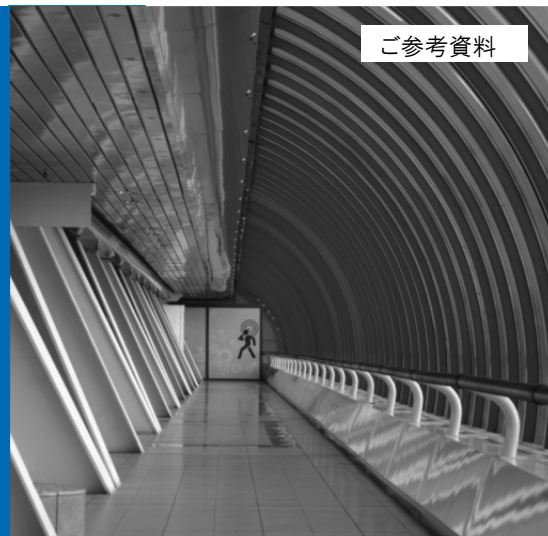


Barometer

2018年
6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

投資環境は良好とはいえないが、パニックに陥る必要もなし



■グローバル資産クラス

イタリア政局の混迷や米中通商交渉といった政治的不透明感に加え、一部新興国通貨の急落など投資環境には懸念事項に事欠かない状況です。さらに米連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)が金融緩和縮小の動きを進めている点にも警戒が必要です。しかし世界経済の基調が損なわれたわけではなく、足元の市場の調整で割安感が出てきた資産も散見されます。このため資産配分においては株式、債券のいずれも中立とし、引続き今後の世界経済と企業業績の動向を注視するものとします。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、バリュエーション(投資価値評価)面で投資妙味があるユーロ圏および日本を、また新興国の中でもファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が良好なアジア太平洋地域をやや強気とします。その一方、業績予想が楽観的過ぎると思われる米国の比率をやや弱気に据置きます。

■株式:セクター別

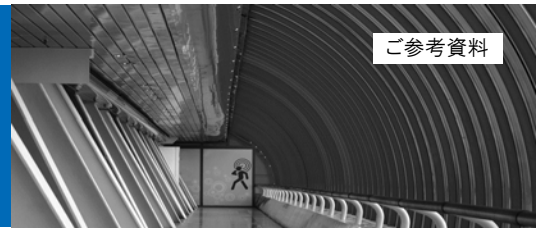
業種別では、景気循環の最終局面で他セクターを上回る傾向が強いエネルギーや素材等の資源関連セクターへの強気スタンスを継続します。その一方、資本財や一般消費財・サービスなどの景気敏感セクターには割高感が見られることから、やや弱気とします。また、中央銀行の利上げを先取りする格好で長期金利が上昇したため、今後の金利上昇余地が限られるとの見方から金融セクターの強気スタンスを一段階引き下げます。

■債券

不透明な市場環境の下で安全資産としての魅力が再認識されている米国国債に加えて、足元の相場調整によって割安感が強まった現地通貨建て新興国債券をやや強気とします。ユーロ圏の社債はイタリア政局の混乱の影響から軟調な展開も予想されることから、慎重姿勢を維持するものとします。

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



資産配分

株式、債券ともにニュートラルを維持

5月は投資家にとって厳しい月となりました。一部新興国通貨の急落はもとより、イタリアの政情不安、通商問題を巡る米中間の緊張等、懸念事項にはことかかない状況が展開されました。しかし、パニックに陥る必要はないと考えます。一つには、足元数カ月で成長のペースが鈍化したとはいえ、世界経済が良好さを維持しているためです。また、米連邦準備制度理事会(FRB)は、予定通り、緩やかな利上げを継続する意向を明確に示す一方で、利上げを急ぐとは思われず、先進国の他の中央銀行についても同様の状況が期待されるからです。金融当局、とりわけ、欧州中央銀行(ECB)は、成長鈍化が実現した場合に金融緩和縮小のペースを落とす態勢を整えていると思われま

す。このような状況下、ピクテでは、株式、債券、キャッシュのいずれも、ニュートラルに据え置きとしました。株式では、金融銘柄を一段階引き下げ、景気循環株の見通しを若干引き下げました。また、市場の混乱に備えて、スイスフランをオーバーウェイトとしました。

ピクテの世界景気先行指数は、先進国と新興国の経済情勢の乖離が続く状況を示唆しています。当指数は、先進国では4カ月連続で低下する一方、新興国では堅調さを維持しています。米国では建設セクターに利上げの影響が出始めていますが、個人消費は底堅さを維持しています。

ユーロ圏の景気の先行きは若干明るさを欠き、イタリアの政局の混迷に先立って、景気先行指数が3年平均を割り込んでいます。とはいえ、労働市場の改善と企業の設備投資の拡大が域内経済を支えるものと思われま

す。もしも

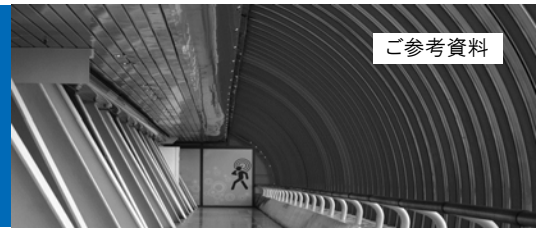
ピクテの流動性指標は、相対的に高リスクの資産に対して引き続き慎重です。イタリア政局を巡る懸念がドル高を促し、ひいては、アルゼンチンやトルコ等、ドル建ての資金調達に依存する傾向の強い新興国通貨を下押ししています。流動性が引き締まる状況の影響は、今後、数カ月間、さらに強まると予想されます。世界の中央銀行は年間7,000億ドル規模の流動性を吸収していますが、ピクテでは、金融引き締めの影響が現れるまでに18カ月程度を要すると試算しています。

ピクテが注視するバリュエーション指標は、株式のニュートラルを示唆していますが、地域及びセクター別のバリュエーションはまちまちです。日本は先進国中、最も割安です。一方、米国は、2018年通年の企業の利益成長率予想が足元の22%からより現実的な水準とみられる18%程度に低下するとの見方が正しいとしたら、最も割高です。景気循環の最終局面で他セクターを上回る傾向の強いエネルギーや素材等の資源関連セクターは、相対的に魅力的です。一方、資本財や一般消費財等、その他の景気敏感株には割高感が認められます。株式以外の資産では、最近大きく売られた現地通貨建て新興国債券ならびに通貨に投資妙味があると考えま

す。欧州の社債は、イタリア政局の混乱が引き金となってユーロ圏のソブリン債が売られた場合に連れ安する状況も予想されます。

テクニカル指標は、株式市場の足元の調整で売られた一部の相対的に高リスクの資産に対して、ポジティブに転じていますが、夏場の市場は上げにくいという季節要因を勘案すると、軟調な展開が予想されます。もともと、欧州株式には明るい兆しが見られます。2016年12月以降、欧州株式ファンドは時価総額の半分近くを失っており、今年3月以降についても、極めて大量の資金が流出しているからです。

Barometer



地域別・セクター別の株式市場

景気敏感株の見通しを引き下げ

世界経済の伸びの鈍化(横ばい)の兆しが散見されることから、金融株を中心とした景気敏感株の見通しを引き下げました。景気が冷え込んで債券利回り曲線(イールドカーブ)のスティープニング化(利回り曲線が急こう配の形状を示すこと)が妨げられるならば、銀行の利鞘が縮小の圧力に押される状況も考えられます。同時にイタリア政局の混乱も欧州の銀行に対する投資リスクを示唆しています。フランスのIESEG経営大学院の調べによると、欧州の銀行14行のイタリア・ソブリン債保有額は資本バッファーを上回っているようです。

このような状況下、世界の景気敏感銘柄は、ディフェンシブ銘柄に対して、長期平均を上回る水準で推移しています。

好材料を既に織り込み済みの米国株式の先行きについては楽観視できません。直近の決算期には、企業一株あたり利益が25%弱の伸びを示す一方、増収率は8%を上回り、8割近くの企業決算が事前予想を上回りました。とはいえ、企業業績は直近の景気循環の天井を打った公算が高いと思われる。ピクテのモデルは、株式アナリストの通年の利益成長率予想を楽観的過ぎるとしています。米国株式のバリュエーションは、株価が下落し一株利益が大幅に伸びたことから、大きく改善してはいるものの、これが金利上昇リスクを相殺するとの見方は説得力には欠けます。

これに対し、ユーロ圏株式についてはオーバーウェイトを維持します。域内経済が米国経済に出遅れていることの恩恵に与ることが期待されるからです。悪材料は十分に市場に織り込まれています。また、企業の利益成長率は今年が7%、来年が9%と見込まれており、通貨ユーロの相対的な減価も市場を支える一因になると考えられます。

もっとも、このような見方が実現するかどうかは、イタリア政局の展開次第です。ポピュリズム(大衆迎合主義)政党の連

立政権が強硬な反欧州連合(EU)主義を掲げ、株式ならびに債券市場が一段の下げに見舞われる可能性も残るからです。もっとも、新政権が市場に対して当初予想されていたほどの敵対感を示すとは思われません。

日本経済は、輸出依存度の高いセクターの不振を受け、直近の2四半期を通じて失速していますが、株式市場についてはオーバーウェイトを維持します。バリュエーション面での魅力が高いことに加え、引き続き、日本銀行の金融緩和策の恩恵に与ることが見込まれるからです。

新興国株式は、前年比+34%に達した2017年の上昇分の一部を帳消しにしています。年初来のドルベースの騰落率は5月末時点で3%近くのマイナスです。アルゼンチン、トルコ、南アフリカ等、外貨建ての資金調達ニーズが大きい国には特に圧力がかかる一方で、ぜい弱性の観点からすると、ロシア、台湾、インド等は対極に位置しています。

株式市場全般を通じて言えるのは、ボラティリティが上昇する状況が今後の「基準」になるということです。投資収益率が低下し、投資家にとっては厳しい状況が続くと思われる。

債券・為替

リスクをヘッジしつつ、インカム収益を追求

イタリア政局が債券市場に支配的な力を及ぼすような局面での短期売買には特に注意が必要です。例えば、イタリアの2年の借り入れコストが4月時点のマイナス17ベース・ポイント(0.17%)から一時、272ベース・ポイントに急騰し、5月末時点では100ベース・ポイントに戻るといった展開を多くの投資家が予見していたとは思われません。

ボラティリティが急上昇する状況下、欧州債券(ソブリン債ならびに社債)のアンダーウェイトの維持を判断したのは、域

Barometer



内の政局混迷だけが理由ではなく、バリュエーション面で最も投資妙味の高い債券投資の好機が域外にあると見ているからです。

ピクテの景気先行指数は、新興国経済が先進国経済よりも良好であり、現地通貨建て新興国債券に相対的に高い価値があることを示唆しています。利回りは、米国のハイイールド債を上回る6%前後に達しており、新興国通貨が対ドルで割安と思われる水準で推移していることから、現地通貨建て新興国債券はインカム収益の魅力的な源泉だと考えます。

もっとも、市場のボラティリティの一段の上昇に備える必要があることには留意が必要です。

米国国債は、相対的な高利回りと危機時の逃避先としてのステータスを有する、市場混乱時の魅力的なヘッジ手段です。通貨では、イタリアの政局混迷のみならず、中道右派のラホイ前首相が不信任決議案可決に伴って退陣を迫られたスペインの政情不安を勘案し、ユーロのショート・ポジションを維持しています。

この他、地政学的事由の発生時に買われる傾向の強いスイスフランをややオーバーウェイトとしました。スイスフランは、実効為替レートで見ると、適正価値の2標準偏差を下回る水準で推移しています。これは、ピクテの分析では、欧州債務危機以降、最も割安な水準です。

グローバル市場概況

先進国株式市場ではテクニカル銘柄が市場を支える一方で、新興国株式市場は軟調に推移

世界の株式市場の5月の騰落率(現地通貨ベース)は前月比+1%程度に留まりました。イタリア、アルゼンチンならびにトルコの政局混迷を巡る投資家の懸念を、底堅い企業決算が一部相殺しました。ハイテク銘柄の騰落率はほぼ6%と最も好

調でした。アマゾンやネットフリックス等のハイテク大手で構成されるニューヨーク証券取引所のFANG+指数は年初来の騰落率が20%を超え、新高値更新も視野に入る状況です。

エネルギー・セクターは、底堅い世界の需要とベネズエラ及びイランの供給減少を背景に4%以上の上昇(北海ブレントベース)となった原油価格を追い風に乗りました。

欧州株式は、イタリアの政局混迷が財政収支の悪化をもたらすのみならず、域内の金融セクターに影響を及ぼすとの懸念が強まって、アジアや米国株式を下回りました。新興国株式は全面安となり、ラテンアメリカ市場は9%の下げとなりました。経済規模が域内3位のアルゼンチンが通貨ペソの暴落を受け、国際通貨基金(IMF)の支援を余儀なくされたことが嫌気されました。アルゼンチン・ペソは、年初来、対ドルで20%程度下落しました。

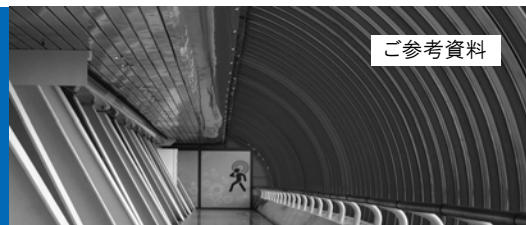
債券市場では、過去に例のないほどのボラティリティの上昇を見たイタリア市場に注目が集まりました。2年国債は僅か2日で300ベース・ポイントの振れを記録しました。投資家がイタリア国債の保有に対して要求するプレミアム(追加利回り)は2013年10月以来の高水準を付けました。

世界の債券市場は、予想を下回る米国の経済指標と米・欧の貿易論争を巡る緊張がFRBの利上げのペースを緩やかにすると期待を確固たるものとしたことから、辛うじてプラス圏に留まりました。米国国債のイールドスプレッド(5年債と30年債の利回り格差)は、地政学的緊張の高まりが投資家に長期国債への逃避を促したことから、2007年7月以来の水準に縮小しました。対ユーロで5ヵ月ぶりの高値を付け、実効為替レート(貿易加重為替レート)ベースでの上昇率が月間でおおよそ2%に達したドルも米国国債の追い風となりました。

ドル高は、外貨建ての資金調達に依存する多数の新興国市場の資産価格を下押ししました。現地通貨建て新興国債券は最も大きな打撃を受け、月間の下落率がほぼ5%に達して2017年の上昇分の3分の1程度を帳消しとしました。

トルコリラは対ドルで過去最安値を更新しました。タイアップ・

Barometer



エルドアン大統領が予想通り6月の選挙で勝利した場合に金融政策に対する支配力を強めるのではとの投資家の懸念が高まって、リラの月間下落率は10%超となりました。

※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5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	24,416	24,163	24,719	+1.0%	-1.2%
(米)ナスダック総合指数	7,442	7,066	6,903	+5.3%	+7.8%
(日)TOPIX	1,747	1,777	1,818	-1.7%	-3.9%
(日)日経ジャスダック平均	3,938	3,946	3,950	-0.2%	-0.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,407	3,537	3,504	-3.7%	-2.8%
(英)FTSE100指数	7,678	7,509	7,688	+2.2%	-0.1%
(中国)上海総合指数	3,095	3,082	3,307	+0.4%	-6.4%
(香港)ハンセン指数	30,469	30,808	29,919	-1.1%	+1.8%
(ブラジル)ボベスパ指数	76,754	86,115	76,402	-10.9%	+0.5%
(インド)SENSEX30指数	35,322	35,160	34,057	+0.5%	+3.7%
(ロシア)RTS指数\$	1,163	1,154	1,154	+0.8%	+0.7%

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	108.70	109.35	113.00	-0.6%	-3.8%
ユーロ	126.73	132.39	134.94	-4.3%	-6.1%
英ポンド	144.56	152.17	151.95	-5.0%	-4.9%
スイスフラン	110.05	110.54	115.46	-0.4%	-4.7%
豪ドル	82.35	82.61	88.17	-0.3%	-6.6%
加ドル	84.35	84.93	89.95	-0.7%	-6.2%
中国元 [※]	16.97	17.25	17.30	-1.6%	-1.9%
ブラジルレアル [※]	29.17	31.37	33.96	-7.0%	-14.1%
インドルピー	1.62	1.65	1.78	-1.8%	-9.0%
ロシアルーブル	1.75	1.73	1.97	+1.2%	-11.2%
タイバーツ	3.40	3.45	3.45	-1.4%	-1.4%
南アフリカランド	8.67	8.82	9.11	-1.7%	-4.8%

(※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	2.86%	2.94%	2.41%	-0.08%	+0.45%
日10年国債利回り	0.04%	0.06%	0.05%	-0.02%	-0.01%
独10年国債利回り	0.34%	0.56%	0.42%	-0.22%	-0.08%
豪10年国債利回り	2.66%	2.79%	2.70%	-0.13%	-0.04%
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)	66.98	68.56	60.46	-2.3%	+10.8%
金(1オンス、ドル)	1,301.83	1,313.18	1,303.46	-0.9%	-0.1%

※ 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。