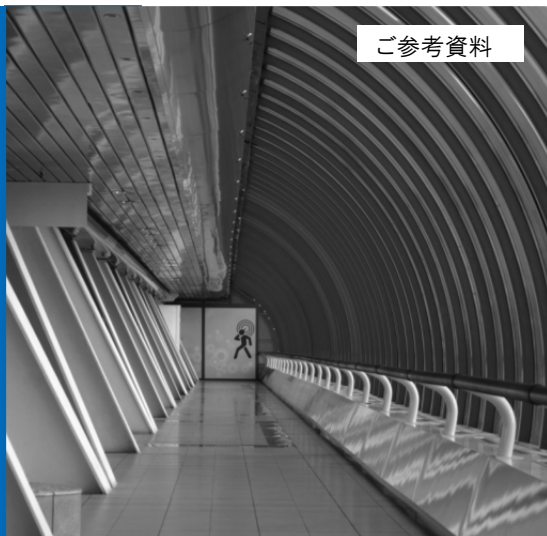


# Barometer

2018年  
9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

## 世界経済は堅調



### ■グローバル資産クラス

貿易摩擦や一部新興国市場の動揺にも係わらず、世界経済は引き続き底堅く、企業業績も堅調です。とはいえ、株式評価ならびに債券評価をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げるのは未だ、時期尚早だと考えます。ピクテの流動性指標とバリュエーション指標が、いずれも、警戒が必要であることを示唆しているからです。このため、株式、債券ともにニュートラルを継続します。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、新興国株式市場は下げ相場が終わりに近づいていることを確信させる状況が散見されることから新興国株式のオーバーウェイトを維持します。一方、米国株は企業利益の伸び率が僅かずつではあるものの、四半期ごとに低下していることからアンダ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、ディフェンシブ・セクターのパフォーマンスが景気敏感セクターを上回っており、今後も同様のトレンドが維持される可能性ががあると思われます。過去との比較でも他セクターとの比較でも割高感の強い一般消費財・サービスのアンダーウェイトは維持しますが、その他の景気敏感セクターは一段の引き下げは行わないこととしました。

### ■債券

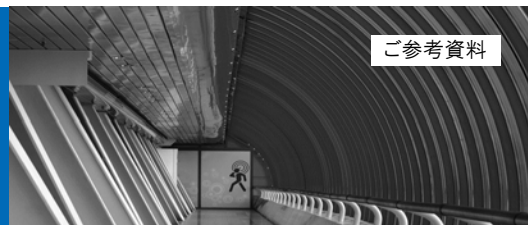
米国国債のオーバーウェイトも維持します。米国国債は、グローバル市場のボラティリティの上昇に対するヘッジ機能を有することに加え、他の債券市場に比べて割安です。ハイイールド債には慎重な見方を維持します。バリュエーション面で割高感が際立つ一方で、企業債務は増加基調です。

### ■為替

想定外の事態が起こらない限り、ドルの一段の上昇の公算は限定的だと考えます。従って、ユーロをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げ、同時に、スイスフランをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。

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



## 資産配分

### リスクの均等配分

この夏は、休暇を控えた投資家にとっては、心配の種が尽きなかったことと思われます。世界の主要中銀が金融引き締めを転じるのと時を同じくして、米中間等の貿易摩擦の拡大が企業業績を悪化させ、世界経済の成長を阻むリスクが懸念されていたからです。

幸いなことに、最悪のシナリオは回避されました。米国およびユーロ圏の好調な経済を支えに世界経済が底堅さを維持する中、世界の企業は、利益の伸び悩みが予想されるとはいえ好調な業績を発表し続けています。先進国の実質金利は-0.9%と、資金環境も緩和的です<sup>1</sup>。また、トルコとアルゼンチンを襲った危機はこれまでのところ、概ね、抑制されており、中国の金融緩和は、米国の輸入関税の影響を相殺することで、その他新興国の安定に寄与しています。

とはいえ、株式ならびに債券の評価をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げるのは未だ、時期尚早だと考えます。ピクテの流動性指標とバリュエーション指標が、いずれも、警戒が必要であることを示唆しているからです。

ピクテの景気循環指標は、世界経済が潜在成長率を上回る3.5%の成長を実現する可能性を示唆しています。世界の景気先行指数は、3年移動平均は下回るものの、2ヵ月連続で上昇しており、一方、製造業景況感指数は、貿易摩擦の影響を受け、年初の高値は下回るものの、先進国、新興国ともに、拡大局面に留まっています。

米国経済は、旺盛な個人消費と底堅い労働市場を支えに、再び、加速しつつあるように思われます。唯一軟調なのは、借入れコスト(住宅ローン金利)の変動に敏感な住宅市場です。

ピクテでは、米連邦準備制度理事会(FRB)が年内、もう2

回の利上げを行って、政策金利(フェデラル・ファンド金利の誘導目標)を、緩和的でも引き締めのでもない中立金利に近づけると見えています。もっとも、来年以降の利上げについては、確信できません。

ユーロ圏経済は、失業率の低下と景況感の改善を支えに、安定しつつありますが、改善がより顕著なのは中国経済です。ピクテの中国景気先行指数は、建設活動の活況を一因に、2年強ぶりの高水位準を回復しています。人民元の貿易加重(実効為替)レートは均衡点を1-2%下回って推移しており、米国との貿易摩擦が続く中、元安が輸出に寄与しています。

流動性指標はニュートラルに留まり、株式評価と債券評価を下支えています。中国人民銀行(中央銀行)の金融緩和により、GDP(国内総生産)比の総流動性は4.9%から、10年平均にほぼ等しい6.3%に上昇しており<sup>2</sup>、相対的にひっ迫した米国の流動性環境の緩和に寄与しています。中国人民銀行が民間セクターの債務の圧縮を断念するとは思われませんが、足元の金融緩和は、当面のところ、中国の経済成長を助けるはずで

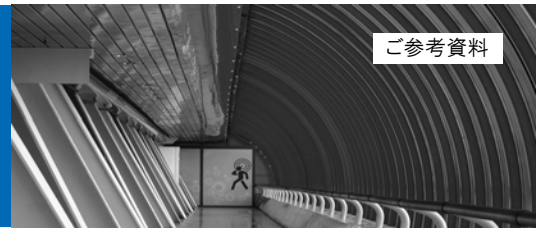
株式全体のバリュエーション指標もニュートラルとなっておりますが、地域間あるいは業種セクター間の格差が隠されています。地域別に見ると、米国市場は引き続き最も割高であり、企業が、今年第2四半期(4-6月期)に計上した過去最高益を更新し続ける可能性は極めて低いと考えます。また、想定していた通り、投資家のセクター・ローテーションが始まり、景気敏感セクターからディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)セクターへの資金移動が散見されます。景気敏感セクターの景気循環要因調整後の株価収益率(PER)はディフェンシブ・セクターのPERを23%上回り、過去最高の30%からは低下したものの長期平均の10%を大幅に上回っています。

株式のテクニカル指標には、ヘルスケア等のディフェンシブ・セクターを中心に僅かな改善が見られます。投資家にとっての好材料は、株式市場の上昇が従来以上に広範囲に及び、工業関連セクターが買われていることです。新興国株

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。  
1)ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート|2018年9月



# Barometer



式のテクニカル指標も改善基調です。ピクテが注視する指標は、新興国資産クラスからの資金流出の勢いが鈍りつつあることを示唆しています。(米国ワシントンに本部を置く)国際金融協会(IIF)によると、8月15日までの1週間の資金流出額は、トルコリラの暴落を受け、14億ドルに達しています。

1: 先進10カ国の7つの名目金利(政策金利、3ヵ月物短期証券金利、2年物、5年物、10年物のスワップ金利、5年国債と10年国債の利回り)のGDP加重平均、消費者物価指数(CPI)調整後

2: 総流動性、過去6ヵ月間の名目GDP比の公的機関及び民間の流動性の総計

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国市場に買いシグナルが点灯

米中の貿易摩擦の悪化が新興国の輸出型企業の業績悪化リスクを示唆する一方、米ドルの上昇は物価(インフレ)急騰の脅威となり、ドル建て債務を抱える新興国企業の窮状をもたらしています。トルコでは、通貨危機と、ロシアやイラン寄りの外交政策とが状況を一段と複雑にしています。

投資家がこのような状況を勘案して新興国資産クラスから資金を引き揚げた結果、新興国株式市場は、今年1月半ばの高値からドルベースで17%強の下落を余儀なくされましたが、足元では、下げ相場が終わりに近づいていることを確信させる状況が散見されます。まず、中国が、米国の輸入関税の影響を相殺するため、再度、流動性の供給に転じていることです。政府支出の拡大がこれを補い、経済成長の勢いを増す可能性は、新興国株式市場に未だ織り込まれていません。

次に、米ドルの上昇が今後長期にわたって続く公算が低いことです。投機筋の通貨の建玉を含むピクテのテクニカル指標は、ドルが「買われ過ぎ」の水準にあり、調整入りの可能性が高いことを示唆しています。

バリュエーション水準もプラス要因です。新興国株式のPERは直近の下げの結果、米国株のPERを25%下回る水準にあり、過去の平均より10%以上、割安です。

株式アナリストの利益成長率予想が2018年については前年比+18%、2019年については同+11%と概ね高めであることを勘案すると、新興国市場は過度の割安水準に留まっていると言わざるを得ません。

以上の理由から、新興国株式のオーバーウェイトを維持します。

これに対し、欧州株と米国株にはさほど投資妙味が感じられません。とりわけ、米国株には価値(バリュー)が見いだせません。企業利益が予想を上回る状況が続く一方で、利益の伸び率は、僅かずつではあるものの、四半期ごとに低下しているからです。

更に注目されるのが、2019年の利益予想のコンセンサスに10%前後の利益の伸びが織り込まれていることです。これは米国の名目GDPの6%以上の成長を前提とした予想であり、今回の景気拡大局面が市場最長記録を更新しつつあることを勘案すると、実現の公算は極めて低いと思われます。

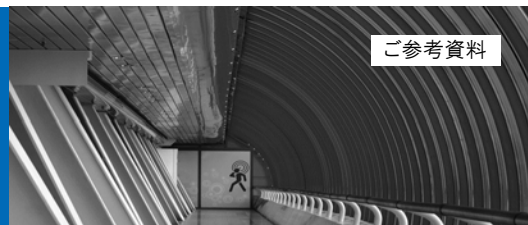
セクター別評価は、前月と変わりません。ここ数週間、ディフェンシブ・セクターのパフォーマンスが景気敏感セクターのパフォーマンスを上回っており、今後も同様のトレンドが維持される可能性があると思われませんが、景気敏感セクターの一段の引き下げは行わないこととしました。ただし、過去との比較でも他セクターとの比較でも割高感の強い一般消費財・サービス・セクターのアンダーウェイトは維持します。

## 債券・為替

### ドル高修正を予想

米ドルは、金融危機後の停滞期を脱してから、ほぼ一貫し

# Barometer



て上昇基調を維持してきました。貿易加重ベースのドル実効レートは、2011年7月以降、30%以上も上昇しており、少なくとも25年ぶりの割高水準にあります。ドル高を支えているのは、堅調な米国経済、物価の上昇、拡張的な財政政策等の要因であり、FRBに、他の中銀に先行して、過去10年にわたって講じてきた緊急的な金融緩和を終了するよう促しています。

とはいえ、ピクテでは、ドル高局面が終盤に差し掛かった可能性があると見ています。インフレ率が予想を上回って上昇する、或いは、トランプ政権が新たな減税策を発表する等の想定外の事態が起こらない限り、ドルの一段の上昇の公算は限定的だと考えます。

従って、ユーロをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げ、同時に、スイスフランをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げること、予想される通貨のボラティリティ(変動率の上昇)の影響を最小限に抑える態勢を整えました。

8月半ばの金(ゴールド)価格の急落は、一部の新興国中銀の通貨防衛のための金の売却が一因とされますが、ピクテでは、金のオーバーウェイトを維持しています。弊社のテクニカル指標は、金が、前例のない、ネットの売りの状況にあることを示唆しているからです。ドル安は、ピクテがオーバーウェイトを維持する現地通貨建て新興国債券にとっては追い風です。現地通貨建て新興国債券は、主に新興国通貨安に起因して、債券セクターの中で唯一、明らかに割安な水準に留まっています。ピクテのバリュエーション指標は、新興国通貨が購買力平価ベースで20数年ぶりの割安水準にあることを示唆しています。

米国国債のオーバーウェイトも維持します。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。

2年国債と10年国債の利回り格差(スプレッド)は2007年7月以来の23ベーシスポイント(0.23%)にまで縮小していますが、過去の例では、逆イールドカーブが景気後退を示唆して

きたことから、米国経済の中期的な先行きを懸念する市場参加者が増えています。

クレジット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。グローバル株式市場では、金融セクターを除く業種セクターの半数のセクターで、債務が20年ぶりの高水準に積み上がっており、発行市場(プライマリー・マーケット)では債権者のコブナンツ(資金提供者に不利益が生じた時のためにあらかじめ設定される制限条項)が緩和されています。

## グローバル市場概況

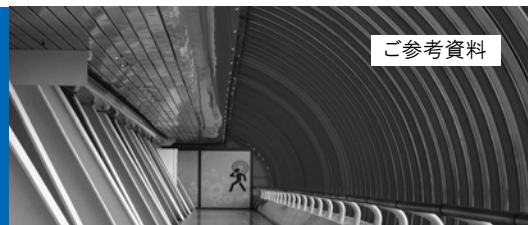
### 米国株式がけん引

株式市場は夏場も堅調さを維持し、先進国株式の8月の騰落率(現地通貨ベース)は前月比+1.1%とプラスを維持しました。地域別市場動向では、減税の恩恵と堅調な4-6月期決算が好感された米国市場が同+3.1%と最も好調でした。トムソン・ロイター・リッパ・アルファ・インサイトのデータによると、S&P500種株価指数構成企業のほぼ80%が事前予想を上回る利益を計上しています。2009年7月に始まった米国株式の強気相場は、異例の長期に及ぶ景気拡大局面と中央銀行の量的緩和を背景に、市場最長記録を更新しています。企業利益の伸びが強気相場の重要な要因であることは確かですが、株価収益率(PER)の上昇の寄与度がより際立ちます。

一方、ユーロ圏、英国、スイスを含む欧州株式市場は、下落しました。世界で最大級の輸出型企業の一部が欧州を拠点としていることから貿易摩擦が下げの一因となりました。また、企業利益も米国に比べて低調で、ス톡ス600株価指数の構成企業のうち、4-6月期決算が事前予想を上回ったのは半数程度に留まりました。

8月の業種セクター別パフォーマンスで上位を占めたのは、

# Barometer



一般消費財・サービス、ヘルスケア、情報技術の各セクターでした。一方、エネルギー・セクター及び素材セクターは、原油やその他の資源価格の大幅上昇にもかかわらず、いずれも下落しました。原油価格は、ベネズエラの減産や10月の発動が予定される米国のイラン制裁(イラン産原油の輸入を停止)を背景に、前月比4.4%の上昇(北海ブレント・ベース)となりました。

世界の債券市場は、概ね、前月比変わらずでした。先進国の国債市場の小幅の上昇を新興国市場の急落が相殺し、現地通貨建て新興国債券市場は6%を超える下げに見舞われました。ロシアとトルコは米国の制裁が重石となり、ブラジルは10月の大統領選を巡る不透明感が、一方、アルゼンチンは、中銀の度重なる利上げにもかかわらず通貨の下落に歯止めがかからないことが嫌気されました。FRBの追加利上げ予想は、新興国債券市場を下押す一方で、米国の債券市場を押し上げ、国債、投資適格債、ハイイールド債と全てのセクターが上昇しました。

ドルは、新興国市場の動揺を背景に買われ、とりわけ、アルゼンチンペソ、トルコリラ、南アランド、ブラジルレアル、ロシアルーブルに対して急騰しました。

※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8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	25,965	25,415	24,719	+2.2%	+5.0%
(米)ナスダック総合指数	8,110	7,672	6,903	+5.7%	+17.5%
(日)TOPIX	1,735	1,753	1,818	-1.0%	-4.5%
(日)日経ジャスダック平均	3,823	3,821	3,950	+0.1%	-3.2%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,393	3,525	3,504	-3.8%	-3.2%
(英)FTSE100指数	7,432	7,749	7,688	-4.1%	-3.3%
(中国)上海総合指数	2,725	2,876	3,307	-5.3%	-17.6%
(香港)ハンセン指数	27,889	28,583	29,919	-2.4%	-6.8%
(ブラジル)ボベスパ指数	76,678	79,220	76,402	-3.2%	+0.4%
(インド)SENSEX30指数	38,645	37,607	34,057	+2.8%	+13.5%
(ロシア)RTS指数\$	1,092	1,173	1,154	-6.9%	-5.4%

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	111.06	111.01	113.00	+0.0%	-1.7%
ユーロ	129.56	129.93	134.94	-0.3%	-4.0%
英ポンド	144.56	145.69	151.95	-0.8%	-4.9%
スイスフラン	114.70	112.36	115.46	+2.1%	-0.7%
豪ドル	80.59	82.21	88.17	-2.0%	-8.6%
加ドル	85.47	85.17	89.95	+0.4%	-5.0%
中国元 <sup>※</sup>	16.24	16.40	17.30	-1.0%	-6.1%
ブラジルレアル <sup>※</sup>	26.91	29.80	33.96	-9.7%	-20.8%
インドルピー	1.58	1.63	1.78	-3.1%	-11.2%
ロシアルーブル	1.62	1.79	1.97	-9.5%	-17.8%
タイバーツ	3.39	3.32	3.45	+2.1%	-1.7%
南アフリカランド	7.55	8.43	9.11	-10.4%	-17.1%

(※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	2.86%	2.96%	2.41%	-0.10%	+0.45%
日10年国債利回り	0.11%	0.05%	0.05%	+0.05%	+0.06%
独10年国債利回り	0.33%	0.38%	0.42%	-0.05%	-0.09%
豪10年国債利回り	2.53%	2.67%	2.70%	-0.15%	-0.17%
米政策金利(FFレート)	2.00%	2.00%	1.50%	±0%	+0.50%
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)	70.03	69.88	60.46	+0.2%	+15.8%
金(1オンス、ドル)	1,202.84	1,222.01	1,303.46	-1.6%	-7.7%

※ 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。