

Barometer

2019年
12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

先行きが期待される新興国市場



■グローバル資産クラス

各国の中央銀行による金融政策により、世界経済の急速な減速は回避されていますが、このような状況は世界経済の危機的局面からの脱却を意味するわけではありません。物価の上昇と企業債務の増大が、貿易戦争の打撃を被り資金不足に陥った企業に対する支援を迫られる政府のジレンマとなっています。従って、投資家が金融市場の中で割高感が最も強い資産クラスを回避するのは理に適うと考えます。このため株式のニュートラル、債券のアンダーウェイトを継続します。

■株式：地域別・スタイル別

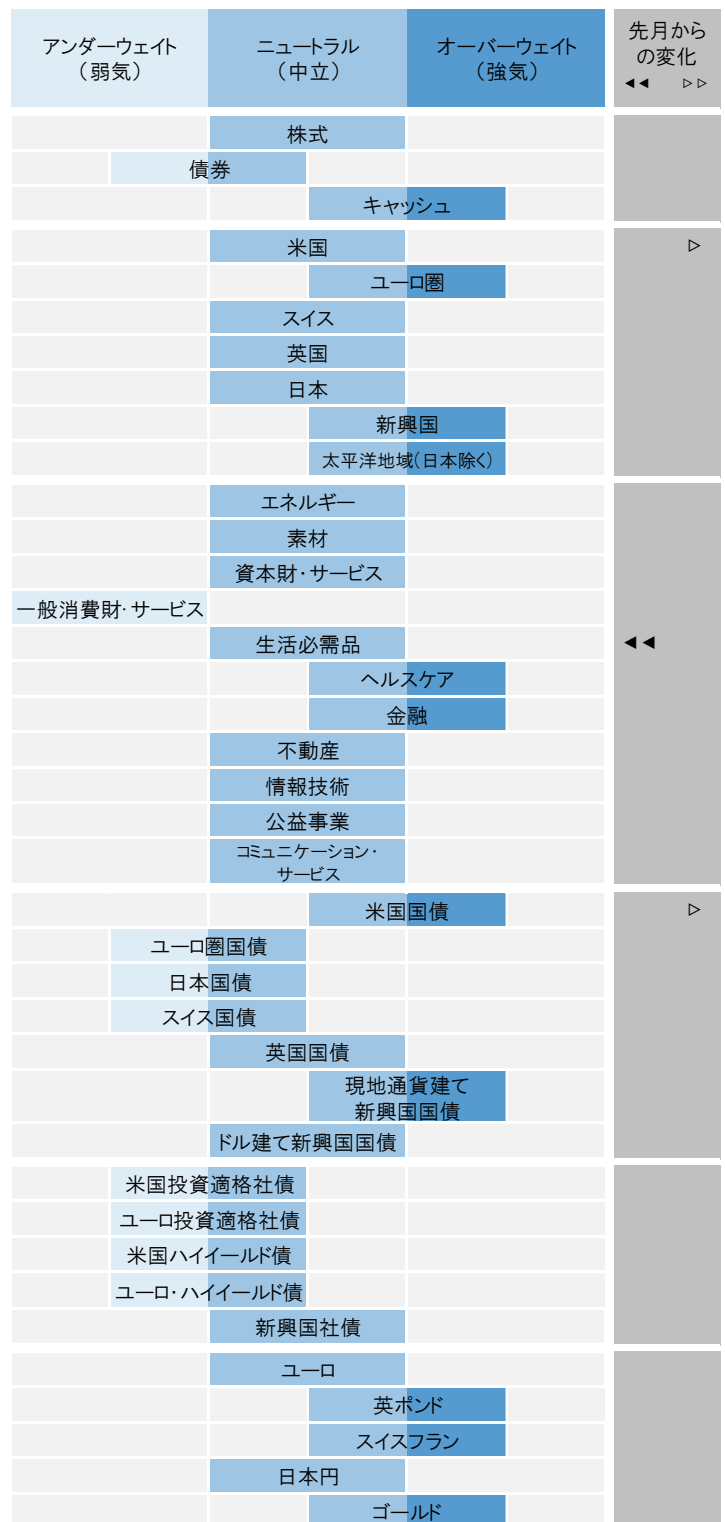
地域別では、新興国市場が最も高い成長期待を提供しており、オーバーウェイトを継続します。米国株式は、ピクテの米国景気先行指数が1年ぶりの水準に改善していることを踏まえ、アンダーウェイトを解消しました。

■株式：セクター別

セクター別では、相対的に割高な生活必需品セクターをフルオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。割安な金融セクターとヘルスケア・セクターは引き続きオーバーウェイトを維持します。

■債券

米中貿易協議の進展は米ドルに対する新興国通貨の増価を促すことから、現地通貨建て新興国債券のオーバーウェイトを継続します。一方、世界貿易を巡る状況が突然悪化する可能性は無視出来ないことから、米国国債をオーバーウェイトに引き上げることで「保険」をかけることとしました。



Barometer



資産配分

景気減速との闘い

金融政策を策定する各国の中央銀行は、これまでのところ、世界経済の急速な減速の回避に成功しています。米連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が金融緩和を再開する中、一部の新興国は財政刺激策を導入しており、ユーロ圏と日本も財政支出拡大の動きに追随する公算が高いと思われます。

もともと、このような状況は世界経済の危機的局面からの脱却を意味するわけではありません。グローバル経済の挺入れに欠けているのは中国の動向です。物価の上昇と企業債務の増大が、貿易戦争の打撃を被り資金不足に陥った企業に対する支援を迫られる政府のジレンマとなっています。

従って、投資家が金融市場の中で割高感が最も強い資産クラスを回避するのは理に適うと考えます。ピクテでは、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)およびキャッシュのオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を維持します。債券は引き続きアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)としますが、割高感が強く、目先数カ月は上値が限定される欧州債券は特に投資妙味に欠けると考えます。

ピクテの景気循環指標は、世界経済を取り巻く状況の緩やかな改善を示唆しています。

ピクテの世界景気先行指数(前3ヵ月比)は、主に新興国の景気回復が加速度を増す状況を背景に、3ヵ月連続で上昇し、1年ぶりの水準を回復しています。

世界の金融当局が一段と積極的な景気浮揚策を講じつつある時期にこのような状況が確認されることは、先行きを期待させます。利下げを実施した中央銀行は、金融危機時以来、初めて、全体のほぼ40%(ネットベース)に達していま

す。もともと、2020年の世界のGDP(国内総生産)成長率は前年比+2.7%と、潜在成長率、2019年の成長率の双方を下回ることが予想されます。

ピクテの流動性分析は、中央銀行の金融刺激が、主にFRB、ECB両行の金融緩和再開を受け、2020年上期のGDPの2%程度に相当することを示唆しています。

一方、中国は景気対策を殆ど行っていません。

これは、中国政府が難局にあるからです。経済成長はほぼ30年ぶりの低水準に減速し、(アフリカ豚コレラ蔓延に因る)豚肉価格の上昇が足元の物価上昇率を約8年ぶりの水準に押し上げています。

ピクテのバリュエーション指標は、グローバル株式が割高でも割安でもないことを示唆しています。とはいえ、特定の地域市場や業種セクターには投資の好機が見出せるはずで、ピクテでは、企業利益の伸びの加速が期待されるユーロ圏市場と新興国市場を選好しています。また、ヘルスケア・セクターと金融セクターに投資妙味があると見ています。

テクニカル指標は概ね変わらず、株式市場のニュートラルを支持する一方で、新興国資産、特に、新興国株式と現地通貨建て新興国債券に強気のシグナルを発しています。

地域別・セクター別の株式市場

新興国株式の優勢

年初は割安な水準に留まっていたグローバル株式は、適正水準で2019年末を迎えることとなりそうです。MSCI全世界株価指数の株価収益率(PER)は年初の13倍から15.6倍に上昇しています。

世界経済の減速には歯止めがかかったように思われますが、ピクテの景気先行指数は、景気の底入れは数ヵ月先に

Barometer



なることを示唆しています。このような状況下、グローバル株式はニュートラルを維持しつつ、景況の安定局面の到来に備えて、地域市場や業種セクターの組入れを調整しました。

業種セクターでは、生活必需品セクターをフルオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。当セクターは、(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ・セクターで、相対的に割高な水準にあり、景気の小幅の改善局面では、景気敏感株に出遅れる傾向が見られます。また、過去2年間で債務が急増していることが懸念されます。

ピクテのバリュエーション・モデルで測定すると全セクター中2番目に割安な金融セクターとヘルスケア・セクターは、引き続きオーバーウェイトを維持します。ヘルスケア・セクターはディフェンシブ・セクターであり、消費者のライフスタイルに見合った製品に対する需要増大の恩恵を享受しています。

地域市場では、新興国市場が最も高い成長期待を提供しており、オーバーウェイトの投資評価を支持しています。バリュエーションは妥当な水準に留まりますが、域内市場間には大きな格差が生じていることには注意が必要です。ブラジル、台湾、インドの株式は割高感が強いのにに対し、ポーランド、トルコ、チリの株式は、バリュエーションで最も魅力的です。

新興国市場には、足元数週間で過去最高水準の資金が流入しており、投資家が新興国株式市場に内在する投資の好機に気付き始めたことが示唆されます。新興国株式と同じくオーバーウェイトを維持するユーロ圏株式も同様の状況です。

米国株式は、ピクテの米国景気先行指数が1年ぶりの水準に改善していることを踏まえ、アンダーウェイトを解消しました。米国の「地区連銀経済報告(ベージュブック)」は、製造業活動と鉱工業生産が底入れしたとのピクテの見方を支持するものとなりましたが、2018年から2019年にかけての製造業のリセッションの時期を特定するには追加のデータが必要です。米国株式をニュートラルとしたのは、ピクテのバリュエーション・モデルで測定すると米国が最も割高な市場であ

る状況は変わらず、現時点での強気転換は正当化されないと判断したからです。

債券・為替

現地通貨建て新興国債券の選好

現地通貨建て新興国債券の先行きは明るさを増しています。世界の製造業活動が安定化の兆しを見せ、米中貿易協議に進展が見られるためです。このような状況は、米ドルに対する新興国通貨の増価を促し、現地通貨建て新興国債券のリターンを押し上げるはずで、また、新興国の中央銀行は、世界経済の基盤が安定性を増したとしても、現状、リスクを一切取らない公算が高いと考えます。域内では金融緩和が維持されることとなり、新興国債券の5%を超える利回りは、引き続き、投資妙味が高いと考えます。

とはいえ、新興国資産に対するピクテの楽観的な見方は、(現状に満足し、安心しきった)慢心の状況を意味するわけではありません。

景況が改善しつつあるとしても、世界貿易を巡る状況が突然悪化する可能性は無視出来ません。従って、米国の長期国債をオーバーウェイトとすることで、新興国資産に「保険」をかけることとしました。米国国債には、ユーロ圏あるいは日本の国債等の安全資産と比べて、価格面での魅力があると考えます。10年国債利回りを比較すると、米国国債の1.79%に対し、ドイツ国債は-0.35%とマイナス圏に沈んでいるからです。同様の理由で、金のオーバーウェイトも維持します。

米国国債以外の先進国の投資適格債ならびに非投資適格債は、いずれも、アンダーウェイトを維持します。

Barometer



グローバル市場概況

米国市場、史上最高値を更新

11月の市場では、米中貿易協議の部分合意や中央銀行の金融緩和が景気を浮揚させるとの期待が投資家のリスク選好を促しました。

株式が上昇し、米国市場では主要指数の史上最高値更新が続いた一方で、ソブリン債や金等の安全資産は低調でした。

グローバル株式は月間3%弱の上昇となり、株式アナリストが世界全域で企業利益の下方修正を行う中、年初来リターンは20%を上回りました。地域別市場は総じて好調で、月間3%台半ばの上昇を記録した米国市場が他市場をけん引しました。最も上昇が際立ったのはスイス市場で、ディフェンシブ(景気の変動に左右されにくい)な市場との定評にもかかわらず、現地通貨ベースで30%弱の上昇となりました。新興国市場は、出遅れました。

業種セクターでは、景気敏感セクターが市場をアウトパフォーマンスしました。けん引役となった情報技術セクターは、月間で5%弱、年初来で40%強の上昇となりました。一方、エネルギー・セクターは出遅れ感が際立ち、年初来で8%の上昇に留まりました。

投資家のリスク選好を映した資金の一部が社債市場に流入し、米国、欧州の双方でハイイールド債が買われましたが、割高感が既に際立っていた欧州の投資適格債は小幅の下落となりました。

ソブリン債も苦戦を強いられました。先進国と新興国の国債は、スイス国債を除き、現地通貨ベースで小幅の下落となりました。現地通貨建て新興国債券は特に軟調で、月間1.8%の下落となりました。

通貨では、米ドルの独歩高となりました。例外は人民元で、

米中の貿易協議を巡る楽観的な観測が若干強まったことが好感されました。

金は月間3%を超える下落となりました。

※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11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	28,051	27,046	23,327	+3.7%	+20.3%
(米)ナスダック総合指数	8,665	8,292	6,635	+4.5%	+30.6%
(日)TOPIX	1,699	1,667	1,494	+1.9%	+13.7%
(日)日経ジャスダック平均	3,665	3,511	3,210	+4.4%	+14.2%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,704	3,604	3,001	+2.8%	+23.4%
(英)FTSE100指数	7,347	7,248	6,728	+1.4%	+9.2%
(中国)上海総合指数	2,872	2,929	2,494	-1.9%	+15.2%
(香港)ハンセン指数	26,346	26,907	25,846	-2.1%	+1.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	108,233	107,220	87,887	+0.9%	+23.2%
(インド)SENSEX30指数	40,794	40,129	36,068	+1.7%	+13.1%
(ロシア)RTS指数\$	1,438	1,423	1,066	+1.1%	+34.9%

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	109.56	108.88	111.00	+0.6%	-1.3%
ユーロ	120.59	121.46	127.00	-0.7%	-5.0%
英ポンド	141.45	140.57	140.46	+0.6%	+0.7%
スイスフラン	109.68	110.18	112.55	-0.5%	-2.5%
豪ドル	74.14	75.28	78.18	-1.5%	-5.2%
加ドル	82.45	82.65	81.52	-0.2%	+1.1%
中国元 [※]	15.59	15.37	15.98	+1.4%	-2.5%
ブラジルレアル [※]	25.90	26.93	28.31	-3.8%	-8.5%
インドルピー	1.54	1.55	1.59	-0.6%	-3.1%
ロシアルーブル	1.71	1.71	1.60	±0%	+6.9%
タイバーツ	3.63	3.60	3.41	+0.8%	+6.5%
南アフリカランド	7.43	7.27	7.66	+2.2%	-3.0%

(※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	1.79%	1.69%	2.69%	+0.10%	-0.90%
日10年国債利回り	-0.08%	-0.14%	0.00%	+0.06%	-0.08%
独10年国債利回り	-0.35%	-0.40%	0.25%	+0.05%	-0.60%
豪10年国債利回り	1.04%	1.16%	2.32%	-0.12%	-1.28%
米政策金利(FFレート)	1.75%	1.75%	2.50%	±0%	-0.75%
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)	58.12	54.02	45.15	+7.6%	+28.7%
金(1オンス、ドル)	1,461.54	1,510.23	1,281.34	-3.2%	+14.1%

※ 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ビ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

●当資料はビ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保護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。