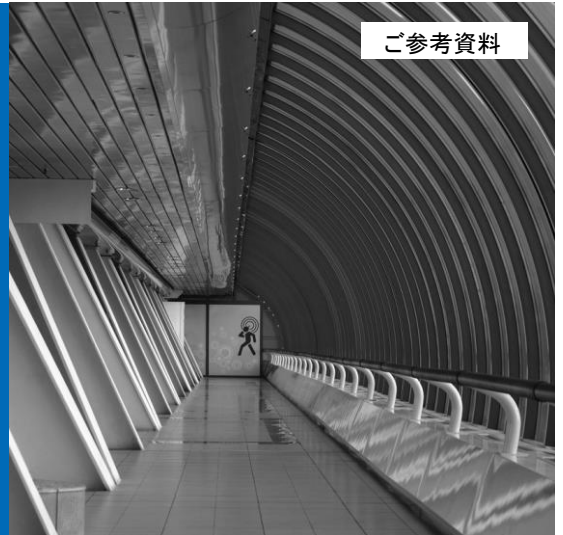


Barometer

2020年
5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

説得力に欠ける上昇相場



■グローバル資産クラス

新型コロナウイルスの新規感染者数が恐らくピークを打ち、一部の国で都市封鎖が解除されつつあることから、景況感には僅かながら安定化の兆しが見られます。また、各国の大規模かつ迅速な景気対策が、株式市場の回復に大きな役割を果たしています。一方、ウイルス感染第2波到来の可能性は否めず、市場の先行きには一段の動揺が見込まれることから、株式、債券、キャッシュは、いずれも、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、世界の市場の中で最も割高な市場の一つである米国はニュートラルを維持します。新興国株式については中国および近隣諸国の経済活動は緩やかながら正常化に向かっていている一方、発生前から厳しい経済試練に直面していたラテンアメリカなどがウイルス危機の最中にあることから、慎重な見方に転じ、ニュートラルに引き下げます。

■株式:セクター別

セクター別では、一般消費財サービス・セクターをフルアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。アジアやその他主要経済圏の消費者が何週間もの都市封鎖が解除された後、徐々に支出を増やしていくと思われるからです。

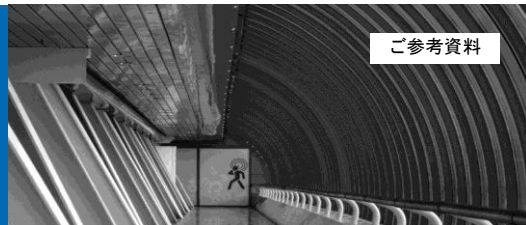
■債券

世界の中央銀行が行っている巨額の資産購入は、先進国ソブリン債および社債市場の強い下支えとなっています。従って、ユーロ圏、スイス、日本の国債をアンダーウェイトからニュートラルに、米国投資適格債をニュートラルからオーバーウェイトに、ユーロ・ハイ

イールド債をアンダーウェイトからニュートラルに、いずれも引き上げました。

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

投資家の慢心

新型コロナウイルスの新規感染者数が恐らくピークを打ち、アジアやユーロ圏の一部の国で都市封鎖（ロックダウン）が解除（緩和）されつつあることから、景況感には僅かながら安定化の兆しが見られます。また、各国の大規模かつ迅速な景気対策が、株式市場の回復に大きな役割を果たしています。

もっとも、市場の先行きには、一段の動揺が見込まれ、とりわけ、ウイルス感染第2波到来の可能性が否めません。こうした状況を踏まえ、株式、債券、キャッシュは、いずれも、ニュートラル（ベンチマークと同じ投資比率）を維持することとし、今後数ヵ月間に想定されるリスクと投資の機会を反映するよう、地域別株式市場および債券市場の組入れを調整しました。

ピクテの景気循環分析は、世界経済が2020年には3.3%のマイナス成長に陥る一方で、翌2021年には約6%のプラス成長に回復することを示唆しています。各国政府は、経済の縮小を抑えるため、前例のない大規模な景気対策を打ち出しており、世界全体の財政出動は、GDP比3.9%前後と、2009年（グローバル金融危機時）の2倍以上に達することが予想されます。

こうした景気対策の効果を示唆する兆しが見れ始めていることから、ピクテでは、米国、オーストラリア、スイスならびに中国およびその他新興アジア各国の短期経済見通しを、従来よりもやや積極的な（少なくとも悲観的ではない）見方に修正しています。

一方、上記以外の地域については、十分な景気対策が講じられていないと考えます。ラテンアメリカの一部等では、貿易収支やその他の既存の課題が景気回復を妨げています。また、ユーロ圏を含むその他の地域には、景気対

策を拡充する余地が十分に残されていると考えます。

これまで明らかに他国に遅れを取ってきた中国が追加の景気対策を講じ始めたことは朗報です。实体经济に供給される信用と流動性を測る「クレジット・インパルス」（GDP比の与信の伸び率）は、3月には9%強と、過去10年で最高水準まで増加しています。

ピクテの流動性指標は、米国の強力な金融緩和により、上昇基調を示しています。米連邦準備制度理事会（FRB）は、利下げと資産購入を併せて、既に、500ベース・ポイント（5%）相当の金融緩和を行っていますが、年末までに大規模な追加緩和が予想されます。これが実現すれば、（2008～2009年の）グローバル金融危機時を含む前回の7年の景気サイクル中に実施された金融緩和の累計を上回ることとなります。

主要資産クラスのバリュエーションは、3月末時点と比較すると総じて魅力が薄れており、先進国国債は特に割高です。ピクテのバリュエーション・モデルは、今後1年の株価のリターンが債券のリターンを、10%～15%上回ることを示唆しています。リスク性資産を選好するピクテのセンチメント指標もこうした見方を支持しています。投資家の株式のポジションは買われ過ぎの状況には程遠く、また、マネーマーケット・ファンドへの資金流入額が過去最高を更新していることから、待機資金が潤沢であることが示唆されます。世界のマネーマーケット・ファンドの純資産は、過去1ヵ月で1兆ドル増加しています。

地域別・セクター別の株式市場

最良の選択肢はディフェンシブ・セクター

株式市場の動揺は、数週間続きました。

S&P500種株価指数は、1ヵ月強のうちに30%以上の下げに見舞われたものの、3月23日の底値から30%以上の反発

Barometer



を見せており、アジアや欧州の多くの株価指数と同様、少なくともテクニカル面では、強気相場圏に復帰しています。

とはいえ、目のくらむような上げ相場が展開されても株式に強気になれるわけではありません。短期的に株式に慎重な姿勢を維持するのは、市場が景気回復のスピードを過大評価しているように思われるためです。

市場のコンセンサス予想は、企業の業績予想が今年（2020年）は10%以下の減益に留まり、来年（2021年）は強い景気回復が見込まれるとされていますが、こうした見方は楽観的過ぎると考えます。

ピクテのモデルは、今年の一株当たりの利益（EPS）と配当が40%前後落ち込むことを予測しています。2008～2009年のグローバル金融危機時のEPSはピクテの今年の予想と同程度の落ち込みとなりましたが、（世界が対応に苦慮する）足元のリセッションは、当時のリセッションの3倍～4倍に達するのではないかと懸念されます。

株式については、ディフェンシブ（景気変動に左右されにくい）な特性を備えた市場とディフェンシブ・セクターを愛好します。

地域別では、スイスをオーバーウェイトに引き上げます。スイスは、ディフェンシブ・セクターの組入れが主要な株式市場の中で最も高い市場です。スイス株式のベンチマーク指数では、時価総額全体の60%以上を医薬品や生活必需品等のディフェンシブ銘柄が占め、その大多数が、コロナ危機下、市場全体を上回るリターンを上げています。

英国も、引き続き愛好します。多数の大型ディフェンシブ銘柄が魅力的なバリュエーション水準で取引されているからです。

米国はニュートラルを維持します。12ヵ月先の利益予想を用いて算出した株価収益率（PER）は、3月下旬の13倍倍台から4月末には19倍台と18年ぶりの水準に上昇して

おり、世界の市場の中で最も割高な市場の一つとなっています。投資家は、米国企業の迅速な回復を見込んでいますが、今後数ヵ月については、株式アナリストの利益予想の下方修正が相次ぐと思われれます。

（オーバーウェイトとしていた）新興国株式についても慎重な見方に転じ、ニュートラルに引き下げます。

中国および近隣諸国の経済活動は緩やかながら正常化に向かっていますが、ラテンアメリカはウイルス危機の最中にあります。また、資源輸出に過度に依存し、新型コロナウイルス発生前から厳しい経済試練に直面していたことが懸念されます。

ブラジル等の一部の国は、巨額の対外債務と慢性的なインフレのため、経済危機対策が限られます。

業種別では、一般消費財サービス・セクターをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。アジアやその他主要経済圏の消費者が何週間もの都市封鎖が解除された後、徐々に支出を増やしていくと思われるからです。

債券・為替

中央銀行による市場の下支え

新型コロナウイルスの世界的流行（パンデミック）が経済に及ぼす影響を抑えるために世界の中央銀行が行っている巨額の資産購入は、先進国ソブリン債および社債市場の強い下支えとなっています。

従って、ユーロ圏、スイス、英国、日本の国債をアンダーウェイトからニュートラルに、米国投資適格債をニュートラルからオーバーウェイトに、ユーロ・ハイイールド債をアンダーウェイトからニュートラルに、いずれも引き上げました。

世界の中央銀行は、前例のない巨額の資金を金融シス

Barometer



テムに注入しています。2019年末以降、FRBだけでGDP比500ベース・ポイント（5%）相当の金融緩和を行っており、半分弱が利下げを通じて、残りの半分強が資産購入の形で行われています。FRBは、必要ならば、追加緩和を行う態勢を整えています。ピクテのモデルは、同900ベース・ポイント（9%）の利下げ相当の金融緩和が行われる可能性を示唆していますが、これは、（グローバル金融危機を含む2014年までの）7年間に行われた金融緩和の総額を上回ります。

その他の中央銀行には、FRB程の手立はなかったかもしれませんが、あらゆる面で対策が打たれています。

欧州中央銀行（ECB）を例にとると、ユーロ圏加盟国国債の今年（2020年）の純新規発行額の90%以上はECBが買い入れることとなります。

中国人民銀行は、（2008～2009年の）グローバル金融危機時ほどの大型対策は打っていませんが、信用供与の形の景気刺激は、グローバル金融危機以降、最大規模のGDP比9%に相当するものです。

世界の中央銀行は、社債市場の支援策も導入しています。

FRBは、米国の投資適格企業の今年（2020年）の資金調達ニーズの70%強に相当する社債を買い取り、更には、ECBともども、これまでタブー視されてきたハイイールド債の一部の購入に踏み切っています。

通貨では、英ポンドを、ポンド高局面がほぼ終了したと考え、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。新型コロナウイルスの感染者数および死者数が高水準に留まることから経済再開に遅れが生じていることに加え、英国経済には欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）が影を落としており、リスクの高い状況が続いています。

金はオーバーウェイトを維持します。世界各国の巨額の財政刺激により、将来、いずれかの時点でインフレ率が上昇する状況も予想されますが、投資家は、経済の麻痺的

状況がもたらす損失の程度を見極めようとしており、目先はデフレを懸念しているようにも思われます。このような投資環境は、貴金属等、安全資産を下支えます。

グローバル市場概況

市場の下落と上昇

4月のグローバル株式市場では、主要株価指数が容赦ない下げ相場に翻弄される展開となりましたが、月間リターンは10%と堅調でした。（新型コロナウイルス）パンデミック緩和の兆し、ワクチン開発の進展、景気刺激策の継続等の好材料を受け、投資家心理が改善しました。

先進国株式市場では、S&P500種株価指数の15%以上を占める大手IT企業の強い回復力を一因に、米国市場が最も高い上昇を記録しました。

テンセント、アリババ、サムスン等の大手IT企業が拠点を置く新興アジア市場も、現地通貨ベースで8%の上昇となりました。中国が、数週間に及んだ都市封鎖を解除し、徐々に経済を再開し始めたことから、投資家は、域内の景気回復に一段と自信を強めたものと思われます。

業種別では、エネルギーおよび一般消費財サービスの両セクターが、月初の下げから強い回復を見せました。供給過剰感が強まって原油価格が急落する中でのエネルギー・セクターの上昇は、特に際立ちました（WTI原油先物5月限は、一時、史上初のマイナス価格を付けました）。

債券市場は株式市場を下回り、総じて、前月比小幅な上昇となりました。先進国のソブリン債では、英国国債が最も高いリターンを上げました。

社債市場では、欧州ハイイールド債が5%を上回り、年初来のマイナス・リターンを10%程度に縮小しました。米国ではFRBの債券購入プログラムの拡充を好感し、投資適格債、

Barometer



ハイイールド債ともに上昇しました。

米ドルは、前月比横ばいに終わったものの、エネルギーおよびその他国際商品（資源）価格の下げを止めることはできませんでした。原油価格は月間では約8%、年初来では60%超の下落となりました。金は安全資産としての魅力を保ち、6%強の上昇となりました。

※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4月）

世界の主要株式市場(現地通貨へ)	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	24,346	21,917	28,538	+11.1%	-14.7%
(米) ナスダック総合指数	8,890	7,700	8,973	+15.4%	-0.9%
(日) TOPIX	1,464	1,403	1,721	+4.3%	-14.9%
(日) 日経ジャスダック平均	3,169	2,953	3,838	+7.3%	-17.4%
(欧) ユーロ・ストックス50種	2,928	2,787	3,745	+5.1%	-21.8%
(英) FTSE100指数	5,901	5,672	7,542	+4.0%	-21.8%
(中国) 上海総合指数	2,860	2,750	3,050	+4.0%	-6.2%
(香港) ハンセン指数	24,644	23,603	28,190	+4.4%	-12.6%
(ブラジル) ボベスバ指数	80,506	73,020	115,645	+10.3%	-30.4%
(インド) SENSEX30指数	33,718	29,468	41,254	+14.4%	-18.3%
(ロシア) RTS指数\$	1,125	1,014	1,549	+10.9%	-27.4%
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	106.87	108.83	109.56	-1.8%	-2.5%
ユーロ	116.00	119.55	122.54	-3.0%	-5.3%
英ポンド	132.98	133.32	143.48	-0.3%	-7.3%
スイスフラン	109.49	113.21	112.40	-3.3%	-2.6%
豪ドル	69.84	66.09	76.52	+5.7%	-8.7%
加ドル	76.90	76.60	83.79	+0.4%	-8.2%
中国元*	15.16	15.22	15.60	-0.4%	-2.8%
ブラジルリアル*	19.75	20.81	27.02	-5.1%	-26.9%
インドルピー	1.43	1.46	1.54	-2.1%	-7.1%
ロシアルーブル	1.46	1.37	1.77	+6.6%	-17.5%
タイバーツ	3.30	3.34	3.63	-1.2%	-9.1%
南アフリカランド	5.89	6.05	7.84	-2.6%	-24.9%
(*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	0.65%	0.67%	1.92%	-0.02%	-1.27%
日10年国債利回り	-0.04%	0.02%	-0.02%	-0.06%	-0.03%
独10年国債利回り	-0.59%	-0.46%	-0.19%	-0.13%	-0.40%
豪10年国債利回り	0.92%	0.83%	1.39%	+0.10%	-0.47%
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)	19.23	20.51	61.14	-6.2%	-68.5%
金(オース、ドル)	1,704.81	1,612.10	1,520.50	+5.8%	+12.1%

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、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。 ※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。