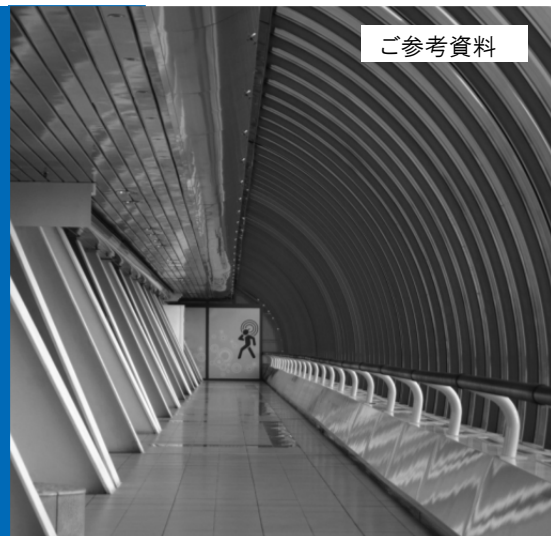


# Barometer

2019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

## 経済成長格差の観点から、新興国資産を選好



### ■グローバル資産クラス

世界の経済成長が減速しつつあることや、ほぼ全ての資産クラスに割高感が増していることに加え、英国EU離脱や米中貿易協議等の行方が懸念されます。一方、中国経済が財政・金融刺激策の効果を享受し始めていることは明るい材料です。こうした環境下、株式は、バリュエーションに大きな変化が見込まれない中、利益成長期待も後退しており、ニュートラルを継続します。債券は、景気減速はポジティブですが、FRBの年内利上げの可能性が全く織り込まれていないことから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、米国株に相対的な割高感が感じられるのに対し、英国株と中国株は極めて魅力的です。中国の政策は流動性の供給と財政支出の拡大を促すものであり、中国株にも、その他の新興国株にも、追い風です。

### ■株式：セクター別

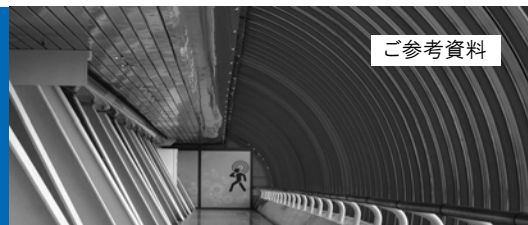
セクター別では、ディフェンシブな投資スタンスをより強めました。景気変動にかかわらず安定的な需要が見込まれる企業の株式は市場を上回るリターンをあげるとみて公益セクターをニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。一方、資本財セクターは、米中の貿易協議の継続を勘案し、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

### ■債券

回復力の強い経済成長、抑制されたインフレ、安定推移あるいは減価基調の米ドル等の要因が相俟って、今後数ヵ月、現地通貨建ておよびドル建て新興国債券を下支えすると思われれます。従って、ドル建て新興国債券をオーバーウェイトに引き上げ、既にオーバーウェイトとしていた現地通貨建て新興国債券についても強気の見方を維持します。

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

### 微妙な均衡

世界経済は微妙な均衡点を見つけたように思われます。経済成長が減速しつつあることや、年初来、ほぼ全ての資産クラスに割高感が増していることに加え、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)や米中の貿易協議等、未解決の問題の行方が懸念されます。

一方、中国経済が、流動性の改善を背景に財政・金融刺激策の効果を享受し始めていることは、先行きを期待させる明るい材料です。

先進国の資産クラスは、総じて、投資妙味に欠けますが、株式、債券ともに投資評価は引き続きニュートラルとします。景気変動の影響に左右されにくく、好業績を維持するディフェンシブ・セクターは、先進国経済を上回る成長を遂げる新興国経済と並んで先行きが期待されます。

ピクテの景気循環分析は、新興国経済が先進国経済よりも良好であることを示唆しています。このような状況は、過去の例では、新興国の資産クラス、とりわけ、新興国通貨の支援要因となっています。

一方、ピクテの景気先行指標は、先進国と新興国の経済成長率格差が5パーセント・ポイント弱と、5年ぶりの水準に拡大していることを示唆しています。これは、ドイツ等の先進国の輸出受注が激減していることを反映しており、米中の貿易摩擦から過度の影響を被っているようにも思われます。また、中国を含む新興国の側も、相応の影響を免れていません。ピクテのモデルは、米国が賦課した関税が、中国のGDP(国内総生産)成長率を、年初来、0.5%程度押し下げたものと試算しています。もともと、中国政府は、景気刺激策を導入する等、迅速な対応を講じており、インフラ投資の積み増しや個人所得税・(小企業を対象とした)法人税減税等の景気対策が、GDP成長率を昨年から今年にかけて1%程度押し上げ

ると見えています。

ピクテの流動性指標も、中国の景気刺激策が奏功し始めたことを示唆しています。流動性の状況は、民間部門向け融資の高い伸びを受けて順調に拡大しており、今四半期中にも、当初想定していた水準に達すると思われます。また、ピクテの「グローバル・マネタリー指数」も上昇基調を強めており、世界経済とリスク資産の先行きが明るいことを示唆しています。マネーサプライの伸び率と名目GDP成長率の格差を示すG3の過剰流動性もプラスに転じてほぼ2年ぶりの高水準に達し、株価収益率(PER)の改善を示唆しています。

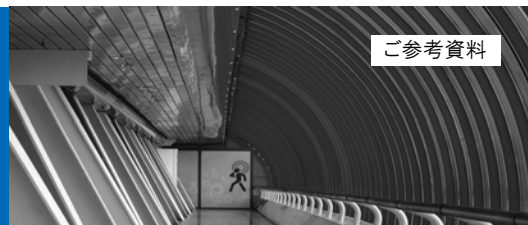
このような状況下で想定されるリスクは、投資家が現状に慢心し過ぎてしまうことです。主要な中央銀行が景気減速の兆しに反応して政策を転換したとはいえ、これが一時的な対応に終わる可能性も考えられます。市場の金利予想は、米連邦準備制度理事会(FRB)が年内に利上げを再開する可能性を過小評価しているように思われます。フェデラルファンド金利(FFレート)先物に織り込まれたFRBの利上げ再開の確率は僅か2%であり、昨年10月時点の98%との格差が際立ちます。

バリュエーション・スコアも、年初来の市場の急騰に警告を発しています。ピクテのモデルがカバーするほぼ全ての資産クラスが前月に比べて割高感を増していますが、世界株式の割高感は特に顕著です。企業の利益成長率が、昨年15%でピークを付け、株式アナリストの利益予想の下方修正が続く環境にあつては、気掛かりな状況です。もともと、利益予想に安定化の兆しが現れ始めていることは明るい材料です。

ピクテのテクニカル指標は、強弱交錯です。株式市場の趨勢(トレンド)は概ね良好で、米国や欧州を含む多くの市場で上昇基調ですが、これを一部相殺するのが、特定の株式に過度に強気のポジションが散見されることです。

債券市場についても、近時の上昇相場が広い範囲に及んだことから楽観的な見方が強く、勢いが増していますが、これを相殺しているのが、季節要因の強い下降トレンドです。この

# Barometer



ような状況を総合した結果、株式および債券の投資評価は、グローバル・ベースで、ニュートラルを維持します。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国市場以外は割高

株式市場は、年初は乱高下したものの、その後は、昨年(2018)年10-12月期の市場の動揺を受けて被った損失をほぼ回復しています。その結果、MSCI全世界株価指数は、昨年形成されたレンジの上限近くで高止まりしており、企業の利益成長率の下振れが予想される中、もう一段の上昇の余地が残されているかどうかが問われます。

米国株を巡る最大のリスクは、利益予想の下方修正が続いていることです。

米国企業の今年(2019年)の一株あたり利益の成長率予想は低下しています。もっとも、年内のGDP成長率が大幅に減速しない限りは、現在の水準での安定推移が見込まれます。従って、米国株はアンダーウェイトを維持します。

米国株に相対的な割高感が感じられるのに対し、英国株と中国株は極めて魅力的です。英国株の配当利回りは4.5%前後と、リーマンショック直後とほぼ同じ水準で推移しており、ブレグジットを巡る混乱が続いているとはいえ、無視できないほど魅力的です。加えて、ポンド安が英国株の魅力を一段と強めています。一方、中国株は政策次第ですが、足元の政策は流動性の供給と財政支出の拡大を促すものであり、中国株にも、その他の新興国株にも、追い風となっています。

実際のところ、新興国資産は、良好な領域にあると見ています。中でも、新興国通貨は、対ドルでほぼ20年ぶりの割安水準に放置されています。ピクテの景況感指標が示唆しているのは、新興国株式が年初来10%近く上昇しているにも関わらず、投資家の買い控えが続いていることです。新興国につ

いては、総じて、堅実な財政・金融政策を実行し、健全なファンダメンタルズを維持しています。中国の景気浮揚策は、輸出の拡大と資源価格の上昇をもたらすと考えます。中国およびロシア市場が極めて魅力的なのとは対照的に、ブラジル市場は昨夏の底値から40%前後上昇しており、割高感が際立ちます。

業種別セクターの投資評価については、公益セクターをニュートラルからオーバーウェイトに引き上げる等、景気変動の影響を受け難いディフェンシブ・セクターを強気に見ています。景気変動にかかわらず安定的な需要が見込まれる公益企業等、規制下で操業する企業の株式は、債券に似た特性を有し、成長株が苦戦する環境で市場を上回るリターンを上げる傾向が見られます。従って、ヘルスケア・セクターおよび生活必需品セクターのオーバーウェイトを維持します。

一方、資本財セクターは、米中の貿易協議の継続を勘案し、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。市場は米中の貿易交渉が終了に向かうとの見方を強めているようですが、ピクテはそのような見方に与しません。市場は両国間の交渉の良好な結果を織り込みつつあるようですが、足元の協議が近日中に包括的な合意に至ることを想定した、先走った見方のようにも思われます。

## 債券・為替

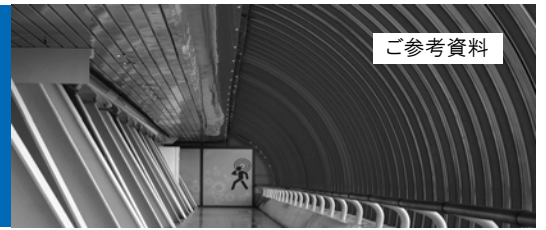
### 新興国に期待

債券市場の中では、新興国債券が有望だと考えます。

回復力の強い経済成長、抑制されたインフレ、安定推移あるいは減価基調の米ドル(増価基調の新興国通貨)等の要因が相俟って、今後数カ月、現地通貨建ておよびドル建て新興国債券を下支えすると思われれます。

従って、ドル建て新興国債券をオーバーウェイトに引き上げ、既にオーバーウェイトとしていた現地通貨建て新興国債

# Barometer



券についても強気の見方を維持します。

米中の貿易摩擦が世界的な輸出の低迷と景況感の悪化を引き起こしていますが、新興国経済は、中国の景気刺激策を一因に、先進国経済に比べて良好です。

このような状況を反映しているのが、2013年来の水準に拡大した先進国と新興国の経済成長率格差です。

新興国と先進国の経済成長率格差の拡大は、基軸通貨建て(ドル建て)新興国債券の支援要因です。

このような状況が支配的な環境では、通常、ドル建て新興国債券のスプレッド(米国公債に対する利回り格差)が縮小する傾向が見られます。このことは極めて重要な意味を持っています。米国公債のボラティリティが急低下する局面では、デュレーションに起因するリターン、即ち、長期債の利回り低下から得られるリターン、が低下する公算が低いため、信用スプレッドの縮小が当該資産のリターンの源泉としての重要度を増すからです。

良好なインフレ環境も新興国債券の支援要因です。新興国のインフレ率は3%前後と過去最低水準に迫ります。また、新興国と先進国のインフレ格差は、2000年以降の最低水準を付けています。

新興国経済の良好な先行きも、新興国通貨に強気のピクテの見方を支持します。当該通貨は、ピクテが適正だと考える水準を25%以上上下回って推移していることから、今後数カ月、足元の対ドルの増価基調を更に強め、現地通貨建て新興国債券のリターンを押し上げるものと予想されます。

先進国債券市場では、オーバーウェイトを維持する米国公債以外に投資先を見つけることが困難です。FRBは、3年前の2015年から続けてきた利上げの一時停止を示唆したことに加え、保有資産の売却(縮小)を年内に終了する可能性があるからです。ピクテのスコアカードは、米国公債の相対的な魅力が高い状況は変わらないことを示唆しています。

米国投資適格債券はアンダーウェイトに引き下げました。

企業の利益成長率がピークを打ち、信用格付けが悪化する環境では、先進国のクレジット債(国債以外の債券)に投資妙味があるとは思われません。

世界経済の不確実性、地政学リスク、ドル安等に備えるヘッジとしての機能を有する金は、オーバーウェイトを維持します。

世界の地政学リスクを測る「世界経済政策不確実性指数」は、足元、過去最高水準を付けています。

## グローバル市場概況

### (今のところは)上昇基調

世界の株式市場は、1月に続き、2月も続伸の展開となりました。米中の貿易協議が合意に達するとの期待に加え、FRBの利上げ停止の公算が高まって、投資家が買い意欲を強めたためです。

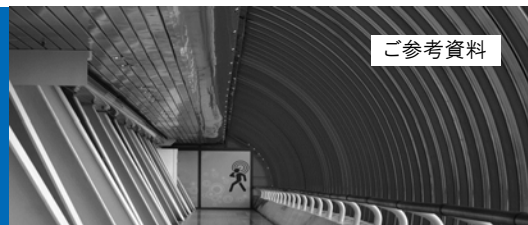
MSCI世界株価指数は、月間3%強の上昇、年初来の騰落率は前年同期比+11%程度と、弱気相場入りも予想された昨年12月の下げ相場から急反発しています。

一方、S&P500種株価指数は全ての業種セクターが2カ月連続でプラスのリターンを維持し、テクノロジー等の景気敏感セクターが市場をけん引しました。

米国株を一段と押し上げる要因になったと思われるのが、企業の自社株買いのニュースです。テクノロジー大手のシスコ・システムズ、鉄道のユニオン・パシフィックならびにバンク・オブ・アメリカは、各社ともそれぞれ年間200億ドル相当の自社株買いを発表しています。

中国株は、上昇基調を維持しています。政府が、民間向け融資の拡大を図って景気対策を打ち出す中、上海・深圳CSI300株価指数は、昨年末から20%以上上昇しています。

# Barometer



中国株を除く新興国株は、ラテンアメリカ市場の下落を受けて出遅れ感が目立ち、MSCI新興国株価指数の月間騰落率は、僅か0.1%(ドルベース)に留まりました。

グローバル債券も下落し、米国およびドイツ国債利回りは小幅の上昇となりました。一方、イタリア国債は、格付け会社のフィッチ・レーティングスが同国の格付けを据え置いたことが好感され、月末にかけて買われました。

通貨市場では米ドルが、円、ユーロ、スイスフラン等の主要通貨の多くに対して上昇しました。一方、英ポンドは、「合意なきEU離脱」を巡る懸念が後退したことから、1%強の上昇となりました。

※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（2019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	25,916	25,000	23,327	+3.7%	+11.1%
(米)ナスダック総合指数	7,533	7,282	6,635	+3.4%	+13.5%
(日)TOPIX	1,608	1,567	1,494	+2.6%	+7.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,468	3,376	3,210	+2.7%	+8.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,298	3,159	3,001	+4.4%	+9.9%
(英)FTSE100指数	7,075	6,969	6,728	+1.5%	+5.2%
(中国)上海総合指数	2,941	2,585	2,494	+13.8%	+17.9%
(香港)ハンセン指数	28,633	27,942	25,846	+2.5%	+10.8%
(ブラジル)ボベスパ指数	95,584	96,319	87,887	-0.8%	+8.8%
(インド)SENSEX30指数	35,867	36,257	36,068	-1.1%	-0.6%
(ロシア)RTS指数\$	1,188	1,214	1,066	-2.2%	+11.5%

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	110.87	108.96	111.00	+1.8%	-0.1%
ユーロ	126.09	125.15	127.00	+0.8%	-0.7%
英ポンド	147.65	142.88	140.46	+3.3%	+5.1%
スイスフラン	110.84	109.69	112.55	+1.0%	-1.5%
豪ドル	79.34	78.96	78.18	+0.5%	+1.5%
加ドル	84.31	82.88	81.52	+1.7%	+3.4%
中国元*	16.65	16.23	15.98	+2.6%	+4.2%
ブラジルレアル*	29.68	29.88	28.31	-0.6%	+4.9%
インドルピー	1.57	1.54	1.59	+1.9%	-1.3%
ロシアルーブル	1.69	1.67	1.60	+1.2%	+5.6%
タイバーツ	3.52	3.48	3.41	+1.1%	+3.2%
南アフリカランド	7.97	8.15	7.66	-2.2%	+4.0%

(※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	2.72%	2.64%	2.69%	+0.08%	+0.03%
日10年国債利回り	-0.02%	0.00%	0.00%	-0.03%	-0.03%
独10年国債利回り	0.19%	0.10%	0.25%	+0.09%	-0.06%
豪10年国債利回り	2.11%	2.23%	2.32%	-0.13%	-0.22%
米政策金利(FFレート)	2.50%	2.50%	2.50%	±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)	57.21	53.84	45.15	+6.3%	+26.7%
金(1オンス、ドル)	1,315.65	1,322.59	1,281.34	-0.5%	+2.7%

※ 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: 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、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。