

# Barometer

2021年  
2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

## 株式のオーバーウェイトを継続



### ■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・接種が世界各地で進む中、経済の先行きも、各国の追加経済対策が支えとなり、明るさを増しています。従って、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。またキャッシュはアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)、債券は引き続きニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、引き続き新興国株式と日本株式のオーバーウェイトを維持します。また、新興国市場では、中国がとりわけ注目されます。2020年内に始まった製造業および輸出企業の回復に加え、内需の拡大が、主要経済活動指標を、コロナ禍前を大きく上回る水準に押し上げていると考えています。

### ■株式:セクター別

セクター別では、ヘルスケア・セクターをニュートラルに引き下げ、ディフェンシブ・セクターの組入れ比率を落としました。一方で、素材、資本財・サービス、一般消費財・サービス等の景気敏感セクターをオーバーウェイトとしています。ディフェンシブ・セクターと比較した景気敏感セクターの相対PERは上昇基調にあり、堅調な景気先行指数からはもう一段の上昇余地があることが示唆されます。

### ■債券

債券では、魅力的な利回り水準に加え、人民元高傾向により投資妙味が際立っている中国債券を筆頭に、現地通貨建て新興国債券をフル・オーバーウェイトに引き上げました。一方で、米国投資適格債券は、実質利回りが0%を下回っていることから、ニュートラルに引き下げました。

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

### 楽観が優勢

新型コロナウイルス・ワクチンの認可・接種が世界各地で進む中、経済の先行きも、各国の追加経済対策が支えとなり、明るさを増しています。従って、景気回復の恩恵を最も大きく受けることが予想される地域や業界にウェイトをかけ、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)を維持します。また、株式に対する強気の見方は、市場の一部で個人投資家の勢力が増したことに因るリスクを示唆するテクニカル要因も勘案したものです。

1週間で株価が約400%も上昇した赤字のゲーム小売りチェーン、ゲームストップ等の株式を巡る個人投資家とヘッジファンドの対決が他銘柄にも広がる状況が懸念されています。売買高の急増と、ヘッジファンドが他の銘柄の空売りポジションを落としたことを受け、ボラティリティ指数が大きく上昇しました。

ゲームストップ等の株価の急騰に因って損失を被ったヘッジファンドが、その他の資産の継続的な投げ売りを余儀なくされるとしたら状況の悪化は必至ですが、そうした状況が発生する公算は極めて小さいと考えます。また、ファンダメンタルズの改善基調を変えてしまうこともないと考えます。

ピクテの景気循環指標は、株式に強気の姿勢を保持する根拠の1つです。足元の都市封鎖(ロックダウン)の再発動が経済活動を停滞させていることは確かですが、経済活動に関する指標は既に改善に転じており、景気の減速は比較的軽微に留まっていると考えています。今回のロックダウンでは、製造業の休業はなく、企業は総じて、去年のロックダウン時よりも優れた対応をとっていると考えています。またこの間、各国政府は追加の景気対策を講じる準備を整えています。

2021年の世界の実質経済成長率は、追加の景気対策、ワクチン認可・接種費用の国家予算への計上や消費者心

理の改善等により、市場のコンセンサス予想を若干上回る前年比+6.1%を達成すると予想しています。また、当予想には、米国、ユーロ圏ならびに新興国の成長率予想の上方修正が反映されています。新興国では、商品(コモディティ)に対する需要の拡大と価格上昇が恩恵をもたらすと考えます。また、順調に回復しつつある世界貿易の拡大から先進国よりも大きな恩恵を享受すると考えています。地域別の成長率では日本を除くアジアが前年比約+8.9%と他地域をけん引し、欧州・中東・アフリカ(EMEA)(約+4.9%)とラテンアメリカ(約+3.9%)がこれに続くと考えます。従って、新興国株式をオーバーウェイト、現地通貨建て新興国債券をフル・オーバーウェイトとします。

インフレ率が抑制されている限り(年内はそうした状況が継続すると予想しています)、中央銀行は金融緩和策を維持すると考えます。もともと、流動性の状況は緩やかながら縮小しつつあり、民間部門の流動性に限れば、過去の平均水準を下回っています。政府保証付き融資策を好感した信用の拡大は徐々に縮小し、主要5カ国・地域(米国、中国、ユーロ圏、英国、日本)のGDP比の流動性総量は、ピークの2020年8月の約28%から約16%に縮小しています。一方で、依然として、長期平均を上回る水準にあることには留意が必要です。

中央銀行の超緩和政策が全ての主要資産クラスのバリュエーションを押し上げていると考えています。バリュエーションのみを判断材料とした場合、ピクテのモデルが「買い」を示唆する資産は現時点では、通貨以外にありません。

また、長期金利が低下基調にあることが株価収益率(PER)に持続的な影響を及ぼす公算は小さいと考えます。また、債券利回りは大規模な金融緩和が継続していることもあり、低水準にあると考えています。S&P500種株価指数の12ヵ月予想PERが約23倍の状況は極めて割高な水準にあると考えていますが、これが大幅に縮小する可能性があるとの見解を見直す必要があるかもしれません。

企業、とりわけ景気敏感セクターに属する企業の利益予

# Barometer



想については、3ヵ月前の予想と比べて、増益余地が大きいと見ており、EPSの伸びによるトータルリターンへの寄与が期待されます。

リスク性資産のバリュエーションは割高な水準にあるとしても、良好なマクロ経済環境が継続する限り、上昇局面が継続する可能性があると考えています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 景気敏感セクターに注目

弊社エコノミストが世界経済見通しを上方修正したことも株式に強気の見方の根拠の1つです。世界の各国でロックダウンの再導入が相次いでいることから、短期的には景気回復の勢いが衰える可能性があると考えますが、巨額の景気刺激策と中央銀行による金融緩和の継続が(米国やユーロ圏を中心に)株式市場を支えるとの状況は変わらないと考えます。一方、新興国は、輸出量が大幅に回復するなど、回復基調がより鮮明になっています。そのようななか、中国の輸出は、2019年12月時点の水準から約18%増加しています。

従って、ヘルスケア・セクターをニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き下げ(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ・セクターの組入れ比率を落としました。当セクターは、足元割高な水準にあると考えています。加えて、バイデン政権は、規制環境を注視しており、大手医薬品企業が恰好の標的となる公算が大きいと考えていることから、今後の米国の政策動向から特に大きな影響を被ると予想しています。

一方で、ピクテでは素材、資本財・サービス、一般消費財・サービス等の景気敏感セクターをオーバーウェイトとしています。ディフェンシブ・セクターと比較した景気敏感セクターの相対PERは上昇基調にあり、堅調な景気先行指数からはもう一段の上昇余地があることが示唆されます。

また、新興国株式と日本株式のオーバーウェイトを維持します。新興国市場では、中国がとりわけ注目されます。2020年内に始まった製造業および輸出企業の回復に加え、内需の拡大が、主要経済活動指標をコロナ禍前の水準を大きく上回る水準に押し上げていると考えています。

ピクテが注視する様々な市場において、世界経済の力強い回復見通しに支えられ、企業業績の大幅な改善が予想されています。

もっとも、株式市場全般の長期見通しについては、不透明感が残っていると考えています。投資家は、正常な経済成長水準への回帰に加え、低金利環境が長期的に継続することを前提していると考えています。一方、中央銀行は、将来のいずれかの時点でインフレ圧力の上昇に対応し、金融引き締めを始めなければならないと考えています。ピクテのモデルでは、グローバル株式のバリュエーションは割高な水準にあり、楽観的な見解が散見されるこのような状況は、市場にとって極めて大きな問題となる可能性があると考えます。

従来、金利の上昇はPERを低下させる傾向があると考えられていますが、特に債券と比較して、株式の割安感が薄れていることを考えると、今後の進展をより一層注視する必要があります。米国株式の割高感が際立つ中、ピクテのモデルは、2021年中に株式市場全体のPERが約15%低下すると示唆しています。これを相殺するのに十分な利益の拡大があるかどうかは問題です。ピクテでは市場のコンセンサス予想を上回る増益を予想していますが、予想が実現しない場合、年後半の株式市場は横ばいに終わる可能性があるとも考えています。

## 債券・為替

### 金融政策の変更観測を引き金とする 債券市場の下落「ミニ・クラッシュ」

債券投資の環境は引き続き良好とはいえません。



# Barometer



マイナス利回りで取引されるグローバル債券の時価総額が17兆ドル超に膨れ上がっていることに加え、インフレ圧力が醸成されつつあるからです。

景気が力強く回復する米国では、市場のインフレ期待を測定する米国国債5年物ブレイクイーブンインフレ率が、過去半年で約2倍の水準に上昇し、2018年以降、初めて2.1%に達しました。

こうした状況を受け、FRBが近い将来、債券購入プログラムを縮小するのではないかと懸念が生じています。2013年5月の債券市場の急落(「テーパー・タントラム」)を思い起こさせる1月上旬の市場の下落時には、中長期の米国国債利回りが急上昇し、2年～10年満期の国債利回り曲線が急勾配の形状(「スティープな」形状)となりました。

債券利回りはその後若干低下していますが、このことから、金融政策の変更リスクが一年を通じて継続するだろうと考えています。

もともと、近い将来、インフレの上昇がFRBに景気対策の縮小を促す公算は小さいと考えます。米国のコア・インフレ率が2022年までに2%に達する可能性は低く、利回りは今後数年をかけて緩やかに上昇するに過ぎないと考えからです。従って、米国国債のオーバーウェイトを継続します。

中国債券は好利回りの源泉として、引き続き魅力的な投資対象だと考えます。中国債券市場は拡大の一途を辿っています。一方、国内経済は、コロナ禍の景気減速局面からV字型の回復を遂げつつあり、米国国債との実質利回り格差は400ベーシスポイント(4%)に拡大しています。

一方、中国のコア・インフレ率は0.4%と10年来の低水準に留まっており、金融引き締めには至らないと考えています。実際に、金融当局は、景気回復の継続に必要な金融支援策を維持し、政策の「急激な変更」は行わない旨を公表しています。

投資家にとっては、人民元高による追加的なリターンが期待できることも注目されます。人民元は2020年5月以降、対

ドルで約10%上昇し、2018年6月以来初めて1ドル=6.5人民元を上回っています。

人民元に対する強気な見通しから、現地通貨建て新興国債券をフル・オーバーウェイトに引き上げました。

その他の債券セクターでは、デフォルト・リスクの対価が十分ではないと考える先進国社債に対する慎重な姿勢を維持しています。

米国投資適格債券は、実質利回りが0%を下回っていることから、ニュートラルに引き下げました。格付け別に実質利回りを見ると、BBB格債が0.1%とちょうどプラス圏にありますが、A、AA、AAAは全てマイナス圏に沈んでいます。ユーロ圏では、景気後退(リセッション)懸念が拡大しているなか、債券のバリュエーションが魅力に欠けるための同地域の社債のニュートラルを維持しています。

通貨では、英国ポンドをアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)に引き下げました。

2020年末の英国のEU(欧州連合)離脱(ブレグジット)合意を好感した市場の高揚感は薄れ始めており、英国経済の先行きは明るくありません。

米ドルは、(貿易加重ベースの)実効為替レートのピークである2020年3月から10%以上下落しており、短期的には反発する可能性があると考えています。

また、FRBの「政府債務の貨幣化(デット・マネタイゼーション)」、言い換えると、紙幣増発による財政赤字の補填に起因するドル安圧力は後退しつつあるように思われます。ピクテの分析は、FRBが2020年の財政赤字の約70%を貨幣化し、通貨を減価させたことを示唆していますが、2021年については、30～35%に低下するものと予想しています。

その他の主要通貨では、スイスフランのオーバーウェイトを維持しています。

# Barometer



## グローバル市場概況

### 大衆迎合主義(ポピュリズム)が 株式市場(ウォールストリート)を席捲

2021年1月は、ポピュリズムが株式市場の根幹を揺るがした月として、記憶されることになるでしょう。

政府がロックダウンを再導入し、給付金が支給されたことから、売買手数料を無料化したネット証券を通じて、投資資金を膨らませた投資経験の浅い個人投資家が、業績不振にあえぐ赤字企業を空売りしていたヘッジファンドを一斉攻撃しました。

一時、月間リターンが約1,700%と急騰したゲーム小売りチェーン、ゲームストップ等、空売りの対象となった企業の株価を吊り上げることで、個人投資家連合は著名な一部ヘッジファンドに多額の損失を負わせました。

バークレイズによれば、(メディアの)AMCエンターテインメントや(通信の)ブラックベリー等、空売りの標的としていた銘柄の買戻しを余儀なくされたヘッジファンドの損失は、400億ドルに達する可能性もあるとのことでした。

株価のボラティリティを示すVIX指数も急騰しました。

個人投資家の投機的売買は、高水準のバリュエーション、下げ渋る新型コロナウイルスの感染率、ワクチン認可・接種の遅れ等を懸念していた市場を動揺させました。2020年10～12月期決算はこれまでに発表されたところ、総じて好調ですが、2021年決算を巡る企業見通しが透明性に欠けることが市場の下押し圧力となっています。

1月の月間リターンは、MSCI世界株価指数がドル・ベースで下落となり、米国株式は約-1%下落しました。債券指数も、ドル、現地通貨ベースともに下落しました。一方、原油価格は約+7.9%超と上昇したことを受け、エネルギー・セクターは約+3%上昇しました。

※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1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	29,983	30,606	30,606	-2.0%	-2.0%
(米)ナスダック総合指数	13,071	12,888	12,888	+1.4%	+1.4%
(日)TOPIX	1,809	1,805	1,805	+0.2%	+0.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,775	3,719	3,719	+1.5%	+1.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,481	3,553	3,553	-2.0%	-2.0%
(英)FTSE100指数	6,407	6,461	6,461	-0.8%	-0.8%
(中国)上海総合指数	3,483	3,473	3,473	+0.3%	+0.3%
(香港)ハンセン指数	28,284	27,231	27,231	+3.9%	+3.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	115,068	119,017	119,017	-3.3%	-3.3%
(インド)SENSEX30指数	46,286	47,751	47,751	-3.1%	-3.1%
(ロシア)RTS指数\$	1,368	1,387	1,387	-1.4%	-1.4%
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	104.48	103.50	103.50	+0.9%	+0.9%
ユーロ	126.48	126.95	126.95	-0.4%	-0.4%
英ポンド	143.24	139.82	139.82	+2.4%	+2.4%
スイスフラン	117.49	117.15	117.15	+0.3%	+0.3%
豪ドル	80.08	78.84	78.84	+1.6%	+1.6%
加ドル	81.35	80.83	80.83	+0.6%	+0.6%
中国元 <sup>※</sup>	16.20	15.79	15.79	+2.6%	+2.6%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	19.18	19.88	19.88	-3.5%	-3.5%
インドルピー	1.44	1.42	1.42	+1.4%	+1.4%
ロシアルーブル	1.37	1.41	1.41	-2.8%	-2.8%
タイバーツ	3.48	3.44	3.44	+1.2%	+1.2%
南アフリカランド	6.88	7.04	7.04	-2.3%	-2.3%
(※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	1.10%	0.91%	0.91%	+0.18%	+0.18%
日10年国債利回り	0.04%	0.02%	0.02%	+0.02%	+0.02%
独10年国債利回り	-0.55%	-0.58%	-0.58%	+0.03%	+0.03%
豪10年国債利回り	1.13%	1.01%	1.01%	+0.12%	+0.12%
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)	52.16	48.35	48.35	+7.9%	+7.9%
金(1オンス、ドル)	1,858.01	1,897.77	1,897.77	-2.1%	-2.1%

※ 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。