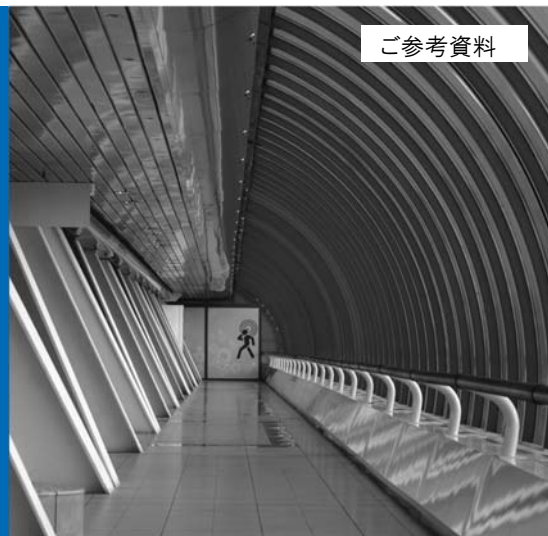


# Barometer

2020年  
7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

## 流動性とウイルス



### ■グローバル資産クラス

企業利益が急激に落ち込む一方で、中央銀行は、景気浮揚のために、可能な限りの対策を講じると期待されることから、主要株式については、ニュートラルを維持します。債券に関しては、巨額の金融緩和に支えられている一方、高水準にあるバリュエーションや世界経済の回復期待を勘案すると、今後債券利回りが上昇に転じる可能性があり、債券の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、ユーロ圏経済は、都市封鎖の一部解除と、大規模な金融・財政刺激の恩恵を享受しています。ユーロ圏株式は、米国株式との比較でも、コロナ危機前と同様、今後も相対的に割安で魅力的な状況が続くとみて、オーバーウェイトに引き上げました。

### ■株式：セクター別

セクター別では、11月の米大統領選を視野に入れ、ディフェンシブ・セクターの一角を占めるヘルスケア・セクターをフル・オーバーウェイトからオーバーウェイトに引き下げました。一方、中国の景気回復の恩恵が期待される素材セクターのオーバーウェイトを継続しました。

### ■債券

米国国債は、長期にわたり、潤沢な流動性により極めて高いバリュエーションが維持されると考え、オーバーウェイトを継続します。一方、米国ハイイールド債券は、バリュエーションに将来の債務不履行の可能性が十分に織り込まれていないとみて、アンダーウェイトを継続します。

金に関しては、中期的なインフレ率上昇やマイナスの実質金利、一段のドル安の可能性等は割高な領域にあるとも考えられるバリュエーションを正当化していると考え、オーバーウェイトを継続します。

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

### リスクの均衡

投資に関していうと、確実なことは殆どありません。新型コロナウイルスの場合も例外ではありません。世界の多くの地域がウイルスの大流行(パンデミック)を抑え込んだかに思われましたが、米国の一部、韓国、北京では、新規感染の波を抑えるため、再び、都市封鎖(ロックダウン)を迫られています。世界保健機関(WHO)の指摘の通り、5年程度はウイルスの感染拡大が繰り返される可能性があるということを常に心に留めておくべきだと考えます。

一方、年内に起こることを投資家が確信できることもあります。例えば、企業利益が急激に落ち込む一方で、中央銀行は、景気浮揚のために、可能な限りの対策を講じるだろうということです。2つのうちのどちらかが金融市場により大きな影響を及ぼすかを見極めるのが投資家に課された課題です。

企業業績の先行きが懸念されるのは明らかです。アナリストのコンセンサス予想は、100年強ぶりの深刻な景気後退(リセッション)に続いて、今年の減益幅は20%を上回るということです。ピクテのモデルによる予測は更に弱気で、世界全体で、前年比30~40%の減益もあり得ると見えています。

とはいえ、こうした見方は、株式市場や債券市場の急落を意味するわけではありません。中央銀行が、(ウイルス感染拡大による)経済への打撃を食い止めることに注力しているからです。ピクテでは、年内に、米連邦準備制度(FED)は1.4兆ドルの、一方、欧州中央銀行(ECB)は1.3兆ユーロの追加資金を供給すると試算しています。

大まかに言うと、一株利益の落ち込みが、中央銀行主導の株価収益率(PER)の押し上げによって相殺されることが示唆され、欧州株式等の低PER株が景気刺激の恩恵を受けると考えています。このことが、欧州株式をオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に引き上げた根拠です。その

他の主要株式については、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。

ピクテの景気循環指標は、世界の多くの地域が、パンデミックがもたらした景気停滞局面から回復し始めていることを示唆しています。中国は順調な回復を続けており、弊社が注視する月次指標(「デイリー・アクティビティ・トラッカー」)は、国内の経済活動がパンデミック前の水準を5%下回るところまで回復していることを示唆しています。日本、米国、ユーロ圏の場合には、5~10%下の水準に相当します。主要国の中では、欧州の見通しが最も明るいように思われます。域内の財政刺激は、僅か数カ月のうちに、GDP(国内総生産)比で2.2%から4.4%に倍増しており、2009年の欧州債務危機時の3倍に相当します。更に、欧州は、新型コロナウイルスを抑え込み、その打撃からの回復に向けて、野心的な計画(「欧州復興基金」の設立)の実現を目指しています。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産に強気の信号を発しています。FEDやECBは、巨額の追加緩和を行う構えです。銀行融資の伸びも、世界的に順調です。銀行の資本金が堅固な上に、政府の融資保証が、コロナ危機の打撃に苦しむ企業向けの信用供与を助けているからです。ECBの「目標を定めた長期性資金供給オペレーション(TLTRO)」は、何としても必要な資金を供与するための手段としてとりわけ効果的であることが証明されています。一方、中国の動向は、こうした傾向に反するものとなっています。景気回復を背景に、政府は、景気刺激を抑えようとしているからです。上海銀行間取引金利(SHIBOR)は、足元1ヵ月で、約60ベースポイント超(0.6%)上昇し、2%を上回っています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式が、概ね、適正水準にあることを示唆しています。また債券との比較では、パンデミックが企業の利益成長を長期間下押すことはないとの前提にたてば、割安な水準に留まります。欧州株式は相対的に魅力的です。米国株式を下回って推移してはいるものの、両者間の乖離幅はここ数週間で縮小しており、もう一段の縮小余地が残されています。一方、危機時に割安だった米国債券は、割高な水準に近づいています。

# Barometer



ピクテのテクニカル指標は、投資家の弱気心理が薄れ、売られ過ぎからニュートラルに転換したことを示唆しています。ハイールド債市場には、異常ともいえるほど大量の資金が流入していたことから、急落に対する脆弱性が懸念されます。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 欧州株式の投資妙味

欧州経済は、都市封鎖(ロックダウン)の一部解除と、大規模な金融・財政刺激の恩恵を享受しています。従って、欧州株式をオーバーウェイトに引き上げました。

同時に、11月の米大統領選を視野に入れ、ディフェンシブ・セクターの一角を占めるヘルスケア・セクターをフル・オーバーウェイトからオーバーウェイトに引き下げました。

欧州経済の着実な回復の過程は、アジアの進展を後追いつています。中国は正常な状況をほぼ回復しており、米国の経済指標も好調さを増しています。足元のユーロ圏株式は、上昇の勢いを大きく強めています。米国株式との比較では、コロナ危機前と同様、今後も相対的に割安で魅力的な状況が続くように思われます。事実、景気敏感株のディフェンシブ株に対するリターンの比率は、米国の数値を約50ベースポイント(0.5%)下回っています。このことは、景気回復に対する投資家の信頼感が増すにつれて、欧州株式の上値余地が、米国株式の上値余地を上回る可能性があることを示唆しています。

金融刺激ならびに財政刺激による景気浮揚は、今後も続く公算が高いと考えます。ECBの「TLTRO3」(目標を定めた長期性資金供給オペレーション第3弾)は、金融システムへの資金注入に成功しているように思われます。一方、長期的により重要だと思われるのは、EU共同債の発行を通じて資金を調達する「欧州復興基金」の設立により、単一通貨市場の共通金融政策を補完する共通財政政策が、漸く、実現することへの期待をもたらすことです。

米国が追加刺激策を検討していることを勘案すれば、過去2カ月の株式市場の急騰が理解できないわけではありませんが、数多くのリスクが残ることも確かです。米国の一部で感染が拡大し、パンデミックを抑え込んだかに見えた地域で再発している状況は、第2波の到来を懸念させます。新型コロナウイルスの感染再拡大は、周期的なロックダウンや各地に次々と広がるロックダウン、あるいは、少なくとも消費の抑制を懸念させるものと思われます。一方、大陸欧州では、WHOが今週、発表した通り、流行は収束しつつあるように思われます。

米国の最新の世論調査では、11月の大統領選での民主党の圧勝、即ち、大統領と上院過半数の奪還の可能性を示唆しています。新型コロナウイルス危機は、「ヘルスケア」を選挙戦の最重要課題にしており、民主党が医療コストとりわけ薬価の引き下げを推進することが懸念されます。こうした状況を勘案し、ヘルスケア・セクターの評価を一段引き下げました。同セクターが割高で、ドル安が逆風となる傾向が強いことを考えると、引き下げの投資判断は、一層、道理に合うように思われます。株式セクターの中でオーバーウェイトの比率が最も高いのは、成長の質の高いスイス株式と中国の景気回復の恩恵が期待される素材セクターです。

## 債券・為替

### 米国に注目

世界の債券市場は、過去に例を見ないほど巨額の金融緩和に支えられています。世界の5大中央銀行は、年末までに、5カ国のGDPの合計の14.3%に相当する総額8.4兆ドルもの巨額の流動性を金融システムにつぎ込むことが予想されます。

こうした状況では、全ての債券が魅力的に見えて当然かもしれませんが、中銀の支援と、債券のバリュエーションが異常ともいえる水準に高止まりしており、事実、一部の債券は、過去20年で最も割高な水準にある事実を考慮する必要があると考えます。また、世界経済が回復への途上にあるように見え



# Barometer



ることも、債券利回りが上昇に転じる可能性を示唆しています。こうした相反する兆しを勘案し、債券のニュートラルを維持します。ソブリン債の詳細な分析から、最も高いリターンが見込まれるのは米国国債です。FEDは世界の中銀の中で最も積極的な対策を講じていますが、今後数カ月のうちに、追加緩和を行う可能性があると考えます。イールドカーブ・コントロールを通じて行われる公算が最も大きいと見られ、従って、長期にわたり、潤沢な流動性と米国国債の極めて高いバリュエーションが維持されると考えます。

こうした施策が、既に景気回復の恩恵に与りつつある米国企業にとって朗報であることは、「エコノミック・サプライズ指数」が6月に最高値を更新したことから確認されます。米国は、経済面での改善が進んでいるように思われますが、特に、景気悪化に際しては(社債購入を通じた)FEDの支援があることを勘案して投資適格債をオーバーウェイトとするピクテの見方を支持すると考えます。

とはいえ、景気回復は未だ初期段階にあり、大統領選や新型コロナウイルス第2波到来の可能性等、先行きに多くのリスクが残ることには留意が必要です。従って、米国ハイイールド債はアンダーウェイトを維持します。同資産クラスは、ピクテのモデルで測定すると、過去20年の平均に対して唯一割高感の見られないセクターですが、こうしたバリュエーションに将来の債務不履行(デフォルト)の可能性が十分に織り込まれているとは思われません。

為替市場では、ユーロが、追加景気対策がもたらす景気改善の恩恵に与ると考えます。ECBのTLTRO3と欧州連合(EU)の欧州復興計画は、特に好材料です。前者は、多額の借入申請があり、潤沢な流動性が供給されていることから銀行の利益を押し上げることが予想され、後者は、EU域内の財政統一に向けて状況を一変するきっかけとなる可能性を秘めています。従って、ユーロが対ドルで14%も過小評価される状況はもはや正当化できないと判断し、ユーロをオーバーウェイトに引き上げました。季節要因等、テクニカル面のトレンドもユーロの好材料です。

割安感が際立っていることに加え、これまでのところ、リスク

選好の上げ相場にも乗り遅れた感のある新興国通貨にも反発の可能性があると見ています。新興国通貨の上昇は、現地通貨建て新興国債券にも恩恵を及ぼすとも考えています。市場のボラティリティが再度上昇する局面には、(安全通貨としての特性を国内経済の強い回復が補完する)スイスフランと金の買いが有効だと考えます。金は、年初来約17%と大幅に上昇しているものの、ピクテのテクニカル指標は買われ過ぎを示唆しておらず、(市場の動揺に対する)有効なヘッジ手段だと考えます。中期的なインフレ率上昇の可能性や一貫して変わらないマイナスの実質金利、一段のドル安の可能性等、金のファンダメンタルズ要因は、割高な領域にあるとも考えられるバリュエーションを正当化していると考えます。

## グローバル市場概況

### 金および株式の上昇継続

6月のグローバル株式市場では、投資家の景気回復に対する楽観的な見方が強まり、月間リターンは約3%(現地通貨ベース)と、債券市場を上回りました。中国や欧州等の良好な経済指標と、各国の金融・財政刺激の継続が、一部地域での新型コロナウイルスの感染拡大を覆い隠す形となりました。

業種別では、情報技術(IT)セクターが7%強の上昇と一段高となり、パンデミック下でのリモートワークや好調なオンラインショッピングの恩恵を受けて、強さを証明しました。中国の需要回復期待を背景に、一般消費財サービスや素材セクターも堅調でした。一方、公益ならびにヘルスケア・セクターは、過去数カ月の上昇基調の継続に賭けていた投資家が組入れを落としたことから反落しました。

市場別では、ラテンアメリカ(約7.1%の上昇)および新興アジア(約7%の上昇)が大きく上昇しました。日本は前月比ほぼ変わらずとリスク選好の上げ相場に乗り損ねました。

債券市場は、小幅な上昇に留まりました。投資家がリスク選好を強めたことから、ドル建て新興国債券の月間リターンが

# Barometer



約 3.5%の上昇となったのに対し、米国は小幅な上昇、日本の国債は約-0.6%の下落に終わりました。米国、欧州の社債は、中央銀行の資産買入を受け、1~2%の上昇となりました。景気回復と、(実効為替ベースで)約 1%のドル安を受け、原油の月間リターンは、約9.5%となりました。上昇基調が続いた金は約 3%の上昇となり、年初来リターンは約 17.3%と次頁に記載された資産クラス中、最高を記録しました。

※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（2020年6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	25,813	25,383	28,538	+1.7%	-9.6%
(米)ナスダック総合指数	10,059	9,490	8,973	+6.0%	+12.1%
(日)TOPIX	1,559	1,564	1,721	-0.3%	-9.4%
(日)日経ジャスダック平均	3,443	3,415	3,838	+0.8%	-10.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,234	3,050	3,745	+6.0%	-13.6%
(英)FTSE100指数	6,170	6,077	7,542	+1.5%	-18.2%
(中国)上海総合指数	2,985	2,852	3,050	+4.6%	-2.1%
(香港)ハンセン指数	24,427	22,961	28,190	+6.4%	-13.3%
(ブラジル)ボベスパ指数	95,056	87,403	115,645	+8.8%	-17.8%
(インド)SENSEX30指数	34,916	32,424	41,254	+7.7%	-15.4%
(ロシア)RTS指数\$	1,213	1,220	1,549	-0.6%	-21.7%

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	107.74	107.53	109.56	+0.2%	-1.7%
ユーロ	121.08	119.13	122.54	+1.6%	-1.2%
英ポンド	132.51	132.53	143.48	-0.0%	-7.6%
スイスフラン	113.22	111.52	112.40	+1.5%	+0.7%
豪ドル	73.88	71.35	76.52	+3.5%	-3.5%
加ドル	78.80	78.01	83.79	+1.0%	-6.0%
中国元*	15.25	15.08	15.60	+1.2%	-2.2%
ブラジルレアル*	19.65	19.84	27.02	-0.9%	-27.3%
インドルピー	1.44	1.43	1.54	+0.7%	-6.5%
ロシアルーブル	1.54	1.52	1.77	+1.3%	-13.0%
タイバーツ	3.49	3.38	3.63	+3.3%	-3.9%
南アフリカランド	6.23	6.16	7.84	+1.1%	-20.5%

(※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	0.65%	0.63%	1.92%	+0.02%	-1.27%
日10年国債利回り	0.03%	0.01%	-0.02%	+0.02%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.50%	-0.45%	-0.19%	-0.05%	-0.31%
豪10年国債利回り	0.88%	0.90%	1.39%	-0.02%	-0.51%
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)	39.27	35.57	61.14	+10.4%	-35.8%
金(1オンス、ドル)	1,783.66	1,731.55	1,520.50	+3.0%	+17.3%

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。※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。