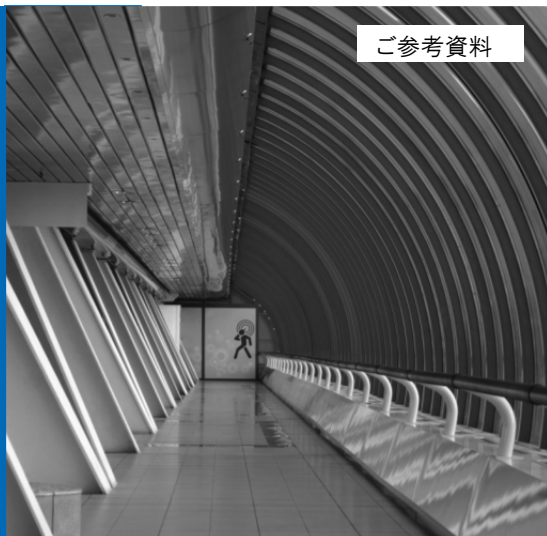


# Barometer

2018年  
5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

## 市場に変調の兆し



### ■グローバル資産クラス

世界経済はもはやフルスピードでの成長を続けているわけではなく、ピクテの景気先行指数も世界経済が天井を打ったことを示唆しています。また米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げによって流動性が引き締められつつあることも懸念材料です。これらの要因を勘案すると、景気の変調によって株式相場に調整圧力が強まると同時に、軟調地合いが続く債券相場に見直し買いが入る可能性が否定できません。このため、債券の評価を中立へと引上げ、株式・債券ともに中立とすることで、今後の世界経済と企業業績の動向を注視することとします。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、業績堅調ながらも利益成長が伸び悩みつつある米国をややアンダーウェイトとする一方、バリュエーションが妥当な水準にある欧州や日本の強気姿勢を維持します。また長期的な成長力はあるものの、ドル高の影響を受けやすい新興国については中立とします。

### ■株式:セクター別

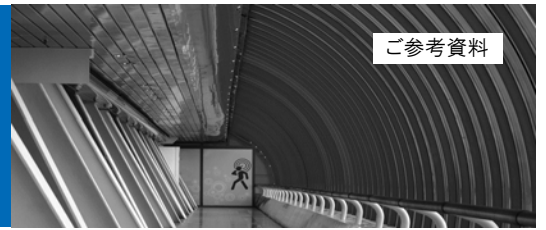
業種別では、原油高の恩恵が期待されるエネルギーや、金融や素材等の割安な景気敏感セクターは引き続き投資妙味が高いと見ています。その一方、公益、生活必需品等のディフェンシブ・セクターはアンダーウェイトを維持します。

### ■債券

世界の景況感がピークアウトしつつある点を踏まえると、FRBが利上げに踏み切る前提条件を一部見直すことにもなりかねません。また米10年国債利回りが一時3%台に乗ったことで、債券相場には目先の達成感が広がる可能性もあります。ただし、トランプ政権が進める財政政策は最終的に長期金利を押し上げる方向であることには変わりなく、米国国債のイールドカーブ上では中期ゾーンに投資妙味があると見ています。

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

### 株高と原油高

株式市場では、堅調な企業業績と大型M&A(買収・合併)が市場心理の改善を促し、年初の下げ相場からの反発局面が続いています。グローバル・ベースで見ると、年初来のM&Aは過去最高の17兆ドルに達していますが、これは案件の半数以上が大型案件となっているためです<sup>注</sup>。

注: 大型案件とは純債務を含む買収総額が50億ドルを超える案件を指します。  
出所: トムソン・ロイター・ディールズ・インテリジェンス、2018年4月30日現在

セクター別の騰落率で最も高かったのは、供給懸念を背景に原油価格(ブレント)が1バレル=75ドルと3年半ぶりの水準を回復したことや地政学的リスクを巡る懸念が追い風となったエネルギー・セクターの+9%でした。素材セクターや公益セクターも堅調でした。一方、地域別の騰落率で際立ったのは、ブレグジットを巡る根強い懸念以上にポンド安が目された英国市場の+6%(現地通貨ベース)でした。

米国市場は極めて堅調な企業決算の恩恵を享受できず、前月とほぼ変わらずの水準で月末を迎えました。S&P500種株価指数構成企業の1-3月期の利益成長率は25%弱と7年ぶりの高水準を回復しましたが、企業利益が既に天井を打ったとの投資家の見方が株価に織り込まれたものと思われる。

米国国債市場は、インフレ懸念が強まって10年国債利回りが心理的な節目の3%を上抜けたことから、下落しました。一方、米国ならびに欧州のハイイールド債市場は、前月の水準を辛うじて上回りました。現地通貨建て新興国債券市場は-3%と最も出遅れました。ドル安基調の転換と米国国債の利回り上昇が投資家心理の重石となりました。通貨では、ロシア・ルーブルが9%弱の下落となりました。複数の大手ロシア企業を標的とした米国の追加制裁が嫌気されました。

## 今月の資産配分

### 債券をニュートラルに引き上げ

世界経済は、もはやフルスピードの成長を続けているわけではありません。ピクテの景気循環分析は世界の経済成長が天井を打ったことを示唆しています。もっとも、このことが意味するのは、必ずしも、差し迫った景気の減速であるとは言えず、景気後退(リセッション)からは程遠い状況です。実際のところ、ピクテでは、世界経済は堅調さを維持し、今後5年程度は、長期トレンド近辺で推移すると見えています。

とはいえ、上記の分析が経済の変調を示唆していることは確かであり、金融市場は近いうちに調整を始めることが予想されます。ピクテでは、対応策の第一段階として、全資産の組み入れをニュートラルに戻しました。前月末からは債券を引き上げる一方で、キャッシュを引き下げ、株式は、前月のニュートラルに据え置きとしました。

世界の景気先行指数は5ヵ月連続で低下しており、米シティグループが算出するエコミック・サプライズ指数はマイナス圏に沈んでいます。債券は、明らかに投資妙味を増した感があり、少なくとも、投資妙味に欠ける状況は改善されたと思われる。また、BofAメリルリンチのファンドマネージャー調査では、過去最高水準に近い回答者の55%が米国国債をアンダーウェイトとしていることから、ポジショニング面でも債券選好が支持されているように思われます。

一見したところでは、中央銀行の金融政策も債券選好の議論を提唱しているように思われます。ピクテの流動性指標はマネタリー・コンディション(資金環境)が引き締め気味であることを示唆していますが、景気の減速が、政策立案者に今一度政策を見直す機会を提供することになるかもしれません。

2018年1-3月期の景気減速は、堅調な成長局面に生じた「(航空機を突然下降させる)エアポケット」のようなもの

# Barometer



だったと考えますが、4-6月期に入ってから予想を下回る経済指標が相次いでおり、これが米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げのペースの鈍化を促す結果、足元の市場が織り込んでいる年2回から3回の利上げの回数が下方修正される可能性もあると思われます。この間、中国に対しては、新しい景気刺激策の導入が促されることとなるかもしれません。

株式にも債券にも説得力ある「買い」のシグナルは、バリュエーション(投資価値評価)面にも見られません。米10年国債利回りは、2014年1月以来初めて、節目の3%を上抜けていますが、ピクテのモデルは、債券が総じて割高な水準に留まっていることを示唆しています。インフレ率の上昇、FRBの利上げならびに底堅さを維持する経済成長は、利回りのオーバーシュート(急激かつ行き過ぎた利回りの急騰)の可能性を示唆しているのかもしれませんが。

以上から、債券の評価は一段階だけ引き上げ、前月のアンダーウェイトからニュートラルに戻すこととしました。その結果、株式評価と債券評価は同じ水準に並びました。

中期的な観点からすると、株式市場には調整が見込まれますが、強気相場の終了を予測するのは時期尚早だと考えます。株式市場のバリュエーションは足元の株価下落の結果、中立的な水準に戻っており、新たな買い場を提供している可能性も考えられます。従って、FRBの利上げペース鈍化の兆しが浮上した場合には、それがいかなるものであったとしても、強気相場の終わりの幕を下ろす引き金となりそうです。テクニカル指標は、株式、債券の双方に対して、短期的にニュートラルとの見方を示しており、ピクテの資産配分を概ね支持していると考えます。

## 株式市場

### 米国の行き過ぎた高値期待

欧州市場と一部の景気循環セクターの先行きは引き続き良好ですが、景気減速とマネタリー・コンディションの引き締まりを勘案すると、株式市場は、今後数カ月、狭いレンジ内で推移すると思われます。

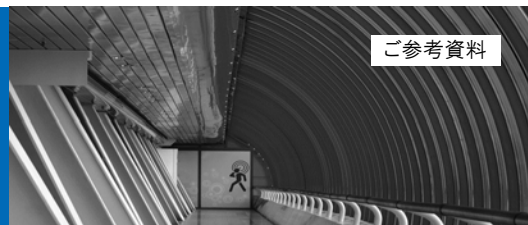
米国株式市場は、上値が限られると見ており、アンダーウェイトを維持します。1-3月期の企業決算は堅調だったものの、利益成長には伸び悩みの兆しが見られます。また、企業の業績予想の下方修正に対する上方修正の比率は、年初に付けた過去最高の22%から、1カ月のうちに僅か3%に低下しています。

このような状況にありながら、S&P500種株価指数の構成銘柄に対する投資家の利益成長期待は非現実的ともいえるおよそ20%に高止まりしており、実現はほぼ見込めそうにありません。(投資家の期待を実現するには、)2005年の例のように名目GDP(国内総生産)の6%成長が要求されることをピクテのモデルは示唆しています。

欧州では、ユーロ圏の企業に注目しています。域内市場のバリュエーションが妥当な水準にあることに加え、米国企業と比べて景気動向や企業利益にもう一段の改善の余地が残されているからです。更に、ユーロ圏企業にはユーロ安の恩恵が期待されます。今後数カ月はユーロ安の進行と資本コストの低下が見込まれるからです。S&P500種株価指数とストックス・ヨーロッパ600種株価指数の純資産倍率(PBR)の乖離幅は、足元、過去最高の85%に拡大していますが、今後は縮小に転じて欧州企業に有利な状況が展開されると思われます。

その他の地域では、新興国市場はニュートラルを維持しています。長期的な見通しは明るいと考えていますが、ドル高の進行と市場の買われ過ぎの状況を勘案すると、短期的には

# Barometer



逆風が強まると見えています。

セクター別では、原油高の恩恵が期待されるエネルギー・セクターを引き続き選好します。公益、生活必需品等のディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)・セクターはアンダーウェイトを維持し、金融や素材等の割安な景気敏感セクターを引き続き選好します。もっとも、世界の景気敏感銘柄は、ディフェンシブ銘柄に対する景気循環平準化ベースのプレミアムが足元22%と高水準を付けており、買いの説得力は薄れています。時価総額については、2016年7月以降、景気敏感銘柄がディフェンシブ銘柄を40%上回り、史上3位の強気相場を展開していますが、世界的に景気減速基調が続く場合には、ディフェンシブ銘柄の買い増しを検討したいと考えます。

## 債券・為替

### 米国国債に注目

債券については、昨年の中盤を通じてアンダーウェイトを維持してきましたが、ピクテの景気先行指標がグローバル経済の先行きに懐疑的な見方を呈していることに加え、米国10年国債利回りの上昇もあり、ニュートラルに引き上げました。

経済の減速が予測されるというよりは、景況感調査に示される極めて強気の企業心理と、その根底にあるより緩やかな経済指標との乖離幅が縮小に転じ始めたといった方が妥当かもしれません。このような状況は、双方が歩調を合わせ始めたこと、或いは、経済成長が天井を打ったことを示唆している可能性があると思われます。

後者が経済の実態に近いとしたら、FRBが利上げのペースを見直すと考えられる根拠があることになり、バランスシート縮小の時期と規模を変更するというよりも、借り入れコスト引き上

げの基準となる金融政策の目安を下方修正する公算が高いと考えます。堅調な雇用市場及び賃金の上昇やインフレの進行に加えて、米国国債発行の増額やバランスシート縮小等のテクニカル要因を背景に、米国10年国債利回りが2014年以来初めて3%を上抜けたことの影響を、金利敏感セクターの一部は既に感じ始めています。米国政府の財政拡大策はFRBの金融引き締めの影響を一部相殺することはあっても、これを完全に排除することはありません。FRBが利上げのペースを修正した場合、米国国債の年限構成で投資妙味が最も増すのは、5年債になると見えています。

また、10年国債の目先の動きは、軟化の兆しが散見されるグローバル経済とは対照的に底堅さを維持する米国国内の経済活動と相関が低いことにも留意が必要です。

米国国債以外のソブリン債については、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)が同様のスイス国債とユーロ圏国債のアンダーウェイトの度合いを引き下げました。

債券セクター内で最も投資妙味があるのは、前月と変わらず現地通貨建て新興国債券で、米国国債がこれに続きます。

通貨では、ドル高の進行を予想して、ユーロをニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。これは、米欧金利差の拡大が米ドル高(ユーロ安)圧力になると見ているためです。米国のインフレ連動10年国債利回りは過去5年のレンジの上限近辺で推移しています。これに対し、ユーロ圏国債の実質利回りは、域内のインフレ率の上昇に伴ってマイナス圏内での低下基調を強めています。投機筋が対ドルのユーロ買いを強めていることが統計に示されていることも注目されます。

※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4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	24,163	24,103	24,719	+0.2%	-2.2%
(米)ナスダック総合指数	7,066	7,063	6,903	+0.0%	+2.4%
(日)TOPIX	1,777	1,716	1,818	+3.6%	-2.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,946	3,984	3,950	-1.0%	-0.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,537	3,361	3,504	+5.2%	+0.9%
(英)FTSE100指数	7,509	7,057	7,688	+6.4%	-2.3%
(中国)上海総合指数	3,082	3,169	3,307	-2.7%	-6.8%
(香港)ハンセン指数	30,808	30,093	29,919	+2.4%	+3.0%
(ブラジル)ボベスパ指数	86,115	85,366	76,402	+0.9%	+12.7%
(インド)SENSEX30指数	35,160	32,969	34,057	+6.6%	+3.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,154	1,249	1,154	-7.6%	-0.0%

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	109.35	106.24	113.00	+2.9%	-3.2%
ユーロ	132.39	130.52	134.94	+1.4%	-1.9%
英ポンド	152.17	148.84	151.95	+2.2%	+0.1%
スイスフラン	110.54	111.33	115.46	-0.7%	-4.3%
豪ドル	82.61	81.66	88.17	+1.2%	-6.3%
加ドル	84.93	82.38	89.95	+3.1%	-5.6%
中国元 <sup>※</sup>	17.25	16.90	17.30	+2.0%	-0.3%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	31.37	32.00	33.96	-1.9%	-7.6%
インドルピー	1.65	1.65	1.78	±0%	-7.3%
ロシアルーブル	1.73	1.85	1.97	-6.5%	-12.2%
タイバーツ	3.45	3.40	3.45	+1.5%	±0%
南アフリカランド	8.82	8.98	9.11	-1.8%	-3.2%

(※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	2.94%	2.75%	2.41%	+0.19%	+0.53%
日10年国債利回り	0.06%	0.04%	0.05%	+0.02%	+0.01%
独10年国債利回り	0.56%	0.50%	0.42%	+0.07%	+0.14%
豪10年国債利回り	2.79%	2.59%	2.70%	+0.20%	+0.09%
米政策金利(FFレート)	1.75%	1.75%	1.50%	±0%	+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)	68.56	64.87	60.46	+5.7%	+13.4%
金(1オンス、ドル)	1,313.18	1,323.43	1,303.46	-0.8%	+0.7%

※ 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。