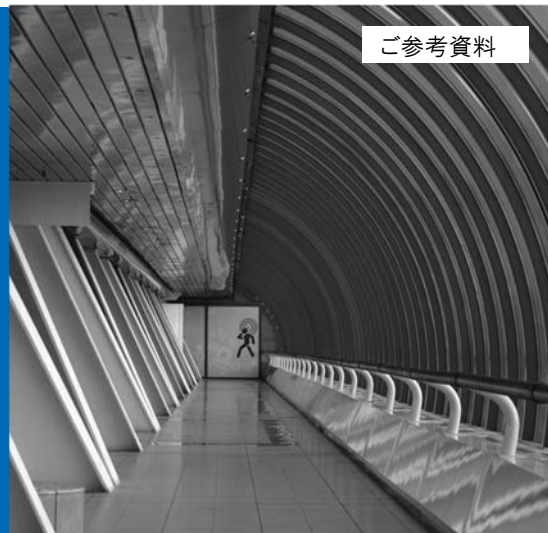


Barometer

2019年
9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

期待は打ち砕かれた



■グローバル資産クラス

主要な中央銀行は、景気減速を抑えるために金融緩和策を講じていますが、足元の市場が織り込んでいるほどの積極的な金融政策が実施される公算は極めて低いと考えます。そのため、株式のアンダーウェイトを継続します。また、17兆米ドル相当のグローバル債券がマイナスの利回りとなっている状況を考えて、債券のアンダーウェイトと、キャッシュのフルオーバーウェイトを維持します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、イールドカーブが逆転してリセッション入りを示唆する信号が点滅していることから、米国のアンダーウェイトを継続します。一方、ITの追加刺激策が期待される、ユーロ圏のオーバーウェイトを継続します。また英国株式は、プレグジットを巡る懸念を嫌気して割安感が際立ち、新興国株式もバリュエーション面での割安感から、それぞれ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、米中貿易戦争の影響を巡る懸念が強まる中、ディフェンシブ銘柄を選好して、生活必需品セクターのフルオーバーウェイト、ヘルスケアや金融のオーバーウェイトを維持しています。一方、景気の変動に最も敏感な情報技術(IT)等の業種セクターは割高な水準にあり、情報技術(IT)セクターのアンダーウェイトを継続します。

■債券

世界国債指数の平均利回りが、過去最低の0.73%を付け、米国30年国債利回りが2%を下回り、マイナス利回りのグローバル債券が17兆米ドルとなったことにも注意が必要です。また、米中貿易戦争の負の影響を勘案して、現地通貨建て新興国債券をニュートラルに引き下げました。一方、スイスフランとゴールドは、地政学的な混乱やグローバル経済の悪化局面で、底堅さを発揮することを期待してオーバーウェイトを継続しています。



Barometer



資産配分

投資家の失望を招く中央銀行

世界経済が貿易戦争の影響を懸念し続けているのに対し、大部分の投資家は中央銀行が積極的な景気刺激を実施すると見ているようです。ピクテはこのような楽観的な見方には同意しかねます。

ピクテの景気先行指数は、今後数カ月間の経済成長の鈍化を示唆しています。貿易摩擦を巡る不確実性が、特に先進国の鉱工業生産や企業心理に影響を及ぼしているからです。

また、企業利益は、昨年2018年の大幅な伸びから一転し、年内にも成長が止まることが予想されます。

主要な中央銀行は、景気減速を抑えるために金融緩和策を講じていますが、足元の市場が織り込んでいるほどの積極的な金融政策が実施される公算は極めて小さいと考えます。

ピクテは、このような状況を勘案し、株式のアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)を維持します。同時に、債券に慎重な姿勢を維持することの正当性が増したと考えます。債券市場は、年初来、20年ぶりの上昇相場を展開し、グローバル債券指数(JPモルガン世界国債指数)の構成銘柄のほぼ3分の1がマイナス利回りを付けているからです。キャッシュは、フルオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を維持します。

ピクテのマクロ経済分析は、世界の経済成長率が今年2019年は前年2018年よりも鈍化すること、また、先進国経済が最も不振を極めるであろうことを示唆しています。購買担当者景気指数(PMI)に基づく企業心理は、景況感の分かれ目である50を下回って2012年以降の最低水準を付け、先進国の鉱工業生産は、2016年以降初めて縮小に転じています。

輸出主導型の景気敏感セクターの先行きが冴えない一方で、消費者には、今のところ消費を手控える様子が見られません。世界の消費者心理は、堅調な労働市場と住宅ローン金利の低下を受け、過去最も高い水準に留まっています。このような状況を勘案すると、世界の景気後退局面(リセッション)入りの確率は、市

場のコンセンサス予想の30~40%を下回るように思われます。

ピクテの流動性分析は、株式に対する慎重な見方を支持しています。米連邦準備制度理事会(FRB)は、7月に利下げを行ったものの、新規に供給された流動性は、過去半年間0.5%の割合で縮小しています。このような状況は、主に中央銀行が企業債務の削減を進める中国の動向に起因すると思われれます。FRBの追加利下げに加え、欧州中央銀行(ECB)が2019年9月末にも6,000億ユーロの新規国債買入れ策を発表することが予想されることから、今後数カ月は金融緩和が予想されます。とはいえ、世界の中央銀行が、来年最大1.5兆ドル規模の景気刺激策を実施するだろうとの市場の期待は、いかにも行き過ぎだと考えます。

ピクテのバリュエーション分析は、米国やスイス等、複数の株式市場が、依然として割高な水準に留まることを示唆しています。資本支出の抑制と貿易戦争の影響を巡る不確実性が、企業利益を下押ししていますが、米国商務省経済分析局(BEA)は2018年の企業収益統計を8.3%下方修正し、速報値から1,880億ドル引き下げています。

一方欧州市場は、企業利益の安定と債券利回りの低下を背景に、魅力を増しています。株式の期待収益率が、無リスク資産の収益率をどの程度上回るかを測る株式のリスク・プレミアムは、ドイツで史上初めて9%を上回っています。新興国市場のバリュエーションも魅力的です。日本市場は円高が進行する中、際立った底堅さを示しています。良好なバリュエーションを勘案すると、日本株は中期的に20%程度上昇する可能性もあると考えます。

景気の変動に最も敏感な資本財・サービスや情報技術(IT)等の業種セクターは、割高な水準に留まり、生活必需品や医薬品等、景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ・セクターを12%ほど上回る水準で推移しています。

ピクテのテクニカル分析は、株式評価をニュートラル(ベンチマーク並みの投資比率)としていますが、一方、円や世界の国債等、ここ数カ月で強い上昇相場を展開したディフェンシブ性の強い資産に対しては危険信号を発しています。

Barometer



地域別・セクター別の株式市場

欧州株式が米国株式よりも有望

米中間の貿易摩擦が再び激化する環境では、経済や企業利益の先行きを楽観視することの難しさが一段と増えています。関税率の引き上げや追加の貿易障壁を巡る脅威が、世界的に企業や消費者心理の重しとなっているからです。加えて、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る不確実性が増す環境を考えると、年内の見通しは明るいとはいえません。従って、グローバル株式は、アンダーウェイトを維持します。世界企業の利ざやは、株式アナリストの予想を大きく下回って推移しています。

米国株式市場は、他の世界の市場と比べて、とりわけ魅力に欠けるように思われます。S&P500 種株価指数は過去最高値をわずかに下回る水準に留まっていますが、一方では、米国のリセッション入りを示唆する信号が点滅しています。国債利回り曲線(イールドカーブ)上では長短金利が逆転し、2008 年のグローバル金融危機以降初めて、株式の配当利回りが 30 年国債利回りを上回る場面もありました。

株式アナリストは、過去 3 年で最も大幅な米国企業の利益予想の下方修正を行っています。金融データ大手のファクトセットによると、今年の利益成長率のコンセンサス予想は引き下げられています。企業の自社株買いが減少していることも、投資家にとっては懸念材料です。ピクテの分析は、過去 10 年間の自社株買いで、市場のリターンの 20%前後に、また、米国市場の欧州市場に対する超過リターンの 33%前後に寄与していることを示唆しています。

一方、先行きが期待される市場も散見されます。地域別の資産配分では、欧州市場のオーバーウェイトを維持します。ドイツは、2 四半期連続のマイナス成長という定義上のリセッション入りも予想される一方、ユーロ圏の景気先行指数は、フランス、イタリア両国のモメンタムの改善を背景に、過去半年を通じて上昇基調を維持しています。ECB の追加刺激策も好材料です。また、ドイツの株式リスク・プレミアムが史上初の 9%台を付けたことも注目に

値すると考えます。

日本株は、円高にも係わらず、底堅さを示しています。バリュエーション面では割安感が際立っており、ピクテの試算では、上値余地が 20%に達します。英国株は、特に海外投資家にとって、魅力的だと考えます。ポンド安とバリュエーション面での割安感に加え、優良企業の利益の多くが海外で計上されているからです。また、5%を超える配当利回りは、市場のボラティリティ上昇の影響を一部遮断する効果を提供すると見ています。

新興国市場の先行きは、貿易戦争の影響で損なわれたものの、各国の相次ぐ利下げがその一部を相殺しています。アジア市場は特に有望です。米中貿易戦争が中国からアジアの他の地域への事業移転を促し始めており、中国が損害を被る中、周縁国の中には漁夫の利を得る国も散見されます。

貿易戦争の影響を巡る懸念が強まる中、投資家は再びディフェンシブ銘柄を選好しています。生活必需品およびヘルスケアセクターは堅調な展開となり、ピクテは生活必需品セクターのフルオーバーウェイト、ヘルスケアセクターのオーバーウェイトを維持しています。一方、小型株は市場全体を大きく下回りました。米国の個人消費は、賃金の伸びと住宅ローン金利の低下を追い風に、これまでのところ堅調に推移し、リセッション入りを阻止する効果をあげていますが、このような状況がいつまでも続くとは限りません。

債券・為替

安全資産は供給不足

世界経済が減速する局面では、国債等、ディフェンシブ性の強い資産の投資配分を引き上げることが、通常理にかないません。ただし、現在問題となっているのは、ここ数カ月の債券利回りの急低下を受け、通常安全だと考えられる資産が高リスク資産に見えてしまっていることです。JP モルガン世界国債指数の平均利回りは、8 月末までに史上最低の 0.7%を付け、一方、米国 30 年国債利回りは 8 月末に 2%を下回りました。マイナス利回り取引される

Barometer



グローバル債券が 17 兆米ドル程度となったことにも注意が必要です。

債券のバリュエーションは、中央銀行のハト派的スタンスで正当化されるとの見方も散見されます。ただし、追加緩和に対する市場の期待は、金融当局が実際に行くと予想される水準を超えているように見えます。ピクテの流動性分析は、名目 GDP(国内総生産)比の金融刺激の現在の水準と市場に織り込まれた水準との格差が、過去に存在しないほどの幅に拡大しており、市場の期待が砕かれる可能性が高いことを示唆しています。

バリュエーション水準は、大方の国債市場をニュートラルからアンダーウェイトとするピクテの投資評価を支持しています。例えば、米国国債利回りは、ピクテのモデルが試算する適正水準を 200 ベースポイント(2.0%)下回っていますが、両者の格差がこれほど開いたことは、これまで一度もありません。

債券市場が際立った上昇相場を展開したことから、ファンダメンタルズに対して割安だと見なしてきた現地通貨建て新興国債券も、短期的にはオーバーウェイトを維持することが難しくなっています。新興国債券の実質利回りは 3%と、先進国債券と比べれば確かに魅力的です。とはいえ、新興国地域に及ぶ米中貿易戦争の負の影響が、ピクテの景気先行指数に明確に示されていることを勘案すると、特に目先は新興国通貨が売られる可能性があると考えます。このように様々な懸念を勘案し、現地通貨建て新興国債券を、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

通貨についてはスイスフランを、金と同じくオーバーウェイトとしています。スイスフランも金も、地政学的な混乱やグローバル経済の悪化局面で、底堅さを発揮することが期待されています。

グローバル市場概況

市場の急上昇に歯止めをかけられなかった FRB の警告

8月の金融市場では、株式が売られ、債券が買われました。米中貿易摩擦の激化や、世界経済減速の兆しに対応した追加景気刺激策に、投資家が反応したためです。

グローバル株式の月間騰落率は現地通貨ベースで-2%となり、MSCI 世界株価指数の年初来騰落率を+14%前半に押し下げました。債券は+2.9%上昇しました。原油価格(WTI)は、景気の先行き悪化を嫌気し、6%下落しました。一方、リスク回避志向が強まって、金価格は 7%上昇し、年初来騰落率は 20%に迫りました。

世界の株式市場は、現地通貨ベースで辛うじてプラスのリターンを維持したスイス市場を除き、全面安の展開となりました。中国の影響に左右されやすい市場、とりわけ新興国と日本は、予想通り大幅な下げを余儀なくされました。英国市場も、政局の混乱が懸念され、大幅安となりました。業種セクター別では、エネルギー、金融の両セクターが最も大きく売られ、月間騰落率は、それぞれ、-6%及び-5%となりました。

株式市場の下落とは対照的に、債券市場は堅調な展開となりました。その結果、先進国のソブリン債市場では、マイナス利回り で取引される債券が増え、その規模は 17 兆米ドル程度となりました。

米国国債市場は 3%強の上昇となりました。FRB への追加利下げ期待に加え、主要先進国のソブリン債の中で、プラスの名目利回りを提供し続ける数少ない債券の一つであることが価格を押し上げました。

投資家は、十数年ぶりで過去最高の月間上昇率を記録した米国社債市場に資金を投じたことから、投資適格社債の月間騰落率は 3%、年初来騰落率は+14%に迫りました。

一方、ブルームバーグによれば、新興国通貨が対ドルで大幅に下落したことから、現地通貨建て新興国債券は大幅安となりました。アルゼンチン危機を受けてペソが暴落し、中国人民元は、月間では 1994 年以来 25 年ぶりの下落率を記録しました。

※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8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	26,403	26,864	23,327	-1.7%	+13.2%
(米)ナスダック総合指数	7,963	8,175	6,635	-2.6%	+20.0%
(日)TOPIX	1,512	1,565	1,494	-3.4%	+1.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,294	3,484	3,210	-5.4%	+2.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,427	3,467	3,001	-1.2%	+14.2%
(英)FTSE100指数	7,207	7,587	6,728	-5.0%	+7.1%
(中国)上海総合指数	2,886	2,933	2,494	-1.6%	+15.7%
(香港)ハンセン指数	25,725	27,778	25,846	-7.4%	-0.5%
(ブラジル)ボベスバ指数	101,135	101,812	87,887	-0.7%	+15.1%
(インド)SENSEX30指数	37,333	37,481	36,068	-0.4%	+3.5%
(ロシア)RTS指数\$	1,293	1,360	1,066	-4.9%	+21.3%
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	106.46	108.64	111.00	-2.0%	-4.1%
ユーロ	117.63	121.19	127.00	-2.9%	-7.4%
英ポンド	129.68	131.97	140.46	-1.7%	-7.7%
スイスフラン	107.87	109.73	112.55	-1.7%	-4.2%
豪ドル	71.58	74.59	78.18	-4.0%	-8.4%
加ドル	80.11	82.67	81.52	-3.1%	-1.7%
中国元*	14.86	15.77	15.98	-5.8%	-7.0%
ブラジルリアル*	25.69	28.86	28.31	-11.0%	-9.3%
インドルピー	1.50	1.59	1.59	-5.7%	-5.7%
ロシアルーブル	1.60	1.71	1.60	-6.4%	±0%
タイバーツ	3.48	3.53	3.41	-1.4%	+2.1%
南アフリカランド	6.95	7.64	7.66	-9.0%	-9.3%

(※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	1.51%	2.01%	2.69%	-0.50%	-1.18%
日10年国債利回り	-0.28%	-0.16%	0.00%	-0.12%	-0.28%
独10年国債利回り	-0.71%	-0.48%	0.25%	-0.23%	-0.95%
豪10年国債利回り	0.89%	1.20%	2.32%	-0.31%	-1.43%
米政策金利(FFレート)	2.25%	2.25%	2.50%	±0%	-0.25%
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)	55.07	58.53	45.15	-5.9%	+22.0%
金(1オンス、ドル)	1,529.31	1,427.68	1,281.34	+7.1%	+19.4%

※ 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。