

# Barometer

2020年  
6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

## 実体経済から乖離する株式市場



### ■グローバル資産クラス

世界のほぼ全域で都市封鎖が解除され経済活動が再開しつつあることから、リスク資産は、3月の底値から急回復し下げを取り戻したと思ひ込みたくなるかもしれません。とはいえ、危機は収束し、世界経済はV字型の急回復に向けた道筋を歩みつつあると考えるのは時期尚早だと考えます。従って、主要資産クラスは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、日本株の短期的なアンダーウェイトを解消しました。海外旅行抑制による国内消費の拡大、景気刺激策、非常事態宣言の解除などの恩恵を受けるとみまます。一方、英国は強い反発を見込み難いエネルギー銘柄の組入比率が高いこと、ブレグジットを巡る交渉が山場を迎えていることなどから、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、中国の景気回復の恩恵が期待され、バリュエーション面でも魅力が増しているため素材セクターをオーバーウェイトに引き上げました。一方、債券利回りが低水準のなか、融資の貸倒引当金が増える状況は強い逆風となることから、金融セクターをニュートラルに引き下げました。

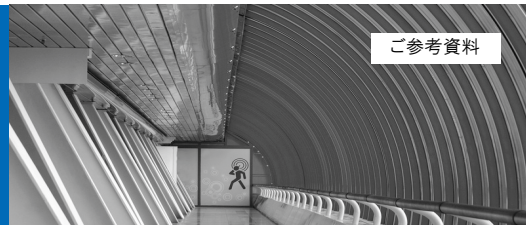
### ■債券

現地通貨建て新興国債券はオーバーウェイトを継続します。新興国の平均インフレ率が過去最低に留まっており、もう一段の利下げ余地が残されているからです。ユーロ圏債券も中央銀行の景気対策に支えられているといえ、多くの市場は利回りがマイナス圏に沈んでおり、ユーロ圏ソブリン債、社債ともにニュートラルを維持します。

金に関しては米中間の緊張が再び強まる状況で魅力的なヘッジ手段となることから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		
	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

### 売られ過ぎのセクターに注目

世界のほぼ全域で都市封鎖(ロックダウン)が解除され経済活動が再開しつつあることから、リスク資産は、3月の底値から急回復し下げを取り戻したと思ひ込みたくなるかもしれません。とはいえ、危機は収束し、世界経済はV字型の急回復に向けた道筋を歩みつつあると考えるのは時期尚早だと考えます。従って、主要資産クラスはニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。

リスクは均衡状態にあると考えます。新型コロナウイルスは、感染率、致死率ともに低下基調を維持し、世界のほぼ全域で楽観的な見方が強まって財政・金融刺激策の効果が期待されていますが、年後半に感染拡大の第2波が到来する確率を軽視することは出来ません。加えて、企業部門は、当面の間、社会的距離(ソーシャル・ディスタンス)の指針を遵守するため事業運営の再構築を迫られる等、新たな課題に直面していることにも注意が必要です。

ピクテの景気循環指標は、世界経済が、総じて、最悪期を脱しつつあることを示唆しています。毎日の様々な活動を計測するアップルやグーグルの「デイリー・アクティビティ・トラック」は、先進国の多くが、3月あるいは4月の活動量の減少分を半減し、徐々に、正常化に向かいつつあることを示しています。新型コロナウイルス発生前の水準を、ユーロ圏は24%強、日本と米国は15%程度、下回っているのに対し、中国は1月の水準を回復していますが、ロックダウンについても景気対策についても、独自の政策を講じている国のことから、他国が参考にするのは適切ではないかもしれません。

米国では失業者の急増が消費を直撃しており、ピクテでは、個人消費の山から谷への下げが12%に達すると見えています。巨額の財政刺激が影響を和らげると考えます。米国の財政赤字は高水準に膨れ上がっており、今後下院での討議が予定される各種の追加支援策を除いても、GDP(国内総生産)比

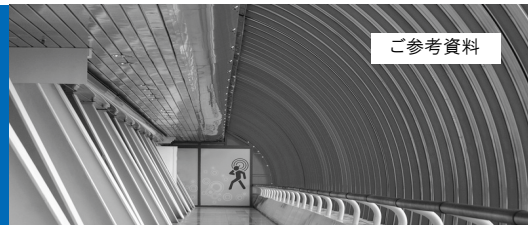
20%強の4兆ドルに達することが予想されます。追加資金の90%強は、米連邦準備制度(FED)が供給します。

一方、ユーロ圏は、これまでのところ、米国に比べて慎重な対応に終始してきましたが、共通債の発行を通じて資金を調達し、(補助金と融資を組み合わせ)7,500億ユーロの復興基金を新たに創設するとの提案がなされたことは域内の財政統合に向けた大きな一歩だと考えます。当基金は、とりわけ危機発生直後の加盟国間の団結に欠けた行動を勘案すると、短期の救済策よりも遥かに重要な施策となる可能性があり、ユーロ圏にとっての大きな進展を意味します。恐らくそうなることが想定されますが、復興基金設立案が骨抜きにされたとしても、独仏両国が主導する基金の創設は、域内の中・長期の経済見通しを変える可能性があると考えます。

中国とインドが支える新興国経済の落ち込みは、先進国よりも軽度にとどまると見られますが、今年の世界経済は3.6%のマイナス成長が予想され、山から谷への下落は7.4%と(2008年の)グローバル金融危機の2倍に達することが想定されます。ピクテの流動性指標は、リスク性資産に極めて強気です。史上最大の紙幣発行(資金供給)と、発行された紙幣を、2008年~2009年の金融危機時とは異なって、信用創造を通じて市中に流通させることが出来るほど銀行のバランスシートが堅固だからです。公共部門および民間部門の流動性創出は、世界のGDPの23%に相当し、2016年に記録した前回のピーク時の17%を上回ります。うち、中央銀行が供給する流動性は年間13%と2009年の8%を上回ります。もともと、通貨創造の勢い(モメンタム)はピークを打ちつつあるように思われます。市場は企業収益の鈍化よりも資本コストの永続的な低下を織り込んで推移しており、このような状況がバリュエーションを押し上げています。

株式は、3月の安値から30%上昇し、足元、適正水準に戻っていますが、債券は、これまで以上に割高感が際立ちます。株式は、債券と比べると幾分かの上値余地を残していますが、絶対水準でみたバリュエーションが問題です。米国等、一部の市場では株価収益率(PER)が、趨勢利益ベースで見ても、極めて高水準に留まっており、コロナ危機とその余波が利益に

# Barometer



及ぼすことが予想される影響(ピクテでは市場のコンセンサスの2倍にあたる40%の落ち込みを見込んでいます)が懸念されることはいうまでもありません。資産クラス内のバリュエーションの分散(ばらつき)は極端ですが、地域別ならびに業種別の相対ランキングはコロナ危機前と殆ど変わりません。

ピクテのテクニカル指標は、株式市場の調整の可能性と、複数の季節要因によるリスク資産への逆風を示唆しています。投資家心理は、正常な水準に回帰していますが、極端な弱気相場で散見される通り、個人投資家が市場の急落時に保有株式を売り切れなかったことには注意が必要です。一方、投資の専門家の間では、足元の上昇相場に懐疑的な見方が優勢で、高位のキャッシュ・ポジションを維持していることが、アンケート調査から示唆されます。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 最良の選択肢はディフェンシブ・セクター

世界経済是最悪期を脱しきれていませんが、一方、株式市場の短期的な先行きは若干改善したと考え、市場の急落時に特に大きく売られた複数の景気敏感セクターの組入れを引き上げることとしました。

鉱業や化学等、素材セクターはとりわけ魅力が増していると考えます。中国では経済活動指数(「デیلیー・アクティビティ・トラッカー」)が既に1月の水準を回復していることから、当セクターは、今後展開される景気回復の恩恵に浴することが期待されます。更に重要なことには、過去の例では、素材株の上昇に資する傾向が認められるマネーの拡大が散見されることです。当セクターは、バリュエーション面でも魅力が増しているため、ニュートラルからオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に引き上げました。

もともと、景気敏感セクターが全て魅力的だというわけではありません。金融セクターは、景気敏感セクターであり、かつ、割安感が強いことは間違いありませんが、割安株(バリュー株)

の上昇相場は、今後数カ月、期待できそうにありません。債券利回りが低水準に張り付く環境下、融資の貸倒引当金が増える状況は強い逆風となることを意味します。従って、金融セクターはニュートラルに引き下げました。

地域別では、ピクテのモデルで最も割安な市場の一つである日本市場の先行きが改善しています。中国と同様、日本では、観光業の不振が国内消費の拡大に寄与したものとされます。海外での消費が自宅での買い物に替わったからです。また、内閣も追加の景気刺激策として、1.1兆ドル相当の支出を承認しており、安倍首相は、これが実行に移されれば、景気支援策の総額はGDPの40%強に相当すると述べています。また、月中には、新規の感染者が激減したことから非常事態宣言が解除されています。従って、日本株の短期的なアンダーウェイトを解消しました。

一方、英国はバリュエーション面での魅力は残るもののオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。FTSE100株価指数は、近い将来、強い反発を見込み難いエネルギー銘柄の組入れ比率が高いこと、また、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る交渉が山場を迎えており、株式市場が動揺する可能性も考えられるからです。

上述の通り、景気循環に沿って資産配分の小幅の調整を行いました。リスクは概ね均衡しているとの見方は変わりません。リスクの均衡は、スイス株やヘルスケア株等、ディフェンシブ銘柄の組入れを維持することで図っています。

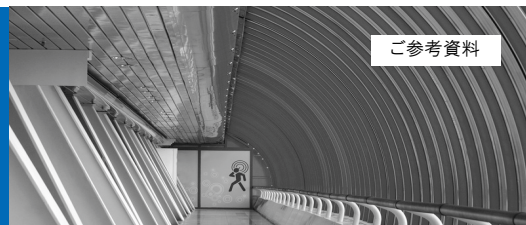
## 債券・為替

### 紙幣の増発続く

紙幣の大量印刷が続いています。

世界の中央銀行は、新型コロナウイルスの打撃を受けた経済の回復に向けて、GDPの13%に相当する7.5兆ドルを供給する市場最大の大型景気対策を講じています。こうした行動

# Barometer



が債券市場の全てのサブ・セクターを大きく押し上げていますが、市場の一部には割高感が際立つことから、投資家にはこれまで以上の識別力が求められます。

ピクテでは米国市場の選好を続けており、従って、国債ならびに投資適格債のオーバーウェイトを維持しています。

FEDは世界の中銀の中で最も積極的な対策を講じており、量的緩和策には社債の買入が含まれています。

政策金利がゼロ%を下回る公算は極めて低いと思われませんが、今後数カ月のうちに、インフレ率が目標を大きく下回った場合には、日銀の政策に似たイールドカーブ・コントロールが導入される可能性があると考えます。

FEDによる今年の流動性供給総額は2.4兆ドルを上回り、年末までに4兆ドルを超えることが予想される財政赤字の60%程度が賄われると考えます。

こうした状況により、非伝統的金融緩和の効果を考慮した、実質ベースの米国の「影の政策金利」は、足元の-3.3%から年末までに過去最低水準の-4.7%を更新すると思われま

す。現地通貨建て新興国債券は引き続き魅力的だと考えます。新興国の予想インフレ率が過去最低の2.5%に留まっているため、韓国、ロシア、トルコ等にはもう一段の利下げ余地が残されています。

ユーロ圏債券も中央銀行の景気対策に支えられているとはいえ、多くの市場は利回りがマイナス圏に沈んでおり、魅力に欠けます。前述の通り、独仏両国が主導する復興基金の創設は先行きを期待させますが、イタリア、スペイン、ポルトガル国債の(ドイツ国債に対する)超過利回り(イールドスプレッド)は既に大きく縮小しており、一段の上昇相場は限られます。従って、ユーロ圏ソブリン債、社債ともにニュートラルを維持します。

金のオーバーウェイトも変わりません。また、足元の上昇相場をもってしても上値余地があると考えます。米中間の緊張が再び強まる状況では魅力的なヘッジ手段となるからです。

世界の中銀各行による積極的な金融緩和は、長期的に見

て通貨価値の下落リスクを強めることとなり、このことも貴金属のサポート要因です。

通貨では、「安全通貨」のスイスフランを引き続き選好します。

## グローバル市場概況

### 株式、原油市場ともに堅調な地合いを維持

5月のグローバル株式市場は上昇基調を維持し、月間リターンは4%台後半(現地通貨ベース)と、前月比ほぼ横這いに終わった債券市場を上回りました。

投資家は、各国のロックダウン解除と中国の良好な経済指標を好感し、景気回復に期待する楽観的な見方を強めました。先進国株式市場では、日本市場が6%強の上昇と、とりわけ好調で、米国市場も5%強の上昇と堅調な地合いを維持しました。

新興国市場は、アジア市場がほぼ横這いに終わるなど、先進国市場に出遅れました。

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、年初来リターンは、ヘルスケア・セクターを除くと、唯一、プラス圏に留まりました。

素材、資本財および一般消費財サービスの各セクターは、いずれも6%近辺の上昇を記録しました。

先進国ソブリン債は、概ね、前月比横這いに終わりました。

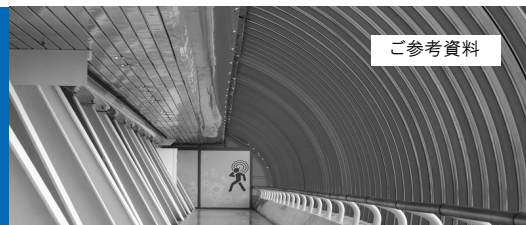
新興国市場では、ドル建て国債、現地通貨建て国債、社債の全てが上昇しました。

先進国社債市場では、米国、欧州ともに、ハイイールド債が投資適格社債を上回りました。

原油市場は大幅に上昇し、過去数カ月の下げ相場からV字型の回復を実現しました。その他の国際商品(資源)市場は原油市場に追随する展開となりました。

米ドルは、0.7%の下落となりました。他国との金利差の縮小や米国の財政赤字の拡大を巡る投資家の懸念が強まりました。

# Barometer



英ポンドも下落となりました。イングランド銀行が景気浮揚のため、借入コストをマイナス金利に引き下げるのではとの観測が強まりました。

※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5月）

世界の主要株式市場(現地通貨へ)	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	25383	24346	28538	+4.3%	-11.1%
(米) ナスダック総合指数	9490	8890	8973	+6.8%	+5.8%
(日) TOPIX	1564	1464	1721	+6.8%	-9.2%
(日) 日経ジャスダック平均	3415	3169	3838	+7.8%	-11.0%
(欧) ユーロ・ストックス50種	3050	2928	3745	+4.2%	-18.6%
(英) FTSE100指数	6077	5901	7542	+3.0%	-19.4%
(中国) 上海総合指数	2852	2860	3050	-0.3%	-6.5%
(香港) ハンセン指数	22961	24644	28190	-6.8%	-18.5%
(ブラジル) ボベスパ指数	87403	80506	115645	+8.6%	-24.4%
(インド) SENSEX30指数	32424	33718	41254	-3.8%	-21.4%
(ロシア) RTS指数\$	1220	1125	1549	+8.4%	-21.3%
(世界) MSCI世界株価指数	-	-	-	+4.5%	-8.3%
(新興国) MSCI新興国株価指数	-	-	-	+0.5%	-12.0%

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	107.53	106.87	109.56	+0.6%	-1.9%
ユーロ	119.13	116.00	122.54	+2.7%	-2.8%
英ポンド	132.53	132.98	143.48	-0.3%	-7.6%
スイスフラン	111.52	109.49	112.40	+1.9%	-0.8%
豪ドル	71.35	69.84	76.52	+2.2%	-6.8%
加ドル	78.01	76.90	83.79	+1.4%	-6.9%
中国元*	15.08	15.16	15.60	-0.6%	-3.4%
ブラジルリアル*	19.84	19.75	27.02	+0.4%	-26.6%
インドルピー	1.43	1.43	1.54	±0%	-7.1%
ロシアルーブル	1.52	1.46	1.77	+4.1%	-14.1%
タイバーツ	3.38	3.30	3.63	+2.4%	-6.9%
南アフリカランド	6.16	5.89	7.84	+4.6%	-21.4%

(※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	0.63%	0.65%	1.92%	-0.01%	-1.29%
日10年国債利回り	0.01%	-0.04%	-0.02%	+0.05%	+0.02%
独10年国債利回り	-0.45%	-0.59%	-0.19%	+0.14%	-0.26%
豪10年国債利回り	0.90%	0.92%	1.39%	-0.02%	-0.49%
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、1)	35.57	19.23	61.14	+85.0%	-41.8%
金(1オンス、ドル)	1731.55	1704.81	1520.50	+1.6%	+13.9%

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。