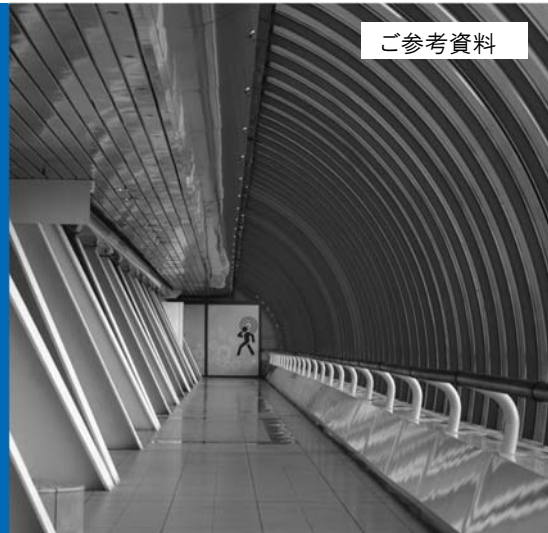


# Barometer

2021年  
4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

上昇相場の継続を期待



## ■グローバル資産クラス

世界の株式市場は、世界経済の力強い回復の恩恵を享受しています。潤沢な流動性と巨額の財政刺激に加え、新型コロナウイルス・ワクチンの接種が世界各地で加速するとの期待が、債券から株式への資金移動を促していると考えています。ピクテでは、こうした状況は暫く変わらないとの見方に基づき、株式のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)、債券のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)、キャッシュのアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)を継続します。

## ■株式:地域別・スタイル別

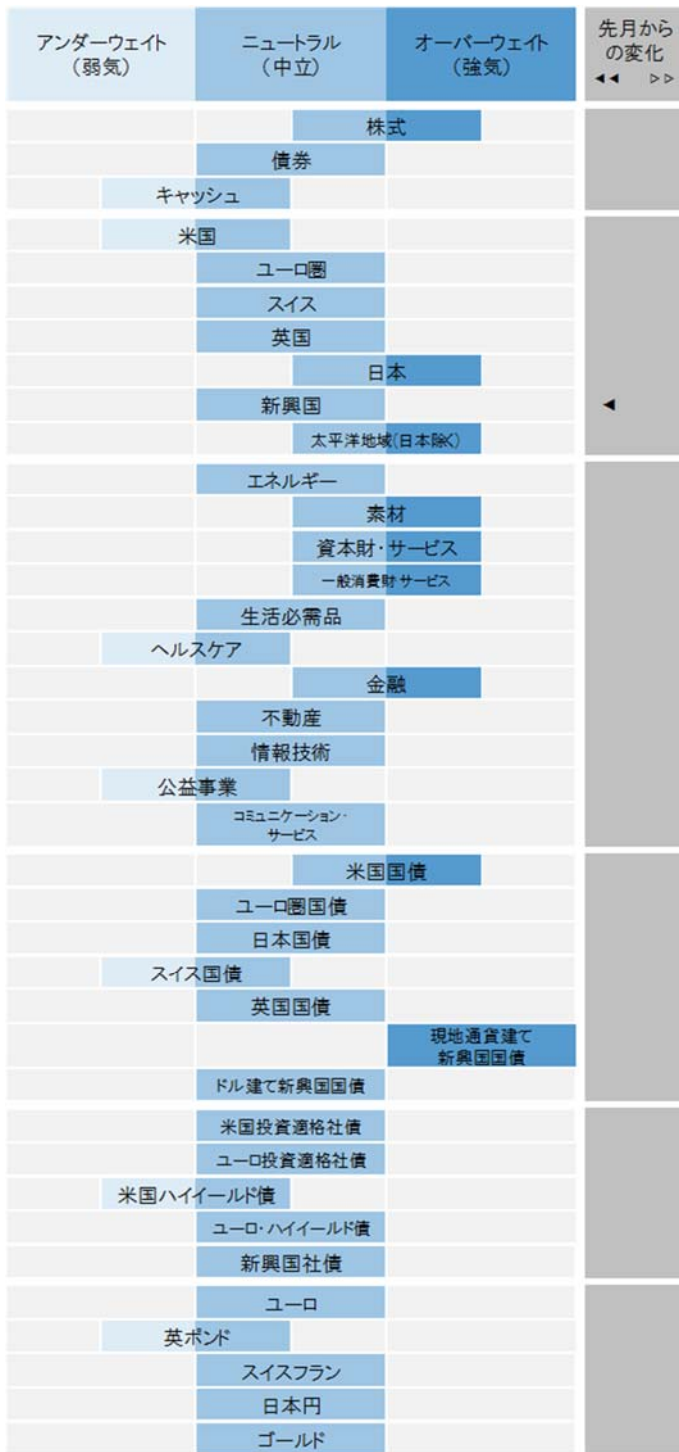
地域別では、新興国株式を短期的にオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。世界の株式市場の上昇のけん引役は中国市場から米国市場に移っていると考えられることに加え、新興国市場を取り巻く環境には、米ドル高と米国国債の実質金利の上昇という逆風が吹いています。

## ■株式:業種別

景気敏感株式を選好し、資本財、素材、一般消費財セクターのオーバーウェイトを継続します。また、2020年10月以降、世界株式を約17%上回るパフォーマンスを記録するなど好調に推移し、今後も上昇が期待される金融セクターのオーバーウェイトを継続します。

## ■債券

インフレ懸念が世界の債券市場に波紋を広げています。景気回復の勢いが増し、企業、消費者ともに、消費や投資に向かう可能性のある資金をため込んでいる状況を勘案すると、将来、いずれかの時点で、物価上昇圧力が増すことを予想しています。このようななか、インフレに特に脆弱な社債市場に対する警戒感を高めています。



# Barometer



## 資産配分

### 経済の拡大基調が景気敏感セクターを 選好する根拠に

世界の株式市場は、世界経済の力強い回復の恩恵を享受しています。

潤沢な流動性と巨額の財政刺激に加え、新型コロナウイルス・ワクチンの接種が世界各地で加速するとの期待が、債券から株式への資金移動を促していると考えています。

ピクテでは、こうした状況は暫く変わらないとの見方に基づき、株式のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を継続します。

もともと、米国の景気回復が加速するに連れて、米国長期金利の上昇とドル高の進行が、低金利のドル資金調達に依存してきた新興国にとっての懸念材料になっていることには留意が必要だと考えます。

従って、新興国株式をオーバーウェイトからニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き下げます。一方、債券のニュートラルとキャッシュのアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)は継続します。

ピクテの景気循環指標は、米国の力強い景気回復を受け、グローバル経済の回復にも弾みが付きつつあることを示唆しています。

米国で個人に配布される過程にある1,400ドルの連邦政府給付金が消費に回り始めています。

また、米国家計の(金融資産の総額から負債を差し引いた)純金融資産は、(約1.9兆ドル規模の追加経済対策による新規の給付金の受給以前にあたる)2020年12月までの1年間で約10%増加し、過去最高の約130兆ドルに達しています。

また、この10%の増加は、GDP(国内総生産)の約70%を占める個人消費を1%押し上げるものと想定しています。このことを勘案すると、2021年の米国の実質GDP成長率は前年比で+7%に達する可能性があると考えます。

力強い経済成長はインフレ圧力を強めることが予想されます

が、物価の上昇は緩やかなものに留まるものと思われます。商品価格の上昇や供給不足等の一時的な要因によるモノの価格に対する上昇圧力は今後数カ月以内に収まり、年後半に予想されるサービス価格の上昇を一部相殺すると考えます。

米国のインフレ率が、2021年内に米連邦準備制度理事会(FRB)が目標とする2%を超えて継続的に上昇する可能性は、労働市場の逼迫に起因する賃金の急上昇がない限り、極めて低いと考えます。

一方、中国経済は、力強く回復を続けています。3月の非製造業ビジネス活動指数は2020年2月末を底に改善基調にあり、輸出量の水準は長期平均を約32%上回っています。また、建設活動にも減速の兆しが見られず、商品価格を押し上げる要因になっていると考えます。

ピクテでは、中国の2021年の実質GDP成長率予想を1%上方修正し、10.5%としています。

ユーロ圏経済が米・中両国に出遅れているのは、加盟国の一部で、新型コロナウイルス感染が再拡大し、社会活動や経済活動が一部制限されているためだと考えています。

ユーロ圏経済は、域内のワクチン接種状況の改善が見込まれる4~6月期中の回復が予想されます。また、同時期の実施が見込まれる総額約2兆ユーロの財政刺激策の寄与も期待されます。

ピクテの流動性指標は、世界の中央銀行が総じて十分な流動性供給を継続する一方で、一部の中央銀行は金融引き締めめに転じつつあることを示唆しています。

例えば、世界の流動性の5分の1以上を供給する中国では、中央銀行が金融引き締めめに転じており、年後半には、株式のバリュエーションを下押し状況も予想されます。民間セクターに対する新規の流動性供給量を表す「クレジット・インパルス」は2020年の下期に、2009年の下期以降の最高水準に達した後、足元では過去20年平均にまで低下しています。

中国以外の新興国では、世界的な債券利回りの急上昇やドル高の進行が金融緩和の継続を難しくしており、トルコ、ブラジル、ロシア等の国は、通貨防衛とインフレ抑制のため、景気の本格的な回復を待たずに金融緩和の撤回を余儀なくされて

# Barometer



います。

これに対し、足元の米国の流動性の状況は、今のところ、リスク資産にとっての追い風となっていると考えています。

また、FRBは、景気拡大局面にありながら、極めて緩和的な金融政策を維持しており、近い将来、金融緩和政策の縮小が発表されるリスクが増していると考えています。

ピクテのバリュエーション指標はリスク資産に対する割高感を示唆しており、特にグローバル株式は、弊社モデルによる測定では、特に割高な水準に達しています。

一方、ピクテのテクニカル指標は、年初来の株式市場への巨額の資金流入が継続すること示しており、リスク資産にやや強気な姿勢です。

そのようななか、新興国の株式や債券市場は苦戦を強いられています。国際金融協会(IF)によれば、米国長期国債利回りの急上昇が嫌気され、新興国の株式と債券市場から資金が流出しました。4週間移動平均ベースでは、2013年の「テーパー・タントラム」(当時のFRB総裁の量的緩和縮小を示唆する発言が引き起こした債券利回りの急上昇(債券市場の急落))時に近い水準に達しています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国市場の組入れを抑え、景気敏感セクターの投資妙味に注目

複数の要因が新興国株式市場にとっての向かい風になると考え、新興国株式を短期的にオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

新興国株式は、2020年の最安値から約+70%と大きく上昇していることから、もはや割安な水準にないと考えています。世界の株式市場の上昇のけん引役は中国市場から米国市場に移っていると考えられることに加え、新興国市場を取り巻く環境には、米ドル高と米国国債の実質金利の上昇という逆風が吹いています。

先進国の中央銀行による流動性供給の縮小から、どのような影響を新興国株式市場が受けるかどうかは定かではありません。

せんが、(FRBが資産購入の縮小計画に言及したことが市場の急落をもたらした)2013年の「テーパー・タントラム」に先立つ時期と比べれば、新興国の経常収支は、総じて、改善されていると考えています。とはいえ、景気の完全回復を待たずに流動性供給が縮小することで、新興国が通貨防衛とインフレ抑制を余儀なくされる可能性があると考えています。具体的には、ブラジル、ロシア、トルコの3カ国は、既に金融政策の正常化に向かっていきます。

現状の米国株式のバリュエーションが維持されるには、経済の長期成長率が安定的に推移し、企業業績の成長率が過去の長期平均を上回って推移し、かつ10年国債利回りが2%を下回る水準に留まる場合に限られると考えます。

一方、債券の実質利回りの上昇は、割安株(バリュー株)や先進国株式、とりわけ、オーバーウェイトとしている日本株式が相対的に堅調に推移する要因になり得ると考えています。

従って、(景気変動の恩恵を相対的に大きく享受するとされる)景気敏感株式を选好し、資本財、素材、一般消費財セクターのオーバーウェイトを継続します。実質金利が長期平均を大きく下回る水準に留まりつつ、上昇基調にあることを勘案すると、割安株式(バリュー株式)は成長株式(グロース株式)よりも優位な状況にあるように思われます。中でも、金融セクターがとりわけ注目されます。現地通貨建てで、2020年10月以降、世界株式を約17%上回るパフォーマンスを記録するなど好調に推移し、今後も上昇が期待される金融セクターのオーバーウェイトを継続します。

## 債券・為替

### 社債回避の継続

インフレ懸念が世界の債券市場に波紋を広げています。景気回復の勢いが増し、企業、消費者ともに、消費や投資に向かう可能性のある資金をため込んでいる状況を勘案すると、将来、いずれかの時点で、物価上昇圧力が増すことを予想しています。また、債券市場の中でも、社債市場は、経済が高



# Barometer



い成長を遂げ、インフレ率が上昇する局面で最も脆弱な資産クラスだと考えています。例えば、米国の投資適格社債は低利回り水準で推移していて、インカム収益によるバッファがないに等しい状況です。利回りは約 2.3%と、期待インフレ率（米国インフレ連動国債(TIPS)を用いて算出した 10 年国債ブレークイーブン・インフレ率）の約 2.4%を僅かに下回る水準にあります。

米国ハイイールド債は、更に脆弱だと考えています。株式に対するイールド・プレミアム(リスクの対価としての上乗せ利回り、ハイイールド債の利回り-株式の益利回りで算出)は僅か 1%に留まっています。

国際決済銀行(BIS)によれば、米国の金融機関を除く企業セクター向けの融資総額は GDP の約 84%に達している等、史上最高水準に積み上がった企業債務は、予想される賃金上昇圧力と相俟って、企業業績の悪化に繋がる可能性があり、新たなリスク要因になると考えます。

一方、人民元建ての中国債券市場は、インフレ上昇局面を切り抜ける態勢を整えていると考えます。実際に、足元の債券市場の下落局面においても、年初来リターンがプラス圏を維持しているなど、強い耐性を示しています。3%を上回る魅力的な利回りに加えて、先進国債券やその他の主要資産クラスとのリターンの相関が低いことから、分散効果が得られることも注目されます。

加えて、物価連動国債、なかでも米国物価連動国債の相対的な魅力度が高いと考えます。

また、バリュエーション面での魅力が増しつつある米国国債も、先行きが期待されます。米国 10 年国債利回りは 2021 年 1~3 月期中に約 80 ベーシス・ポイント(0.8%)上昇し、過去の市場で上昇相場に転じた状況に近付いています。

更に、市場に織り込まれた金利水準は、エコノミストのコンセンサス予想や FRB の予想水準とほぼ一致しています。従って、10 年国債利回りは、1.75%を大きく上回らないと考えており、これ以上の利回りはないと考えています。

米国国債利回りは、安定して推移するにしても、低下に転じるにしても、他の主要国の国債利回りを上回って推移するものと

思われ、利回り格差が殆どの通貨に対するドル高に繋がると考えています。一方で、中長期的にはドル安が進行するとの見方は変わりません。

## グローバル市場概況

### 景気回復局面で強まった株式市場への確信度

想定外の出来事が相次いだ2021年1~3月期の期末を向かえました。コロナ禍で被った打撃から回復を遂げる経済の底力に対する確信度を多くの投資家が高めていると見ています。3月末のS&P500種株価指数は、2020年12月末比で約+6%上昇し、過去最高水準を更新しました。欧州市場は米国市場以上に好調で、Stoxx600株価指数は約+8%の上昇となりました。投資家の「アニマル・スピリッツ」(不確実な状況で経済活動の原動力になり得る野心的な意欲)を裏付けたのが金価格の下落基調だと考えています。金価格は、2020年8月の高値から約-20%の下落となり、同年3月の水準に戻っています。

株式市場の上昇は、先進国を中心に、大規模な金融緩和と巨額の財政刺激が継続されたことに因るものだと考えています。米国ではバイデン政権が約1.9兆ドルの追加経済対策法案を可決させ、家計には1,400ドルの給付金が支給されています。更に、法人税率の引き上げを財源とした約2兆ドル規模の「インフラ投資計画」が発表されています。一方、ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)が、資金調達コストの上昇を抑えるため、債券買入のペースを「従来以上に速いペースで実施する」意向を表明しています。

合併・買収(M&A)活動が急速に回復したことも、株式市場上昇の一因です。ブルームバーグによると、2021年1~3月期中に成立したM&A案件は、金額ベースで約1.1兆ドルに達し、1~3月期では、1998年以来の最高を記録しました。

経済の先行きが明るさを増したことから、国債市場はインフレ圧力の持続的な上昇の可能性を織り込み始め、米国10年国債利回りは年初の約0.9%から約1.7%に上昇しました。また、米

# Barometer



国の金利の上昇がドル高の進行を促したと考えています。

新興国市場では、資産価格の変動率(ボラティリティ)が上昇する展開となりました。トルコでは、エルドアン大統領がトルコ中央銀行の総裁と副総裁を相次いで更迭したことから、株式、債券、為替の3市場がいずれも急落し、投資家を動揺させました。トルコ・リラは、1～3月期中に対ドルで約-10%の大幅下落となりました。その他の新興国通貨も急落を余儀なくされ、ブラジル・リアルは、財政収支の悪化や政府の新型コロナウイルス対応の不備を巡る懸念で売られたものと考えています。ボルソナロ政権の複数の閣僚が辞任したことも投資家の不安を増す結果となりました。

※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（2021年3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	32,982	30,932	30,606	+6.6%	+7.8%
(米)ナスダック総合指数	13,247	13,192	12,888	+0.4%	+2.8%
(日)TOPIX	1,954	1,864	1,805	+4.8%	+8.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,939	3,798	3,719	+3.7%	+5.9%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,919	3,636	3,553	+7.8%	+10.3%
(英)FTSE100指数	6,714	6,483	6,461	+3.6%	+3.9%
(中国)上海総合指数	3,442	3,509	3,473	-1.9%	-0.9%
(香港)ハンセン指数	28,378	28,980	27,231	-2.1%	+4.2%
(ブラジル)ボベスバ指数	116,634	110,035	119,017	+6.0%	-2.0%
(インド)SENSEX30指数	49,509	49,100	47,751	+0.8%	+3.7%
(ロシア)RTS指数\$	1,477	1,412	1,387	+4.6%	+6.5%
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	110.71	106.25	103.50	+4.2%	+7.0%
ユーロ	129.80	129.15	126.95	+0.5%	+2.2%
英ポンド	152.23	148.48	139.82	+2.5%	+8.9%
スイスフラン	117.45	117.34	117.15	+0.1%	+0.3%
豪ドル	84.36	83.31	78.84	+1.3%	+7.0%
加ドル	87.78	84.09	80.83	+4.4%	+8.6%
中国元*	16.86	16.49	15.79	+2.2%	+6.8%
ブラジルリアル*	19.58	19.12	19.88	+2.4%	-1.5%
インドルピー	1.52	1.47	1.42	+3.4%	+7.0%
ロシアルーブル	1.46	1.42	1.41	+2.8%	+3.5%
タイバーツ	3.54	3.50	3.44	+1.1%	+2.9%
南アフリカランド	7.42	7.05	7.04	+5.2%	+5.4%
(※リフィニティブ・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	1.75%	1.45%	0.91%	+0.30%	+0.83%
日10年国債利回り	0.09%	0.16%	0.02%	-0.07%	+0.07%
独10年国債利回り	-0.33%	-0.29%	-0.58%	-0.04%	+0.24%
豪10年国債利回り	1.81%	1.85%	1.01%	-0.05%	+0.79%
米政策金利(FFレート)	0.25%	0.25%	0.25%	±0%	±0%
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)	59.19	61.55	48.35	-3.8%	+22.4%
金(1オンス、ドル)	1,704.74	1,727.44	1,897.77	-1.3%	-10.2%

※ 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。