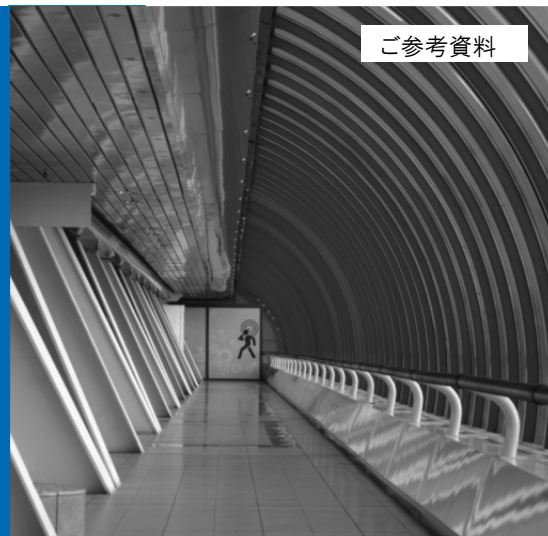


# Barometer

2017年  
6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

## 高値更新を続ける株式市場



### ■グローバル資産クラス

世界的に景気が回復基調にあること、依然として流動性供給が潤沢なこと、テクニカル的にもリスク資産にポジティブなサインが出ていることから、株式の評価を引き続きオーバーウェイトとします。一方、景気回復に伴い金利の上昇が予想されることから、債券の評価はアンダーウェイトを維持します。

### ■株式:地域別・スタイル別

バリュエーションが魅力的な水準にある英国株式の評価をアンダーウェイトからオーバーウェイトへと引き上げます。また、景気の高騰が力強い欧州と新興国株式の評価も引き続きオーバーウェイトとします。欧州については、大規模な資金流入が続いていることも下支え材料となります。

### ■株式:セクター別

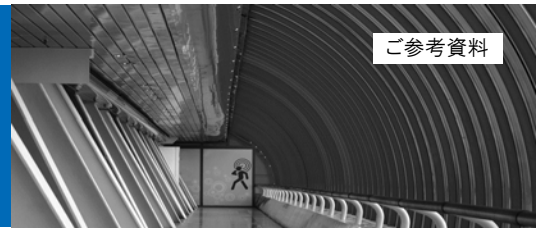
トランプ政権の政策遂行能力に疑問符が生じている中、金融規制緩和への期待で買われてきた金融セクターの評価をフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと1段階引き下げます。また、直近のパフォーマンスが堅調であり、割高感も出てきた公益セクターの評価をオーバーウェイトからニュートラルへと引き下げます。業績見通しが堅調な一方で割安に評価されているヘルスケアセクターの評価は、ニュートラルからオーバーウェイトへと引き上げます。

### ■債券

バリュエーション面で相対的に割安感のある現地通貨建て新興国債券の評価を引き続きオーバーウェイトとします。一方、投機筋のネットロングポジションが増加しており、バリュエーション面でも割安感が薄れてきたことから、米国国債の評価をフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと1段階引き下げます。

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



## グローバル市場概況

### リスクオンが続く

世界の株式市場は5月も上昇が続き、MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは再び史上最高値を更新しました。背景にあるのは、世界的な景気の拡大と堅調な企業業績です。5月は欧州株式が米国株式をアウトパフォームしました。欧州中央銀行(ECB)の量的金融緩和政策により欧州経済の回復が進んでいることに加えて、フランス大統領選挙で親欧州連合(EU)のマクロン氏が勝利し、政治リスクが後退したことが好感され、投資資金の流入が増加しています。

S&P500種株価指数も史上最高値の更新を続けており、年初来のトータルリターンは+9%弱となっています。けん引役は、年初来で+20%程度上昇した情報技術セクターです。情報技術セクターによるプラスの寄与度を除けば、S&P500種株価指数の年初来上昇率は+2%程度に過ぎません。世界的には、年初来リターンが唯一マイナスとなったのは、エネルギーセクターでした。

また、シカゴ・オプション取引所作成のボラティリティ・インデックスであるVIX指数を見ると、市場の先行きに対する投資家の自信の程がうかがえます。5月末時点のVIX指数は10.41と長期平均の20程度を大幅に下回る水準にあります。これは1993年以來のことです。

債券市場では、米国国債が+0.5%程度の上昇となりました。5月24日に発表された5月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録が、仮に利上げと同時にバランスシートの縮小を実施するとしても、非常に緩やかなペースで行うことを支持する内容であったためです。米国のインフレ連動債は、インフレ率が鈍化したことを受けて下落しました。10年ブレイクイーブンインフレ率(米国国債と米インフレ連動債の利回り格差)は、ピーク時の2.07%程度から低下し、足元では1.8%程度となっています。

FOMC議事録の発表を受けて、新興国債券はドル建て、現地通貨建て共に上昇しました。新興国通貨はまちまちの展開です。米国の利上げが緩やかなものになるとの観測からメキシコペソが上昇する一方、改革を進めてきたブラジルのテメル大統領に関するスキャンダルが噴出したことからブラジリアルは大幅に下落しました。貿易加重ベースで見ると、米ドルは2016年11月初旬の水準まで下落しました。米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受けた上昇分を全て吐き出した格好です。

原油は、石油輸出国機構(OPEC)主導で2018年3月まで減産を延長することで合意に至ったものの、材料出尽くし感から下落となりました。

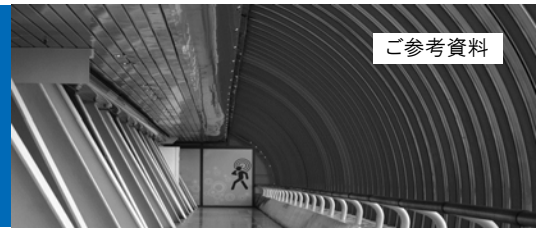
## 今月の資産配分

### 相場の格言に従う理由なし

「Sell in May and go away(株は5月に売って、どこかに出かける)」という相場の格言があるように、投資家は夏季シーズンには株式の保有を減らす傾向にあります。歴史的にも、米国株式は6月から9月までは軟調な展開になる事が多いため、相場の高い5月のうちに一旦売却しておくべしとの意味合いです。もっとも、どうやら今年はこの格言が当てはまらない年になりそうです。

背景にあるのは世界的な景気の回復です。特に、新興国経済の改善には目を見張るものがあります。また、企業の業績見通しが堅調であることや、主要国中央銀行の金融政策が依然として緩和的である点も株式市場の下支え材料となります。テクニカル観点からも、株式市場の上昇を示唆するような強気のサインが出ていることから、ピクテでは株式の評価を引き続きオーバーウェイトとします。様々な尺度から見て株式市場には割高感があるものの、欧州や新興国株式には依然として上値余地があると見ています。一方で、債券市

# Barometer



場の評価はアンダーウェイトで据え置きます。現状、債券利回りは低下傾向にありますが、いずれ反転すると見えています。世界経済が拡大する中、金利は上昇に転じると予想され、再び価格下落局面がやって来ると見えています。

景気サイクルからは、世界的な景気回復が今後も続くことが示唆されています。世界の景気先行指数は10ヵ月連続で長期平均を上回ると同時に、モメンタムも回復してきています。足元では2014年1月以来の水準まで上昇しており、2017年の世界経済が+3.4%のペースで成長することを示唆しています。

米国では、企業の設備投資が回復しており、製造業活動が個人消費の落ち込みを補う構図となっています。2017年4-6月期の米国内総生産(GDP)は年率換算で+3%を超えると予想しています。このことから、米連邦準備制度理事会(FRB)による金融政策の引き締めは続くでしょう。利上げに加えて、4.5兆ドル規模にまで膨れ上がったバランスシートの縮小も検討されています。仮に金融引き締めのペースが鈍化することがあるとすれば、政治的な行き詰まりが起こった時でしょう。トランプ政権の拡張的な財政政策に対する議会の抵抗を想定すると、米国の景気見通しにも不透明感が出てくるかもしれません。

ユーロ圏経済は依然として改善が続いており、年率+1.5~2.0%のペースで経済成長が続くと予想しています。ECBの量的金融緩和政策により企業および家計向けの貸し出しが増加している他、フランス大統領選挙で親EUのマクロン氏が勝利したことから消費者信頼感にも回復が見られます。マクロ経済指標が堅調な内容であることから、ECBが2018年以降月次の債券購入金額を減らすことを発表する準備は整いつつあると見えています。

英国でも景気が拡大しています。2017年4月の小売売上高が市場予想を大幅に上回るなど個人消費は力強く、労働市場は2016年の英国民投票後の落ち込みから回復しました。

日本では、2017年4月の鉱工業生産が2ヵ月ぶりの上昇となる一方で市場予想を下回った他、3月の現金給与が10ヵ月ぶりにマイナスに転じ、実質賃金も2ヵ月ぶりに減少となるなど、景気の本質が幾分鈍化しています。しかし、個人消費は力強く、労働市場は引き締まっており、外需も堅調なことから、経済成長は底堅く推移すると見えています。

新興国経済は、外需の改善や緩和的な金融政策、堅調な個人消費などを背景に底堅く推移しています。もともと、中国ではわずかながら景気先行指数が鈍化しました。

流動性の面では、リスク資産にニュートラルのスタンスです。主要国の中では、日米欧の中央銀行が潤沢な流動性供給を続ける中、中国人民銀行の金融政策は引き締めへ転じています。もともと、2017年後半には、FRBの追加利上げが見込まれる他、ECBが債券購入プログラムの減額について発表すると予想されており、世界の流動性供給は減少へ転じる見込みです。

バリュエーションの面では、リスク資産に若干ネガティブな評価を下す必要があります。もともと、国・地域、セクター別に見てバリュエーションの水準には大きな乖離があります。米国株式は、その他地域と比較して依然として非常に割高な水準にあります。

企業業績については、利益、売上高共に力強い伸びが続いており、企業の業績予想が上方修正される割合は7年ぶりの水準まで上昇しています。2017年の予想増益率は世界全体で+14.4%が見込まれていますが、ピクテでは市場予想を上回る増益を予想しています。業績面でも株価を下支える材料が揃っています。

テクニカル観点からは、株式に強気の評価となります。例えば、欧州株式市場に流入した資金は、フランス大統領選挙の投票日を控えた5月の第1週だけで60億ドルにも達しました。欧州経済の回復に伴って、資金流入のペースは加速していくと予想されます。

# Barometer



## 株式・セクター配分

### 英国株式の評価を引き上げ

2016年6月の英国民投票でEU離脱派が勝利したものの、その後の英国経済は予想外に堅調に推移しており、多くの市場関係者を驚かせました。理由の一つとしては、EU離脱を選択したことに伴い英ポンドが急落したことから、同国の輸出競争力が強化された点が挙げられます。また、EUとの離脱交渉は緒についたばかりであり、経済への具体的な影響がまだ見られない点も指摘しておく必要があります。さらに、EU離脱選択に伴う金融市場の混乱に対処するために、イングランド銀行(BOE)が緊急対応として利下げを行った他、量的金融緩和政策を維持したことから英国内には潤沢な流動性が供給されることとなり、民間への信用供給が増加しました。結果として、英国ではファンダメンタルズが急速に改善することとなりました。また、英国株式の12ヵ月先予想PERは14.8倍と世界株式に対して6%程度ディスカウントされた水準であり、バリュエーション面でも投資妙味があります。さらに、ここ最近英ポンドは上昇基調にあります。総選挙が終了すれば、EU離脱交渉を巡る思惑から売られやすい地合いになると見えます。為替動向も英国株式を下支えする材料となりそうです。上述の要因から、英国株式には当面強気の見通しを持っており、評価をアンダーウェイトからオーバーウェイトへと引き上げます。もっとも、中長期的にはEU離脱が英国にとって経済成長の足かせとなるでしょう。英ポンド安によるプラスの効果が見込まれる一方、自国通貨安に伴う輸入コストの増加を受けてインフレ率が上昇すると予想されることから、家計の可処分所得は減少するでしょう。

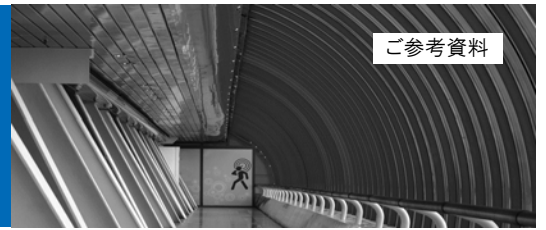
景気動向および企業の業績見通しが力強い点を評価し、ユーロ圏と新興国株式の評価は引き続きオーバーウェイトとします。2017年の予想増益率はユーロ圏で+23.5%、新興国で+20.0%と、世界全体の+14.4%を上回る見通しです。ユーロ圏に関しては、上場投資信託(ETF)などを通じて大規模な

資金流入が見られることもプラスの材料です。

日本株式については、評価をフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと、1段階引き下げます。いくつかのマクロ経済指標から判断するに、景気の本質的には鈍化の兆しが見られるためです。また、企業の業績見通しに失望感が出ている点もマイナスの材料です。2017年の予想増益率は+11%程度と、欧州や新興国と比較して見劣りする水準です。それでも評価をオーバーウェイトに留めているのは、バリュエーションが魅力的な水準にあること、世界的に製造業が回復していることの恩恵を受けやすいこと、世界の債券利回り日本株式市場に正の相関があることなどを評価しており、上値余地があると見ているためです。

セクターアロケーションに関しては、金融セクターの評価をフルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと1段階引き下げます。トランプ政権は法案を議会で通過させることはおろか、具体案の提示すらできていない状況であり、金融規制緩和への期待から買われてきた金融セクターの上昇基調は一服すると予想されるからです。また、公益セクターの評価はオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。これまでのパフォーマンスが良好であったことからバリュエーションに割高感が出てきたこと、債券代替としての性質を持つため金利上昇局面ではアンダーパフォームが予想されるためです。一方、ヘルスケアセクターの評価はニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。業績見通しが堅調なことや、バリュエーションが相対的に割安な水準にある点を評価しています。現在のような市場環境の下では、景気敏感セクター一辺倒ではなく、ディフェンシブセクターへのエクスポージャーをいづらか残しておく事が得策であると考えています。

# Barometer



## 債券・為替

### ユーロに強気の見通し

過去2カ月間、ユーロは対米ドルで+5%以上の上昇と騰勢を強めていますが、これはあまりに過ぎないと見ています。フランス大統領選挙で親EUのマクロン氏が勝利したことを受けて投資家のセンチメントが改善している他、5月のドイツのIFO企業景況感指数が史上最高値を更新するなどマクロ経済指標も力強い内容であり、投資家の欧州資産に対する投資意欲が掻き立てられているためです。さらに、今後債券利回りが上昇する局面が訪れれば、より買われやすいのは米ドルではなくユーロだと見ています。ユーロ圏経済の回復基調を背景に、ECBは量的金融緩和の縮小に着手すると予想されますが、金融引き締めペースは市場が想定するよりも速いかもしれません。

ユーロとは対照的に、米ドルは軟調な動きが続いています。4月の米消費者物価上昇率(食品・エネルギー除く)は前年同月比+1.9%と鈍化傾向が続いており、米国の利上げペースは市場が想定しているよりも緩やかなものになる可能性があります。以上より、対米ドルでのユーロのオーバーウェイトを維持することとします。

また、スイスフランにも引き続き強気の見通しです。ユーロとの連動性が高いことに加えて、リスク回避時には避難通貨としての性質を併せ持っているためです。

英ポンドは上昇傾向が続いているものの、反転を見込んでいます。英国の総選挙が終われば、市場関係者の関心は再びEU離脱交渉に移ると思われ、交渉の進捗度合いに対して為替が動きやすい展開を予想しています。さらに、足元では投機筋が英ポンドのネットショートポジションを急激に縮小させており、悪材料が出た際には下落しやすい地合いとなっている点にも注意が必要です。

債券市場では、2016年末のピーク時には2.45%であった

米国国債とドイツ国債のスプレッドが、1.88%と過去6カ月間で最小の水準まで縮小しました。利回りの面では、ユーロ圏国債との比較で依然として米国国債に割安感がありますが、投資妙味は若干薄れてきています。また、投機筋の米10年国債先物のネットロングポジションが積み上がっていることから、巻き戻しのリスクにも気を配るべきでしょう。米国国債の評価は、フルオーバーウェイトからオーバーウェイトへと1段階引き下げることにします。

一方、現地通貨建て新興国債券は、債券の中では最も割安な資産クラスであり、依然として投資妙味があると見ています。経済的な観点からも、新興国は先進国を上回るペースで成長を続けています。失業率が底打ちし、実質賃金も安定してきたことから、小売売上高も回復が進んでいます。為替の面でも、新興国通貨は対米ドルで極めて割安な水準で取引されてきました。ドル安が進む環境下では、上昇が見込まれる資産クラスの一つと言えるでしょう。

(※将来の市場環境の変動等により、上記の内容が変更される場合があります。)

## Barometer

## 参考データ

## 世界の主要株価、外為、債券、商品市況 (2017年5月)

世界の主要株式市場	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	21,009	20,941	19,763	+0.3%	+6.3%
(米)ナスダック総合指数	6,199	6,048	5,383	+2.5%	+15.1%
(日)TOPIX	1,568	1,532	1,519	+2.4%	+3.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,169	2,979	2,739	+6.4%	+15.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,555	3,560	3,291	-0.1%	+8.0%
(英)FTSE100指数	7,520	7,204	7,143	+4.4%	+5.3%
(中国)上海総合指数	3,117	3,155	3,104	-1.2%	+0.4%
(香港)ハンセン指数	25,661	24,615	22,001	+4.2%	+16.6%
(ブラジル)ボベスバ指数	62,711	65,403	60,227	-4.1%	+4.1%
(インド)SENSEX30指数	31,146	29,918	26,626	+4.1%	+17.0%
(ロシア)RTS指数\$	1,053	1,114	1,152	-5.5%	-8.6%
(世界)MSCI世界株価指数	-	-	-	+1.2%	+7.2%
(新興国)MSCI新興国株価指数	-	-	-	+2.3%	+12.3%

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	110.96	111.29	116.49	-0.3%	-4.7%
ユーロ	123.95	120.85	122.70	+2.6%	+1.0%
英ポンド	142.25	143.56	143.00	-0.9%	-0.5%
スイスフラン	113.67	111.91	114.21	+1.6%	-0.5%
豪ドル	82.90	83.24	84.36	-0.4%	-1.7%
加ドル	82.52	81.63	86.46	+1.1%	-4.6%
中国元 <sup>※</sup>	16.21	16.16	16.78	+0.3%	-3.4%
ブラジルレアル <sup>※</sup>	34.10	34.85	35.84	-2.1%	-4.8%
インドルピー	1.72	1.74	1.72	-1.1%	±0%
ロシアルーブル	1.97	1.96	1.94	+0.5%	+1.5%
タイバーツ	3.25	3.21	3.24	+1.2%	+0.3%
南アフリカランド	8.46	8.34	8.58	+1.4%	-1.4%

(※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	2.20%	2.28%	2.45%	-0.09%	-0.25%
日10年国債利回り	0.05%	0.02%	0.05%	+0.03%	-0.00%
独10年国債利回り	0.30%	0.32%	0.11%	-0.02%	+0.19%
豪10年国債利回り	2.39%	2.59%	2.77%	-0.19%	-0.38%
米政策金利(FFレイト)	1.00%	1.00%	0.75%	±0%	+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)	48.29	49.31	53.75	-2.1%	-10.2%
金(1オンス、ドル)	1,267.97	1,267.86	1,157.49	+0.0%	+9.5%

※ 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。