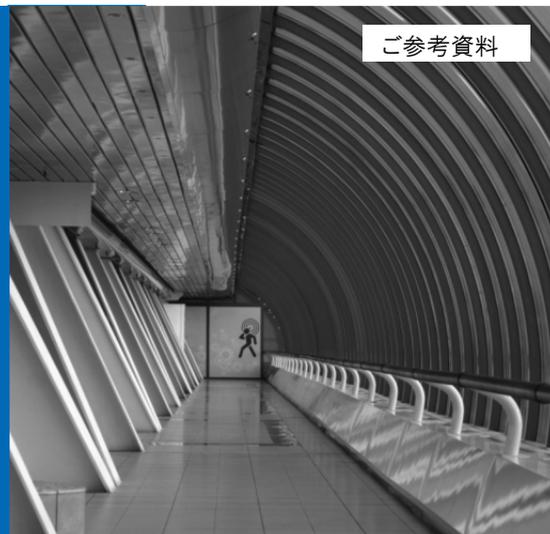


Barometer

2019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

強気の投資家は要注意



■グローバル資産クラス

足元の経済を取り巻く状況が、市場に織り込まれた金融刺激策を正当化するとは考えません。そのため、株式に慎重な姿勢を崩さず、株式のアンダーウェイトを継続します。また、13兆ドル相当のグローバル債券がマイナスの利回りとなっている状況を見ると、債券のアンダーウェイトと、キャッシュのフルオーバーウェイトを維持します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、バリュエーション面でも利益成長面でも、最も割高な米国のアンダーウェイトを継続しています。一方、景気の先行きが著しい改善を見せつつあるのがユーロ圏です。そのため、ユーロ圏のオーバーウェイトを継続します。英国株式は、ブレグジットを巡る懸念を嫌気して割安感が際立ち、新興国株式もバリュエーション面での割安感から、それぞれ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、金融セクターは、割安なセクターに分類され、バリュエーション面では、過去20年の傾向を下回って推移することからオーバーウェイトとしました。金融セクター以外では、ディフェンシブなセクター配分を維持しており、利益成長率がピークを付けつつある情報技術(IT)セクターのアンダーウェイト、また生活必需品セクターのフルオーバーウェイトを維持しています。

■債券

世界国債指数の実質利回りが過去最低の-1%となっていることから、今後3~6ヵ月については、投資適格債市場を構成するいかなる債券にも、ベンチマークの組入比率を上回る保有は正当化されないと考えます。従って、米国公債をニュートラルに引き下げました。一方、スイスフランをオーバーウェイトとしました。先進国の通貨安競争の環境下では、スイスフランが底堅く推移すると見ています。

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		
	コミュニケーション・サービス		
	米国公債		◀
	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		
	ユーロ投資適格社債		
	米国ハイイールド債		
	ユーロ・ハイイールド債		
		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

完璧さを織り込んだ市場

世界の株式市場は、競うように、史上最高値を更新しました。主要中央銀行が、経済の減速を止めるため、流動性を供給するとの投資家の見方が強まったためです。

一方、ピクテでは、足元の経済を取り巻く状況が、市場に織り込まれた金融刺激策を正当化するとは考えません。最近の経済指標の悪化は、今年の世界の経済成長率が2.2%と、潜在成長率を下回ることを示唆していますが、この程度の経済の減速が、積極的な金融緩和を正当化するとは思われなからです。

ピクテでは、このような理由で、株式に慎重な姿勢を崩さず、株式のアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)を継続します。また、13兆ドル相当のグローバル債券がマイナスの利回りとなっている状況を考えて、債券に積極的な姿勢を取ることも困難です。キャッシュは、フルオーバーウェイト(ベンチマークを上回る投資比率)を維持します。

ピクテのマクロ経済分析は、世界経済が広範囲で失速しつつあることを示唆しています。特に、輸出主導の資本財・サービスや製造業セクターは、世界貿易の混乱を受け、引き続き下押し圧力がかかりそうです。

このような状況が米国ほど鮮明に見られる場所は他にありません。とはいえ、消費者需要は底堅く、労働市場も逼迫した状況が続いています。米連邦準備制度理事会(FRB)は、7月の25ベースポイント(0.25%)の利下げに続き、若干の追加利下げを行うものと思われそうですが、金融市場が織り込んでいるよりも小幅の、予防的な利下げに留めるものと考えます。

100ベースポイント(1.0%)の追加利下げを見込む市場の期待は行き過ぎだと思われます。

一方、ユーロ圏経済の先行きは、米国よりも良好です。前3か月平均比のユーロ圏の景気先行指数は、フランス、イタリア両国の鉱工業生産および消費者心理の改善ならびに労働市場の逼迫を受け、4か月連続で上昇しています。

この間、新興国市場では、中国の4-6月期のGDP(国内総生産)成長率が過去27年で最低水準を記録しましたが、サービス・セクターは比較的堅調でした。また、新興国市場全体の経済成長は、相対的に良好です。

ピクテの流動性分析は、リスク資産に対する慎重な姿勢を示唆しています。ピクテのモデルによると、S&P500種株価指数の足元の株価収益率(PER)は、世界の中央銀行が、年内、市中に最大1.8兆米ドルもの流動性を供給する可能性があることを示唆しており、2008年のグローバル金融危機以降の年間平均である1.2兆米ドルを大きく上回ります。このような規模の金融刺激策には、米国、ユーロ圏、日本、中国が同時に金融緩和を実施する必要があり、実現の公算は極めて小さいと考えます。

ピクテでは、マネーサプライの伸び率と名目GDP成長率の差として算出している3大経済圏(G3)の過剰流動性が、足元の水準の3.6%近辺でピークを付けた可能性が高いと見ており、近い将来、PERに下押し圧力がかかると考えます。

ピクテのバリュエーション分析は、世界の株式市場が、全体で見ると、割高でも割安でもないことを示唆しています。もっとも、地域市場別にみると、米国市場は、引き続き、最も割高であり、景気循環調整後ベースのPERは世界株式のPERを30%上回ります。これに対し、日本市場と英国市場は相対的にみて割安水準に留まります。

債券市場も、引き続き、極めて割高で、JPモルガン国債指数で測ったグローバル債券の実質利回りは、過去最低のマイナス1%を付けています。債券セクターの中では、現地通貨建て新興国債券に投資妙味があると見ていますが、これ

Barometer



は、新興国通貨が、対ドルで最大25%と割安な水準に留まっているからです。

ピクテのテクニカル分析は、現在の水準では、株式にも債券にも買いのシグナルを出していません。興味深いことに、直近の株式市場の上昇は、株式投資信託に極めて僅かの資金流入をもたらしたに過ぎません。もっとも、資産運用会社のS&P500種株価指数先物のネットのポジションは高位に留まり、投機的ともいえるポジションを構築する機関投資家は強気過ぎと見ています。

地域別・セクター別の株式市場

割安感が目立つ金融株

世界経済が減速し、企業の利益成長率が悪化する状況では、引き続き、バリュエーションが妥当な水準から割安な水準で推移するセクターを愛好します。

金融セクターは、割安なセクターに分類され、バリュエーション面では、株価純資産倍率(PBR)で見てもPERで見ても、過去20年の傾向を下回って推移する数少ない資産クラスの一つです。

テクニカル指標が発するシグナルも良好で、MSCI世界金融株価指数の構成銘柄の72%が200日移動平均線を上回って推移しています。ピクテでは、米国等の利下げが市場の期待よりも小幅に留まると見ており、そうなれば、融資の利鞘が広がる銀行にとっての好材料となり得ることから、投資資金を金融セクターに配分することは理にかなうと考えます。

金融セクター以外では、ディフェンシブなセクター配分を維持しており、利益成長率がピークを付けつつある情報技術(IT)セクターをアンダーウェイトとする一方で、生活必需品セクターをフルオーバーウェイトとしています。

地域別に見て最も割高な米国をアンダーウェイトとしているのは、バリュエーション面でも利益成長面でも先行きが暗い、最悪の組み合わせの市場の一つとなっているからです。

また、S&P500種株価指数先物の投資家のネットのポジションが相当高位に留まっていることを考えても、市場急落の公算が一段と大きくなると見ています。

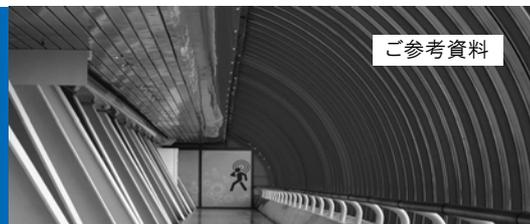
MSCI世界株価指数構成銘柄の利益予想のネットの上方修正の比率、つまり予想の修正全体に占めるネットの上方修正の比率で測った利益の伸びの勢い(アーニングズ・モメンタム)は、大幅に悪化しています。

企業の利鞘には世界的に下押し圧力がかかっていますが、このような状況は、株式アナリストの予想に反映されていません。企業利益の伸びの鈍化は今後も続き、株式アナリストのコンセンサス予想を下回ると考えられます。ピクテのモデルは、今後12ヵ月の一株利益成長率を1%と予測しており、株式アナリストのコンセンサス予想の8%前後を大きく下回ります。

一方、見通しが明るいのは、景気の先行きが著しい改善を見せつつあるユーロ圏です。ピクテの景気先行指数は、前月比で4ヵ月連続の上昇を記録し、フランスとスペインをけん引役にプラス圏に入っています。良好な消費者心理と改善基調の労働市場は、個人消費による景気の下支えを示唆しています。企業利益の見通しも良好です。4-6月期の決算発表は、ユーロ圏企業の90%以上が年内の利益予想を維持または上方修正しています。

新興国株式および英国株式は、引き続き、オーバーウェイトとします。英国株式は、欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る懸念を嫌気して割安感が際立ち、投資妙味が強まっていると見ています。また、配当利回りは、グローバル株式の2.5%に対して、5%と高水準です。一方、新興国株式市場では、バリュエーション面での割安感に加え、ここ数週間、先進国市場を上回る利益成長率を予測する株式アナリストが増えています。

Barometer



債券・為替

ディフェンシブ性資産の供給不足

これまでには、投資ポートフォリオのボラティリティ(変動率)を抑えるために先進国債券に頼ることが可能だった時期がありました。13兆ドル相当の先進国債券の利回りがマイナス圏に沈んでいるからです。JPモルガン世界国債指数の実質利回りは過去最低の-1%を付けており、今後3~6か月については、投資適格債市場を構成するいかなる債券にも、ベンチマークの組入比率を上回る保有は正当化されないと考えます。

従って、米国国債は、今月、ニュートラル(ベンチマーク並みの投資比率)に引き下げました。

債券市場の上昇相場の基盤は、脆弱さを増しているように思われます。

理由の一つは、利下げ期待が過度に楽観的なことです。米国では、フェデラルファンド金利(FFレート)先物に、今後12か月で各25ベースポイント(0.25%)の3回の追加利下げが織り込まれていますが、このような期待はFRBが講じた予防的利下げをはるかに上回るものであり、行き過ぎだと考えます。FRBが100ベースポイント以上の利下げを行うのは、景気後退局面に限られることは、歴史が証明しています。さらに、米国のインフレ圧力が高まりつつあります。

ピクテが注視するテクニカル指標も警戒信号を発しています。とりわけ、投資家の国債のポジションから示唆されるのは、中短期的な市場急落の確率が増し、当該資産クラスが「買われ過ぎ」の状況にあることです。バリュエーション指標も市場の支えにはなっていません。ピクテのモデルが算出するバリュエーション・スコアのランキングでは、最も割高な4つの資産クラスのうち3つが債券です。また、世界国債ならびに米国の国債および投資適格社債は、いずれも長期的な傾向を1.5標準偏差上回る割高な水準で推移しています。

一方、英国国債はニュートラルに上方修正しましたが、これは、「合意なき」ブレグジットが現実のものとなるリスクが増しつつあり、市場の下支えになると考えるためです。

国債および投資適格社債全般について正しいと言えることは、ユーロ圏および米国のハイイールド債にも該当すると考えアンダーウェイトとしています。

一方、新興国ソブリン債、特に現地通貨建て国債の先行きは、比較的良好です。利回りが魅力的な水準であることに加え、当該債券リターンの主要な源泉である新興国通貨が対米ドルで20%以上割安な水準にあるからです。ただし、ロシア・ルーブル、南アフリカ・ランドおよびブラジル・レアルは、年初以降、米ドルに対して上昇していることには注意が必要です。

この他、スイスフランをオーバーウェイトとしました。先進国の通貨安競争に拍車がかかる環境では、スイスフランが最もよく持ちこたえる可能性が高いと考えます。

グローバル市場概況

市場の急上昇に歯止めをかけられなかったFRBの警告

ハト派色を一段と鮮明にしたFRB高官の発言を受け、6月の株式市場は大幅な上昇となりましたが、その後7月は、月末の米連邦公開市場委員会(FOMC)を控え、強気の姿勢を維持しつつ、落ち着いた展開となりました。

FOMCは、7月31日、多くの市場関係者が「タカ派的」とみなした利下げを行いました。FRBは、市場の期待に応じてFF金利の誘導目標を25ベースポイント引き下げたものの、主要中央銀行の協調的な利下げ局面の開始というよりは、景気循環における金融政策の調整に過ぎないことを示唆するパウエル議長の発言が市場を混乱させました。

とはいえ、グローバル株式市場は底堅く推移したことから、MSCI世界株価指数の月間騰落率は+1%と辛うじてプラスに

Barometer



留まり、年初来の騰落率を+17%前後としました。債券も同様の展開となり、JPモルガン・グローバル国債指数の月間騰落率は+0.7%となりました。市場別ランキングでは、米国株式市場が引き続き上位に留まり、月間騰落率は+1.5%、年初来騰落率は+20%強となりました。また、スイス株式は、年初来騰落率が+24%弱と好調さが際立ちました。

業種セクター別では、情報通信技術(IT)セクターが堅調さを維持し、月間騰落率は+3.1%、年初来騰落率は+30%弱となりました。これに対し、エネルギー、素材の両セクターは出遅れ感が目立ちました。貿易量の縮小を背景とした資源価格の低迷が響きました。ヘルスケア・セクターも低調でした。

FRBの今後のハト派の度合いを巡る不確実性にもかかわらず、世界的な金融緩和期待が債券市場を下支えました。欧州中央銀行(ECB)は、経済の低成長と期待外れのインフレ対応を図って、独自の施策を検討中です。日本銀行やその他の中央銀行も同様です。

先進国国債市場と同じく、新興国債券市場も上昇しました。

新興国債券市場はとりわけ堅調で、JPモルガン新興国債券指数の年初来騰落率は、現地通貨建て新興国債券指数が+9%強、ドル建て新興国債券指数が+12%強の上昇となりました。この間、新興国社債指数は、+10%弱の上昇となりました。

為替市場では、ドル高基調が続きました。ポンド安が際立ち、年初来の対ドル・レートは4%前後の下落となりましたが、下げの大半は7月の下げに因るものです。これは、EUの合意が得られなくとも、10月31日にはブレグジットを実現するとのジョンソン新首相の発言に対する投資家の反応を映したものと見えています。

※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（2019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	26,864	26,600	23,327	+1.0%	+15.2%
(米)ナスダック総合指数	8,175	8,006	6,635	+2.1%	+23.2%
(日)TOPIX	1,565	1,551	1,494	+0.9%	+4.8%
(日)日経ジャスダック平均	3,484	3,406	3,210	+2.3%	+8.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,467	3,474	3,001	-0.2%	+15.5%
(英)FTSE100指数	7,587	7,426	6,728	+2.2%	+12.8%
(中国)上海総合指数	2,933	2,979	2,494	-1.6%	+17.6%
(香港)ハンセン指数	27,778	28,543	25,846	-2.7%	+7.5%
(ブラジル)ボベスバ指数	101,812	100,967	87,887	+0.8%	+15.8%
(インド)SENSEX30指数	37,481	39,395	36,068	-4.9%	+3.9%
(ロシア)RTS指数\$	1,360	1,381	1,066	-1.5%	+27.6%

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	108.64	107.79	111.00	+0.8%	-2.1%
ユーロ	121.19	122.49	127.00	-1.1%	-4.6%
英ポンド	131.97	136.57	140.46	-3.4%	-6.0%
スイスフラン	109.73	110.45	112.55	-0.7%	-2.5%
豪ドル	74.59	75.49	78.18	-1.2%	-4.6%
加ドル	82.67	82.33	81.52	+0.4%	+1.4%
中国元 [※]	15.77	15.69	15.98	+0.5%	-1.3%
ブラジルリアル [※]	28.86	28.11	28.31	+2.7%	+1.9%
インドルピー	1.59	1.57	1.59	+1.3%	±0%
ロシアルーブル	1.71	1.71	1.60	±0%	+6.9%
タイバーツ	3.53	3.50	3.41	+0.9%	+3.5%
南アフリカランド	7.64	7.60	7.66	+0.5%	-0.3%

(※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	2.01%	2.00%	2.69%	+0.01%	-0.68%
日10年国債利回り	-0.16%	-0.16%	0.00%	+0.01%	-0.16%
独10年国債利回り	-0.48%	-0.32%	0.25%	-0.15%	-0.72%
豪10年国債利回り	1.20%	1.32%	2.32%	-0.12%	-1.12%
米政策金利(FFレートの)	2.25%	2.50%	2.50%	-0.25%	-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)	58.53	58.20	45.15	+0.6%	+29.6%
金(1オンス、ドル)	1,427.68	1,412.30	1,281.34	+1.1%	+11.4%

※ 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。