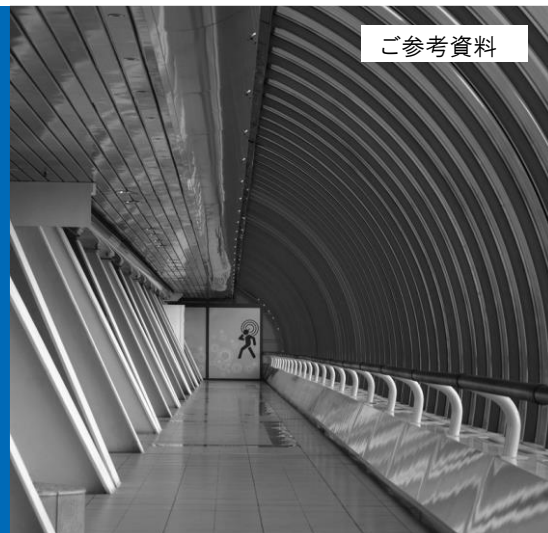


Barometer

2020年
8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

コロナ禍の難局



■グローバル資産クラス

各国政府と世界の中央銀行は未曾有の規模の景気対策を打ち出し、新型コロナウイルスの大流行がもたらした不況下においてグローバル経済を支えようとしています。とはいえ、祝宴を挙げるのは時期尚早です。感染者は世界各地で増え続け、企業収益は急速に悪化しており、金融市場の上昇局面がこの先長期にわたって続くとは考えられません。従って、株式、債券、キャッシュのいずれについても、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、経済であれ、政局であれ、新型コロナウイルスの感染拡大状況のいずれの観点からも、欧州市場は、米国市場と比較して魅力的だと考え、欧州株式のオーバーウェイトを維持します。

■株式：セクター別

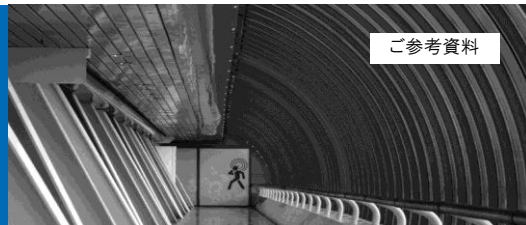
セクター別では、個人消費の増加を背景に、一部の地域で景気回復基調が定着し始めていることから、生活必需品セクターをオーバーウェイトに引き上げました。一方、株式ポートフォリオのディフェンシブ・セクターの組入比率を維持するため、金融セクターをアンダーウェイトに引き下げました。

■債券

社債は、利回りが低下しているとはいえ、幾分かの価値を提供していると考え、米国の投資適格社債のオーバーウェイトを維持します。ここ数週間のドル高からの急激な反転を受け、短期的なトレーディングの観点からユーロをニュートラルに引き下げました。金はオーバーウェイトを維持します。大量の流動性供給に伴うインフレ・リスク、ドル安進行の見通し、地政学リスクの高まり、新型コロナウイルスの感染拡大状況を巡る懸念等を勘案すると、ディフェンシブ資産の中でも最も投資妙味が強いとみています。

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

微妙な均衡

過去に例のない事態が発生している環境下においては、これまで導入されたことのない施策が要求されます。今年(2020年)の場合、各国政府と世界の中央銀行が行動を起こし、成果を挙げてきたことは確かです。未曾有の規模の景気対策を打ち出し、新型コロナウイルスの大流行(パンデミック)がもたらした不況下においてグローバル経済を支えようとしているからです。とはいえ、祝宴を挙げるのは時期尚早です。感染者は世界各地で増え続け、企業収益は急速に悪化しています。こうした状況を勘案すると、金融市場の上昇局面がこの先長期にわたって続くとは考えられません。従って、株式、債券、キャッシュのいずれについても、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。

ピクテでは、先進国経済の見通しの改善を受け、世界経済全体の見通しをネガティブからニュートラルに引き上げました。最も明るい材料は、欧州連合(EU)が総額7,500億ユーロの「欧州復興基金」の創設に合意したことです。基金の70%は2年以内に支出されることとなっており、先行きが大きいと期待されます。

景気回復の進捗度合いについては、中国が他国(・地域)に先行しており、こうした状況が、ドル安の進行と相俟って、新興国市場ならびに素材セクターを下支える要因になりうると考えます。

一方、クレジットカードの使用や交通量の状況等、日常の経済活動を測る指標(「デイリー・アクティビティ・トラッカー」)は恐らく、新規感染者の増加を受けて、世界の経済活動の改善は限定的なものに留まっているということを示唆しています。

各国が公約した金融ならびに財政刺激は、総じて見れば、新型コロナウイルスのパンデミックに関連した不透明感を払拭するのに十分だと考えます。米国の場合、政府の移転支出は、家計の総所得の約4分の1前後と、新型コロナウイルス発生

前の2倍を超える水準に達しています。正常な所得源(である雇用)が回復しない場合は将来大きな問題につながる可能性があるものの、当面のところは、経済および市場のサポート要因になっていると考えます。

世界経済のこれまでの回復は、想定よりも良好だとはいえ、個人消費の改善にけん引されるものでした。一方、工業生産は低位に留まり、在庫が減少しています。今後は、生産活動の拡大が景気回復の次の局面を支える中、在庫の安定とその後の緩やかな増加が予想されます。

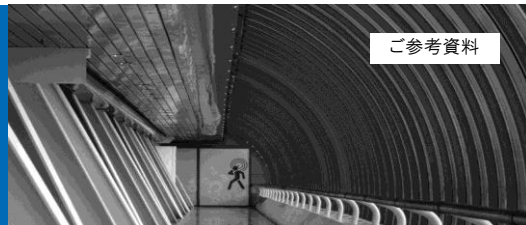
流動性は、引き続き、極めて潤沢で、ピクテのモデルは主要国の全てに最も高いスコア(++)を付けています。日本は、政府保証付きの新型コロナウイルス対策融資の急増を受けて、他の主要先進国と政策面で足並みをそろえています。世界の主要中銀5行は、年間(2020年予想)を通じて、GDP(国内総生産)比で約14%に相当する流動性を供給するものと見られますが、これは、2008年の世界金融危機後に供給された流動性のほぼ2倍に相当します。一方、足元の供給のペースには陰りが見られることから、世界の金融緩和局面がピークを付けるのは遠い先のことではなく、今四半期中の可能性もあると見ています。弊社の分析が示唆しているのは、市場が、米連邦準備制度理事会(FRB)による正式なイールドカーブ・コントロールを含んだ年内の流動性創出の工程を全て織り込んでいるということです。

実際のところ、市場にはあまりに多くの好材料が織り込まれたと考えていて、バリュエーションには割高感が見られます。グローバル株式は3月以降、20%以上上昇しており、ピクテのモデルは、2018年9月以来初めて、過去20年平均と比べて割高な水準にあると示唆しています。また、利益は依然、下振れリスクが極めて強い状況が続いています。

もともと、債券は、株式よりも更に割高で、バリュエーションは過去20年でもっとも割高な水準にあります。米国の物価連動国債と投資適格社債の利回りは、史上最低水準に低下しています。

金は過去最高値を更新していますが、良好なファンダメンタルズとポートフォリオの分散効果を有する資産(である金)に対

Barometer



する強い需要が、上値余地を示唆しています。従って、金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。ピクテでは、金価格が、足元の1トロイオンス当たり約1,975ドルから2025年までに2,500ドルに上昇すると見えています。

ピクテのテクニカル指標から、金の急騰ぶりに対して投機筋の買いが比較的低位に留まっている状況が示唆されることは先行きを期待させます。投資家心理を表す指標は、株式をニュートラルとするピクテの見方を支持する一方で、社債の上昇相場の一服を示唆しています。

地域別・セクター別の株式市場

欧州株式は堅調ながら、金融セクターを引き下げ

経済であれ、政局であれ、新型コロナウイルスの感染拡大状況のいずれの観点からも、欧州市場は、米国市場と比較して魅力的だと考え、欧州株式のオーバーウェイトを維持しています。独仏両国が主導した総額7,500億ユーロの「欧州復興基金」の創設にEU加盟国が合意したことに加えて、欧州中央銀行(ECB)が景気刺激策を継続していることから、域内経済は従来以上に堅固な基盤の上に置かれています。従って、2021年のユーロ圏実質GDP成長率予想を約1%上方修正し、約7%としました。

投資家にとって極めて重要なのは、ユーロ圏経済の、特に米国経済と比較した改善の見通しが、株式市場に織り込まれていないことです。足元の株価純資産倍率(PBR)は、米国の約3.7倍に対して欧州は約1.7倍と格差が広がっており、米国企業の自己資本比率(ROE)が欧州企業のROEを上回る状況が続くこと、また、両者の格差が、足元の約5%から10%以上に拡大することを示唆していますが、格差がこれほど広がる状況が実現する公算は極めて小さいと考えます。

米国株式は、とにかく、極めて割高で、約24倍に達した足元のPERを維持するには、企業の利鞘の安定が求められますが、

新型コロナウイルスの抑え込みが果たせず、また、シリコンバレーを拠点とするハイテク大手に対する規制当局の反発や11月の大統領選の結果を巡る不確実性が払拭されない状況を考えると、課題の実現は難しいと考えます。

業種別では、個人消費の増加を背景に、一部の地域で景気回復基調が定着し始めていることから、生活必需品セクターに注目しています。景気敏感株が主導する上昇相場に追随できず、グローバル市場全体に対する上乗せ率(プレミアム)は約10%と、3月時点の20%、過去10年平均の25%をいずれも下回ります。生活必需品企業の利益成長率の改善から示唆されるのは、株価の上昇が正当化されるということです。

株式ポートフォリオのディフェンシブ・セクターの組入比率を維持するため、金融セクターをアンダーウェイトに引き下げました。新型コロナウイルスの感染拡大に因る都市封鎖(ロックダウン)の打撃に備えた貸倒引当金の積み増しは、概ね、予想された水準に留まっているとはいえ、銀行が、経済の円滑な再開観測の後退に対して、極めて脆弱な状況に留まる状況は変わりません。また、配当の支払いが、予見できる将来において、再開される公算は小さいように思われます。ECB、FRB、イングランド銀行の健全性規制機構等を含む世界の規制当局は、銀行による配当支払いの上限設定あるいは一時的な配当支払い停止の要請を行っています。こうした状況は、銀行銘柄の投資妙味を大きく損ないません。

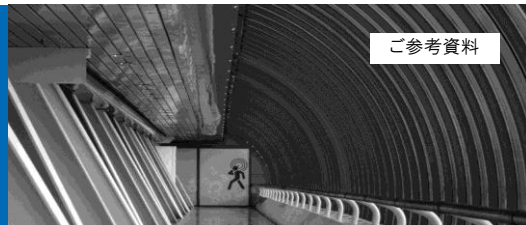
債券・為替

ドルのアンダーウェイトを縮小

ここ数週間のドル高からの急激な反転を受け、ユーロのオーバーウェイトをニュートラルに引き下げました。もともと、これは、短期的なトレーディングであり、長期的な観点では、ドル安の見方を変えていません。

ドル安の根拠は幾つも挙げられます。まず、米国の経済成長見通しが、もはや、他の先進国を大きく上回る状況にはない

Barometer



ことと、金利差が縮小していることです。また、財政赤字と経常赤字を指す「双子の赤字」が先行きを懸念させる水準にまで拡大していることです。ピクテでは、両方の赤字を併せると1970年代以降最悪の水準に達すると試算しています。

11月の大統領選に関連する政治リスクも懸念材料です。最近の世論調査では、バイデン前副大統領がトランプ大統領を破る可能性が増す状況が示唆されており、これが現実となれば、恐らく、企業寄りとはいえない政権が4年間続くことを意味します。いずれの状況も、既に割高感の強まったドルを愛好しない根拠です。

金はオーバーウェイトを維持します。中銀各行による大量の流動性供給に伴うインフレ・リスク、ドル安進行の見通し、地政学リスクの強まり、今年下期の新型コロナウイルスの感染拡大状況を巡る懸念等を勘案すると、ディフェンシブ資産の中でも最も投資妙味が強い状況は変わらず、いずれも、今後一段の上昇を示唆すると考えるからです。

ピクテのテクニカル指標は金を買われ過ぎの領域にあることを示唆していますが、機関投資家の過度に投機的なポジションが構築された兆しは殆ど見られません。これまでの買いの大半は、上場投資信託(ETF)を通じた個人投資家の買いです。インフレ調整後の金価格が40年以上前に付けた過去の高値に近付くにつれてニュースで大きく取り上げられる回数が増えています。インフレ調整前のベースでは、未だに過去最高水準を約30%程度下回ります。「金融抑圧」の状況が債券の分散効果を削ぐ中、金はバランス型ポートフォリオにおいて重要な役割を果たし続けると考えます。

ドルに対するピクテの見方は、債券の組入れの正当性を説明しています。先進国債券の利回りが超低位に張り付き、新興国通貨の割安感が解消されないことから、現地通貨建て新興国債券のオーバーウェイトの度合いを債券セクター中、最も高くしています。新興国通貨は、弊社のモデルで測定すると、過去20年超で最も割安な水準に留まります。

社債は、利回りが低下しているとはいえ、幾分かの価値を提

供していると考えます。低コストの資金調達を可能にすることで企業を支援するとの米国当局の決意が、近い将来、変わる公算は低いと思われます。従って、米国の投資適格社債のオーバーウェイトを維持します。

グローバル市場概況

金の選好を継続

7月の金の騰落率は10.7%と資産クラス中最も高く、価格は過去最高値を更新しました。新型コロナウイルスの感染者が世界中で増え続け、米中間の緊張が高まる中、金のディフェンシブ特性が投資家の注目を集めました。

上記の金選好の二つの要因は、米ドル売りを促すことともなり、ドルの実効為替レート(貿易加重レート)は、2年ぶりの安値を付けました。新型コロナウイルスの感染による米国の死者は、15万人を超え、世界の死者のほぼ4分の1に達しました。4～6月期の実質GDP成長率は、新型コロナウイルスのパンデミックの打撃を受け、前期比年率ベースで約32.9%減と、1940年代以降最悪の水準に落ち込みました。

FRBは、あらゆる手段を駆使して経済を支えること、また、政策金利は必要な限り、ゼロ近辺に留めることを改めて確認しました。FRBの誓約は、米国債券市場に反映され、国債、投資適格社債の利回りはいずれも過去最低水準を更新しました。

その他の債券市場も上昇基調となりました。欧州市場は、経済成長の回復と財政協調の深化に加えて、債券市場の厚みを増し、流動性拡大の可能性を秘めた7,500億ユーロの「欧州復興基金」の創設合意を好感しました。一方、新興国債券市場は、ドル安を受けて上昇しました。新興国株式市場も、月間騰落率8%(現地通貨ベース)と好調でした。

株式市場は総じて堅調でした。各国の金融緩和と財政出動に加えて、概ね滞りなく行われた経済活動再開が、新型コロナウイルス収束後の持続的な回復に対する期待を抱かせました。

米国株式市場は、大幅減益とはなりながらもアナリストの事前予想を上回った直近四半期の企業業績を受け、活気を取り戻

Barometer



しました。

景気循環の影響を最も受けやすい素材セクターや一般消費財サービス・セクターは持ち堪えました。一方、エネルギー・セクターは出遅れ感を払拭できず、マイナスのリターンに終わりました。

※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（2020年7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	26,428	25,813	28,538	+2.4%	-7.4%
(米)ナスダック総合指数	10,745	10,059	8,973	+6.8%	+19.8%
(日)TOPIX	1,496	1,559	1,721	-4.0%	-13.1%
(日)日経ジャスダック平均	3,365	3,443	3,838	-2.3%	-12.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,174	3,234	3,745	-1.8%	-15.2%
(英)FTSE100指数	5,898	6,170	7,542	-4.4%	-21.8%
(中国)上海総合指数	3,310	2,985	3,050	+10.9%	+8.5%
(香港)ハンセン指数	24,595	24,427	28,190	+0.7%	-12.8%
(ブラジル)ボベスパ指数	102,912	95,056	115,645	+8.3%	-11.0%
(インド)SENSEX30指数	37,607	34,916	41,254	+7.7%	-8.8%
(ロシア)RTS指数\$	1,234	1,213	1,549	+1.8%	-20.3%

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	104.60	107.74	109.56	-2.9%	-4.5%
ユーロ	124.13	121.08	122.54	+2.5%	+1.3%
英ポンド	137.21	132.51	143.48	+3.5%	-4.4%
スイスフラン	115.13	113.22	112.40	+1.7%	+2.4%
豪ドル	75.37	73.88	76.52	+2.0%	-1.5%
加ドル	77.88	78.80	83.79	-1.2%	-7.1%
中国元*	15.15	15.25	15.60	-0.7%	-2.9%
ブラジルレアル*	20.31	19.65	27.02	+3.4%	-24.8%
インドルピー	1.41	1.44	1.54	-2.1%	-8.4%
ロシアルーブル	1.42	1.54	1.77	-7.8%	-19.8%
タイバーツ	3.34	3.49	3.63	-4.3%	-8.0%
南アフリカランド	6.25	6.23	7.84	+0.3%	-20.3%

(※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	0.54%	0.65%	1.92%	-0.12%	-1.38%
日10年国債利回り	0.02%	0.03%	-0.02%	-0.01%	+0.03%
独10年国債利回り	-0.56%	-0.50%	-0.19%	-0.07%	-0.38%
豪10年国債利回り	0.83%	0.88%	1.39%	-0.05%	-0.56%
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)	40.10	39.27	61.14	+2.1%	-34.4%
金(1オンス、ドル)	1,975.10	1,783.66	1,520.50	+10.7%	+29.9%

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、投資その他の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。