場

3月の株式市場は引き続き下落となり、大部分の先進国株式市場は年初来でマイナス圏に沈んでいます。トランプ米大統領が米国の対中国の貿易赤字削減に向けて中国製品へ関税を課す案を発表したことから、株式市場は不安定化しています。加えて、米フェイスブックの個人情報流出問題やトランプ大統領がツイッターで米アマゾンへの批判を繰り返していることなども、投資家心理をさらに悪化させる要因となっています。

主要株式市場の大半は3月に-2%超の下落幅を記録しました。2018年第1四半期は世界全体のM&A(企業の合併・買収)が金額ベースで1兆2,000億ドル程度と記録的な水準に達しましたが、株式市場は軟調なままです。新興国株式市場は全般に傷が浅く、特にラテンアメリカ株式市場は相対的に小幅な下落にとどまりました。

テクノロジーセクターは-3%超と下落幅が大きくなりましたが、年初来のパフォーマンスは+3%程度と依然としてプラス圏にとどまっている数少ないセクターの一つです。ワーストパフォーマンスは年初来で-6%超の下落となった電気通信サービスセクターです。ちなみに、同セクターは2017年の上昇率がわずか+2%程度と、世界的に株式市場が非常に堅調である中において、ワーストパフォーマンスとなりました。一方、原油価格の大幅上昇を背景としてエネルギーセクターは上昇しました。また、リスク回避的な動きが広がる中、債券と似た性質を持つ公益事業セクターは+4%弱と大幅に上昇し、トップパフォーマンスとなりました。

債券は+1%程度の上昇となり、年初来ではほぼ横ばい水準まで戻しました。英国国債は、インフレ圧力が和らいだことや英ポンドの反発などを受けて、+2%超と上昇率が大きくなりました。現地通貨建て新興国債券のパフォーマンスは引き続き好

調で、年初来では+4%超上昇し、トップパフォーマンスとなりました。

社債市場にとって3月は値動きに乏しい月となりました。軟調な株式市場に引きずられ、年初来では大部分の市場が下落となっています。もっとも、欧州中央銀行(ECB)による債券購入プログラムが下支えとなり、ユーロ建て社債市場は比較的堅調に推移しました。

為替の動きはまだ模様です。ドルは、対ユーロおよび円では下落となりましたが、オーストラリアドルやスイスフランなどに対しては上昇しました。

今月の資産配分

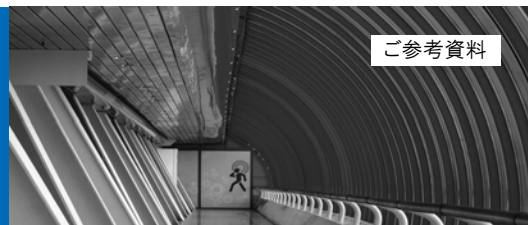
激流の中を進む

世界の投資環境には暗雲が立ち込めています。米国と中国の貿易摩擦が悪化する中であっても、米連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを継続する見込みです。また、企業業績に関する市場予想が頑として強気を維持している中、世界経済のモメンタムは鈍化しつつあります。

金融市場が荒れる局面はこの先幾度もあるでしょう。もっとも、相場が完全に崩壊に至るとまでは考えていません。アセットアロケーションを考えるにあたっては、慌てて資産クラス間の入れ替えを行うのではなく、冷静に対処すべきタイミングです。

上述の投資環境を踏まえて、株式の評価はニュートラルを維持します。また、債券の評価は、各国の金融政策が引き締めに向かっていることを考慮し、引き続きアンダーウェイトとします。投資家心理が悪化していることや、短期的な相場変動が大きくなることを想定しているため、キャッシュ比率を比較的高位に維持する方針です。ポートフォリオ全体のリスクを軽減すると共に、買いの好機が到来した際には迅速に行

Barometer



動に移せるだけの柔軟性を確保することが目的です。

米中間の貿易戦争については、行き着く先は勝者不在の政策であり、交渉にとって妥協点が見出されるでしょう。韓国との貿易協定においては、原則的に合意したと発表するなど、米国は融和的な姿勢に転じています。

景気見通しについては、鈍化はしているものの、当初想定していたほどではありません。世界の景気先行指数からは+3.6%の経済成長率が示唆されますが、既にピークアウトの兆しが見られます。もっとも、依然として潜在成長率を上回る水準にあるため、決して内容は悪くありません。米国の景気先行指数が6年ぶりの高水準となるなど、極めて力強い内容です。トランプ政権による減税案によって企業の設備投資が促進されることによって、米国の2018年4-6月期GDP成長率は市場予想を上回ると予想しています。中国の製造業セクターこそ足元で弱含んでいるものの、米国の力強い経済成長が相殺するでしょう。

世界の経済成長が力強い内容である一方、企業業績に関する市場予想は過度に強気であり、決算発表で投資家は失望することになるかもしれません。もっとも、最近の市場の調整局面を経てバリュエーション(投資価値評価)はより持続可能な水準まで落ち込んでいるため、ネガティブサプライズとなった場合でも下値は限定的と見ています。

世界の流動性供給は減少傾向にあります。金融引き締めは緩やかなペースで進行中であり、過度に懸念する必要はないと見ています。各国の流動性供給をモニターすると、米国では1月に引き締めに転じました。また、日本では2月に、ユーロ圏では3月に、拡大基調から中立的な水準まで減少しています。流動性供給については緩やかながら同様の傾向が続くと見ており、債券利回りも上昇基調となることが予想されます。また、米国での短期LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)の上昇には引き続き気を配っています。将来的に資金繰りがタイト化する兆しかもしれません。

バリュエーション面では、2017年4月以来で始めて、株式

市場の評価が割高から中立的な水準まで落ち着きました。株価収益率(PER)、株価純資産倍率(PBR)、配当利回りのいずれの指標で見ても、最早割高な水準ではありません。

テクニカル的には、投資適格社債およびハイイールド債券にネガティブなサインが出ている一方、現地通貨建て新興国債券にはポジティブなサインが出ています。また、投機筋によるボラティリティ指数先物の大規模なショートポジションが巻き戻されていることは安心できる材料です。株式市場のぜい弱性が和らぐ一因となるでしょう。

株式市場

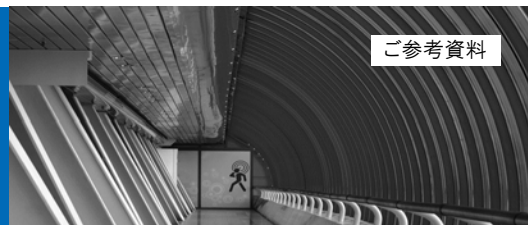
アルファは何処に？

向こう数カ月の株式市場は、よくて足踏み状態であると見ています。景気のパラダイムが頭打ちである他、各国の金融政策は引き締めへと転じており、高水準のバリュエーションを下支えしてきた大規模な流動性供給は減少しつつあります。各国間の景気サイクルの違いを反映して、国・地域およびセクター間でのリターン格差は今後拡大していくと予想しており、戦術的な投資機会が多数到来すると見ています。

国・地域別では、米国株式は依然として最も割高に評価されている市場であり、上値余地は限定的です。加えて、2018年の業績予想のコンセンサスは+19.5%と非常に高水準です。歴史的には名目GDP成長率が6%程度ないと達成困難な水準と思われる、ネガティブサプライズが懸念されます。

日本株式に対する楽観的な見方は後退しています。長期的な成長見通しこそ底堅いものの、ここ数カ月では輸出や建設を中心に景気のパラダイムが鈍化しているためです。足元の円高基調も輸出が伸び悩む要因となります。また、日銀が1月に債券購入額を減らす決断を下したことは、投資家に対して出口戦略を意識させることとなりました。もしかしたら、日

Barometer



銀は量的金融政策からの出口を探る欧州中央銀行(ECB)に倣ったのかもしれませんが。上述の通り悪材料があるものの、日本株式は主要国の中で割安に評価されている市場であり、コーポレート・ガバナンスの改善に取り組むなど構造改革が進展していることはポジティブな材料として見ています。ユーロ圏については、好調な企業業績を背景に投資妙味が高いと考えています。

セクター別では、エネルギーセクターの見通しが著しく改善しています。ドル安基調に加えて、イランやベネズエラにおける地政学的リスクが高まっていることを背景にした供給減少観測などを受けて、原油価格は堅調に推移すると見ており、エネルギー企業の業績改善に寄与するでしょう。エネルギーセクターのパフォーマンスは、2017年半ば以来、世界株式に対してだけでなく、原油価格そのものにも後れを取ってきました。徐々にではありますが、このパフォーマンス格差は縮小に転じると予想しています。生活必需品セクターについては、直近の相場調整でバリュエーション面での割高感が幾分薄れたことから、評価を1段階引き上げアンダーウェイトとします。株式全般にはディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクターへの投資配分を増やしています。

情報技術セクターのバリュエーションは調整局面を経て割高感が薄れています。もっとも、未だ投資妙味がある水準とは言えないため、評価はニュートラルを維持します。また、テクノロジー企業に対する規制の強化や、米国と中国の間の貿易摩擦の激化に対する懸念も情報技術セクターの上値を抑える要因となります。加えて、長期的な見通しこそ明るいものの、株価には既に織り込み済みと思われる、上値余地も限定的と見られます。2017年の株式市場の上昇をけん引したのは情報技術セクターでしたが、行く手には困難が待ち受けていると言えそうです。

債券・為替

新興国債券に投資妙味

世界経済が全般に安定していることや商品市況が堅調に推移していること、ドル安基調が継続していること、新興国のインフレトレンドが相対的に好ましい内容であることなど、現地通貨建て新興国債券の下支え材料は数多く、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。

世界経済のトレンドはかつてほど堅調ではありませんが、景気後退を直ちに心配しなければならない理由は見当たりません。このような中、原油価格の上昇を受けて資源輸出国の景気先行指数は依然として堅調な水準にあります。また、景気が力強いことから、商品市況の堅調なパフォーマンスは今しばらく続くでしょう。加えて、トランプ大統領の政権運営は引き続きドル安を招くと見られます。ドル安基調は商品価格の上昇や新興国への投資資金流入増加につながるため、一般に新興国の資産にとってプラスの材料です。現地通貨建て新興国債券のインデックスの内訳を見ると、資源国の占める割合が高いことから、ドル安が現地通貨建て新興国債券市場の下支えになることが分かります。

インフレ率に関しては、先進国で上昇基調にある一方、新興国では低下が続いています。インフレ率が低下基調にある一方で債券利回りが高い水準にあることから、新興国債券の投資妙味が増す結果となりました。過去20年間で見ると、新興国のインフレ率は平均して先進国よりも4%程度高い水準にありましたが、足元のインフレ率格差はわずか1%程度にまで縮小しています。

先進国の債券利回りは年初来で上昇しており、バリュエーション面では幾分割高感が薄れています。もっとも、債券のアンダーウェイト評価を引き上げるほどではありません。先進国国債の中では引き続き米国の長期国債をオーバーウェイトとします。金融市場の混乱に対する備えとして意味合いの

Barometer



他、先進国の中では利回り水準が比較的高いことから投資妙味があると見ています。

投資資金の避難先としての性格を持つ金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。また、金の保有にはドル安のヘッジとしての効果も期待しています。主要国通貨に対するドルのバリュエーションは適正水準にあると見ていますが、米金融政策の引き締めにも関わらず今しばらくはドル安基調が続く可能性があると考えているためです。対ドルでの円のオーバーウェイト、その他通貨に関しては対ドルでのニュートラル評価を維持します。

※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。

※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3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	24,103	25,029	24,719	-3.7%	-2.5%
(米)ナスダック総合指数	7,063	7,273	6,903	-2.9%	+2.3%
(日)TOPIX	1,716	1,768	1,818	-2.9%	-5.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,984	4,150	3,950	-4.0%	+0.8%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,361	3,439	3,504	-2.3%	-4.1%
(英)FTSE100指数	7,057	7,232	7,688	-2.4%	-8.2%
(中国)上海総合指数	3,169	3,259	3,307	-2.8%	-4.2%
(香港)ハンセン指数	30,093	30,845	29,919	-2.4%	+0.6%
(ブラジル)ボベスパ指数	85,366	85,354	76,402	+0.0%	+11.7%
(インド)SENSEX30指数	32,969	34,184	34,057	-3.6%	-3.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,249	1,285	1,154	-2.8%	+8.2%

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	106.24	107.37	113.00	-1.1%	-6.0%
ユーロ	130.52	131.28	134.94	-0.6%	-3.3%
英ポンド	148.84	149.26	151.95	-0.3%	-2.0%
スイスフラン	111.33	114.31	115.46	-2.6%	-3.6%
豪ドル	81.66	83.66	88.17	-2.4%	-7.4%
加ドル	82.38	84.07	89.95	-2.0%	-8.4%
中国元 [※]	16.90	16.85	17.30	+0.3%	-2.3%
ブラジルレアル [※]	32.00	32.84	33.96	-2.6%	-5.8%
インドルピー	1.65	1.67	1.78	-1.2%	-7.3%
ロシアルーブル	1.85	1.91	1.97	-3.1%	-6.1%
タイバーツ	3.40	3.42	3.45	-0.6%	-1.4%
南アフリカランド	8.98	9.15	9.11	-1.9%	-1.4%

(※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	2.75%	2.87%	2.41%	-0.12%	+0.33%
日10年国債利回り	0.04%	0.05%	0.05%	-0.01%	-0.01%
独10年国債利回り	0.50%	0.61%	0.42%	-0.11%	+0.07%
豪10年国債利回り	2.59%	2.81%	2.70%	-0.23%	-0.11%
米政策金利(FFレート)	1.75%	1.50%	1.50%	+0.25%	+0.25%
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)	64.87	61.43	60.46	+5.6%	+7.3%
金(1オンス、ドル)	1,323.43	1,319.34	1,303.46	+0.3%	+1.5%

※ 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、財務、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。