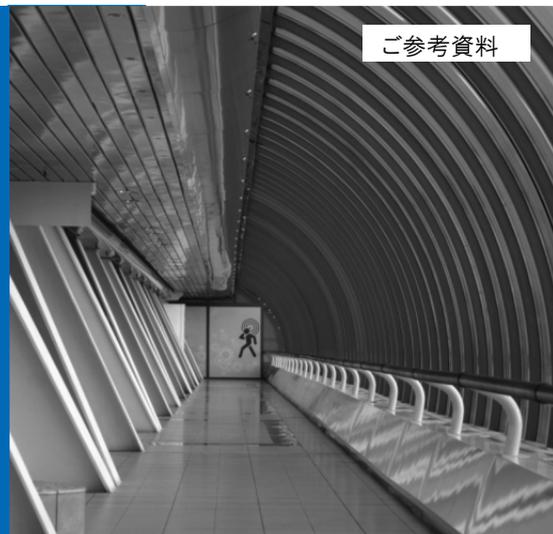


# Barometer

2019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

## 根拠なき熱狂



### ■グローバル資産クラス

米国の利下げ期待がリスク資産を押し上げていますが、積極的な金融緩和を見込んだ投資家の期待は打ち砕かれる可能性が高いと考えます。市場は、7月を皮切りに、FRBが今後1年で計1%の利下げを行うことを織り込んでいますが、この見通しは楽観的過ぎると見えています。そのため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、債券を株式同様アンダーウェイトとしました。また、キャッシュをフルオーバーウェイトとしました。

### ■株式：地域別・スタイル別

今後1年間の企業の利益成長率が、市場のコンセンサス予想である7%に対し、前年比横這いに留まる、或いはマイナスに落ち込む可能性があると考えています。地域別では、米国は特にぜい弱で、割高であることから、米国株式のアンダーウェイトを継続します。一方ユーロ圏は、景気先行指数が改善しつつあり、またテクニカル指標も割安であることからオーバーウェイトとしました。

### ■株式：セクター別

セクター別では、エネルギーや素材等、米ドルの減価の影響が予想されるセクターを、引き続き、ニュートラルとします。また、金融や不動産等、景気変動の影響を受けやすいセクターも同様です。一方、個人消費が比較的堅調であることから、一般消費財・サービスをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。

### ■債券

投資家の1年先までの利下げ見通しは行き過ぎのようと思われる、市場は実際の利下げ幅に失望する可能性があります。従って、債券の投資評価はニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。また、新興国経済の先行きが先進国よりも良好であり、新興国通貨も割安であるものの、債券価格に相対的な割高感が出てきたドル建て新興国債のオーバーウェイトをニュートラルに引き下げました。

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		
		米回国債	
	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債	
		ドル建て新興国債	◀
	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

### 過度かつ拙速に過ぎる

減速しつつある世界経済が、トランプ米大統領のしかけた貿易を巡る論争によって一段と損なわれるリスクが増す中、米連邦準備制度理事会(FRB)は世界市場における存在感を改めて認識させました。このような状況下、複数のFRB理事が、予防的な利下げを講じることで深刻な景気停滞に備える用意があることを相次いで示唆したことから、株式と債券市場は上昇に転じ、6月の月間騰落率は、グローバル株式が約6%、グローバル債券が約1%となりました。

市場は、7月を皮切りに、FRBが今後1年で計1%の利下げを行うことを織り込んでいます。S&P500種株価指数は過去最高値に迫り、12兆ドル相当のグローバル債券がマイナスの利回りで取引されています。

もともと、ピクテでは、米国の利下げを巡る市場の楽観は行き過ぎであり、最初の利下げは9月にずれ込む可能性もあると見ています。

従って、資産配分については、債券の投資評価を引き下げ、株式と同様、アンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)としました。また、既にオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)としていたキャッシュの比率を更に引き上げました。

FRBは、米国景気が相対的な観点では引き続き良好さを維持する中、ハト派に転じたものと思われる。

ピクテの景気先行指数が昨年末から低下基調を示していることは事実です。とはいえ、足元では、建設活動が回復に転じ、雇用は堅調さを維持し、自動車販売も一時的ながら反発の兆しを見せています。

ピクテの景気循環分析は、世界経済の減速が続いていることを示していますが、急激な失速を示唆しているわけでは

ありません。貿易摩擦は、米・中双方に影響を及ぼしていますが、両国政府の対策の中には、市場が期待するほどではないにしても、景気減速を緩和するものがあるように思われます。

米国国債利回り曲線(イールドカーブ)上で形成された長短利回りの逆転(逆イールド)は、量的緩和に関連する技術的な要因を一因として、米国経済が今後1年から2年のうちに景気後退(リセッション)入りするリスクを過度に織り込んでいる可能性があるように思われます。

この期間、米中の貿易摩擦の恩恵を享受する国も散見されます。ベトナム、台湾および韓国は、中国が失ったビジネスの多くを手に入れ、一方、中国企業が農産物の輸入先を米国から移したことでラテンアメリカが漁夫の利を得ています。

注目されるのは、欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が、必要に応じて追加刺激策を講じる用意があることを改めて約束する前から、ユーロ圏経済の先行きが改善し始めていることです。

ピクテの流動性分析は、市場の楽観論の裏に潜む理由を示唆しています。これはFRBが市場の期待通りの利下げを行うとしたら、米国以外の中央銀行は、米ドルに対する自国通貨の上昇と輸出競争力の低下を回避するため、FRBに追随せざるを得ないということです。金融当局による支援が、世界の主要地域全域で信用が拡大する中、増大しつつある民間部門の流動性を強化する可能性も考えられます。

ピクテのバリュエーション(投資価値評価)分析は、債券市場に警告を発しています。ユーロ圏とスイスの債券は、史上、最も割高です。実際のところ、世界の債券市場では、ニュートラルなバリュエーション水準に留まる米国の投資適格債と、現地通貨建て新興国債券を除いて、全てのセクターが割高です。

一方、グローバル株式市場は、6月の強い上昇相場を経ても、概ね、適正水準にあるように思われます。とはいえ、企

# Barometer



業利益の先行きは大幅に悪化しています。ピクテでは、今年の利益成長率予想を、市場のコンセンサス予想の7%に対して0%と試算しており、株式の脆弱な状況は変わらないと見ています。

ピクテのテクニカル分析は、強い季節要因のすう勢の恩恵が期待される債券を選好しています。ピクテが調査している投資家売買動向統計によれば、債券市場は強い上昇後においても買われ過ぎの領域にあるとは思われません。一方、株式市場については、これまでの傾向は横ばい、季節要因はマイナスで、何故か投資家に選好されない状況が続いています。このように投資家の株式の組入れが比較的少ないことから、市場の下げは限定的だと思われる。金は強い季節要因を受けて、月間騰落率が全資産クラス中1位となり、今後も上昇の継続が予想されますが、割高感はありません。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 夏場が期待される欧州市場

世界貿易が縮小し、企業利益の先行きが危ぶまれる状況では、株式投資に慎重な姿勢を維持することが賢明だと考えます。

ピクテのモデルは、今後1年間の企業の利益成長率が、市場のコンセンサス予想である7%に対し、前年比横這いに留まる、或いはマイナスに落ち込む可能性があることを示唆しています。

米国株式は特にぜい弱です。ピクテのモデル上で最も割高な株式市場であるというだけでなく、米国経済が6カ月連続で減速し、主要先進国および新興国の経済成長をいずれも下回ることが、ピクテの景気先行指数によって示唆されているからです。過去のデータは、米国の経済成長率が名目

ベースで3%を下回る局面で企業利益が減少する傾向が認められることを示しています。

米国株式市場は、FRBの利下げがあつたとしても、追加的な恩恵を享受する公算は小さいと思われれます。これは、2019年下半期の大幅利下げが既に織り込まれているからです。

更に、S&P500種株価指数等の主要株価指数はテクノロジー等、規制の強化や貿易戦争に左右されやすい業種の構成比率が高いことにも留意が必要です。

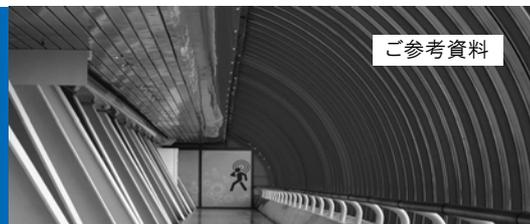
これに対し、ユーロ圏株式の先行きは明るさを増しています。域内の景気先行指数は、マイナス圏に留まるとはいえ、3カ月連続で改善し、米国を上回っています。また、ユーロ圏経済の原動力である消費は底堅さを維持しており、銀行融資も改善基調です。株価純資産倍率(PBR)、株価収益率(PER)ならびに株価売上高倍率(PSR)を勘案したピクテのモデルで測定すると、欧州株式は米国株式よりも割安です。

一方、英国株式は、引き続き魅力的です。4.8%と高水準の配当利回りに加え、欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る懸念に起因する英ポンド安が、多くの多国籍企業の利益を押し上げています。

新興国株式も魅力的です。ピクテの景気先行指数は、新興国経済が先進国経済を上回って成長し、2020年の企業利益成長率が14%程度と先進国を上回ることを示唆しています。

セクター別では、エネルギーや素材等、米ドルの減価の影響が予想されるセクターを、引き続きニュートラルとします。また、金融や不動産等、景気変動の影響を受けやすいセクターも同様です。

# Barometer



## 債券・為替

### ハト派が優勢

債券先物に織り込まれた、投資家の1年先までの米国金利見直しには驚かされます。半年前の50ベース・ポイント(0.5%)の利上げに対し、足元では100ベース・ポイント(1%)の利下げを予想しているからですが、このように大幅な予想の修正は行き過ぎのように思われます。

市場は、実際の利下げの幅に失望することとなり、債券利回りは上昇、価格は下落となる見通しです。グローバル債券市場は半年間の上昇相場を経て割高感が際立っていることから、投資評価はニュートラル(ベンチマーク並みの投資比率)からアンダーウェイトに引き下げます。

先進国の社債は、投資適格債、ハイイールド債ともに引き続き割高です。企業の利益成長率が予想を下回る可能性が高いことを勘案すると、このような状況は先行きを警戒する危険信号のように思われます。同時に、信用格付けは悪化、レバレッジは上昇基調で、金融セクターを除く社債の発行残高はGDP(国内総生産)比47%と過去最高水準に達しており、ITバブル崩壊時の2000年或いはグローバル金融危機発生時の2008年に付けた水準を上回ります。

景気変動の影響を受け難いディフェンシブ資産については、依然として、米国国債がユーロ圏国債を上回る利回りを提供しており、前者をオーバーウェイト、後者をアンダーウェイトとする根拠となっています。実際に、ドイツ10年国債利回りは-0.3%と、史上、最低水準を更新して最も割高な水準に達しており、ユーロ圏国債の45%は、利回りがマイナス圏に沈んでいます。

現地通貨建て新興国債券の先行きは、域内のインフレ率の低下、金融緩和の可能性、割安な為替レート等を背景に、明るさを増しています。ピクテのモデルは、新興国通貨が米ド

ルに対して15~20%割安な水準に留まることを示唆しています。

とはいえ、従来、値動きの荒い夏枯れ相場を控え、ドル建て新興国債券をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げてリスク水準を落とすべきだとの判断に至りました。ピクテのモデルには、堅調なパフォーマンスの結果としての相対的な割高感が現れています。

金はオーバーウェイトを維持します。6月の月間騰落率は8.6%と全資産クラス中1位でしたが、割高感は今も見られません。また、季節要因やすう勢ともに金の支援材料となっています。

## グローバル市場概況

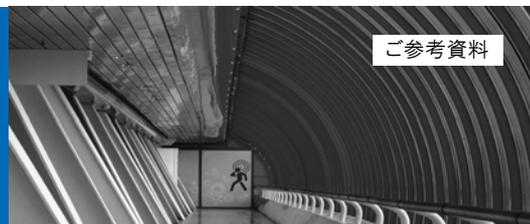
### 利下げ期待を好感した株式市場の上昇

FRBが早ければ7月にも利下げに転じるとの見方が強まって、グローバル株式の6月の月間騰落率は6%近くとなり、債券を上回りました。また、米・中が近日中に貿易交渉を再開すると楽観的な観測が強まったことも、市場の支援材料となりました。米国株式市場は他市場を上回って上昇し、MSCI米国株価指数は約7%の上昇、一方、S&P500種株価指数は過去最高水準を更新しました。

業種別セクターでは、米中貿易交渉の妥結を巡る期待が再燃し、素材および情報技術セクターが8%を超える上昇となりました。また、エネルギーや情報技術等、景気循環に最も敏感なセクターが、公益事業等のディフェンシブ・セクターを上回りました。景気敏感セクターは、景気循環調整後ベースでは、ディフェンシブ・セクターを16%上回って推移しており、プレミアムは長期平均である10%を上回っています。

米国の金融緩和が予想される中、ドルは月間1%強の下落となりました。一方、ドル安は、多くの新興国資産の押し上げ

# Barometer



要因となり、輸出依存度の高いアジア株式ならびに現地通貨建て新興国債券は5%強の上昇となりました。

先進国の債券市場では、社債のパフォーマンスが国債を上回り、米国および欧州のハイイールド債は2%強の上昇となりました。

金は全資産クラス中、最も好調でした。ドルの減価と、質への逃避を求める投資家の資金流入が相俟って、月間騰落率は8%を上回りました。

原油は8%を超える上昇となりました。オマーン湾で2隻の原油タンカーが攻撃されたことに対し、米国がイランに追加の経済制裁を課したことから、供給不安が強まりました。また、ロシアとサウジアラビアが日量約120万バレルの減産延長に合意したことから、原油価格には一段の押し上げ圧力がかかるものと思われます。

※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	26,600	24,815	23,327	+7.2%	+14.0%
(米)ナスダック総合指数	8,006	7,453	6,635	+7.4%	+20.7%
(日)TOPIX	1,551	1,512	1,494	+2.6%	+3.8%
(日)日経ジャスダック平均	3,406	3,339	3,210	+2.0%	+6.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,474	3,280	3,001	+5.9%	+15.7%
(英)FTSE100指数	7,426	7,162	6,728	+3.7%	+10.4%
(中国)上海総合指数	2,979	2,899	2,494	+2.8%	+19.4%
(香港)ハンセン指数	28,543	26,901	25,846	+6.1%	+10.4%
(ブラジル)ボベスパ指数	100,967	97,030	87,887	+4.1%	+14.9%
(インド)SENSEX30指数	39,395	39,714	36,068	-0.8%	+9.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,381	1,287	1,066	+7.3%	+29.5%

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	107.79	109.36	111.00	-1.4%	-2.9%
ユーロ	122.49	121.74	127.00	+0.6%	-3.6%
英ポンド	136.57	137.82	140.46	-0.9%	-2.8%
スイスフラン	110.45	108.66	112.55	+1.6%	-1.9%
豪ドル	75.49	75.52	78.18	-0.0%	-3.4%
加ドル	82.33	80.80	81.52	+1.9%	+1.0%
中国元 <sup>※</sup>	15.69	15.73	15.98	-0.3%	-1.8%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	28.11	27.74	28.31	+1.3%	-0.7%
インドルピー	1.57	1.58	1.59	-0.6%	-1.3%
ロシアルーブル	1.71	1.67	1.60	+2.4%	+6.9%
タイバーツ	3.50	3.43	3.41	+2.0%	+2.6%
南アフリカランド	7.60	7.38	7.66	+3.0%	-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	2.00%	2.14%	2.69%	-0.14%	-0.69%
日10年国債利回り	-0.16%	-0.10%	0.00%	-0.07%	-0.16%
独10年国債利回り	-0.32%	-0.20%	0.25%	-0.13%	-0.57%
豪10年国債利回り	1.32%	1.48%	2.32%	-0.16%	-1.00%
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)	58.20	53.49	45.15	+8.8%	+28.9%
金(1オンス、ドル)	1,412.30	1,300.11	1,281.34	+8.6%	+10.2%

※ 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。