

Pictet Multi Asset Strategy

新型コロナウイルス感染第2波と米大統領選からの影響を注視

マクロ経済について、中国経済は堅調であり、広い地域に恩恵を与えていると考える一方で、今後は米国の追加景気対策の規模と時期に左右されると考えています。流動性については、世界主要5カ国の中央銀行による流動性供給はピークを付けたと考えています。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。こうしたことなどから先行きの環境を総合的に判断し、リスク性資産に対して引き続き中立的なスタンスで臨む方針です

強まる懸念

10月は、世界の株式市場にとって難しい展開となりました。世界各国で新型コロナウイルスの新規感染状況が悪化し、多くの国において行動制限の導入に伴う経済への打撃が懸念されます。総じて慎重な市場の雰囲気になり米大統領選の結果を巡る不透明感が相俟って、グローバル株式市場は、現地通貨ベースで2%超の下げに見舞われました。欧州市場は主要国がロックダウンの導入を発表したことに加え、デフレの継続や失業者の増加が嫌気され、現地通貨ベースで5%強下落し、最も大きく下げた市場のひとつとなりました。

一方、ドル安新興国通貨高に加え、経済活動の再開が鮮明となっている中国等を中心に新興国株式にとっての追い風が吹いています。また、バイデン候補が勝利を収める公算が大きくなったことで米中間の政治的緊張感が緩和されるとの予想も、新興国株式のサポート要因になりうると考えています。

セクター別では、先月に引き続き経済活動の低迷や原油需要の低下が懸念されるエネルギーセクターを筆頭に、コミュニケーションサービスと公益を除く全セクターが下落しました。債券市場も強弱交錯の展開となりました。リスク回避の環境は、通常、株式市場よりも債券市場に有利なはずですが、グローバル債券市場は、総じて、横ばいとなりました。また、大統領選を控え、財政支出の拡大に伴う財政状況の悪化の可能性に備えた投資家のポジション調整で売られる展開となり、指標の米国10年国債利回りは4ヵ月ぶりに約0.8%に上昇しました。

為替市場では、ドルは対ユーロでは上昇したものの、人民元やメキシコペソを含むその他通貨に対しては下落しました。トルコリラは全通貨中最も大きく売られ、過度の金融緩和政策を巡る懸念が強まる中、対ドルの最安値を更新しました。金は、強い上昇相場後の利益確定売りで約-1%の下落となったものの、年初来リターンは23%強と、依然、好調です。

※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。

※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。

米大統領選と新たなロックダウンに要警戒

米国の政治情勢を巡る不透明感が引き続き強い中、新型コロナウイルスの感染第2波が欧米で猛威を振るっています。投資家が直面する不確実性が増しているのは、米国の追加景気対策の規模と、それがいつ講じられるかが不明なことです。また、(新型コロナウイルスの)第2波が極めて強力で、一部の国では既に春先の第1波の勢いを上回っていて、感染状況が著しく悪化した国では厳格な都市封鎖(ロックダウン)再導入の可能性が高まっています。これまでのところ、春先ほど厳しい対策が講じられるようには思われませんが、そのような対策が講じられることはないと言い切れないように思われます。

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。

米国の政治情勢を巡る不透明感が引き続き強い中、新型コロナウイルスの感染第2波が先進国で猛威を振るっています。投資家の直面する不確実性が増しているのは、追加の景気対策の規模と、それがどこで講じられるかが不明なことです。

こうした事態の少なくとも幾つかが明らかになるまで、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:アジアの魅力が際立つ

【中国の経済活動改善を背景にアジア株式に明るい見通し】

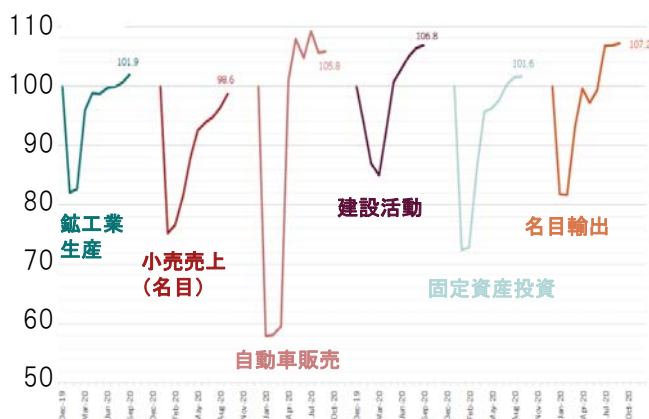
中国の製造業PMIは強い輸出需要を受けてコロナ前の水準をほぼ回復しています。また、小売販売についても、その他分野と比較して回復が遅れているものの、個人消費に改善余地が十分残されていると考えます。また、輸出比率の高い日本経済は、アジア経済回復の恩恵を特に享受する公算が高く、実際に4カ月連続で実質輸出が拡大しています。また、魅力的なバリュエーション水準や、北アジア各国と同様、欧州や米国と比べて新型コロナウイルス感染の抑え込みに成功していることも好材料だと考えます。

従って、新興国株式のオーバーウェイトを維持し、日本株式をオーバーウェイトに引き上げます。

【ユーロ圏は景気後退局面への逆戻りを懸念】

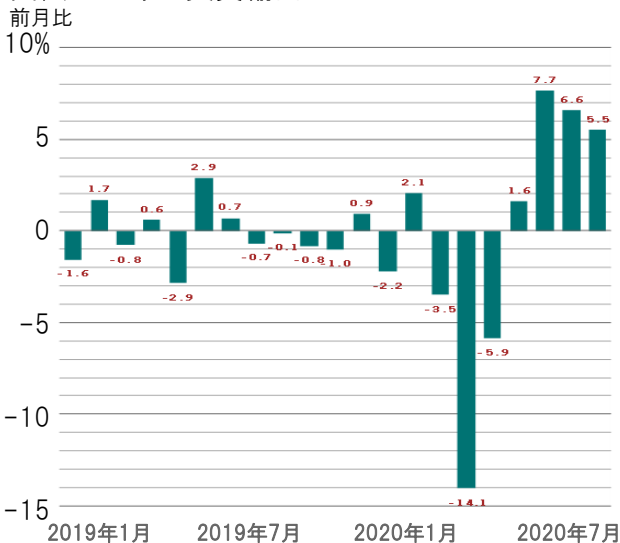
欧州各国は、新型コロナウイルスの感染拡大第2波を受け、感染拡大の抑え込みを急ぐため新たなロックダウン等を含む行動制限を導入しています。これを背景に、ユーロ圏経済が景気後退(リセッション)局面に逆戻りするのではとの懸念が強まっています。ユーロ圏サービス業購買担当者景気指数(PMI)が10月末時点で50を下回る等、域内GDPの大部分を占めるサービス活動が停滞していることに加え、銀行が、不良債権の増加に備えて、融資基準を引き締めていること等を背景に景気に対する懸念が強まっています。また、画期的なパンデミック復興基金(総額約7,500億ユーロ)の実施は2021年半ばを待たねばならず、域内の足元の見通しは不透明さを増しています。こうした状況を勘案し、ユーロ圏株式をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。

図表1: 中国の主要活動指数 2019年12月=100



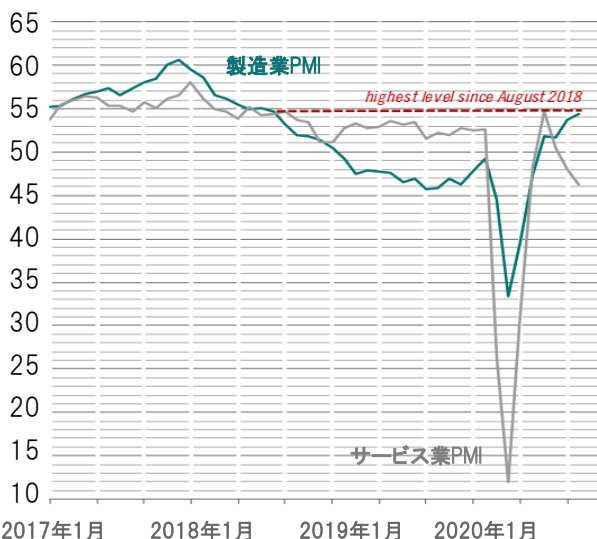
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表2: 日本の実質輸出



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表3: ユーロ圏サービス及び製造業購買担当者景気指数(PMI)



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。

【素材、一般消費財、ヘルスケア及び生活必需品に注目】

景気敏感セクターでは、引き続き素材及び一般消費財セクターを愛好します。

また、(景気変動に左右され難い)ディフェンシブ・セクターでは、ヘルスケアならびに生活必需品セクターを愛好します。

情報技術(IT)セクターは、規制当局の監視を求める声が強まる米国のIT大手の先行きには暗雲が垂れ込めていること等を背景にニュートラルを維持します。

※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：中国市場の重要性

【注目を集める中国国債】

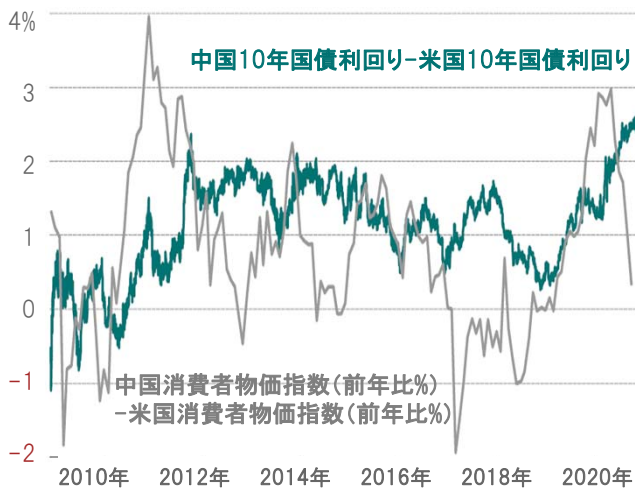
マイナス利回りで取引される債券が増えるにつれて、人民元建て中国債券の魅力が増えています。中国10年国債は、約3%と魅力的な利回りを提供し、米国公債との利回り格差(利回りスプレッド)は過去最高の約250ベースポイント(2.5%)に広がっています。また、時価総額約14兆ドルと世界2位の中国債券市場は魅力的な利回り、低いボラティリティ、ポートフォリオの分散効果等を背景に、年初以降大きな資金流入を記録していることに加え、大手指数プロバイダー各社が主力の「世界国債指数」へ中国国債を組み入れることを発表したこと等も今後の資金流入に繋がると考えています。従って、人民元建て中国債券の選好を継続します。

【妥当な価格でヘッジ機能を提供する米国公債】

米国公債は、新型コロナウイルスの世界的な流行や大統領選を巡る不確実性がリスク性資産市場を下押し、ボラティリティが上昇する局面にあつて、妥当な価格でポートフォリオの分散にも繋がるヘッジ手段を提供すると考えています。また、近い将来、インフレ率の上昇が米国公債市場の下落をもたらす公算は極めて小さいとも考えています。その結果、引き続き米国公債も選好します。

図表4: 米中10年国債利回り差と物価上昇率差

2020年11月5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。

【米連邦準備制度理事会(FRB)が引き続き米国の投資適格社債市場を支えると予測】

社債市場では、引き続き米連邦準備制度理事会(FRB)の債券買入が下値を支えていることから米国の投資適格社債のオーバーウェイトを継続しています。

【米国ハイイールド債は引き続き慎重姿勢】

これに対し、米国ハイイールド債のデフォルト・リスクが過小評価されていると考えアンダーウェイトを維持しています。

【リスクに直面する環境でディフェンシブ性の高い、米国公債、スイスフラン、ゴールドをオーバーウェイト】

新型コロナウイルス感染再拡大に伴う経済活動停滞の可能性等、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、安全資産であるスイスフラン、ゴールドのオーバーウェイトを維持します。

※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。

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も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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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～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、個人消費には出遅れ感

ピクテの景気循環指標は、大方の経済指標が2019年12月の水準を上回る等、中国経済の堅調さを強く示唆しています。中国政府の徹底的なコロナ対策と巨額の景気刺激策の効果がこれらの指標に反映されていると考えています。事実、中国において、国内経済が極めて順調であることから、中国は景気対策の一部を終了し始めています(流動性セクションにて後述)。また、堅調な経済が、広い地域、とりわけ、日本経済に恩恵を与えています。

その他の国では、政府による、労働者支援策や超低金利策が個人消費や住宅用不動産需要を支えていると考えます。

また、今後の展開を予想する上で、バイデン候補が掲げる景気対策が重要な決定要因になると考えています。具体的には、医療保険政策がどのようなものであるか、増税に向けた取り組みがどれほど迅速に実行されるか、また、消費者が政府給付金を消費にあてず、どれだけ貯蓄に回すか等に大きく左右されそうです。追加の経済対策が米国経済を一段と押し上げる可能性があると考えます。

※図表1-1～3参照

2) 流動性(資金動向) ～流動性はピークに達した可能性

ピクテの流動性指標は、中国が既に金融緩和から中立政策に転じていることを示唆しています。米国の流動性供給も、足元、減少に転じています。一方、欧州中央銀行(ECB)は極めて緩和的な姿勢を維持しており、流動性の供給はユーロ圏GDP(域内総生産)比30%前後で推移していますが、(景気浮揚の)決定要因となるのは、金融政策よりも財政政策だと思われます。従って、世界の流動性供給の総量は、5カ月連続で大幅に増加した後、ピークを付けたと考えます。

※図表2-1～2参照

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へ

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、一方、商品(コモディティ)には弱気なトレンドを示しています。また、アジア以外の新興国株式と通貨よりも、新興アジアの株式を選好しています。投資家の株式の持ち高(ポジション)がここ数カ月よりも強気であることを示唆する調査結果もありますが、楽観的な見方は増していても買われ過ぎの状態には至っておらず、株式市場への資金流入は上昇相場を後追いする状況が続いています。

※図表3-1～2参照

4) バリュエーション(相対的価値分析)～株価の割高感が続く状況

ピクテのバリュエーション指標は、債券ほどではないにしても、株式の割高な状況が変わらないことを示唆しています。新興国株式のリターンは、ここ数週間、先進国株式のリターンを上回って推移しており、年初の時期と比べて、バリュエーション面での魅力が薄れています。実際に、バリュエーションを6カ月移動平均(ローリングベース)で見ると、特に割高或いは割安な資産クラスを見分けるのは容易ではありません。

※図表4-1参照

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1-1: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	-3.7	6.0	5.2
先進国	1.6	-5.4	5.1	4.3
新興国	4.2	-1.7	7.2	6.3
新興国(工業国)	4.9	-0.5	8.1	6.9
新興国(資源国)	1.4	-6.1	4.0	4.1
米国	2.2	-3.8	5.0	3.7
ユーロ圏	1.3	-7.0	6.6	5.4
日本	0.7	-5.8	2.7	2.5
中国	6.1	2.7	9.5	8.0
インド	4.8	-8.8	10.5	7.7

※市場予想はブルームバーグ集計予想、2020年10月14日
出所:ブルームバーグ、ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-3:米国の可処分所得に占める家計貯蓄率



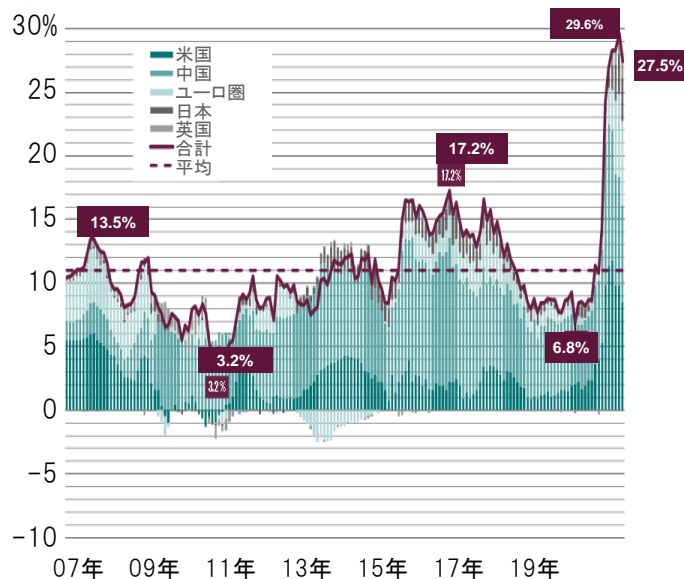
出所:ブルームバーグ、ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-2:中国の製造業及びサービス業
購買担当者景気指数(PMI)



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

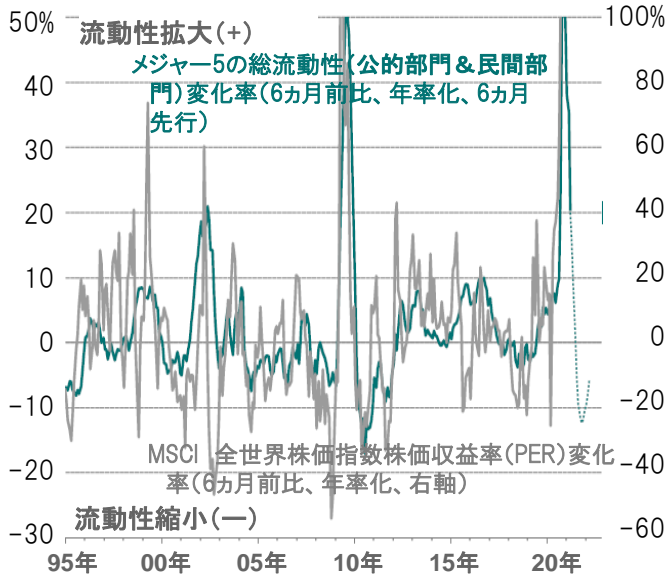
図表2-1:主要国・地域の中央銀行および民間の
流動性フロー 6カ月移動平均、対名目GDP



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

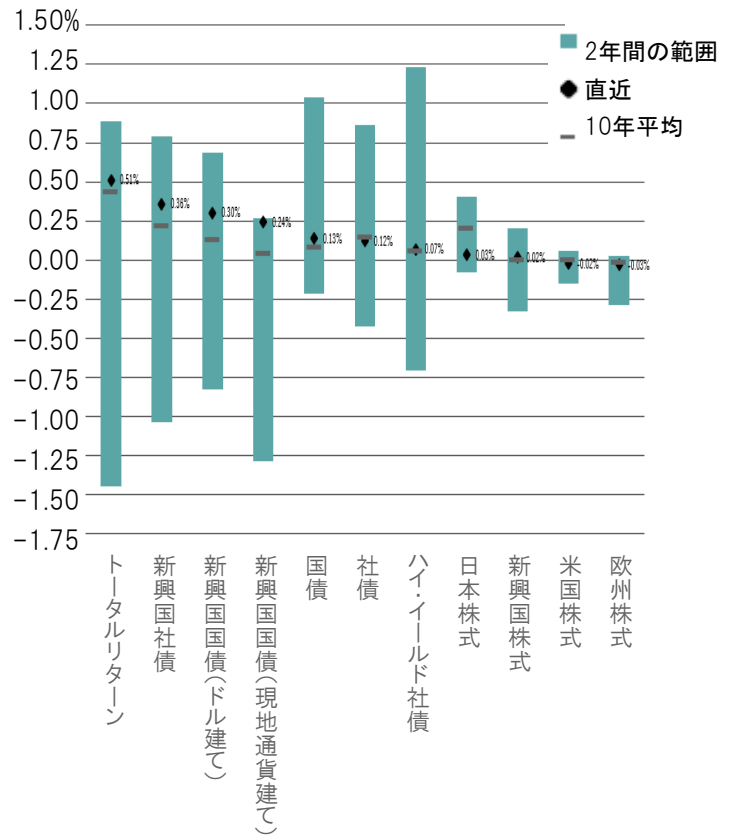
記載のデータは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

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



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

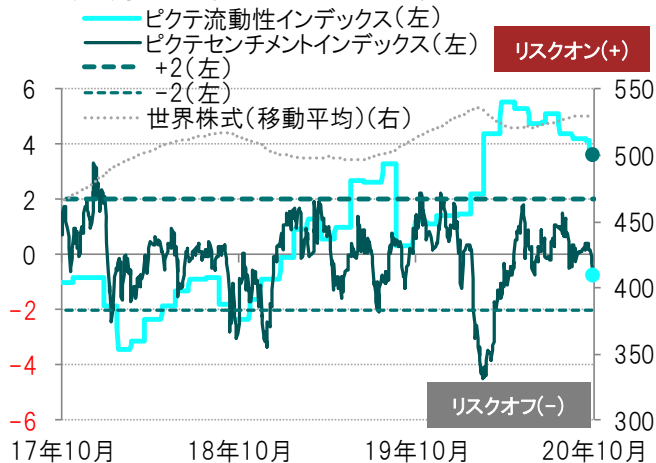
図表3-2:主要資産における資金フロー(投信+ETF)純資産総額比、12週移動平均



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

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10月31日~2020年10月31日

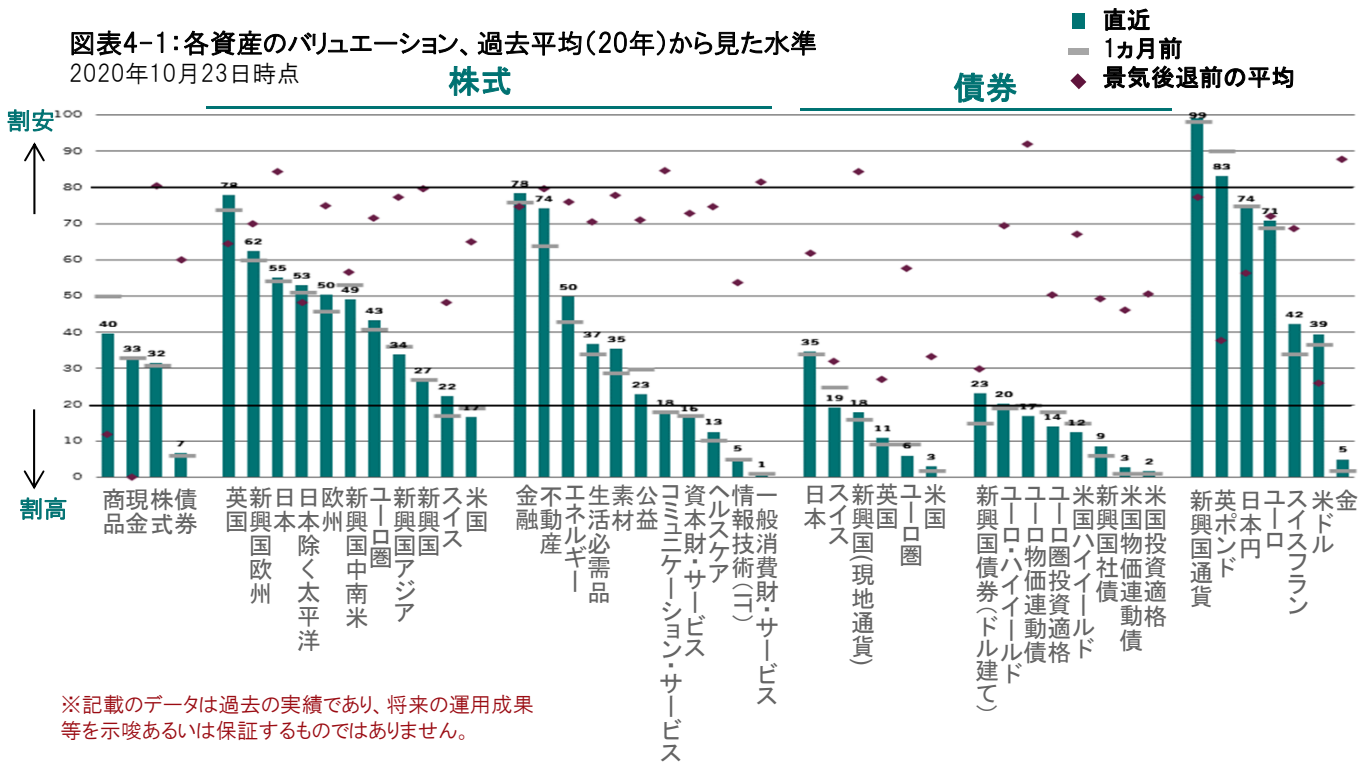


※世界株式:MSCI ACWI 株価指数(ドルベース) ※ピクテ流動性、センチメントインデックスはピクテ独自に算出

出所:ピクテ・アセット・マネジメントのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

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4-1:各資産のバリュエーション、過去平均(20年)から見た水準
2020年10月23日時点



※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。

※株式: 株価純資産倍率(PBR)、12ヵ月先株価収益率(PER)、一株あたり利益トレンドベース株価収益率(PER)、株価売上高倍率(PSR)、ERP(先進国のみ)、現金、債券: 利回りー名目GDPトレンド、商品: ブルームバーグスポット価格インデックス/世界インフレ率、通貨: PPPからの乖離、金: スポット価格/米国消費者物価指数、インフレ連動債: 利回りー実質GDP成長率、新興国通貨建て債券: 利回りー消費者物価指数などをもとに作成 ※2002年、2009年景気後退前の平均 各資産のバリュエーション、過去平均(20年)から見た水準: 過去20年で何%の水準にあるかを表示 出所: ピクテグループ

参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況 (2020年10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	26,502	27,782	28,538	-4.6%	-7.1%
(米)ナスダック総合指数	10,912	11,168	8,973	-2.3%	+21.6%
(日)TOPIX	1,579	1,625	1,721	-2.8%	-8.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,547	3,617	3,838	-1.9%	-7.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	2,958	3,194	3,745	-7.4%	-21.0%
(英)FTSE100指数	5,577	5,866	7,542	-4.9%	-26.1%
(中国)上海総合指数	3,225	3,218	3,050	+0.2%	+5.7%
(香港)ハンセン指数	24,107	23,459	28,190	+2.8%	-14.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	93,952	94,603	115,645	-0.7%	-18.8%
(インド)SENSEX30指数	39,614	38,068	41,254	+4.1%	-4.0%
(ロシア)RTS指数\$	1,067	1,179	1,549	-9.5%	-31.1%
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	104.60	105.80	109.56	-1.1%	-4.5%
ユーロ	122.14	124.17	122.54	-1.6%	-0.3%
英ポンド	135.25	136.09	143.48	-0.6%	-5.7%
スイスフラン	114.29	115.04	112.40	-0.7%	+1.7%
豪ドル	73.57	75.49	76.52	-2.5%	-3.9%
加ドル	78.55	79.03	83.79	-0.6%	-6.3%
中国元*	15.60	15.49	15.60	+0.7%	+0.0%
ブラジルレアル*	18.13	18.72	27.02	-3.2%	-32.9%
インドルピー	1.42	1.45	1.54	-2.1%	-7.8%
ロシアルーブル	1.32	1.33	1.77	-0.8%	-25.4%
タイバーツ	3.36	3.34	3.63	+0.6%	-7.4%
南アフリカランド	6.39	6.25	7.84	+2.2%	-18.5%
(*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	0.86%	0.68%	1.92%	+0.18%	-1.06%
日10年国債利回り	0.03%	0.02%	-0.02%	+0.01%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.63%	-0.52%	-0.19%	-0.10%	-0.44%
豪10年国債利回り	0.78%	0.80%	1.39%	-0.03%	-0.61%
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)	35.64	40.05	61.14	-11.0%	-41.7%
金(1オンス、ドル)	1,880.77	1,899.84	1,520.50	-1.0%	+23.7%

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はありません。●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。