

# Pictet Multi Asset Strategy

## 上昇相場の継続を期待

好調なマクロ経済とそれに伴う企業業績の改善が株式市場を下支えすると見ています。このため、リスク資産に対してやや強気のスタンスを維持します。一方で、今後の景気動向次第では、債券のデュレーションの長期化やディフェンシブな株式戦略を引上げるなど、より保守的な運用スタンスを取ることを検討します。

### 景気回復局面で強まった株式市場への確信度

コロナ禍で被った打撃から回復を遂げる経済の底力に対する確信度を多くの投資家が高めていると見ています。3月末のS&P500種株価指数は、2020年12月末比で約+6%上昇し、過去最高水準を更新しました。欧州市場は米国市場以上に好調で、Stoxx600株価指数は約+8%の上昇となりました。投資家の「アニマル・スピリッツ」(不確実な状況で経済活動の原動力になり得る野心的な意欲)を裏付けたのが金価格の下落基調だと考えています。金価格は、2020年8月の高値から約-20%の下落となり、同年3月の水準に戻っています。

株式市場の上昇は、先進国を中心に、大規模な金融緩和策と巨額の財政刺激策が継続されたことに因るものだと考えています。米国ではバイデン政権が約1.9兆ドルの追加経済対策法案を可決させ、家計には1,400ドルの給付金が支給されています。更に、法人税率の引き上げを財源とした約2兆ドル規模の「インフラ投資計画」が発表されています。一方、ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)が、資金調達コストの上昇を抑えるため、債券買入のペースを「従来以上に速いペースで実施する」意向を表明しています。

合併・買収(M&A)活動が急速に回復したことも、株式市場上昇の一因です。ブルームバーグによると、2021年1~3月期中に成立したM&A案件は、金額ベースで約1.1兆ドルに達し、1~3月期では、1998年以来の最高を記録しました。経済の先行きが明るさを増したことから、国債市場はインフレ圧力の持続的な上昇の可能性を織り込み始め、米国10年国債利回りは年初の約0.9%から約1.7%に上昇しました。また、米国の金利上昇がドル高の進行を促したと考えています。

### 経済の拡大基調が株式を選好する根拠に

世界の株式市場は、世界経済の力強い回復の恩恵を享受しています。

潤沢な流動性と巨額の財政刺激策に加え、新型コロナウイルス・ワクチンの接種が世界各地で加速するとの期待が、債券から株式への資金移動を促していると考えています。

ピクテでは、こうした状況は暫く変わらないとの見方に基づき、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。

世界の株式市場は、世界経済の力強い回復の恩恵を享受しています。潤沢な流動性と巨額の財政刺激策に加え、新型コロナウイルス・ワクチンの接種が世界各地で加速するとの期待が、債券から株式への資金移動を促していると考えています。また、インフレ期待が高まっています。

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:新興国市場の組入れを抑え、景気敏感セクターに注目

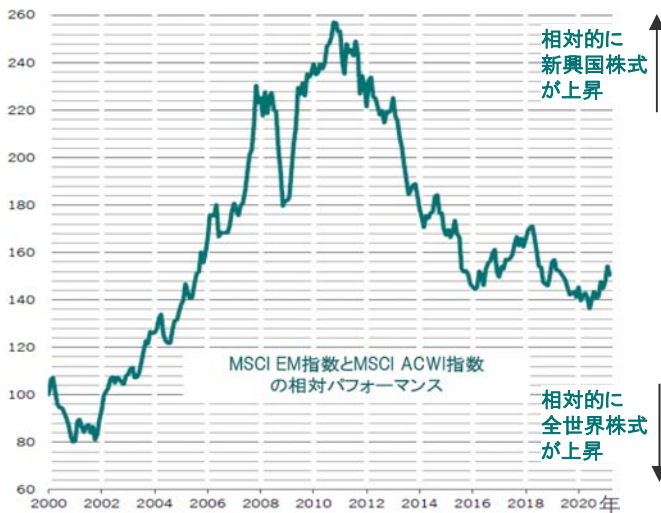
### 【バリュー株式や景気敏感株式を选好】

債券の実質利回りの上昇は、割安株式(バリュー株式)やオーバーウェイトとしている日本株式が相対的に堅調に推移する要因になり得ると考えています。

従って、(景気変動の恩恵を相対的に大きく享受するとされる)景気敏感株式を选好し、資本財、素材、一般消費財セクターのオーバーウェイトを継続します。実質金利が長期平均を大きく下回る水準に留まりつつ、上昇基調にあることを勘案すると、割安株式(バリュー株式)は成長株式(グロース株式)よりも優位な状況にあるように思われます。中でも、金融セクターがとりわけ注目されます。現地通貨建てで、2020年10月以降、世界株式を約17%上回るパフォーマンスを記録するなど好調に推移し、今後も上昇が期待される金融セクターのオーバーウェイトを継続します。

### 図表1:MSCI EM指数とMSCI ACWI指数の相対パフォーマンス

2021年3月25日時点、2000年1月1=100として指数化



### 【新興国株式を短期的にニュートラルに引き下げ】

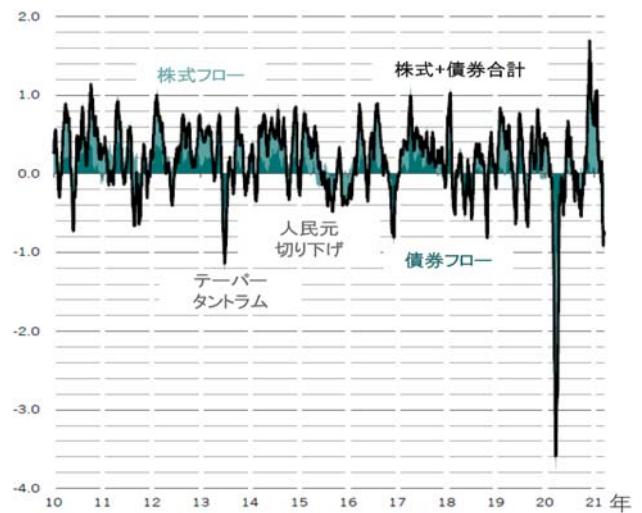
複数の要因が新興国株式市場にとっての向かい風になると考え、新興国株式を短期的にオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

新興国株式は、2020年の最安値から約+70%と大きく上昇していることから、もはや割安な水準にないと考えています。世界の株式市場の上昇のけん引役は中国市場から米国市場に移っていると考えられることに加え、新興国市場を取り巻く環境には、米ドル高と米国国債の実質金利の上昇という逆風が吹いています。米国の景気回復が加速するにつれて、米国長期金利の上昇とドル高の進行が、低金利のドル資金調達に依存してきた新興国にとっての懸念材料になっていることには留意が必要だと考えます。

また、先進国の中央銀行による流動性供給の縮小から、どのような影響を新興国株式市場が受けるかどうかは定かではありませんが、(FRBが資産購入の縮小計画に言及したことが市場の急落をもたらした)2013年のテーパー・タントラムに先立つ時期と比べれば、新興国の経常収支は、総じて、改善されていると考えています。ただし、新興国の株式市場から、資金が流出していることにも留意する必要があると考えます。

### 図表2:新興国への資金フロー(株式+債券)

2021年3月時点、4週間移動平均、単位10億ドル



## 債券・為替：社債回避の継続

### 【インフレ懸念が社債市場に対する向かい風に】

インフレ懸念が世界の債券市場に波紋を広げています。景気回復の勢いが増し、企業、消費者ともに、消費や投資に向かう可能性のある資金をため込んでいる状況を勘案すると、将来、いずれかの時点で、物価上昇圧力が増すことを予想しています。

また、債券市場の中でも、社債市場は、経済が高い成長を遂げ、インフレ率が上昇する局面で最も脆弱な資産クラスだと考えています。例えば、米国の投資適格社債の利回りは低水準で推移しており、インカム収益によるバッファがないに等しい状況です。利回りは約2.3%と、期待インフレ率(米国インフレ連動国債(TIPS)を用いて算出した10年国債ブレイクイーブン・インフレ率)の約2.4%を僅かに下回る水準にあります。

米国ハイイールド債は、更に脆弱だと考えています。株式に対するイールド・プレミアム(リスクの対価としての上乗せ利回り、ハイイールド債の利回り-株式の益利回りで算出)は僅かに1%に留まっています。

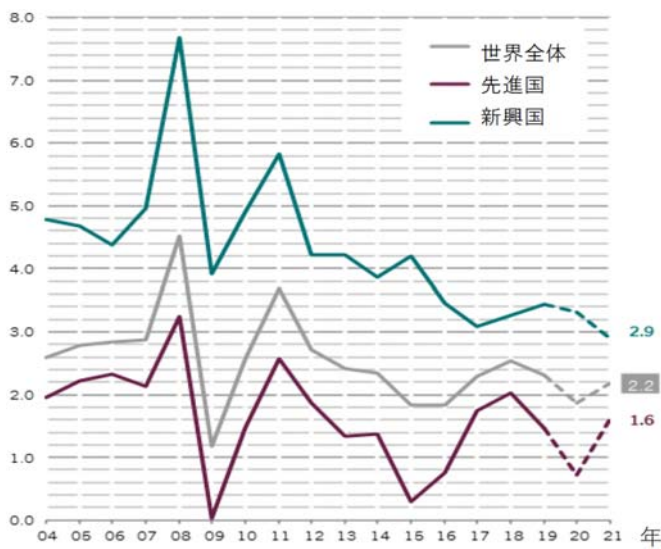
### 【人民元建て中国債券に投資妙味】

人民元建ての中国債券市場は、インフレ上昇局面を切り抜ける態勢を整えていると考えます。実際に、足元の債券市場の下落局面においても、年初来リターンがプラス圏を維持しているなど、強い耐性を示しています。3%を上回る魅力的な利回りに加えて、先進国債券やその他の主要資産クラスとのリターンの相関が低いことから、分散効果が得られることも注目されます。

### 【米国国債の先行きに期待感】

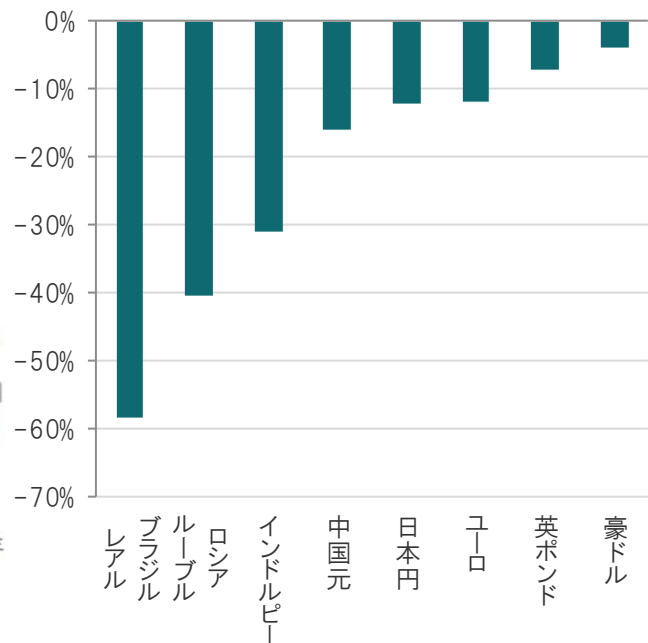
バリュエーション面での魅力が増しつつある米国国債も、先行きが期待されます。米国10年国債利回りは2021年1~3月期中に約80ベース・ポイント(0.8%)上昇し、過去の市場で上昇相場に転じた状況に近付いています。更に、市場に織り込まれた金利水準は、エコノミストのコンセンサス予想やFRBの予想水準とほぼ一致しています。従って、10年国債利回りは、1.75%を大きく上回らないと考えており、これ以上の利回り上昇の可能性は低いと考えています。米国国債利回りは、安定して推移するにしても、低下に転じるにしても、他の主要国の国債利回りを上回って推移するものと思われ、利回り格差が殆どの通貨に対するドル高に繋がると考えています。一方で、中長期的にはドル安が進行するとの見方は変わりません。

図表3: 主要地域のインフレ率実績と2020~21年予想前年比、%



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表4: 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4月14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・マネジメントのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

## 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。

## 4つの柱

1) マクロ経済 分析	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 世界各国の景気指標(インフレ動向、貿易統計)</li> <li>✓ ピクテ独自のリスク回避度指数</li> <li>✓ 世界各国の問題(欧州債務、中国の不動産市場)</li> <li>✓ 政府や中央銀行の政策 など</li> </ul>
2) 流動性 分析	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 中央銀行の資金供給量(累積ベース、流入ベース)</li> <li>✓ マネーサプライ</li> <li>✓ 民間の信用供与状況(銀行、ノンバンク) など</li> </ul>
3) センチメント (テクニカル) 分析	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ボラティリティの状況</li> <li>✓ オプション市場の歪み</li> <li>✓ 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)</li> <li>✓ 経済指標の予想値と公表値との乖離 など</li> </ul>
4) バリュエー ション	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 利回り水準比較</li> <li>✓ リスクプレミアム、株価収益率(PER(過去平均との比較))</li> <li>✓ 1株あたり収益率(EPS(トレンド、修正状況))</li> <li>✓ 購買担当者景気指数(PMI)と各資産の比較 など</li> </ul>



## 1) マクロ経済分析～ グローバル経済の回復にも弾みが付きつつある

ピクテの景気循環指標は、米国の力強い景気回復を受け、グローバル経済の回復にも弾みが付きつつあることを示唆しています。米国で個人に配布される過程にある1,400ドルの連邦政府給付金が消費に回り始めています。また、米国家計の(金融資産の総額から負債を差し引いた)純金融資産は、(約1.9兆ドル規模の追加経済対策による新規の給付金の受給以前にあたる)2020年12月までの1年間で約10%増加し、過去最高の約130兆ドルに達しています。また、この10%の増加は、GDP(国内総生産)の約70%を占める個人消費を1%押し上げるものと想定しています。このことを勘案すると、2021年の米国の実質GDP成長率は前年比で+7%に達する可能性があると考えます。

力強い経済成長はインフレ圧力を強めることが予想されますが、物価の上昇は緩やかなものに留まるものと思われる。商品価格の上昇や供給不足等の一時的な要因によるモノの価格に対する上昇圧力は今後数カ月以内に収まり、年後半に予想されるサービス価格の上昇を一部相殺すると考えます。

また、中国経済は、力強く回復を続けています。3月の非製造業ビジネス活動指数は2020年2月末を底に改善基調にあり、輸出量の水準は長期平均を約32%上回っています。また、建設活動にも減速の兆しが見られず、商品価格を押し上げる要因になっていると考えます。ピクテでは、中国の2021年の実質GDP成長率予想を1%上方修正し、10.5%としています。

図表1-1: 世界のGDP成長率実績とピクテ予想  
前年比、%

	2019	2020	2021	市場予想	乖離
世界	2.7	-3.5	6.7	5.5	1.2
先進国	1.6	-5.1	5.5	4.6	0.9
新興国	4.1	-1.4	8.2	6.6	1.6
新興国(工業国)	4.8	-0.3	9.2	7.4	1.8
新興国(資源国)	1.5	-5.6	4.3	4.0	0.3
アジア除く日本	5.1	-0.2	9.6	7.7	1.9
中南米	1.2	-6.4	3.9	4.3	-0.4
欧州・中東・アフリカ	2.3	-3.1	4.8	3.7	1.1
米国	2.2	-3.5	7.0	5.5	1.5
ユーロ圏	1.3	-7.0	4.6	4.2	0.4
日本	0.3	-5.1	3.5	2.7	0.8
英国	1.4	-9.9	5.0	4.6	0.5
スイス	1.1	-3.0	4.0	3.2	0.8
ドイツ	0.6	-5.4	3.7	3.4	0.3
フランス	1.5	-8.6	5.8	5.7	0.1
イタリア	0.3	-8.5	4.7	4.8	-0.1
スペイン	2.0	-11.2	5.3	5.9	-0.6
中国	6.0	2.0	10.5	8.4	2.1
インド	4.8	-7.0	13.1	10.2	2.9
ブラジル	1.4	-4.6	3.2	3.5	-0.3
ロシア	1.3	-3.1	4.3	3.0	1.3

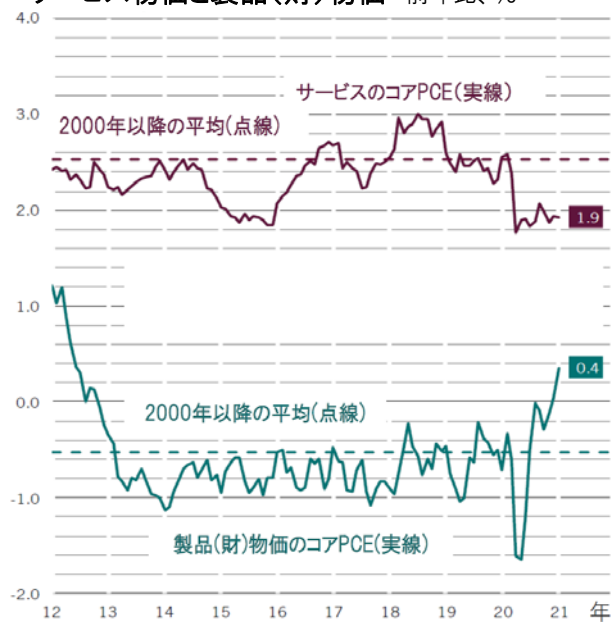
※市場予想は2021年3月11日時点のブルームバーグの市場予想を使用。出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-2: 世界のインフレ率実績とピクテ予想  
前年比、%

	2019	2020	2021	市場予想	乖離
世界	2.3	1.9	2.2	2.1	0.1
先進国	1.5	0.7	1.6	1.7	-0.1
新興国	3.4	3.3	2.9	2.7	0.2
新興国(工業国)	3.3	3.5	2.7	2.3	0.4
新興国(資源国)	3.9	2.9	3.6	2.3	1.3
アジア除く日本	2.7	2.9	2.1	1.7	0.4
中南米	3.5	3.1	3.3	3.7	-0.4
欧州・中東・アフリカ	6.1	5.0	5.8	5.4	0.4
米国	1.8	1.2	2.5	2.4	0.1
ユーロ圏	1.2	0.3	1.5	1.4	0.1
日本	0.5	0.0	0.4	0.0	0.4
英国	1.8	0.9	1.5	1.5	0.0
スイス	0.4	-0.7	0.3	0.2	0.1
ドイツ	1.4	0.3	2.1	1.8	0.3
フランス	1.3	0.4	1.2	1.1	0.1
イタリア	0.6	-0.2	0.9	0.9	0.0
スペイン	0.8	-0.4	0.9	0.9	0.0
中国	2.9	3.0	1.8	1.6	0.2
インド	3.7	6.1	3.8	6.2	-2.4
ブラジル	3.7	3.2	3.5	4.1	-0.6
ロシア	4.5	3.4	5.0	4.4	0.6

※市場予想は2021年3月11日時点のブルームバーグの市場予想を使用。出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表1-3: 米国のコアPCE(個人消費支出)インフレ:  
サービス物価と製品(財)物価 前年比、%



出所:ピクテ・アセット・マネジメント

## 2)流動性(資金動向)～ 一部の中央銀行は金融引き締めへ転じつつある

ピクテの流動性指標は、世界の中央銀行が総じて十分な流動性供給を継続する一方で、一部の中央銀行は金融引き締めへ転じつつあることを示唆しています。

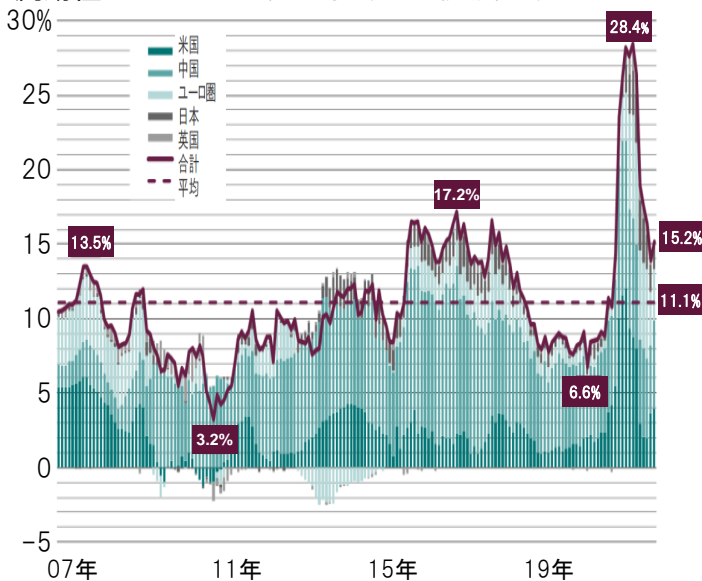
例えば、世界の流動性の5分の1以上を供給する中国では、中央銀行が金融引き締めへ転じており、年後半には、株式のバリュエーションを下押す状況も予想されます。民間セクターに対する新規の流動性供給量を表す「クレジット・インパルス」は2020年の下期に、2009年の下期以降の最高水準に達した後、足元では過去20年平均にまで低下しています。

中国以外の新興国では、世界的な債券利回りの急上昇やドル高の進行が金融緩和の継続を難しくしており、トルコ、ブラジル、ロシア等の国は、通貨防衛とインフレ抑制のため、景気の本格的な回復を待たずに金融緩和の撤回を余儀なくされています。

これに対し、足元の米国の流動性の状況は、今のところ、リスク性資産にとっての追い風となっていると考えています。

また、FRBは、景気拡大局面にありながら、極めて緩和的な金融政策を維持しており、近い将来、金融緩和政策の縮小が発表されるリスクが増していると考えています。

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 2021年3月時点、6か月移動平均、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

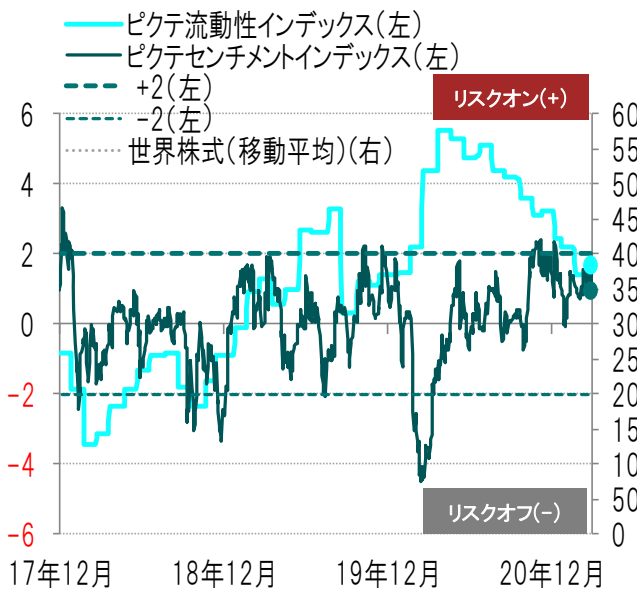
### 3)センチメント(テクニカル)(市場参加者動向)～株式市場への巨額の資金流入を背景にリスク性資産にやや強気

ピクテのテクニカル指標は、年初来の株式市場への巨額の資金流入が継続すること示しており、リスク性資産にやや強気な姿勢です。

ただし、新興国の株式や債券市場は苦戦を強いられています。米国長期国債利回りの急上昇が嫌気され、新興国の株式と債券市場から資金が流出しました。国際金融協会(IIF)によれば、4週間移動平均ベースでは、2013年のテーパー・タントラム時に近い水準に達しています。

図表3-1:ピクテ流動性、センチメントインデックス

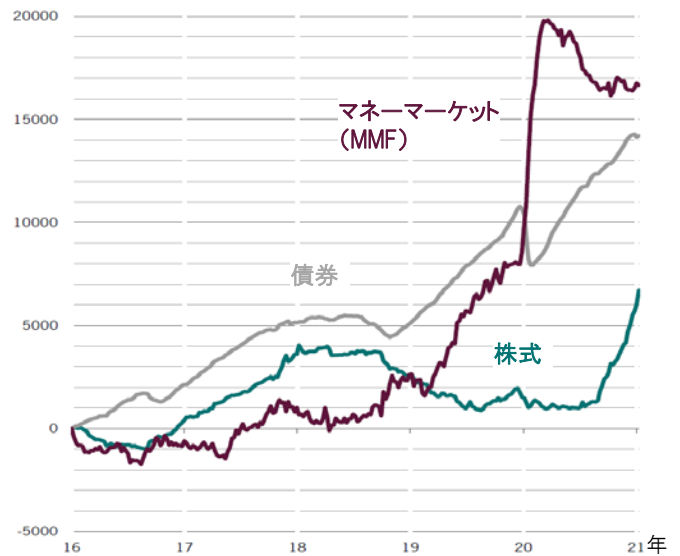
日次、期間:2017年12月末～2021年3月末



※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3-2:主要資産の過去5年間の資金フロー

2021年3月時点、単位:10億ドル



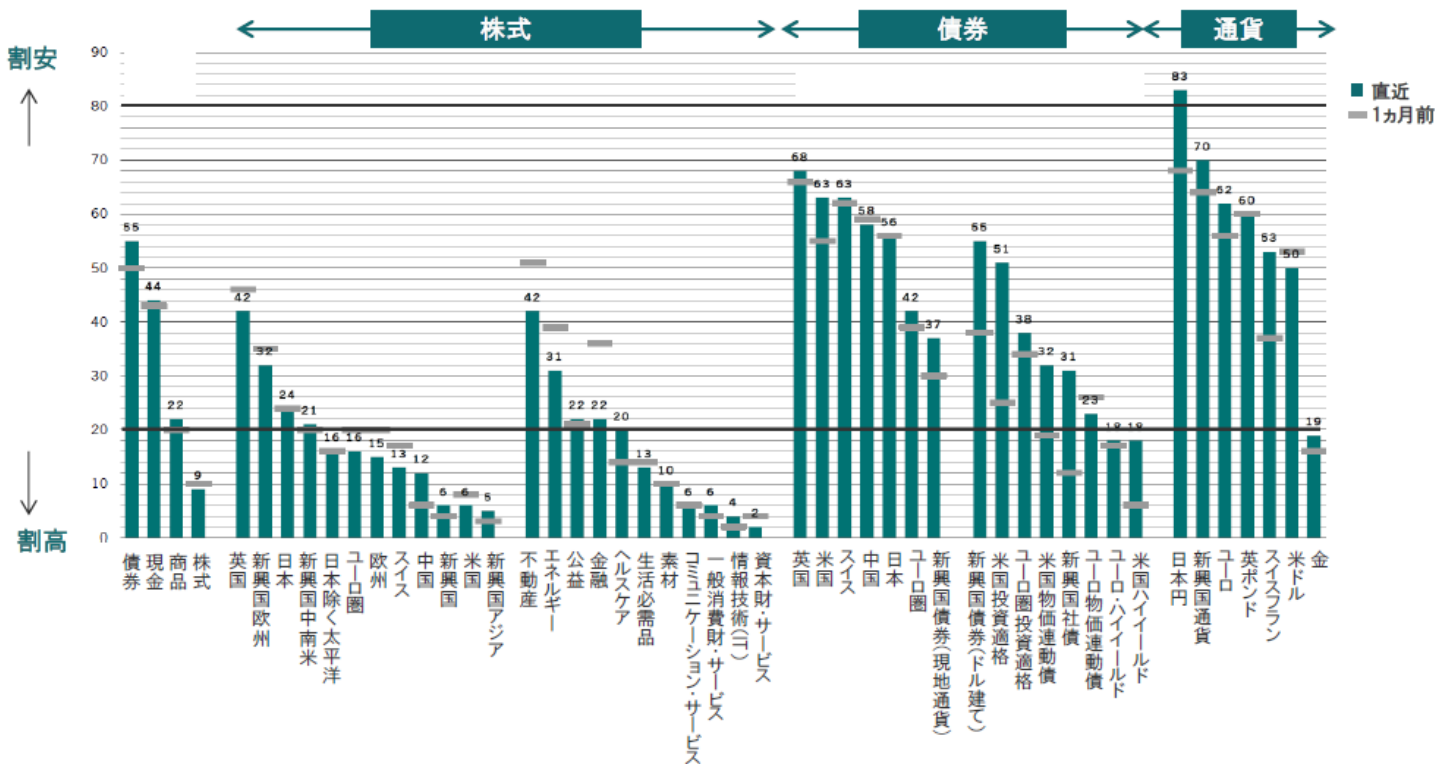
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

## 4) バリュエーション(相対的価値分析)～ グローバル株式は特に割高な水準に

ピクテのバリュエーション指標はリスク性資産に対する割高感を示唆しており、特にグローバル株式は、弊社モデルによる測定では、過去20年のバリュエーションレンジの中では9パーセントと特に割高な水準に達しています。

一方、ピクテの企業業績のトップダウン予想モデルによれば、今年には3割の増益、更に来年も14%の増益が予想され、企業業績の伸びが割高感を相殺する可能性も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3月18日時点



※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: 利回り一名目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 物価連動債: 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・アセット・マネジメント

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。

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3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	32,982	30,932	30,606	+6.6%	+7.8%
(米)ナスダック総合指数	13,247	13,192	12,888	+0.4%	+2.8%
(日)TOPIX	1,954	1,864	1,805	+4.8%	+8.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,939	3,798	3,719	+3.7%	+5.9%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,919	3,636	3,553	+7.8%	+10.3%
(英)FTSE100指数	6,714	6,483	6,461	+3.6%	+3.9%
(中国)上海総合指数	3,442	3,509	3,473	-1.9%	-0.9%
(香港)ハンセン指数	28,378	28,980	27,231	-2.1%	+4.2%
(ブラジル)ボベスバ指数	116,634	110,035	119,017	+6.0%	-2.0%
(インド)SENSEX30指数	49,509	49,100	47,751	+0.8%	+3.7%
(ロシア)RTS指数\$	1,477	1,412	1,387	+4.6%	+6.5%
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	110.71	106.25	103.50	+4.2%	+7.0%
ユーロ	129.80	129.15	126.95	+0.5%	+2.2%
英ポンド	152.23	148.48	139.82	+2.5%	+8.9%
スイスフラン	117.45	117.34	117.15	+0.1%	+0.3%
豪ドル	84.36	83.31	78.84	+1.3%	+7.0%
加ドル	87.78	84.09	80.83	+4.4%	+8.6%
中国元*	16.86	16.49	15.79	+2.2%	+6.8%
ブラジルレアル*	19.58	19.12	19.88	+2.4%	-1.5%
インドルピー	1.52	1.47	1.42	+3.4%	+7.0%
ロシアルーブル	1.46	1.42	1.41	+2.8%	+3.5%
タイバーツ	3.54	3.50	3.44	+1.1%	+2.9%
南アフリカランド	7.42	7.05	7.04	+5.2%	+5.4%
(*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	1.75%	1.45%	0.91%	+0.30%	+0.83%
日10年国債利回り	0.09%	0.16%	0.02%	-0.07%	+0.07%
独10年国債利回り	-0.33%	-0.29%	-0.58%	-0.04%	+0.24%
豪10年国債利回り	1.81%	1.85%	1.01%	-0.05%	+0.79%
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)	59.19	61.55	48.35	-3.8%	+22.4%
金(1オンス、ドル)	1,704.74	1,727.44	1,897.77	-1.3%	-10.2%

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。