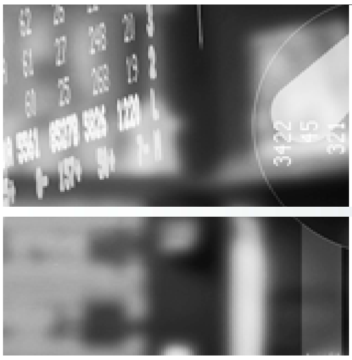


ご参考資料

2021年2月
ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート　2月

PICTET 1805

Pictet Multi Asset Strategy

株式のオーバーウエイトを継続

製造業を中心に世界経済が回復局面にあるとの認識に変わりはありません。なかでも、中国は主要経済活動指標がコロナ禍前の水準を大きく上回るなど、中国の景気回復が際立っています。このためスコアを「1」を継続します。また、現地通貨建て新興国債券の比率を引上げる方針です。

大衆迎合主義が株式市場を席捲

2021年1月は、大衆迎合主義(ポピュリズム)が株式市場の根幹を揺るがした月として、記憶されることになるでしょう。

米国では、政府がロックダウンを導入し、給付金が支給されたことから、売買手数料を無料化したネット証券を通じて、投資経験の浅い個人投資家が、業績不振にあえぐ赤字企業を空売りしていたヘッジファンドを一斉攻撃しました。一時、月間リターンが約1,700%と急騰したゲーム小売りチェーン、ゲームストップ等、空売りの対象となった企業の株価を吊り上げることで、個人投資家連合は著名な一部ヘッジファンドに多額の損失を負わせました。また、これに伴い、株価のボラティリティを示すVIX指数も急騰しました。

個人投資家の投機的売買は、高水準のバリュエーション、下げ渋る新型コロナウイルスの感染率、ワクチン認可・接種の遅れ等を懸念していた市場を動揺させました。これまでに発表された2020年10～12月期決算は、総じて好調ですが、2021年決算を巡る企業の業績見通しに透明性が欠けることが市場の下押し圧力となっています。そのようななか、1月の月間リターンは、MSCI世界株価指数がドル・ベースで下落となり、米国株式は約-1%下落しました。一方、原油価格は約+7.9%超上昇したことを受け、エネルギー・セクターは約+3%上昇しました。

世界債券市場は、12月の米ISM景況感指数が製造業・サービス業共に市場予想を上回ったことや、米国議会で民主党が実質的に上下両院を支配することとなり財政支出の拡大が想定されたことなどを背景に、下落(利回りは上昇)しました。

為替市場では、米ドルは、(貿易加重ベースの)実効為替レートのピークである2020年3月から10%以上下落しており、短期的には反発する可能性があると考えています。

※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。
※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。

楽観が優勢

新型コロナウイルス・ワクチンの認可・接種が世界各地で進む中、経済の先行きも、各国の追加経済対策が支えとなり、明るさを増しています。

従って、株式のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を継続します。また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)、債券は引き続きニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。

世界経済の力強い回復見通しに支えられ、企業業績の大幅な改善が予想されており、株式市場にとってのサポート要因となると考えます。一方で、多くの資産クラスにおいて、割高感が見られることに留意する必要があると考えています。

そのようななか、株式のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)を継続します。債券は引き続きニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。また、キャッシュについても引き続きアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)とします。

株式：景気敏感セクターに注目

【とりわけ堅調な中国、新興国や日本の株式市場に期待感】

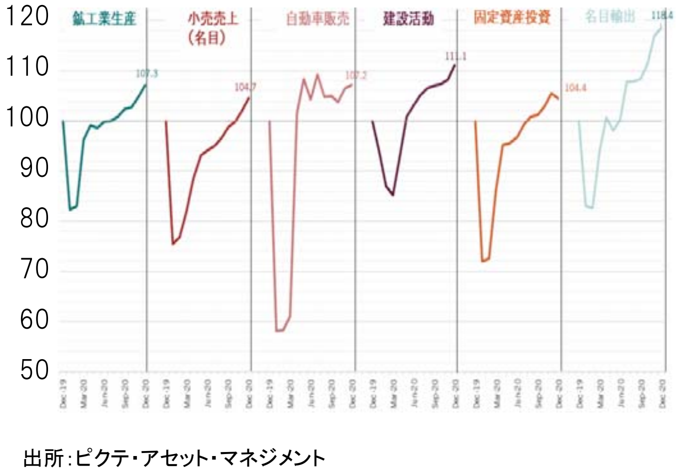
新興国市場では、中国がとりわけ注目されます。2020年内に始まった製造業および輸出企業の回復に加え、内需の拡大が、主要経済活動指標をコロナ禍前の水準を大きく上回る水準に押し上げていると考えています。また、新興国全体に関して、輸出量が大幅に回復するなど、回復基調がより鮮明になっています。日本に関しても、製造業を中心に世界経済が緩やかな回復局面にあるなか、景気感応度の高い製造業の比率が多い日本株式が景気回復の恩恵を享受するとも考えています。従って、新興国と日本のオーバーウェイトを継続します。

【楽観的な見解が散見され、株式市場の割高感を警戒】

株式市場全般の長期見通しについては、不透明感が残っていると考えています。多くの投資家は、正常な経済成長ペースへの回帰に加え、低金利環境が長期的に継続することを前提としていると考えています。一方、中央銀行は、将来のいずれかの時点でインフレ圧力の上昇に対応し、金融引き締めを始めなければならないと考えています。また、ピクテのモデルでは、グローバル株式のバリュエーションは割高な水準にあり、楽観的な見解が散見される現在のような状況は、市場にとって極めて大きな問題となる可能性があると考え、展開を見極めていく必要があると考えます。

図表1：中国の主要活動指数

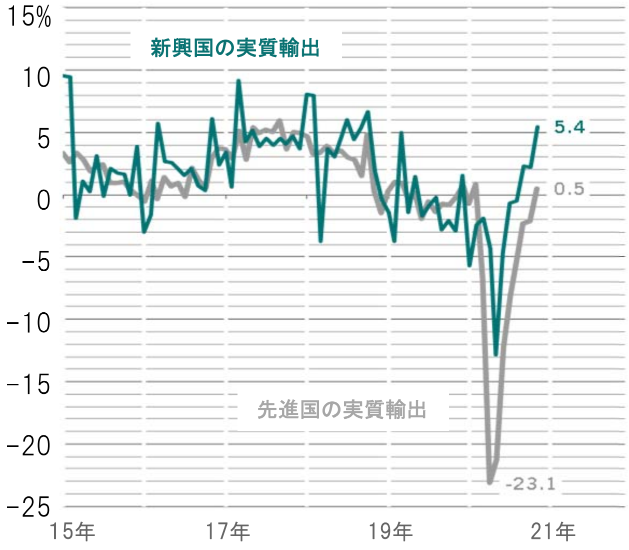
2019年12月=100、期間：2019年12月～2021年1月



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

図表2：先進国と新興国の実質輸出額の伸び

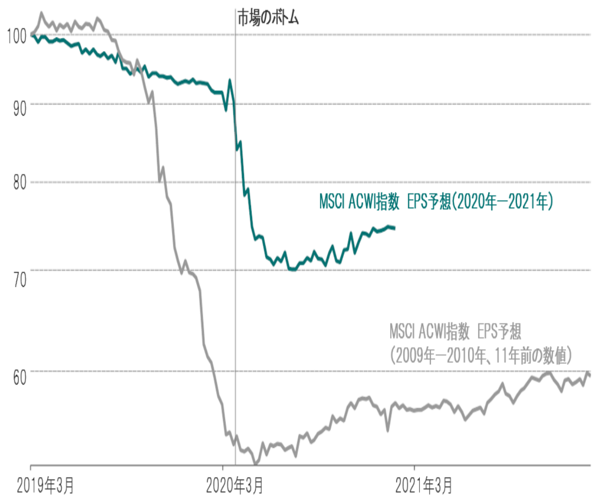
前年比



出所：ピクテ・アセット・マネジメント

図表3：市場のボトム付近におけるMSCI ACWI指数のEPS予想

2021年1月27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。

【業種別では、ヘルスケア・セクターを引下げ】

経済活動に関する指標は既に改善に転じており、経済の先行きに関して明るい見通しが広がっています。そのようななか、景気回復からの恩恵を受け難いと考えるヘルスケア・セクターをニュートラルに引き下げ、ディフェンシブ・セクターの組入れ比率を落としました。同セクターは足元割高な水準にあると考えています。また、バイデン政権は、規制環境を注視しており、大手医薬品企業が恰好の標的となる公算が大きいと考えていることから、今後の米国の政策動向から特に大きな影響を被ると予想しています。

※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。

債券・為替：新興国債券への投資妙味に更なる高まり

【新興国債券、とりわけ中国国債に注目】

中国債券は好利回りの源泉として、引き続き魅力的な投資対象だと考えます。国内経済は、コロナ禍の景気減速局面からV字型の回復を遂げつつあり、米国国債との実質利回り格差は400ベーシスポイント(4%)に拡大しています。また、金融当局は、景気回復の継続に必要な金融支援策を維持し、政策の「急激な変更」は行わない旨を公表していることも中国国債にとってのサポート要因になると考えています。加えて、人民元は2020年5月以降、対ドルで約10%上昇し、2018年6月以来初めて1ドル=6.5人民元を上回っています。人民元に対する強気な見通しから、現地通貨建て新興国債券をフル・オーバーウェイトに引き上げました。

【米国国債のオーバーウェイトを継続】

近い将来、インフレの上昇がFRBに景気対策の縮小を促す公算は小さいと考えます。米国のコア・インフレ率が2022年までに2%に達する可能性は低く、利回りは今後数年をかけて緩やかに上昇するに過ぎないと考えるからです。従って、米国国債のオーバーウェイトを継続します。

【先進国社債に対しては慎重な姿勢を保持】

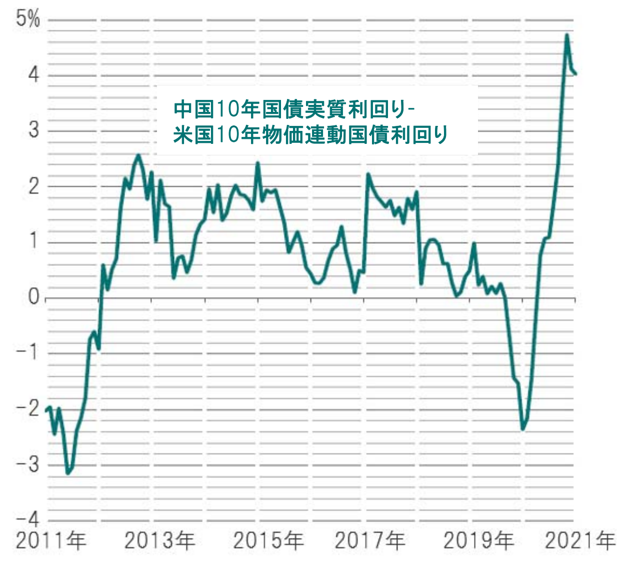
デフォルト・リスクの対価が十分ではないと考える先進国社債に対する慎重な姿勢を維持しています。米国投資適格社債は、実質利回りが0%を下回っていることから、ニュートラルに引き下げました。格付け別に実質利回りを見ると、BBB格債が0.1%とかろうじてプラス圏にありますが、A、AA、AAAは全てマイナス圏に沈んでいます。ユーロ圏では、景気後退(リセッション)となったことや今後の景気回復に対する懸念があるなか、債券の利回りが魅力に欠けるため同地域の社債のニュートラルを維持しています。

【短期的な米ドルの反発を警戒】

米ドルは、(貿易加重ベースの)実効為替レートのピークである2020年3月から10%以上下落しており、短期的には反発する可能性があると考えています。また、FRBの「政府債務の貨幣化(デット・マネタイゼーション)」、による財政赤字の補填に起因するドル安圧力は後退しつつあるように思われます。ピクテの分析は、FRBが2020年の財政赤字の約70%を貨幣化し、通貨を減価させたことを示唆していますが、2021年については、30～35%に低下するものと予想しています。

※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。

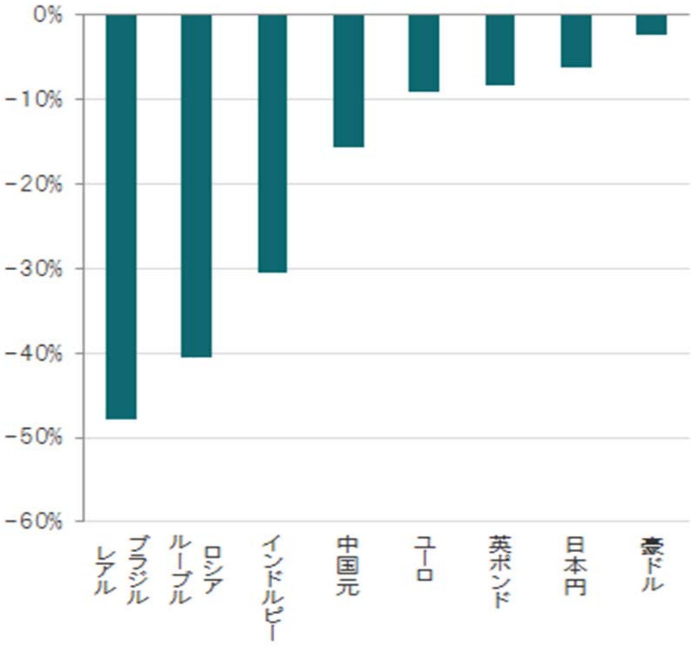
図表4：米中10年国債の実質利回り差
2021年1月26日時点



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：各通貨対米ドルレートのフェアバリューからの乖離
2021年1月22日時点



※上記はピクテが独自に開発した通貨評価モデル(インフレ率等様々な指標を用いて、通貨の適正価値を予測)によるフェアバリュー(均衡点)からの乖離度(対米ドル)を見た指標です。
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(相対的価値分析)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	✓ 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、流出入ベース) ✓ 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～世界の経済成長率予想を上方修正

ピクテの景気循環指標は、株式に強気の姿勢を保持する根拠の1つです。足元の都市封鎖(ロックダウン)の再発動が経済活動を停滞させていることは確かですが、経済活動に関する指標は既に改善に転じており、景気の減速は比較的軽微に留まっていると考えています。今回のロックダウンでは、製造業の休業はなく、企業は総じて、昨年のロックダウン時よりも優れた対応をとっていると考えています。またこの間、各国政府は追加の景気対策を講じる準備を整えています。

2021年の世界の実質経済成長率は、追加の景気対策、ワクチン認可・接種費用の国家予算への計上や消費者心理の改善等により、市場のコンセンサス予想を若干上回る前年比+6.1%を達成すると予想しています。また、当予想には、米国、ユーロ圏ならびに新興国の成長率予想の上方修正が反映されています。新興国では、商品(コモディティ)に対する需要の拡大と価格上昇が恩恵をもたらすと考えます。また、順調に回復しつつある世界貿易の拡大から先進国よりも大きな恩恵を享受すると考えています。地域別の成長率では日本を除くアジアが前年比約+8.9%と他地域をけん引し、欧州・中東・アフリカ(EMEA)(約+4.9%)とラテンアメリカ(約+3.9%) がこれに続くと考えています。

図表1-2:世界のインフレ率実績とピクテ予想
(前年比%)

国・地域	2019年	2020年	2021年	2021年(市場予想)
世界	2.3	1.9	2.0	1.9
先進国	1.5	0.7	1.3	1.4
新興国	3.4	3.3	2.8	2.5
新興国(工業国)	3.3	3.5	2.6	2.2
新興国(資源国)	3.9	2.9	3.5	2.2
米国	1.8	1.3	2.1	2.1
ユーロ圏	1.2	0.2	0.9	0.9
日本	0.5	0.0	-0.2	0.1
中国	2.9	3.0	1.8	1.6
インド	3.7	6.1	3.8	6.4

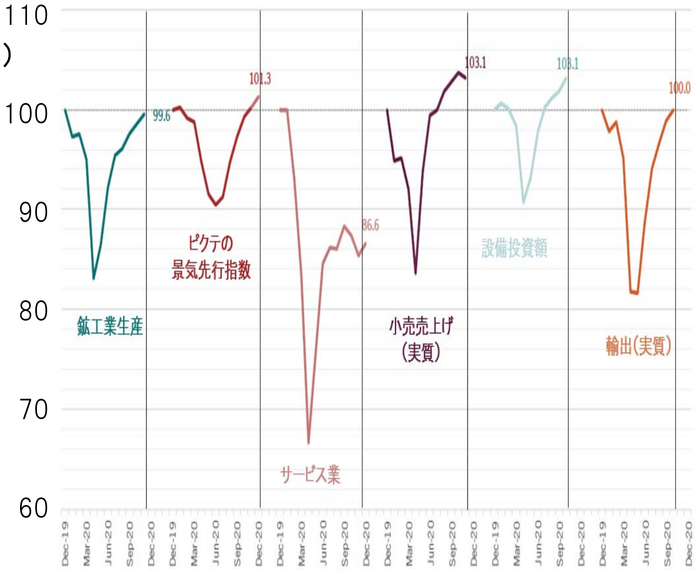
※市場予想はブルームバーグ集計予想、2021年1月21日時点
出所:ブルームバーグ、ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-1: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	2021年(市場予想)
世界	2.7	-3.5	6.1	5.1
先進国	1.6	-5.2	4.9	4.0
新興国	4.2	-1.4	7.7	6.4
新興国(工業国)	4.9	-0.3	8.6	7.1
新興国(資源国)	1.4	-5.8	4.3	4.0
米国	2.2	-3.5	5.5	4.1
ユーロ圏	1.3	-7.0	5.1	4.3
日本	0.3	-5.1	3.5	2.5
中国	6.1	2.0	9.5	8.2
インド	4.9	-7.0	13.1	9.3

※市場予想はブルームバーグ集計予想、2021年1月21日時点
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:世界の主要活動指数
2019年12月=100



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

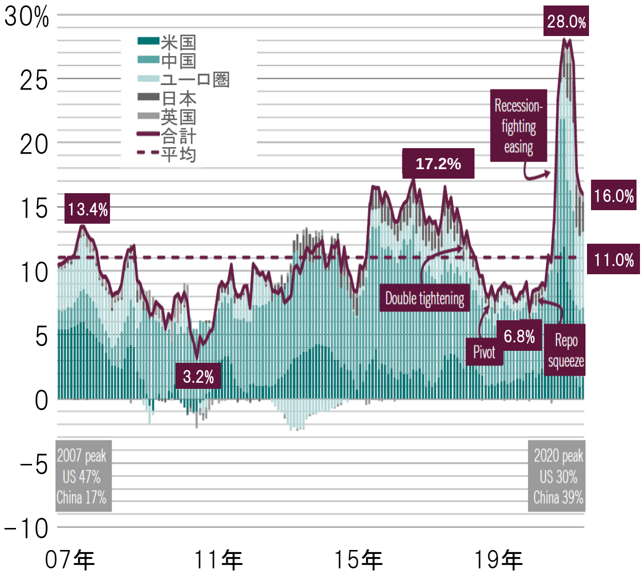
将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

2)流動性(資金動向)～
流動性の状況は緩やかながら縮小へ

インフレ率が抑制されている限り(年内はそうした状況が継続すると予想しています)、中央銀行は金融緩和策を維持すると考えます。

もっとも、流動性の状況は緩やかながら縮小しつつあり、民間部門の流動性に限れば、過去の長期平均に回帰しています。政府保証付き融資策を好感した信用の拡大は徐々に縮小し、主要5カ国・地域(米国、中国、ユーロ圏、英国、日本)のGDP比の流動性総量は、ピークの2020年8月の約28%から約16%に縮小しています。一方で、依然として、長期平均を上回る水準にあることには留意する必要があります。

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

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

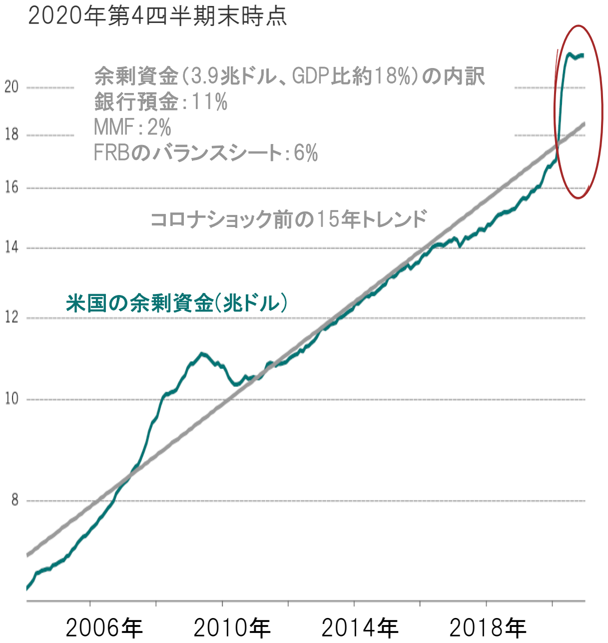
将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

3)センチメント(テクニカル)(市場参加者動向)～滞留した「マネーの壁」が金融市場の上昇の余地に繋がる

ゲームストップ等の株式を巡る個人投資家とヘッジファンドの対決が他銘柄にも広がる状況が懸念されました。そのようななか、売買高の急増と、ヘッジファンドが他の銘柄の空売りポジションを落としたことを受け、ボラティリティ指数が大きく上昇しました。

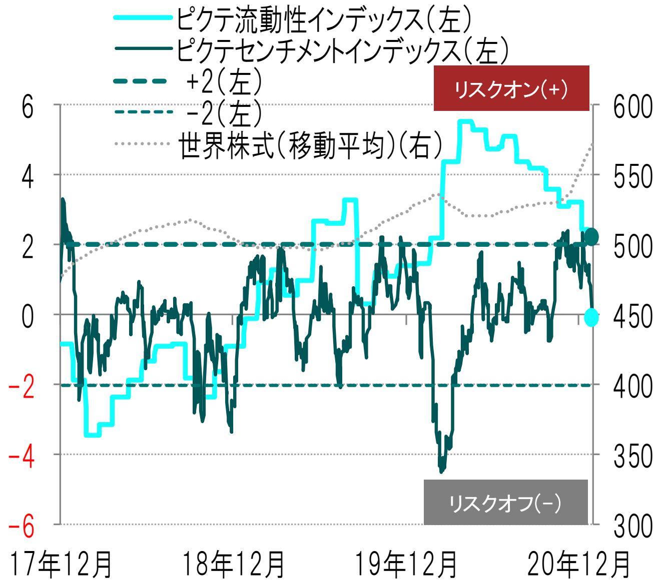
一方で、市場が本質的に不安定な状況に陥ったとは考えていません。投資家のポジションを表すデータからは安心感が得られます。年初以降、株式市場には600億ドル、債券市場には460億ドルの資金が流入していますが、滞留した「マネーの壁」(米国の社会全体での余剰資金)は微動だにせず、市場にもう一段の上昇の余地を残しています。

図表3-2:米国の余剰資金
2020年第4四半期末時点



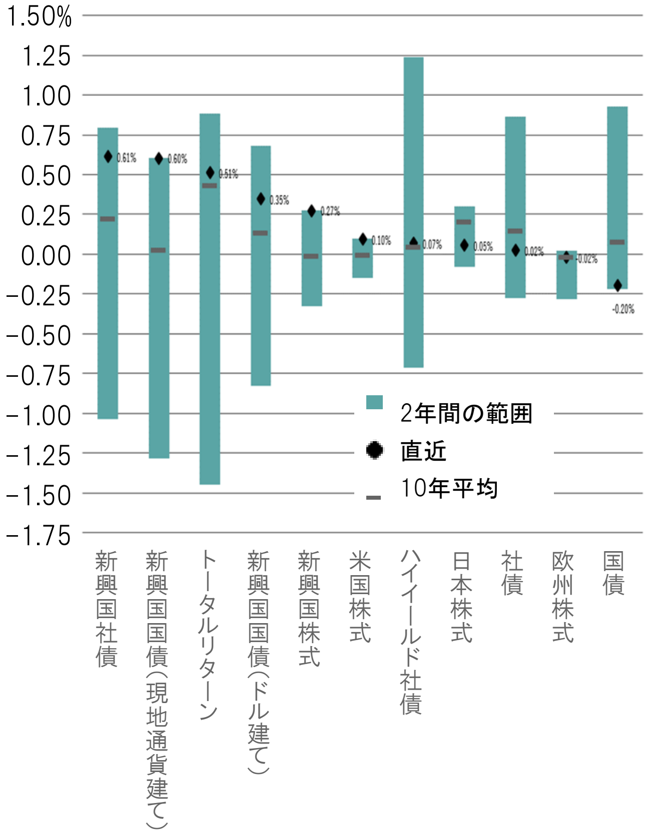
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

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12月31日～2021年1月29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流動性供給量や世界株式の予想PER等を使用し、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

図表3-3: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

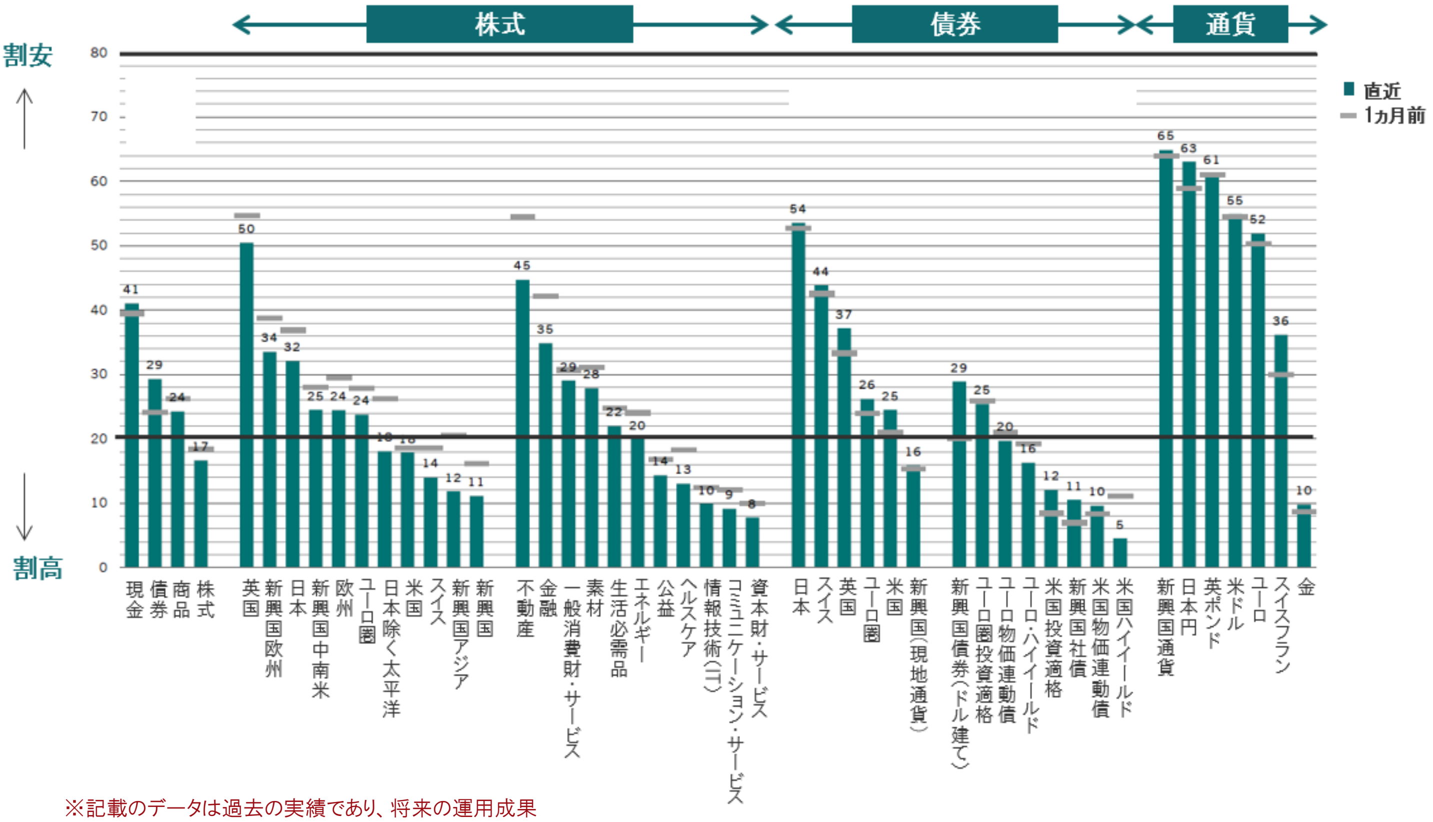
将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

4)バリュエーション(相対的価値分析)～全ての主要資産クラスに割高感

ピクテのバリュエーション指標は、ほぼ全ての主要資産クラスが割高な水準にあることを示唆しているように思われます。

中央銀行の超緩和政策が全ての主要資産クラスのバリュエーションを押し上げていると考えています。バリュエーションのみを判断材料とした場合、ピクテのモデルが「買い」を示唆する資産は現時点では、通貨以外にありません。一方で、ピクテでは企業業績について、3ヵ月前よりもアップサイド・リスクがあると考えており、特に景気循環セクターの企業に注目しています。また、リスク性資産のバリュエーションは割高な水準にあるとしても、良好なマクロ経済環境が継続する限り、上昇局面が継続する可能性があると考えています。

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
2021年1月21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)
現金および債券:利回り－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からのかい離　金:スポット価格／米国消費者物価指数　価連動債:利回り－実質GDP成長率　現地通貨建て新興国債券:利回り－消費者物価指数などをもとに算出。
出所:ピクテグループ

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（2021年1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	29,983	30,606	30,606	-2.0%	-2.0%
（米）ナスダック総合指数	13,071	12,888	12,888	+1.4%	+1.4%
（日）TOPIX	1,809	1,805	1,805	+0.2%	+0.2%
（日）日経ジャスダック平均	3,775	3,719	3,719	+1.5%	+1.5%
（欧）ユーロ・ストックス50種	3,481	3,553	3,553	-2.0%	-2.0%
（英）FTSE100指数	6,407	6,461	6,461	-0.8%	-0.8%
（中国）上海総合指数	3,483	3,473	3,473	+0.3%	+0.3%
（香港）ハンセン指数	28,284	27,231	27,231	+3.9%	+3.9%
（ブラジル）ボベスパ指数	115,068	119,017	119,017	-3.3%	-3.3%
（インド）SENSEX30指数	46,286	47,751	47,751	-3.1%	-3.1%
（ロシア）RTS指数$	1,368	1,387	1,387	-1.4%	-1.4%

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	104.48	103.50	103.50	+0.9%	+0.9%
ユーロ	126.48	126.95	126.95	-0.4%	-0.4%
英ポンド	143.24	139.82	139.82	+2.4%	+2.4%
スイスフラン	117.49	117.15	117.15	+0.3%	+0.3%
豪ドル	80.08	78.84	78.84	+1.6%	+1.6%
加ドル	81.35	80.83	80.83	+0.6%	+0.6%
中国元※	16.20	15.79	15.79	+2.6%	+2.6%
ブラジルレアル※	19.18	19.88	19.88	-3.5%	-3.5%
インドルピー	1.44	1.42	1.42	+1.4%	+1.4%
ロシアルーブル	1.37	1.41	1.41	-2.8%	-2.8%
タイバーツ	3.48	3.44	3.44	+1.2%	+1.2%
南アフリカランド	6.88	7.04	7.04	-2.3%	-2.3%

（※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	1.10%	0.91%	0.91%	+0.18%	+0.18%
日10年国債利回り	0.04%	0.02%	0.02%	+0.02%	+0.02%
独10年国債利回り	-0.55%	-0.58%	-0.58%	+0.03%	+0.03%
豪10年国債利回り	1.13%	1.01%	1.01%	+0.12%	+0.12%
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）	52.16	48.35	48.35	+7.9%	+7.9%
金（1オンス、ドル）	1,858.01	1,897.77	1,897.77	-2.1%	-2.1%

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。