

Barometer

2018年
8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

貿易摩擦の嵐を乗り切る



■グローバル資産クラス

貿易戦争を巡る報道が市場の注目を集める中、世界経済および金融市場は予想外の粘り強さを見せています。企業業績は、米国企業を中心に堅調で、景気先行指標は底入れし、インフレは天井を打った感がありますが、一方、中国の政策当局は、財政、金融の両面で、景気刺激策を講じています。ピクテでは、経済および金融を取り巻く環境の改善を勘案して株式評価を再考し、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げると同時に、債券評価をオーバーウェイトからニュートラルに戻しました。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、何ヵ月にもわたって下押し圧力にさらされてきた新興国市場には、最悪期を脱した可能性を示唆する兆しが散見されることから、評価をニュートラルからオーバーウェイトへ引き上げます。割高な米国のアンダーウェイト、米国の輸入関税の影響が懸念されるユーロ圏のニュートラルは継続します。

■株式:セクター別

セクター別評価では、情報技術セクターのニュートラルを維持します。一方、ヘルスケア・セクターは貿易摩擦の影響が殆ど及ばないディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクターであることから、オーバーウェイトを維持します。資本財・サービス、金融等の景気敏感セクターについては、慎重な姿勢を維持しニュートラルとします。

■債券

米国のインフレ率がピークアウトの可能性があることから、FRBの利上げペースも将来的に鈍る可能性があることから、米国国債の評価をフルオーバーウェイトとします。その反面、ECBによる資産購入プログラムの縮小が進むユーロ圏国債はアンダーウェイトとします。新興国経済のファンダメンタルズの改善、新興国通貨が過小評価されていることを勘案すると現地通貨建て新興国国債は投資妙味があるため、オーバーウェイトとします。

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

悲観的な見方を修正

貿易戦争を巡る報道が市場の注目を集める中、世界経済および金融市場は予想外の粘り強さを見せています。企業業績は、米国企業を中心に堅調で、景気先行指標は底入れし、インフレは天井を打った感がありますが、一方、中国の政策当局は、財政、金融の両面で、景気刺激策を講じています。

ピクテでは、経済および金融を取り巻く環境の改善を勘案して株式評価を再考し、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げると同時に、債券評価をオーバーウェイトからニュートラルに戻しました。

もともと、株式に一段と積極的な姿勢で臨むことは、以下の理由から、控えることとしました。

理由の一点目は、中・長期的な影響が懸念される貿易摩擦です。貿易摩擦には経済成長を下押す傾向があることから、トランプ大統領が、特に、中国や欧州の輸出型企業を標的とした過酷な関税を賦課し続ける場合には、経済への影響が避けられないと考えます。米国の賦課する関税は5,000億ドルから7,000億ドル相当の貿易額に影響すると推定されますが、9,000億ドルに達するとの試算もみられます。

二点目は、米連邦準備制度(FED)に、金融刺激策から引き締め策への転換目標を変える兆しが見られないことです。(通商政策と金融政策の)二つの政策は、大型ではないとしても新たな嵐を招く公算が高く、そうなれば、世界経済に好ましくない影響が及ぶ状況は必至です。

一方、世界の景気先行指数は、グローバル経済の鈍化基調が収束しつつあることを示唆しています。新興国の景気先行指数は、財政および金融両政策の緩和と、大幅な人民元安を下支えとした中国経済の大幅な改善をけん引役に、総

じて、改善基調です。もともと、米国の輸入関税が発動される前の生産が寄与する中国製造業の回復が短命に終わるリスクは残ります。

先進国経済はトレンド成長率を下回って推移しているものの、(先月、鈍化が確認されたユーロ圏経済を除いて)幾分、改善の兆しが見られます。

今月、株式に若干楽観的な見方に転じたのは、ピクテの流動性指標の二つの主要な構成要素に改善が見られたためです。米国では、恐らく、企業が海外に積み上げていた資金が本国に還流されたため、民間セクターの流動性が拡大し、FEDの金融引き締めの影響を相殺しています。銀行融資を中心とした民間セクターの流動性の拡大は、広い地域で確認されています。一方、民間セクターの流動性に伸びが見られない中国では、中央銀行が金融緩和策を講じています。

バリュエーション指標も悲観的な株式評価の修正を支持しています。多くの米国企業が2018年4-6月期決算で過去最高益を更新していますが、米国企業に追随する動きは他市場でも散見され、好調な企業業績が世界全体に波及しています。

テクニカル指標には、信頼感指標を相殺する明確なトレンドが見当たりません。足元の資金の流れは、新興国株式および債券市場からの大量の資金流出の動きが終盤に差し掛かっていることを示唆していますが、夏場の季節要因が負の影響を及ぼしていることから、テクニカル面の株式市場の総合評価はニュートラルとなっています。

地域別・セクター別の株式市場

新興国市場に底値買いの好機

株式市場全体が割安とはいえないとしても、一部の市場には割安感が出始めています。

Barometer



例えば、ドル高(新興国通貨安)、米国金利の上昇、貿易摩擦を巡る緊張等が業績予想に影を落とし、何か月にもわたって下押し圧力にさらされてきた新興国市場には、最悪期を脱した可能性を示唆する兆しが散見されます。

理由の第一は、新興国経済が強い回復力を発揮していることです。12ヵ月移動平均ベースで見た新興国の実質GDP(国内総生産)成長率は、先進国(の成長率)を2.8%上回ります。

中国は特に先行きが良好で、景気先行指数は、旺盛な消費と建設活動が4ヵ月連続で上昇する中、(2017年)11月以来の高水準を回復しています。また、金融緩和策が流動性を改善していることに加え、財政拡張策も発表されています。足元、エネルギー価格やその他のコモディティ価格が下落していることも、新興国の製造業活動の追い風になると考えられます。

(米国ワシントンに本部を置く)国際金融協会(IMF)によると、本年4月以降の市場の急落を受け、新興国株式ファンドからは約90億ドルの資金が流出しており、悪材料の大半は既にバリュエーションに織り込まれたと考えられます。

ピクテの試算では、新興国株式は先進国株式を約20%下回る水準で推移しており、5年平均(の12%のディスカウント)に比べて割安感が際立ちます。この種のバリュエーション指標は、投資家の底値買いを促す可能性があると考えられます。新興国企業の業績も堅調で、来年度は、過去5年平均を上回る13%強の増益が見込まれます。

更に、新興国の(ドル建て債務の)元・利払いコストや輸入コストが膨れるとして投資家を狼狽させていたドル高局面も終盤に差し掛かっているように考えられます。ピクテは、新興国通貨が対ドルで最大20%、過小評価されていると試算しており、為替市場では最も投資妙味のある通貨であることを勘案しても、中期的には改善が見込まれます。

上述の全てを勘案し、新興国株式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した。

新興国以外の株式では、米国株式のアンダーウェイトを維持します。米国市場は世界で最も割高な市場であり、米国企業が、ここ数ヵ月のうちに発表された最高益を今後も更新し続ける可能性は極めて低いと考えられます。

ピクテでは、来年度の一株利益成長率のコンセンサス予想(10%)は高過ぎると見ています。米国の名目GDPの6%以上の成長を前提とした予想であり、現実味に欠けると考えるからです。

欧州株にも慎重な姿勢を維持します。米国の輸入関税が、域内経済とりわけ輸出依存型のドイツ経済に及ぼす影響が懸念されます。

セクター別評価では、情報技術セクターのニュートラルを維持します。当セクターは足元、強弱交錯の状況です。一部の企業は投資家の業績期待に答えられず、株価が急落しています。一方、ヘルスケア・セクターは、貿易摩擦の影響が殆ど及ばないディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクターであることから、オーバーウェイトを維持します。

資本財・サービス、金融、一般消費財・サービス等の景気敏感セクターについては、慎重な姿勢を維持します。景気敏感セクターは足元の株価調整をもってしてもディフェンシブ・セクターを24%程度上回って推移しており、長期平均の10%を大きく超えて過去最高水準を更新する勢いです。

債券・為替

割安感の際立つ米国国債市場

今年の夏は北半球の各地で気温が急上昇する異常気象が発生していますが、インフレ動向は真逆の状況と言えます。物価の上昇圧力が主な懸案事項とされてきた米国も同様の状況にあることが注目されます。

米国の(食品とエネルギーを除いた)消費者物価コア指数

Barometer



(CPIコア指数)は、2月に10年ぶりで3.1%(前四半期比、年率)の上昇を記録したものの、6月には、ドル高や経済のファンダメンタルズ要因を背景に1.7%(同)の上昇に留まっています。

一方、市場の期待インフレ率を米国の10年債ブレイクイーブン・インフレ率(インフレ連動国債と通常国債との利回り格差)で見ると、2.1%近辺で安定推移しています。インフレ率が天井を付けたとしたら二つの帰結が考えられます。一つは利上げを一時中断する口実をFEDに与える可能性があること、もう一つは、インフレ・プレミアムの低下を促し、インフレヘッジとみなされてきた資産クラスの割高感を解消させる可能性があることです。

ピクテでは、このような状況が好材料になり得ると考え、また、流動性モデルとバリュエーション・モデルも支持していることから、米国内債のオーバーウェイトを維持しています。

バリュエーション面では、米国内債が先進国国債の中で最も割安ですが、(ピクテがアンダーウェイトとしている)欧州国債との比較では、特に割安感が際立ちます。ドイツ10年国債の実質利回りは-0.9%とマイナス圏に留まります。

新興国国債も魅力的です。改善基調を呈する中国経済や、数カ月前と比べて安定性を増した感があるメキシコやブラジルの政局等、新興国経済のファンダメンタルズの改善を勘案すると、一層注目度が高まります。ピクテのモデルは、新興国通貨が対ドルで最大20%、過小評価されていることを示唆していますが、一方、新興国の平均インフレ率は史上最低水準に留まります。

米国との貿易摩擦を巡る緊張はリスクとして残るものの、新興国債券を取り巻く環境は十分に明るいと思われ、また、リスク・プレミアムは、現地通貨建て債券の若干のオーバーウェイトを正当化するのに十分だけ上昇していると考えます。一方、信用格付けの引き下げが懸念される欧州の社債には割高感が見られます。

通貨では、ドル高局面では、対ユーロのドルの上昇が最も際立つと見えています。

グローバル市場概況

堅調な株式市場と軟調なコモディティ市況

資産クラス別の7月の騰落率(現地通貨ベース)は、株式が前月比+3%と他を上回りました。株式市場の上昇は広範囲に及び、主要な地域市場と業種セクターの全てがプラス圏で月末を迎えました。

情報技術セクターは前月比+1.9%となり、年初来のセクター別上昇率トップの座を守りました。四半期決算では、フェイスブック(米国)が、減収とユーザー数の減少が響いて、約1,200億ドルの時価総額を一日で失い、Netflix(米国)は加入者数がアナリスト予想を下回ったことが嫌気されて株価が下落しましたが、セクター全体では上昇を確保しました。一方、グーグルの親会社であるアルファベット、アマゾン、マイクロソフト、アップルの各社(いずれも米国)は堅調な業績を発表し、セクターを下支えました。

エネルギー・セクターおよび素材セクターは、原油や工業用金属を含むコモディティ価格の下落にもかかわらず、上昇を維持しました。これは、原油や素材価格の年初の大幅な上昇がこれまで株価に織り込まれてこなかったためだと思われます。年初来の資産クラス別騰落率のトップは、7月の下げをこなした原油で、(原油以外の)コモディティがこれに続きました。

米国市場では、4-6月期の決算発表が好調なスタートを切り、株価を押し上げました。S&P500種株価指数の構成企業のうち約半数が7月27日までに決算発表を終えています。トムソン・ロイターのデータによると、82%の企業利益がアナリスト予想を上回っています。

地域別市場動向では、ラテン・アメリカが前月比6%の上昇となりました。北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の再開とアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール次期メキシコ大統領の穏やかな物言いが投資家心理を改善しました。10月に大統領

Barometer



領選を控えるブラジルでも、実業界寄りのジェラルド・アルケミン候補が中道連合の支持を確保し、政局安定の兆しが市場に歓迎されました。メキシコ及びブラジルの投資家の楽観的な姿勢は株式市場に留まらず、メキシコ・ペソとブラジル・リアルも対ドルで大幅に上昇しました。

英国市場は、大方の先進国市場に出遅れ、株価が前月比1.5%の上昇に留まる中、ポンド安が進みました。ブレグジット（英国のEU離脱）を巡るEUとの交渉が、英国に経済面で不利な結果をもたらす可能性が懸念されています。

※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7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	25,415	24,271	24,719	+4.7%	+2.8%
(米)ナスダック総合指数	7,672	7,510	6,903	+2.2%	+11.1%
(日)TOPIX	1,753	1,731	1,818	+1.3%	-3.5%
(日)日経ジャスダック平均	3,821	3,858	3,950	-1.0%	-3.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,525	3,396	3,504	+3.8%	+0.6%
(英)FTSE100指数	7,749	7,637	7,688	+1.5%	+0.8%
(中国)上海総合指数	2,876	2,847	3,307	+1.0%	-13.0%
(香港)ハンセン指数	28,583	28,955	29,919	-1.3%	-4.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	79,220	72,763	76,402	+8.9%	+3.7%
(インド)SENSEX30指数	37,607	35,423	34,057	+6.2%	+10.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,173	1,154	1,154	+1.6%	+1.6%

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	111.01	110.54	113.00	+0.4%	-1.8%
ユーロ	129.93	127.91	134.94	+1.6%	-3.7%
英ポンド	145.69	144.59	151.95	+0.8%	-4.1%
スイスフラン	112.36	110.88	115.46	+1.3%	-2.7%
豪ドル	82.21	81.16	88.17	+1.3%	-6.8%
加ドル	85.17	83.39	89.95	+2.1%	-5.3%
中国元*	16.40	16.72	17.30	-1.9%	-5.2%
ブラジルレアル*	29.80	28.79	33.96	+3.5%	-12.3%
インドルピー	1.63	1.62	1.78	+0.6%	-8.4%
ロシアルーブル	1.79	1.75	1.97	+2.3%	-9.1%
タイバーツ	3.32	3.33	3.45	-0.3%	-3.8%
南アフリカランド	8.43	8.02	9.11	+5.1%	-7.5%

(※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	2.96%	2.86%	2.41%	+0.10%	+0.55%
日10年国債利回り	0.05%	0.03%	0.05%	+0.02%	+0.00%
独10年国債利回り	0.38%	0.31%	0.42%	+0.08%	-0.04%
豪10年国債利回り	2.67%	2.65%	2.70%	+0.02%	-0.03%
米政策金利(FFレート)	2.00%	2.00%	1.50%	±0%	+0.50%
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)	69.88	74.13	60.46	-5.7%	+15.6%
金(1オンス、ドル)	1,222.01	1,251.13	1,303.46	-2.3%	-6.2%

※ 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しピ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

●当資料はピ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。