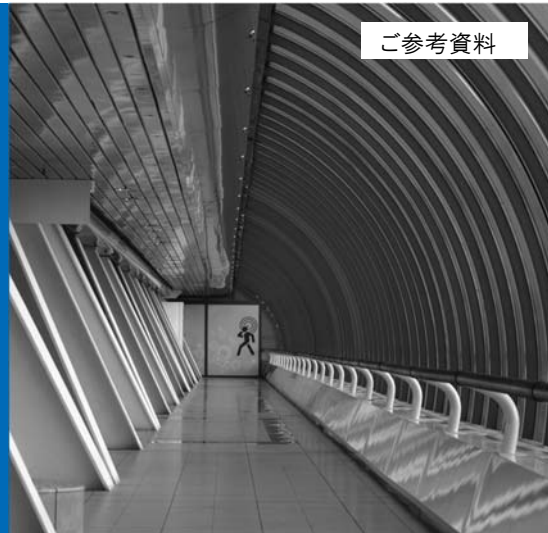


Barometer

2020年
4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

緊急経済対策の発動を待つ



■グローバル資産クラス

新型コロナウイルスの感染拡大により、世界の経済活動は停止しつつあるものの、大胆な国際協調策により世界経済は長期停滞を回避できると考えます。しかしながら、新型コロナウイルスによる経済への影響の程度が明らかになるにつれ、金融市場は、再度ボラティリティの急上昇に見舞われる可能性を勘案し、株式および債券の投資評価は、いずれも、ニュートラルとします。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、新興国を選好します。新型コロナウイルスによる経済的な打撃が先進国よりも小さく、4-6月期中にも経済成長が見込まれるからです。一方、欧州および米国は、ニュートラルを維持します。

■株式:セクター別

セクター別では市場全体を上回るリターンを確保したヘルスケア・セクターのフルオーバーウェイトを維持します。在宅勤務、SNSやオンラインショッピングなどの広がり恩恵を享受すると期待され相対的に割安感のあるコミュニケーション・サービスセクターをオーバーウェイトに引き上げました。

■債券

債券セクターを総じてニュートラルとする一方で、企業支援策によりファンダメンタルズの改善が期待される米国およびユーロ圏の投資適格債をニュートラルに引き上げます。一方、中央銀行の支援が得られない米国ハイイールド債およびユーロ・ハイイールド債のアンダーウェイトを継続します。

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

大型経済対策

世界の経済活動は停止しつつあります。新型コロナウイルスの感染拡大を抑えるため、世界の人口のほぼ3人に1人が自宅待機を強いられ、工場の操業停止や商業施設の閉鎖が広がっているからです。

政策立案者が直面する課題の重大さを証明するのが米国の新規失業保険申請件数で、3月21日までの1週間に328万件(前週比約300万件増)の申請があり、過去最高を更新しています。このような環境では、企業利益、配当ともに急激な落ち込みが確実視されることから、金融市場はめまいのするような激しいボラティリティの上昇に見舞われています。S&P500種株価指数を例にとると、ここ数週間で、1929年の世界恐慌や1987年のブラックマンデー時に匹敵する35%に近い下げを記録しています。

平時とかけ離れた異常な状況が展開する局面では大胆な施策が求められますが、各国政府および中央銀行が講じているのは、まさしく大胆な施策です。世界の中央銀行による景気刺激は今年の世界のGDP(国内総生産)の10分の1に、一方、各国政府による財政刺激はGDPの4%程度に相当するものと思われる。こうした極めて大胆な国際協調策のおかげで、世界経済は長期停滞を回避できると考えます。

とはいえ、投資家は警戒姿勢を弱めるべきではありません。新型コロナウイルスによる経済への影響の程度が明らかになるにつれ、金融市場は、今後数週間のうちにも、再度、ボラティリティの急上昇に見舞われる可能性があるからです。こうした状況を踏まえ、株式および債券の投資評価は、いずれも、ニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)とします。

ピクテの景気循環分析は、2020年の世界経済(GDP成長率)が0.4%縮小することを示唆しています。先進国、とりわけユーロ圏は、いわば戦場の最前線で戦わざるを得ない状況が

想定されるのに対し、景気回復の途上にある中国が率いる新興国については、相対的に良好な状況が見込まれます。

僅か数カ月前には新型コロナウイルス感染の震源地であった中国は、緩やかながら平時の状況を取り戻しつつあるようです。国内の石炭消費量および交通分析報告から判断すると、中国の経済活動は平常時の80%強の水準にまで回復しているように思われることから、経済の急激な減速に続いて急速な回復が実現されることとなるかもしれません。

世界2位の経済大国である中国の2020年のGDP成長率は2%程度と予想され、2020年までの10年間でGDPと(国民一人当たりの)所得を倍増するとの政府目標を実現するために必要な成長率には届きそうにありません。

ピクテの流動性モデルは、世界各国の中央銀行によって、5.7兆ドルの流動性が供給されることを示唆しています。これは、世界のGDPの約10%に相当し、2008～2009年にかけての供給額を33%強上回ります。

5.7兆ドルのうち3.4兆ドル強は米連邦準備制度理事会(FRB)が供給することとなります。FRBには大規模な追加緩和を行う裁量があることから、現行水準の2倍を超える買入も容易に行えると考えます。FRBの社債買入プログラムは、特別目的事業体(為替安定基金、ESF)を通じて財務省が資金を提供する仕組みを用い、最大4兆ドルの買入を可能にすると考えられています。

一方、欧州中央銀行(ECB)も、1兆ユーロを金融システムに注入する計画です。もともと域内の政策立案者は、追加の施策を講ずる態勢を整えており、債券買入の上限規制の撤廃に加えて「国債買入プログラム(OMT)」を発動する公算が高いと考えます。(OMTは、ECBが特定国の債券を無制限に買入れられるよう、緊急措置として2012年に策定された仕組みです)。政府支出を賄うために各国中央銀行が増発する紙幣の総額は、これまでのところで2.2兆ドルを突破しています。

株式市場は足元の5週間で急落しており、グローバル株式には悪材料が多数織り込まれたことがピクテのバリュエーショ

Barometer



ン・モデルから示唆されます。株式市場が示唆しているのは、米国、ユーロ圏、日本の投資家が2桁の減配を予想していることですが、ピクテの分析は、S&P500種株価指数の構成企業が10%を超える減益に陥ることを示唆しています。

一方、ピクテの長期モデルが示唆しているのは、今後5年で、グローバル株式のリターンがグローバル債券のリターンを、実質ベースで、毎年、10%以上、上回ることです。従って、足元の株式のバリュエーションは、長期投資家には魅力的な水準にあるはずで

ピクテのテクニカル指標は、株式市場の「売られ過ぎ」を示唆しています。特に、投資家心理や資金フローを測る指標は、極度の悲観的な見方を示唆しています。もっとも、恐怖指数(VIX指数)に連動する金融商品の巻き戻しを一因に、市場が、再度、上下に大きく振れる可能性は否めません。

地域別・セクター別の株式市場

防衛的な投資姿勢の維持

グローバル株式には割安感が見られ、過去20年強の期間で最も割安な水準に留まる銘柄も散見されます。MSCI世界株価指数の株価収益率(PER)は、2月19日に付けた21倍から、3月25日には15倍に低下しています。

こうした水準がどれほど魅力的かは、投資期間次第です。株式市場によって提供される、安全資産利回り(リスクフリーレート)を上回る超過収益を予測する株式リスクプレミアムは、総じて、過去最高水準近辺に留まることから、株式は債券と比較すると、長期投資家にとっては、かつてないほど魅力的であることが示唆されます。ピクテのモデルは、今後5年の米国株式の実質リターンが年率平均7.5%となり、米国債券の-3.5%を大きく上回ることを示唆しています。

もっとも、短期的な観点からすると、足元の状況には、より繊細な対応が必要です。新型コロナウイルスの感染拡大との戦いに勝利する時期が分からないからですが、政策立案者は、どれほどの経済的な打撃に対処しなければならないかがわかっていません。

世界の企業は、今後の景気後退(リセッション)局面で利益に大きな影響を被ります。ピクテのGDP見通しに基づいて試算すると、2020年の米国の企業利益は、少なくとも10%の落ち込みが予想されます。

地域別では、引き続き、新興国を選好します。新型コロナウイルスによる経済的な打撃が先進国よりも小さく、4-6月期中にも経済成長が見込まれるからです。中国経済は、既に、回復し始めているように思われます。

一方、欧州および米国は、ニュートラルを維持します。バリュエーションは、既に、最も確率の高い景気予測を反映していると考えます(過去のデータを用いたピクテの試算では、GDPの山から谷への低下率は、株式市場の10倍の下落率を伴うことを示唆しています)。このことは、株式のバリュエーションが世界のGDP成長率の3~4%の縮小に相当することを示唆しています。

業種セクターでは、当然ながら、市場全体を上回るリターンを確保したヘルスケア・セクター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。

テクノロジー・セクターの下げも相対的に見て小幅に留まりました。在宅勤務、SNSやオンラインショッピング、3Dプリンターの利用等、企業の従業員や消費者が従来以上にテクノロジーを利用しているだけでなく、(ネットベースで)手元資金を確保するテクノロジー関連企業が、業界統合の進展を背景に高水準の利鞘を維持する公算が大きいからです。世界経済が減速し、銀行の貸し渋りが続く状況では、当セクターの優位性が更に強まるものと考えます。

テクノロジー・セクターは、ピクテのモデルで測ると最も割高なセクターであることから、コミュニケーション・サービスセク

Barometer



ターを愛好します。(テクノロジー・セクターと)同様の特性と投資機会を有しながら、相対的に手頃な価格での投資が可能であることから、オーバーウェイトに引き上げました。

金融セクターにも投資の好機があると考えます。金融セクターは直近の20年(強)で最も割安な水準に留まることから、議論の余地はあるとしても、近い将来の市場反発の可能性に対する割安なヘッジ手段を提供すると考えます。特に注目されるのは、銀行セクターが、2008年～2009年にかけてのグローバル金融危機時とは極めて異なる立ち位置にあることであり、大手行の大多数が、手元の余剰資本で損失を吸収することが可能だと考えられることです。

一方、一般消費財サービス・セクターのフルアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)を維持します。消費財セクター、中でも一般消費財サービス・セクターは、新型コロナウイルスの労働市場への影響が明らかになるにつれて、恐らく、最も大きな打撃を受けることが予想されます。また、割高感が払拭されず、ピクテのモデルで測ると、テクノロジー・セクターに次いで2番目に割高です。

債券・為替

高格付け債(投資適格債)の先行き改善

リスクは急速に拡大しているものの、投資の好機も同様であることが、社債市場に注目する投資家に示されています。米国市場では、投資適格債の先行きが幾分ながら明るさを増しています。FRBの資産買入プログラムが一部の社債にも適用され、市場の下支えとなることが予想されるためです。

米国投資適格債の(米国国債に対する)利回り格差(利回りスプレッド)は、米国企業(発行体)の利払い能力を巡る懸念が強まって、1月末以降拡大し350ベースポイント(3.5%)以上の水準まで達していましたが、FRBが、高格付け企業に限

定して、二つの企業支援策(緊急信用供与枠および社債買入のための特別目的会社の設定)を講じたことから、スプレッドは、今後数カ月、縮小基調を辿ることが予想されます。ユーロ圏の状況も同様で、ECBも量的緩和の対象に社債を含むこととしています。従って、米国およびユーロ圏の投資適格債を、いずれも、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げます。

社債市場の中でファンダメンタルズの改善が見られるのは投資適格債セクターに限られることについては注意が必要です。

投資適格債とは対照的に、ハイイールド債は、近い将来、もう一段の売りに晒される公算が大きいように思われます。企業(発行体)のバランスシートを弱体化させる恐れのある景気の減速に対する保険として、十分な利回りスプレッドを提供していない場合が殆どだからです。

投資適格債とは異なって中央銀行の支援が得られないことから、米国ハイイールド債およびユーロ・ハイイールド債を取り巻く脆弱な状況は変わりません。米国およびユーロ圏のハイイールド債市場には、足元の利益で年間の利払いコストを賄うことの出来ないゾンビ企業が増す一方です。

国際決済銀行(BIS)によると、ゾンビ企業は世界の企業全体の5～10%に達しています。米国の非投資適格債は、エネルギー企業の比率が高いため、とりわけ脆弱です。原油価格の急落を受けて利益に強い下押し圧力がかかるエネルギー企業は、米国ハイイールド債指数の15%強を占めています。従って、米国ハイイールド債、ユーロ・ハイイールド債ともに、アンダーウェイトを維持します。

一方、現地通貨建て新興国債券は、オーバーウェイトを維持します。新興国の中央銀行が相次いで追加緩和策を講じていることから、短・中期債利回りは、大幅な低下が見込まれます。今回のグローバル危機の目立った特徴として注目されるのは、新興国の中央銀行が先進国の中央銀行と同様の非伝統的な施策を講じていることです。

Barometer



グローバル市場概況

平時の範囲を超えた市場動向

グローバル株式市場は、前月比-14%(米ドル・ベース)と、2008年のグローバル金融危機以降、月次ベースでは最大の下げを記録しました。新型コロナウイルスの経済への影響を巡る懸念が強まって、安全資産とされる金とソブリン債が買われたのに対し、リスク性資産は売りを浴びる展開となりました。

業種セクターでは、45%以上と急落した原油価格と歩調を合わせて下落したエネルギー・セクターが最も大きく売られました。金融セクターが20%を超える下落となる中、ほぼ全てのセクターが2桁の下げを記録しました。一方、生活必需品およびヘルスケアの両セクターは下げを5%前後に留め、公益等、その他のディフェンシブ・セクターも市場急落の最悪の影響を回避しました。

地域市場では、ラテンアメリカが30%を超える下げとなりました。新興アジアでは一部の国が緩やかながら正常な状態への回復途上にあることから、欧州および米州新興国のリターンを上回りました。

グローバル債券市場は、安全資産とされる米国国債が3%近く上昇したことから、ほぼ横ばいとなりました。指標の米国10年国債利回りは、一時史上最低の0.5%台を付け、過去3カ月のリターンは、米国株式のリターンを30%近く上回りました。

一方、新興国債券は、ドル建て、現地通貨建て、社債のすべてが10%を超える下げを記録しました。社債市場では、エネルギー企業の破綻が懸念され、米国ハイイールド債は13%の下落となりました。米国および欧州の投資適格債は、緊急経済対策の発表を受け、辛うじて下落を免れました。

米ドルは、上下はあったものの月間でほぼ横ばいとなりました。このような中、メキシコ、ブラジル、ロシア、南アフリカ等の国際商品(コモディティ)生産国(資源国)通貨は、対ドルで

10%を超える下落となりました。

※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。

Barometer

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2020年3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	21,917	25,409	28,538	-13.7%	-23.2%
(米)ナスダック総合指数	7,700	8,567	8,973	-10.1%	-14.2%
(日)TOPIX	1,403	1,511	1,721	-7.1%	-18.5%
(日)日経ジャスダック平均	2,953	3,295	3,838	-10.4%	-23.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	2,787	3,329	3,745	-16.3%	-25.6%
(英)FTSE100指数	5,672	6,581	7,542	-13.8%	-24.8%
(中国)上海総合指数	2,750	2,880	3,050	-4.5%	-9.8%
(香港)ハンセン指数	23,603	26,130	28,190	-9.7%	-16.3%
(ブラジル)ボベスパ指数	73,020	104,172	115,645	-29.9%	-36.9%
(インド)SENSEX30指数	29,468	38,297	41,254	-23.1%	-28.6%
(ロシア)RTS指数\$	1,014	1,300	1,549	-21.9%	-34.5%
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	108.83	109.43	109.56	-0.5%	-0.7%
ユーロ	119.55	120.32	122.54	-0.6%	-2.4%
英ポンド	133.32	141.11	143.48	-5.5%	-7.1%
スイスフラン	113.21	113.04	112.40	+0.2%	+0.7%
豪ドル	66.09	71.94	76.52	-8.1%	-13.6%
加ドル	76.60	81.68	83.79	-6.2%	-8.6%
中国元*	15.22	15.43	15.60	-1.4%	-2.4%
ブラジルレアル*	20.81	23.91	27.02	-12.9%	-23.0%
インドルピー	1.46	1.54	1.54	-5.2%	-5.2%
ロシアルーブル	1.37	1.65	1.77	-17.0%	-22.6%
タイバーツ	3.34	3.47	3.63	-3.7%	-8.0%
南アフリカランド	6.05	7.06	7.84	-14.3%	-22.8%
(※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	0.67%	1.15%	1.92%	-0.48%	-1.25%
日10年国債利回り	0.02%	-0.15%	-0.02%	+0.17%	+0.04%
独10年国債利回り	-0.46%	-0.61%	-0.19%	+0.16%	-0.27%
豪10年国債利回り	0.83%	0.85%	1.39%	-0.02%	-0.56%
米政策金利(FFレイト)	0.25%	1.75%	1.75%	-1.50%	-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	年初来騰落率
原油(WTI期近、1ハレル、ドル)	20.51	44.83	61.14	-54.2%	-66.5%
金(1オンス、ドル)	1,612.10	1,586.71	1,520.50	+1.6%	+6.0%

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。