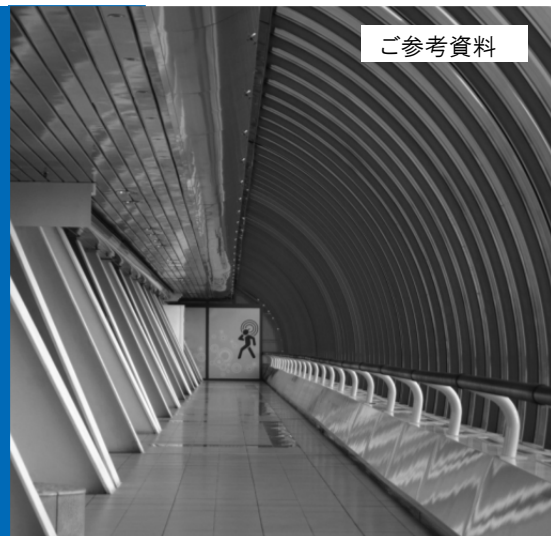


Barometer

2019年
5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

株式市場の「熱狂」に警戒



■グローバル資産クラス

年初来の株式市場の上昇率が2ケタを超える「熱狂」が、今後、世界景気が後退する可能性を隠している可能性があります。世界経済に対する投資家のコンセンサス予想は高めの水準で推移しているものの、実際の経済指標は予想を下回る状況が継続しています。例えば、世界の貿易量は2009年以来の最低水準に留まり、先進国の企業心理は悪化が続いています。そのため、企業の利益成長率に対する投資家の見方が楽観的過ぎると考え、株式のアンダーウェイトを継続します。債券は、先進国の景気減速が想定される一方で、先進国の国債や社債市場が割高であるため、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、米国株式市場が過去最高水準を更新し、企業の利益成長率のコンセンサス予想も2ケタ成長と強気の見方を維持しています。ただし、この強気の予想は足元のマクロ経済環境とは相容れないことから、米国株式のアンダーウェイトを継続します。これに対して、新興国は先進国と比べて高い成長の勢いが顕著に認められ、割高感も見られないことから、新興国株式のオーバーウェイトを維持します。

■株式：セクター別

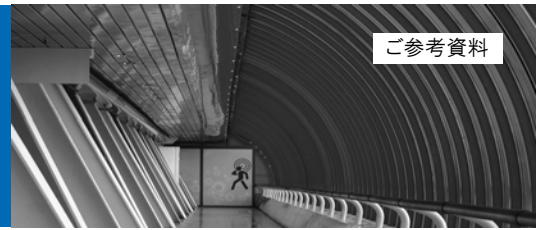
セクター別では、景気変動に左右されにくいディフェンシブ・セクターを選好し、生活必需品、公益ならびにヘルスケアのオーバーウェイトを継続します。一方、一般消費財・サービスや情報技術の両セクターは割高感が最も際立つことから、アンダーウェイトを維持します。

■債券

世界の債券市場は割高感が際立っており、最もリスクの高い社債から最も安全なソブリン債まで、どれだけ上昇余地があるか疑問です。従って、債券の投資評価はニュートラルを維持するものの、クレジット債(社債)および先進国のソブリン債はアンダーウェイトを継続します。一方、新興国経済の先行きが先進国よりも良好なことから、新興国債券の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

下振れリスクは顕在

2019年4月の株式市場は、米中の貿易協議の進展と、世界の鉱工業生産の一時的な安定の兆しを一因に、大幅上昇となりました。

もともと、年初来の騰落率が10%を超える大幅上昇は、世界経済が危機的状況を脱しきったわけではないとの事実を隠しています。

世界の経済指標は、2008年のリーマン・ショック以降最長となる14か月連続で、市場のコンセンサス予想を下回っています。

世界の貿易量は、2009年以来の最低水準に留まっており、一方、先進国の企業心理は悪化が続いています。企業の利益成長率に対する、この間の投資家の見方は楽観的過ぎると考えます。

このような環境を勘案すると、直近の上昇相場からの一段の株価の上昇には苦戦も予想されます。従って、株式の投資評価はアンダーウェイトを維持します。一方、債券の投資評価はニュートラルを維持します。

ピクテの景気循環分析は、世界経済の下振れリスクを強く示唆しています。ピクテの世界景気先行指数も、2019年の世界のGDP(国内総生産)成長率が、主に先進国経済に起因して、2018年末の+2.9%(前年比、年率)から今年7月初旬には+2.4%(同)に減速することを示唆しています。

一方、新興国経済の見通しは、引き続き、相対的に良好です。ピクテでは、2019年のGDP成長率が2018年の+4.2%(前年比、年率)から+4.4%(同)に改善すると見えています。

新興国経済の相対的な堅調さは、中国の景気回復に因るところが大きいと考えます。最近の財政・金融刺激策が世界第2位の経済の安定化に寄与しています。中国鉱工業生産

は、2014年以来の水準を回復し、インフラ投資と自動車販売は、急速な減少に歯止めがかかっています。一方、ロシア経済は、原油価格上昇の恩恵を享受しているはずですが。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産に対する慎重な見方を支持するものとなっています。金融を取り巻く状況は、引き締め具合は薄れたとはいえ、緩和的とは言えません。

米連邦準備制度理事会(FRB)はバランスシートの縮小を続けており、9月までに新たに2,000億ドル以上の流動性を市場から回収するものと見られますが、一方、中国の景気刺激策は、もはや超大型の景気対策とはいえません。

市場には、米国の年内の利下げの確率を50%とみる追加的な金融支援期待が既に織り込まれていると思われる。

ピクテのバリュエーション分析は、株式が特に割高ではないことを示しています。実際に、世界株式の株価収益率(PER)は17倍前後、株価純資産倍率(PBR)は2倍前後と、いずれも過去35年の平均に近い数値です。

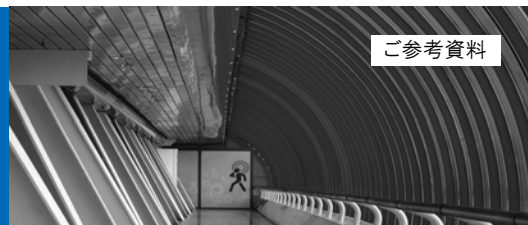
一方、企業の利益成長率は、昨年の15%成長の後、大幅な低下が懸念されます。ピクテのモデルは今年の成長率を僅か1%と試算しており、市場のコンセンサス予想の7%を遙かに下回ります。

一方債券市場では、欧州および日本の国債が引き続き割高です。

ピクテのテクニカル指標は、株式、債券ともに、概ね、適正な水準を示唆しています。VIX指数(米国株式の予想変動率)が足元、急低下する一方で、MOVE指数(米国国債の予想変動率)も過去最低水準に近づいていることを示しています。

このような状況下、1999年の「メルトアップ」相場(乗り遅れを恐れる市場心理に起因する上げ相場)が再来するリスクも予想されますが、これに備えるヘッジ手段として費用対効果が増しているのは、コールオプションの買い建てです。「メルトアップ」相場の再来リスクが極めて高いと考えるのは、投

Barometer



資金の流れを示す統計から、近時の上昇相場に機関投資家の本格的な参入がなかったことが示唆されるためです。

地域別・セクター別の株式市場

企業利益の大幅低下を予想

S&P500種株価指数は、2019年4月、企業の利益成長に対する投資家の楽観を背景に過去最高水準を更新しましたが、ピクテでは、米国株式のアンダーウェイトを維持しています。一方、新興国株式の相対的に高い利益成長見通しとバリュエーション水準に注目しています。

米国企業の純利益ベースの利益率は11.5%と、長期平均を2標準偏差上回っています。また、株式アナリストのコンセンサス予想は2021年までに12.8%と更に強気で、予想が実現すれば、長期平均からの乖離幅が3標準偏差に拡大することとなります。

もっとも、これほど強気の予想は、足元のマクロ経済環境とは相容れません。米国の実質賃金は、1970年代以降で初めて、労働生産性を上回って上昇していますが、金利コスト、インフレ率ともに上昇トレンドを形成する中、経済成長は鈍化しています。また、持続的なドル高も逆風です。

ピクテでは、企業利益の大幅な低下が避けられないと見えています。米国国債利回り曲線（イールドカーブ）上で3ヵ月物短期証券利回りと10年国債利回りが逆転する長短逆転（「逆イールド」）の形状は、過去の例から判断すると、米国企業の利益率が、今後5年のうちに、累積ベースで30%程度縮小することを示唆しています。

実際のところ、経済指標から見て、米国企業の利益成長率は既に縮小し始めていることが確認されますが、このようなトレンドは暫く続くことが予想され、先行きが懸念されます。ピクテの試算では、今回の株価の変動の大半が利益成長率で説明されるからです。従って、米国株式はアンダーウェイト

としています。このような投資評価はバリュエーション水準からも説明されます。ピクテのモデルでは、米国市場が、依然として、最も割高です。

これに対し、新興国株式はオーバーウェイトを維持しています。欧州の新興国市場には特に割高感が見られず、先進国に比べ、経済成長の勢いが顕著に認められます。ピクテの景気先行指数は、先進国と新興国間の経済成長率格差が過去5年で最も拡大していることを示唆しています。

中国については、政府の景気刺激策の効果が、中期的に、株式市場に寄与すると考えますが、短期的な効果は、既に、市場に織り込まれています。もっとも、民間部門の流動性が拡大したことは朗報です。

英国市場も有望です。4.9%前後と高水準の配当利回りと英ポンド安が注目されます。

業種別セクターについては、景気変動に左右されにくいディフェンシブ・セクターの選好を維持しており、生活必需品、公益ならびにヘルスケア・セクターをオーバーウェイトとしています。米国の医療保険制度改革が超党派の支持を得たことから、ヘルスケア・セクターのオーバーウェイトは奏功しませんでした。投げ売りに因る株価の大幅下落は過剰反応だと考えます。ヘルスケア・セクターがディフェンシブな性格の強いセクターであることに変わりはなく、ピクテの世界景気先行指数とは最も強い負の相関を示しているからです。

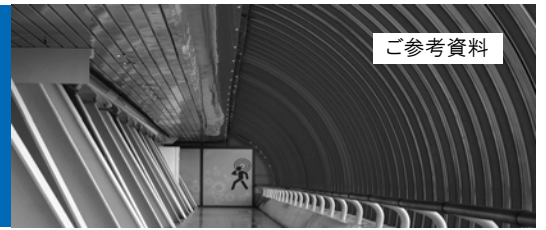
一方、一般消費財・サービスおよび情報技術の両セクターは割高感が最も際立つことから、アンダーウェイトとしています。

債券・為替

上昇相場は息切れの様相

世界の債券市場は割高感が際立っており、最もリスクの高い社債から最も安全なソブリン債に至る市場全体に、どれだけ上値余地が残っているかは疑問です。従って、債券の投

Barometer



資評価は、概ね、ニュートラルを維持し、クレジット債(社債)および先進国のソブリン債については、アンダーウェイトを維持します。

債券市場は、FRBの政策転換の恩恵を大きく享受してきました。FRBが利上げの停止を決定したことから、投資家は、何が利下げを促す誘因となり得るかに注目しており、市場も、FRBがハト派に転じたことを確信しているように思われます。足元では、世界の債券市場は、昨年10月時点の状況を66%強上回る、4分の1程度の市場がマイナスの利回りとなっています。

FRBについては利下げの余地が幾分残されているとしても、その他の中央銀行は、市中金利が政策金利のレンジの下限に迫る状況に直面しているという事実を、投資家は無視しているように思われます。また、世界の中央銀行はバランスシートの縮小を続けており、追加的な金融刺激策を提供しているのは中国のみです。この間、変動の激しい食品やエネルギーを除いたコア・インフレ率は、先進国では概ね低位で推移しているものの債券利回りを上回っており、従って、実質利回りはマイナス圏に沈んでいます。

年初来、原油価格が30%強上昇していることから、総合インフレ率は上昇が予想されます。

また、足元の債券市場の上昇を受け、米国および欧州の投資適格債およびハイイールド債は、極めて割高に見受けられます。足元のバリュエーション水準がどれくらい続くかを予測するのは困難ですが、良好な市場心理が反転した時に流動性の低い債券を大量に抱えていることほど危険なことはありません。従って、米国および欧州の投資適格債およびハイイールド債は、全てアンダーウェイトとします。

これに対し、新興国通貨が過去平均を大幅に下回る水準にあることを勘案し、新興国債券は、ドル建て債券、現地通貨建て債券ともにオーバーウェイトを維持します。ピクテのモデルは、新興国通貨が対ドルで、適正価値を25%程度下回る水準に留まっていることを示唆しています。中国の景気回

復を背景に、新興国経済の先行きが先進国に比べて良好なことも、新興国債券のオーバーウェイトを支持すると考えます。

中国が、米国との貿易摩擦の弊害の軽減を図って、財政政策と金融政策を巧みに併用したために経済の十分な浮揚がもたらされたことから、財政刺激策の一部は解除され始めています。また、鉱工業生産の小幅の回復は、人民元の増価を示唆する初期の兆しと見てよいかもしれません。一方、米ドルは、大幅に過大評価されているものの、説得力ある代替通貨が見当たらないことから、ニュートラルを維持します。ドル高がピークを付けたとの見方から、金はオーバーウェイトを維持します。

グローバル市場概況

グローバル株式市場の大幅上昇

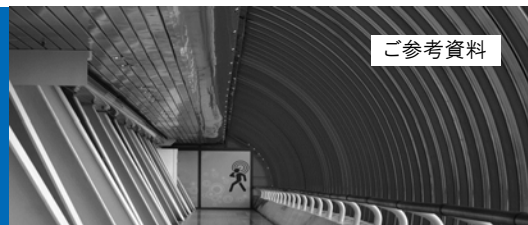
2019年4月のグローバル株式市場は力強い上昇相場となり、MSCI世界株価指数は過去最高値を更新しました。景気敏感株や株価の変動が市場の変動を上回るベータ値の高い銘柄が市場をけん引した結果、金融、情報技術、コミュニケーション・サービス、一般消費財・サービスの各セクターの月間騰落率は、現地通貨ベースで5~7%の上昇となりました。

これに対し、ヘルスケア・セクターおよび不動産セクターのパフォーマンスは市場を下回り、月間騰落率はマイナスに終わりました。

エネルギー・セクターの月間騰落率は、原油価格が7%と大幅上昇する中、僅か0.3%(米ドルベース)の上昇に留まりました。

エネルギー・セクターと原油価格の強い相関関係が崩れた一因は、原油価格の上昇が、原油需要の拡大ではなく地政学要因にあるとの事実を反映しているのかもしれません。

Barometer



原油先渡し価格は、今後の原油価格の下落を示唆しています。このような状況が変わらない限り、エネルギー・セクターの大幅上昇の公算は低いと考えます。

地域別では、主要市場の大半が好調でした。月間騰落率は、欧州市場が約5%、米国市場が約4%となり、S&P500種株価指数は、堅調な個人消費統計を受けて過去最高値を更新しました。

世界の債券市場は小幅の下落となりました。主要ソブリン債市場は横這い或いはマイナスとなり、英国国債が最も大きな下げを記録しました。英国が欧州連合(EU)からの離脱(ブレグジット)期限の再延長を勝ち取り、議会下院が「合意なき離脱」を阻止する法案を可決したことから、英国国債の月間騰落率は-1.6%となりました。

一方、社債は英国国債に比べて好調で、月間騰落率は0.5%~1.5%とプラスを維持しました。欧州、米国ともに、ハイールド債は極めて好調でした。

米ドルの実効為替レート(複数の通貨バスケットに対する貿易加重レート)は、小幅に上昇しました。

※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（2019年4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	26,593	25,929	23,327	+2.6%	+14.0%
(米)ナスダック総合指数	8,095	7,729	6,635	+4.7%	+22.0%
(日)TOPIX	1,618	1,592	1,494	+1.7%	+8.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,453	3,444	3,210	+0.3%	+7.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,515	3,352	3,001	+4.9%	+17.1%
(英)FTSE100指数	7,418	7,279	6,728	+1.9%	+10.3%
(中国)上海総合指数	3,078	3,091	2,494	-0.4%	+23.4%
(香港)ハンセン指数	29,699	29,051	25,846	+2.2%	+14.9%
(ブラジル)ボベスバ指数	96,353	95,415	87,887	+1.0%	+9.6%
(インド)SENSEX30指数	39,032	38,673	36,068	+0.9%	+8.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,248	1,198	1,066	+4.2%	+17.1%

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	111.85	110.99	111.00	+0.8%	+0.8%
ユーロ	124.38	124.56	127.00	-0.1%	-2.1%
英ポンド	144.16	144.98	140.46	-0.6%	+2.6%
スイスフラン	109.58	111.51	112.55	-1.7%	-2.6%
豪ドル	78.41	78.64	78.18	-0.3%	+0.3%
加ドル	82.95	82.64	81.52	+0.4%	+1.8%
中国元 [※]	16.53	16.47	15.98	+0.4%	+3.5%
ブラジルリアル [※]	28.19	28.44	28.31	-0.9%	-0.4%
インドルピー	1.61	1.61	1.59	±0%	+1.3%
ロシアルーブル	1.73	1.71	1.60	+1.2%	+8.1%
タイバーツ	3.48	3.49	3.41	-0.3%	+2.1%
南アフリカランド	7.73	7.60	7.66	+1.7%	+0.9%

(※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	2.51%	2.42%	2.69%	+0.09%	-0.18%
日10年国債利回り	-0.04%	-0.09%	0.00%	+0.05%	-0.05%
独10年国債利回り	0.01%	-0.07%	0.25%	+0.08%	-0.24%
豪10年国債利回り	1.80%	1.78%	2.32%	+0.03%	-0.52%
米政策金利(FFレート)	2.50%	2.50%	2.50%	±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)	63.83	60.19	45.15	+6.0%	+41.4%
金(1オンス、ドル)	1,283.06	1,295.72	1,281.34	-1.0%	+0.1%

※ 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: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。