

Barometer

2018年
10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

金融政策という名の不可抗力



■グローバル資産クラス

FRBの金融引締政策、欧州中央銀行(ECB)の資産購入プログラムの年内終了、景気モメンタムのピークアウトや企業利益の伸びの鈍化などネガティブな面がみられる一方、米国では今後財政刺激策の大半が実行に移されるものと予想され、中国では政府が過剰債務圧縮の手を緩め始めています。こうした好材料と悪材料の効果が相殺される状況を勘案し、3つの主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)の投資評価は、いずれもニュートラルに据え置きます。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、日本銀行が市場への資金供給を続けているのに対し、FRBの金融政策は真逆です。日米間の株価の乖離が際立つ状況は変わらないことから、米国株のアンダーウェイトと日本株のフル・オーバーウェイトを維持します。新興国の経済活動および企業業績の先行きを示唆する指標は総じて強い回復力を示し、バリュエーションは引き続き魅力的である一方、投資家のポジションは極めて低位に留まっていることから、新興国株式のオーバーウェイトを継続します。

■株式:セクター別

セクター別では、情報技術セクターは割高感が際立つことからニュートラルを継続します。ヘルスケア・セクターは投資家のディフェンシブ・セクター選好の恩恵が期待される優位な位置を確保していることに加え、医療技術の革新・進展による長期の成長トレンドが期待されることからフル・オーバーウェイトを継続します。公益株については、ディフェンシブ銘柄が選好されるなか、割安でなかでも投資家の保有が少ないことからフル・アンダーウェイトからアンダーウェイトに一段階引上げました。

■債券

米国国債は、グローバル市場のボラティリティの上昇に対するヘッジ機能を有することに加え、他の債券市場に比べて割安です。ハイイールド債には慎重な見方を維持します。バリュエーション面で割高感が際立つ一方で、企業債務は増加基調です。

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



資産配分

リスクの均等配分

好調な企業業績、安定的な経済成長、(これまでのところは、)貿易戦争の経済への影響が顕在化していないこと等の好材料が、米連邦準備制度理事会(FRB)によって世界の金融システムから流動性が継続的に吸収される流動性逼迫の影響を緩和しています。

好材料と悪材料が拮抗する状況は、今後数カ月間、継続することが予想されます。FRBのバランスシート縮小のペースは今年(10月)初旬にもピークを付けることが予想されますが、一方、欧州中央銀行(ECB)の資産購入プログラムは今年中にも終了の予定です。

また、企業業績は好調さを維持しているものの、利益の伸びの鈍化(過去の際立った伸びを勘案すると、恐らく、意外感はないと思われます)を示唆する兆しが散見されます。

このような環境下、米国では2019年第1四半期(1-3月期間)中に財政刺激策の大半が実行に移されるものと予想され、中国では、景気減速の兆しが鮮明になった後、政府が過剰債務圧縮の手を緩め始めています。

上述の、好材料と悪材料の効果が相殺される状況を勘案し、3つの主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)の投資評価は、いずれもニュートラルに据え置きます。

もともと、ピクテの景気循環指標は、強気に傾いています。米国の経済指標は総じて良好であり、貿易摩擦を巡る懸念と、金融引き締めが建設活動や住宅投資等、金利敏感セクターに及ぼす影響を和らげています。

中国の景気先行指数は、年初に底入れした後、上昇に転じています。新車販売台数の落ち込みは販促キャンペーンの終了を受けた一時的なものと思われます。また、インフラ支出の削減は、民間の住宅販売の伸びで相殺されています。

景気減速感が更に強まれば、政府はインフラ投資を拡大することで景気浮揚を図る公算が高いと思われます。

ピクテの流動性指標はニュートラルで変わりません。米国では、金融引き締めと民間部門の信用創造の鈍化が、他国からの大量の資金流入で相殺されています。企業の海外滞留資金が本国に還流されていることに加え、米国企業の好調な業績、ドル高、債券の利回り上昇等が世界中の投資家の注目を集めています。米国株式市場が、他市場の苦戦を横目に堅調さを維持してきた一因は、海外からの大量の資金流入にあると考えます。

バリュエーション指標は、グローバル株式が、資産クラス内の格差は大きいものの、ニュートラルの領域にあることを示唆しています。グローバル債券は、割高感が若干薄れつつあるとはいえ、依然、買われ過ぎです。現地通貨建て新興国債券も、前月ほど割安感が際立つわけではありません。一方、新興国通貨は、対ドルの適正価値を20%ほど下回っており、引き続き魅力的です。社債、とりわけ欧州社債は割高な上、過去との比較で、信用格付けの平均が低下しています。

テクニカル指標では、季節要因が、新興国市場以外の株式市場の強い追い風となっており、日本市場は買われ過ぎの様相を呈しています。新興国資産は強弱交錯です。資金フローは安定しつつあるように見えるものの、海外からの資金が市場全体に投資されているわけではありません。(他の資産クラスの)ボラティリティ(価格急落)のヘッジ手段として用いられるVIX指数が、足元、奏功していないのは、資産クラスのリターン間の相関が異例の高水準に留まっているためであることには留意が必要です。

Barometer



地域別・セクター別の株式市場

日本株市場に期待

秋の紅葉が見事であるということでは、日本も米国も同様ですが、株式市場の先行きは、日米間で大きく異なる可能性が考えられます。

ピクテのバリュエーション指標で測ると、先進国中、米国が最も割高であるのに対し、日本は最も割安です。また、日銀が、ペースを落としつつも、市場への資金供給を続けているのに対し、FRBの金融政策は真逆で、今年3回目の利上げを行ったばかりです。ピクテの景気先行指数、債券利回り、円レートに基づいた分析は、日本株が、世界の他市場との比較で、適正水準から26%割安であることを示しています。

投資家もこのような状況を認識し始めており、9月の株価指数は、米国株が横ばいに終わったのに対し、日本株は反発基調となりました。ピクテのテクニカル・モデルは、投資家の日本株のポジションが引き続きニュートラルに留まっていることを示唆しています。(日米間の)株価の乖離が際立つ状況は変わらないことから、米国株のアンダーウェイトと日本株のフル・オーバーウェイトを維持します。

新興国株にも引き続き投資妙味があると見ています。足元の株価の上昇後も、バリュエーションは引き続き魅力的ですが、投資家のポジションは極めて低位に留まります。新興国の経済活動および企業業績の先行きを示唆する指標は総じて強い回復力を示しており、新興国通貨に対するドル高(対ドルの新興国通貨安)の進行は限定的だと思われます。

欧州市場は、上昇に弾みがついてもよさそうなものですが、これといったきっかけに欠けることから、当面のところはニュートラルを維持します。

セクター別評価では、年初来のパフォーマンスで見ても報道面でも、テクノロジー・セクターが他セクターを圧倒し

ていますが、過去3か月については、特に、割高感が際立ちます。

一方、テクニカル指標は良好です。リスクは、今のところ、均衡していますが、S&PおよびMSCI両社が算出する株価指数が、フェイスブックやアルファベット(グーグルの持ち株会社)等の銘柄を新設のコミュニケーションサービス・セクターに移す作業が終われば、状況が変わることも予想されます。

テクノロジー・セクターに次ぎ年初来2位のパフォーマンスをあげたヘルスケア・セクターを取り巻く環境は、遥かに明確です。投資家のディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクター選好の恩恵が期待される優位な位置を確保していることに加え、医療技術の革新・進展による長期の成長トレンド(メガトレンド)への投資を提供しているからです。

公益株については、投資家のディフェンシブ銘柄選好が強まる中、配分を見直し、フル・アンダーウェイトからアンダーウェイトに一段階引上げました。

もともと、公益セクターの債務が近年膨らみ続ける状況は、深刻なリスク要因と考え、注視しています。趨勢EBITDA(利払い・税金・減価償却前利益のトレンド)に対する純債務比率は、不動産セクターに次いで2番目に高く、過去20年のレンジの上限に迫っています。

債券・為替

新興国市場に対する確信は変わらず

アルゼンチンとトルコの危機的状況を背景に、局地的な危機がシステミック・リスク(のようなもの)に姿を変えるのではないかと懸念が浮上しています。

このような状況が他市場に波及する最も単純な経路は投資家心理の悪化(転換)です。投資家は、常に、新興国市場を十把一絡げにして、問題が発生した場合には、通貨もその

Barometer



他資産もまとめて投げ売りしたいとの誘惑に駆られるものです。

懸念が現実のものとなる可能性がないとは言えません。米国の金利が低位に留まっていた時期に、政府や企業が借入れを膨らませたのはトルコに限らないからです。

けれども、詳細を少し調べるだけで明らかとなるのは、アルゼンチンにしてもトルコにしても自ら招いた危機の対応に苦慮する新興国の例外的な存在だということです。中央銀行に対する信認を損なう等の両国の金融面の危機は典型的な危機とは全く異なります。このことと中国経済の改善とが、現地通貨建て新興国債券をオーバーウェイトとする根拠です。

新興国の経常黒字国の経常収支は2013年以降、改善しています。また、経常赤字国についても、FRBが量的緩和の縮小に言及したことに動揺して市場が急落した2013年の「テーパー・タントラム」時からは改善しています。

更に、新興国のインフレ率は、長期平均を遥かに下回る水準で低下基調を辿っています。足元では3%台と過去20年平均を2%近く下回っており、2012年以降、ほぼ一貫して低下しているのです。

上述の状況を全て勘案すると、新興国の債券と通貨はいずれも割安水準に留まっていると思われます。現地通貨建て新興国債券利回りは6.5%強と、高い水準にあります。一方、新興国通貨は、ピクテのモデルを用いて測定すると、適正価値を20%以上、下回る水準に留まっています。

米ドルの騰勢が衰えつつあることを示唆する兆しが認められることも、新興国通貨に対するピクテの見方を支持すると考えます。

グローバル市場概況

日本株市場の騰勢続く

9月の騰落率は債券市場が前月比で下落したのに対し、株式市場は辛うじてプラス圏に留まりました。米中貿易戦争の悪影響が広がらず、中国政府が流動性供給を拡大するのではないかと期待が市場の下支えとなりました。

米国では、S&P500種株価指数が史上最高値を更新すると同時に、四半期ベースでは2013年以来最高のパフォーマンスを更新しました。事前予想を超えた好調な企業業績と、高水準の自社株買いが市場の押し上げ要因となりました。原油高を背景にエネルギー関連銘柄が買われ、エネルギー・セクターの騰落率は市場全体を上回りました。

地域別市場動向では、日本株市場が、円安の進行と日銀の株(日本株ETF)買いの拡大期待を背景に5%弱の上昇を記録し、日経平均は27年ぶりの高値を更新しました。

米国債券市場は、月次ベースで年初来最大の下げを記録し、指標の10年国債利回りは3%を上回りました。国債の増発懸念に加え、FRBが利上げ回数を増やすのではとの見方が強まり、債券から他資産クラスへの乗り換えを促しました。

新興国株式市場は、全体としては下落しました。米国の利上げ継続を巡る緊張が強まったことと、インドのシャドー・バンキングを巡る懸念が影響しました。

ドルは月間で上昇しました。対円での上昇が際立ち、ドル円レートは、9ヵ月ぶりの円安・ドル高となりました。

※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9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	26,458	25,965	24,719	+1.9%	+7.0%
(米)ナスダック総合指数	8,046	8,110	6,903	-0.8%	+16.6%
(日)TOPIX	1,817	1,735	1,818	+4.7%	-0.0%
(日)日経ジャスダック平均	3,831	3,823	3,950	+0.2%	-3.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,399	3,393	3,504	+0.2%	-3.0%
(英)FTSE100指数	7,510	7,432	7,688	+1.0%	-2.3%
(中国)上海総合指数	2,821	2,725	3,307	+3.5%	-14.7%
(香港)ハンセン指数	27,789	27,889	29,919	-0.4%	-7.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	79,342	76,678	76,402	+3.5%	+3.8%
(インド)SENSEX30指数	36,227	38,645	34,057	-6.3%	+6.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,192	1,092	1,154	+9.1%	+3.3%

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	113.57	111.06	113.00	+2.3%	+0.5%
ユーロ	132.14	129.56	134.94	+2.0%	-2.1%
英ポンド	148.53	144.56	151.95	+2.7%	-2.3%
スイスフラン	116.22	114.70	115.46	+1.3%	+0.7%
豪ドル	81.83	80.59	88.17	+1.5%	-7.2%
加ドル	87.15	85.47	89.95	+2.0%	-3.1%
中国元*	16.51	16.24	17.30	+1.7%	-4.6%
ブラジルレアル*	28.44	26.91	33.96	+5.7%	-16.2%
インドルピー	1.58	1.58	1.78	±0%	-11.2%
ロシアルーブル	1.73	1.62	1.97	+6.8%	-12.2%
タイバーツ	3.50	3.39	3.45	+3.2%	+1.4%
南アフリカランド	8.04	7.55	9.11	+6.5%	-11.7%

(※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	3.06%	2.86%	2.41%	+0.20%	+0.65%
日10年国債利回り	0.13%	0.11%	0.05%	+0.02%	+0.08%
独10年国債利回り	0.47%	0.33%	0.42%	+0.14%	+0.05%
豪10年国債利回り	2.67%	2.53%	2.70%	+0.15%	-0.03%
米政策金利(FFレート)	2.25%	2.00%	1.50%	+0.25%	+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ハレル、ドル)	73.16	70.03	60.46	+4.5%	+21.0%
金(1オンス、ドル)	1,191.49	1,202.84	1,303.46	-0.9%	-8.6%

※ 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。