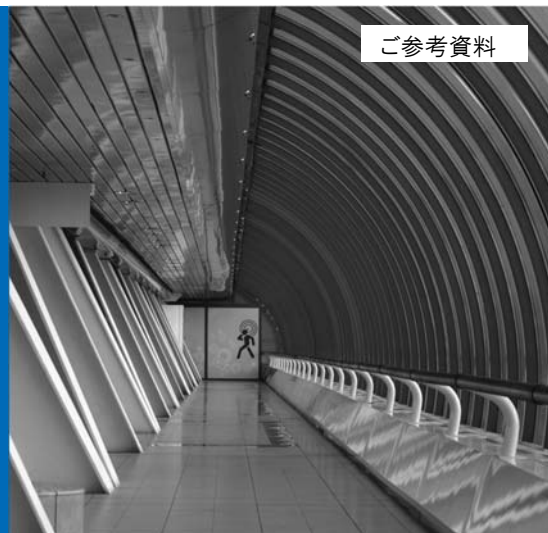


Barometer

2019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

悲観論は僅かに後退



■グローバル資産クラス

中国経済の改善には疑問が残り、ドイツ経済の苦戦も続いています。世界経済を全体的に見れば、主要中央銀行の金融緩和再開や米中両国の攻撃的態度の軟化などを背景に景気先行きの改善の気配も感じられます。このような状況を勘案し、株式を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キャッシュをフルオーバーウェイトからオーバーウェイトに一段引き下げました。

■株式：地域別・スタイル別

地域別では、米中貿易戦争の休戦期待、米国の追加緩和の可能性等を背景に新興国株式をオーバーウェイトに引き上げました。米国市場は割高であることなどからアンダーウェイトを維持します。英国株式は、英国の欧州連合離脱を巡る行方を見守りたいと考え、ニュートラルに引き下げました。ユーロ圏株式は、景気刺激策が経済成長を支えることが予想され、オーバーウェイトを維持します。

■株式：セクター別

セクター別では、景気変動の影響が特に大きい一般消費財セクターをフルアンダーウェイトに引き下げました。一方、景気変動の影響を受け難いセクターのオーバーウェイトを継続します。グロース株からバリュー株への資金移動は継続するとみて、金融セクターをオーバーウェイトに引き上げました。

■債券

新興国通貨と債券の先行きは、経済面からも改善が期待されることから、現地通貨建て新興国債券をオーバーウェイトに引き上げました。先進国社債は割高感や信用格付けの悪化などからアンダーウェイトを継続します。米国国債は適正に評価されているとみてニュートラルを維持します。

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		
	コミュニケーション・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

先行きを照らす一条の光

米連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が金融緩和を再開する中、米中両国は、相手国に対する攻撃的な態度を軟化させています。このような状況を背景に、ピクテの景気先行指数は先行きの改善を示唆しています。

中国経済の改善には疑問が残り、ドイツ経済の苦戦も続いています。世界経済を全体的に見れば、閉塞感の裏には状況を改善させる気配が感じられます。このような状況を勘案し、株式をアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)からニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き上げると同時に、キャッシュをフルオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)からオーバーウェイトに一段引き下げました。

ピクテのマクロ経済指標、とりわけ景気先行指数は、世界の経済成長率が潜在成長率を下回る状況が続くとしても、向こう数カ月の景況には幾分かの改善が見られることを示唆しています。これは、米国の製造業および資本財セクターに改善を示唆する指標が相次いでいることに加え、個人消費が予想外の底堅さを維持しているためだと思われます。今月中に予定されている米中の貿易交渉が、可能性は低いとしても、何らかの妥協点を見出すことが出来るならば、企業景況感が改善する公算は高いと思われます。

交易条件の緩和は、とりわけ中国に歓迎されるはず。中国経済は、先行きに幾分かの改善が示唆されるとはいえ、依然としてぜい弱です。民間投資の縮小や個人消費の低迷に加えて、アフリカ豚コレラ蔓延の被害が養豚産業に及んでいるからです。恐らく景気後退(リセッション)局面に入ったと思われるドイツも、製造業や輸出への依存度が高いことから、米中協議を巡る朗報を期待しているものと思われます。世界の流動性の状況は、リスク性資産クラスに対してニュートラル

です。FRBは、国債等を担保に短期資金を貸し借りするレポ市場を通じて市場介入を行っており、金融引き締めの完全撤回を決定したように思われます。レポ市場での金融調節は正式な量的緩和策ではありませんが、効果に変わりはありません。また、FRBは10月30日に3会合連続の利下げを行っています。

一方、ユーロ圏ではECBが同行独自の一連の金融緩和策を発表し、月末に退任したドラギ前総裁の置き土産となりました。域内では既に民間向け融資の拡大が確認されています。また、新興国でも複数の中央銀行が利下げを実施しています。

中国は、これまでのところ各国の金融緩和に追随していません。公式な政策として「影の銀行(シャドーバンク)」の債務圧縮を続けていることに加え、アフリカ豚コレラの蔓延に起因してインフレ率が上昇し、中央銀行の政策余地が限られているからです。もっとも、米中協議の結果が状況を若干改善する可能性は残るかもしれません。

ピクテのバリュエーション指標は、リスク資産の上昇相場と債券市場での投げ売りがあったものの、前月から殆ど変わっていません。グローバル株式市場は総じて適正水準に留まりますが、地域別市場では、依然として、米国市場が極めて割高、英国市場が極めて割安です。債券市場でも、引き続き、国債市場は割高、社債市場は極めて割高です。

テクニカル指標も総じて変わらず、株式市場、債券市場ともにやや強気、一方、季節要因はいずれの市場についてもニュートラルです。また、トレンド系指標は、スイスと日本の国債が下降トレンドに転換しつつあることを示唆しています。

Barometer



地域別・セクター別の株式市場

新興国株式とバリュー株式の見直し改善

新興国株式市場の見直しは、再び好転しています。中国経済の足元の安定化を示唆する各種の指標、米中貿易戦争の休戦期待、米国の追加緩和の可能性等が新興国の経済成長を下支えるものと思われます。

ピクテでは、新興国の2019年の経済成長率が先進国の成長率を大きく上回る4%に達すると予測しています。

また、新興国企業の2020年の利益成長率を14%と見ており、ドル安の進行次第では、これを更に上回る可能性もあると考えます。

以上から、新興国株式をオーバーウェイトに引き上げました。

一方、大方の先進国株式については、期待が持てません。市場のコンセンサス予想が、米国、欧州、スイス、日本の2020年の企業利益成長率を8~9%程度と極めて楽観視していることが特に懸念されます。米国株式は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ることに加え、2020年の企業利益成長率はよくても前年比横ばいと見ているからです。一方、英国株式については、12月12日の解散総選挙の結果と英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る交渉の行方を見守りたいと考え、ニュートラルに引き下げました。ユーロ圏株式については、各種の景気刺激策が経済成長を支えることが予想されるため、オーバーウェイトを維持します。

歴史が示している通り、景気循環の影響を最も大きく被るセクターで事業を展開する企業にとって、世界経済が低成長を続ける局面で利益を伸ばすことは容易ではありません。一方、このような局面で市場をアウトパフォームする傾向が強いのは、企業ファンダメンタルズ(基礎的条件)に比べて株

価が低位で推移する割安株(バリュー株)であることも歴史の証明するところです。

従って、過去10年間、成長株(グロース株)に遅れを取ってきたバリュー株が、ここ数カ月、トレンド復活の勢いを見せていることに意外感はありません。

グロース株からバリュー株への資金移動は今後も継続すると思われます。景気循環が拡大局面から成熟局面に移りつつあるからです。従って、金融セクターをオーバーウェイトに引き上げました。株価が低迷する欧州の銀行株は、域内の民間セクターの流動性(名目GDP(国内総生産)に対する銀行およびノンバンクのネットの与信の比率)が10年ぶりに4%に改善したことを勘案すると、とりわけ魅力的に思われま

す。景気変動の影響が特に大きい一般消費財セクターは、フルアンダーウェイトに引き下げました。

一方、景気変動の影響を受け難いディフェンシブ銘柄の選好は変わらず、生活必需品セクターはフルオーバーウェイト、ヘルスケア・セクターはオーバーウェイトを維持します。

債券・為替

新興国市場の曇りに隠れる希望の光

グローバル債券の先行きは、引き続き、良好とはいえませんが、バリュエーション(投資価値評価)面での割高感が際立ち、インフレ率の上昇がリターンを目減りさせています。実質利回りは過去最低水準にあります。

とはいえ、「どんな雲の裏側にも銀色の光が隠れている」との諺通り、困難な状況の裏には先行きを期待させる要因が潜んでいるものです。債券市場の「銀色の光」は、新興国債券だと考えます。

Barometer



現地通貨建て新興国債券利回りは10月中に過去最低記録を更新したものの、新興国債券セクターは主要債券市場の中で最も投資妙味が強いことには変わりはありません。第一に、5%台の利回りは他セクターを遥かに上回っています。更に、新興国通貨も極めて魅力的に思われます。ピクテのモデルは、新興国通貨が米ドルに対して20~25%割安な水準に留まることを示唆していますが、適正水準からの乖離幅は2020年中にも一部縮小し、新興国債券のリターンを押し上げることが予想されます。

新興国通貨と債券の先行きは、経済面からも改善が期待されます。ピクテのエコノミスト・チームがモニターしている新興22カ国のうち、2020年の経済成長率が2019年を下回ると予想されるのは4カ国に過ぎません。

中国については、工業生産、建築業商務活動指数、粗鋼生産量、政府の固定資産投資等の9月の経済指標の改善と米国との貿易交渉に臨む姿勢の軟化を勘案し、前月よりも積極的な見方を強めました。経済成長を予測する際に重視され、景況感を測る際の信頼できる指標とされてきた10年債利回りが上昇基調を辿っていることから先行きが期待されます。

以上から、現地通貨建て新興国債券をオーバーウェイトに引き上げ、新興国社債の選好を維持します。

インフレ連動債、とりわけ、インフレ期待がインフレ指標を後追いすることが予想される米国のインフレ連動債も注目されます。9月の消費者物価指数(CPI)については、(変動の大きい食品とエネルギーを除いた)コアCPIが前年同月比+2.4%とおよそ10年ぶりの水準に留まっています。

先進国社債を概ね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の割高感に加え、社債の発行体である企業の信用格付けが過去の水準より悪化していることが懸念されるためです。CCC格企業のB格企業に対する比率は、ハイイールド債市場が急落した2016年のエネルギー危機時を上回っています。

欧州の投資適格債利回りは、ドイツのリセッション入りが懸念される状況にありながら僅か0.5%程度に留まります。ピクテのモデルは、向こう半年については横ばいを見していますが、グローバル企業の利益成長率が急速に低下する状況ではとりわけ気掛かりです。

米国国債についてはニュートラルを維持しており、金融政策の今後の道のりを適正に反映していると考えます。ピクテでは、年内の追加利下げは無いと見っていますが、2020年については予測が困難です。経済成長が予想を下回るならば、足元の予測を超えて金融緩和が維持されるリスクも否めません。今後の利回り上昇局面では、ポートフォリオのデュレーションを延伸する機会が提供されるかもしれません。

通貨については概ねディフェンシブなポジションとしており、スイスフラン等の安全通貨をオーバーウェイトとしています。足元のプレグジットを巡る動向を受け、英ポンドのオーバーウェイトを維持します。また、金もオーバーウェイトを維持しています。

グローバル市場概況

株式市場の上昇継続

10月の市場ではリスク資産が買われました。グローバル株式市場は、米中貿易摩擦緩和の兆しと主要中央銀行の金融緩和再開を好感し、現地通貨ベースで約2%上昇しました。

FRBは0.25%の利下げを行って政策金利(FFレート)の誘導目標レンジを1.5~1.75%とし、日本とカナダの金融当局は一段の金融緩和を示唆、一方、ECBは流動性の注入を継続しました。この間、ブラジル等の複数の新興国も利下げを実施しています。

S&P500種株価指数が史上最高値を更新する中、米国株式市場は前月比約2%の上昇となりました。また、予想を上回

Barometer



る中国の経済指標が新興国株式市場を一段と押し上げました。

業種セクターには、リスク選好の強まる状況が反映されました。テクノロジーや資本財などの景気変動に左右されやすいシクリカル・セクターが市場をアウトパフォームする一方で、生活必需品や公益等のディフェンシブ・セクターは売られました。

グローバル債券は前月比-0.5%と苦戦しました。先進国国債が下落し、ピクテのモデルが最も割高な債券セクターの一つとする欧州の投資適格債も不振を極めました。

英国国債は、英国のEUからの合意なき離脱が回避されたことを受け、同-2%と下げが目立ちました。一方、英ポンドは政局の改善を好感し対ドルで5%の増価と、主要通貨の中で最も大きく上昇しました。

ドルは総じて下落基調となりました。これは、ドルの偏った買い持ちポジション(ロングポジション)の一部手仕舞い売りに起因すると思われます。ユーロ、人民元、韓国ウォン、メキシコペソ、ブラジルレアル、ロシアルーブルの各通貨はいずれも対ドルで1%を超える上昇となりました。ドル安を受け、金も2.5%の上昇となりました。

※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（2019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	27,046	26,917	23,327	+0.5%	+15.9%
(米)ナスダック総合指数	8,292	7,999	6,635	+3.7%	+25.0%
(日)TOPIX	1,667	1,588	1,494	+5.0%	+11.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,511	3,379	3,210	+3.9%	+9.4%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,604	3,569	3,001	+1.0%	+20.1%
(英)FTSE100指数	7,248	7,408	6,728	-2.2%	+7.7%
(中国)上海総合指数	2,929	2,905	2,494	+0.8%	+17.4%
(香港)ハンセン指数	26,907	26,092	25,846	+3.1%	+4.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	107,220	104,745	87,887	+2.4%	+22.0%
(インド)SENSEX30指数	40,129	38,667	36,068	+3.8%	+11.3%
(ロシア)RTS指数\$	1,423	1,334	1,066	+6.7%	+33.5%

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	108.88	107.92	111.00	+0.9%	-1.9%
ユーロ	121.46	118.02	127.00	+2.9%	-4.4%
英ポンド	140.57	132.69	140.46	+5.9%	+0.1%
スイスフラン	110.18	108.88	112.55	+1.2%	-2.1%
豪ドル	75.28	72.88	78.18	+3.3%	-3.7%
加ドル	82.65	81.49	81.52	+1.4%	+1.4%
中国元 [※]	15.37	15.14	15.98	+1.5%	-3.8%
ブラジルリアル [※]	26.93	25.95	28.31	+3.8%	-4.9%
インドルピー	1.55	1.54	1.59	+0.6%	-2.5%
ロシアルーブル	1.71	1.66	1.60	+3.0%	+6.9%
タイバーツ	3.60	3.53	3.41	+2.0%	+5.6%
南アフリカランド	7.27	7.12	7.66	+2.1%	-5.1%

(※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	1.69%	1.67%	2.69%	+0.02%	-1.00%
日10年国債利回り	-0.14%	-0.22%	0.00%	+0.08%	-0.14%
独10年国債利回り	-0.40%	-0.57%	0.25%	+0.17%	-0.65%
豪10年国債利回り	1.16%	0.96%	2.32%	+0.20%	-1.16%
米政策金利(FFレート)	1.75%	2.00%	2.50%	-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バレル、ドル)	54.02	54.09	45.15	-0.1%	+19.6%
金(1オンス、ドル)	1,510.23	1,473.85	1,281.34	+2.5%	+17.9%

※ 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保護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。