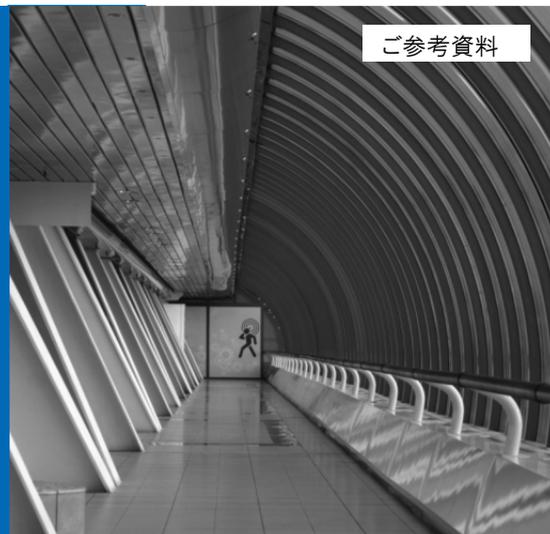


Barometer

2018年
11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

下落から回復へ



■グローバル資産クラス

10月はほぼ全ての業種セクターや地域市場が売り一色となりましたが、随所に株価回復の余地が散見されると見て、株式の投資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。同時に、債券の投資評価はニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。

■株式:地域別・スタイル別

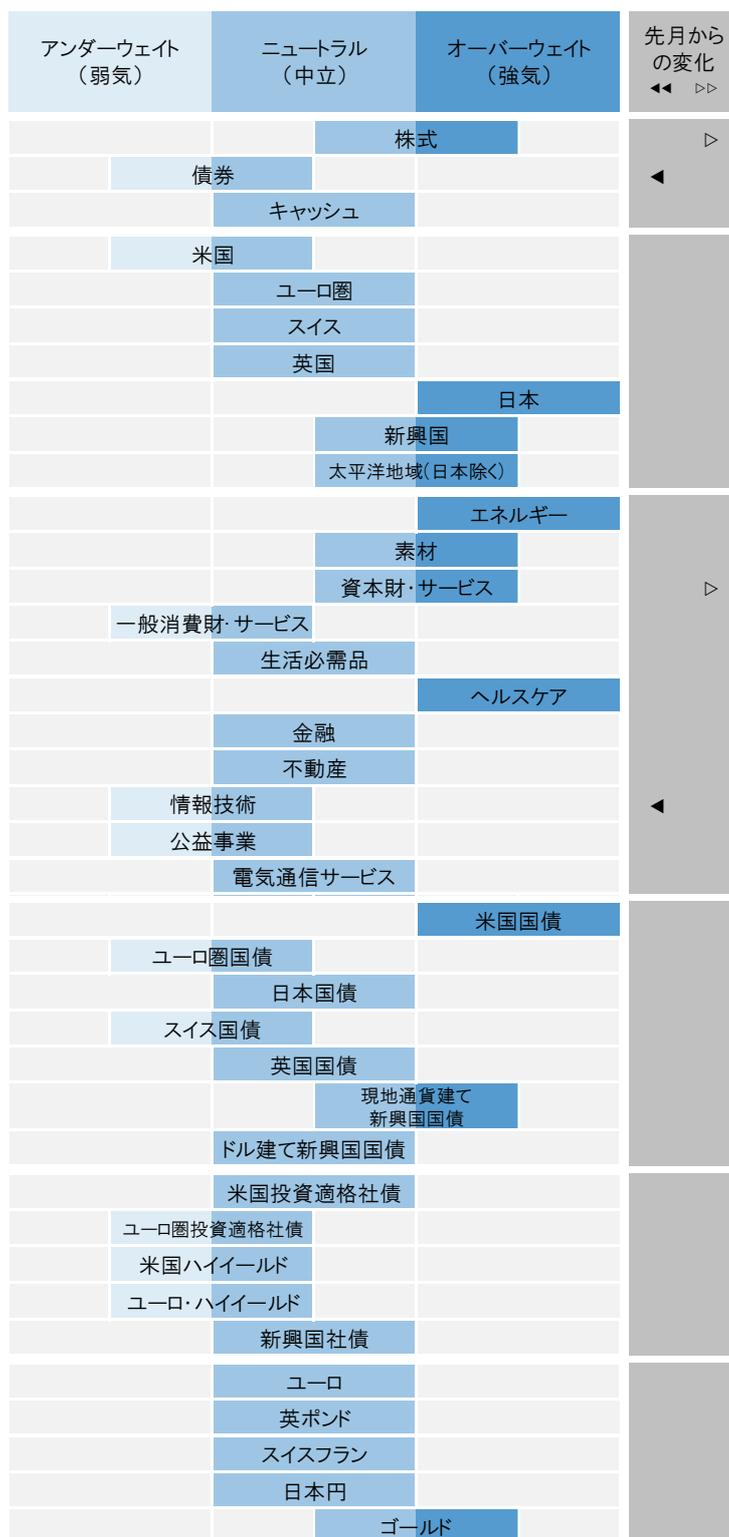
史上最も割安な水準に沈む新興国と日本の銘柄に特に注目しています。アジアの新興国市場は、貿易戦争と中国の景気減速を巡る懸念を背景に年初来ほぼ一貫して下落してきたことから、投資妙味が際立ちます。

■株式:セクター別

資本財・サービスセクターをオーバーウェイトに引き上げました。設備投資関連支出は、世界的に伸びが期待できるにもかかわらず、株価の大幅下落によって、相対バリュエーションが6年ぶりの水準に沈んでいるからです。景気サイクル後半に買われる傾向の強いエネルギー、素材(鉱山)、ヘルスケア等は引き続き選好しています。一方、情報技術セクターはアンダーウェイトに引き下げました。10月の株価の調整後も最も割高な水準に留まっており、ピクテの想定通り債券利回りが上昇基調を辿るならば、成長株は引き続き下げ圧力にさらされると見えています。

■債券

新興国債券のリスクプレミアムは、総じて魅力的です。ピクテのモデルは、対ドルの新興国通貨がこの20年で最も割安な水準にあることを示唆しています。ハイイールド債は資金流出に対して抵抗力を示しているものの、バリュエーション面では割高感が際立っており、引き続き慎重な見方を維持します。



Barometer



資産配分

株式市場は10月の下落の後、反発の兆し

10月は、株式市場にとって残酷な月となり、ほぼ全ての業種セクターや地域市場が売り一色に染まりました。ピクテでは、随所に株価回復の余地が散見されると見て、株式の投資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。同時に、債券の投資評価はニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。

直近10年の大半の時期を通じて展開された株式市場の強気相場が度を越していたことは確かだとしても、本年10月の調整局面も行き過ぎだったと考えます。

世界の株式市場は4週間で10%近い下げに見舞われた結果、割安感が強まっています。ピクテのモデルは、世界株式のバリュエーション(投資価値評価)が2年ぶりに長期平均を下回ったことを示唆しています。MSCI全世界株価指数(ACWI)の株価収益率(PER)は大きく低下しています。地域市場では、アジア市場の割安感が際立ちますが、(ラテンアメリカを除く)大方の新興国市場の状況も同様です。

注目されるのは、株価とバリュエーションの急激な反転が、経済あるいは企業ファンダメンタルズ(基礎的条件)の大きな変動を伴っていないということです。ピクテの景気循環指標も世界経済が堅固な基盤の上に立っていることを示唆しています。企業の利益成長率は2018年上期にピークを付けたと思われますが、年間ベースでは15-20%と堅調なペースを維持しています。

市場には、米中の貿易摩擦等、多数のリスクが潜んでいることは確かですが、米中の緊張による悪影響は大方市場に織り込まれている可能性があり、予想外の良好な展開が世界の市場を押し上げる投資の好機が提供されていると見られます。例えば、11月末、アルゼンチンのブエノスアイレスで開催予定のG20首脳会合の前後に米中の新たな「ディール」

が結ばれる可能性もありそうです。

米国の中間選挙は、野党民主党が下院を制し、共和党が上院の多数を維持するという市場予想通りの結果となりました。「議会のねじれ」が財政政策や各種の規則や通商政策を安定した状態に保つ公算が高いと見るメインシナリオは、資産価格にほぼ織り込まれていると思われます。

このような状況は、ピクテの流動性指標が示唆する通り、既に弱気色を強める債券市場には一段の逆風となりそうです。米国の流動性は縮小基調を辿っており、利上げと量的緩和からの撤退という米連邦準備制度理事会(FRB)の二重の引き締めの影響が顕在化し始めています。米国とは対照的な状況を呈するのが中国で、世界の主要中銀のうち、唯一積極的な金融緩和を実施しており、このことが新興国市場に対するピクテの強気の見方を支持しています。

テクニカル指標は、グローバル・ベースかつ短期ベースの株式選好を支持しています。ほぼ全ての地域市場が過度に売られた結果、短期的な投資家心理は、極めて強気です。季節要因として、市場が年末に上昇する傾向が強いことも、考慮すべきだと考えます。

中長期の観点からすると、経済成長の減速や、インフレの進行、企業業績の反転は回避が困難ですが、とはいえ、株式市場の大幅下落が、足元、再度の上昇余地を創り出していると思われます。

地域別・セクター別の株式市場

新興国株および景気敏感株に注目

世界の資産市場を吹き抜けた10月の嵐は、少なくとも短期的には、株式市場の随所に割安感を残す結果となりました。MSCI世界株価指数が4週間で10%と、月次ベースでは2012年秋以来最大の下げに見舞われた通り、株価の急激な調整

Barometer



の結果、バリュエーションは2年ぶりに長期平均を下回り、企業ファンダメンタルズとは相容れない水準に沈んでいます。

株価には年末にかけて上昇する傾向が見られるとの季節要因も、市場の反発を予想するピクテの見方を支持すると考えます。景気敏感株と新興国株は、今後予想される短期の上げ相場の最も大きな恩恵に与ると思われれます。世界の経済成長と企業利益が、既に年初の時点でピークを付けたことを裏付ける証拠が積み上がりつつある一方で、泡(フロス)が形成される強気サイクル後半の局面での売りが、売り遅れよりも更に危険であることは歴史の教訓です。

ピクテでは割安な景気敏感株の選好を維持しており、ピクテのモデルによると史上最も割安な水準に沈む新興国と日本の銘柄に特に注目しています。アジアの新興国市場は、貿易戦争と中国の景気減速を巡る懸念を背景に年初来ほぼ一貫して下落してきたことから、投資妙味が際立ちます。

報復関税合戦を繰り広げる米中間の和解は、11月のG20首脳会合をきっかけに実現が期待され、和解に向けたほのかな兆しが現れれば、新興国株を中心に株価の強い反発を促す可能性も考えられます。

資本財セクターは、オーバーウェイトに引き上げました。設備投資関連支出は、世界的に伸びが期待できるにもかかわらず、株価の大幅下落によって、相対バリュエーションが6年ぶりの水準に沈んでいるからです。一方、情報技術セクターはアンダーウェイトに引き下げました。10月の株価の調整後も最も割安な水準に留まっており、ピクテの想定通り債券利回りが上昇基調を辿るならば、成長株は引き続き下げ圧力にさらされると見えています。

景気サイクル後半に買われる傾向の強いエネルギー、素材(鉱山)、ヘルスケア等も選好しています。対照的に、インフレの進行や金利上昇は一般消費財・サービスセクターにとって逆風になると考えますが、実際に、住宅建設や自動車製造関連銘柄は既に苦戦し始めています。

債券・為替

新興国債券市場の下げは行き過ぎ

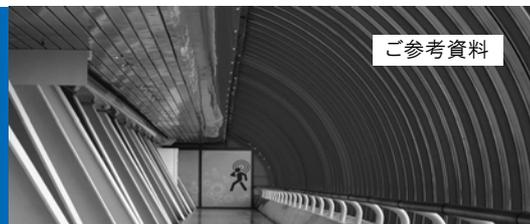
現地通貨建て新興国債券市場は回復の機が熟していると考えます。今年の下げ局面は過去の市場の動揺時とは異なって、世界経済の急激な悪化や、株式市場や資源価格の急落が引き金となって起こったわけではありません。新興国社債の発行増に起因するリスク、米ドル高がドル建て債務を膨らませた国に及ぼす影響、世界の流動性の持続的な縮小、米金利の上昇、(2017年の驚異的な市場の上昇をもたらした利益の確定を投資家に促すこととなった)中国に対する米国の追加関税賦課等、緩慢な動きを見せる脅威が相俟って市場の下げを引き起こしたのです。

確かに、新興国債券や新興国通貨に対する市場の再評価の一部は正当化されました。貿易を巡る不透明感が強まる環境下、新興国の成長見通しは下方修正され、新興国と先進国の成長格差は拡大していません。また、この間、新興国は、FRBの持続的な金融引き締め(金融緩和の巻き戻し)に対する調整を迫られています。

とはいえ、2017年の市場の上昇が度を越していたのと同様に、その後の下げも行き過ぎでした。景気の先行きは以前ほど明るいとは言えないにしても、経済成長はプラス圏に留まっています。新興国経済のファンダメンタルズは、総じて、底堅さを維持しています。政府債務残高は低位に留まり、国際収支や外貨準備は良好で、内需も堅調です。

新興国の政策立案者は、利上げや赤字削減を通じた財政基盤の強化等、総じて、入念に検討した施策を導入することで難局に対処してきました。この間、変動為替レートも市場の動揺を抑える一助となりました。その結果、大方の新興国が市場の嵐を無傷で乗り切っています。新興国の最も直近の景気先行指標は、四半期移動平均ベースで改善に転じており、過去3年平均を遥かに上回っています。

Barometer



新興国債券のリスクプレミアムは、総じて魅力的です。ピクテのモデルは、対ドルの新興国通貨がこの20年で最も割安な水準にあることを示唆しています。新興国通貨全体では対ドルで20%以上割安であり、人民元は購買力平価ベースで市場最安値を更新しています。また、現地通貨建て新興国債券利回りは6.5%超と、米国ハイイールド債と同水準です。ここ数週間、新興国資産への資金フローに改善が見られますが、このようなトレンドが継続し、新興国市場を下支えしていると見えています。

新興国債券以外の債券セクターでは、先進国社債、特に、非投資適格社債の魅力が乏しいと考えます。米国の利上げが、金融緩和期に借入れを膨らませた企業に及ぼす影響が懸念されるからです。信用収縮の可能性は、今のところ、市場に織り込まれていません。ピクテの分析は、ハイイールド債を投資対象とするファンドからの資金流出が加速していることを示唆していますが、投資適格債、ハイイールド債市場ともに抵抗力を示しています。

社債市場の表面下で形成されつつあるバブルのリスクの詳細については、10月22日発行のグローバル・マーケット・ウォッチ「BBB格債～堕ちた天使に警戒」をご参照下さい。

グローバル市場概況

「ホラー映画」もどきの市場展開

投資家が米国の利上げの継続と世界の貿易摩擦の激化に怯える中、世界の株式市場と業種セクターの大半が、10月末のハロウィーンまで、「ホラー映画」のような状況を展開しました。投資家は行き場を失い、世界の資産クラスのうち年初来の騰落率がプラス圏に留まったのは僅か17%と、30年ぶりの低水準を更新しました。バリュエーションも大幅に低下し、トレーダーの端末スクリーン(「スクリーン(叫び)」)と言った方がよいかもかもしれませんが、)は下げを示す赤一色に染まりました。

世界株式は現地通貨ベースで9%近い下げを記録し、MSCI世界株価指数の年初来の騰落率はマイナスに転じました。一方、債券は(月次ベースでは)辛うじて横ばいに終わり、年初来では1%程度のマイナスとなりました。

金は、月次の騰落率が+2%と、プラスを維持した数少ない資産の一つですが、年初来の騰落率はマイナス圏に留まりません。対照的なのが原油で、月次の騰落率は-8.8%に終わったものの、年初来騰落率はほぼ20%のプラスを維持しています(北海ブレント先物ベース)。

アジア株式は最も残酷な下げに見舞われ、月次の騰落率は、日本株が9%、アジア新興国株が10%の下げとなりました。テクノロジー株に限らず、景気敏感株の比率が高いことに加え、トランプ大統領が仕掛けた貿易戦争が地域経済に影響を及ぼすのではないかと懸念が、市場の下げを加速させました。世界市場の下げトレンドに辛うじて抵抗したのはラテンアメリカ市場のみで、ブラジル大統領選後の上昇を背景に、月次の騰落率は2%弱となりました。

ほぼ全ての業種セクターが売られる中、唯一の例外は前月まで下げが続いていた公益株で、前月比ほぼ横ばいでした。

株式市場の大幅調整局面ではめったに見られないことですが、債券市場は、株式市場のヘッジ役としての機能を果たすことなく、米国債、欧州債ともに僅かのマイナスとなりました。一方、上昇を維持した数少ない市場の中には、プレグジットの進展期待で買われた英国債が含まれます。株式市場は若干上回ったとはいえ、社債も、総じて低調でした。

通貨では、ドルへの逃避の動きが強まる中、ブラジルリアルが唯一買われました。大統領選で勝利した右派のボルソナロ候補が市場に優しい政策をとるだろうとの期待が強まり、米ドルに対して大幅に上昇しました。

※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10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	25,116	26,458	24,719	-5.1%	+1.6%
(米)ナスダック総合指数	7,306	8,046	6,903	-9.2%	+5.8%
(日)TOPIX	1,646	1,817	1,818	-9.4%	-9.4%
(日)日経ジャスダック平均	3,563	3,831	3,950	-7.0%	-9.8%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,198	3,399	3,504	-5.9%	-8.7%
(英)FTSE100指数	7,128	7,510	7,688	-5.1%	-7.3%
(中国)上海総合指数	2,603	2,821	3,307	-7.7%	-21.3%
(香港)ハンセン指数	24,980	27,789	29,919	-10.1%	-16.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	87,424	79,342	76,402	+10.2%	+14.4%
(インド)SENSEX30指数	34,442	36,227	34,057	-4.9%	+1.1%
(ロシア)RTS指数\$	1,126	1,192	1,154	-5.5%	-2.4%

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	113.26	113.57	113.00	-0.3%	+0.2%
ユーロ	128.43	132.14	134.94	-2.8%	-4.8%
英ポンド	143.90	148.53	151.95	-3.1%	-5.3%
スイスフラン	112.63	116.22	115.46	-3.1%	-2.5%
豪ドル	80.24	81.83	88.17	-1.9%	-9.0%
加ドル	86.43	87.15	89.95	-0.8%	-3.9%
中国元 [※]	16.18	16.51	17.30	-2.0%	-6.5%
ブラジルリアル [※]	30.38	28.44	33.96	+6.8%	-10.5%
インドルピー	1.55	1.58	1.78	-1.9%	-12.9%
ロシアルーブル	1.73	1.73	1.97	±0%	-12.2%
タイバーツ	3.40	3.50	3.45	-2.9%	-1.4%
南アフリカランド	7.73	8.04	9.11	-3.9%	-15.1%

(※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	3.16%	3.06%	2.41%	+0.09%	+0.75%
日10年国債利回り	0.13%	0.13%	0.05%	±0%	+0.08%
独10年国債利回り	0.38%	0.47%	0.42%	-0.09%	-0.04%
豪10年国債利回り	2.62%	2.67%	2.70%	-0.05%	-0.08%
米政策金利(FFレートの)	2.25%	2.25%	1.50%	±0%	+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バレル、ドル)	65.31	73.16	60.46	-10.7%	+8.0%
金(1オンス、ドル)	1,215.54	1,191.49	1,303.46	+2.0%	-6.7%

※ 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。