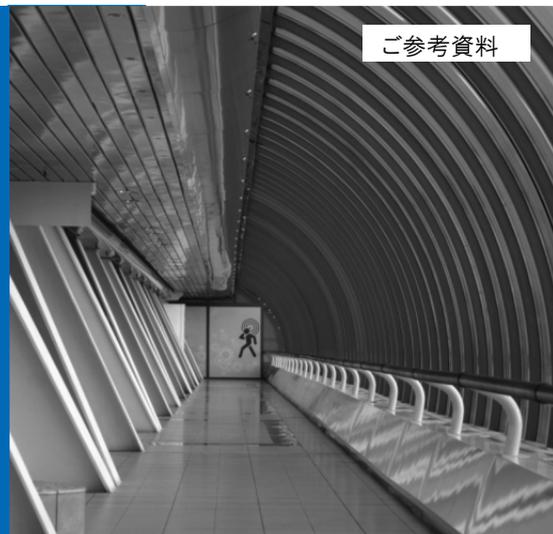


# Barometer

2019年  
4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

## 株式市場調整局面入りの予兆



### ■グローバル資産クラス

株式市場は、米国および中国の金融政策の転換を受け、昨年10-12月期の狼狽売りによる下げの大半を回復しました。こうした中、バリュエーション面で割高感が高まっており、企業が値上げを控えつつ賃上げを行う環境では、今後、企業利益に予想外の下振れ余地が残ると考えることから、株式をニュートラルからアンダーウェイトに引下げます。債券は、先進国の景気減速が想定される一方、先進国の国債市場が割高であるため、ニュートラルを継続します。このような見通しから、キャッシュをオーバーウェイトとしました。

### ■株式：地域別・スタイル別

地域別では、米国株式の割高感が際立ち、企業の利益成長率も低下する見通しから、調整局面入りする可能性が高く、アンダーウェイトを継続します。一方、高い成長率や低いインフレ率、および米ドルの減価が予想されるため新興国株式のオーバーウェイトを継続します。特に、景気対策として財政刺激策を実施している中国に注目します。

### ■株式：セクター別

セクター別では、ヘルスケアや公益事業等、景気減速局面で他のセクターを上回る傾向の強いディフェンシブ・セクターのオーバーウェイトを継続します。一方、一般消費財や情報技術といった景気敏感セクターは、景気が減速する状況では魅力に欠けるため、アンダーウェイトを継続します。

### ■債券

米国国債利回りの逆イールドが、先進国の景気低迷を示唆する状況下、引き続き現地通貨建ておよびドル建ての新興国国債をオーバーウェイトとします。一方、米国およびユーロのハイイールド債などは、景気後退のリスクを過小評価しているものと考え、アンダ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

### 株式市場の評価を引下げ

世界の株式市場は年初来力強く上昇し、バリュエーションは、ピクテの控えめな利益成長予想とは相容れない水準に上昇しています。従って、株式の投資評価をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げ、キャッシュをニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。

株式市場は、米・中の金融政策の転換を受け、昨年10-12月期の狼狽売りによる下げの大半を回復しました。

米連邦準備制度理事会(FRB)は、利上げの一時停止と資産縮小の終了を示唆し、積極的な流動性の回収に歯止めを掛けました。一方、中国は、経済の減速を受け、影の銀行(シャドーバンク)制御の取り組みを中断して、信用の再拡大を図る施策と、財政刺激策の導入を余儀なくされました。この間、両国間の貿易戦争は、後回しとなった感があります。

金融当局が緩和策に転じたことで、今年後半の経済を取り巻くより健全な環境が整えられる可能性があるとはいえ、ピクテは慎重な姿勢を崩していません。企業が値上げを控えつつ賃上げを行う環境では、利益率を圧縮する圧力が増す一方だからです。企業利益の先行きが、株式アナリストの予測以上に脆弱な状況を勘案すると、今後しばらくの間は、利益に予想外の下振れ余地が残ると考えます。

ピクテの景気循環分析は、先進国経済の先行き悪化を強く示唆しています。景況感調査に示された悲観的な見通しは過剰反応と言ってしまうかもしれませんが、経済が減速しつつあることは明らかです。

ピクテの景気先行指標も、先進国の今年のGDP(国内総生産)成長率が前年比+1.8%と、前年の同+2.2%に届かない可能性を示唆しています。一方、新興国経済は遥かに好調

です。通年のGDP成長率は、同+4.6%と見込まれ、苦境にあえぐトルコとアルゼンチンを除いた数値はこれを上回ると考えられます。

好調な新興国経済のお陰で、世界の貿易活動は底入れた感があり、穏やかな回復を示唆する兆しが散見されます。中国政府は、従来通り、国内経済の浮揚を図る覚悟を決め、インフラ投資の積み増し、政府支出の拡大、各種貿易関連施策の導入等の形で、GDPの3.8%相当の景気刺激策を年内にも導入する意向です。過去の景気浮揚策に比べて小粒の印象は否めませんが、必要と判断すれば、規模を拡大する公算は高いと考えます。中国政府がインフラ投資以上に大規模な減税に踏み切るかどうかが目玉されます。

ピクテの流動性指標も、去年の金融引き締め強化後の信用状況の安定化を示唆しています。もっとも、投資家は、過去の金融政策が完結する前のマイナスの影響に備えておくべきだと考えます。一例を挙げると、FRBは、量的引き締めプログラムの終了を宣言する前に、新たに2,000億ドル程度のバランスシートの縮小を行う予定です。とはいえ、引き締め政策の終了そのものは景気刺激効果をもたらすものであり、金融引き締めの停止といった流れよりも、バランスシート縮小といった事実を気にする傾向があります。一方、世界の金融システムに流れ込む流動性全体の半分以上を提供する中国は、再度、金融緩和に転じています。また、欧州中央銀行(ECB)は、貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)を再開する見通しです。

ピクテのバリュエーション分析は、企業の利益成長率が市場の予想に沿ったものとなることを前提に、世界株式が概ね適正水準にあることを示唆しています。株式アナリストは、従来以上に慎重な姿勢に徹しており、利益の大幅な下方修正の可能性がある日本株には特に慎重です。ピクテは市場ほど企業利益の先行きを楽観していません。市場は、特に、株式市場の景気敏感セクターや米国ハイイールド債等の資産について、景気後退リスクを過小評価しているよう

# Barometer



に思われます。事実、債券市場には、総じて、割高感が見られます。

一方で、ピクテのテクニカル指標は、債券市場に概ね強気で、一部の新興国通貨を除くその他の大方の資産クラスについても同様です。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国は、米国やユーロ圏に比べて有望

株式市場は、昨年10-12月期の下げの大半を回復し、MSCI全世界株価指数の2019年の年初来(1-3月期)騰落率は10%を上回りましたが、今後数ヵ月については、好調なパフォーマンスが再現される公算は低いと考えます。先進国を中心とした経済の減速が企業利益を下押しているからです。

世界企業の通年の利益成長率に対する株式アナリストのコンセンサス予想は、前年比+6%と2018年の同+15%を下回ります。

ピクテのモデルは、利益成長率が大幅に悪化する可能性があることを示唆しており、通年予想を同+1~2%としています。

主要地域市場の中で調整局面入りの可能性が最も高いのは米国株式市場だと考えます。ピクテのモデルで測った割高感が最も際立つというだけでなく、企業の利益成長率が過去最高の11%から低下することが避けられそうにないからです。全米企業エコノミスト協会(NABE)の調査によると、米国企業全体のほぼ3分の2が賃金コストの上昇を報告しているとのこと。

新興国株式を引き続き、選好します。先進国以上に回復力の強い経済成長や抑制されたインフレに加え、米ドルの減価が予想されるためです。巨額の財政・金融刺激策が、世

界経済における脅威を安定的な力に転換する一助となった中国市場には特に注目しています。

英国株式も割安です。英国のEU(欧州連合)離脱(ブレグジット)を巡る懸念の不当ともいえる影響を受け、景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ銘柄が正当化が困難な程、割安な水準に放置されています。ユーロ圏と日本の株式については、両地域ともに景気が低迷していること等の理由で強い確信が持てないことから、ニュートラルを維持します。

業種別セクターについては、ヘルスケアや公益等、景気減速局面で他セクターを上回る傾向の強いディフェンシブ・セクターを選好します。

一方、一般消費財やテクノロジー等の景気敏感セクターは、ピクテのモデルでは割高感が最も際立ちます。

景気敏感セクターは、相対ベースで見ても魅力に欠けます。2018年後半に一時的な調整があったとはいえ、その後は、再び堅調に推移し、年初来の相対パフォーマンスはディフェンシブ・セクターを上回りますが、景気の減速が続く状況では値上がり益が解消される可能性があると考えます。

## 債券・為替

### クレジット市場はリセッションリスクを過小評価

中央銀行が金融政策を転換し、引き締め策を一時停止したことに加え、突如、利下げの検討に言及したことが、社債市場で懸念されていた景気減速リスクを和らげる一助となりました。その結果、相対的にリスクが高い債券の相対的に安全な債券に対する利回り格差(スプレッド)は縮小しました。例えば、米国ハイイールド債の米国国債に対するスプレッドは、年初来130ベースポイント(1.3%)程度縮小しています。

ピクテでは、特に先進国の景気低迷が続くと予想しており、

# Barometer



クレジット市場は楽観的過ぎると見ています。米国ハイイールド債市場に織り込まれた米国の1年以内の景気後退確率は僅か2%と、10年国債市場が示唆する10%、ニューヨーク連銀モデルが示唆する24%をいずれも下回ります。

米回国債利回り曲線上の長短逆転(3カ月物短期証券利回りと10年国債利回りが2006年以降初めて逆転した「逆イールド」)は景気リスクをより正確に表しており、投資の好機を示唆している可能性があると考えます。

経済減速局面における社債の利回りスプレッドは、絶対ベースで見ても、過去20年平均と比較した相対ベースで見ても、いかにも小さ過ぎます。このような状況は、先進国のクレジット市場に共通して見られますが、欧州のクレジット市場の状況は特に顕著です。

クレジット市場では、クレジット(信用)の質が悪化し、企業がバランスシート上の債務を大きく膨らませている状況も警戒されます。また、投資家を保護する目的で設定されるコベナンツ(資金提供者の不利益が起きた場合に契約解除や条件の変更ができるよう、契約条項中に盛り込まれる制限条項あるいは誓約条項)が、レバレッジドローンに対する需要の拡大に伴って緩和されている状況も気掛かりです。

加えて、短期の市場心理やテクニカル指標が赤信号を灯していることも、ハイイールド債ならびに投資適格債を含む米、欧双方のクレジットをアンダーウェイトとする投資判断の根拠となっています。

より魅力的なリスクと期待リターンとのトレードオフは、新興国債券市場にあると考えます。ピクテのモデルが債券市場の中で最も投資妙味が高いとしている現地通貨建て新興国債券の投資評価はオーバーウェイトを維持します。新興国は、状況の不安定なアルゼンチンとトルコを除くと、先進国に比べて、より堅固な基盤上にあると思われ、新興国の消費者信頼感が力強い回復を見せていること等の明るい兆しが散見されます。現地通貨建て新興国債券に資金を投ずる投資家は、新興国通貨がバリュエーション面でドルとの格差が縮小するならば、新興国通貨増価の恩恵も享受できると考えます。ピ

クテのモデルは、新興国通貨が適正価値を25%前後下回る水準に留まっていることを示唆しています。

通貨の適正価値を測るピクテのモデルは、大方の先進国通貨および新興国通貨に対してドルに割高感があることを示しています。オプションのインプライド・ボラティリティ(予想変動率)は、対ドルのユーロ・レートが今後1年で3.3%上昇することを示唆しています。もっとも、短期的なドルの大幅下落をもたらす可能性のある明確な誘因には欠けることから、ドルはニュートラルを維持します。

## グローバル市場概況

### 2019年1-3月期のパフォーマンスは堅調

2019年1-3月期のグローバル株式の騰落率は12%程度と、2013年以来、最も良好なパフォーマンスを記録しました。世界の主要中央銀行が引き締め策を一時停止したこと、米中の貿易協議が合意に向けて進展を見せたためです。

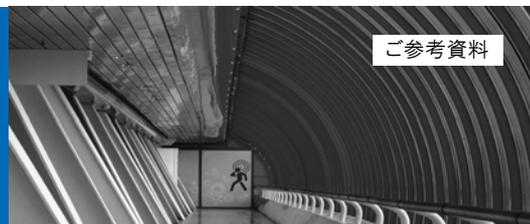
中国株式市場の1-3月期の騰落率も、4年ぶりの大幅上昇となりました。上海・深圳CSI300株価指数(中国A株指数)の3月の月間騰落率は5%強となり、1-3月期の騰落率はほぼ30%の上昇と世界の市場で最も高いパフォーマンスを記録しました。

M&A(合併・買収)活動の活況が株式市場の上昇に拍車を掛けました。1-3月期のM&A案件は、前年同期比+20%以上増加しました。

原油価格は年初来30%超上昇する大幅高となり、エネルギー株を押し上げましたが、テクノロジー、不動産、資本財銘柄はこれを上回って好調でした。

株式と同様、グローバル債券も好調で、3月の月間騰落率は現地通貨建てベースで1.8%となりました。国債投資では、中・長期債に投資することで国に資金を提供する投資家が手数料を払わなければならない状況が増え続けています。

# Barometer



事実、主要中銀が引き締め策を転換したため、マイナス利回りで売買される国債の取引額は10兆ドルを超えています。

ドイツ10年国債利回りは3月中にマイナスに転じました。この間、米国10年国債利回りは、2006年以来初めて、3ヵ月物短期証券利回りを下回っています。「長短利回りの逆転（逆イールド）」は、過去の例では、リセッションを予兆するものとなっていますが、同時に、逆説的ではあるものの、1年を超す場合もある景気循環後期の株式の上昇相場をもたらすものともなっています。もっとも、そのような状況が実現するかどうかについては、慎重な見方を維持しています。企業の利益成長の鈍化が予想されることに加え、バリュエーション面での投資妙味が乏しく、中央銀行のハト派転換は、大方、市場に織り込み済みだからです。

債券市場と株式市場の同時上昇は、クレジット市場にとっては願ってもない好材料です。1-3月期の騰落率は、欧州ハイイールド債と米国投資適格債が5%強、米国ハイイールド債が7%強となりました。

3月の騰落率がマイナスに終わった資産は限定的でした。金は-1.8%となりましたが、1-3月期の騰落率は+1%と辛うじてプラス圏に留まりました。

※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3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	25,929	25,916	23,327	+0.0%	+11.2%
(米)ナスダック総合指数	7,729	7,533	6,635	+2.6%	+16.5%
(日)TOPIX	1,592	1,608	1,494	-1.0%	+6.5%
(日)日経ジャスダック平均	3,444	3,468	3,210	-0.7%	+7.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,352	3,298	3,001	+1.6%	+11.7%
(英)FTSE100指数	7,279	7,075	6,728	+2.9%	+8.2%
(中国)上海総合指数	3,091	2,941	2,494	+5.1%	+23.9%
(香港)ハンセン指数	29,051	28,633	25,846	+1.5%	+12.4%
(ブラジル)ボベスパ指数	95,415	95,584	87,887	-0.2%	+8.6%
(インド)SENSEX30指数	38,673	35,867	36,068	+7.8%	+7.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,198	1,188	1,066	+0.8%	+12.4%

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	110.99	110.87	111.00	+0.1%	-0.0%
ユーロ	124.56	126.09	127.00	-1.2%	-1.9%
英ポンド	144.98	147.65	140.46	-1.8%	+3.2%
スイスフラン	111.51	110.84	112.55	+0.6%	-0.9%
豪ドル	78.64	79.34	78.18	-0.9%	+0.6%
加ドル	82.64	84.31	81.52	-2.0%	+1.4%
中国元*	16.47	16.65	15.98	-1.1%	+3.1%
ブラジルリアル*	28.44	29.68	28.31	-4.2%	+0.5%
インドルピー	1.61	1.57	1.59	+2.5%	+1.3%
ロシアルーブル	1.71	1.69	1.60	+1.2%	+6.9%
タイバーツ	3.49	3.52	3.41	-0.9%	+2.3%
南アフリカランド	7.60	7.97	7.66	-4.6%	-0.8%

(※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	2.42%	2.72%	2.69%	-0.30%	-0.27%
日10年国債利回り	-0.09%	-0.02%	0.00%	-0.07%	-0.10%
独10年国債利回り	-0.07%	0.19%	0.25%	-0.25%	-0.31%
豪10年国債利回り	1.78%	2.11%	2.32%	-0.33%	-0.55%
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)	60.19	57.21	45.15	+5.2%	+33.3%
金(1オンス、ドル)	1,295.72	1,315.65	1,281.34	-1.5%	+1.1%

※ 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。