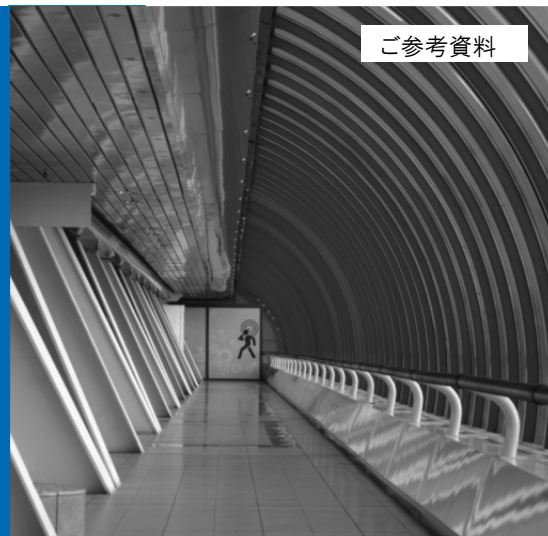


Barometer

2018年
7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

夏枯れの株式市場



■グローバル資産クラス

世界経済の拡大ペースの失速や米連邦準備制度理事会(FRB)の段階的な利上げ、楽観的な企業業績予想、割高なバリュエーション指標など、株式市場に対する警戒を強めるべきサインが随所に見られます。また消費者心理と企業心理の悪化を反映して、中南米地域を除く全ての地域でピクテ景気先行指数が長期トレンドを下回ってきています。これらを総合的に判断すれば、少なくとも短期的に市場環境が不安定になる可能性が否定できず、これまで中立としてきた株式をやや弱気、また債券をやや強気へと変更します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、政治的不透明感の再燃や米国の保護主義的な政策の矛先が欧州に向かう可能性などに鑑み、ユーロ圏の評価を中立へと下げます。一方、割安感が強い上にアナリストの業績見通しも比較的底堅い日本は過小評価されているとの判断から、評価を強気へと上げます。反対にハイテク株の割高感が顕著な米国に対しては引続き慎重姿勢を継続します。

■株式:セクター別

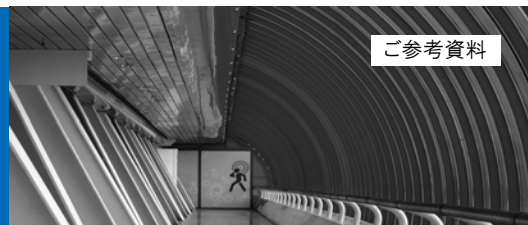
株式の評価を下げるのに伴い、生活必需品やヘルスケアなどのディフェンシブなセクターの比率を上げます。また年初からの下落によって割安感が強まった資本財・サービスの評価を中立へと戻します。その反面、デフォルト率の上昇と利ざやの縮小が懸念される金融の評価を中立へと下げます。

■債券

米中間の貿易摩擦の激化で自国経済へ悪影響が及べば、FRBの利上げペースが将来的に鈍る可能性があることから、債券の評価をやや強気へと上げるのに伴って米国国債の評価を強気へと上げます。その反面、ECBによる資産購入プログラムの縮小が進むユーロ圏国債はやや弱気スタンスを継続します。景気循環の最終局面で株式に先立って天井を付ける傾向のあるクレジット債(社債)に対しては全般的に慎重姿勢を続けることとします。

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			
		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

株式市場は苦戦の様相

夏場は休暇を取ってつろぐ時かもしれませんが、投資業界はのんびりしているわけにはいきません。夏場の株式市場には上下の振れが激しく、リターンが低迷するという特徴が見られますが、今年は、例年にも増してこのような趨勢(トレンド)が強まる可能性がありそうだからです。世界経済は失速し、金融面の刺激は回収され、企業の利益予想は過度に楽観的です。

(このような環境下では、)少なくとも目先は、慎重な姿勢が正当化されると考えます。従って、株式をアンダーウェイト、債券をオーバーウェイトとしました。

世界の景気先行指数は、今後数か月、グローバル経済が、先進国を中心に、緩やかなペースで減速することを示唆しています。

景気先行指数がトレンドを上回って推移し続けているのは、地域別で見るとラテンアメリカだけとなっています。その他の地域で指数がトレンドを下回っているのは、消費者心理と企業心理の悪化を反映しているためであり、世界の金利が経済活動を支える水準に止まっている状況を勘案すると短期的な現象に終わる可能性も考えられます。とはいえ、当面のところ、株式や(株式と同じくアンダーウェイトとしている)ハイイールド債等の高リスク資産を取り巻く環境が悪化していることは確実です。

ピクテの流動性指標は、米国の金融引き締めを背景に、マイナス圏に留まっています。米連邦準備制度(FED)は、量的金融緩和の終了分を含むと、既に440ベース・ポイント(4.4%)相当の利上げを行っています。これまでの利上げ幅は、1919年以降の16回の景気循環の累計利上げ幅の平均に並びます。金融緩和の終了は既に金融市場に影響し始めていると思われませんが、リスク・プレミアムの拡大を通じて、影

響が更に波及することも予想されます。

バリュエーション指標も良好とはいえません。株式市場の複数のセクターでは割高感が強まっているように思われます。一例を挙げると、景気敏感株のディフェンシブ株に対する景気循環調整後の相対株価収益率(PER)は26%と過去最高水準に迫り、長期平均の10%を大きく上回っています。また、マイナス圏に沈む余剰流動性指数は、PERが年末までに更に5-10%低下するとの見方と整合します¹。

季節要因を反映するテクニカル指標は、債券については極めて強気、株式については極めて弱気と評価するピクテの資産配分の支援材料です。

夏場にボラティリティが上昇する可能性を考えると、VIX指数の売り建て(ショート・ポジション)が積み上がっていることには留意が必要です。リスク測定の指標であるVIX指数が低下するとしたら金融市場に大きな影響が及ぶことが懸念されますが、夏場の神経質な相場展開のいずれかの時点でこのような状況が実現する公算は極めて高いと思われれます。

1 マネーの伸びと名目GDP成長率の格差

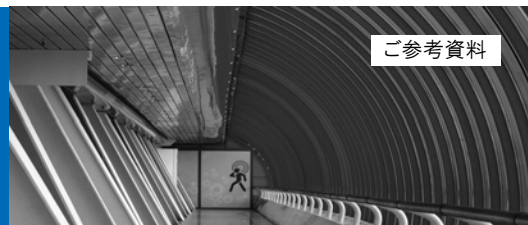
地域別・セクター別の株式市場

ディフェンシブ銘柄の組入れを引き上げ

ワールドカップに出場しているサッカー選手は熟知の通り、投資家も時には一歩引いて守りに徹することが必要です。足元のピクテの株式投資も、同様のスタンスを取っています。

世界経済の失速、とりわけ、先進国の景気先行指数の低下を勘案し、景気敏感株の組入れを落とすと同時に、市場の下げに最も適切だと考えられるセクターの組入れを引き上げました。(個別の業種セクターでは、)生活必需品セクターを引き上げ、ヘルスケア・セクターをフル・オーバーウェイトとする一方で、金融セクターをニュートラルに戻しました。

Barometer



過去1年間、相対的な出遅れ感の目立っていたヘルスケア・セクターは特に注目されます。

一方、デフォルト(債務不履行)率の上昇と利ざやの縮小が懸念され始めた金融セクターは軟調な推移が続いています。企業がハイイールド債の発行を控え、融資や私募債等、流動性の遙かに低い資金調達に転じていることは憂慮すべき兆候のように思われます。このような状況が銀行に悪影響を及ぼす可能性を考え、金融セクターをオーバーウェイトからニュートラルに戻しました。

資本財セクターは、2018年1月末以降、MSCI世界株価指数に4%程度出遅れているため、バリュエーションの観点からニュートラルとしました。

地域別では、ユーロ圏市場をオーバーウェイトからニュートラルに戻しました。域内経済は足元、苦戦の状況です。イタリアの差し迫った政局の混乱は、一旦、収束したかもしれませんが、これが再燃する可能性は暫く残ります。米国の輸入関税も懸念材料です。ドイツのように貿易依存度の高い国にとっては、輸出型企業の脅威となる政策は、全て懸念材料となり得ます。

一方、日本株はフル・オーバーウェイトとしました。バリュエーション面での相対的な割安感が目立つことに加え、アナリスト予想が下方修正されつつある日本以外の先進国市場とは対照的に、企業の業績見通しも良好であることを勘案すると、過小評価されていると判断したためです。

米国市場は引き続きアンダーウェイトとしました。市場には割高感が残り、けん引役を果たしてきたハイテク株のバリュエーションは高位に留まります。企業の利益成長率はアナリストの2019年予想に届かないと見られます。経済成長のペースが直近の4-6月期中に天井を付けた公算が高いというだけでなく、ドル高が企業の利ざやの下押し圧力となることが予想されるためです。また、失業率が数十年ぶりの低水準に留まり、トランプ大統領の減税と財政拡張策の効果が実体経済に現われている限りについては、FEDが市場のボラティリ

ティを軽視する公算が高いことも懸念されます。

債券・為替

安全性を追求

世界の大方の経済が減速する状況を勘案し、米国国債を中心とした債券の組入れを引き上げました。

米国国債が最も投資妙味のあるディフェンシブな(債券)セクターの一つであることには複数の理由があります。最初に挙げられるのは、ファンダメンタルズ面です。米・中の貿易摩擦が米国ひいては世界経済の先行きを悪化させ、FEDの利上げのペースを遅らせる恐れがある状況を考えると、米国国債の利回りは高過ぎるように思われます。

二点目は季節要因です。株式市場には7月から8月にかけて通常以上にボラティリティが上昇する傾向が認められますが、このことが米国国債の買い意欲を強める可能性があると思われれます。三点目は、相対的なバリュエーションです。米国国債とその他の国債との利回り格差(スプレッド)は開きすぎの状況にあり、米・独の10年国債利回りスプレッドは2.5%と過去最高水準に迫っています。

一方、ユーロ圏国債にはさほど投資妙味がないと考えます。欧州中央銀行(ECB)が3年間続けてきた、2.4兆ユーロ規模の資産購入プログラムを年末に向けて段階的に縮小しており、しかも、それを、イタリア政局の不透明感が、銀行制度、政府支出、移民等に関連する各種の改革を頓挫させる可能性のある時期に行っているからです。

投資家は既にユーロ圏債券を処分し始めていますが、6月13日に至る1週間には、欧州債券ファンドから約24億ドルと1年超ぶりの資金が流出したことが調査会社EPFRグローバルのデータから明らかとなっています。

米国のハイイールド債もアンダーウェイトとしています。国

Barometer



債との利回りスプレッドが、投資適格債と歩調を合わせて拡大する余地があるからです。これは、景気循環の後期に株式に先立って天井を付ける傾向のあるクレジット債(社債)に対する慎重な見方と軌を一にするものです。

現地通貨建て新興国債券は、年初来、6%以上の下落を見ており、相対的な投資妙味が増していると見られます。ピクテのモデルは、現地通貨建て新興国債券のトータルリターンの重要な構成要素である新興国通貨が対ドルで20%以上割安な水準にあることを示唆しています。

その他の通貨では、短期的なドル高進行の公算を勘案し、円をニュートラルに戻しました。ユーロは、アンダーウェイトを維持しました。

グローバル市場概況

貿易摩擦の弊害

世界の株価指数の6月の騰落率(現地通貨ベース)は前月比ほぼ横ばいとなりました。金融セクターは同-1.4%、テクノロジー・セクターは同-0.4%といずれも下落しましたが、両セクターから、生活必需品、ヘルスケア、公益等のディフェンシブ・セクターへの入れ替えが進みました。エネルギー・セクターは原油高を受けて前月比+1.5%と上昇し、乗り換えが進んだ景気敏感株セクターの例外となりました。

地域別動向では、アジアの新興国株式市場が前月比-3.8%と最も低迷し、年初来のリターンもマイナス圏に沈みました。米・中の貿易摩擦の影響が懸念されたためだと思われます。米国は中国からの輸入品に対する最大4,500億ドル規模の追加関税を発表しており、第一弾は7月6日に発動されました。

6月の上海株式市場は2年ぶりの水準に下落し、人民元は

対ドルで大きく下落しました。

従来から最も安全な資産クラスの一つと見なされてきた米国国債は、リスク回避の動きの恩恵には与ったものの、FEDの金融引き締めの影響がこれを相殺し、月間の騰落率は前月比ほぼ横ばいに終わりました。

欧州中央銀行(ECB)に利上げを急ぐ気配が見られないユーロ圏では、域内の政局の不透明感を巡る懸念が強まる環境下、ドイツ国債が買われました。イタリアでは新しいポピュリズム(大衆迎合主義)政党が発足する一方で、ドイツではメルケル首相率いる連立与党を巡る不透明感が増しており、財政政策の方向性とユーロ圏の統合の深化の先行きが懸念されています。

新興国債券は、株式や通貨の連れ安となりました。アルゼンチン、トルコ、インド、インドネシア、フィリピン等では通貨の下落に対し、5月以降、各国の中央銀行が通貨防衛の利上げを行いました。

為替市場では、FEDが追加利上げを行ってタカ派の姿勢を維持したことからドル高が進みました。ドルは、先進国と新興国の大方の通貨に対して増価し、実効為替レート(貿易加重レート)ベースで1.3%上昇しました。

ドル高を受け、金価格は前月比-4%と下落しました。貿易摩擦の激化を嫌気した「質への逃避」の資金が流入しない異例の状況となりました。

※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（2018年6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	24,271	24,416	24,719	-0.6%	-1.8%
(米)ナスダック総合指数	7,510	7,442	6,903	+0.9%	+8.8%
(日)TOPIX	1,731	1,747	1,818	-0.9%	-4.8%
(日)日経ジャスダック平均	3,858	3,938	3,950	-2.0%	-2.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,396	3,407	3,504	-0.3%	-3.1%
(英)FTSE100指数	7,637	7,678	7,688	-0.5%	-0.7%
(中国)上海総合指数	2,847	3,095	3,307	-8.0%	-13.9%
(香港)ハンセン指数	28,955	30,469	29,919	-5.0%	-3.2%
(ブラジル)ボベスパ指数	72,763	76,754	76,402	-5.2%	-4.8%
(インド)SENSEX30指数	35,423	35,322	34,057	+0.3%	+4.0%
(ロシア)RTS指数\$	1,154	1,163	1,154	-0.8%	-0.0%
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	110.54	108.70	113.00	+1.7%	-2.2%
ユーロ	127.91	126.73	134.94	+0.9%	-5.2%
英ポンド	144.59	144.56	151.95	+0.0%	-4.8%
スイスフラン	110.88	110.05	115.46	+0.8%	-4.0%
豪ドル	81.16	82.35	88.17	-1.4%	-8.0%
加ドル	83.39	84.35	89.95	-1.1%	-7.3%
中国元 [※]	16.72	16.97	17.30	-1.5%	-3.4%
ブラジルレアル [※]	28.79	29.17	33.96	-1.3%	-15.2%
インドルピー	1.62	1.62	1.78	±0%	-9.0%
ロシアルーブル	1.75	1.75	1.97	±0%	-11.2%
タイバーツ	3.33	3.40	3.45	-2.1%	-3.5%
南アフリカランド	8.02	8.67	9.11	-7.5%	-12.0%
(※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%	2.86%	2.41%	±0%	+0.45%
日10年国債利回り	0.03%	0.04%	0.05%	-0.00%	-0.02%
独10年国債利回り	0.31%	0.34%	0.42%	-0.04%	-0.12%
豪10年国債利回り	2.65%	2.66%	2.70%	-0.01%	-0.05%
米政策金利(FFレート)	2.00%	1.75%	1.50%	+0.25%	+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)	74.13	66.98	60.46	+10.7%	+22.6%
金(1オンス、ドル)	1,251.13	1,304.08	1,303.46	-4.1%	-4.0%

※ 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しピ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

●当資料はピ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。