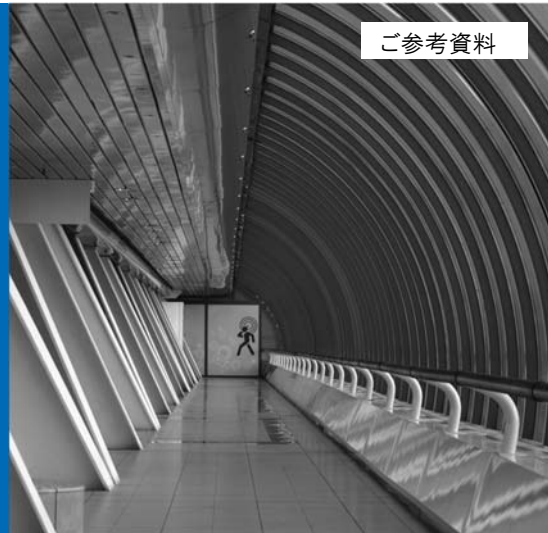


# Barometer

2019年  
10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

## 投資妙味に欠ける市場



### ■グローバル資産クラス

主要な企業利益には殆ど伸びが見られず、ほぼ15兆ドルもの債券がマイナス利回りで見られる環境下、米中間の貿易協議が長引いています。今後数ヵ月、世界経済の鈍化基調が続くと予想されることから、株式および債券のアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)ならびにキャッシュのフルオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を維持します。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、イールドカーブが逆転してリセッション入りを示唆する信号が点滅していることから、米国のアンダーウェイトを継続します。順調に上昇してきた新興国市場を、オーバーウェイトからニュートラルに下方修正しました。一方、ユーロ圏市場と英国市場は、主にバリュエーションの観点から、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、ここまで順調に上昇してきた金融セクターを、オーバーウェイトからニュートラルに下方修正しました。一方、情報技術セクターは、アンダーウェイトからニュートラルに上方修正しました。

### ■債券

欧州のソブリン債と社債は魅力に欠けると考えます。欧州市場は、マイナス利回りで取引される債券の債券全体に占める比率が世界中の全ての市場を上回っており、ユーロ投資適格社債については、過去最高の60%以上がマイナス利回りです。同様に、マイナス利回りで取引される債券の比率が高い日本国債もアンダーウェイトとしています。一方、現地通貨建て新興国国債は、ニュートラルを維持します。

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

### 安全運用に留意

企業利益には殆ど伸びが見られず、ほぼ15兆ドルもの債券がマイナス利回り取引される環境下、米中間の貿易協議が長引いています。投資家の関心をひきそうな材料は、少なくとも、短期的には見当たりそうにありません。

ピクテの景気先行指数は、今後数カ月、世界経済の鈍化基調が続くことを示唆しています。ピクテでは、夏以降、2019年の世界の実質経済成長率見通しを下方修正しており、直近の予想は3%以下と、6月末時点の3%強を更に下回ります。このように弱気の見通しが、流動性分析やテクニカル要因が示唆する良好な兆しを打ち消しています。

以上から、株式および債券のアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)ならびにキャッシュのフルオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を維持します。

ピクテのマクロ経済指標にも、先行きを楽観させるものは殆ど見当たりません。世界の経済成長はもう一段の鈍化の後、横ばいが予想されます。ピクテの景気先行指数は、世界の実質経済成長率が、直近予想の年率2.7%から、2020年には同2%前後に減速することを示唆しています。

世界経済を巡る最も深刻な問題は貿易動向です。消費者需要は持ち堪えているものの、関税率の引き上げやその他の保護主義政策を背景に、輸出受注は縮小傾向が続いています。

貿易縮小の影響が特に顕著に見られるのが、貿易戦争の渦中にある米・中両国です。米国では、製造業の不振を受け、8月のISM製造業景況指数が2016年来の低水準を付け、非農業部門雇用者数の伸びも市場予想を下回りました。一方、中国では、8月の鉱工業生産が過去最低水準を記録しました。

このような状況にありながら先行きが期待されるのが欧州市場です。ピクテのユーロ圏景気先行指数は、堅調な個人消費を背景に、3か月連続で上昇しています。

家計の需要はとりわけ堅調です。小売売上高は僅かに減少したものの、消費者心理は高水準を維持しており、労働市場にも改善が見られます。悩みの種だった民間セクター向け融資も拡大基調が続いています。

流動性の状況は、リスク性資産クラスに対してニュートラルからポジティブです。欧州中央銀行(ECB)が、9月12日、利下げと資産購入プログラムの再開(11月から月額200億ユーロ)を決定したことから、ユーロ圏の先行きは良好です。一方、中国の金融緩和策は大方の投資家の期待を下回る水準に留まります。ピクテのバリュエーション分析は、グローバル株式市場が適正水準にあることを示唆していますが、地域市場間の格差が広がる状況は隠されています。

米国市場は最も割高な市場の一つです。景気循環調整後ベースの株価収益率(PER)は29倍に達し、絶対ベースで見ても(他市場と比較した)相対ベースで見ても投資妙味があるとはいえません。一方、グローバル株式では、成長株(グロース株)よりも割安株(バリュー株)が魅力的です。

債券市場では、国債、社債ともに、過去20年間で最も割高な水準で取引されています。

株式市場で注目されるのは、テクニカル要因です。毎年、最終四半期(10-12月期)の市場には、季節要因の恩恵を享受する傾向が見られるからです。また、異例ともいえる投資家の弱気の高(ポジショニング)も、市場の急落を限定するという点で好材料です。ピクテが行ったリスク性資産のバスケットと比較した安全資産(スイスフラン、円、金)のネットの買い建て(ロング・ポジション)分析は、足元の市場のポジショニングが極めて慎重であることを示唆しています。

# Barometer



## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国市場を下方修正

世界の主要中央銀行が打ち出した金融刺激策が、株式市場の短期的な上昇相場をもたらしていると考えられます。ECBによる一連の金融緩和策と米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げに加え、中国当局も引き締めの手を緩めています。

とはいえ、足元の市場の上昇は、弱気相場内での上昇局面に過ぎないと思われま

す。理由の一つは、既に過去最長記録を更新した米国の景気拡大局面が終盤に差し掛かりつつある兆候が認められることです。米回国債の利回り曲線(イールドカーブ)の形状等、景気後退(リセッション)入りを警告するサインが、ここ暫くの間、点灯していたことに加え、企業利益は伸びの鈍化が顕著です。同時に、米・中間の貿易戦争が景気を下押し状況が続いています。

市場の動静からも、慎重な姿勢を維持せざるを得ません。何年もの間グロース株に出遅れてきたバリュー株は、9月に入って、上昇相場を展開しています。もともと、足元の債券利回りの上昇を勘案するとグロース株の出遅れに意外感はありません。利回りの上昇は将来の予想利益の現在価値を減ずるからです。上述の要因の全てが、地域市場および業種セクターに対する慎重な姿勢を促しています。

従って、ここまで順調に上昇してきた新興国市場と金融セクターを、いずれも、オーバーウェイトからニュートラルに下方修正しました。一方、情報技術セクターは、アンダーウェイトからニュートラルに上方修正しました。

もともと、株式市場には先行きの明るい市場も見受けられません。ユーロ圏市場と英国市場は、主にバリュエーションの観点から、オーバーウェイトを維持します。世界貿易の縮小

を受けたドイツ経済のリセッション入りの可能性は、既にドイツ市場に織り込まれています。法人税減税やインフラ関連支出等、財政拡大の公算が強まっていることから、投資家心理はひとたび改善に転じれば、その後大きく改善する可能性が高いと思われま

す。英国市場を取り巻く状況もユーロ圏の状況と同様です。英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡る懸念が英国市場を世界で最も割安な市場としており、通貨ポンドの割安感も際立ちます。多くの悪材料が織り込み済であることから、政局の混乱に対して何らかの解決策が提示されるならば、市場の大幅反発の公算が大きく、20%程度の上値余地があるようにも思われま

## 債券・為替

### 価値の発掘が難しいマイナス金利下の市場

債券は、魅力に欠ける投資対象となっています。およそ15兆ドルもの債券がマイナス利回りで取引されているからです。JPモルガン世界国債指数で測ったグローバル債券の実質利回りは過去最低の-1.5%に低下しています。

とはいえ、債券に全く投資しないというわけにはいきません。投資家には、全体的に割高な債券のなかでも、極めて割高な債券を識別することが求められます。

欧州のソブリン債と社債は魅力に欠けると考えます。欧州市場は、マイナス利回りで取引される債券の債券全体に占める比率が世界中の全ての市場を上回っており、ユーロ投資適格社債については、過去最高の60%以上がマイナス利回りです。

同様に、マイナス利回りで取引される債券の比率が高い日本国債もアンダーウェイトとしています。

一方、現地通貨建て新興国国債は、ニュートラルを維持し

# Barometer



ます。利回りは5.2%前後と6年ぶりの低水準に留まるものの、新興国通貨の増価による債券価格の上昇が見込まれるからです。ピクテの試算では、新興国通貨は対米ドルで25%程割安な水準にあり、新興国の相対的に高い経済成長を勘案すると正当化が困難です。

通貨の中では、先行きが良好だと思われる英ポンドをオーバーウェイトに上方修正しました。ブレグジットに起因する政局と経済の不確実性を受け、英ポンドは対米ドルで34年ぶりの安値に沈んでいますが、悪材料は大方織り込み済みだと思われます。ピクテの分析は、英ポンドが、購買力平価モデルで測った適正価値を12%程度下回って取引されていることを示唆しています。従って、ブレグジットに関連する想定外の好材料が、英ポンドの上昇相場をもたらす可能性も考えられます。株式と債券の他では、スイスフランと金のオーバーウェイトを維持します。双方ともに、ボラティリティが上昇し、先行きの不確実性が強まる環境で、安全資産としての価値を發揮し、他資産を上回るリターンを上げることが期待されます。

広がりました。日本市場の月間騰落率は、月間1%強の円安を受け、現地通貨ベースで+5%と他市場を大きく上回りました。業種セクターでは、金融およびエネルギーが、いずれも+4%強と堅調でした。一方、新興アジアは-1%と出遅れました。

原油価格(北海ブレント)は、サウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコの石油施設に対する無人機攻撃を受けて供給不足が懸念され、一時30年ぶりの大幅上昇となったものの、その後は安定推移し、月間騰落率は+0.6%となりました。債券市場では、現地通貨建て新興国国債がソブリン債の中で唯一、プラスの月間騰落率を確保しました。欧州市場では、ソブリン債、社債ともに全面安の展開となりました。ユーロは対ドルで1%強の減価となり、金価格は3%強の下落となりました。

※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。

## グローバル市場概況

### 株式投資のスタイル・ローテーション

9月のグローバル株式市場は、利益成長を確保したバリュー銘柄をけん引役に、上昇しました。景気拡大期の最終局面で、バリュー株のリターンがグロース株を上回るのは歴史が実証しています。バリュー株は2008年以降、グロース株に大きく出遅れてきましたが、世界の貿易量の一貫した縮小基調と足元の米国国債利回りの急騰が、投資家に(景気の変動に左右されにくい)ディフェンシブ銘柄への入れ替えを促したと思われる。MSCI全世界バリュー株価指数の月間騰落率はドルベースで3.5%強となり、同グロース株価指数を3%程度、上回りました。

9月の市場では、市場間、業種セクター間のリターン格差が

## Barometer

## 参考データ

## 世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2019年9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	26,917	26,403	23,327	+1.9%	+15.4%
(米)ナスダック総合指数	7,999	7,963	6,635	+0.5%	+20.6%
(日)TOPIX	1,588	1,512	1,494	+5.0%	+6.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,379	3,294	3,210	+2.6%	+5.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,569	3,427	3,001	+4.2%	+18.9%
(英)FTSE100指数	7,408	7,207	6,728	+2.8%	+10.1%
(中国)上海総合指数	2,905	2,886	2,494	+0.7%	+16.5%
(香港)ハンセン指数	26,092	25,725	25,846	+1.4%	+1.0%
(ブラジル)ボベスパ指数	104,745	101,135	87,887	+3.6%	+19.2%
(インド)SENSEX30指数	38,667	37,333	36,068	+3.6%	+7.2%
(ロシア)RTS指数\$	1,334	1,293	1,066	+3.1%	+25.1%

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	107.92	106.46	111.00	+1.4%	-2.8%
ユーロ	118.02	117.63	127.00	+0.3%	-7.1%
英ポンド	132.69	129.68	140.46	+2.3%	-5.5%
スイスフラン	108.88	107.87	112.55	+0.9%	-3.3%
豪ドル	72.88	71.58	78.18	+1.8%	-6.8%
加ドル	81.49	80.11	81.52	+1.7%	-0.0%
中国元*	15.14	14.86	15.98	+1.9%	-5.3%
ブラジルリアル*	25.95	25.69	28.31	+1.0%	-8.3%
インドルピー	1.54	1.50	1.59	+2.7%	-3.1%
ロシアルーブル	1.66	1.60	1.60	+3.7%	+3.7%
タイバーツ	3.53	3.48	3.41	+1.4%	+3.5%
南アフリカランド	7.12	6.95	7.66	+2.4%	-7.0%

(※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	1.67%	1.51%	2.69%	+0.16%	-1.02%
日10年国債利回り	-0.22%	-0.28%	0.00%	+0.06%	-0.23%
独10年国債利回り	-0.57%	-0.71%	0.25%	+0.14%	-0.82%
豪10年国債利回り	0.96%	0.89%	2.32%	+0.07%	-1.36%
米政策金利(FFレート)	2.00%	2.25%	2.50%	-0.25%	-0.50%
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	年初来騰落率
原油(WTI期近、1バレル、ドル)	54.09	55.07	45.15	-1.8%	+19.8%
金(1オンス、ドル)	1,473.85	1,529.31	1,281.34	-3.6%	+15.0%

※ 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: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、財務、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。