

Barometer

2021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

景気回復を確信



■グローバル資産クラス

新型コロナウイルス・ワクチンの認可・接種の進展や巨額の緊急経済対策により、良好なマクロ経済環境が形成されていくことが企業利益の押し上げ要因となり、流動性供給量の縮小を受けた株価収益率(PER)の低下を十分に相殺するものと考えます。従って、株式のバリュエーションの高止まり状況や多くの投資家が強気な姿勢を維持すると考えていますが、目先の調整の可能性は限定されると判断し、株式をニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)からオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に引き上げ、キャッシュをニュートラルからアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)に引き下げました。また、債券は引き続き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、中国経済の力強い回復の恩恵を引き続き享受すると考えられる日本と新興国、特にアジア諸国の選好を継続します。また、2021年の株式市場では景気敏感セクターがけん引役になると見ており、先進国市場の中でもディフェンシブ・セクターの構成比率が最も高いスイス株式をニュートラルに引き下げました。

■株式:セクター別

セクター別では、世界貿易や設備投資の回復から恩恵を受けることが期待される資本財・サービスや素材セクターのオーバーウェイトを継続します。

■債券

債券は総じてニュートラルとする一方、ソブリン債では、スイス債券をアンダーウェイトに引き下げました。平均利回りが経済・医療危機のさなかの3月半ばに付けた-0.6%に低下し、低水準で推移しており、経済・医療両面とも改善が進んだ現状ではこうした利回り水準は正当化されないと考えます。

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

上昇が期待される株式市場

新型コロナウイルス・ワクチンの認可・接種の進展や巨額の緊急経済対策により、良好なマクロ経済環境が形成されていくことが企業利益の押し上げ要因となり、流動性供給量の縮小を受けた株価収益率(PER)の低下を十分に相殺するものと考えます。

同時に金融政策の(拙速な)変更のリスク、換言すると、2013年の米連邦準備制度理事会(FRB)による資産買入プログラム(量的緩和)縮小の決定が引き起こした債券利回りの急騰が、今後6ヵ月程度のうちに再現される可能性は低いと考えます。従って、株式のバリュエーションの高止まり状況や多くの投資家が強気な姿勢を維持すると考えていますが、目先の調整の可能性は限定されると判断し、株式をニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)からオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に引き上げ、キャッシュをニュートラルからアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)に引き下げました。

ピクテの景気循環指標は、リスク性資産に強気の姿勢を示唆しています。ピクテでは、2021年の世界の実質経済成長率が前年比約+5.8%と、足元の市場のコンセンサス予想である同約+5.1%を上回ると見えています。中国経済は特に堅調で、経済活動を測る主要指標の大半がコロナ禍前である1年前の水準を大きく上回っています。また、このような状況が中国以外のアジア経済を支えています。

日・米両国についても、良好な展開が予想されます。巨額の財政出動が予想されることに加え、冬場の新型コロナウイルス大流行(パンデミック)の影響は、両国ともに軽微に留まることが予想されます。また、米国企業が需要拡大の兆しを受けて、ここ数ヵ月積み上げてきたキャッシュを然るべき用途に充て始めたことから、投資活動の拡大が予想されます。

一方、ユーロ圏と英国は、英国のEU(欧州連合)離脱(ブレグジット)交渉が2020年末、ようやく合意に至り、域内を脅かすリスクが多少減じたとはいえ、日・米よりも困難な状況となると予想されます。また、大量の失業者を抱え、金融政策に大幅な遅れが生じていることから、当面のところ、インフレ率の上昇を懸念する必要はないと思われ、インフレ圧力が増してくるのは2022年以降になると考えます。

流動性は引き続き潤沢で、今後も金融市場を支えていくと考えます。流動性の総量は、昨年夏場の過去最高水準を下回るとしても、民間部門の流動性と主要5カ国(・地域)の中央銀行が供給する流動性を測るピクテの指標は、コロナ禍前の最高水準程度に留まることを示唆しています。

とはいえ、流動性の下降トレンドは、いずれは注視しなければならない問題です。ピクテでは、世界の流動性供給が、アジアを中心に縮小し始めるものと予想しています。こうした状況は、グローバル金融危機時に見られたのと同程度のPERの縮小を引き起こす可能性もあると考えます。

ピクテのバリュエーション指標は、ほぼ全ての主要資産クラスが割高な水準にあることを示唆しているように思われます。超低金利政策を受けて債券利回りが史上最低水準に留まることに加え、投資家は強い景気回復を期待していることが背景にあるようです。ピクテでは、株式が足元で2008年以降の割高な水準にあるとも考えています。言い換えると、市場は2021年について、悪材料を一切織り込んでいないということになります。12ヵ月予想PERはグローバル株式が20倍超、米国株式が約23倍に達しています。2021年のPERは縮小が予想されますが、企業の増益(前年比+25%)がこれを相殺するものと予想しています。

ピクテのテクニカル指標は、おそらく社債市場以外には、懸念材料が見当たらないことを示唆しています。理由としては、リスク性資産には総じて上値余地が残されていること、季節要因が市場を下支えしていること、また、株式市場では(コロナウイルスショック後大幅に上昇した)大手IT銘柄に限らず、広い範囲の銘柄が上昇傾向にあることなどが挙げられます。

Barometer



株式市場への資金流入は足元拡大基調ですが、資金の一部は昨年来の買い控えを埋め合わせるものだと思います。投資家心理を表す指標の一部は投資家の強気度が過去最高水準に迫っていて、こうした状況は、市場急落の前兆とされており、警戒すべき水準にあると考えます。

地域別・セクター別の株式市場

景気回復の恩恵を受ける 新興国市場とアジア市場

グローバル株式の2020年の年間リターンは、波乱の市場を乗り切って約+16.5%に達し、2021年も上昇を継続する態勢を整えているように思われます。

世界各国の大型景気対策が経済の回復を助け、投資家が積み上げた待機資金を株式市場に投ずるよう促して、大規模な資金が株式市場に流入しています。

中央銀行による資金供給のペースは鈍化する公算が大きい一方で、中国がけん引するV字型の景気回復が企業の利益成長に寄与することが予想されます。

また、新型コロナウイルス・ワクチンの普及に伴い、経済への信頼が回復するにつれて、企業と家計は手元の現金を然るべき用途に充て、経済成長を支える要因になると考えます。米国民の銀行預金が、GDP(国内総生産)の13%に相当する過去最高の約160兆ドルに達し、過去45年平均の同約3%を大きく上回っていることが、待機資金の規模の大きさを示しています。

もっとも、このことが、2021年の株式市場の大幅上昇を意味するわけではありません。

市場の急騰を制約する要因の一つが、年初のバリュエーションが高止まりしていることです。ピクテでは、株式が足元で2008年以降の割高な水準にあると考えています。加えて、新型コロナウイルス感染の第3波が経済に打撃を及ぼすリスクも脅威の一つです。

ピクテでは2021年のグローバル株式のリターン予想を約+10%前後としており、景気後退(リセッション)局面末期の平均(+20%)には届かないと見ています。

市場別では、新興国とりわけアジアの新興国が、中国経済の力強い回復の恩恵を引き続き享受すると考えます。中国の経済活動はコロナ禍前のトレンド水準を回復しており、名目輸出も高水準にあります。

日本も堅調なアジア経済と世界貿易回復の恩恵を享受することが予想されます。政府は12月8日、事業規模を7,000億ドル(73.6兆円)程度とする第3次追加経済対策を閣議決定しており、消費需要の喚起が期待されます。以上から、新興国と日本のオーバーウェイトを継続します。

2021年の株式市場では景気敏感セクターがけん引役になると見ており、(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ・セクターの組入れの引き下げが理に適うと考えます。

従って、ディフェンシブ・セクターの構成比率が最も高いスイス株式をニュートラルに引き下げました。

ユーロ圏株式もニュートラルを維持します。EU加盟国の多くが厳格な都市封鎖(ロックダウン)を再発動しており、定義上のリセッション(2四半期連続のマイナス成長)入りのリスクが強まる可能性も考えられます。こうした状況が、2021年の企業利益のコンセンサス予想には織り込まれていないと考えていて、注意が必要です。一方、英国株式は、相対的な割安感はあるものの、英国のEU離脱(ブレグジット)を巡る不透明感が懸念されます。

米国株式のアンダーウェイトは継続します。12ヵ月先予想PERは、1999年に一時的に付けた約23倍に達しており、割高感が強まっているように思われます。米国市場では新株発行が特に活況を呈しており、市場の過熱感が強まるリスクが示唆されます。加えて、グローバル経済がロックダウン解除を経て回復していく状況では、米国市場は(既に割高感の目立っている)テクノロジー・セクターの組入れ比率が高いことから、向かい風を受けることとなると考えています。

Barometer



業種別では、世界貿易や設備投資の回復から恩恵を受けることが期待される資本財・サービスや素材セクターを好みます。

情報技術(IT)セクターは2020年に大幅に上昇したことを勘案すると、先行きにはあまり期待が持てません。また、米国等での規制強化も予想されます。英国は、新しい競争法を施行し、大手IT各社に、グローバルベースの年間売上上の最大10%に相当する罰金を課す可能性もあり、一方、ユーロ圏は反トラスト法の度重なる違反に対して、企業分割を求めるとの脅しをかけています。

債券・為替

注目を集める新興国債券市場

マイナス利回り取引されているグローバル債券の時価総額は18兆ドルと過去最高を更新し、米国を除く世界の全ての国のGDPの規模を上回っています。

インフレ圧力の兆しが現れ始めた国の債券市場に資金を投じることは、投資家にとって極めて厳しい環境だと考えています。もっとも、投資の目的がポートフォリオ・リスクの低減であっても、インカム収益の拡大であっても、投資の好機は存在するものです。

後者の場合については、新興国債券全般、とりわけ中国債券が、プラスの実質利回りの源泉として傑出しています。直近の経済統計から確認されるのは、中国経済が極めて堅調だということです。全ての産業セクターがコロナ禍前の活動の水準を回復し、(世界貿易に占める中国貿易の比率は過去最高水準に達するなど)輸出が急増する一方で、インフレは抑制されています。加えて、中国国債の米国国債に対するスプレッドは過去最高水準に達していることから、人民元建て債券に対して強気な姿勢を維持しています。

同時に、ピクテのモデルは、新興国通貨がドルに対して割

安な水準にあると示唆しています。新興国通貨が今後数カ月のうちに上昇すれば、向こう数カ月、現地通貨建て新興国債券価格の押し上げ要因となり、新興国債券をオーバーウェイトとするピクテの資産配分が正当化されると考えます。

先進国社債の先行きは微妙です。今後の流動性の状況は現状ほど良好とはならず、超緩和的な金融政策の恩恵を大きく受けてきた社債は苦戦を強いられる可能性があると考えます。加えて、バリュエーション水準は割高で国債に対するスプレッドは長期平均を下回ります。また、テクニカル指標は投資家のポジションが過度に強気であることを示唆しています。

先進国経済は、新興国に比べると緩慢ながらも回復の途上にあり、企業利益も改善基調にあります。ファンダメンタルズ指標とテクニカル指標を総合すると、先行きが最も明るいと考えるのは、財政刺激策と金融緩和策双方の恩恵を受けることが予想される米国投資適格社債です。ピクテは、追加の財政刺激策が近日中にも発表され、新型コロナウイルス感染者の急増による経済への打撃が相殺されると予想しています。

一方、ハイイールド債には極めて慎重な姿勢を維持します。景気循環の現在の局面では(格下げ等、)信用の悪化が珍しくないことに加え、債券の新規発行が相次いでいるからです。

ソブリン債では、スイス債券をアンダーウェイトに引き下げました。平均利回りが、経済・医療危機のさなかの3月半ばに付けた-0.6%に低下し、以て低水準で推移しており、経済・医療両面とも改善が進んだ現状ではこうした利回り水準は正当化されないと考えます。

将来の経済の混乱の可能性に備えるヘッジ手段として、スイスフランと米国国債をオーバーウェイトとしています。米国国債はその他の先進国国債よりも高い利回りを提供しており、上限の設定がなく、機動的な変更を可能とするFRBの量的緩和プログラムも支えとなっています。

Barometer



米ドルは新興国通貨に対して通貨安が進行している一方で、英国ポンド、円、ユーロに対してドルは売られ過ぎの状況にあると考え、持ち堪えたと考えています。

グローバル市場概況

2020 年末のリスクオン相場

2020年12月のグローバル株式市場は、リスク選好の展開となりました。各国の追加景気対策が好感されたことに加え、新型コロナウイルス・ワクチンの実用化が始まったことで、ウイルスの変異種が広がり、感染の第3波が猛威を振るう状況にもかかわらず、それが軽視されました。

グローバル株式(MSCI全世界株価指数で測った)のリターン(現地通貨ベース)は、月間では約+4%、年間では約+14%に達し、深刻な経済危機と3月の金融市場の急落を考えると、驚異的ともいえる良好なパフォーマンスを実現しました。一方、債券(JPモルガン・グローバル債券指数)のリターンは、月間では前月比で横ばい、年間では約+5.5%でした。

世界の株式市場が総じて上昇する中、米国市場は月間で約+4%、年間で約+18%の上昇となりました。アジアの新興国は、月間で約+6%、年間で約+25%の上昇と、騰勢が際立ちました。

とはいえ、業種セクター間の格差は一年を通じて拡大しました。年間リターンは、情報技術(IT)セクターの約+44%、一般消費財・サービスセクターの約+37%に対し、エネルギー・セクターは原油価格の乱高下を背景に約-30%と不振を極め、不動産セクターおよび金融セクターも、それぞれ、約-4%、約-2%と軟調でした。

債券市場では、ソブリン債、最も高リスクのハイイールド社債ともに上昇しました。米国国債は月間では、若干、下落したものの年間では約+8%の上昇となり、10年国債利回りは約100ベーシスポイント(1%)低下し、約0.9%を付けました。英国国債は更に良好で、月間では約+1.7%、年間では約+9.7%と

なりました。ブレグジット通商交渉が、クリスマス休暇入り直前の24日ようやく合意に達したことで、楽観的な見方が広がりました。

新興国社債は月間で約+1.5%、年間で約+7%の上昇となりました。2021年の世界経済見通しについて従来よりも楽観的な見方が増えたことや(社債の発行体である)企業の健全なファンダメンタルズが好感されました。米国では投資適格社債が約+10%、ハイイールド債が約+6%と好調でした。FRBの企業支援策や財政出動等、各種の景気対策が市場の追い風となりました。

商品(コモディティ)市場は、3月には市場が乱高下する中、価格の下落を余儀なくされましたが、下期には、中国をけん引役とするアジア経済の力強い回復を受け、急騰しました。原油価格は月間では+7%と持ち直したものの、年間では約-20%とマイナス圏に沈みました。金は、インフレや政治リスク等に対する安全資産としての特性により、月間で約+7%、年間で約+25%の上昇となりました。非鉄金属や穀物価格等も急騰し、商品全体では月間約+5%の上昇でした。

※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	30,606	29,639	28,538	+3.3%	+7.2%
(米)ナスダック総合指数	12,888	12,199	8,973	+5.7%	+43.6%
(日)TOPIX	1,805	1,755	1,721	+2.8%	+4.8%
(日)日経ジャスダック平均	3,719	3,659	3,838	+1.6%	-3.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,553	3,493	3,745	+1.7%	-5.1%
(英)FTSE100指数	6,461	6,266	7,542	+3.1%	-14.3%
(中国)上海総合指数	3,473	3,392	3,050	+2.4%	+13.9%
(香港)ハンセン指数	27,231	26,341	28,190	+3.4%	-3.4%
(ブラジル)ボベスパ指数	119,017	108,893	115,645	+9.3%	+2.9%
(インド)SENSEX30指数	47,751	44,150	41,254	+8.2%	+15.8%
(ロシア)RTS指数\$	1,387	1,282	1,549	+8.2%	-10.4%
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	103.50	103.89	109.56	-0.4%	-5.5%
ユーロ	126.95	124.38	122.54	+2.1%	+3.6%
英ポンド	139.82	138.55	143.48	+0.9%	-2.6%
スイスフラン	117.15	114.97	112.40	+1.9%	+4.2%
豪ドル	78.84	76.91	76.52	+2.5%	+3.0%
加ドル	80.83	79.95	83.79	+1.1%	-3.5%
中国元*	15.79	15.84	15.60	-0.3%	+1.2%
ブラジルレアル*	19.88	19.36	27.02	+2.7%	-26.4%
インドルピー	1.42	1.41	1.54	+0.7%	-7.8%
ロシアルーブル	1.41	1.37	1.77	+2.9%	-20.3%
タイバーツ	3.44	3.44	3.63	±0%	-5.2%
南アフリカランド	7.04	6.82	7.84	+3.2%	-10.2%
(※リティニティブ・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	0.91%	0.83%	1.92%	+0.08%	-1.01%
日10年国債利回り	0.02%	0.03%	-0.02%	-0.01%	+0.04%
独10年国債利回り	-0.58%	-0.57%	-0.19%	-0.00%	-0.39%
豪10年国債利回り	1.01%	0.94%	1.39%	+0.07%	-0.38%
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)	48.35	45.20	61.14	+7.0%	-20.9%
金(1オンス、ドル)	1,897.77	1,774.39	1,520.50	+7.0%	+24.8%

※ 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:リテ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はありません。●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。