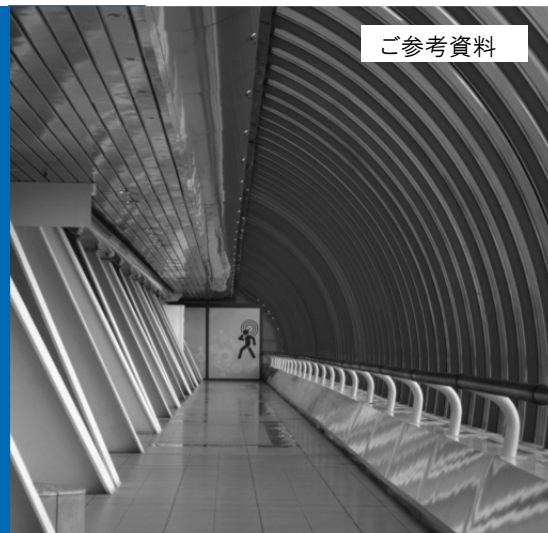


# Barometer

2018年  
2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

## 調整局面に備えよ



### ■グローバル資産クラス

ファンダメンタルズこそ堅調であるものの、バリュエーションの面では上値余地が小さく、テクニカル的には短期的な過熱感が示唆されていることから、株式の評価をニュートラルとします。一方、世界的に景気が堅調であることから金融政策が引き締めに向かっていくことを考慮し、債券の評価はアンダーウェイトとします。

### ■株式:地域別・スタイル別

ファンダメンタルズが堅調かつバリュエーションが比較的割安な水準にあるという特徴を兼ね備えていることから、ユーロ圏および日本株式の評価を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極めて割高な水準にある米国株式の評価はアンダーウェイトとします。

### ■株式:セクター別

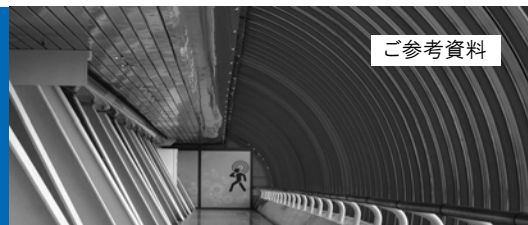
力強い経済成長を背景に債券利回りの上昇が続くと予想されることから、金融引き締め局面に強いセクターの投資配分を増やします。金利上昇が業績にプラスの材料となる他、バリュエーション面でも投資妙味のある金融セクターの評価はフルオーバーウェイトとします。また、景気の回復基調とドル安を背景に商品市況高が続くと見ていること、バリュエーションが比較的割安であることから、エネルギーと素材セクターの評価をオーバーウェイトとします。一方、債券利回りの上昇が続く中であって、金利敏感である公益事業セクターの評価はフルアンダーウェイトとします。

### ■債券・為替

米国国債利回りの上昇が続く中、米国ハイイールドのスプレッドは歴史的な低水準にあり、ショック発生時のバッファは十分とは言えなくなってきました。ハイイールド債券市場からの資金流出も増えていることから警戒を強めており、米国ハイイールド債券の評価をアンダーウェイトとします。為替では、ユーロと英ポンドの対米ドルでの評価をニュートラルとします。米減税法案の成立もありドル高の材料が揃っていると思われるものの、ユーロ圏経済の改善やブレグジットに伴う英国経済への悪影響に対する懸念が後退していることなど、短期的な強気材料もあるためです。

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

### 行き過ぎもまた相場

年明けの株式市場では典型的な季節要因である「1月効果」が見られました。年末にかけて税金対策の売りが出る一方、1月には新規資金が流入しやすいことから、1月の株式市場のリターンは他の月よりも高くなる傾向にあると言われています。世界株式、米国株式はいずれも+5%超となり、連騰記録を15か月連続(トータルリターンベース)に伸ばしました。

トップパフォーマーとなったのは新興国株式市場です。中でも、ラテンアメリカ、アジア株式の上昇率は非常に大きくなりました。背景には外国人投資家の旺盛な投資意欲があります。1月だけで135億ドルもの資金が新興国株式市場に流入していますが、これは過去18か月で最大の水準です。

英国株式は1月に-2%程度の下落となっており、出遅れが目立ちます。英ポンド高の進行が英国多国籍企業の業績にとって重石となったこと、英建設会社カリオンの経営破綻、カリオンの競合でアウトソーシング事業を展開する英キャピタが業績の下方修正に伴い増資と配当停止を発表し株価が急落したことなどがマイナスの材料となりました。

セクター別では、情報技術セクターが+7%程度上昇しトップパフォーマーとなりました。一方、ワーストパフォーマーは公益事業で-2%弱の下落となりました。景気敏感セクターがディフェンシブセクターをアウトパフォームする傾向が続いていますが、ヘルスケアは例外です。情報技術と同様、ヘルスケアセクターも米税制改革法案の恩恵を受けるためです。両セクター共に、何千億ドルもの利益を海外に滞留させていますが、低税率で米国内に還流させることができるためです。

投資家にとって警戒すべきサインはVIX指数の動きでしょう。1月の上旬には10を下回っていたものの、月末にかけては14前後の水準まで上昇しています。株式市場の上昇が続く中にあるのはまれな動きです。

債券市場は全般に軟調な動きとなりました。米国国債は、米連邦準備制度理事会(FRB)がインフレ率の上昇見通しを発表したことから利回りが4年ぶりの水準まで上昇し、下落幅が大きくなりました。FRBのインフレ見通しを受けて米国の3月の利上げ観測は一層高まりました。米国国債の下落を受けて、米国の投資適格社債のパフォーマンスも軟調でした。

為替市場では依然としてドル安が続いています。幅広い通貨に対してドルは売られており、特にメキシコペソやブラジリアル、英ポンド、スイスフランに対する下落幅が大きくなりました。

## 今月の資産配分

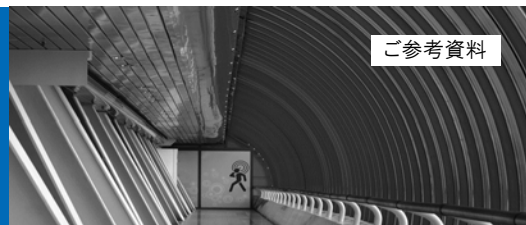
### リスク資産への警戒を強める

世界の株式市場は2018年も力強いスタートを切りました。世界全体では+5%超の上昇となり、多くの市場で史上最高値の更新が見られました。もともと、株価と債券利回りが同時に上昇する現状を見るに付け、株式市場の上値余地は限定的であるとの思いを強くします。世界的に内需が力強く、特に先進国においては雇用環境が堅調で賃金の上昇も見られることから、2018年のインフレ率は上昇基調になると見えています。市場予想を上回るペースでインフレ率の上昇が見られるようであれば、中央銀行はより金融政策を引き締めることで対応すると予想されます。株式の評価を一旦ニュートラルに引き下げ、キャッシュの配分を増やすこととします。また、債券の評価はアンダーウェイトを維持します。

景気先行指数から判断するに、2018年の世界の経済成長率は+3.4%と、2017年の+3%よりも拡大すると予想されます。

米国経済についてはより楽観的な見通しを持っています。2017年10-12月期の国内最終需要は+4.3%増と2014年以来の高い伸びを示しました。また、消費者信頼感指数および

# Barometer



企業景況感指数は史上最高水準に近付いています。加えて、ドル安が輸出をサポートする他、減税法案の成立は向こう2年間に渡って米国経済の拡大要因となるでしょう。その一方で、上述の景気拡大要因はいずれもインフレ圧力の高まりを意味します。FRBがインフレ指標として用いている米国のコアPCE(食品とエネルギーを除いた個人消費支出)は2017年12月時点で+1.5%まで上昇しており、2018年後半にはFRBがターゲットとする2%に達すると予想しています。

ユーロ圏では、フランスで建設投資が軟調であったことや雇用回復が遅れていることなどをを受けて景気先行指数が低下しました。もっとも、輸出や設備投資が好調であることから全体としては堅調さを維持しています。

中国経済に関しては短期的には警戒感を強めています。建設、固定資産投資が急激に落ち込んでいることから、景気先行指数が急低下しているためです。その他新興国は、中国を除くアジアが堅調である他、ブラジルをけん引役に南米経済の回復も続いています。

流動性環境がリスク資産に及ぼす影響はニュートラルと見ています。世界の5大中央銀行(米国、中国、ユーロ圏、日本、英国)が供給している流動性は世界のGDP比12.5%と、過去2年間では最低の水準にあります。

米国では、インフレ率が上昇傾向にあることを背景に2018年は3回の利上げが見込まれており、株式市場のバリュエーション(投資価値評価)を押し下げる材料になると見られます。もっとも、米ドル安基調が新興国経済の下支え材料となること、中国人民銀行(中央銀行)が穏健で中立的な金融政策を継続し、信用供給の妥当な拡大を実現する意向を表明していることなどはポジティブな材料です。米金融政策の引き締めによる株式市場へのネガティブなインパクトは幾分緩和されると見ています。

バリュエーション面では、株式市場の上値余地は限定的です。マネーサプライの伸び率が鉱工業生産の伸び率よりも低いことから過剰流動性は縮小していると考えられ、株式市

場のバリュエーションは5~10%程度縮小する可能性もあります。また、企業業績の上方修正が続いていることから、市場予想を上回る決算を発表するハードルは上がっており、決算発表でポジティブサプライズが見られる余地は限定的と言えるでしょう。米税制改革法案が成立した後、米国企業の2018年の予想増益率は+11%から+17%に引き上げられましたが、米税制改革による企業業績へのインパクトは相場には織り込み済みであると見られます。

センチメントの面では、投資家が総じて強気スタンスに偏っているため、株式市場にとってはネガティブな兆候と言えます。米国のブル・ベア比率(強気の投資家/弱気の投資家)からは強気の投資家が大勢を占めていることが分かります。また、新規株式公開(IPO)の動向や、世界株式の投資信託および上場投資信託(ETF)に流入した資金が1月だけで770億ドルに達していることから、投資家が株式市場に対して過度に楽観的になっていることがうかがわれます。

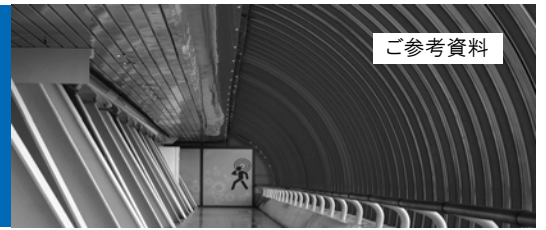
## 株式市場

### 欧州株式に投資妙味

2018年1月の世界の株式市場は+5%超の上昇となりました。ピクテが想定している2018年の株式市場のリターンが+10%程度であることから、目標の半分以上を早くも達成してしまっただけ力強い上昇を達成した後ではありますが、依然として上値余地が大きい市場はどこなのでしょうか？

ピクテでは、主要国の中でもユーロ圏株式市場が投資対象として有望だと考え注目しています。過去30年間で見て、ユーロ圏株式は米国株式に対して最もディスカウントされた水準で取引されており、バリュエーション面で投資妙味があります。当然のことながら、単に割安というだけでは欧州株式を推奨しているわけではありません。2018年のユーロ圏の経

# Barometer



済成長率は+2.2%が見込まれるなど景気見通しの改善が続いていること、実質金利がマイナスであることから金融環境は依然として緩和的であること、銀行貸し出しが増加基調にあることなど好材料が揃っており、ユーロ圏株式の評価は引き続きフルオーバーウェイトとします。

日本株式にも引き続き強気の見通しであり、評価はフルオーバーウェイトを継続します。日本の景気指標は緩やかながらも着実な回復が続いています。中国やアジア諸国への輸出が過去最高水準に達している他、製造業の景況感も上昇が続いています。加えて、2017年12月の有効求人倍率は1.59倍と1976年1月の1.64倍以来44年ぶりの高水準となり、雇用環境が依然として堅調であることを示しています。

米国も景気見通しは堅調です。しかし、2018年の企業の予想増益率は+17%と非常に高い水準にあり、市場予想を上回る決算を発表するハードルは高くなっています。また、堅調な米国経済を背景に2018年は3回の利上げが見込まれていることから、金利上昇に対する警戒感が高まっています。加えて、バリュエーションは歴史的な高水準にあります。例えば、米国株式の株価純資産倍率(PBR)は3.4倍と長期レンドを1.3標準偏差上回る水準にあり、過去分析によれば5%程度の調整局面を迎える可能性があります。以上より、米国株式の評価は引き続きアンダーウェイトとします。

また、米国の利上げが継続的に実施されると想定されるため、株式投資においても金融引き締め局面に強いセクターに対する資金配分が必要となります。金利上昇が業績にプラスとなり、バリュエーションが比較的割安な水準にあることから、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、エネルギーと素材セクターの評価を引き続きオーバーウェイトとします。バリュエーションが比較的割安な水準にある他、世界的な景気拡大とドル安が続く環境下では、商品市況にさらなる上昇余地があると見ているためです。一方、公益事業セクターの評価はニュートラルからフルアンダーウェイトに引き下げます。債券利回りの上昇に伴い、配当利回りの高い公益事業セクターの投資妙味が薄れつつあること

から、同セクターに対する売り圧力が高まっています。また、金利上昇に伴う利払い負担の増大や物価上昇に伴う投入コストの増加を顧客に転嫁するとしても限界はあります。

## 債券・為替

### 高まるハイイールド債券市場への懸念

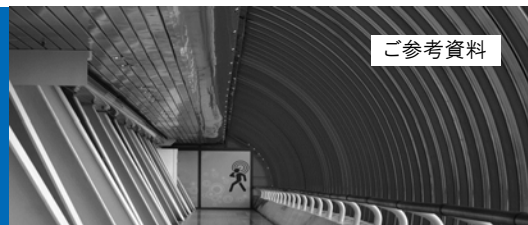
ピクテでは社債市場全般に対して警戒を強めています。バリュエーションが極めて割高な水準にある他、金融引き締め局面では最初に売り込まれる傾向があるためです。

ユーロ投資適格社債、ユーロ・ハイイールドの評価はいずれもアンダーウェイトとしていますが、米国ハイイールド債券の評価もニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。

米10年国債利回りが2014年以来となる2.7%台に達する中、投資妙味が薄れてきているためです。米国ハイイールド債券とユーロ・ハイイールドのスプレッドはそれぞれ3.5%、2.4%程度であり、この程度のバッファではショックに対して十分な耐性があるとは言えません。

米国経済は底堅く推移しており、消費者信頼感指数は歴史的な高水準です。また、失業率も低水準であり、賃金も伸びていることから雇用環境は良好と言えます。加えて、米税制改革法案が成立したことから米国の景気はさらに過熱する可能性もあります。このような環境下、米国の利上げ観測はますます高まっています。さらに、FRBは既にバランスシートの圧縮に着手していることから、保有国債の償還金による米国国債への再投資は行われていません。その一方、減税による財政赤字の拡大を埋め合わせるために、米国国債の発行は増加する見通しです。2017年の米国国債の発行額はネットで5,000億ドル程度でしたが、2018年、2019年のネットの発行額はそれぞれ1兆5,000億ドル、2兆ドル程度となる見

# Barometer



通しです。以上、米国経済の拡大に伴う利上げ観測の高まり、米国国債の需給悪化観測という2つの面から、米国国債利回りには引き続き上昇圧力がかかると見られ、社債特にハイイールド債券市場を圧迫する材料となるでしょう。

また、大規模な資金流出によってハイイールド債券市場が不安定化する可能性にも注視が必要です。過去2週間のハイイールド債券市場の資金フローを見ると、純資産の1%程度に相当する資金が解約のために引き出されています。ハイイールド債券の市場規模は比較的小さいため、流動性の枯渇といった事態になれば衝撃は大きいと思われる。

為替に関しては、米国経済が堅調であることからドル高が進んでもおかしくないはずですが、現実にはドル安が進んでいます。米国の生産性の低下を通じて長期的にはドル安が進行すると予想していますが、短期的にもドル安が進んでいるという事実はいささか腑に落ちません。

例えば、ユーロ・ドル相場を見る際に、直近では米国の経済指標が概ね市場予想を上回っており、米国とユーロ圏の金利差も拡大していることから、ドル高・ユーロ安が進んでもおかしくないはずですが、しかし、実際には年初来でドルはユーロに対して3%程度下落しているのです。ドル安傾向はテクニカル観点から説明可能かもしれませんが、例えば、ユーロ圏の輸出企業がユーロ買い・ドル売りの為替ヘッジを行っている可能性があります。また、ユーロ圏の景気回復が続き、一時はユーロ崩壊すら危惧された欧州債務危機が過去のものとなるに連れて、世界各国の中央銀行が外貨準備においてユーロの保有を増やしている可能性もあります。上述のユーロ高要因、ファンダメンタルズ(基礎的条件)の観点から見たドル高要因のいずれもが存在することから、ユーロ・ドルのポジションは中立とします。ユーロの対ドルで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。

市場は英ポンドの買い戻しを行っています。欧州連合(EU)との離脱交渉に伴う不透明感は引き続き英国経済の下押し材料となるでしょうが、未だ破滅的なインパクトをもたらすような結論には至っていないことから、目先はショートカバー

が入ったと見られます。英ポンドに短期的な買い戻しが入っていること、ファンダメンタルズの観点からはドル高要因も存在することから、英ポンド・ドルのポジションも中立とします。英ポンドの対ドルで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。

(※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（2018年1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	26,149	24,719	24,719	+5.8%	+5.8%
(米)ナスダック総合指数	7,411	6,903	6,903	+7.4%	+7.4%
(日)TOPIX	1,837	1,818	1,818	+1.1%	+1.1%
(日)日経ジャスダック平均	4,240	3,950	3,950	+7.3%	+7.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,609	3,504	3,504	+3.0%	+3.0%
(英)FTSE100指数	7,534	7,688	7,688	-2.0%	-2.0%
(中国)上海総合指数	3,481	3,307	3,307	+5.3%	+5.3%
(香港)ハンセン指数	32,887	29,919	29,919	+9.9%	+9.9%
(ブラジル)ボベスバ指数	84,913	76,402	76,402	+11.1%	+11.1%
(インド)SENSEX30指数	35,965	34,057	34,057	+5.6%	+5.6%
(ロシア)RTS指数\$	1,282	1,154	1,154	+11.1%	+11.1%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+3.7%	+3.7%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+6.7%	+6.7%

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	108.79	113.00	113.00	-3.7%	-3.7%
ユーロ	135.08	134.94	134.94	+0.1%	+0.1%
英ポンド	153.97	151.95	151.95	+1.3%	+1.3%
スイスフラン	116.42	115.46	115.46	+0.8%	+0.8%
豪ドル	87.79	88.17	88.17	-0.4%	-0.4%
加ドル	88.20	89.95	89.95	-1.9%	-1.9%
中国元 <sup>※</sup>	17.35	17.30	17.30	+0.3%	+0.3%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	34.47	33.96	33.96	+1.5%	+1.5%
インドルピー	1.72	1.78	1.78	-3.4%	-3.4%
ロシアルーブル	1.93	1.97	1.97	-2.0%	-2.0%
タイバーツ	3.47	3.45	3.45	+0.6%	+0.6%
南アフリカランド	9.08	9.11	9.11	-0.3%	-0.3%

(※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	2.71%	2.41%	2.41%	+0.30%	+0.30%
日10年国債利回り	0.08%	0.05%	0.05%	+0.04%	+0.04%
独10年国債利回り	0.64%	0.42%	0.42%	+0.21%	+0.21%
豪10年国債利回り	2.82%	2.70%	2.70%	+0.13%	+0.13%
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)	64.82	60.46	60.46	+7.2%	+7.2%
金(1オンス、ドル)	1,341.67	1,303.46	1,303.46	+2.9%	+2.9%

※ 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。