

Barometer

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

2018年が残した5つの教訓

2018年は大多数の投資家が苦戦を強いられ、過去の重要な教訓から学び直すことを余儀なくされました。

隠れ場所の消滅

2018年は、分散投資の成果が上がらずに終わった年でした。MSCI世界株価指数を構成する各国指数および各セクター指数の大半が、米国国債指数や社債指数と同様、マイナスのリターンに終わったからです。12月の急騰がなかったとしたら、世界国債指数も、同じ運命を辿ったものと思われます。事実、ドルベースの投資家にとっては、主要な資産クラスの年間騰落率が全てマイナス圏に沈み、1986年以降では初めて、米ドル現金が最も高いリターンをあげました(図表1参照)。

リスクパリティ戦略に基づき、資産の75%をグローバル債券(現地通貨建てJPモルガン・グローバル国債指数)に、残りの25%をグローバル株式(MSCI世界株価指数)に投資して構築したポートフォリオは、2018年末までの一年間で価値の1%を失ったこととなります。このようなポートフォリオのリターンがマイナスに終わったのは、2008年以來のことであり、2008年以前では1994年に遡ります。

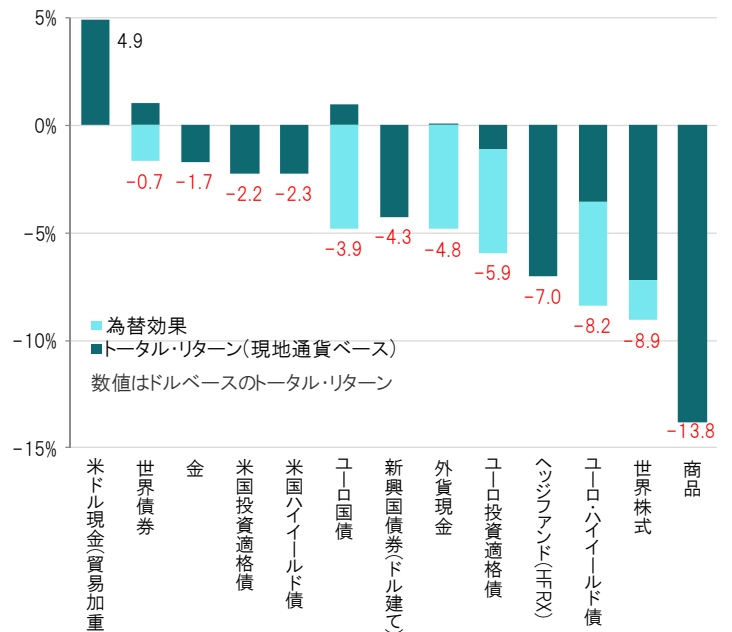
中央銀行による金融刺激の重要性

上がったものは下がらなければならないのでしょうか？世界の中央銀行が2008年の金融危機以降に実施した量的金融緩和は、資産価格を押し上げ、株式市場に史上最長の上昇相場をもたらしましたが、2018年には、10年ぶりに世界の主要中銀の多くが金融資産のネットの売りに転じ、年間の金融刺激の規模を前年(2017年)の2.6兆ドルを遥かに下回る6,000億ドルに縮小しました。

ピクテの分析は、流動性の回収が既に株価収益率(PER)に圧力を掛け始めていることを示唆しています。

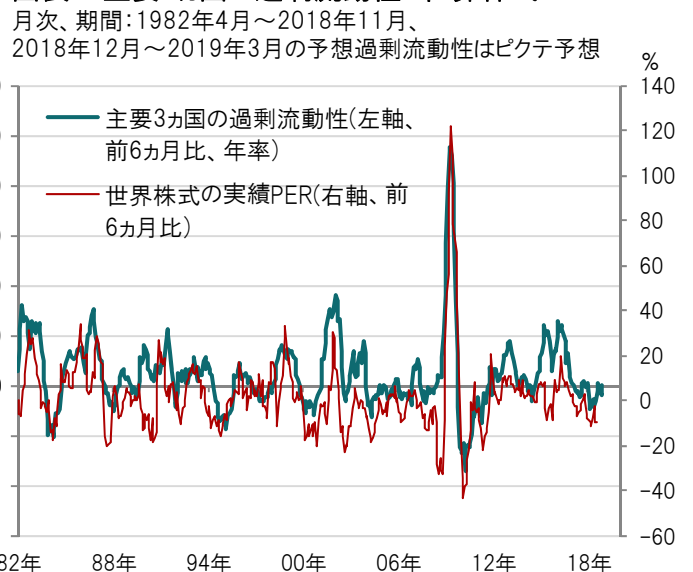
過剰流動性は、今後、縮小基調を辿ることが予想され、PERベースのグローバル株式のバリュエーション(投資価値基準)を10%程度、低下させる可能性があると思われます(図表2参照)。

図表1: 資産クラス別2018年年間トータル・リターン



出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表2: 主要3カ国の過剰流動性と世界株式のPER



出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

地政学の重要性

政治は本来、地震と同様、局地的なものであると思われませんが、2018年は政治の動揺がはるか彼方まで影響を及ぼし得ることを認識させられた年となりました。トランプ米大統領が掲げるポピュリスト(大衆迎合主義者)的な政治綱領の一つは、米国が貿易相手国、とりわけ中国から不公平な扱いを受けているとの主張に基づくものでした。トランプ大統領はその職権を行使して大規模な関税をかけると同時に、一段の追加関税を賦課すると脅しをかけています。世界貿易は、これまでのところ、比較的強い耐性を示しています。製造業者または消費者がコストの上昇分を吸収するか、或いは、新規の顧客またはサプライヤーを見つけるといった努力をしてきたからです。

とはいえ、このような状況の影響を、世界の实体经济が今後どれだけ受けずにいられるかは疑問です。貿易戦争は、既に、企業マインドに大きな影響を及ぼしています。世界の購買担当者景気指数(PMI)を見ると、構成項目の一つである輸出受注指数は、2018年2月に55.7を付けて2011年以来の高水準を回復した後、同年11月には50.6まで低下しています。景気拡大局面に辛うじて留まっているとはいえ、世界交易の緊張がもたらしたと思われる経済の失速が見て取れます(図表3参照)。

更に重要なことは、貿易問題が短期間で解消され得る類のものではないということです。これは、世界の覇権を巡る米中間の対立が根幹にあるからであり、長期戦が予想されます。

ドル高は、常時、新興国の逆風

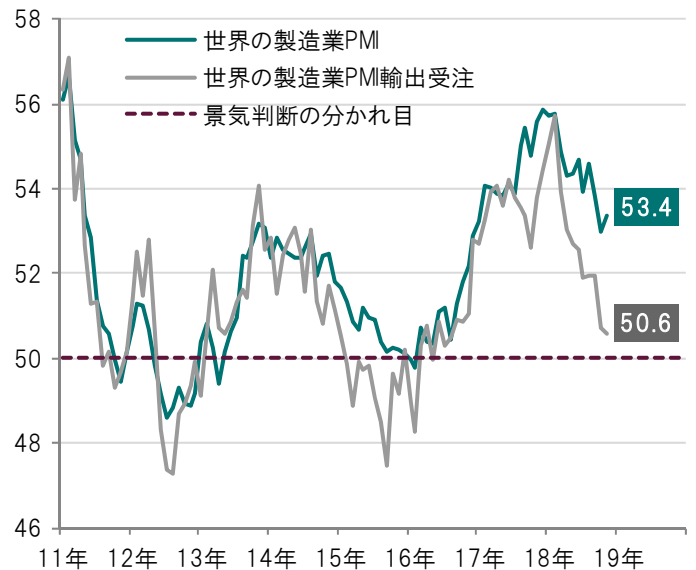
強い経済成長、抑制された物価上昇、資源価格の回復、魅力的なバリュエーション等、2018年年初の新興国経済は、統計上では良好に見えたものの、ドル高という厄介な問題が発生しました。

ドルは、貿易加重の通貨バスケットに対して、年初来8%強上昇しており、ドル建て債務の返済コストと輸入物価の上昇を巡る懸念が相俟って、新興国経済に打撃を与えたことが明らかです。その結果、新興国株価指数のドルベースのトータルリターンは、世界株価指数を6%程度下回っています(図表4参照)。

一方、2019年に入り、米国経済の減速、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げペースの鈍化、財政刺激策の効果の剥落等、ドル高の反転を予想させる兆しが散見されます。バリュエーションの高止まりや投資家の超強気心理も逆風ですが、今後、風向きがどう変わろうとも、新興国指数のリターンがドルとの逆相関を維持する可能性は高いと思われます。

図表3:世界の製造業PMIと輸出受注

月次、期間:2011年1月~2018年11月

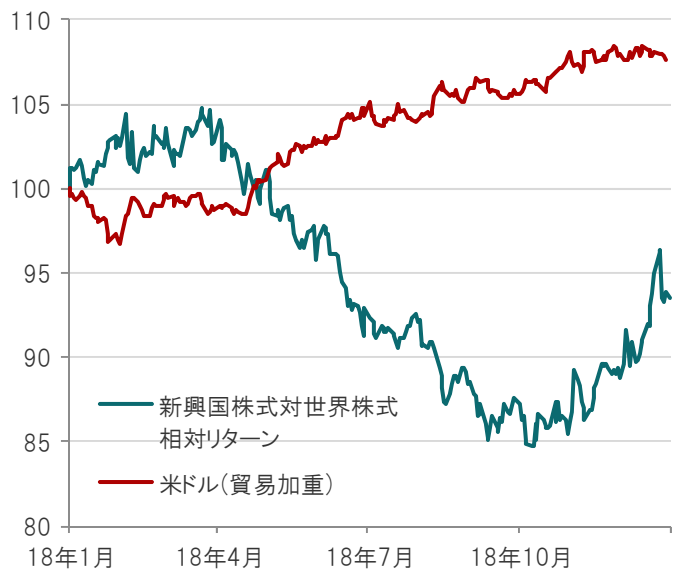


※世界の製造業PMI:34カ国のGDP加重平均、世界の製造業PMI輸出受注:22カ国のGDP加重平均
出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4:新興国株式の対世界株式相対リターンと米ドルの推移

日次、期間:2018年1月1日~2018年12月31日、米ドル(貿易加重)は2018年12月28日まで

2018年1月1日=100として指数化



※新興国株式:MSCI新興国株価指数(ドルベース)、世界株式:MSCI世界株価指数(ドルベース)、すべてトータル・リターン
※米ドル(貿易加重)はFED公表のブロード指数
出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

欧州経済失速の可能性は侮れず

昨年2018年、期待外れの展開となったのは新興国市場だけではありません。欧州株式市場の低迷については、昨年1月から市場のコンセンサスとなっていました。域内の諸問題が、依然として未解決の状況にあることは明らかです。イタリアの政治、経済両面の苦境が最も大きな懸念材料となっており、政府が今年度の予算案に盛り込んだ財政刺激策を巡って欧州委員会と衝突する中、国内経済の停滞がユーロ圏経済を下押ししています。イタリアとドイツの10年国債利回りスプレッドは、昨秋、300ベース・ポイント台にのせて2013年7月以来の水準に達し、株式市場にも影響を及ぼしました(図表5参照)。欧州株価指数の米国株価指数に対する相対リターンは、ドル建て、現地通貨建てともに、12月に最低水準を更新しています。

図表5: ユーロ圏株式の対世界株式相対リターンと独・伊の10年国債利回りスプレッドの推移

日次、期間: 2018年1月1日~2018年12月31日



※ユーロ圏株式: MSCI EMU株価指数(現地通貨ベース)、世界株式: MSCI世界株価指数(現地通貨ベース)、すべてトータル・リターン
出所: ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

推奨資産配分

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		

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2018年12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	23,327	25,538	24,719	-8.7%	-5.6%
(米)ナスダック総合指数	6,635	7,331	6,903	-9.5%	-3.9%
(日)TOPIX	1,494	1,667	1,818	-10.4%	-17.8%
(日)日経ジャスダック平均	3,210	3,576	3,950	-10.2%	-18.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,001	3,173	3,504	-5.4%	-14.3%
(英)FTSE100指数	6,728	6,980	7,688	-3.6%	-12.5%
(中国)上海総合指数	2,494	2,588	3,307	-3.6%	-24.6%
(香港)ハンセン指数	25,846	26,507	29,919	-2.5%	-13.6%
(ブラジル)ボベスパ指数	87,887	89,504	76,402	-1.8%	+15.0%
(インド)SENSEX30指数	36,068	36,194	34,057	-0.3%	+5.9%
(ロシア)RTS指数\$	1,066	1,126	1,154	-5.3%	-7.6%

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	111.00	113.47	113.00	-2.2%	-1.8%
ユーロ	127.00	129.19	134.94	-1.7%	-5.9%
英ポンド	140.46	145.01	151.95	-3.1%	-7.6%
スイスフラン	112.55	113.90	115.46	-1.2%	-2.5%
豪ドル	78.18	83.08	88.17	-5.9%	-11.3%
加ドル	81.52	85.42	89.95	-4.6%	-9.4%
中国元 [※]	15.98	16.35	17.30	-2.3%	-7.6%
ブラジルレアル [※]	28.31	29.30	33.96	-3.4%	-16.6%
インドルピー	1.59	1.64	1.78	-3.0%	-10.7%
ロシアルーブル	1.60	1.71	1.97	-6.4%	-18.8%
タイバーツ	3.41	3.44	3.45	-0.9%	-1.2%
南アフリカランド	7.66	8.30	9.11	-7.7%	-15.9%

(※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	2.69%	3.02%	2.41%	-0.33%	+0.28%
日10年国債利回り	0.00%	0.09%	0.05%	-0.08%	-0.05%
独10年国債利回り	0.25%	0.31%	0.42%	-0.06%	-0.18%
豪10年国債利回り	2.32%	2.59%	2.70%	-0.27%	-0.38%
米政策金利(FFレート)	2.50%	2.25%	1.50%	+0.25%	+1.00%
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)	45.15	50.78	60.46	-11.1%	-25.3%
金(1オンス、ドル)	1,281.34	1,219.15	1,303.46	+5.1%	-1.7%

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

※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。

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はありません。●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。