

Barometer

2019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

世界経済と株式市場の一段の悪化懸念



■グローバル資産クラス

米中間の貿易摩擦の激化によって、両国が関税率を引き上げていることが、世界経済と企業業績の先行きに対する懸念を高めています。このような不透明感の高まりによって、資産配分については引き続き慎重な姿勢を維持します。具体的には、株式のアンダーウェイトを継続します。債券は、先進国の景気減速が想定される一方で、先進国の国債や社債市場が割高であるため、ニュートラルを維持します。また、キャッシュのオーバーウェイトを継続します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、米国は2019年1-3月期の企業業績が良好だったものの、国内経済は減速しつつあり、企業利益の伸びの鈍化が見込まれることから、米国株式のアンダーウェイトを継続します。一方英国は、欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る懸念から大幅に下落し、投資妙味が強いことからオーバーウェイトを維持します。

■株式:セクター別

セクター別では、景気変動に左右されにくいディフェンシブ・セクターを选好し、生活必需品のフルオーバーウェイト、ヘルスケアのオーバーウェイトを継続します。ただし、公益事業は株価上昇による利益確定によって、投資評価をニュートラルに下げました。一方、一般消費財・サービスや情報技術の両セクターは割高感が最も際立つことから、アンダーウェイトを維持します。

■債券

世界の債券市場は割高感が際立っており、最もリスクの高い社債から最も安全なソブリン債まで、どれだけ上昇余地があるか疑問です。従って、債券の投資評価はニュートラルを維持するものの、米国とユーロの投資適格社債とハイイールド債、およびユーロ圏、日本、スイスの国債はアンダーウェイトを継続します。また、英国国債は割高であることから、アンダーウェイトとしました。一方、新興国経済の先行きが先進国よりも良好なことから、新興国国債の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

株価の一段の下げを予想

米中間の貿易摩擦の再燃が、世界経済と企業業績を巡る懸念を強めています。

トランプ米大統領が、ここ数週間で貿易相手国に対する強硬な姿勢を強める前から、世界の株式市場の先行きは良好ではなく、足元では不透明感が一段と増えています。従って、資産配分については引き続き慎重な姿勢を維持し、株式をアンダーウェイト、債券をニュートラル、キャッシュをオーバーウェイトとします。

米国が、ここ数週間のうちに、2,000億ドル相当の中国製品に対する関税率を10%から25%に引き上げたことに対抗して中国が報復措置に踏み切ったことから、米国は更に3,000億ドル分の中国製品に対する最大25%の関税賦課を検討しています。

ピクテの分析は、米中の追加制裁が実際に発動された場合、関税引上げの影響が、累積ベースで、今年度の世界のGDP(国内総生産)成長率を0.2~0.3%押し下げること示唆しています。ただし、世界のサプライチェーンを通じた副次的影響を勘案しない数字であり、実際には大きな影響が懸念されます。

とりわけ懸念されるのは、世界経済が既に減速し始めつつある時期に、このような事態が発生していることです。ピクテの景気循環分析は、経済を取り巻く状況が5月月間を通じて、世界の多くの地域で悪化したこと、また、4月に経済の急激な減速に見舞われた中国も例外ではないことを示唆しています。中国政府が導入した景気浮揚策は、ここ数週間のうちに効果が薄れた感があることから、貿易摩擦の再燃は今後数カ月の先行きを案じさせます。

とはいえ、新興国の経済基盤は、先進国と比べて、概ね遥かに堅固であり、中国は、金融・財政両面で、追加の景気浮揚策を講じる十分な余地を残しています。

事実、中国は、ピクテの流動性指数がプラス圏に留まる数少ない国の一つです。中国経済の信用の状況には改善が見られ、中小企業向け銀行融資の拡大を示唆する兆しも散見されます。これに対し、先進国では、中央銀行がバランスシートの縮小を続けており、リスク資産を巡る流動性の状況も特に良好というわけではありません。このような観点からすると、新興国資産は先進国資産よりも魅力的だと思われる。

ピクテのバリュエーション(投資価値評価)分析も、同様の状況を示唆しています。新興国通貨は、対ドルで最大20%と割安感が際立っており、現地通貨建て新興国国債は、債券市場の中で最も割安です。

ピクテのモデルは、世界株式が、株価収益率(PER)は15倍前後、配当利回りは2.9%前後と、適正水準にあることを示唆しています。もっとも、企業の利益予想は良好とはいえず、今後数カ月については一段の伸び悩みも予想されます。ピクテのモデルは、今年の成長率予想を、市場のコンセンサス予想の7%に対して、3%と試算しています。営業利益率にも、引き続き、下押し圧力がかかっています。

ピクテのテクニカル指標は、値動きの荒い夏枯れ相場を控え、株式市場が総じて、季節要因の観点で弱気に転じたことを示唆しています。

地域別・セクター別の株式市場

米国株式市場に立ち込める暗雲

5月の世界の株式市場では、4月の上昇分が剥げ落ちた格好となりました。米中の貿易協議が短期間で合意に至る公算は低く、今後は市場の一段の下げが見込まれます。

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|2019年6月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社

Barometer



米国株式は特にぜい弱です。1-3月期の企業業績は予想外に良好だったとはいえ、国内経済は減速しつつあり、企業利益は伸びの鈍化が見込まれます。株式アナリストは、直近(1-3月期)の決算発表開始時に年内の企業利益成長率予想を下方修正しています。

米国株式は、相対的に高水準のバリュエーションと景気敏感セクターに偏った市場のセクター構成を勘案すると、魅力が更に薄れます。米国市場は、日本を除く世界のどの主要市場よりも景気敏感銘柄の構成比が高いことに加え、史上初めて、景気敏感セクターの構成比が新興国市場を上回っています。従って、米国株式はアンダーウェイトを維持します。

一方、英国市場は、同国のプレグジットを巡る懸念が嫌気されて大幅に下落したことから投資妙味が強く、中でもFTSE100種総合株価指数は、構成企業の海外売上比率が高いことから魅力的です。通貨安と低位のバリュエーションに加え、国内経済が政治の難局を乗り切ってきたという事実が、英国株式のオーバーウェイトを維持する根拠です。

景気変動の影響に左右されやすい銘柄には投資妙味が少ないと考えます。MSCI世界株価指数では、景気敏感セクターが、ディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)・セクターに対して、長期的には平均して10%程度上回っていますが、現在は17%程度と割高となっています。一方、自動車および銀行株は出遅れ感が強く、一株当たり純資産価格と同等の水準で取引されていますが、これは市場平均を50%程度下回る水準です。

貿易戦争がテクノロジー銘柄に及ぼし得る影響を軽視してきた投資家にはつげが回り始めています。トランプ政権が中国の通信大手、ファーウェイを制裁の対象としたことは、新しい「ハイテク冷戦」を巡る懸念を引き起こし、世界のサプライチェーンに組み込まれたテクノロジー銘柄の、突然の制裁に対するぜい弱性を浮き彫りにしています。米国の半導体銘柄は高値を15%以上下回り、1年前の水準で推移しています。

公益株については足元の上昇に乗じて売却益を確保し、投資評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

債券・為替

新興国債券市場は本領を発揮

貿易摩擦の激化がリスク性資産を下押す環境にあっても、債券の投資妙味は高くありません。世界の国債利回りが大きく低下する状況では、債券の割高感が際立っているからです。

もともと、債券市場には魅力的な投資対象も残っています。例えば、現地通貨建て新興国国債は、良好な投資収益をあげる可能性を提供しています。

新興国通貨は、最近の増価をもってしても、米ドルに対する適正価値を大きく下回る水準に留まっており、新興国の良好な経済環境を背景に、上昇基調を続ける公算が高いと思われます。新興国の経済成長は、引き続き、先進国を上回って推移しており、双方の景気先行指標の格差は拡大基調です。

ドル建て新興国国債もオーバーウェイトとしているのは、相対的に堅固な新興国経済が、新興国国債の米国国債に対するスプレッド(利回り格差)の縮小に資すると思われるからです。

国際金融協会(IF)の調べでは、4月現在、新興国債券市場には8ヵ月連続で資金が流入しており、流入金額は総計240億ドルに達しています。

先進国市場では、引き続き、米国国債をオーバーウェイトとしています。ユーロドル先物には年内に1回以上の利下げが織り込まれていますが、経済を取り巻く状況の一段の悪化に際して、米国国債が、費用対効果の高いヘッジ手段であることに変わりはないからです。

Barometer



欧州市場では、ドイツ国債が最も割高で、指標の10年国債利回りは過去最低水準を更新しています。

英国国債はアンダーウェイトに下方修正しました。ブレグジットを巡る政治・経済の不確実性は残るものの、失業率は44年ぶりの低水準に留まり、賃金の伸び率は10年ぶりの高水準を記録し、個人消費は引き続き堅調です。英中央銀行（イングランド銀行、BOE）が年内利上げを行う公算は低いとはいえ、投資家は来年の金融引き締めの可能性を軽視し過ぎているように思われます。ピクテのモデルは、英国国債が割高であることを示唆しています。

社債については、投資適格債、ハイイールド債ともにアンダーウェイトとします。貿易戦争が経済成長を下押し、投資家心理が悪化する状況を勘案すると、社債は割高感が強いと思われれます。

主要通貨は、いずれも、ニュートラルを維持します。一方、経済の不確実性が高まる状況での有効なヘッジ手段となるゴールドはオーバーウェイトを維持します。

グローバル市場概況

安全(質)への逃避

貿易摩擦の激化が株価の下落を促した5月は、投資家にとって残酷な月となりました。トランプ米大統領が貿易戦争を激化させ、中国、メキシコ両国に強硬策を突きつけたことから、世界経済は、年内、不振を極め、資産市場に余波が及ぶのではとの懸念が強まりました。

MSCI世界株価指数の5月の騰落率は6%強のマイナスとなり、1-3月期の上昇分を一部相殺しました。世界株式の年初来の騰落率は9%弱の上昇となっています。世界経済の減速を巡る懸念が、想定通り商品市況の下落につながり、WTI原油先物は16%強の下落となりました。情報技術(IT)セクターも影響を免れず、米国が中国の通信大手ファーウェイを制

裁の対象とし、世界中に散らばる同社のサプライヤーを間接的に攻撃したことから、約9%弱の下げを記録しました。

株式にとっての悪材料は、景気の変動の影響を受けにくいディフェンシブ性資産にとっては好材料です。5月の月間騰落率は国債(現地通貨ベース)が1.8%、ゴールドが1.3%となりました。米国国債は2.5%と好調でした。一方、日本国債は現地通貨ベースでは0.8%と穏やかな上昇に留まったものの、円の増価を受け、ドルベースでは3.5%と堅調でした。

これと対照的だったのが英国国債で、現地通貨ベースでは2.9%と好調だった一方、ドルベースでは0.5%のマイナスに終わりました。ブレグジットが実現できなかったメイ首相が、後任の選出次第、退任することを発表したことから、政局の混乱が嫌気され、ポンド安が進んだためです。

新興国国債は難局を無難に乗り切り、現地通貨建て新興国国債、ドル建て新興国国債ともに小幅の上昇となりました。一方、先進国の社債は低調でした。米国ハイイールド債は1%強のマイナスとなり、ユーロ圏のハイイールド債はこれを更に上回るマイナスとなりました。

※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5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	24,815	26,593	23,327	-6.7%	+6.4%
(米)ナスダック総合指数	7,453	8,095	6,635	-7.9%	+12.3%
(日)TOPIX	1,512	1,618	1,494	-6.5%	+1.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,339	3,453	3,210	-3.3%	+4.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,280	3,515	3,001	-6.7%	+9.3%
(英)FTSE100指数	7,162	7,418	6,728	-3.5%	+6.4%
(中国)上海総合指数	2,899	3,078	2,494	-5.8%	+16.2%
(香港)ハンセン指数	26,901	29,699	25,846	-9.4%	+4.1%
(ブラジル)ボベスバ指数	97,030	96,353	87,887	+0.7%	+10.4%
(インド)SENSEX30指数	39,714	39,032	36,068	+1.7%	+10.1%
(ロシア)RTS指数\$	1,287	1,248	1,066	+3.1%	+20.7%

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	109.36	111.85	111.00	-2.2%	-1.5%
ユーロ	121.74	124.38	127.00	-2.1%	-4.1%
英ポンド	137.82	144.16	140.46	-4.4%	-1.9%
スイスフラン	108.66	109.58	112.55	-0.8%	-3.5%
豪ドル	75.52	78.41	78.18	-3.7%	-3.4%
加ドル	80.80	82.95	81.52	-2.6%	-0.9%
中国元 [※]	15.73	16.53	15.98	-4.9%	-1.6%
ブラジルレアル [※]	27.74	28.19	28.31	-1.6%	-2.0%
インドルピー	1.58	1.61	1.59	-1.9%	-0.6%
ロシアルーブル	1.67	1.73	1.60	-3.5%	+4.4%
タイバーツ	3.43	3.48	3.41	-1.4%	+0.6%
南アフリカランド	7.38	7.73	7.66	-4.5%	-3.7%

(※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	2.14%	2.51%	2.69%	-0.37%	-0.54%
日10年国債利回り	-0.10%	-0.04%	0.00%	-0.05%	-0.10%
独10年国債利回り	-0.20%	0.01%	0.25%	-0.21%	-0.44%
豪10年国債利回り	1.48%	1.80%	2.32%	-0.33%	-0.85%
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)	53.49	63.83	45.15	-16.2%	+18.5%
金(1オンス、ドル)	1,300.11	1,283.06	1,281.34	+1.3%	+1.5%

※ 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。