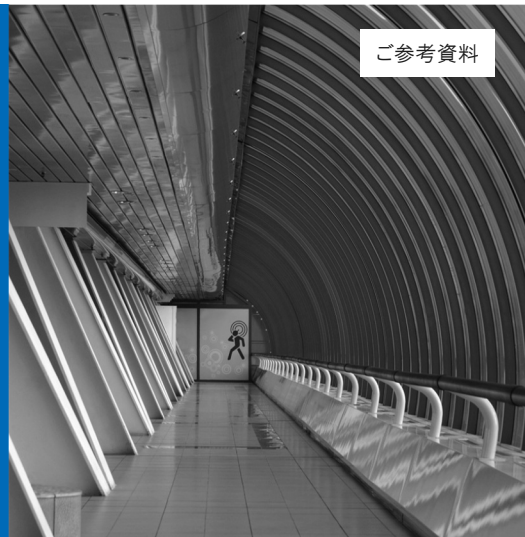


Barometer

2021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

世界経済の回復は株価に織り込み済み



■グローバル資産クラス

世界の株式市場は、年初からの4ヵ月間でピクテの年間リターン予想(10%)の水準に達しています。また、経済成長や企業業績の成長率が今回の景気サイクルのピークを付けつつある兆しが見られます。従って、株式をオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)からニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き下げました。また、債券はニュートラルを維持、キャッシュはアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)からニュートラルに引き上げました。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、日本株式のオーバーウェイトを継続します。株価水準が魅力的であることや、市場全体のなかで相対的に高い構成比率を占める輸出企業が世界貿易の改善から大きな恩恵を受けることが予想されるからです。一方で、ユーロ圏と中国を含む新興国は、ニュートラルを維持します。

■株式:業種別

景気変動の恩恵を相対的に大きく享受する傾向のある景気敏感株の組入れ比率を若干引き下げる一環で、素材セクターをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。一方で不動産セクターは、バリュエーション面での割安感や景気回復の恩恵を享受することが期待されることから、オーバーウェイトに引き上げました。

■債券

バリュエーション面での魅力と分散効果を背景に、中国国債のフル・オーバーウェイトを継続します。また、米国国債のオーバーウェイトを継続します。市場は、金融緩和スタンスの維持を継続する米連邦準備制度理事会(FRB)の予想に先立って、利上げを織り込んでおり、先進国国債の中で最も高いリターンを提供するとの見方に変わりません。

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		
	中国国債		
	現地通貨建て新興国国債(除く中国)		
	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

株式をニュートラルに引き下げ

世界の株式市場は、年初からの4ヵ月間でピクテの年間リターン予想(10%)の水準に達しています。また、経済成長や企業業績の成長率が今回の景気サイクルのピークを付けつつある兆しが見られます。従って、株式をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、景気変動の恩恵を相対的に大きく享受する傾向の強い景気敏感株の組入れ比率を若干引き下げました。また、債券はニュートラルを維持、キャッシュはアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。

ピクテの景気循環指標は、グローバル経済が順調に回復しつつある一方で、成長の勢いは僅かながら減速する可能性を示唆しています。こうした状況が特に顕著に見られたのは中国で、1～3月期の経済指標が相次いで予想を下回ったことから、2021年のGDP(国内総生産)成長率予想を10.5%から10.0%に下方修正しました。中国の景気減速の一因は、流動性供給の伸びの鈍化にあると考えます。实体经济に新規に供給される流動性(クレジット・インパルス)は、2020年10月以降急速に低下し、足元ではGDP比6.9%と長期平均(同6.5%)とほぼ等しい水準に留まっています。これは、中国政府が経済政策の一貫性と安定性を維持するとの方針を遵守するとの見方に整合する水準だと考えます。

ユーロ圏経済は、未だ自律的な回復には至っておらず、今後の状況は新型コロナウイルスの感染拡大を封じ込めるか否か、ワクチン接種の進捗状況や金融緩和と財政刺激策の継続等が担保されるかどうか等にかかっていると考えています。一方、米国の経済活動は、現在のところ、事前予想を上回る状況が続いていますが経済成長は4～6月期中にもピークを付け、財政刺激策の効果が薄れ始めるにつれ、年末に向けて鈍化基調を辿ると見ています。ニューヨーク連銀が米国の家計を対象に行った連邦政府給付金の用途に関する調査によれば、給付金の25%を消費、34%を債務の返済、残りは貯

蓄に充てるとの結果となっています。

ピクテの流動性指標は、家計と企業から成る民間部門の流動性の状況は長期平均の水準に近づいており、世界的に正常化に向かったことを示唆しています。また、中央銀行が金融緩和を継続していることがリスク性資産の支援要因となる状況は維持されているものの、中央銀行による流動性供給は、向こう数か月かのうちにも縮小に転じる公算が大きいと考えます。FRBは、早ければ、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で金融政策の変更を示唆し、市場の予想を上回るペースで量的緩和の縮小を進める可能性も考えられます。

こうしたなか、特に株式のバリュエーションが極めて高水準にあり、同資産に対する投資判断を引き下げの一因となっています。債券と比較した米国株式のトータルリターン・レシオ(米国株式からの収益を米国国債の収益で割り算)は過去最高水準に達しており、長期平均(長期レンド)を約49%上回っています。

グローバル株式の株価収益率(PER)には、今後数ヵ月、流動性供給が縮小するにつれて、一段の下方圧力がかかると思われます。従って、株価の一段の上昇には、更なる企業業績の成長が必要だと考えます。当面のところは、企業業績の改善が予想を上回る状況もあります。一方で、株式市場において投資家心理は既に極めて強気であり、今後弱気に転じる公算が相対的に大きいことから、業績が事前予想を上回る場合も市場の反応は限定的なものに留まる一方で、業績が予想を下回った場合には容赦のない厳しい反応もあり得ると考えます。

ピクテのテクニカル指標は、株式市場が季節要因に左右される傾向の強い3ヵ月の期間に差し掛かっていることを示唆しています(株式市場では、5月から7月にかけての3ヵ月を下げ相場と捉える傾向があります)。株式市場への資金流入は引き続き堅調で、ピクテの指標は、今のところ、株式の「買われ過ぎ」を示唆しているわけではありませんが、流入の勢いは鈍化しています。また、債券には、引き続き、総じて弱気の姿勢です。



地域別・セクター別の株式市場

株式市場の際立つ割高感

世界の株式市場は、年初来大きく上昇しています。また、バリュエーションも過去 20 年間で割高な水準にあることから、市場の上昇が継続するには並外れて良好な環境が必要だと考えています。そのようななか、ピクテでは現在のリスク性資産にとって好ましい環境が長期間継続しないと見ています。

グローバル経済の成長率と企業業績の成長予想のペースは、いずれも鈍化しているように思われ、軟調な市場展開が予想される局面に差し掛かっていると見ています。

更に、FRB が、足元の急速な景気回復を受け、数カ月以内に資産買入の規模の縮小を示唆する可能性も排除できません。

米国市場は、流動性供給の縮小に対し特に脆弱だと思われ、FRB の金融政策が市場の逆風に転じる可能性があることに加えて、バイデン政権の財政政策の一部も市場を下押す可能性があると考えています。

米国税制の見直しに係る提案をとりわけ重要視しています。例えば、年収 100 万ドル超の富裕層に対する株式等の譲渡益(キャピタルゲイン)課税については、税率を現行のほぼ 2 倍とし、1920 年代以降で最も高い水準に引き上げることが提案されています。また、2.3 兆ドル規模のインフラ投資計画(米国雇用計画)の財源を確保するために法人税率の引き上げが検討されています。足元の米国の法人税収は GDP 比で約 1%と、低水準にあり、ピクテではバイデン政権の税制改革が提案通りに実行された場合、企業業績は約 7~10%押し下げられると試算しています。一方で、企業業績の落ち込み分は、流動性供給と財政刺激策の継続が経済成長に繋がれば、一部相殺される可能性も考えられます。

もともと、短期的にはキャピタルゲイン税率の引き上げの方が相対的に大きな影響を及ぼす可能性があると考えます。米国の上位 1%の超富裕層は、米国の株式市場の時価総額の

ほぼ半分を保有しており、現在の含み益の利益確定を急ぐ可能性も考えられます。

こうした状況が実現すれば、米国市場をけん引してきた(指数に占める構成比率の高い)大型ハイテク銘柄や成長株は打撃を受けやすく、上記の銘柄の売却からの資金が流入することで相対的に割安な「バリュー株」が恩恵を受ける可能性も考えられます。

米国以外では、日本株式のオーバーウェイトを継続します。株価水準が魅力的であることや市場全体のなかで相対的に高い構成比率を占める輸出型企業が世界貿易の改善から大きな恩恵を受けることが予想されるからです。一方で、ユーロ圏と中国を含む新興国は、ニュートラルを維持します。

また、経済成長の鈍化は、景気敏感株に対する逆風となると考えています。ハイテク銘柄を除いた景気敏感セクターのバリュエーションはディフェンシブ・セクターのものを約 15%上回って推移しています。両セクターの PER 格差は、急回復した製造業の業績回復の勢いに陰りが見え始めれば、縮小に転じる可能性があると考えます。

こうしたことを勘案し、素材セクターをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。加えて、当セクターは経済成長の勢いが鈍化し始めた中国の需要の落ち込みの影響を受けやすいことにも留意が必要です。

素材セクター以外の景気敏感セクターでは、金融セクターの相対的な上昇余地が大きいと見ています。金融セクターは割安な水準に留まっていると考えられることに加え、債券利回りが安定推移または上昇する局面で、他セクターを上回るパフォーマンスをあげる公算が大きいからです。

不動産セクターは、バリュエーション面で割安感が見られるなどの魅力に加えて、景気回復の恩恵を享受することが期待されることから、オーバーウェイトに引き上げました。当セクターは、インフレ上昇に対するヘッジ機能を有すると考えられる点も注目されます。

Barometer

債券・為替

中国債券の投資妙味

債券では、米国国債のオーバーウェイトと中国国債のフル・オーバーウェイトを継続します。

リスク性資産を取り巻く環境が厳しさを増す一方で、米国国債は、先進国国債の中で最も高いリターンを提供するとの見方に変わりません。市場は、金融緩和スタンスの維持を継続するFRBの予想に先立って、利上げを織り込んでいます。

一方、FRBは、時期尚早の利上げを余儀なくされる状況を回避したいと考えていると見ています。利上げまでの猶予期間を確保するため、量的緩和(資産買入)プログラムの縮小を始めると考えます。量的緩和の縮小は、2022年の早い時期までは行われないと見方が一般的ですが、早ければ6月のFOMC、或いは8月のジャクソンホール会議で発表される可能性もあると考えます。もっとも、インフレ期待が上昇し続けた場合、FRBは「低金利の長期化」を正当化することは至難の業であると認識することになるだろうと考えます。

新興国市場では、バリュエーション面での魅力と分散効果を背景に、中国国債のフル・オーバーウェイトを継続します。政策当局は、コロナ後の景気回復局面を経て、金融・財政政策の正常化を着実に進めていることから、インフレ圧力は抑制されると考えます。一方で、経済成長が昨年(2020年)の外需主導から内需の拡大を原動力とするものに転換し始めていると見ています。また、対ドルで15%程度過小評価されていると考えられる人民元の上昇期待も、人民元建て中国債券のトータルリターンを押し上げる可能性があると考えます。

また、米国ハイイールド債のアンダーウェイトを継続します。米国国債に対する利回り格差(スプレッド)は、足元で約330ベース・ポイント(3.3%)と2018年後半以来の最低水準に迫っており、一段の縮小余地は限定的だと考えます。

通貨では、米ドルのニュートラルを維持します。バイデン政権の財政政策には米ドルの支援要因となる傾向があると思われ

る一方で、これを相殺するのが、金融緩和の継続とインフレ期待の上昇です。

新興国通貨に対しては、長期的に強気の姿勢を維持しています。米国の経済成長の相対的な強さが薄れる局面では緩やかなドル安・新興国通貨高を見込んでいます。

これまで堅調に推移してきた英ポンドにも下押し圧力が見られます。ポンドは、英国のEU(欧州連合)離脱(ブレグジット)を巡る懸念が一掃されたことや新型コロナウイルスのワクチン接種が順調に進行していることや景気回復を期待する楽観的な見方を追い風に上昇してきたものの、こうした効果は徐々に失われつつあるように思われます。

グローバル市場概況

商品(コモディティ)の上昇相場

4月のグローバル株式市場は堅調に推移し、現地通貨ベースの月間リターンは約+4%、年初来リターンは約+10%となりました。

米国株式市場は特に好調で、(個人消費の回復等)良好な経済指標と事前予想を上回る企業業績が好感されたことからS&P500種株価指数は3カ月連続の上昇となりました。調査会社リフィニティブによれば、既に1~3月期決算を発表した300社強の優良企業の87%が市場のコンセンサス予想を上回っています。

英国株式市場も好調で、国民の50%以上が少なくとも一回接種を受けるなどワクチン接種計画の順調な進捗状況が好感され、現地通貨ベースの月間リターンは約+4%となりました。

日本株式市場は、主要市場の中で、唯一下落しました。新型コロナウイルスの感染拡大を抑えるため緊急事態宣言が再度発出されたことから、経済成長が妨げられるのではとの懸念が強まりました。

業種別では、原油価格が約7%と急騰したにもかかわらず、エネルギー・セクターはほぼ横ばいと振るわず、出遅れ感が際立ちました。もっとも、年初来リターンは全セクター中最も高い

Barometer

ことから、4月の停滞はバリュエーションの調整だったとも考えられます。

一方、商品価格の急騰(約+8%)を背景に、素材セクターは約5%上昇しました。銅は、これまでの供給制約と需要の拡大を受けて10年ぶりの高値を更新しました。

債券市場の中では、相対的に高リスクのセクターが選好される傾向が見られました。米国市場では、好調な企業決算が好感され、投資適格社債、ハイイールド債ともに約+1%の上昇となりました。新興国については、ドル建て新興国債券は約+2%の上昇、現地通貨建て新興国債券は約+0.7%の横ばいとなりました。

米国10年国債利回りは、経済成長の勢いの鈍化を巡る懸念が強まる中、3月に付けた1年ぶりの高水準から低下し、FRBは、金融政策の引き締め転換に係る市場の疑念をなんとか抑え込みました。米国とドイツの10年国債利回り格差は約180ベーシスポイント(1.80%)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（2021年4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	33,875	32,982	30,606	+2.7%	+10.7%
(米)ナスダック総合指数	13,963	13,247	12,888	+5.4%	+8.3%
(日)TOPIX	1,898	1,954	1,805	-2.9%	+5.2%
(日)日経ジャスダック平均	3,895	3,939	3,719	-1.1%	+4.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,975	3,919	3,553	+1.4%	+11.9%
(英)FTSE100指数	6,970	6,714	6,461	+3.8%	+7.9%
(中国)上海総合指数	3,447	3,442	3,473	+0.1%	-0.8%
(香港)ハンセン指数	28,725	28,378	27,231	+1.2%	+5.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	118,894	116,634	119,017	+1.9%	-0.1%
(インド)SENSEX30指数	48,782	49,509	47,751	-1.5%	+2.2%
(ロシア)RTS指数	1,485	1,477	1,387	+0.5%	+7.0%
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	108.93	110.71	103.50	-1.6%	+5.2%
ユーロ	131.99	129.80	126.95	+1.7%	+4.0%
英ポンド	151.95	152.23	139.82	-0.2%	+8.7%
スイスフラン	119.86	117.45	117.15	+2.1%	+2.3%
豪ドル	84.75	84.36	78.84	+0.5%	+7.5%
加ドル	88.70	87.78	80.83	+1.0%	+9.7%
中国元 [※]	16.89	16.86	15.79	+0.2%	+7.0%
ブラジルリアル [※]	20.15	19.58	19.88	+2.9%	+1.4%
インドルピー	1.48	1.52	1.42	-2.6%	+4.2%
ロシアルーブル	1.45	1.46	1.41	-0.7%	+2.8%
タイバーツ	3.49	3.54	3.44	-1.4%	+1.5%
南アフリカランド	7.62	7.42	7.04	+2.7%	+8.2%
(※リフィニティブ・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	1.63%	1.75%	0.91%	-0.11%	+0.72%
日10年国債利回り	0.08%	0.09%	0.02%	-0.01%	+0.06%
独10年国債利回り	-0.25%	-0.33%	-0.58%	+0.09%	+0.33%
豪10年国債利回り	1.70%	1.81%	1.01%	-0.11%	+0.69%
米政策金利(FFレート)	0.25%	0.25%	0.25%	±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)	63.50	59.19	48.35	+7.3%	+31.3%
金(1オンス、ドル)	1,770.46	1,704.74	1,897.77	+3.9%	-6.7%

※ 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: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、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。