

Pictet Multi Asset Strategy

投資判断スコア0

バイデン氏の米大統領就任に伴い、米中関係の改善が想定され、2021年4～6月期以降グローバル経済の力強い回復局面が訪れるとみています。一方、世界主要5カ国の中央銀行による流動性供給は減少傾向にあり、株式のバリュエーションは、引き続き割高な水準にあると考えています。こうしたこと等を総合的に判断し、リスク性資産に対して引き続き中立的なスタンスを継続する方針です。

株式市場の熱狂

11月のグローバル株式市場は、新型コロナウイルスワクチン開発を巡るニュースが投資家心理の改善要因となり、約12%上昇と力強い相場展開となりました。

複数の大手製薬会社が発表した開発中のワクチンの良好な治験結果が、2021年の経済の正常化や企業の大幅増益に対する期待を膨らませたことに加え、国際関係や貿易について現政権ほど挑戦的な手法を取らないことが想定されるバイデン氏が米大統領選挙で勝利を確実としたことで、トランプ大統領の「アメリカ第一主義」に翻弄されてきた多国籍企業を取り巻く環境が改善されることになるだろうとの見通しも株価の押し上げ要因となりました。

また、地域別では、欧州市場が大きく上昇しました。テクノロジー・セクターの構成比率が高い米国市場に比べて景気敏感セクターの構成比率が高い欧州市場の月間騰落率は、現地通貨ベースで+20%弱となり、フランス、イタリア、スペイン等の主要市場の上昇率はいずれも+20%を上回りました。セクター別では、年初来リターンが最も低迷していたエネルギー、金融等のセクターが大きく上昇し、株式市場のけん引役となりました。加えて、大きく買われてきたテクノロジー・セクターも市場並みに上昇しました。

世界の債券市場は小幅な値動きに留まりました。新型コロナウイルスのワクチン開発で進展が見られたことや、10月の米雇用統計が堅調であったことが債券相場の下押し圧力となる一方、米国の追加財政政策の合意が遅れるとの観測や、欧州中央銀行(ECB)の金融緩和姿勢などが相場の下支え要因となりました。

為替市場では、ドル安が進行し、ドル指数は-2%強の下落となりました。一方、新興国通貨は、ブラジルレアルや南アラブド等、資源国通貨が大幅高となり、対ドルで大きく上昇しました。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

※記載のデータは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

ワクチンは好材料でも万能薬にあらず

ワクチン開発の急速な進捗状況に加え、バイデン政権発足に向けた正式な移行手続きが始まったことを受け、グローバル経済ひいては企業業績の回復に対する期待が膨らみました。とはいえ、米国、欧州では新型コロナウイルス感染者が急増しています。こうしたリスクを勘案し、株式のニュートラルを維持します。

従って、主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)のニュートラルを維持します。

ワクチン開発の急速な進捗状況に加え、バイデン政権発足に向けた正式な移行手続きが始まったことを受け、グローバル経済ひいては企業業績の回復に対する期待が膨らみました。とはいえ、米国、欧州では新型コロナウイルス感染者が急増しています。こうしたリスクを勘案し、株式のニュートラルを維持します。従って、主要資産クラス(株式、債券、キャッシュ)のニュートラルを維持します。

株式：景気敏感株の上昇続く

【アジア新興国に加え、日本の株式市場に特に明るい見通し】

足元では、景気循環の増幅効果を重視しており、グローバル経済の成長が加速する局面で上昇が見込まれる新興国に加え、日本市場の選好を継続します。また、アジアの新興国市場については特に明るい見通しです。世界の他地域よりも相対的に経済の回復が進行していることに加えて、アジアおよび環太平洋地域15カ国が加盟する「東アジア地域包括的経済連携」(RCEP)が合意に達したことで、世界経済に対する同域内経済の影響拡大や貿易および投資の拡大のきっかけになる可能性があると考えています。従って、新興国株式及び日本株式のオーバーウェイトを維持します。

【業種配分についてもシクリカルセクターを選好】

ピクテでは、2021年に世界株式は25%程度の増益を予想しており、一年を通じて設備投資が拡大すると考えます。これを背景に、企業設備投資と株価パフォーマンスとの極めて強い相関が認められる設備投資敏感セクターである資本財・サービスセクターが景気回復の恩恵を受けると考えます。加えて、一貫して堅調な中国の経済成長が素材セクターを支える要因になると考えています。また、個人消費の回復が一般消費財・サービスセクターのサポート要因になると考えています。金融セクターについても強気な姿勢です。2018年年初以降、MSCI世界株価指数を30%前後下回って推移してきており、ピクテのモデルでも、過去20年平均との比較で、割安なセクターのひとつです。

図表1：新興国の主要活動指数

2019年12月=100、期間：2019年12月～2020年11月



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

図表2：世界の資本財セクター及び設備投資計画



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

図表3：工業用金属価格及び中国製造業購買担当者景気指数(PMI)新規受注



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

※記載のデータは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

【米国株式の割高感を警戒】

米国株式に関しては、これまで以上に慎重な姿勢をとっています。12ヶ月先の利益予想を用いて算出した足元のPERは約20倍と歴史的に見て割高な水準にあることから、利益成長のトレンド(勢い)が継続し、かつ利益率が過去平均を上回る状態も同様に継続し、さらに米国10年国債の利回りが低水準に留まるようなことにならない限り、現行の株価水準を維持することは困難だと考えるからです。また、米国株式時価総額の対GDP比等、長期のバリュエーション指標の一部が高止まりしている状況も懸念されます。従って、米国株式をアンダーウェイトに引き下げます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

債券・為替：金は上げ一服、今後は引き続き新興国債券に注目

【米ドル安進行や世界債券の実質利回り上昇を受け、金については見通しを引下げ】

米ドルは、足元の下落局面を経て、6カ月前との比較では割高感が薄れていると考え、短期的には比較的安定した推移が見込まれます。ドル安が進行したことに加え、各国中銀の流動性供給のペースが鈍化したことやグローバル債券の実質利回りの上昇など、いずれも金の逆風になると考え、金をニュートラルに引き下げました。

【引き続き新興国債券に投資妙味】

世界経済がコロナ危機からの回復基調にある局面において新興国経済が先進国経済よりも堅調に推移していることや、先進国と新興国間の金利差を勘案し、引き続き現地通貨建て新興国債券を 선호します。なかでも、中国債券は、米国国債との利回り差が過去最高水準に達していて、とりわけ魅力的だと考えます。

【先進国債券では、米国国債と米国投資適格社債を 선호】

先進国の債券市場において魅力的な水準の利回りを提供している米国国債と米国投資適格債のオーバーウェイトを維持します。

【米国ハイイールド債に対しては引き続き慎重な姿勢を保持】

景気回復の初期段階では、通常、株式に対してハイイールド債は投資妙味が増し、他セクターを上回るリターンをあげる傾向が見られますが、足元の局面では、バリュエーション面での割高感が強く、魅力が著しく減じられていると考えます。また、米国の現政権が、新型コロナウイルスの大流行直後に導入した緊急資金供給策の一部打ち切りを決定したことで、これまで高いバリュエーションを支えていた要因が失われたことにも注意が必要です。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

図表4：米中10年国債利回り差と物価上昇率差

2020年11月30日時点

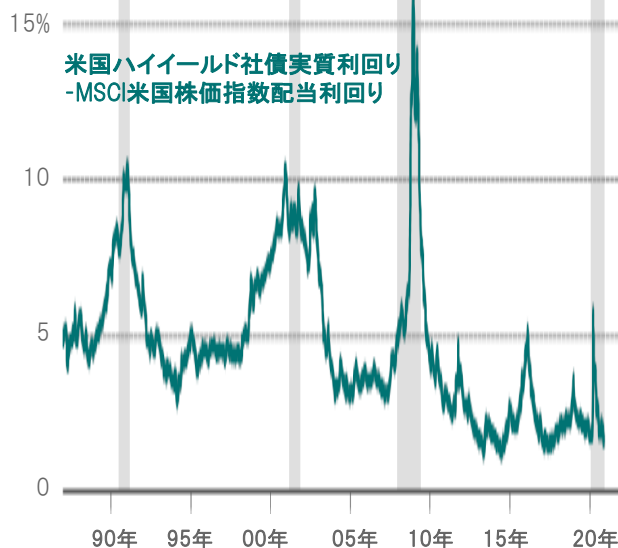


出所：ピクテ・アセット・マネジメント

※記載のデータは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

図表5：米国ハイイールド社債実質利回りと米国株式配当利回りの差

2020年12月1日時点



※実質利回りは利回り-10年インフレ予想

出所：ピクテ・アセット・マネジメント

資産配分比率決定の分析ポイント 4つの柱

ピクテでは資産配分比率決定の分析ポイントとして4つの柱を用いています。その4つの柱は、1)マクロ経済分析、2)流動性分析、3)センチメント(テクニカル)分析、4)バリュエーションです。たとえば、株式の投資配分を決定するにあたってすべての要素が常に株式のオーバーウェイトを同時に示すわけではありません。投資判断決定には、こうした異なる観点からの投資判断決定のポイントを勘案することが重要と考えています。

(※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。)

4つの柱

1) マクロ経済 分析	✓ 世界各国の景気指標(インフレ動向、貿易統計) ✓ ピクテ独自のリスク回避度指数 ✓ 世界各国の問題(欧州債務、中国の不動産市場) ✓ 政府や中央銀行の政策 など
2) 流動性 分析	✓ 中央銀行の資金供給量(累積ベース、流入ベース) ✓ マネーサプライ ✓ 民間の信用供与状況(銀行、ノンバンク) など
3) センチメント (テクニカル) 分析	✓ ボラティリティの状況 ✓ オプション市場の歪み ✓ テクニカル(移動平均との比較/過去1年での最高値・最安値銘柄状況) ✓ 経済指標の予想値と公表値との乖離 など
4) バリュエー ション	✓ 利回り水準比較 ✓ リスクプレミアム、株価収益率(PER(過去平均との比較)) ✓ 1株あたり収益率(EPS(トレンド、修正状況)) ✓ 購買担当者景気指数(PMI)と各資産の比較など

1) マクロ経済分析～新興国が世界経済を牽引し、回復傾向に

ピクテの景気循環指標は、2021年4～6月期以降、米中関係の改善を契機に、グローバル経済の力強い回復局面が訪れることを示唆しています。

先進国と新興国の成長率格差は、新興国の鉱工業生産がコロナ禍前の水準を回復したことを受け、拡大基調ですが、世界貿易の回復と米ドル安の進行次第では、もう一段拡大する可能性も考えられます。

米国では、堅調な住宅市場が景気回復を牽引する中、耐久財受注統計が大幅に改善したこと等が企業の設備投資の回復を示唆しています。企業と家計の貯蓄が積み上がっていますが、経済の先行きに対する確信が増す状況では、しかるべき用途に充てられることが想定されます。

また、追加経済対策の規模と範囲を巡る米国議会の協議の行方も注目されます。バイデン次期大統領は、新政権の財務長官にイエレン元米連邦準備制度理事会(FRB)議長を指名したことで、積極的な財政出動への道を開いたと言えます。加えて、イエレン氏が一貫して主張してきた金利水準の低位維持は、大型の財政刺激策と両立し得ると考えます。

バイデン次期大統領の景気対策は、規模が縮小したとしても、2021年の実質個人消費支出の伸びを現行の約5%から約6.5%に押し上げるのに十分な規模になるとも考えています。

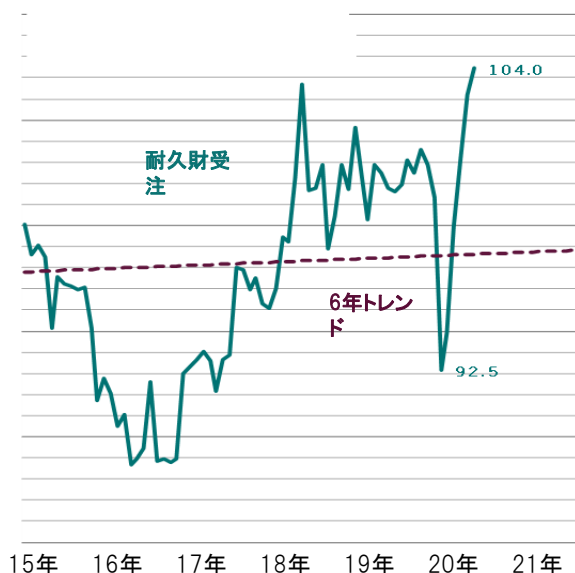
図表1-1: 世界のGDP成長率実績とピクテ予想
(前年比%)

国・地域	2019年	2020年	2021年	2020年 (市場予想)
世界	2.7	-4.0	5.6	5.1
先進国	1.6	-5.5	4.3	4.2
新興国	4.2	-2.1	7.2	6.3
新興国(工業国)	4.9	-1.0	8.1	6.9
新興国(資源国)	1.4	-6.4	4.0	3.9
米国	2.2	-3.6	5.0	3.8
ユーロ圏	1.3	-7.3	4.1	5.2
日本	0.7	-5.8	2.7	2.5
中国	6.1	2.0	9.5	8.0
インド	4.8	-8.8	10.5	8.2

※市場予想はブルームバーグ集計予想、2020年11月13日
出所:ブルームバーグ、ピクテ・アセット・マネジメント

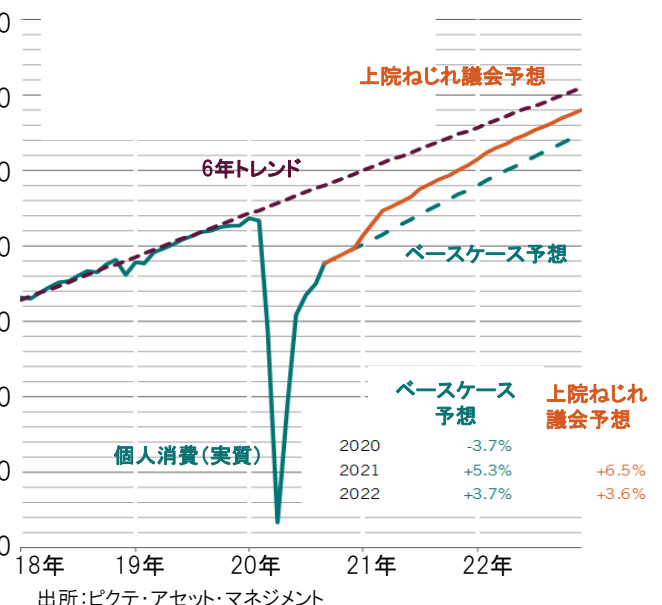
将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

図表1-2: 米国の耐久財受注
2019年12月=100



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-3: 米国の個人消費
単位: 10億米ドル



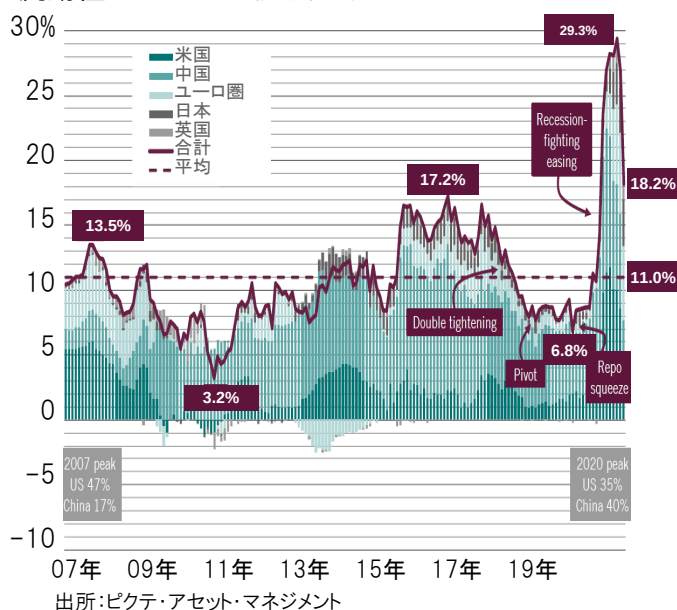
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

2)流動性(資金動向) ～流動性供給は減少傾向に転じた可能性

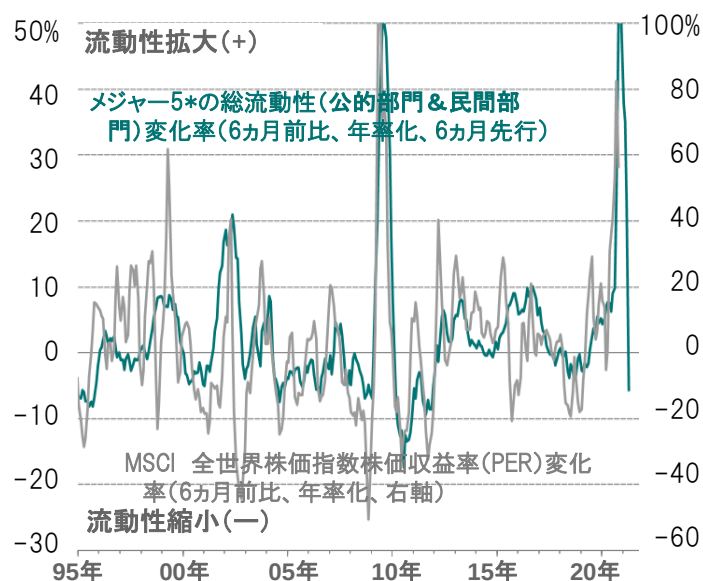
ピクテの流動性指標は、リスク性資産を巡る状況が、数カ月前ほどではないにしても、引き続き良好であることを示唆しています。金融システムに注入された流動性が世界のGDP(国内・域内総生産)比約18%と8月の同約29%を下回っているのは、各国中銀による緊急の貨幣増発と政府保証付き債の供給量の伸びが鈍化しているからだとしています。

民間向け融資も伸び悩みの状況にあります。ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)が実施した「域内銀行の貸し出し態度に関する7～9月期調査」から、融資基準の大幅な引き締めと企業向け融資の需要の低迷が続く状況が示唆されています。

図表2-1:主要国・地域の中央銀行および民間の流動性フロー 6ヵ月移動平均、対名目GDP



図表2-2:メジャー5の総流動性変化率と世界株式のバリュエーション変化



※メジャー5は、FRB、ECB、日銀、BOE及び中国人民銀行
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

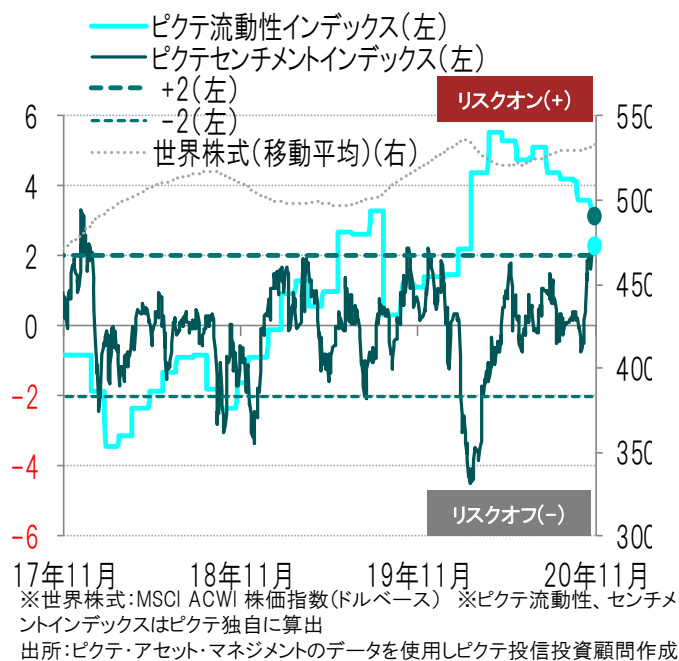
将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

3) センチメント(テクニカル)(市場参加者動向)～株式及び債券に対してやや強気な姿勢を継続

ピクテのセンチメント(テクニカル)指標は、株式、債券ともに、やや強気のトレンドを示しています。株式市場への大規模な資金流入が継続しています。一方で、米大統領選挙や新型コロナウイルス感染再拡大等を背景とした、資金フローの長期停滞後の流入であることには留意が必要です。新型コロナウイルスワクチン開発を巡る明るい見通しを受け、投資家心理が大きく改善した結果、株式市場に資金が流入したことを考慮すると、この流入傾向が持続可能なのかについては、慎重な姿勢を保持する必要があると考えています。

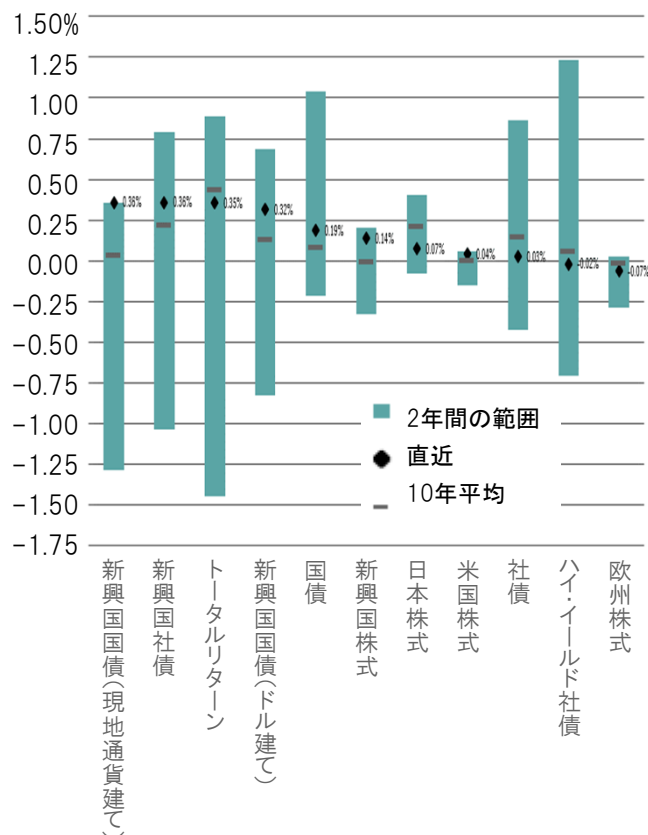
図表3-1: ピクテ流動性、センチメントインデックス

日次、期間: 2017年11月30日～2020年11月30日



図表3-2: 主要資産における資金フロー(投信+ETF)

純資産総額比、12週移動平均



出所: ピクテ・アセット・マネジメント

将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2020年11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	29,639	26,502	28,538	+11.8%	+3.9%
(米)ナスダック総合指数	12,199	10,912	8,973	+11.8%	+36.0%
(日)TOPIX	1,755	1,579	1,721	+11.1%	+1.9%
(日)日経ジャスダック平均	3,659	3,547	3,838	+3.2%	-4.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,493	2,958	3,745	+18.1%	-6.7%
(英)FTSE100指数	6,266	5,577	7,542	+12.4%	-16.9%
(中国)上海総合指数	3,392	3,225	3,050	+5.2%	+11.2%
(香港)ハンセン指数	26,341	24,107	28,190	+9.3%	-6.6%
(ブラジル)ボベスパ指数	108,893	93,952	115,645	+15.9%	-5.8%
(インド)SENSEX30指数	44,150	39,614	41,254	+11.4%	+7.0%
(ロシア)RTS指数\$	1,282	1,067	1,549	+20.2%	-17.2%
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	103.89	104.60	109.56	-0.7%	-5.2%
ユーロ	124.38	122.14	122.54	+1.8%	+1.5%
英ポンド	138.55	135.25	143.48	+2.4%	-3.4%
スイスフラン	114.97	114.29	112.40	+0.6%	+2.3%
豪ドル	76.91	73.57	76.52	+4.5%	+0.5%
加ドル	79.95	78.55	83.79	+1.8%	-4.6%
中国元※	15.84	15.60	15.60	+1.5%	+1.5%
ブラジルレアル※	19.36	18.13	27.02	+6.8%	-28.3%
インドルピー	1.41	1.42	1.54	-0.7%	-8.4%
ロシアルーブル	1.37	1.32	1.77	+3.8%	-22.6%
タイバーツ	3.44	3.36	3.63	+2.4%	-5.2%
南アフリカランド	6.82	6.39	7.84	+6.7%	-13.0%
(※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	0.84%	0.86%	1.92%	-0.02%	-1.08%
日10年国債利回り	0.03%	0.03%	-0.02%	+0.00%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.59%	-0.63%	-0.19%	+0.04%	-0.40%
豪10年国債利回り	0.94%	0.78%	1.39%	+0.17%	-0.45%
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)	45.20	35.64	61.14	+26.8%	-26.1%
金(1オンス、ドル)	1,774.39	1,880.77	1,520.50	-5.7%	+16.7%

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。