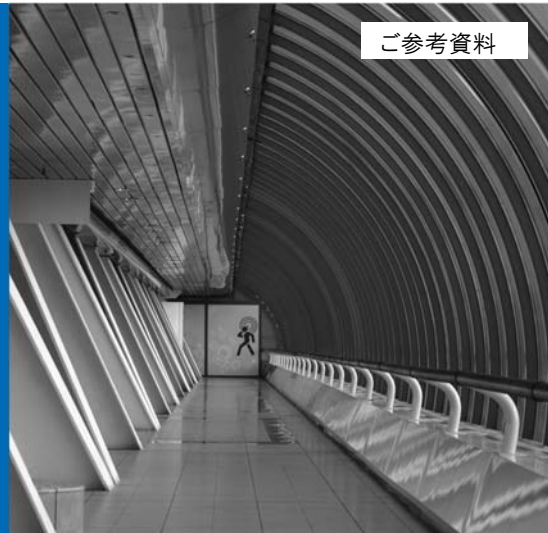


Barometer

2020年
12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

ワクチン期待が景気敏感株の上昇を促す



■グローバル資産クラス

ワクチン開発の急速な進捗状況に加え、バイデン政権発足に向けた正式な移行手続きが始まったことを受け、グローバル経済ひいては企業業績の回復に対する期待が膨らみました。とはいえ、米国、欧州では新型コロナウイルス感染者が急増しています。こうしたリスクを勘案し、株式およびハイイールド債のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。従って、主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)の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、グローバル経済の成長が加速する局面で上昇が見込まれる日本と新興国市場の選好を継続します。英国は、欧州連合(EU)離脱後の通商交渉が合意に達すれば、株価を大きく押し上げる可能性も考えられ、ニュートラルに引き上げます。米国株式に関しては、足元の割高なPER、長期のバリュエーション指標の一部の高止まりからアンダーウェイトに引き下げます。

■株式:セクター別

セクター別では、株価と企業の設備投資との極めて強い相関が認められ恩恵が期待される資本財・サービスをオーバーウェイトに引き上げ、債券利回りの一段の上昇の影響が懸念される生活必需品セクターはニュートラルに引下げます。

■債券

債券は総じてニュートラルとする一方、先進国と新興国間の金利差を勘案し、現地通貨建て新興国債券の選好を継続します。先進国の債券市場のなかでは魅力的な水準の利回りの米国国債と米国投資適格債のオーバーウェイトを維持します。各国中銀の流動性供給のペースの鈍化やグローバル債券の実質利回りの上昇は金の逆風になると考え、金を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

ワクチンは好材料でも万能薬にあらず

コロナ禍のトンネルの先には光が見えています。ワクチン開発の急速な進捗状況に加え、バイデン政権発足に向けた正式な移行手続きが始まったことを受け、グローバル経済ひいては企業業績の回復に対する期待が膨らみました。

とはいえ、とりわけ先進国の経済活動については、今後数週間をかけて緩やかな回復が見込まれるに過ぎず、投資の先走りは禁物です。加えて、米国では新型コロナウイルス感染者が急増しており、欧州では感染拡大の第3波が到来する可能性も否めません。

こうしたリスクを勘案し、株式およびハイイールド債のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。従って、主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)のニュートラルを維持します。

ピクテの景気循環指標は、2021年4~6月期以降、米中関係の改善を契機に、グローバル経済の力強い回復局面が訪れることを示唆しています。

先進国と新興国の成長率格差は、後者の鉱工業生産がコロナ禍前の水準を回復したことを受け、拡大基調ですが、世界貿易の回復と米ドル安の進行次第では、もう一段と拡大する可能性も考えられます。

米国では、堅調な住宅市場が景気回復を牽引する中、耐久財受注統計が大幅に改善したこと等が企業の設備投資の回復を示唆しています。企業と家計の貯蓄が積み上がっていますが、経済の先行きに対する確信が増す状況では、しかるべき用途に充てられることが想定されます。

また、追加経済救済策の規模と範囲を巡る米国議会の協議の行方も注目されます。

バイデン次期大統領は、新政権の財務長官にイエレン元

米連邦準備制度理事会(FRB)議長を指名したことで、積極的な財政出動への道を開いたと言えそうです。イエレン氏が一貫して主張してきた金利水準の低位維持は、大型の財政刺激策と両立し得ると考えます。

バイデン次期大統領の景気対策は、規模が縮小したとしても、2021年の実質個人消費支出の伸びを現行の約5%超から約6.5%超に押し上げるのに十分な規模になると考えます。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産を巡る状況が、数カ月前ほどではないにしても、引き続き良好であることを示唆しています。金融システムに注入された流動性が世界のGDP(国内・域内総生産)比約18%と8月の同約29%を下回っているのは、各国中銀による緊急の貨幣増刷と政府保証付き債の供給量の伸びが鈍化しているからだとしています。

民間向け融資も伸び悩みの状況にあります。ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)が実施した「域内銀行の貸し出し態度に関する7~9月期調査」から、融資基準の大幅な引き締めと企業向け融資の需要の低迷が続く状況が示唆されます。

ピクテのバリュエーション指標は、株式市場が割高な状況にあることを示唆しています。足元の強い上昇相場が、世界の主要株価指数を過去最高水準に押し上げ、グローバル株式の株価収益率(PER)も割高な水準となっています。ピクテでは、流動性供給の伸び率と名目GDP成長率の格差で表される過剰流動性の減少に加え、2021年のPERが15%程度低下すると考えています。ピクテの分析は、上記の2つの数値間の相関が保たれていることを示唆しています。

債券は、総じて、割高ですが、各国の金融政策により、金利が低水準に保たれているため、こうした状況は当面継続すると考えます。

ピクテのテクニカル指標は、株式及び債券に対して、やや強気です。株式市場には大規模な資金が流入していますが、資金フローの長期停滞後の流入であることには留意が必要です。

Barometer



地域別・セクター別の株式市場

景気敏感株の上昇続く

北半球では、夜の長い暗い冬が近づいていますが、株式市場の先行きには、僅かながら、明るさが増していると考えます。新型コロナウイルスワクチンの配布及び接種の見通しが立ち、ワクチン接種の実現と同時の景気回復を見込むエコノミスト予想が散見され、こうした好材料の一部は既に市場に織り込まれていると考えます。一方で、ワクチンにしても景気回復にしても先行きに対する懸念は引き続き残っていると考えます。そのようななか、株式市場では、景気循環の恩恵を最も大きく受けて中期的な株価の上昇が見込まれる地域市場と業種セクターに注目しています。

業種別では、株価と企業の設備投資との極めて強い相関が認められる、資本財・サービスセクターが景気回復の恩恵を受けると考えます。従来、企業業績の改善から約6ヵ月後に設備投資が増加する傾向にあります。ピクテでは、2021年に約25%超程度の増益を予想しており、一年を通じて設備投資が拡大すると考えます。全米自営業者連盟(NFIB)とフィラデルフィア連銀が実施する「製造業景況感調査」によれば、6ヵ月先の企業の設備投資計画は、高水準に達しています。

加えて、一貫して堅調な中国の経済成長が素材セクターを支える要因になると考えています。また、個人消費の回復が一般消費財・サービスセクターのサポート要因になると考え、両セクターともオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)としています。

金融セクターも見通しの改善が見込まれることから、ニュートラルに引き上げました。当セクターは2018年年初以降、MSCI世界株価指数を30%前後下回って推移してきており、ピクテのモデルでも、過去20年平均との比較で、割安なセクターのひとつです。

景気変動に左右され難いディフェンシブ・セクターでは、ヘ

ルスケア・セクターの選好を継続します。一方、債券利回りの一段の上昇の影響が懸念される生活必需品セクターはニュートラルに引き下げます。

地域別の投資配分にも、景気循環増幅効果を重視しています。グローバル経済の成長が加速する局面で上昇が見込まれる日本と新興国市場の選好を継続します。

また、アジアの新興国市場については特に明るい見通しです。アジアおよび環太平洋地域の15ヵ国が加盟する「東アジア地域包括的経済連携」(RCEP)は、域内経済の強い影響力や貿易および投資拡大の可能性を示しています。

英国は、PERが比較的低位で推移していることもあり、従来に比べて、若干強気な見通しです。英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)後にむけた通商交渉が合意に達すれば、株価を大きく押し上げる可能性も考えられます。

米国株式に関しては、これまで以上に慎重な姿勢をとっています。12ヵ月先の利益予想を用いて算出した足元のPERは約20倍と割高な水準にあると考えることに加え、利益成長のトレンドが変わらず、利益率が平均水準を上回り、米国10年国債の債券利回りが低水準に留まらない限り、現行の株価水準を維持するのは困難だと考えます。また、米国株式の対GDPの時価総額等、長期のバリュエーション指標の一部が高止まりしている状況も懸念されます。従って、米国株式をアンダーウェイトに引き下げます。

債券・為替

金は上げ一服

米ドルは、足元の下落局面を経て、6ヵ月前との比較では割高感が薄れていると考え、短期的には比較的安定した推移が見込まれます。ドル安が進行したことに加え、各国中銀の流動性供給のペースが鈍化したことやグローバル債券の実質利回りの上昇など、いずれも金の逆風になると考え、金

Barometer



をニュートラルに引き下げました。

また、世界経済がコロナ危機からの回復基調にある局面において新興国経済が先進国経済よりも堅調に推移していることや先進国と新興国間の金利差を勘案し、現地通貨建て新興国債券の選好を継続します。中国債券は、米国国債との利回り差が過去最高水準に達していて、とりわけ魅力的です。

加えて、先進国の債券市場において魅力的な水準の利回りを提供していることから、米国国債と米国投資適格債のオーバーウェイトを維持します。

景気回復の初期段階では、通常、株式に対してハイイールド債の投資妙味が増し、他セクターを上回るリターンをあげる傾向が見られますが、足元の局面では、バリュエーション面での割高感が強く、魅力が著しく減じていると考えます。また、米国の現政権が、新型コロナウイルスの大流行直後に導入した緊急資金供給策の一部打ち切りを決定したことで、これまで高いバリュエーションの要因となっていたサポート要因が失われたことにも注意が必要です。

グローバル市場概況

株式市場の熱狂

11月のグローバル株式市場は、新型コロナウイルスワクチン開発を巡るニュースが投資家心理の改善要因となるなか、力強い上昇相場となり、約12%の上昇となりました。

ファイザーとビオンテック、モデルナ、アストラゼネカが開発中のワクチンの良好な治験結果が、2021年中の経済の正常化や企業的大幅増益に対する期待を膨らませました。

ワクチン関連ニュースに加えて、バイデン前副大統領が大統領選の勝利を確実にしたことも、相場の上げ要因となったと考えます。バイデン政権は、国際関係や貿易について現政権ほど挑戦的な手法を取らないことが想定され、トランプ大

統領の「アメリカ第一主義」に翻弄されてきた多国籍企業を取り巻く環境が改善されることになるだろうとの見方が有力になっています。

また、市場の上昇パターンは、ワクチン開発の進捗状況が、コロナウイルスのパンデミックによって最も大きな打撃を受けた業種セクターの先行きを見直す機会として捉えられたということを示唆しています。年初来リターンが最も低迷していたエネルギー、金融、素材等のセクターが市場のけん引役となり、2桁の上昇を記録しました。都市封鎖(ロックダウン)時にはデジタルサービス需要の増加を受けて大きく買われたテクノロジー・セクターも市場並みに上昇しました。

国および地域市場についても業種セクターと同様のパターンが見られました。テクノロジー・セクターの組入れ比率が高い米国市場に比べて景気敏感セクターの組入れ比率が高い欧州市場の月間騰落率は、現地通貨ベースで約+20%弱となりました。また、S&P500種株価指数の+11%の上昇に対し、フランス、ギリシャ、イタリア、スペイン市場の上昇率はいずれも約+20%を上回る上昇となりました。

株式投資家がリスク選好の姿勢を強める中、金は下落基調となり、月間-6%弱と4年ぶりの大幅な下げを余儀なくされました。通貨市場では、ドル安が進行し、ドル指数は約-2%強の下落となりました。一方、新興国通貨は、ブラジルレアルや南アランド等、資源国通貨の大幅高を受け、対ドルで大きく上昇しました。

※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（2020年11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	年初末騰落率
（米）NYダウ工業株30種	29,639	26,502	28,538	+11.8%	+3.9%
（米）ナスダック総合指数	12,199	10,912	8,973	+11.8%	+36.0%
（日）TOPIX	1,755	1,579	1,721	+11.1%	+1.9%
（日）日経ジャスダック平均	3,659	3,547	3,838	+3.2%	-4.6%
（欧）ユーロ・ストックス50種	3,493	2,958	3,745	+18.1%	-6.7%
（英）FTSE100指数	6,266	5,577	7,542	+12.4%	-16.9%
（中国）上海総合指数	3,392	3,225	3,050	+5.2%	+11.2%
（香港）ハンセン指数	26,341	24,107	28,190	+9.3%	-6.6%
（ブラジル）ボベスパ指数	108,893	93,952	115,645	+15.9%	-5.8%
（インド）SENSEX30指数	44,150	39,614	41,254	+11.4%	+7.0%
（ロシア）RTS指数\$	1,282	1,067	1,549	+20.2%	-17.2%
東京外為（対円、TTM）	当月末	前月末	前年末	月間騰落率	年初末騰落率
米ドル	103.89	104.60	109.56	-0.7%	-5.2%
ユーロ	124.38	122.14	122.54	+1.8%	+1.5%
英ポンド	138.55	135.25	143.48	+2.4%	-3.4%
スイスフラン	114.97	114.29	112.40	+0.6%	+2.3%
豪ドル	76.91	73.57	76.52	+4.5%	+0.5%
加ドル	79.95	78.55	83.79	+1.8%	-4.6%
中国元*	15.84	15.60	15.60	+1.5%	+1.5%
ブラジルリアル*	19.36	18.13	27.02	+6.8%	-28.3%
インドルピー	1.41	1.42	1.54	-0.7%	-8.4%
ロシアルーブル	1.37	1.32	1.77	+3.8%	-22.6%
タイバーツ	3.44	3.36	3.63	+2.4%	-5.2%
南アフリカランド	6.82	6.39	7.84	+6.7%	-13.0%
（※）リニティブ・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	年初末変化幅
米10年国債利回り	0.84%	0.86%	1.92%	-0.02%	-1.08%
日10年国債利回り	0.03%	0.03%	-0.02%	+0.00%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.59%	-0.63%	-0.19%	+0.04%	-0.40%
豪10年国債利回り	0.94%	0.78%	1.39%	+0.17%	-0.45%
米政策金利（FFレート）	0.25%	0.25%	1.75%	±0%	-1.50%
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	年初末騰落率
原油（WTI期近、1バレル、ドル）	45.20	35.64	61.14	+26.8%	-26.1%
金（1オンス、ドル）	1,774.39	1,880.77	1,520.50	-5.7%	+16.7%

※ 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。