

Barometer

2020年
1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

浮かれ過ぎないことが肝心



■グローバル資産クラス

年初から中東懸念が台頭してはいるものの、米・中の貿易交渉が進展し、英国を覆っていた不透明感が晴れて、投資家の楽観的な姿勢を支えています。とはいえ、完全解決からは程遠い状況にあるうえ、年初の金融市場にはボラティリティが大きく上昇する傾向があることに加え、流動性が逼迫する状況も続いています。従って、株式のニュートラル、キャッシュのオーバーウェイト、債券のアンダーウェイトを維持します。

■株式:地域別・スタイル別

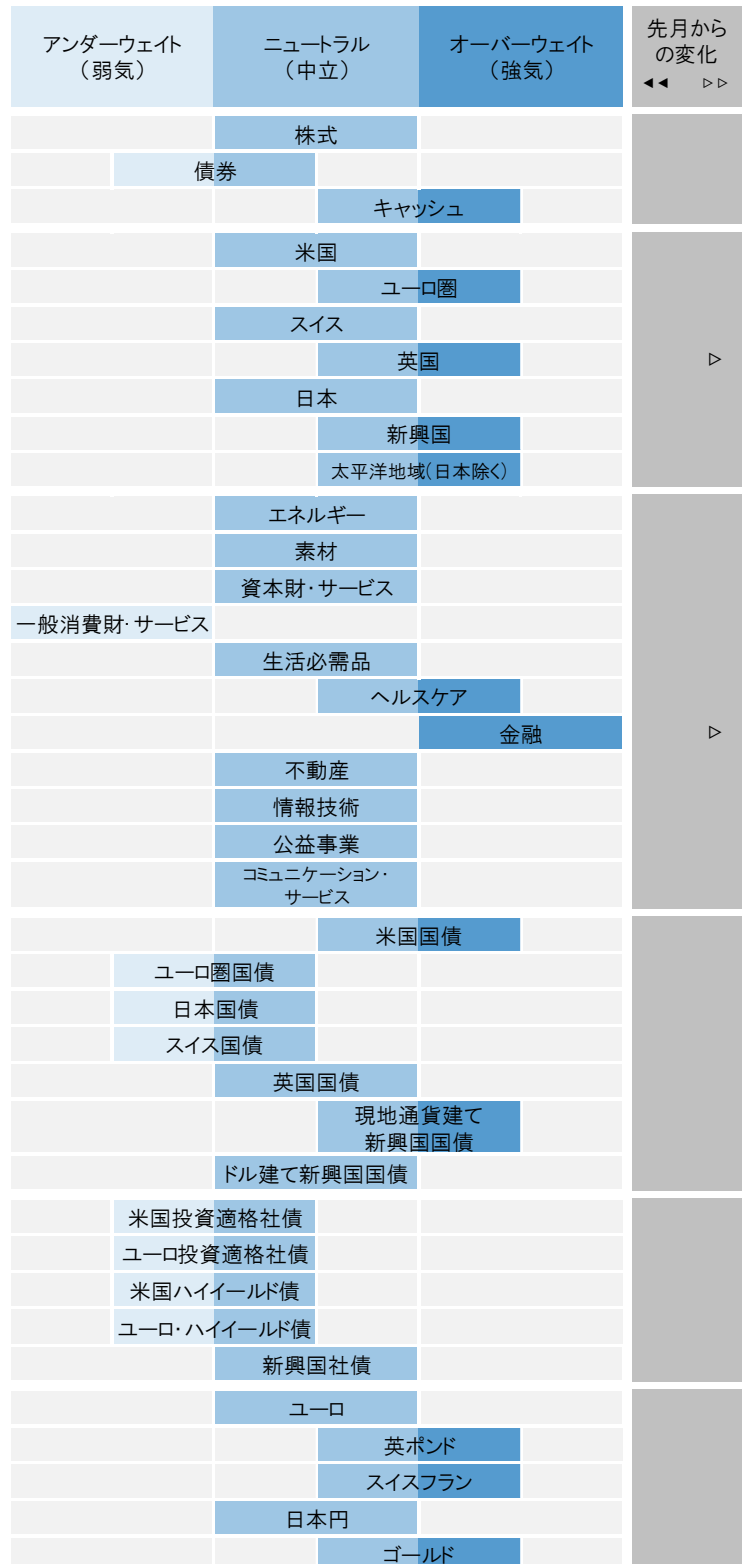
地域別では、新興国のオーバーウェイトを維持し、英国株式をオーバーウェイトへ引き上げます。米・中両国は貿易交渉の部分合意に達し、英国総選挙でのジョンソン首相の圧勝が、ブレグジットを巡る議会の行き詰まり打開を期待させます。前者は特に新興国にとっての、後者は英国株式にとっての好材料となるためです。

■株式:セクター別

セクター別では、相対的に割安な金融セクターをフル・オーバーウェイトに引き上げます。また、景気変動の影響を受け難いヘルスケアを引き続きオーバーウェイトとします。

■債券

債券セクターを総じてアンダーウェイトとする一方で、新興国の消費者物価の沈静化、先進国債券を大きく上回る新興国債券の実質利回り、新興国通貨が対ドルで割安なことなどから、新興国債券には強気の見方を維持します。先進国の社債については国債との利回り格差が極めてタイトなことから弱気を継続します。



Barometer



資産配分

慎重な姿勢が優勢

2020年年初の投資環境には、昨年末に見られた投資家の楽観的な姿勢を支持する根拠が散見されます。中東をめぐる地政学リスクが台頭してはいるものの、米・中の貿易交渉が進展し、英国を覆っていた不透明感が晴れて、世界経済が安定しつつあるからです。

とはいえ、リスクが払拭されたわけではありません。米・中の貿易交渉にしても英国のEU(欧州連合)離脱(ブレグジット)にしても、完全解決からは程遠い状況にあるうえ、世界経済が説得力ある改善を見せているわけでもないからです。また、年初の金融市場にはボラティリティが大きく上昇する傾向があることに加え、流動性が逼迫する状況も続いています。従って、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)、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)、債券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。

個別の資産クラスでは、株式、債券ともに新興国を選好します。ピクテの景気循環モデルはこうした投資評価を支持し、新興国の経済成長が先進国を上回る状況が続くことを示唆しています。

ピクテの世界景気先行指数についても、新興国指数が先進国指数よりも上昇しており、製造業活動の水準も新興国が先進国を上回ります。中国は、これまでのように新興国の経済成長をけん引しているとは言えないかもしれませんが、中国政府は、2年間の景気刺激策が実体経済に行き渡り、事業環境の安定化に成功したとして、国内経済がさほど低迷しているわけではないことを保証しています。

新興国以外では、輸出受注が増加に転じたドイツ経済に景気回復の初期の兆しが見られるのに対し、米国経済は強弱交錯の状況で、個人部門が堅調な一方、貿易摩擦や大

統領選の行方を懸念する企業部門については慎重な姿勢を崩していません。

米連邦準備制度理事会(FRB)と民間セクターによって供給された流動性は、潤沢ではあっても、米国企業に設備投資の積み増しを促すには十分といえず、こうした状況が、近い将来に変わる公算は小さいと思われます。

株式のオーバーウェイトへの引き上げを不可とする判断は、グローバル株式が若干ながら割高感を示しつつあることを示唆するピクテのバリュエーション・モデルからも裏付けられます。MSCI全世界株価指数の2019年の株価収益率(PER)は、年初の13倍台から年末には16倍台に上昇しています。もっとも、絶対ベースでも相対ベースでも割高感が極めて強い債券に比べると、株式は依然として魅力的です。

地域市場の中で最も割安感が強いのは英国です。昨年12月の総選挙における保守党の圧勝を受け、他市場とのバリュエーション格差は縮小に転じ始める可能性があると考えます。

テクニカル指標は、投資家の英国株式のポジションが軽いことが、一段の上昇相場を期待させる理由になることを示唆しています。一方、グローバル株式については、注目している指標によると、投資家はより慎重な姿勢で投資に臨むべきであることが示唆されています。ヒストリカル・ボラティリティが超低水準から上昇しているため、市場の変動に備えて保険を掛けるためのオプション購入のコストが上昇しています。

地域別・セクター別の株式市場

英国市場に強気

政治的な緊張は、薄れつつあるように思われます。米・中両国は貿易交渉の部分合意に達し、英国総選挙でのジョンソン首相の圧勝が、ブレグジットを巡る議会の行き詰まり打開

Barometer



を期待させます。前者は特に新興国にとっての、後者は英国株式にとっての好材料です。このような状況が、新興国のオーバーウェイトの維持と、英国株式のオーバーウェイトへの引き上げの理由です。

2019年末のグローバル株式市場の上げ相場を英国市場が牽引したのは、経済規模世界第5位の英国が、景気浮揚を図って財政を拡張する日本、韓国、インド等が続くだろうとの楽観論が浮上したからです。

ピクテは、英国市場のアウトパフォーマンスが続くと見えます。世界の投資家は英国株式をアンダーウェイトとしているため、政治的緊張が弱まるにつれて、組み入れの引き上げに転じることが予想されるからです。また、英国企業は海外企業の買収対象として注目される可能性があると考えます。

英国株式はPERが14倍に留まり、ピクテのモデルで測定すると、世界で最も魅力的な株式の一つです。また、配当利回りは4%台と、MSCI全世界株価指数の2倍です。

英国株価指数の業種セクター構成が意味するのは、(相対的に割安な銀行セクターや、景気変動の影響を受け難い医薬品等の優良ディフェンシブ銘柄など、)ピクテがグローバル・レベルで選好するセクターへの相対的に高い組み入れが可能になるということです。

英国以外で魅力的だと考える唯一の市場が新興国です。新興国の経済成長見通しは引き続き先進国を上回ります。また、域内のインフレ圧力は落ち着いており、多くの国で過去20年平均を下回ります。更に、新興国企業は、ドル安の進行と、中国の金融、財政両面の景気刺激策から恩恵を享受することが期待されます。

債券・為替

新興国資産の魅力は数倍に拡大

債券セクターの大半は、尋常とは言えないほど割高に思われるかもしれませんが、新興国債券には価値が認められます。従って、債券セクターを総じてアンダーウェイトとする一方で、新興国債券には強気の見方を維持します。

こうした投資評価の根底にあるのは複数の要因です。1つ目の要因は、新興国の消費者物価が沈静化していることです。実際に、新興国と先進国のインフレ格差は何年間に縮小基調を辿っており、域内各国の中央銀行が、この先、追加緩和を行うことを可能にしています。

新興国政府には、インフレ急騰の可能性を減じるために、慎重な財政政策を講じる傾向が見られます。2つ目の要因は、新興国債券の実質利回りが先進国債券を300ベースポイント(3%)近く上回り、一段の価格上昇余地を示唆していることです。両債券の利回り格差の長期平均は150~200ベースポイント(1.5~2%)です。3つ目の要因は、新興国通貨がドルに対して割安な水準に留まっている(ように思われる)ことです。ピクテでは、2020年中のドル安の進行を予想しており、特に現地通貨建て新興国債券の押し上げ要因になると考えます。

ピクテは、メキシコとロシアの債券を特に選好しています。両国ともに経済成長が加速し、プライマリーバランスが黒字であり、対GDP(国内総生産)比の財政赤字は世界で最も低い水準に留まります。また、インフレ率が4%を割り込み、政策金利は7%前後です。その他の市場では、軟調な経済指標を受けて中国の利下げ観測が浮上しており、旧正月前の実施の公算が大きいと思われれます。

社債市場については弱気の見方を変えていません。国債との利回り格差(スプレッド)が極めてタイトな状況は、想定外の市場の下落に対するクッションが投資家には殆どないこと

Barometer



を意味します。例えば、貿易を巡る緊張が再び高まるといった状況が発生するならば、債務不履行(デフォルト)率の上昇も十分あり得ます。一方、供給が制約された状況での力強い経済成長がインフレ圧力を引き起こす可能性も排除できず、その結果、債券市場が急落する状況も考えられます。

通貨市場では、引き続き英ポンドを選好します。英ポンドは夏場の安値水準から幾分回復したとはいえ、国内経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)に比べて割安な水準に留まります。投資家の投資不足の状況も変わりません。英国とEUとの交渉に少しでも進展が見られた場合には、こうした要因の全てが、ポンドの急騰をもたらす可能性があることを意味します。

グローバル市場概況

2019年は株式市場の当たり年

12月のグローバル株式は前月に続いて上昇し、2019年を株式市場の当たり年としました。また、年初来リターンは、ほぼ27%と過去10年の最高を記録しました。

英国の総選挙で保守党が下院の過半数を獲得して圧勝し、ブレグジットを巡る不透明感が若干和らいだことや、米・中の貿易交渉に進展の兆しが見られたことが、月中の投資家心理を改善しました。

業種セクターでは、情報技術セクターが月間リターン、年初来リターンともに好調でした。売上高等のファンダメンタルズが弱含んだにも関わらず、「テクノロジーは高い長期成長の可能性を秘めている」との投資家の見方が反映されました。

エネルギー・セクターも月間リターンが4%程度と好調でした。石油輸出国機構(OPEC)とOPEC非加盟の主要産油10カ国からなる「OPECプラス」が日量50万バレルの追加減産に合意したことを受け、原油価格が上昇したためです。

地域市場で最も上昇したのは新興国で、ブラジルは過去最高値を更新しました。米国市場も前年同様に高いリターンを上げ、S&P500種株価指数の年間リターンは32%に迫りました。

12月のグローバル債券は小幅の下落となり、年間リターンは6.0%に低下しました。先進国ソブリン債券の月間リターンがマイナスとなった一方で、高利回りの新興国債券と社債が買われました。

通貨では、米ドルが売られ、月間リターンは通貨バスケットに対して1.9%のマイナスとなりました。一方、メキシコペソ、ブラジルリアル、ロシアルーブル、南アランドはいずれも堅調でした。英国ポンドも好調で、対ドルの月間リターンは2%超となりました。総選挙の結果が政局の不透明感を減じるとの見方が強まりました。一方、トルコリラは、シリアを巡って米政権との関係が緊張したことや、経済制裁の可能性が嫌気され、大幅下落となりました。

※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12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	28,538	28,051	23,327	+1.7%	+22.3%
(米)ナスダック総合指数	8,973	8,665	6,635	+3.5%	+35.2%
(日)TOPIX	1,721	1,699	1,494	+1.3%	+15.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,838	3,665	3,210	+4.7%	+19.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,745	3,704	3,001	+1.1%	+24.8%
(英)FTSE100指数	7,542	7,347	6,728	+2.7%	+12.1%
(中国)上海総合指数	3,050	2,872	2,494	+6.2%	+22.3%
(香港)ハンセン指数	28,190	26,346	25,846	+7.0%	+9.1%
(ブラジル)ボベスバ指数	115,645	108,233	87,887	+6.8%	+31.6%
(インド)SENSEX30指数	41,254	40,794	36,068	+1.1%	+14.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,549	1,438	1,066	+7.7%	+45.3%
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	109.56	109.56	111.00	±0%	-1.3%
ユーロ	122.54	120.59	127.00	+1.6%	-3.5%
英ポンド	143.48	141.45	140.46	+1.4%	+2.2%
スイスフラン	112.40	109.68	112.55	+2.5%	-0.1%
豪ドル	76.52	74.14	78.18	+3.2%	-2.1%
加ドル	83.79	82.45	81.52	+1.6%	+2.8%
中国元*	15.60	15.59	15.98	+0.1%	-2.4%
ブラジルレアル*	27.02	25.90	28.31	+4.3%	-4.6%
インドルピー	1.54	1.54	1.59	±0%	-3.1%
ロシアルーブル	1.77	1.71	1.60	+3.5%	+10.6%
タイバーツ	3.63	3.63	3.41	±0%	+6.5%
南アフリカランド	7.84	7.43	7.66	+5.5%	+2.3%
(※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	1.92%	1.79%	2.69%	+0.13%	-0.77%
日10年国債利回り	-0.02%	-0.08%	0.00%	+0.06%	-0.02%
独10年国債利回り	-0.19%	-0.35%	0.25%	+0.17%	-0.43%
豪10年国債利回り	1.39%	1.04%	2.32%	+0.35%	-0.93%
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)	61.14	58.12	45.15	+5.2%	+35.4%
金(1オンス、ドル)	1,520.50	1,461.54	1,281.34	+4.0%	+18.7%

※ 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。