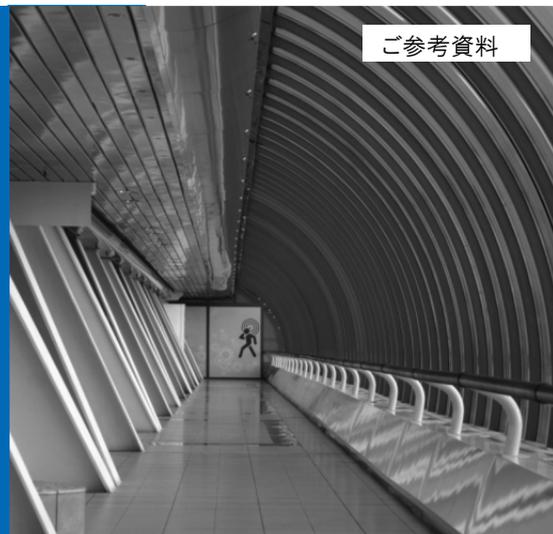


# Barometer

2019年  
2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

今年は幸転の1年となるか？



## ■グローバル資産クラス

米中の貿易戦争を巡る懸念が企業心理や経済活動を大幅に悪化させています。こうしたなか、米国では金融引き締め路線の一時停止を決定、中国は財政拡大策のみならず金融刺激策の導入などの施策を打ち出しています。ただし、投資リスクは完全に排除できず、米中間の緊張は、当面、払拭されないと考えます。株式および債券の投資評価は、ニュートラルを維持します。

## ■株式：地域別・スタイル別

地域別では、引き続き、割安な新興国市場を好みます。FRBの利上げの一時停止、中国の景気対策、双方の恩恵も好材料です。一方、米国株は割高感から慎重な姿勢を維持します。

## ■株式：セクター別

セクター別では、ディフェンシブ性を強めています。一般消費財・サービスや情報技術セクター等、割高な景気敏感セクターのアンダーウェイトを継続しました。また、景気サイクルの最終局面での原油価格上値余地は限定的と判断し、エネルギー・セクターをニュートラルに引き下げました。一方、特に割安感が際立つ生活必需品セクターをフル・オーバーウェイトに上方修正しました。

## ■債券

FRBの政策転換を勘案し、先行きが良好な米国国債、現地通貨建て新興国国債ともにオーバーウェイトを維持します。一方、社債は、長期的観点からも、極めて悲観的な見方を維持します。景気後退局面での利益成長の鈍化、企業債務の積み上がりによる信用格付け悪化が懸念材料です。

金については、市場のボラティリティ、地政学リスク、ドルの急落等に備えるヘッジとして、オーバーウェイトを継続します。

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

### 中央銀行の安全策

世界経済は冷え込みつつあり、米中の全面的な貿易戦争を巡る懸念が、企業心理や先進国を中心とした経済活動を大幅に悪化させています。

もともと、今後に希望が全く持てないというわけではありません。世界の中央銀行が、再度、景気支援策を打ち出しているからです。

米連邦準備制度理事会(FRB)は、利上げの一時停止を示唆しており、今後、ポートフォリオの資産売却(資産圧縮)のペースを鈍化させる可能性も考えられます。また、中国では、経済成長の安定を図って、財政拡大策のみならず金融刺激策を導入しています。世界で最も強力な中央銀行の行動は、2018年末の市場の混乱以降、動揺する投資家心理を落ち着かせる一助となるはずで

とはいえ、中央銀行の行動が投資リスクを完全に排除できるわけではありません。また、米中間の緊張は、当面、払拭されないと考えます。

以上を勘案し、株式および債券の投資評価は、ニュートラルを維持します。

ピクテの景気循環分析は、先進国の経済成長の鈍化を示唆しており、景気先行指標は、2019年3月末に至る半年間の実質GDP(国内総生産)成長率が年率2.6%に落ち込み、昨年9月までの半年間の成長率を0.5%程度、下回る可能性があることを示唆しています。

米中貿易を巡る緊張が主な原因です。実質金利、インフレ圧力ともに低位に留まる中、先進国の輸出や鉱工業生産は激減しています。

米国経済は大幅に減速し、2018年12月の製造業活動は、景気後退局面(リセッション)のさなかにあった2008年後半

以降、月次ベースで最大の落ち込みを記録しています。

ユーロ圏経済は、悪化の一途を辿っています。域内の鉱工業生産指数は年率3.2%のマイナスを記録し、イタリア経済は5年ぶりのリセッションに突入しています。

一方、新興国経済は、中国の景気対策を背景に、先進国と比べて遥かに良好です。中国政府は、金融、財政ならびに通商分野を網羅し、GDPの1%に相当する包括的な景気刺激策を導入しています。ラテンアメリカの先行きも良好です。ブラジルのボルソナロ大統領が掲げる市場機能重視型の改革が市場に楽観をもたらしており、経済成長は加速基調です。

ピクテの流動性指標は、米中の金融当局が成長鈍化を懸念して対策を講じ始めたことを示唆しています。

特に、中国当局は、景気の下支えと、家計および中小企業向けの信用供与の改善を図って、過去4ヵ月のうちに15の新たな施策を導入しています。また、中国人民銀行は、預金準備率の引き下げに加え、民間銀行による永久債の発行と融資の拡大を通じて資金供給を図る「中央銀行手形互換(CBS)プログラム」を創設しています。

一方、ユーロ圏の先行きは明るいとはいえません。ぜい弱な域内経済が英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)や米中の貿易摩擦に起因するリスクに直面する状況で、欧州中央銀行(ECB)が資産の新規購入を停止しているからです。このような状況を一層複雑にしているのが、6月のドラギ総裁の退任前に資産購入プログラムの再開を図る試みが政治的な障害に阻まれる公算が高いことです。

リスク資産全般のバリュエーション・スコアはニュートラルに留まる一方で、割安な資産クラスが散見されます。

中でも、英国株は、最も魅力的です。英国市場には、大型のディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)銘柄が多いことに加え、配当利回りは5%前後と、世界株式平均の3%前後を上回っています。

これに対し、米国株は割高感が強く、景気循環調整後の

# Barometer



株価収益率(PER)は、直近の下げ相場後も割高な水準に留まります。更に、今後は、アナリストによる企業収益の下方修正が相次ぐものと思われます。ピクテでは、2019年の米国株の一株あたり利益の伸び率を3%と見えています。

債券市場では、現地通貨建て新興国債券が最も魅力的です。域内通貨が、ピクテが考える適正価値を25%以上下回る水準で推移していることは特に注目されます。

ピクテのテクニカル指標およびセンチメント分析も、株式をニュートラルとする投資評価を支持しています。株式市場の資金フローは、昨年末の下げ相場以降、投資家がポジションの再構築に慎重な姿勢を崩していないことを示しており、今後数週間、株式市場のボラティリティの上昇が続くことを示唆しています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国および英国市場の割安感が際立つ

バリュエーションにしても投資家心理にしても、世界の株式市場を取り巻く状況は特段良好だというわけではありません。

数字や情報を深掘りすると、先進国の経済成長懸念、FRBの金融政策を巡る不確実性、貿易交渉の継続等、リスクは少なくありません。また、企業の業績予想が世界的に悪化しており、アナリスト予想の下方修正が上方修正の5倍に達する状況は偶然とはいえません。

ピクテのモデルは、今年の企業の利益成長率を5%と試算しています。「世界の終わり」にはほど遠い状況ではあっても、2018年と比べると明らかに見劣りし、アナリストの直近のコンセンサス予想にも届きません。

このような環境で市場の調整に備える最も優れた手段は、ディフェンシブ銘柄に焦点を当て、セクター・アロケーションを見直すことです。

まず、エネルギー・セクターをニュートラルに引き下げました。当該セクターが拠って立つ資産、即ち、原油の価格は過去1ヵ月で20%程度上昇しており、景気循環の最終局面にあることを勘案すると、足元の水準(北海ブレント、1バレル=60ドル前後)からの上値余地が大きいとは思われません。テクニカル指標も、エネルギー・セクターに赤信号を発しており、市場の厚みの観点では、セクター内で20日移動平均を上回って推移する銘柄は20%に届きません。

一般消費財・サービスや情報技術セクター等、割高な景気敏感セクターのアンダーウェイトは、ピクテの慎重な見方を反映するものです。

一方、生活必需品セクターは、ニュートラルからオーバーウェイトに上方修正しました。ピクテのモデルは、ディフェンシブ・セクターの中でも当セクターの割安感が際立つことを示唆しています。生活必需品銘柄については、精彩を欠くグローバル経済にあつて先行きが期待される新興国へのエクスポージャーが相対的に高いことが注目されます。

新興国関連銘柄には総じて楽観的です。新興国の経済成長がその他地域に比べて良好だからです。新興国株式はバリュエーションも魅力的で、FRBの利上げの一時停止、中国の景気対策、双方の恩恵に浴すると見えています。

ピクテのバリュエーション・ランキング中、最も割安な英国株もオーバーウェイトとしました。プレグジットが懸念材料であることは確かですが、英国の優良銘柄は複数の点で魅力的です。英国の大型株には知名度の高い国際優良株のみならず、景気循環の後半でも好調な業績を維持する傾向の強いディフェンシブ銘柄が比較的多数、含まれるからです。更に、英国株の配当利回りは5%程度と魅力的で、英国企業の株主還元は、昨年、過去最高を記録しています。

一方、米国株には慎重な姿勢を維持しています。アナリストの利益予想の下方修正に際しては、バリュエーション面の割高感に留意することが必要です。

# Barometer



## 債券・為替

### ハト派の再来

FRBの政策転換を勘案し、先行きが良好な米国国債、現地通貨建て新興国債券ともにオーバーウェイトを維持します。

FRBは、直近の連邦公開市場委員会(FOMC)で、インフレ率の大幅な上昇はみられないとして、金融引き締め路線の一時停止を決定しました。また、当面の間、利上げを議題から外すこととしたほか、バランスシート縮小のペースの鈍化を受け入れる余地があることを示唆しました。パウエル議長が、僅か数カ月前に、利上げは「自動操縦」で行うと述べたのとは様変わり状況です。

市場の今年の金利予想は、議長の発言に反応し、従来予想の0.75%程度からほぼゼロと大幅に低下しており、次回の変更は、フェデラルファンドレート(FF金利)の誘導目標の引き下げになるとの見方も浮上しています。市場の期待の後退は、米国国債に強気のピクテの見方を支持すると考えます。10年国債利回りは、昨年10月に付けた(直近の最高水準である)3.23%から2.7%を下回る水準まで低下していますが、景気減速を勘案してFRBが緩和に転じることとなれば、一段の低下余地もあり得ると考えます。

今後、政府機関が再び閉鎖された場合に政府支出を賄うため、米財務省が連邦準備制度に置く当座預金勘定に手を付ける可能性も考えられます。ハト派寄りに転じたFRBと流動性の注入が相俟って、ドルに下押し圧力がかかることは十分にあり得ます。過去20年で最も割安な水準に留まる新興国通貨には特に恩恵が期待され、現地通貨建て新興国債券に強気のピクテの見方が支持されると考えます。当該債券は昨年の急落後、2019年1月にはこの2年で最も高い月間リターンを上げています。

金のオーバーウェイトも維持します。中国人民銀行が、過

去に例のない施策を動員して、再度、景気対策を打つのと時を同じくしてFRBが利上げの一時停止を決めたことは、市場のボラティリティ、地政学リスク、ドルの急落等に備えるヘッジとしての金の保有が時宜に合うことを示唆します。

社債については、短期的観点からも長期的観点からも、極めて悲観的な見方を維持します。米国ハイイールド債の(米国国債に対する)スプレッドは、直近の1か月で100ベースポイント(1%)縮小し、過去の平均を遥かに下回る440ベースポイント(4.4%)を付けていますが、企業の利益成長がピークを打ち、企業債務が積み上がり、信用格付けが悪化する状況を勘案すると、足元のスプレッドが持続するとは思われません。

## グローバル市場概況

### 全てが反転

2018年はほぼ全ての資産クラスが下げを余儀なくされたかもしれませんが、2019年1月は上げ相場が展開されました。世界株式の1月の騰落率は現地通貨ベースで7%超と、過去1年の下げを取り戻しました。この間、グローバル債券市場では上昇局面が続き、騰落率を更に0.8%押し上げました。

中国が景気対策を強化し、流動性の回収を巡ってFRBが政策を転換したことに市場は安堵しました。当然のことながら、米国株式市場は堅調な展開となり、MSCI米国株価指数は月間8%の上昇を記録しました。

業種セクターでは、景気敏感セクターがディフェンシブ・セクターを上回りました。一般消費財・サービスセクターなどが8%強上昇した一方で、公益セクターやヘルスケア・セクターの上昇は前者の半分程度に留まりました。この間、国際商品(コモディティ)価格は、原油価格(北海ブレント)の13%の上昇を受け、6%上昇しました。エネルギー・セクターも9%の上昇となりま

# Barometer



した。

新興国市場も、歴史的な下げを記録した2018年とは打って変わって大幅上昇となりました。1月月間で小幅ながらドル安が進んだこと、中国の景気回復を期待する楽観的な見方が浮上したこと、貿易を巡る懸念が和らいだこと等が寄与しました。アジアの新興国株式市場は、月間7%の上昇となり、2018年の下げ(12%)の半分程度を取り戻しました。一方、新興国債券は、現地通貨建て債券が5%超、ドル建て債券が4%超の上昇となりました。

社債市場も、2018年の下げ後は好調で、米国ハイイールド債が4.6%の上昇と最も堅調だったのに対し、欧州ハイイールド債は、域内経済の控えめな先行きを反映して2%の上昇に留まりました。株式投資家は経済成長を期待していたかもしれませんが、インフレが世界的に抑制される環境下、債券投資家には状況を懸念する様子は見られませんでした。

投資家が、抑制のきかない状況に陥った場合の保険をかける動きを強めたことから、金は3%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1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	25,000	23,327	23,327	+7.2%	+7.2%
(米)ナスダック総合指数	7,282	6,635	6,635	+9.7%	+9.7%
(日)TOPIX	1,567	1,494	1,494	+4.9%	+4.9%
(日)日経ジャスダック平均	3,376	3,210	3,210	+5.2%	+5.2%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,159	3,001	3,001	+5.3%	+5.3%
(英)FTSE100指数	6,969	6,728	6,728	+3.6%	+3.6%
(中国)上海総合指数	2,585	2,494	2,494	+3.6%	+3.6%
(香港)ハンセン指数	27,942	25,846	25,846	+8.1%	+8.1%
(ブラジル)ボブスバ指数	97,394	87,887	87,887	+10.8%	+10.8%
(インド)SENSEX30指数	36,257	36,068	36,068	+0.5%	+0.5%
(ロシア)RTS指数\$	1,214	1,066	1,066	+13.9%	+13.9%

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	108.96	111.00	111.00	-1.8%	-1.8%
ユーロ	125.15	127.00	127.00	-1.5%	-1.5%
英ポンド	142.88	140.46	140.46	+1.7%	+1.7%
スイスフラン	109.69	112.55	112.55	-2.5%	-2.5%
豪ドル	78.96	78.18	78.18	+1.0%	+1.0%
加ドル	82.88	81.52	81.52	+1.7%	+1.7%
中国元*	16.23	15.98	15.98	+1.6%	+1.6%
ブラジルレアル*	29.88	28.31	28.31	+5.5%	+5.5%
インドルピー	1.54	1.59	1.59	-3.1%	-3.1%
ロシアルーブル	1.67	1.60	1.60	+4.4%	+4.4%
タイバーツ	3.48	3.41	3.41	+2.1%	+2.1%
南アフリカランド	8.15	7.66	7.66	+6.4%	+6.4%

(※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	2.64%	2.69%	2.69%	-0.05%	-0.05%
日10年国債利回り	0.00%	0.00%	0.00%	-0.00%	-0.00%
独10年国債利回り	0.10%	0.25%	0.25%	-0.15%	-0.15%
豪10年国債利回り	2.23%	2.32%	2.32%	-0.09%	-0.09%
米政策金利(FFレート)	2.50%	2.50%	2.50%	±0%	±0%
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)	53.84	45.15	45.15	+19.2%	+19.2%
金(1オンス、ドル)	1,322.59	1,281.34	1,281.34	+3.2%	+3.2%

※ 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。