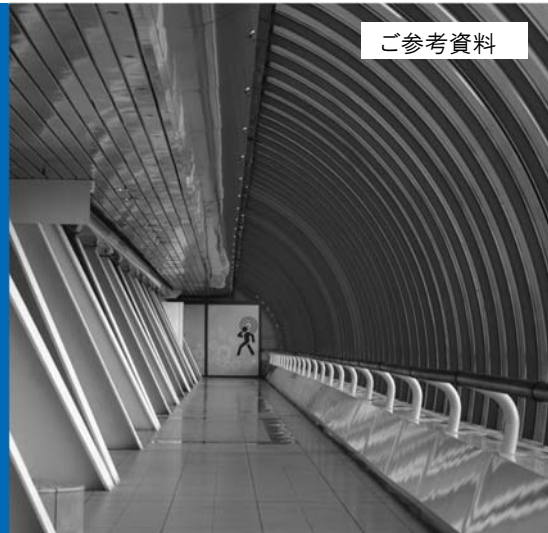


# Barometer

2021年  
3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

## インフレ懸念は行き過ぎ



### ■グローバル資産クラス

株式や債券市場に対して過度な懸念を抱く必要はないと考えます。経済の余剰生産能力を勘案すると、インフレが中央銀行の目標水準を上回る状況は一時的な現象に過ぎず、インフレの進行は、今後少なくとも一年程はないと思われるからです。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)、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

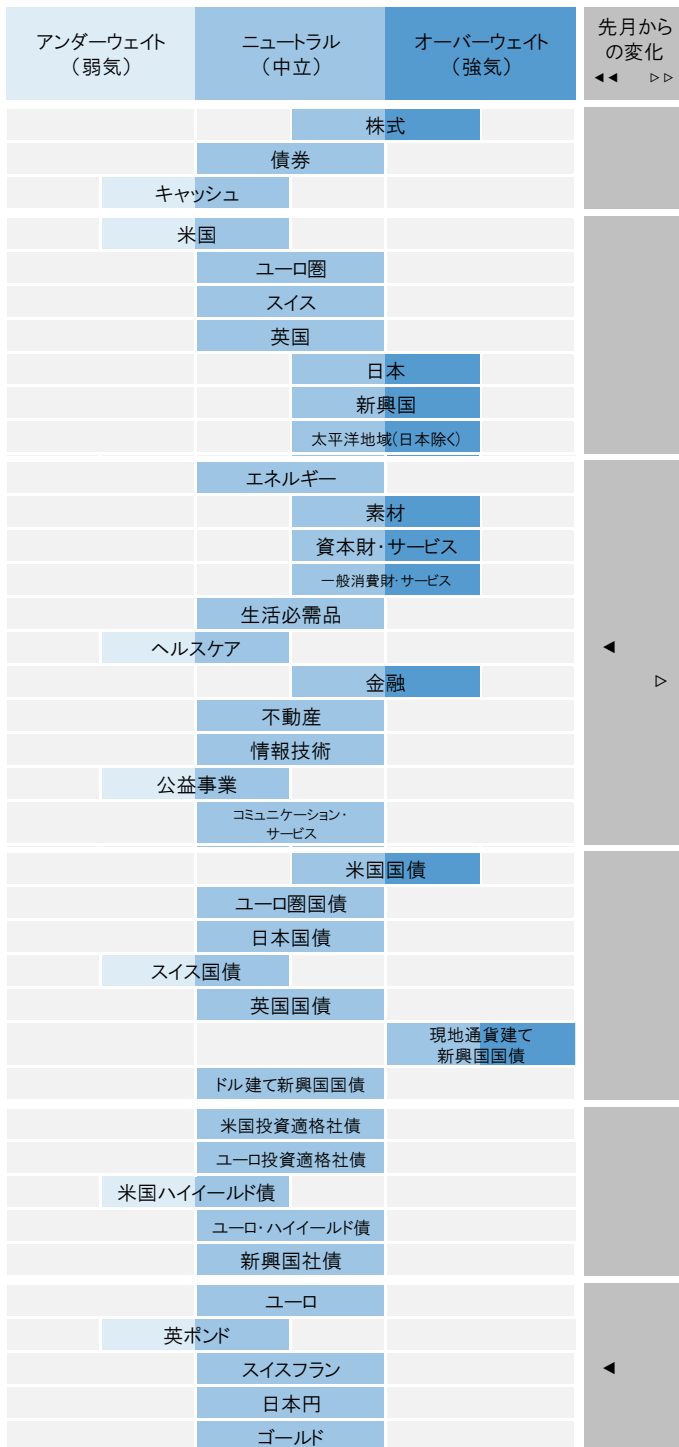
地域別では、引き続き新興国株式と日本株式のオーバーウェイトを維持します。中国を牽引役に、力強い景気回復の恩恵を受けた新興国の株価上昇が際立っていますが、アジア市場のバリュエーションは適正水準に留まっていると考えています。同地域では、新型コロナウイルスの感染拡大を比較的抑え込んでおり、企業業績についても中長期的な成長が期待されます。

### ■株式:業種別

金融をオーバーウェイトに引き上げます。強い経済成長と債券利回りの緩やかな上昇局面では、金融機関の増益が期待されるからです。また、ヘルスケアをアンダーウェイトに引き下げます。当セクターは(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ特性を有するため、コロナ後の世界経済の回復期には相対的に軟調な展開が予想されます。

### ■債券

現地通貨建て新興国債券、特に、人民元建て中国債券には引き続き強気の見方を維持します。経済成長に鈍化の兆しが見られる中、中国人民銀行は様子見の姿勢に徹していますが、必要に応じて追加の景気刺激策が講じられ、債券利回りを支えるものと考えます。



# Barometer



## 資産配分

### 世界経済の急回復

世界経済の力強い回復力が鮮明になりつつあります。新型コロナウイルス・ワクチンの接種の進展が行動制限の解除に繋がれば、昨年の景気減速分をほぼ相殺するであろう、経済の急速な回復が見込まれます。

債券利回りが上昇基調を辿っているのは、各国の中央銀行が景気回復局面で金融緩和策を維持できるかどうか、或いは、維持する意思があるかどうか、米国の1.9兆ドルの追加経済対策の影響を市場参加者が見極めたいと考えていることに加えて、インフレ期待が既に中央銀行の定める目標水準に達したように思われるからです。

もっとも、株式や債券市場に対して過度な懸念を抱く必要はないと考えます。経済の余剰生産能力を勘案すると、インフレが中央銀行の目標水準を上回る状況は一時的な現象に過ぎず、インフレの進行は、今後少なくとも一年程はないと思われるからです。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)、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。

ピクテの景気循環指標は経済活動の強い勢いが継続することを示唆していることから、弊社エコノミストは2021年の世界経済見通しを、再度、上方修正しています。直近の実質GDP(国内総生産)成長率予想は前年比で+6.4%と市場コンセンサス予想の+5.1%を上回っています。また、中国が+9.5%、インドが+13.1%と、新興国における経済の高成長を予想しています。一方、米国も+6.5%と昨年の落ち込み(-3.5%)分を相殺することが予想されます。こうした予想の根拠の一つとして挙げられるのが、(米国における)小売売上高の急回復です。政府支給の現金給付が消費に回り始めており、小売業界も消費需要を満たす態勢を整えているように思われます。

インフレ率は、前年比で算出されるため、比較の基準の数値(2020年度)が低いことから、一時的に上昇する公算が大きいと思われます。また、一年程前に、一時、マイナス価格を付けた原油先物価格が、足元では、コロナ禍前の水準をほぼ回復していることにも留意が必要です。

世界経済が徐々に再開基調にあるなか、サービス・セクターは滞留している需要に対応する態勢を整えているように思われますが、物価上昇圧力をもたらす供給不足に伴うインフレの兆しは殆ど見られないように思われます。米国におけるインフレの進行については、2022年あるいは2023年まで予想難しく、従って、米連邦準備制度理事会(FRB)には1年程度、利上げを回避する猶予期間が与えられていると考えます。

ピクテの流動性指標は、マネーの伸びの速度が大幅に鈍化していることを示唆しています。一方で、流動性供給量は昨年のピーク時からは大幅に低下しているものの、引き続き、過去の平均水準を上回っていることには留意が必要です。従って、短期的には、潤沢な流動性がリスク性資産の支援要因となる状況が継続すると考えます。米国では、マネーの創出(信用の創造)が通常の範囲を大きく超えています。一方、アジアでは、金融引き締め兆しが見られます。日本銀行は「量的・質的金融緩和」の縮小を開始していることに加え、(長短金利をある程度操作する)「イールドカーブ・コントロール」政策についても、長期金利の変動幅を幾分拡大しているように思われます。また、中国では信用供給の伸びが鈍化しており、中央銀行(中国人民銀行)は金融引き締めに向けたことを示唆しています。

ピクテのバリュエーション指標は、リスク性資産の殆どが割高な水準で推移していることを示唆しています。MSCI世界株価指数の構成銘柄のバリュエーションは、ピクテのモデルで測定すると割高な水準にあり、コロナ禍前の経済成長率への回帰と低金利環境の長期化を同時に織り込んでいると考えます。

また、債券の実質利回りが上昇し、過剰流動性が減少傾向にあると考える環境では、グローバル株式の株価収益率(PER)が20%前後低下することが予想されます。一方、売上高、利

# Barometer



益成長率ともに、経済の正常化と巨額の財政刺激策からの恩恵を受けることが予想されるため、一株利益(EPS)成長率の大幅な伸びが見込まれています。これを受け、米国株式は、足元の水準から10%程度の上昇余地があると示唆されています。

債券については、足元の利回りの急上昇を受け、米国国債が景気回復局面における適正価値に近づいていることが示唆されます。また、米国30年国債の実質利回りは、新型コロナウイルス発生以降、初めてプラス圏に転じています。もともと、債券利回りの上昇を受け、株式には若干の割高感が見られます。

ピクテのテクニカル指標は、リスク性資産に対して強気ですが、割高感が見られ始めていても示唆しています。季節要因は株式市場の支援要因となっていることに加え、投資家心理は極めて強気となっていること、機関投資家の資金における現金の持ち高が14年ぶりの低水準となるなど、大規模な資金が市場に流入しています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 春の上昇相場

グローバル株式市場には、年初来で大規模の資金が流入しています。投資家が力強い景気回復を期待して、マネーマーケットや債券市場から株式市場に資金を移していることがこの一因になっていると考えます。

強力な金融緩和や財政刺激策とコロナウイルス・ワクチンの接種の進展の組み合わせが、経済の回復を支えているのではないかと考えています。また、こうした状況が企業業績に対する明るい見通しが広がる要因となっています。

今年の企業業績については、約30%の増益が予想されています。経済活動が徐々に再開する中、都市封鎖(ロックダウン)中に積み上がった家計の貯蓄が消費に回り始めています。

株式市場では、新規株式公開(IPO)が過去最高水準に達していることやバリュエーションに割高感が見られる一方で、今後数カ月間については、株価に一段の上昇余地が残されていると考えます。

巨額の財政刺激と家計の貯蓄率の上昇を背景に、株式市場に、個人投資家の資金流入が継続すると考えられます。特に米国市場では、個人投資家の市場占有率の上昇と取引量の増加が予想されます。

この他、資金源として注目されるのが、「特別買収目的会社(SPAC)」と呼ばれ、自らは事業を行っていないペーパーカンパニーで、IPO等で調達した資金で未上場企業の買収を計画しています。

コロナ禍の景気後退期を脱しつつある環境下、株式市場では地域あるいは業種間の資金移動が予想され、(景気回復の恩恵を享受すると考える)景気敏感株や割安株(バリュー株)が市場をけん引することが予想されます。単なるインフレ懸念というより金融引き締め観測に起因して債券利回りが上昇基調を辿るとしたら、割安株(バリュー株)よりも成長株(グロース株)にPERの強い下押し圧力がかかるはずで

業種別では、強い経済成長と債券利回りの緩やかな上昇局面では、金融機関の増益が期待されます。債券利回り曲線(イールドカーブ)は、ここ数週間で、スティーブ化が進行しており、出遅れていた金融セクターはその他の景気敏感セクターを後追いするように、上昇し始めています。また銀行に関しては利益予想の大幅な上方修正が株価に織り込まれていないと考えることから、株価に一段の上昇余地が残されていると考えます。従って、金融セクターをオーバーウェイトに引き上げます。

また、ヘルスケア・セクターをアンダーウェイトに引き下げます。当セクターは(景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ特性を有するため、コロナ後の世界経済の回復期には相対的に軟調な展開が予想されます。また、生活必需品等、ヘルスケア以外のディフェンシブ・セクターと比べると、割高感が目立っています。米国のヘルスケア・セクターについては、規制リスクの可能性も考慮する必要があると考えます。



# Barometer



その他の業種では、素材や資本財サービス等、景気敏感セクターのオーバーウェイトを継続します。

地域(市場)別では、ここ数週間、中国を牽引役に、力強い景気回復の恩恵を受けた新興国株の上昇が際立っていますが、アジア市場のバリュエーションは適正水準に留まっていると考えています。同地域では、新型コロナウイルスの感染拡大を比較的抑え込んでおり、企業利益についても中長期的な成長が期待されます。

世界の貿易量回復の恩恵を受けると考える日本の株式についてもオーバーウェイトを維持します。日本企業の今年度の増益率予想は前年比+33%と、新興国や世界平均を上回る水準に達しています。

米国株式に関しては、アンダーウェイトを維持します。12カ月先予想PERは約23倍と割高で、長期平均の約15倍を大きく上回っているためです。また、米国株式について特に懸念されるのが、S&P500種株価指数のIT銘柄の組入れ比率が約28%に達しており、相対的に高位にある点です。当セクターは、ピクテのモデルで測定すると株式のセクターの中で、最も割高な水準にあり、また、債券利回りの上昇局面では最も苦戦を強いられると考えるセクターの一つです。

ユーロ圏株式はニュートラルを維持します。域内経済はロックダウンからの景気回復が緩慢であり、またバリュエーション面での魅力に欠けるからです。また、ユーロ圏は何カ月にも及ぶ交渉を重ねて漸く7,500億ユーロ規模の景気対策に当たる「欧州復興基金」の設立に合意したものの、資金が投じられるのは秋以降の見通しです。

## 債券・為替

### 新興国市場に好機

グローバル経済の力強い回復とインフレ率上昇の見通しは、債券市場に好ましいとは言えません。

一方で、ピクテでは比較的楽観的な見通しを維持しています。公的部門ならびに民間部門の流動性を示す主要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、2020年半ばの28.1%から13.9%に縮小してはいるものの、長期平均の11.1%を大きく上回っています。

また、インフレ率についても、上昇基調にあるものの、少なくとも年内は穏やかな上昇に留まることが予想されます。従って、2月末にかけて発生した市場の急落により、米国国債ならびに現地通貨建て新興国債券の魅力が増したと考え、前者はオーバーウェイトを、後者はフル・オーバーウェイトを継続します。

米国30年国債は、名目の利回りが2%を上回り、実質利回りについても、新型コロナウイルス発生後初めてプラス圏に転じています。そのようななか、年金基金の長期債券に対する需要の拡大が見込まれます。米国国債のイールドカーブは、最終的なフェデラルファンド・レート(FF金利)が2%に達することを示唆しています。金利スワップ市場が示唆する期待インフレ率も現実的な水準に留まっていると見ています。

現地通貨建て新興国債券、特に、人民元建て中国債券には引き続き強気の見方を維持します。国際金融協会(IF)のデータによれば、1月月間の新興国債券市場への資金流入額が440億ドルに達し、その20%強が中国債券市場への投資だったことを示唆しています。経済成長に鈍化の兆しが見られるなか、中国人民銀行は様子見の姿勢に徹していますが、必要に応じて追加の景気刺激策が講じられ、債券利回りを支えるものと考えます。

投資家は、世界2位の規模を誇る中国債券市場に関心を強めているとはいえ、人民元建て中国債券は、ピクテのモデルに基づけば、割安な水準にあると考えられる資産クラスです。また、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。米国のマネーサプライの伸びが中国のマネーサプライの伸びを上回る状況では、対ドルの人民元高の継続が見込まれます。

米国のマネーサプライと中国のマネーサプライの伸びの格

# Barometer



差は、拡大の一途をたどっており、ピクテでは、この格差が広がるほど、人民元高が進行する公算が大きいと考えています。

また、債券市場のその他のセクターでは、バリュエーション面での割高感が際立つ米国ハイイールド社債に対する慎重な姿勢を維持しています。米国ハイイールド社債利回りと株式益利回りの差が足元では1%以下に縮小しており、コロナ禍前の水準を割り込んでいることから、市場はデフォルト・リスクを過小評価していると考えます。

通貨では、過去1年でドルに対し約6%上昇したスイスフランを、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。また、EU(欧州連合)離脱(ブレグジット)とロックダウンの打撃を受け、景気回復に出遅れ感が残るため、英国ポンドは引き続きアンダーウェイトを継続します。

## グローバル市場概況

### インフレ懸念を受けた債券利回りの上昇

2021年1月および2月の金融市場は、インフレ急騰の可能性を織り込む展開となりました。米国国債とインフレ連動国債の利回り格差から市場のインフレ期待を測定すると、米国10年国債ブレークイーブン・インフレ率が2月末に2.2%に達し、新型コロナウイルス発生以降、株式市場を支えてきた中央銀行の動向と金融刺激策の縮小の可能性が注視されました。

米国10年国債利回りは1年ぶりに一時、1.5%に達しました。この間、原油価格は、年初来、約18%と大幅に上昇しました。米国ならびにユーロ圏政府が、コロナ禍で深刻な打撃を受けた業界の支援と雇用の拡大を図り、巨額の公共投資を公約したことから、物価上昇加速観測が強まりました。

世界各国でワクチン接種が進む中、特に米国では、政策立案者が経済を過剰に刺激し、インフレを煽るのではとの懸念が強まっています。そのようななか、2月の債券市場は大幅な下落となりました。世界国債が、現地通貨ベースで-2%の下げを余儀なくされました。

債券利回りの上昇は株式市場にも影響を及ぼし、成長株(グロース株)から割安株(バリュー株)への資金移動が進みました。ロックダウンの期間を通じて堅調に推移してきたテクノロジー・セクターは、経済正常化からの恩恵を享受すると予想される景気敏感セクターに対して出遅れました。エネルギー・セクターは、原油価格の上昇を受けて、ドルベースで約+16%と上昇し、金融セクターは、債券利回りの上昇を好感して約+10%とこれに続きました。素材および資本財サービス・セクターもそれぞれ約+4%の上昇となりましたが、テクノロジー・セクターは+1%前後の上昇に留まり、ヘルスケア・セクターや公益セクター等のディフェンシブ・セクターは下落しました。

経済の広範な回復が期待される状況では、今後いずれかの時点で、グロース株のプレミアムの縮小が予想されます。実際に、S&P500種株価指数の構成銘柄で、2020年10~12月期の利益の実績が事前予想を上回ったにもかかわらず、決算発表後の2日間、株価が殆ど上昇しないという企業が多く見られました。

※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2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                 | 30,932   | 29,983   | 30,606   | +3.2%  | +1.1%  |
| (米)ナスダック総合指数                  | 13,192   | 13,071   | 12,888   | +0.9%  | +2.4%  |
| (日)TOPIX                      | 1,864    | 1,809    | 1,805    | +3.1%  | +3.3%  |
| (日)日経ジャスダック平均                 | 3,798    | 3,775    | 3,719    | +0.6%  | +2.1%  |
| (欧)ユーロ・ストックス50種               | 3,636    | 3,481    | 3,553    | +4.5%  | +2.4%  |
| (英)FTSE100指数                  | 6,483    | 6,407    | 6,461    | +1.2%  | +0.4%  |
| (中国)上海総合指数                    | 3,509    | 3,483    | 3,473    | +0.7%  | +1.0%  |
| (香港)ハンセン指数                    | 28,980   | 28,284   | 27,231   | +2.5%  | +6.4%  |
| (ブラジル)ボベスパ指数                  | 110,035  | 115,068  | 119,017  | -4.4%  | -7.5%  |
| (インド)SENSEX30指数               | 49,100   | 46,286   | 47,751   | +6.1%  | +2.8%  |
| (ロシア)RTS指数\$                  | 1,412    | 1,368    | 1,387    | +3.2%  | +1.8%  |
| 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                           | 106.25   | 104.48   | 103.50   | +1.7%  | +2.7%  |
| ユーロ                           | 129.15   | 126.48   | 126.95   | +2.1%  | +1.7%  |
| 英ポンド                          | 148.48   | 143.24   | 139.82   | +3.7%  | +6.2%  |
| スイスフラン                        | 117.34   | 117.49   | 117.15   | -0.1%  | +0.2%  |
| 豪ドル                           | 83.31    | 80.08    | 78.84    | +4.0%  | +5.7%  |
| 加ドル                           | 84.09    | 81.35    | 80.83    | +3.4%  | +4.0%  |
| 中国元 <sup>※</sup>              | 16.49    | 16.20    | 15.79    | +1.8%  | +4.5%  |
| ブラジルリアル <sup>※</sup>          | 19.12    | 19.18    | 19.88    | -0.3%  | -3.8%  |
| インドルピー                        | 1.47     | 1.44     | 1.42     | +2.1%  | +3.5%  |
| ロシアルーブル                       | 1.42     | 1.37     | 1.41     | +3.6%  | +0.7%  |
| タイバーツ                         | 3.50     | 3.48     | 3.44     | +0.6%  | +1.7%  |
| 南アフリカランド                      | 7.05     | 6.88     | 7.04     | +2.5%  | +0.1%  |
| (※)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                     | 1.45%    | 1.10%    | 0.91%    | +0.35% | +0.53% |
| 日10年国債利回り                     | 0.16%    | 0.04%    | 0.02%    | +0.12% | +0.14% |
| 独10年国債利回り                     | -0.29%   | -0.55%   | -0.58%   | +0.26% | +0.28% |
| 豪10年国債利回り                     | 1.85%    | 1.13%    | 1.01%    | +0.73% | +0.84% |
| 米政策金利(FFレートの)                 | 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)             | 61.55    | 52.16    | 48.35    | +18.0% | +27.3% |
| 金(1オンス、ドル)                    | 1,727.44 | 1,858.01 | 1,897.77 | -7.0%  | -9.0%  |

※ 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。