

Barometer

2020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

結局、V字回復となるか？



■グローバル資産クラス

V字型の景気回復が実現する可能性が一段と増しているように思われる一方、金融市場を下支えしてきた米国の流動性供給のペースは鈍化しています。また、11月の米大統領選を巡る政治リスク、新型コロナウイルスの強烈な第2波到来の可能性、安倍首相の辞任後の政策変更の可能性など先行き不透明感が高まっています。以上から、株式、債券ともにニュートラルを維持します。

■株式：地域別・スタイル別

地域別では、新興国株式は大方の先進国株式を上回るリターンが見込まれる好位置に付けていると考え、オーバーウェイトに上方修正しました。一方、英国株式は、英国の4-6月期の実質GDP成長率が史上最大に落ち込むなか、株価指数の構成が、個人消費関連銘柄等に偏っているためアンダーウェイトに下方修正しました。

■株式：セクター別

セクター別では、個人消費の回復やそれに伴う生産活動や設備投資の回復期待から、一般消費財・サービスをオーバーウェイトに、資本財サービスをニュートラルに上方修正しました。一方、投資家が強い景気回復を市場に織り込み始めたため、景気変動に左右されにくい特性により出遅れ感が目立つ公益セクターはアンダーウェイトに下方修正しました。また、割高な水準に達したコミュニケーション・サービスは強気の姿勢を変更しました。

■債券

債券セクターを総じてニュートラルとする一方、スプレッドの一段の縮小余地が残されているとみて米国投資適格債のオーバーウェイトを維持します。

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

景気回復の継続にもかかわらず、 コロナウイルスの脅威は拭えず

V字型の景気回復が実現する可能性が一段と増しているように思われます。一部の地域では、回復に力強さが見られないことは確かですが、一方、経済を取り巻く状況が新型コロナウイルス発生前の水準を回復した地域も散見されます。とりわけ、7月の工業利益が前年同月比約20%の増加を記録した中国経済の堅調さが際立ちます。

一方、金融政策の見直しを行ってきた米連邦準備制度理事会(FRB)は、市場参加者の一部が期待していた抜本的な見直しを行うには至らなかったものの、従来よりも遥かに緩和的な政策を堅持する意向を明確に示しました。

市場は、これを好感しました。足元の数カ月にわたって全面高の様相を呈した後、米国の主要株価指数は過去最高値を更新していますが、今後は、上昇余地が限定され、地域市場間の格差が広がっていくと考えます。

各国政府、とりわけ、米国政府は追加の財政刺激策を講じる可能性があります。流動性供給のペースは鈍化しています。また、11月の米大統領選を巡る政治リスクが懸念されます。それどころか、新型コロナウイルスは収束したわけではありません。強烈な第2波到来の可能性があるばかりか、ワクチンの完成時期も定かではないからです。一方、日本では、連続在任日数が歴代最長記録を更新した安倍首相が辞任の意向を表明しました。地政学を巡る不透明感が浮上していることに加え、世界3位の経済大国が政策を変更する可能性も考えられます。

以上から、全ての資産クラスについて、ニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。一方、株式資産クラスでは、景気敏感セクターを選好します。

ピクテの景気循環指標は、足元の景気回復が、2020年の

景気見通しの上方修正を正当化するのに十分な強さを示しつつあることを示唆しています。ピクテのエコノミスト・チームは、2020年の世界のGDP(国内総生産)成長率予想を、従来の-4.2%から-4.0%に上方修正していますが、2021年については、+6.4%から+6.1%に下方修正しています。

米国では、小売売上高が、史上最悪の景気後退局面(リセッション)入り後、史上最強かつ最速の回復を遂げ、リセッション前の最高水準を回復しています。過去の景気循環を振り返ると、殆どの場合、完全回復には3年以上を要しており、今回のように、僅か3ヵ月強での回復は異例です。この間、ユーロ圏の小売売上高も長期トレンドを回復しています。

一方、実質ベースの経済指標がコロナ前の水準を回復しているのは中国だけで、その他の国では、コロナ前の水準を10~20%下回っていることには留意が必要です。

需要が底堅く推移する一方で供給が需要に追いつかない場合にはインフレ・リスクも考えられますが、そのような状況は、2021年下期までは起こらないと考えます。

世界の潤沢な流動性が経済を支える状況が続いており、新規の流動性はGDPの約25%超に達していますが、流動性の伸びがピークを付けたことを示す明確な証拠が散見されません。また、この間、銀行は融資基準を厳格化しています。中国では、中国人民銀行(中央銀行、PBOC)が金融政策を中立に戻しており、国内の信用の伸びも鈍化しています。

流動性を巡るリスクとして挙げられるのは、米国財務省がFRBの口座に保有するキャッシュ残高が減少する可能性です。

ピクテのセンチメント(テクニカル)指標は、強弱交錯の状況を示唆しています。株式オプションのプット・コール・レシオ(倍率)は市場の慢心を示唆しており、一方、ピクテの各種指標は、ヘッジファンドが大型株を中心としたごく一部の株式に集中して資金を投じる状況を示しています。これに対し、個人投資家は株式に慎重な姿勢を維持しているように思われ、投資家サーベイからは弱気心理の継続が示唆されます。ま

Barometer



た、機関投資家の株式投資は過去のトレンドを下回っています。「大量の待機資金」が積み上がっており、その一部が、いずれも割高感のある債券やクレジットに流入しています。

ピクテのバリュエーション指標は、S&P500種株価指数の50%の上昇の後、株価に割高感が見られる状況を示唆しています。ピクテのモデルは、同指数が6ヵ月移動平均を2標準偏差上回り、12年ぶりの割高水準にあることを示しています。株式のバリュエーションには、もはや債券との比較でも割安感は見られません。もっとも、市場がバブルの領域に達したとは見ていません。年初来100ベースポイント(1.0%)低下した債券利回りが足元の水準に留まるとしたら、足元のバリュエーション水準の影響が20%減益の影響を相殺することになるからです。ピクテのバリュエーション・スコアは、1月時点のネガティブから3月に極めて強気に転じていましたが、再び、ネガティブに戻っています。

地域別・セクター別の株式市場

新興国は先行き良好

世界の中銀各々は、ここ数週間のうちに流動性の供給量を減らした可能性があります。これまでに供給された流動性が、S&P500種株価指数の50%の上昇後も市場の安定化を助け、少なくとも市場の調整リスクを低減すると考えます。

新興国株式は、大方の先進国株式を上回るリターンが見込まれる好位置に付けていると考え、オーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に上方修正しました。

新興国は、中国をけん引役として、先進国よりも力強い景気回復の初期段階にあると考えますが、こうした状況は未だ市場に織り込まれていません。域内の製造業購買担当者景気指数(PMI)は、50を上回る景気拡大局面に戻っており、鉱工業生産もコロナ前の水準を回復しています。

中国は、V字回復局面のさなかにあり、4-6月期の実質GDP成長率は前期比+12%と、1-3月期の同-10%からプラス成長に転じています。GDP統計からは、設備投資の改善も示唆されます。

新興国は、輸出セクターを中心に、事前予想を上回る強い回復力を示してきました。域内の輸出の伸び率は-5%と、リセッション時の-12%から改善し、先進国の-14%を大きく上回っています。また、ドル安(新興国通貨高)は、新興国のドル建て債券の利払いコストの削減にもつながります。

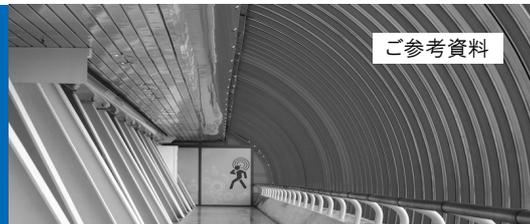
一方、英国株式はアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)に下方修正しました。4-6月期の実質GDP成長率が前期比-20%と、過去との比較でも先進国との比較でも、史上最大の落ち込みを記録する中、株価指数の構成が、サービス、(ホテルやレストラン等の)ホスピタリティ、個人消費関連銘柄等に偏っているためです。

割高感の際立つ米国はニュートラルを維持し、ユーロ圏を選好します。金融緩和ならびに財政拡大の協調政策を背景に、域内経済の先行きが改善しているからです。例えば、ユーロ圏小売売上高は、底値水準から27%上昇して長期トレンドを回復し、個人向け銀行融資は過去10年で最も強い伸びを示しています。この間、ドイツの企業心理は4ヵ月連続の改善を見せています。

業種別では、一般消費財サービス・セクターの先行きが明るいと見て、バリュエーションには割高感が見られるものの、オーバーウェイトに上方修正しました。世界の小売売上高は、都市封鎖(ロックダウン)解除を受けて回復基調です。また、資本財セクターをニュートラルに上方修正しました。個人消費の回復に伴って、生産活動や設備投資の回復が期待されます。

一方、公益セクターはアンダーウェイトに下方修正しました。景気変動に左右されにくい特性を持つディフェンシブ・セクターはここ数週間出遅れ感が目立ちます。中央銀行の金融緩和維持を受け、債券利回りが低位に留まる中、投資家が

Barometer



強い景気回復を市場に織り込み始めたためです。割高な水準に達したコミュニケーション・サービス・セクターは強気の姿勢を変更しました。

その他のセクターでは、金融セクターのアンダーウェイトを維持します。銀行、特に米銀は、個人向け融資基準を厳格化しています。

社債については、米国投資適格債のオーバーウェイトを維持します。足元の投資環境を特徴付けるのは、低金利と超緩和的な金融政策であり、こうした債券には、スプレッドの一段の縮小余地が残されていると考えます。

債券・為替

中国債券の魅力

妥当な価格の安全資産を求める投資家に、債券市場が提供できる選択肢は限られます。先進国ソブリン債の利回りは極めて低く、現地通貨建て新興国債券の米国国債に対するスプレッドは7年ぶりの水準にまで縮小しています。

例外は、中国の人民元建て債券です。人民元建て中国債券は、低調な債券市場にあって、他の追随を許さず、最も魅力的な資産クラスです。長期債利回りは3%を上回り、対米国債スプレッドは過去最高水準に広がっています。

米中の国債利回り格差は、経済のファンダメンタルズの観点からすると、一段と魅力的です。中国の金利水準は、先進国ならびに新興国の大半と比べて高位に留まっており、中期的には、上昇よりも低下の公算が高いからです。

また、インフレ圧力が和らいでいることに加え、コロナ後の景気回復が失速した場合、中央銀行には十分な利下げ余地が残されています。テクニカル要因も良好です。中国債券が主要債券指数の構成要素となったことから、年内を通じて、海外からの投資の勢いが増すものと考えられるからです。加えて、中国債券が、米国の金利変動の影響を受け難くなっていることを裏付けるデータが散見されること、投資家が中国債券の組入れを通じたポートフォリオの分散を図っていることも好材料です。

グローバル市場概況

過熱感の強まった8月の株式市場

8月の市場では、投資家が新型コロナウイルス第2波の懸念を差し置き、景気対策を受けたV字型の景気回復の可能性にかける中、グローバル株式が急騰しました。

グローバル株式の月間リターンは、現地通貨ベースでほぼ+6%に達し、-1%を超えるマイナスリターンとなった債券市場を大きく上回りました。企業業績改善の見通しも、投資家を勇気づけました。4-6月期の企業業績は想定外の良好な数値となり、1株あたり利益(純利益ベース)予想は上方修正されました。

市場別の月間リターンでは、米国株式が+7%超と最も大きく上昇し、30年ぶりに8月の最高リターンを更新しました。S&P500種株価指数は過去最高水準を更新し、新型コロナウイルス発生後、2月から3月にかけての急落分を取り戻しました。

業種別では、テクノロジー・セクターが上昇相場をけん引し9%を上回るリターンとなりました。アップルはほぼ+20%と急騰し、時価総額が初めて2兆ドルを上回りました。アップルと併せてS&P500種株価指数の時価総額の20%以上を構成するアマゾンやアルファベット等のテクノロジー株も大幅上昇となりました。一般消費財サービス・セクターは+12%を上回る上昇となり、全セクター中で最も高いリターンをあげました。

もっとも、全てのセクターが上昇したわけではありません。公益セクターは-2%とマイナスのリターンとなり、ヘルスケア、不

Barometer



動産の両セクターは小幅の上昇に留まりました。実際のところ、S&P500種株価指数の構成銘柄のうち、52週の高値を更新したのは僅か6%に過ぎず、全銘柄平均は、未だに過去のピークを28%下回っています。年初来の上げ相場で株価が上昇した銘柄の全体に占める比率は低下しているのです。

欧州株式市場も、ロックダウン解除後の景気回復を受け、2009年以来、初めて8月の月間リターン記録を塗り替えました。

一方、債券市場は全面安の展開となり、とりわけ、先進国国債が苦戦しました。英国国債は-3%、米国国債は-1%を超えるマイナス・リターンとなりました。

債券セクターでは、リスク性の高いサブセクターが、中央銀行の資産買入を受けて上昇したことから、社債は持ち堪え、米国ハイイールド債、ユーロ・ハイイールド債とも、+1%を超えるリターンとなりました。

米ドルは、2年ぶりの安値をつけた後、月間では約-1%、年初来では-4%程の下落となりました。ドル安を受けて、国際商品(コモディティ)が好調となり、原油価格は+3%上昇しました。金は月初に史上最高値を更新した後、小幅の下落となりました。もっとも、年初来リターンはほぼ+30%の上昇と、全資産クラス中で最も高いリターンを記録しています。

※記載された銘柄はあくまで参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

※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（2020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	28,430	26,428	28,538	+7.6%	-0.4%
(米)ナスダック総合指数	11,775	10,745	8,973	+9.6%	+31.2%
(日)TOPIX	1,618	1,496	1,721	+8.2%	-6.0%
(日)日経ジャスダック平均	3,532	3,365	3,838	+5.0%	-8.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,273	3,174	3,745	+3.1%	-12.6%
(英)FTSE100指数	5,964	5,898	7,542	+1.1%	-20.9%
(中国)上海総合指数	3,396	3,310	3,050	+2.6%	+11.3%
(香港)ハンセン指数	25,177	24,595	28,190	+2.4%	-10.7%
(ブラジル)ボベスパ指数	99,369	102,912	115,645	-3.4%	-14.1%
(インド)SENSEX30指数	38,628	37,607	41,254	+2.7%	-6.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,259	1,234	1,549	+2.0%	-18.7%
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	105.36	104.60	109.56	+0.7%	-3.8%
ユーロ	125.47	124.13	122.54	+1.1%	+2.4%
英ポンド	140.63	137.21	143.48	+2.5%	-2.0%
スイスフラン	116.60	115.13	112.40	+1.3%	+3.7%
豪ドル	77.50	75.37	76.52	+2.8%	+1.3%
加ドル	80.45	77.88	83.79	+3.3%	-4.0%
中国元 [※]	15.47	15.15	15.60	+2.1%	-0.8%
ブラジルレアル [※]	19.33	20.31	27.02	-4.8%	-28.4%
インドルピー	1.45	1.41	1.54	+2.8%	-5.8%
ロシアルーブル	1.42	1.42	1.77	±0%	-19.8%
タイバーツ	3.39	3.34	3.63	+1.5%	-6.6%
南アフリカランド	6.36	6.25	7.84	+1.8%	-18.9%
(※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	0.68%	0.54%	1.92%	+0.15%	-1.24%
日10年国債利回り	0.05%	0.02%	-0.02%	+0.03%	+0.07%
独10年国債利回り	-0.43%	-0.56%	-0.19%	+0.14%	-0.24%
豪10年国債利回り	0.98%	0.83%	1.39%	+0.15%	-0.41%
米政策金利(FFレート)	0.25%	0.25%	1.75%	±0%	-1.50%
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)	42.61	40.10	61.14	+6.3%	-30.3%
金(1オンス、ドル)	1,967.93	1,975.10	1,520.50	-0.4%	+29.4%

※ 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:リフィニティブ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。