

# Barometer

2020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

先行き改善の兆しにも警戒感漂う



## ■グローバル資産クラス

世界経済は、新型コロナウイルスがもたらした景気後退局面を脱し、V字型景気回復の途上にあるように思われます。中央銀行による金融緩和の規模は縮小している可能性があります、今のところ、金融市場を支えるのに十分な水準は維持されていると考えます。とはいえ、コロナウイルスの感染再拡大、欧州の都市封鎖再開、11月の米大統領選等のリスクが残っています。こうした状況をすべて勘案し、株式と債券のニュートラルを継続します。

## ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、新興国、ユーロ圏などをオーバーウェイトとします。一方、割高な米国市場はニュートラルとしています。

## ■株式:セクター別

セクター別では、慎重な姿勢を継続し、割高な情報技術(IT)セクターをニュートラルとします。一方、生活必需品やヘルスケアセクター等の優良ディフェンシブ株式のオーバーウェイトを継続します。一方、金融や公益等の成長性の低いセクターをアンダーウェイトとします。

## ■債券

債券セクターを総じてニュートラルとする一方、景気回復の恩恵を受け、FRBから大型の追加支援が得られる可能性もあるとみて米国投資適格社債のオーバーウェイトを継続します。米国ハイイールド債は、引き続きアンダーウェイトとします。多くの新興国通貨が対ドルで割安な水準とみて現地通貨建て新興国債券のオーバ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

### 慎重な楽観

世界経済は、新型コロナウイルスがもたらした景気後退(リセッション)局面を脱し、V字型景気回復の途上にあるように思われます。

米国、欧州ともに経済活動が回復していますが、中国はとりわけ急速な回復を遂げつつあり、日常の経済活動をリアルタイムで計測するピクテの指標(「デイリー・アクティビティ・トラック」)は、同国の生産活動がコロナショック前の水準を回復したことを示しています。

この間、中央銀行による金融緩和の規模が縮小している可能性があります。今のところ、金融市場の需要を支えるのに十分な水準は維持されていると考えます。

とはいえ、全てが順調だというわけではありません。コロナウイルスの感染再拡大、欧州の都市封鎖(ロックダウン)再開、なかなか決着のつかない状況が予想される11月の米大統領選等、投資家は向こう数ヵ月リスクに事欠かないと考えられます。

こうした状況をすべて勘案し、株式と債券のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。株式の地域では、新興国とユーロ圏を愛好します。一方、コロナウイルスと米大統領選の行方を巡る不透明感を勘案し、安全資産であるスイスフランと金のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を維持し、市場の動揺に備えます。

ピクテの景気循環指標は、世界の産業活動がコロナショック前の水準を回復する一方、サービス消費には出遅れ感が見られることを示唆しています。

米国では、堅調な住宅市場が景気回復を牽引しており、史上最低の金利水準を背景に、中古住宅販売件数がほぼ14年ぶりに過去最高記録を更新しています。

2020年の米国経済成長については、(前年比)約-4.6%としていた従来予想よりも小幅のマイナス成長になると予想しています。また、2021年については、GDP成長率を約+5.5%と予想しており、長期トレンドを僅かに下回る水準を回復すると予想しています。

米国では、補助金や助成金等、コロナウイルス救済策が失効する「財政の崖」が経済を失速させるのではとの懸念が生じていますが、ピクテでは、家計の高水準の貯蓄率が経済への打撃の緩衝材になるはずだと見えています。貯蓄の純可処分所得に占める比率を表す貯蓄率は、2020年4月時点で過去最高の33%に達しています。

ユーロ圏と日本の景気回復は、米国と比べると緩やかな水準に留まります。ユーロ圏では、コロナウイルスの感染再拡大を阻止するための新しい規制がサービス産業の回復を頓挫させる可能性があり、日本の小売売上も低調です。

中国を牽引役とする新興国経済は、世界貿易がコロナショック前の水準を僅かに下回るまで回復している中、力強い回復を続けています。四半期ベースで見たピクテの新興国経済活動先行指数は、2020年2月以来初めて3ヶ月前比でプラスに転じ、マイナス圏に留まる先進国指数を上回っています。

ピクテの流動性指標は、政府部門と民間部門が保有する通貨の総量(マネーサプライ)がGDP比約28%と過去最高水準に達しており、リスク性資産を愛好する根拠になっていると考えています。

もっとも、マネーサプライはピークに達した可能性があると考えます。中央銀行は、今後、これまでのように強力な金融緩和を続ける公算が小さく、従って、向こう数ヵ月は株価収益率(PER)の低下が予想されます。

更に、銀行の融資基準は、リーマンショック以降、最も厳しい水準に引き締められています。米国では、米連邦準備制度理事会(FRB)のサーベイに対して、2008年以降、最多となる約71%の銀行が基準を引き締めたと回答しています。中央銀

# Barometer



行と政府の協調体制が緩む状況では、金融市場に支障が生じる可能性も考えられます。

ピクテのバリュエーション指標は、足元の調整後も、株価の割高感が続く状況を示唆しています。

年初来の株式トータルリターンのほぼ全てを説明してきたPERの上昇局面は、終わりを迎えたように思われます。

PERは、過去の市場では、債券実質利回りとの強い相関を示し、実質利回りの低下局面でPERが上昇する傾向が認められてきました。一方、足元の米国インフレ連動国債の実質利回りは、史上最低となる-1%弱で底入れしたように思われます。また、FRBがこれ以上ハト派的な姿勢を強める公算は極めて小さいと考えます。

従って、向こう数カ月については、これまでのようなPERの拡大に起因する株価の上昇は期待できそうにありません。ピクテのモデルは、今後1年の株式リターンが債券リターンを5~7%下回ることを示唆しています。

ピクテのセンチメント(テクニカル)指標は、リスク性資産に対し、強気(ポジティブ)に転じています。一因は、年末に向けて株価が上昇しやすい傾向を示す季節要因です。投資信託に資金が大きく流入していますが、投資家の株式の持ち高(ポジション)が過度に積み上がっているようには思われません。

また、11月の大統領選を巡る政治リスクが強まっていることには留意が必要です。S&P 500種株価指数オプションの予想変動率から算出するVIX指数から判断すると、投資家は、大統領選の敗者による選挙結果無効の申し立てと、2021年年初の政局の混乱を織り込み始めているように思われます。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 新興国投資の継続

初秋の株式市場は大荒れの展開となりました。新型コロナウイルスの世界的な流行(パンデミック)を嫌気した市場の暴落後の強い上昇相場は、割高感の強まった銘柄を調整の危機に晒しました。とはいえ、もともと割高な水準で推移していたハイテクセクター等、一部のセクターのバリュエーションは、下落局面を経ても、なお、割高だと判断しています。こうした状況が、業種別組入れについては慎重な姿勢を継続し、割高な米国市場やハイテクセクターをニュートラルとしています。

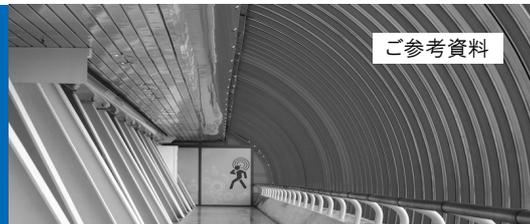
3月以降のPERの大幅上昇局面は終わりに近づいたと考えます。債券の実質利回りが安定さを取り戻したことに加え、PERが、投資サイクルにおける足元の市場局面で通常見られるはずの水準を遥かに上回っているからです。

米国株式は、とりわけ割高に思われます。足元のバリュエーションは、予想利益ベースのPERが約25倍に達していることから、長期成長率が変わらず、企業利益が足元の高水準に留まり、債券利回りが約1%であり続けられない限り、持続不可能だと考えます。また、米国株式の時価総額のGDP比や株価売上高比率等の長期のバリュエーション指標は、過去最高水準に並ぶかこれを上回ります。

米国株式の割高なバリュエーションの一部は、ディフェンシブ銘柄に対する景気循環株の極端な評価に反映されています。こうした状況は、(シティグループが算出する)エコノミック・サプライズ指数が100以上の数値を維持してきたことで支えられてきましたが、同指数は、横ばいに転じ始めているように思われます。

今後の市場動向は、2つの主要な要因、即ち、米大統領選の結果と、中央銀行ならびに政府に追加の景気対策を講じる余裕がどれだけあるか、また、そのような意向があるかどうかにかかっています。状況を複雑にしているのは、景気回復が自立性のものかどうかということです。経済が比較的良好な状況にあることを示唆する指標は、多数、散見されます。鉱工業生産は改善基調にあり、貿易量は世界各地で回復傾向にあります。また、米国と中国の小売売上高は、景況感指数に反映された一部の回答者の悲観的見方と整合性がないと考えて

# Barometer



います。

こうしたことの全てが示唆しているのは、新型コロナウイルス第2波の影響が想定していたよりも軽微に留まった場合、過度の景気対策で経済の回復を損なってしまう状況を懸念して、追加の刺激策がどれだけ必要か、或いは、そもそも必要があるのかどうかを中央銀行が注視していただろうということです。

株式市場は、実質債券利回りの低下と経済成長の勢いが加速する状況を支えに上昇してきましたが、こうした良好な状況は徐々に薄れ始めています。従って、(市場別では)スイス株式、(業種別では)生活必需品セクターや医薬品セクター等の優良ディフェンシブ株式と、ユーロ圏株式や新興国株式ならびに素材セクター等の魅力的な景気敏感株式の両方を組み入れるバーベル戦略を通じてリスクを取ると同時に、英国株式ならびに金融や公益等の成長の低いセクターを回避することで、株式のニュートラルを維持します。

## 債券・為替

### 米国投資適格債の魅力

世界経済の回復は確実さを増しているように思われ、業績予想は、総じて、上方修正されつつあるようです。一見したところ、企業や社債市場には朗報です。

一方、こうした状況の恩恵は、特に米国では、公平に享受されているとは思われません。

投資適格企業は、恐らく、当初から相対的に有利な位置にあり、景気回復の恩恵を受け続けると思われます。また、低格付け企業に比べて追加的な資金調達を確保しやすいと考えます。更に、夏以降、投資適格社債の買入を開始したFRBから大型の追加支援が得られる可能性もあります。従って、米国投資適格社債のオーバーウェイトを継続します。一方、米国ハイイールド債には、引き続き、慎重な姿勢で臨みます。ハイイールド債は、経済成長の目覚ましい改善に大きく依存しま

すが、そうした状況は未だ確認されません。更に、米国ハイイールド債市場は、コロナ禍の打撃が大きく、先行きが不透明なエネルギー・セクターの組入れが大きいことにも注意が必要です。

欧州では、米国よりも、社債市場の先行きの均衡が保たれています。ハイイールド債市場、景気敏感セクターやエネルギー・セクターへの偏りが、米国に比べて相対的にも低い構成となっているからです。投資適格社債は、米国と同様、欧州中央銀行(ECB)の資産買入に支えられていますが、相違点は、ECBがFRBよりも遥かに長期間にわたって買入を続けているため、中銀の介入の効果がほぼ全て市場に織り込まれていることです。ピクテのマクロ経済指標は、ユーロ圏経済の先行きにニュートラルな見方を取っており、従って、域内の社債市場全般についてニュートラルな姿勢を維持します。

ソブリン債市場では、現地通貨建て新興国国債が堅調に推移する可能性が高いと考えます。これは、特に、多くの新興国通貨が、ピクテのモデルで測定すると、対ドルで割安な水準に留まっているからです。

新型コロナウイルス感染拡大の抑え込みに成功した中国は、グローバル経済の回復をけん引し続けています。こうした環境下、人民元建て10年物中国国債の利回りは約3%と、同年限の米国国債に対するスプレッド(上乗せ利回り)が過去最高の約250ベースポイント(2.5%)前後に広がり、投資妙味が強まっています。また、対ドルの人民元高予想が、魅力を一層際立たせています。

世界の主要な債券指数に中国債券が組入れられる動きが拡がりつつあることから、海外投資家の注目が増していますが、9月には、FTSEラッセル世界国債指数が、新たに中国国債を組入れています。

米国の財政の崖や大統領選、新型コロナウイルス再拡大の可能性等、多くのリスクに直面する環境では、ディフェンシブ特性を有する資産がポートフォリオ全体の重要な構成要素となります。従って、米国国債、スイスフラン、ゴールドのオー

# Barometer



バーウェイトを維持します。

米ドルについては、投資期間が5年の場合には弱気の見方を取る一方で、目先は、大統領選の結果に左右される公算が大きいと考えます。また、11月の選挙での民主党の圧勝は、国内の景気刺激対策に加えて企業に国内回帰を促すことが予想されるため、ドル高要因になる可能性があると考えています。

## グローバル市場概況

### 神経質な展開の再来

9月の株式市場は下落に転じ、債券市場のリターンを下回りました。新型コロナウイルスの感染再拡大に係る懸念や米大統領選の結果を巡る不透明感が、投資家にリスク性資産の縮小を促しました。

業績別の騰落率では、ロックダウンの再開による原油価格下落の可能性が懸念されたエネルギー・セクターが約-14%と、全セクター中最大の下げを記録しました。コミュニケーション・サービスや情報技術(IT)等、過去半年で最も上昇率の高かったセクターも、3月以降では最も本格的な調整局面で大きく売られました。

とはいえ、ITセクターは、年初来リターンが約+26%と、引き続き、全セクター中、最も堅調です。一方、中国の景気回復を背景に需要の増加が期待された素材ならびに資本財サービス・セクターは、結果的に前月末比で小幅なマイナスとなりました。

市場別では、スイスならびに日本市場が上昇し、日本を除くアジア太平洋ならびに米国市場は下落しました。

一方、債券市場は現地通貨ベースでは約+0.7%の上昇となりました。先進国市場では、英国、スイスならびにユーロ圏国債のリターンが、米国や日本国債のリターンを上回りました。

また、新興国市場では、コモディティ価格の下落とドル高(新興国通貨安)が嫌気されドル建て、現地通貨建て新興国国債ともに、約-2%のマイナス・リターンとなりました。

投資適格社債市場では、欧州投資適格社債がプラスのリターンとなり、米国投資適格社債のリターンを上回りました。

ハイイールド債市場では、米国、欧州市場共に下落しました。銀行が融資基準を引き締めつつあることから、デフォルト率の上昇が懸念されたためです。

為替市場では、円および人民元を除く先進国ならびに新興国の殆どの通貨に対して、ドル高が進みました。ポンドは対ドルで-3%を超える下落となりました。継続中の英国と欧州連合(EU)間の交渉に合意に至る明確な兆しが見られないことから、合意なき離脱の可能性が増しているように思われます。

金は、強い上昇相場後の利益確定売りで-3%を超える下落となったものの、年初来リターンは約+25%と、依然、好調です。

※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	27,782	28,430	28,538	-2.3%	-2.7%
(米)ナスダック総合指数	11,168	11,775	8,973	-5.2%	+24.5%
(日)TOPIX	1,625	1,618	1,721	+0.5%	-5.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,617	3,532	3,838	+2.4%	-5.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,194	3,273	3,745	-2.4%	-14.7%
(英)FTSE100指数	5,866	5,964	7,542	-1.6%	-22.2%
(中国)上海総合指数	3,218	3,396	3,050	-5.2%	+5.5%
(香港)ハンセン指数	23,459	25,177	28,190	-6.8%	-16.8%
(ブラジル)ボベスバ指数	94,603	99,369	115,645	-4.8%	-18.2%
(インド)SENSEX30指数	38,068	38,628	41,254	-1.5%	-7.7%
(ロシア)RTS指数\$	1,179	1,259	1,549	-6.4%	-23.9%
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	105.80	105.36	109.56	+0.4%	-3.4%
ユーロ	124.17	125.47	122.54	-1.0%	+1.3%
英ポンド	136.09	140.63	143.48	-3.2%	-5.2%
スイスフラン	115.04	116.60	112.40	-1.3%	+2.3%
豪ドル	75.49	77.50	76.52	-2.6%	-1.3%
加ドル	79.03	80.45	83.79	-1.8%	-5.7%
中国元 <sup>※</sup>	15.49	15.47	15.60	+0.2%	-0.7%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	18.72	19.33	27.02	-3.1%	-30.7%
インドルピー	1.45	1.45	1.54	±0%	-5.8%
ロシアルーブル	1.33	1.42	1.77	-6.3%	-24.9%
タイバーツ	3.34	3.39	3.63	-1.5%	-8.0%
南アフリカランド	6.25	6.36	7.84	-1.7%	-20.3%
<small>(※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)</small>					
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	0.68%	0.68%	1.92%	-0.00%	-1.24%
日10年国債利回り	0.02%	0.05%	-0.02%	-0.03%	+0.03%
独10年国債利回り	-0.52%	-0.43%	-0.19%	-0.09%	-0.33%
豪10年国債利回り	0.80%	0.98%	1.39%	-0.18%	-0.59%
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	年初来騰落率
原油(WTI期近、1バレル、ドル)	40.05	42.61	61.14	-6.0%	-34.5%
金(1オンス、ドル)	1,899.84	1,967.93	1,520.50	-3.5%	+24.9%

※ 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:リフ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。