

Barometer

2018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

嵐に備える



■グローバル資産クラス

近時の市場の動揺を勘案すれば、投資の好機が、引き続き、市場に内在すると考えられますが、足元の厳しい環境と世界貿易を巡る緊張、英国のEU離脱、イタリア財政問題などの先行きを巡る不透明感を勘案すると、相対的にリスクの高い資産の持ち高を減らしておくことが賢明だと思われます。従って、株式の投資評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、債券の投資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した。

■株式:地域別・スタイル別

米国株式はアンダーウェイトを維持します。日本株は引き続き選好します。日本経済は輸出の伸び悩みに苦戦しているものの、株式市場のバリュエーションは、依然、魅力的です。新興国株式は、主に、新興国通貨が適正値を大幅に下回る水準に留まることから、魅力的です。FRBが来年の利上げのペースを落とせば、ドル安が進行して新興国市場の追い風になると考えます。

■株式:セクター別

コモディティ市場の動揺を背景に、素材及びエネルギー・セクターの投資評価を引き下げました。ヘルスケアはバリュエーション面での割高感と、規制を巡る不透明感を勘案してフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへ引き下げました。景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ・セクターは景気敏感セクターのパフォーマンスを上回ると見て、公益セクターをニュートラルに引き上げました。

■債券

10年国債利回りが3%を割り込んだことから、米国国債はオーバーウェイトへと一段引き下げました。社債等のクレジット債には、流動性の引き締め、利益成長率の頭打ち、信用の質の悪化等から長期的に弱気の姿勢で臨みます。

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



資産配分

様子見に徹する

2018年も年の瀬が迫りましたが、投資家には多くの理由で慎重な姿勢で市場に臨むことが求められます。米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長が、11月28日、予想外のハト派的な講演を行った一方で、世界貿易を巡る緊張、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)、イタリア財政が引き起こしかねないユーロ圏の政局の混乱等、金融市場の行く手を阻む可能性のある問題が山積しているからです。

同時に、世界経済の先行きには影が増し、流動性は悪化を続け、テクニカル指標は、主要な資産クラスの多くに赤信号を発しています。

近時の市場の動揺を勘案すれば、投資の好機が、引き続き、市場に内在すると考えられますが、足元の厳しい環境と先行きを巡る不透明感を勘案すると、相対的にリスクの高い資産の持ち高を減らしておくことが賢明だと思われます。従って、株式の投資評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、債券の投資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した。

ピクテの景気循環指標は、米国、日本、スイスのいずれについても、前月比で悪化しています。また、景気先行指標も、世界のほぼ全ての地域で、ニュートラルまたはネガティブのスコアを示しています。唯一の例外は中国で、財政刺激策がインフラ関連支出の拡大に寄与し始め、自動車を除く小売売上高も持ち堪えています。

一方、マークイットが算出する購買担当者景気指数(PMI)によると、世界全体の企業心理は、この2年で最低の水準に落ち込んでいます。最も直近の指数は、来年の世界経済の成長率が3%を割り込むことを示唆しており、市場のコンセンサス予想も下方修正を余儀なくされることが見込まれます。

最も懸念されるのは、米国の住宅セクターです。住宅建設活動には減速感が目立ち、価格は1-3月期中に天井を打って、30年物住宅ローン金利は、2016年の3.5%弱から5%に上昇しています。

住宅セクター低迷の一因は、流動性の大幅な縮小です。流動性指標を見ると、中央銀行及び民間銀行が過去1年で設定した与信(量)の、(米国、中国、ユーロ圏、日本、英国5カ国)の名目GDPに対する比率は8.3%と半減しています。

上記5カ国・地域の中央銀行は、(10年前の)金融危機以降初めて、一丸となって、量的金融緩和時に買い入れし、保有してきた金融資産を削減することが予想されますが、景気循環への影響、とりわけ、米国の設備投資や金利敏感セクターに負の影響が及ぶことが懸念されます。

テクニカル指標も慎重な投資姿勢を示唆していますが、株式市場の景気敏感セクターは特に魅力に欠けます。一方、典型的な避難先であるゴールド(金)は売られ過ぎの感が強く、投資家がリスク回避の姿勢を強めた場合には価格の上昇が際立つものと見えています。

バリュエーション(投資価値評価)指標は、割高にも割安にも見えない世界株式をニュートラルとしたピクテの投資評価を支持しています。MSCI全世界株価指数(ACWI)の株価収益率(PER、来期利益ベース)は13.7倍と、ピクテが妥当と考える水準に留まっています。債券は、現地通貨建て新興国債券市場を中心に投資の好機を内在するものの、総じて割高です。

地域別・セクター別の株式市場

年末ラリーは期待薄

世界の株式市場で年末ラリーが展開される公算は低いと思われる。最近の調整局面後も、ピクテでは引き続き慎重

Barometer



な姿勢を維持しています。経済成長の鈍化と米中の貿易摩擦は、市場の明るい見通しを示唆するものではありません。

企業の利益予想も芳しくありません。全業種ベースでは、ここ2年で最大数の企業が利益予想を下方修正しています。また、世界企業の来年の利益成長率は、今年の13%から7%にほぼ半減することが予想されます。

米国株式はアンダーウェイトを維持します。米国企業の利益成長率は、今年の23%に対し来年は7%と、世界の主要地域で最も大幅な落ち込みが予想されます。

日本株式は引き続き選好します。日本経済は輸出の伸び悩みに苦戦しているものの、株式市場のバリュエーションは、依然、魅力的です。日本企業の債務比率が低いことも好材料で、EBITDA(利息、税金、減価償却前利益)に対する純債務比率は平均1.48%と、他の先進国を下回ります。

ユーロ圏株式はニュートラルを維持します。域内経済はわずかながら改善し、バリュエーション面は相対的に割安ですが、イタリアの財政赤字を巡る懸念が数カ月のうちに強まって企業活動を損なう可能性も否めません。

新興国株式は、主に、新興国通貨が適正値を大幅に下回る水準に留まることから、魅力的です。FRBが来年の利上げのペースを落とすのではとの期待が強まっており、そうなれば、ドル安が進行して新興国市場の追い風になると考えます。加えて、新興国市場全般に慎重な投資家が多数見受けられることは、逆張りの観点では強気のシグナルであり、オーバーウェイトを継続します。

業種セクターでは、国際商品(コモディティ)市場の動揺を背景に、素材セクターの投資評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、エネルギー・セクターもフル・オーバーウェイトからオーバーウェイトに引き下げました。

フル・オーバーウェイトとしていたヘルスケア・セクターも、バリュエーション面での割高感と、規制を巡る不透明感を勘案してオーバーウェイトへ引き下げました。もともと、米国の薬価設定は、ねじれ議会において民主党と共和党の合意が

期待される数少ない分野の一つです。

景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ・セクターは景気敏感セクターのパフォーマンスを上回ると見えています。このため、公益セクターをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。一方、一般消費財セクター及び情報通信セクターはバリュエーション水準が株価下落後も依然として高く、景気減速の打撃が大きいと思われることから、アンダーウェイトを継続します。

債券・為替

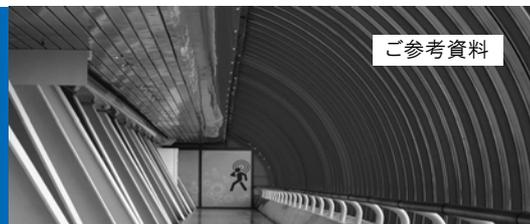
現地通貨建て新興国債券に注目

パウエルFRB議長のハト派的な講演は今後数カ月の利上げのペースが鈍化するのではとの市場の期待を煽り、現地通貨建て新興国債券市場を支えると思われませんが、このような状況がドル高の勢いを幾分削ぐような場合には、とりわけ効果が期待されます。従って、当該債券クラスはオーバーウェイトを維持します。

現地通貨建て新興国債券市場は、上半期を通じて苦戦を強いられましたが、この2カ月を通じ息を吹き返した兆しが認められます。ドル高や、米中の貿易摩擦、トルコとアルゼンチンを中心とした一部市場の動揺等が市場の下げをもたらしてきましたが、投資家は当資産クラスの潜在力を再発見しつつあると思われれます。FRBの利上げの停止、或いは、ペースの鈍化が実現すれば、新興国債券市場が年初来の下げの大半を取り戻す環境が創り出される可能性があると思われれます。現地通貨建て新興国債券市場の代表的な指数であるJPモルガンGBI-EM グローバル・ディバーシファイド指数は、直近の反発局面後の時点においても、ドルベースで4月の高値を12%下回っています。

米国国債は若干ポジションを落としました。パウエルFRB

Barometer



議長講演を好感した上げ相場で9月以降初めて10年国債利回りが3%を割り込んだからです。足元の市場は、12月の利上げの後、2019年については、25ベース・ポイント(0.25%)の利上げを1回しか織り込んでいません。10月の時点で、2019年に2回半以上の利上げを予想していたのとは様変わりです。ピクテでは、米国国債を、他のポジションのヘッジ手段として活用してきましたが、株式、債券ともにニュートラルとした現時点では、重要性が薄れています。

年初来のリターンが約2%のドイツ国債は、ピクテのバリュエーション・モデルで測ると、数カ月前の欧州社債に代わって、足元、最も割高な資産クラスです。従って、ドイツ国債はアンダーウェイトとします。(社債等)のクレジット債には、流動性の引き締め、利益成長率の頭打ち、信用の質の悪化等から長期的に弱気の姿勢で臨みます。また、社債のデフォルト率が底入れしつつあるように思われることも注目されます。

一方、ゴールドは、年初来、堅調に推移しており、インフレ率の想定外の上昇に対してヘッジ機能を発揮することからオーバーウェイトを維持します。経済成長の鈍化、ハト派色を強めたFRB、弱まることのないインフレ圧力等が相俟って、貴金属相場の強い支えとなっています。

米国の景気先行指標が天井を打ち、FRBがハト派に傾いたことから、ドルの上値余地は限定されると思われます。実際のところ、ピクテのモデルは、ドルが適正価値を15%以上上回る水準に留まっていることを示唆しています。

グローバル市場概況

原油の大幅下落

国際商品(コモディティ)市場が、月間を通じて市場の注目を集めました。経済成長が鈍化する中、サウジアラビアが過去80年で最大級の増産を行ったため、原油価格が、月次ベ-

スではここ10年程で最大の下げ幅を記録したからです。同国は、米国の油価引き下げ圧力に屈し、日量1,080万バレルから1,100万バレル超への増産を実施した模様です。

原油価格(北海ブレント、現物価格)は、供給過剰を巡る投資家の懸念を嫌気し、1バレル=85ドルから60ドルへと20%以上、下落しました。

相対的にリスクの高いその他の資産クラスは騰勢を強くし、前月の大幅な下げの一部を回復しました。投資家はFRBの予想外のハト派的なコメントに意を強め、米中の通商協議で停戦の申し入れがあるのではとの期待が株式市場を一段と押し上げました。

新興国の株式、債券、通貨は、資産クラス中最も高いリターンを記録しました。月間騰落率は、MSCI新興国株価指数が+4.1%、現地通貨建て新興国債券が+2.8%となり、通貨では、インド・ルピー、南ア・ランド及びトルコ・リラが(対ドルで)買われ、6%前後の上昇となりました。

先進国資産は、新興国との比較では低調だったものの、プラスのリターンを維持しました。MSCI世界株価指数は、現地通貨ベースで+1.2%となり、ソブリン債もFRBのコメントを好感し、米国国債をけん引役に上昇しました。米国10年国債利回りは、3%を割り込みました。

新興国市場の通年の騰落率は、11月の上昇局面をもってしても、マイナスで終わることとなりそうです。11月末時点の年初来騰落率は、株価指数が-12%、現地通貨建て新興国債券が-7%となっています。

※将来の市場環境の変動等により、当資料に記載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	25,538	25,116	24,719	+1.7%	+3.3%
(米)ナスダック総合指数	7,331	7,306	6,903	+0.3%	+6.2%
(日)TOPIX	1,667	1,646	1,818	+1.3%	-8.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,576	3,563	3,950	+0.4%	-9.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,173	3,198	3,504	-0.8%	-9.4%
(英)FTSE100指数	6,980	7,128	7,688	-2.1%	-9.2%
(中国)上海総合指数	2,588	2,603	3,307	-0.6%	-21.7%
(香港)ハンセン指数	26,507	24,980	29,919	+6.1%	-11.4%
(ブラジル)ボベスパ指数	89,504	87,424	76,402	+2.4%	+17.1%
(インド)SENSEX30指数	36,194	34,442	34,057	+5.1%	+6.3%
(ロシア)RTS指数\$	1,126	1,126	1,154	-0.0%	-2.5%

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	113.47	113.26	113.00	+0.2%	+0.4%
ユーロ	129.19	128.43	134.94	+0.6%	-4.3%
英ポンド	145.01	143.90	151.95	+0.8%	-4.6%
スイスフラン	113.90	112.63	115.46	+1.1%	-1.4%
豪ドル	83.08	80.24	88.17	+3.5%	-5.8%
加ドル	85.42	86.43	89.95	-1.2%	-5.0%
中国元 [※]	16.35	16.18	17.30	+1.1%	-5.5%
ブラジルレアル [※]	29.30	30.38	33.96	-3.5%	-13.7%
インドルピー	1.64	1.55	1.78	+5.8%	-7.9%
ロシアルーブル	1.71	1.73	1.97	-1.2%	-13.2%
タイバーツ	3.44	3.40	3.45	+1.2%	-0.3%
南アフリカランド	8.30	7.73	9.11	+7.4%	-8.9%

(※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	3.02%	3.16%	2.41%	-0.14%	+0.61%
日10年国債利回り	0.09%	0.13%	0.05%	-0.04%	+0.04%
独10年国債利回り	0.31%	0.38%	0.42%	-0.08%	-0.12%
豪10年国債利回り	2.59%	2.62%	2.70%	-0.03%	-0.11%
米政策金利(FFレート)	2.25%	2.25%	1.50%	±0%	+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)	50.78	65.31	60.46	-22.2%	-16.0%
金(1オンス、ドル)	1,219.15	1,215.54	1,303.46	+0.3%	-6.5%

※ 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、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。