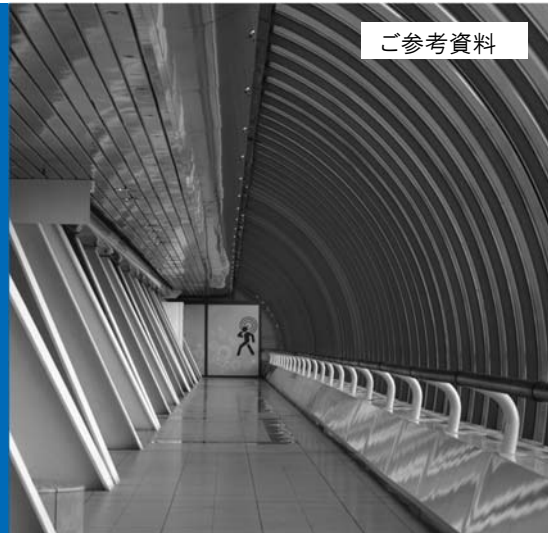


Barometer

2020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

新型コロナウイルスの感染拡大



■グローバル資産クラス

投資家は、中国全土に広がる新型コロナウイルスの影響を測ろうとしています。中国政府は、SARS発生時に税率の引き下げを行っていますが、今回も、同様の措置を講じることなどが予想されます。これらの要因を踏まえ、株式の投資評価はニュートラルを維持しつつ、ディフェンシブ性の高い業種に注目します。一方、債券はアンダーウェイトからニュートラルに引き上げます。

■株式：地域別・スタイル別

地域別では、国内政局が安定さを増し、高いインカム収益を提供する英国のオーバーウェイトを継続します。米国は、ほぼ全ての指標で見て割高ではあるものの、国内経済に力強さが回復する可能性があることなどからニュートラルを継続します。

■株式：セクター別

セクター別では、成長株(グロース株)よりも割安株(バリュー株)の魅力が強いと考え、金融セクターのフル・オーバーウェイトを維持しています。これに対し、割高で新型コロナウイルスの感染拡大による打撃を最も大きく受ける公算の大きい一般消費財・サービス・セクターはフル・アンダーウェイトを維持します。

■債券

債券セクターを総じてニュートラルとする一方で、新興国債券の実質利回りが先進国を大きく上回ることや、新興国通貨が対ドルで割安なことなどから、新興国債券には強気の見方を維持します。リスク・ヘッジの観点から米国国債のオーバーウェイトも継続します。一方、先進国の社債については国債との利回り格差の拡大懸念から弱気を継続します。

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

防衛的な姿勢の強化

投資家は、中国全土に広がる新型コロナウイルスの影響を測ろうとしています。

このウイルスの最終的な影響は、今のところ、感染症の専門家でさえ明らかに出来ていません。ウイルスの感染力や致死率の実態、患者に症状が現れるまでどの程度感染が拡大するか等が正確に把握されていないからです。後日振り返ってみると、冬場に流行するインフルエンザ・ウイルスの新しい変異種に過ぎなかったと判明する可能性がある一方で、極めて悪性のウイルスである可能性も否めず、世界保健機関(WHO)は「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態」を宣言しています。

差し当たっては、2003年に広東省で発生し世界各国に広がったコロナウイルスを原因とする重症急性呼吸器症候群(SARS)との比較がなされています。SARSの発生当初は、高い致死率と中国経済への短期的な打撃が懸念されたことから、金融市場は強い初期反応を示して急落しましたが、感染が短期間のうちに収束したことから、市場は大幅な上昇に転じ、年間を通してみるとネットの影響は殆どありませんでした。今回の新型コロナウイルスがSARSの場合と同様の展開となるならば、新興国市場の先行きは明るさを増すかもしれません。また、今回と2003年の場合との相違点も注目されます。新型コロナウイルスは致死率が相対的に低いように思われる一方で、感染の阻止はより困難なように見受けられます。また、極めて重要なことは、世界経済に占める中国経済の割合が2003年の4倍に拡大していることです。

米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長や主要各国の中央銀行総裁は、既に「事態を注視していく」と発言しており、中国人民銀行(中央銀行)は、春節(旧正月)連休明けの取引再開時の市場の動揺を抑えるため、緊急の資金供給

を行っています。もともと、財政刺激策の方が経済のより広い分野に短期的な効果を上げる公算が大きいと思われます。

中国政府は、SARS発生時に税率の引き下げを行っていますが、今回も、春節休暇明け後に長期にわたって検査や患者の隔離が続く場合には、内需や生産への打撃を軽減するため、同様の措置を講じることが予想されます。また、年後半には、インフラ整備を加速させることが予想されます。これらの要因を踏まえ、株式の投資評価はニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持しつつ、(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ性の高い業種に注目します。一方、債券はアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)からニュートラルに引き上げます。

新型コロナウイルスが特にアジア経済に及ぼすリスクを別にすれば、ピクテの景気循環モデルは、世界の大方の国で先行きの均衡が保たれていることを示唆しています。もともと、米国経済は堅調さを増しているように思われ、企業心理は2019年に付けた低水準から、総じて回復しています。

ピクテのバリュエーション・モデルは、米国の株式市場に警戒サインを発し続けています。これに対し、英国および日本の株式市場は、引き続き、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)に比べて魅力的な水準で推移しています。

金価格は大幅に上昇したため、割高感が出始めていますが、債券利回りが極めて低位に留まり、リスクが高まる環境でヘッジ手段としての魅力を保っています。

中央銀行が、世界のGDPの2%強に相当する年額1.2兆ドルの資金を供給することが予想される中、ピクテの流動性指標は概ね安定しています。これを上回る流動性の供給を織り込む市場が失望感を強める可能性もありますが、コロナウイルス対策の一環としての中国の資金供給が市場の期待との乖離幅を一部埋める可能性も考えられます。

ピクテのテクニカル指標は、特に季節要因が働く時期にあることから、今のところは強気のサインを出し続けていますが、ピクテのモデルが買われ過ぎを示唆しているハイイールド債、

Barometer



テクノロジー株、メキシコペソ等、一部の資産には警戒サインを発しています。

地域別・セクター別の株式市場

価値(バリュー)の追求

世界の株式市場では高値更新が相次いでおり、2020年1月の市場でも、MSCI全世界株価指数およびS&P500種株価指数が最高値を更新しました。

その結果、株式には僅かながら割高感が出始めており、新型コロナウイルスによる経済への打撃を巡る懸念が強まる中、バリュエーションの正当化が困難さを増しています。

こうした環境では、成長株(グロース株)よりも割安株(バリュー株)の魅力が強いと考え、金融セクターのフル・オーバーウェイトを維持しています。当セクターは、全業種セクター中で最も割安感が強いことに加え、中央銀行による金融緩和策の恩恵を享受することが期待されます。

これに対し、一般消費財・サービス・セクターはフル・アンダーウェイトを維持します。当セクターは、ピクテのモデルが最も割高としていることに加え、新型コロナウイルスの感染拡大による打撃を最も大きく受ける公算が大きいからです。検査や患者の隔離、また、ウイルス感染の恐れから自宅待機を余儀なくされる状況を考えると、中国国内の事業活動は甚大な損害を被ることが予想されます。中国国外でも、中国人観光客のホテル宿泊や高級品の購入が激減するという副次的な影響が予想されます(データによると、中国の消費者はプレミアム・ブランドの商品等、世界の高級品販売の3分の1に貢献しています)。

地域市場の中では、引き続き、英国市場の投資妙味が強いと考えます。国内政局が安定さを増していることに加え、英国市場には高いインカム収益を提供する能力があるからで

す。FT100株価指数の配当利回りは4.7%前後とS&P500種株価指数(1.8%)の2倍以上に達します。

米国株式との比較では、ユーロ圏株式も魅力的です。(株式リターンがリスクフリー・レートをどれだけ上回るかを予測する)リスク・プレミアムは、米国株式がドイツ株式を大きく下回ります。ドイツ経済は、ここ数カ月、米中の貿易摩擦を受け低迷してきましたが、先行きを楽観させる根拠が見受けられません。

欧州域内の消費活動は、小売売上高が前年比2%強、住宅ローンの伸びが過去最高を更新する等、堅調です。また、ドイツの景況感にも改善が見られます。景況感に続いて、(経済の実績を集計して発表される)ハードデータが、ピクテの予想通り改善するならば、ユーロ圏の株式市場は恩恵を受けることが期待されます。

実際のところ、米国株式は、ほぼ全ての指標で見て割高です。(株価収益率(PER)を利益成長率のコンセンサス予想で除した)PEGレシオは、昨年、長期平均の1.25を大きく上回る1.8に迫り、史上最高を更新していますが、これは、ほぼ4標準偏差に相当する上昇だったこととなります。

もともと、バリュエーションが低いということだけが投資判断の基準となるわけではありません。米国株式にはアンダーウェイトに引き下げるのではなく、ニュートラルを維持する根拠があると考えます。根拠の1点目は、国内経済に力強さが回復する可能性があることです。住宅ローン金利の低下を受けて住宅活動が回復しつつあることに加え、住宅以外の不動産投資に回復の初期の兆しが見られることが先行きを期待させます。2点目は、FRBが極めて協力的なことです。3点目は、大方の企業の四半期決算において、利益が減少および下方修正されたにもかかわらず、アナリスト予想を上回ったことです。

Barometer



債券・為替

ヘッジ資産を一部組入れ

グローバル経済の見通しは、中期的には楽観的ですが、短期的には慎重な姿勢を維持しており、従って、ディフェンシブ性の強い防衛的な資産を保有し続けています。

一例を挙げると、金のオーバーウェイトです。金は、伝統的に、経済活動鈍化の可能性に備える保険機能を提供します。また、低位の実質金利が金価格を下支えます。実質金利の低下が金価格の上昇をもたらすわけですが、足元、米国5年国債のインフレ調整後利回りは-0.7%前後と7年ぶりの低水準に留まります。通貨では、景況感が悪化する局面で上昇する傾向の強いスイスフランをオーバーウェイトとしています。

防衛的な資産の組入れによるリスク・ヘッジに加えて、米国国債の保有も継続しています。新型コロナウイルスの感染拡大による経済的な打撃に備える追加的な保険になると考えるからです。

もっともこのようなポジションは主に短期戦略に基づくものです。中期的な観点では、債券市場の中でも新興国債券等の相対的にリスクの高いセクターが有望だと見えています。新興国債券は利回りが魅力的であることに加え、ピクテのモデルは最大で25%前後、新興国通貨が過小評価されていることを示唆しています。

ピクテが予想する新興国通貨の反発は、現地通貨建て新興国債券の投資家にとってはリターンの主要な源泉となるはずですが、通貨の上昇は、過去10年のトータルリターンの25%を占める場合もあったからです。

中国元建て債券は特に魅力的です。今月後半以降、JPモルガンの代表的な債券指数であるGBI-EM指数への組入れが予定されており、世界2位の債券市場の国際化が試される

こととなります。

中国元建て中国国債は、組入れ上限の10%に達するまで、10ヵ月以上をかけて徐々に指数に組入れられることになっています。

先進国社債は、引き続き、組み入れを回避します。2019年には2桁のリターンを記録したものの、今年は苦戦が予想され、国債との利回りスプレッドは、2018年の最も縮小した水準から拡大しています。米国国債の利回り曲線（イールドカーブ）は、社債市場の中でも相対的にリスクの高いセクターの債務不履行（デフォルト）率が、向こう5年で現状の2倍の水準に上昇し、6%に迫ることを示唆しています。

外国為替市場では、長期的なドル安の進行を見込んでいます。先進国通貨では、最も割安な水準に留まる英ポンドが、対ドルで最も大きく上昇する公算が大きいと見えています。

グローバル市場概況

株式市場の動揺

2020年の幕開けとなる1月の株式市場は、振れの大きい展開となりました。MSCI全世界株価指数は、月中に史上最高値を更新したもののその後は下げに転じ、月間リターンはマイナスに終わりました。新型コロナウイルスによる新型肺炎が広がったとの報道が中国国内外の投資家心理を冷やしました。

中国株式市場は春節休暇を延長して最終週を休場としましたが、香港ハンセン指数は僅か2日で5%強の下げを記録し、2ヵ月ぶりの安値水準に沈みました。新興国市場全体の月間リターンは、現地通貨ベースで3%強のマイナスとなりました。

米国株式は月末の下げをこなし、プラスの月間リターンを維持しました。S&P500種株価指数の構成企業のうち既に四半期決算を発表した226社の69.5%が事前の利益予想を上回りました。

Barometer



業種セクターでは、原油価格が13%と大きく下落したことから、エネルギー・セクターが最も大きく売られ、8%を超えるマイナス・リターンとなりました。素材セクターおよび国際商品関連銘柄も振るいませんでした。一方、公益および情報技術セクターはプラスのリターンを確保しました。

債券市場は、投資家の不安心理を受けて買われました。先進国国債は特に堅調で、米国国債の月間リターンは2%を上回りました。

通貨では、米ドルが堅調で、貿易加重の通貨バスケットに対し、1%の上昇となりました。南アランド等の新興国通貨は、新型コロナウイルスの感染拡大と経済への打撃を巡る懸念が強まる中、特に大きく売られました。オーストラリアドルも軟調で、5%弱の下落となり、10年ぶりの安値を更新しました。

一方、金は、安全資産への資金流入を背景に4%の上昇となりました。

※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	28,256	28,538	28,538	-1.0%	-1.0%
(米)ナスダック総合指数	9,151	8,973	8,973	+2.0%	+2.0%
(日)TOPIX	1,684	1,721	1,721	-2.1%	-2.1%
(日)日経ジャスダック平均	3,794	3,838	3,838	-1.1%	-1.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,641	3,745	3,745	-2.8%	-2.8%
(英)FTSE100指数	7,286	7,542	7,542	-3.4%	-3.4%
(中国)上海総合指数	2,977	3,050	3,050	-2.4%	-2.4%
(香港)ハンセン指数	26,313	28,190	28,190	-6.7%	-6.7%
(ブラジル)ボベスパ指数	113,761	115,645	115,645	-1.6%	-1.6%
(インド)SENSEX30指数	40,723	41,254	41,254	-1.3%	-1.3%
(ロシア)RTS指数\$	1,517	1,549	1,549	-2.1%	-2.1%

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	109.06	109.56	109.56	-0.5%	-0.5%
ユーロ	120.30	122.54	122.54	-1.8%	-1.8%
英ポンド	142.87	143.48	143.48	-0.4%	-0.4%
スイスフラン	112.47	112.40	112.40	+0.1%	+0.1%
豪ドル	73.29	76.52	76.52	-4.2%	-4.2%
加ドル	82.61	83.79	83.79	-1.4%	-1.4%
中国元*	15.64	15.60	15.60	+0.2%	+0.2%
ブラジルリアル*	25.36	27.02	27.02	-6.1%	-6.1%
インドルピー	1.54	1.54	1.54	±0%	±0%
ロシアルーブル	1.72	1.77	1.77	-2.8%	-2.8%
タイバーツ	3.51	3.63	3.63	-3.3%	-3.3%
南アフリカランド	7.40	7.84	7.84	-5.6%	-5.6%

(※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	1.52%	1.92%	1.92%	-0.40%	-0.40%
日10年国債利回り	-0.07%	-0.02%	-0.02%	-0.05%	-0.05%
独10年国債利回り	-0.48%	-0.19%	-0.19%	-0.29%	-0.29%
豪10年国債利回り	0.97%	1.39%	1.39%	-0.42%	-0.42%
米政策金利(FFレート)	1.75%	1.75%	1.75%	±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ハレル、ドル)	51.58	61.14	61.14	-15.6%	-15.6%
金(1オンス、ドル)	1,586.70	1,520.50	1,520.50	+4.4%	+4.4%

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上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。