

ご参考資料

ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ 2019年2月13日
グローバル

Pictet Global Market Watch

市場の転換点で見直したい資産株の魅力

世界の株式市場は2018年10月以降年末にかけて、情報技術(IT)などの成長株中心に大幅下落となりました。過去の実績では資産株の代表である公益株(MSCI世界公益株価指数)が株式全体のパフォーマンスを上回る資産株の時代と逆に公益株が株式全体のパフォーマンスを下回る成長株の時代が交互に到来しています。そして、現在足元では再び公益株のパフォーマンスが全体を上回っています。一度転換が起こると、過去のデータでは資産株の時代は6年～16年程続いた点に注目です。

株式市場が大きく下落するなか公益セクターは相対的に底堅く推移

世界の株式市場は2018年10月以降、情報技術(IT)などの景気敏感セクター中心に大幅下落となりました。

株式市場の下落の背景には、①米国の利上げ、②米中貿易戦争に対する懸念、などの外部環境が厳しさを増すなか、これまで市場をけん引してきた情報技術セクター銘柄などの主要企業が相次いで失望的な決算や見通しを発表したことが下落に拍車をかけました。さらに、米国の政府機関の一部閉鎖などをはじめ米国の政治動向に対する懸念が高まったことなどもマイナス要因となりました。

こうしたなか、米中貿易戦争の影響をより受けると懸念される情報技術(IT)セクターなどをはじめとした成長株の下落率が大きくなりました。一方、公益をはじめとした資産株は相対的に底堅く推移しました(図表1-1参照)。

資産株の代表である公益株式が株式全体を上回る資産株の時代到来か？

9年余り続いたFAANGがけん引した成長株時代はかつてのニフティ・フィフティ相場、IT相場などの成長株の時代と類似点があります。いずれも10年ぐらいの期間でブームが一服すると次の10年は公益株に代表される資産株の時代が到来しています(図表1-2参照)。

※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。

※FAANG:フェイスブック、アマゾン、アップル、ネットフリックス、アルファベット(グーグル) ※米国株式:S&P 500 Total Return Index、米国公益株式:S&P 500 Utilities Total Return Index 55、ドルベース
出所:グローバル・ファイナンシャル・データのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

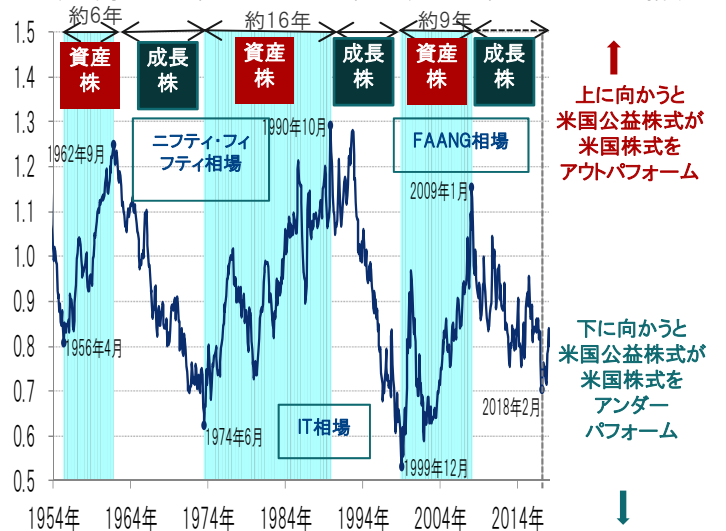
データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

図表1-1:世界株式、公益株式、情報技術(IT)株式パフォーマンス 日次、期間:2017年12月29日～2018年12月31日 2018年10月1日=100として指数化、現地通貨ベース



※世界株式:MSCI世界株価指数、各業種別株価:MSCI各業種別株価指数、株価指数はすべて配当込み、ネット
出所:トムソン・ロイター・データストリーム社のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表1-2:米国公益株式の米国株式相対パフォーマンス 月次、期間:1954年12月～2019年1月、1954年12月=1として指数化



昨年2018年の1月から9月までとそれ以降の資産別パフォーマンスを比較してみると、1月から9月までは情報技術株式が18.7%上昇しました。ただ、その時点で既に下がり始めている資産がありました。その後昨年2018年10～12月に起きたのは市場の全面安です。特にその下落相場をけん引したのが、情報技術株式と日本株式です。一方で先に下がってきていた新興国の債券などは先に下げ止まりました。一方、上昇したのは日本国債と公益株式でした。

しかしながら、日本国債利回りがほぼゼロのためこの局面で保有する投資対象とはなりにくい状況でした。ところが、利回りが更に下がったことに加えてロールダウン効果等で、値上がりしました。このように、この相場では国債ぐらいいしか上昇しませんでした。なぜ国債に資金が流れ込んでいったかと言うと、いわゆる「安全資産」探しが短期的に起きていたと考えられます。

(図表1-3、1-4参照)

金融市場が大きく下落した3つの理由

では、金融市場が大きく下落した理由はどこにあるのでしょうか？その理由は三つあるのではと考えられます。

一つ目は、FAANGブームに陰り

今回の上昇相場を支えてきたのは、「スマートフォン」をはじめとしたデジタル製品やネット関連サービスを提供する、FANGG(フェイスブック、アマゾン、アップル、ネットフリックス、アルファベット)を中心とした銘柄です。

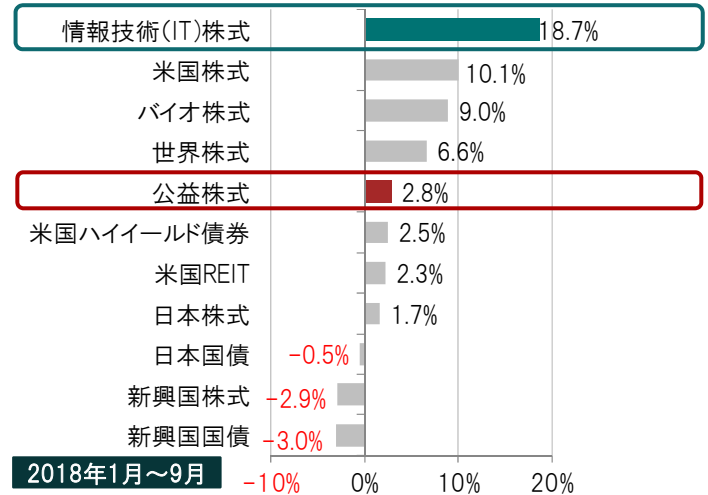
1990年代後半～2000年代のPCの普及でも同様のことが起こりました。PCの普及で需要が減速し、ITバブルが崩壊しています。イノベーションが起こり、利益を拡大したその業界が最初に市場をけん引し、そこから夢のようなストーリーが生まれ、その後崩壊が起こるといったパターンです。IT相場が崩壊した理由もPCやインターネットの普及が十分進んだにもかかわらず、過度に割高なところまで買い進まれたことがあげられますが、まさに現在、この過去の事例と同じ現象が起き始めているのではないかと考えられます。

二つ目は、寡占化モデルに対する政府の規制

2018年5月25日に欧州連合(EU)は、個人情報保護を大幅に強化する新規制「一般データ保護規則(GDPR)」を導入しました。これは、企業や団体が個人情報を域外に持ち出すことを原則禁じ、違反には巨額の制裁金を科す世界一厳しい個人情報規制です。この規則が適応され、先日グーグルに対して、フランスのデータ保護当局である情報処理・自由全国委員会(CNIL)が、5,000万ユーロ(約62億円)の制裁金を科すことを明らかにしました。重要なのは、個人情報を利用して収益化しようというビジネスに対して楔が打ち込まれたということです。これは非常に重要な変化をもたらす可能性があります。高収益の企業はどうしても注目が集まりがちです。

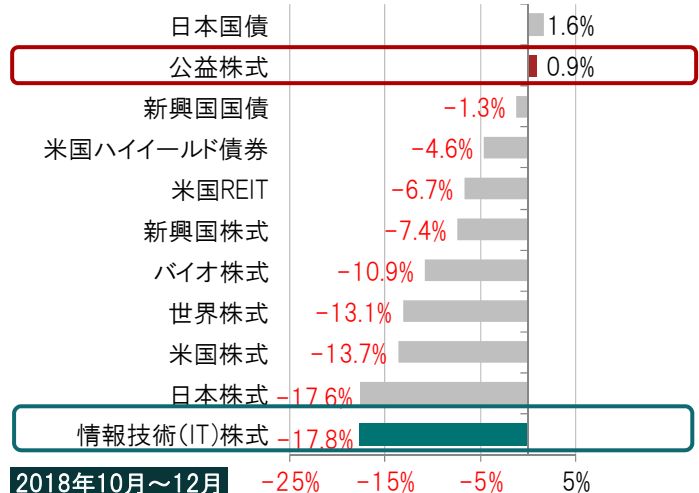
図表1-3:資産別パフォーマンス

期間:2017年12月29日～2018年9月28日、現地通貨ベース



図表1-4:資産別パフォーマンス

期間:2018年9月28日～2018年12月31日、現地通貨ベース



【図表の注釈、出所等】※世界株式:MSCI世界株価指数、公益株式:MSCI世界公益株価指数、情報技術(IT)株式:MSCI世界情報技術(IT)株価指数、新興国株式:MSCI新興国株価指数、日本株式:TOPIX、米国REIT:FTSE NAREIT エクイティ REIT指数、米国ハイイールド債券:ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ US High Yield 指数、新興国国債:J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite(ドルベース)指数、日本国債:FTSE日本国債指数、バイオ株式:MSCIバイオテクノロジー株価指数、米国株式:S&P500種指数、株価指数は配当込み 出所:ブルームバーグ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。

かつてのPCの基本ソフトOSで圧倒的なシェアを誇ったマイクロソフト社のWindowsに対して、当時の欧州委員会は独占的地位を乱用している予備決定を2003年に下しています。

三つ目は、グローバリズムの終焉

世界的にポピュリズムの流れが拡大してきており、自国第一主義に傾きつつあります。米中貿易戦争も、次世代ハイテクの覇権争いです。アマゾン圏とアリババ圏にわかれつつあります。世界のマーケットをターゲットに販売を拡大するモデルがリスクにさらされています。

※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。

2018年はおよそ8割の資産が下落～逆からみると魅力的な資産への投資機会

資産クラスには、株式の他に、国債、投資適格社債、ハイイールド債券、株式などさまざまな資産クラスがありますが、2018年を通してみると、上昇した資産はおよそ2割にとどまり、およそ8割の資産が下落しました。この水準はここ30年余りでも最低水準です。この30年余りの間に、2割近くに落ち込んだ年は、2008年のリーマンショック時、2002年のITバブル崩壊の最終段階の年以來です。2018年はそのなかでも過去最低を記録しました。

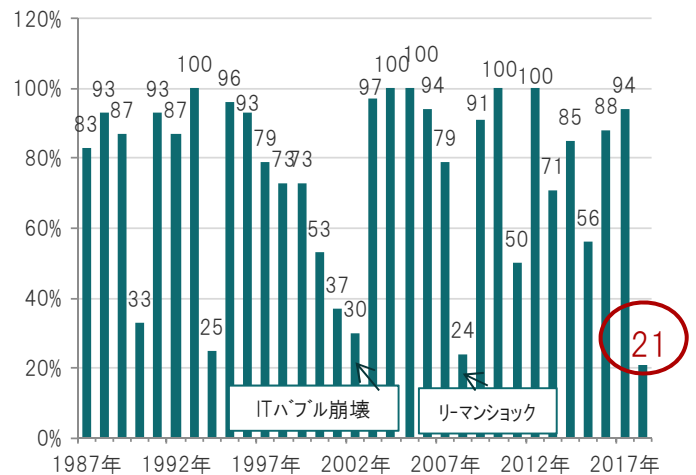
注目すべき点は、株式市場の下落率はリーマンショックやITバブル崩壊時ほど大きくはなかったものの、下落した資産の割合が過去最高だったことです。今回の主要資産の調整の要因のひとつには流動性の問題もあげられます。特に流動性の低い中小型、テーマ型、ハイイールド社債などの下げ幅がより大きかったことも特徴です。

こうした市場の調整局面が続くと予測するわけではありません。注目すべき点は、多くの資産が下がった為、逆に言うところしたなかで真に投資価値のある資産をバーゲンハンティング(割安で買うことのできる)できる機会が到来していると考えられる点です。

では、こうしたなか、何に投資すればいいのでしょうか。株式よりも価格変動が少なく安全資産とみられる債券をみても、現時点では多くの利回りが低く、過去最低水準に近い水準となっており、バリュエーション(投資価値評価)面で魅力的な資産は多くは残っていません(5ページ図表3-1参照)。

※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1-5: 各年におけるプラスリターンを獲得した資産クラスの比率 2018年12月31日時点



※34の資産クラス: 株式(グローバル、地域別、業種別)、国債、社債、現金、金 ※現地通貨ベース 出所: トムソン・ロイター・データストリーム、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。

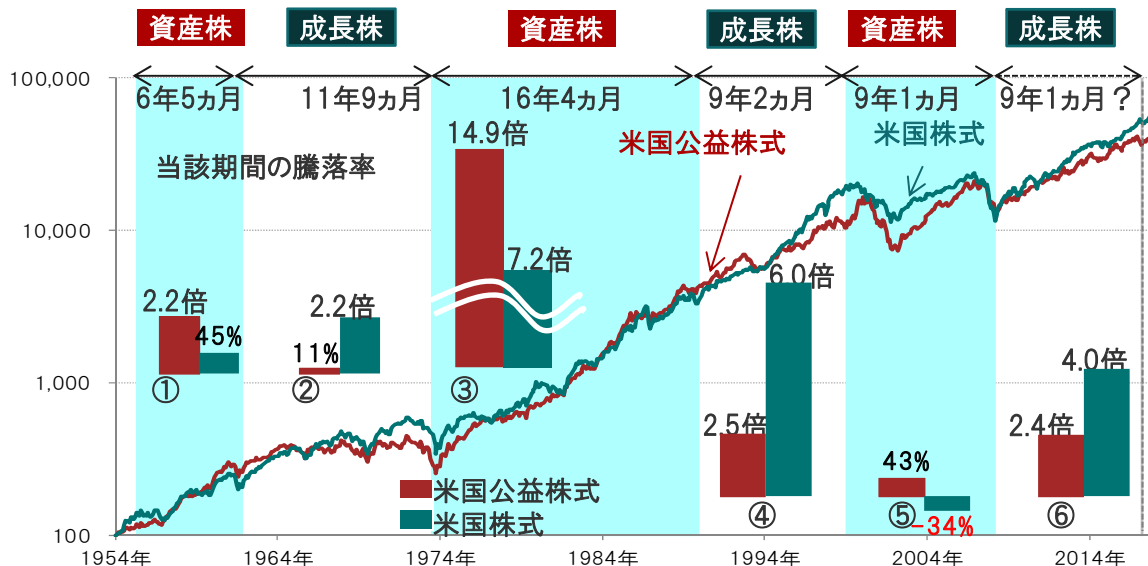
歴史は繰り返す～成長株から資産株の時代か？

過去60年余りの実績でみると、米国株式と米国公益株式のパフォーマンスは、10年前後において、米国株式のパフォーマンスが米国公益株式を上回った時期と、逆に米国公益株式のパフォーマンスが米国株式を上回った時期を繰り返しています。たとえば、1956年4月から1962年9月までは米国公益株式は2.2倍、米国株式全体では45%上昇しました。一方、1962年9月から1974年6月までは、アメリカがベトナム戦争の時期と重なりますが、その期間中は米国株式は2.2倍、米国公益株式は11%の上昇にとどまりました。(図表2-1参照)

米国公益株式を米国株式のパフォーマンスで除して算出したものが下段の米国公益株式の米国株式相対パフォーマンスです(図表2-2参照)。この相対パフォーマンスを1954年から64年間にわたって検証すると、資産株の代表である公益株式が株式全体のパフォーマンスを上回る**資産株の時代**と逆に公益株式が株式全体のパフォーマンスを下回る**成長株の時代**が交互に到来しています。そして、現在足元では2018年2月以降12月にかけて再び公益株式のパフォーマンスが全体を上回っており、これが継続すると、再び資産株の時代が到来することになります。そして一度この転換が起こると、過去のデータでは資産株の時代は6年～16年程続いた点に注目です。(図表2-2参照)

図表2-1:米国公益株式、米国株式パフォーマンス

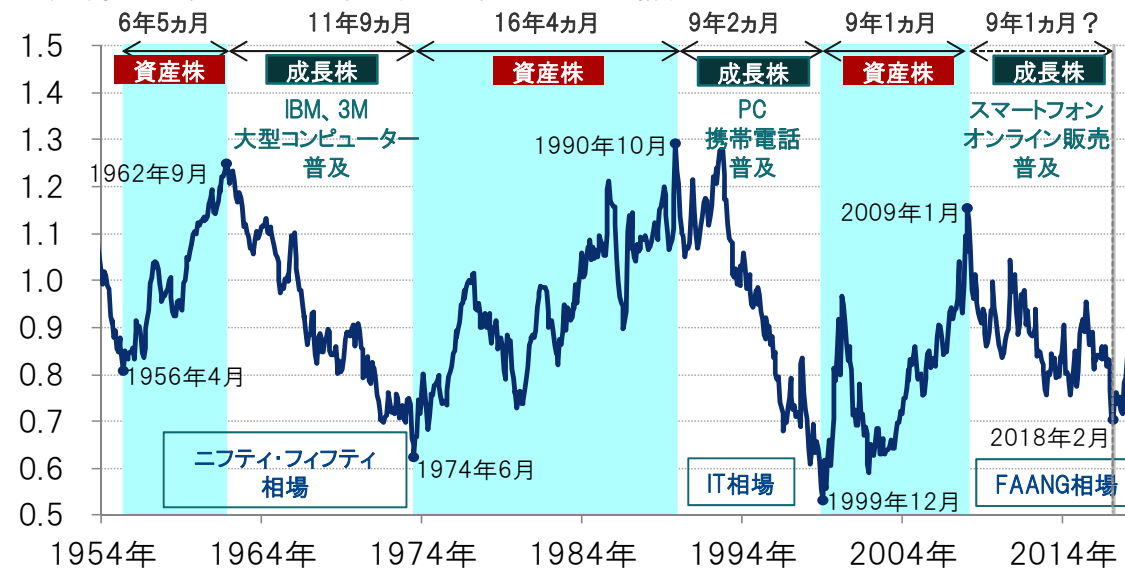
月次、期間:1954年12月～2019年1月、1954年12月=100として指数化、対数表示



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。米国公益株式が米国株式をアウトパフォームしても両方が下落した場合には、米国公益株式のリターンはマイナスとなります。

図表2-2:米国公益株式の米国株式相対パフォーマンス

月次、期間:1954年12月～2019年1月、1954年12月=1として指数化



↑
上に向かうと米国公益株式が米国株式をアウトパフォーム
↓
下に向かうと米国公益株式が米国株式をアンダーパフォーム

※当該期間①1956年4月～1962年9月、②1962年9月～1974年6月、③1974年6月～1990年10月、④1990年10月～1999年12月、⑤1999年12月～2009年1月、⑥2009年1月～2018年2月 ※FAANG:フェイスブック(IT)、アマゾン(一般消費財サービス)、アップル(IT)、ネットフリックス(IT)、アルファベット(グーグル)(IT)、セクター表示は2018年11月末現在のGICS分類に基づく、12月から分類変更 ※米国株式:S&P 500 Total Return Index、米国公益株式:S&P 500 Utilities Total Return Index 55、ドルベース 出所:グローバル・ファイナンシャル・データのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

1962年からの成長株の時代は、当時の成長企業を代表するハイテクや新サービスの企業である、ポラロイド、デジタル・イクイメント、3M、パロース、ゼロックス、そして大型コンピュータの普及に伴い、IBMなどの「ニフティ・フィフティ」(直訳で素敵なお50銘柄)がけん引した相場でした。この相場が転換を迎えたのが1974年です。「ニフティ・フィフティ」がピークをつけた1972年12月頃には、それらの株価収益率(PER)は平均でおよそ40倍台と、当時のS&P500の株価収益率の19倍を大きく上回るほど割高なところまで買い進まれました。

この「ニフティ・フィフティ」相場は1972年の11月に現職のニクソン大統領が大統領選挙で地滑り的な圧勝をし、マーケットにはユーフォリア的*な買いが殺到しました。

物価がゆっくりと上昇に転じたあと、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げ(=当時はフェデラルファンド・レートではなく、ディスカウント・レートが政策金利でした)がトリガーとなり、「ニフティ・フィフティ」相場は崩壊し、銘柄の多くは株価が大きく下落しました。トランプ大統領当選後の「FAANG」相場との共通点があるのではないのでしょうか。その後16年以上にわたり、次の成長株の時代、「IT相場」がやってくるまで資産株の時代が続きました。

その後のブーム「IT相場」が崩壊した理由もPCやインターネットの普及が十分進んでいるにもかかわらず、過度に割高なところまで買い進まれたことがあげられます。その「ITバブル」がはじけた後も約9年以上にわたり資産株の時代がやってきました。

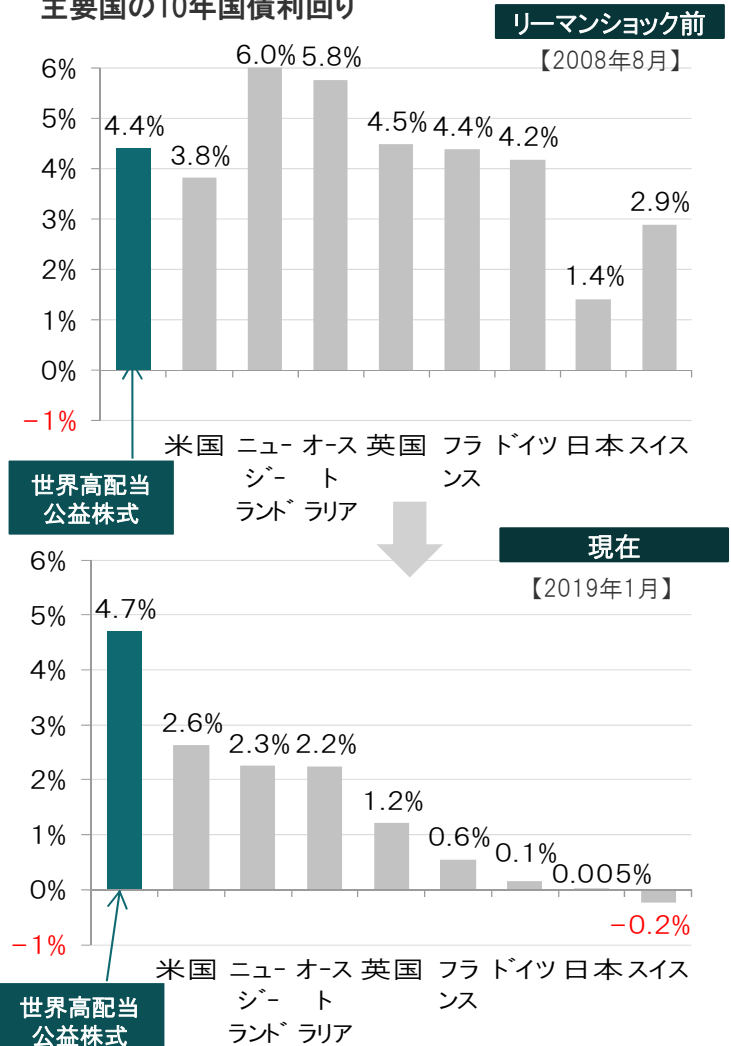
今回の「FAANG相場」もかつての「ニフティ・フィフティ相場」に似ていると2016年後半頃からいわれはじめていましたが、「ニフティ・フィフティ相場」同様、割高まで買い進まれた相場は利上げをきっかけに2018年2月に転換を迎えたように見えます。(FFレートでみると、1972年の3%台から1974年には13%までFFレートは引き上げられています。1999年も利上げのあった年です。)

世界の高配当公益株式に注目すると、足元、利回り面でみても魅力的

資産株の代表格は公益株式ですが、その公益株の中でも高配当利回りに着目した、世界の高配当公益株式に注目すると、足元、利回り面でみても魅力的な資産となっていることがわかります。

右上段のグラフはリーマンショック前の世界高配当公益株と主要資産の利回りです。右下段のグラフはその約10年後の直近、2019年1月末時点での利回りを示していますが、例えばオーストラリア10年国債の利回りは5.8%から2.2%へと利回りは半分以下に、日本10年国債の利回りは1.4%から0.005%へ、スイス国債にいたっては2.9%からマイナス圏へと、現在の日本国債同様にマイナス近辺で推移しており、大幅に低下しています。

図表3-1:世界高配当公益株式配当利回りと主要国の10年国債利回り



※世界高配当公益株式:MSCI世界高配当公益株価指数 ※債券の利回りは最終利回り(税引前) ※株式は配当、債券は利率(クーポン)等を基に算出しており、商品性は異なります。 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

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。

このように、より安全資産と捉えられる主要先進国の国債利回りがリーマンショック前の水準から大きく低下するなか、世界高配当公益株式の利回りは逆に4.4%から4.7%へとリーマンショック前よりも高い水準にあり、現在のような世界的な低金利の環境の中で、利回り面からも投資魅力が高まっている点も、成長株から資産株への転換点で資産株が注目されるポイントと考えられます。

(図表3-1参照)

*陶酔的熱狂という意味で、設備投資や資産投機が盛り上がる理想的な状態

※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。

公益株式が出遅れてきた理由～リーマンショック後のデフレ、デysinフレ懸念

公益株式が出遅れてきた理由のうちのひとつに、リーマンショック後デフレ、デysinフレの環境であったことがあげられます。公益株式は物価上昇が起きると、結果的に増益・増配となるといった性格があるため、逆にデフレ・デysinフレはマイナス要因でした。

ただ、足元は物価上昇傾向にあり(図表4-1参照)、すでにデフレ懸念は脱却し、さらに今後の見通しを考えると、米中貿易戦争による関税率引き上げに代表されるブロック経済化や、歴史的な低水準の失業率に示されているように労働市場がひっ迫しており、すでに時間当たり賃金が上昇し始めているなど、今後もインフレ圧力がかかってくるのが想定されます。

物価上昇率と増益・増配の関係

右中段のグラフは米国物価上昇率の水準別に米国の電力料金の上昇率を半年ずらして分析したのですが、物価上昇率が高いほど、米国の電力料金が高くなる傾向がみとれます(図表4-2参照)。これは、公益企業は一般に物価上昇時には、発電燃料などのコストが上昇する傾向となりますが、多くの規制下の公益事業では、公共料金を値上げすることで価格転嫁ができるためです。いわば、公益企業は、インフレになると値上げできる、(一般の企業にはなかなかできない)「値上げ力のある」企業と考えることができます。

右下のグラフは米国の物価上昇率の水準別に、世界の公益企業の配当成長を今度は1年半ずらして分析したのですが、物価上昇率が高いほど、世界の公益企業の配当成長率も高くなっていた事が示されています(図表4-3参照)。

このように、物価上昇時には価格転嫁できるため、企業収益の増加が期待できます。公益企業は、配当方針に増配目標を掲げている企業も多く、増益になると増配期待が高まります。

過去の実績では、米国の電力料金と世界公益企業の配当の上昇率を物価上昇水準別にみると、ある程度までは物価上昇率が高いほど電力料金の上昇率や配当の成長率が高くなる傾向があることが分かります。

いわば、インフレは公益企業にとっては、一定の時間において、増益・増配に繋がるといった業態のため、インフレ圧力の高まりは、投資魅力の高まりにも繋がる事になります。

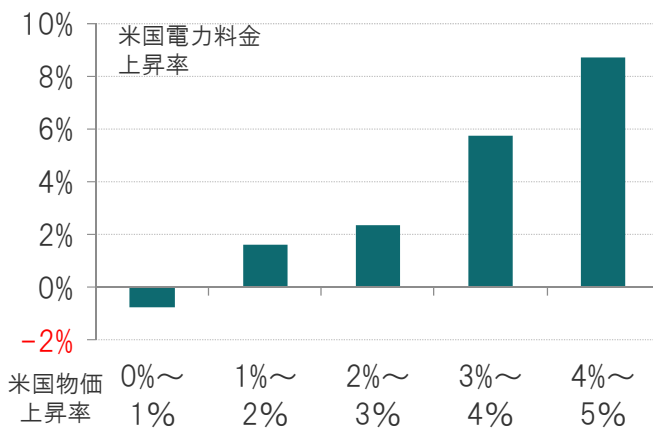
※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

図表4-1:米国消費者物価上昇率(前年同月比、12ヵ月移動平均) 月次、期間:1972年1月～2018年12月



出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

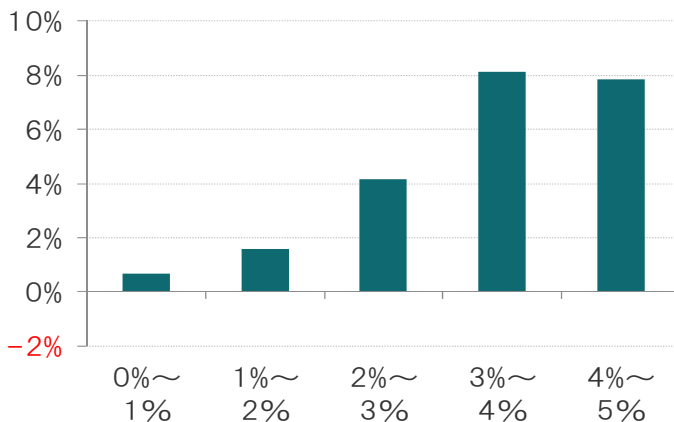
図表4-2:米国物価上昇率水準別の米国電力料金の上昇率(半年運行) 月次、期間:2002年3月～2018年6月 前年同月比、各平均値



※米国電力料金:米国CPI電力料金、半年運行 ※期間表示はCPIの期間基準 ※米国物価上昇率:米国消費者物価指数(CPI)、季節調整前 ※物価上昇率0%より小さいおよび5%以上のデータは標本数が少ないため非表示 出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4-3:米国物価上昇率水準別の世界公益企業の配当成長率(1年半運行)

月次、期間:2002年3月～2017年6月前年同月比、各平均値



※世界公益企業:MSCI世界公益株価指数構成銘柄 ※米国物価上昇率:米国消費者物価指数(CPI)、季節調整前 ※期間表示はCPIの期間基準 ※物価上昇率0%より小さいおよび5%以上のデータは標本数が少ないため非表示 出所:MSCI、ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

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。

配当利回りの魅力高まる

配当利回りの魅力高まる～短期金利上昇と、超長期金利低下と配当利回り

世界の公益企業は、電力・ガス・水道など生活に必要な不可欠なサービスを提供しており、収益の安定性が他の業種より高く、見通しが安定していることから、配当を継続している企業が多いうえに、数年先の増配や配当性向などの配当方針を明確に発表している企業が多く存在します。このため世界公益株式は、株式の中でもこうした配当の安定性の高さが注目され、債券の代替として配当利回りに着目した投資を行う投資家が存在します。このため、公益株式の配当利回りは市場金利（長期金利）の影響を受けます。彼らの多くは公益株式を物価上昇に対しある程度のヘッジ効果も期待できる超長期債券などとして位置づけており、資産株とも言われます。

前回の米国政策金利引き上げ局面では、利回り曲線（イールド・カーブ）がフラット化（短期金利が上昇する一方で、超長期金利が低下）し、金利差が縮小する現象が見られました。その際には、世界公益株式の配当利回りの魅力が高まり、株価が上昇し、配当利回りは低下しました（図表5-2参照）。

今回の利上げ局面でも短期金利が上昇する一方で、世界の株式市場の高騰に加えて、超長期金利が大きく変わらず、世界公益株式の配当利回りの相対的な魅力が高まったことなどから、株価は上昇しました。

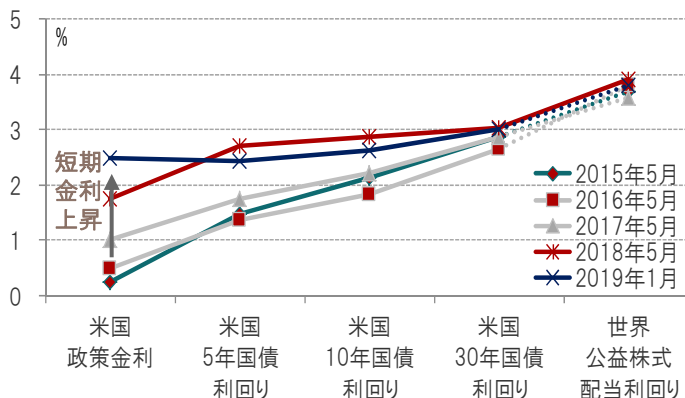
2017年12月からの長期金利上昇局面では、全体的に金利は上昇していますが、政策金利引き上げ局面を通してみると長短金利差は依然縮小（フラット化）しています。一方、配当利回りは超長期債の水準を大きく上回って上昇しており、現在の配当利回りの魅力は高まっています。このため、世界公益株式に注目が集まり株価が上昇し、配当利回りが低下する可能性が高まっているとも考えられます。（図表5-1参照）

※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。

世界公益株式の配当利回りを超長期社債利回りの代替として考えた場合の債券市場におけるイールド・カーブの形状変化

図表5-1：今回の米国政策金利引き上げ局面

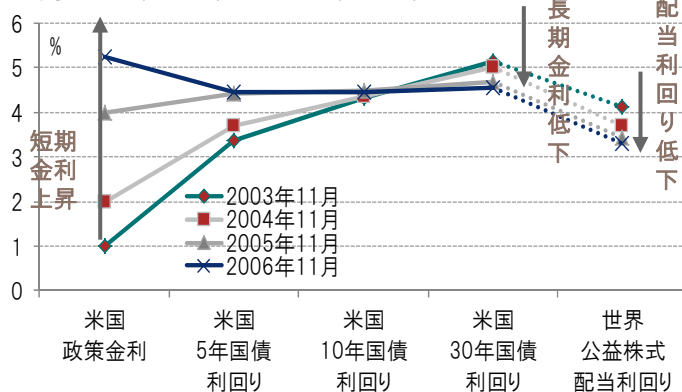
期間：2015年5月末から2019年1月末まで



※配当利回りはブルームバーグベース(日次)でMSCIベース(月次)とは異なります。

図表5-2：【ご参考】前回の米国政策金利引き上げ局面

期間：2003年11月末から2006年11月末まで



※前回の米国政策金利引き上げ開始は2004年6月、今回の米国政策金利引き上げ開始は2015年12月 ※米国政策金利はFFレート誘導目標レンジの上限 ※世界公益株式：MSCI世界公益株価指数 ※利回りは税引き前 出所：MSCI、ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

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。

(ご参考)配当利回りの計算式

公益企業は、電力・ガス・水道・電話・通信・運輸・廃棄物処理・石油供給などの日常生活に不可欠なサービスを提供しているため、業績が景気に左右されにくく相対的に安定しています。

そのため、配当も相対的に安定しているといった特徴があります。

右の例は、もし配当が4円で安定している企業の株価が100円から133円まで上昇すると、配当利回りはどのように変化をするかをみたものです。

ご覧の様に株価が33%上昇すると、配当が一定ならば、配当利回りは4%から3%まで低下することになります。

(図表5-3参照)

一方で公益の中には、増配を経営目標に掲げる企業が多く存在しますが、もし5%の増配を実現した企業の場合、株価の上昇はさらに一段すすみ、40%上昇すると配当利回りは3%まで低下することとなります。(図表5-4参照)

短期金利が上昇し長期金利・超長期金利が低下すると、投資家の要求する利回り水準も低下し、相対的に公益株式の配当利回りの魅力が高まり、それが、株価の上昇、配当利回りの低下の原動力となってきました。

※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。

図表5-3

「配当一定 + 配当利回り低下」の場合

配当が一定とした場合・・・

株価上昇 = 配当利回り低下

$$\frac{\text{配当 } 4\text{円}}{\text{株価 } 100\text{円}} \times 100 = \text{配当利回り } 4\%$$

利回り低下

$$\frac{\text{配当 } 4\text{円}}{\text{株価 } 133\text{円}} \times 100 = \text{配当利回り } 3\% \downarrow$$

+33%

図表5-4

「増配 + 配当利回り低下」の場合

$$\frac{\text{配当 } 4\text{円}}{\text{株価 } 100\text{円}} \times 100 = \text{配当利回り } 4\%$$

$$\frac{\text{配当 } 4.2\text{円}}{\text{株価 } 140\text{円}} \times 100 = \text{配当利回り } 3\% \downarrow$$

+5%
+40%

上記は配当金を一定とした場合のイメージ図です。実際の株価は配当金や金利以外に業績動向や市場の需給などさまざまな要因で変動します。

景気後退局面入りのシグナルとなるのが、 長短金利差(イールドカーブ)の逆転

グラフの中段は、米国10年国債利回りと2年国債利回りの推移です。そして、下段では、10年国債の利回りから2年国債利回りを差し引いた、長短金利差を示しています。下段の長短金利差は縮小傾向にあり、イールドカーブはフラット化の方向に向かっていきます。さらに、中段の赤の丸、つまり長短金利差がマイナスとなり、イールドカーブがフラット化した後、約1年半後あたりで、景気後退局面がやってきて、世界の株式も大きく下落していることがわかります。

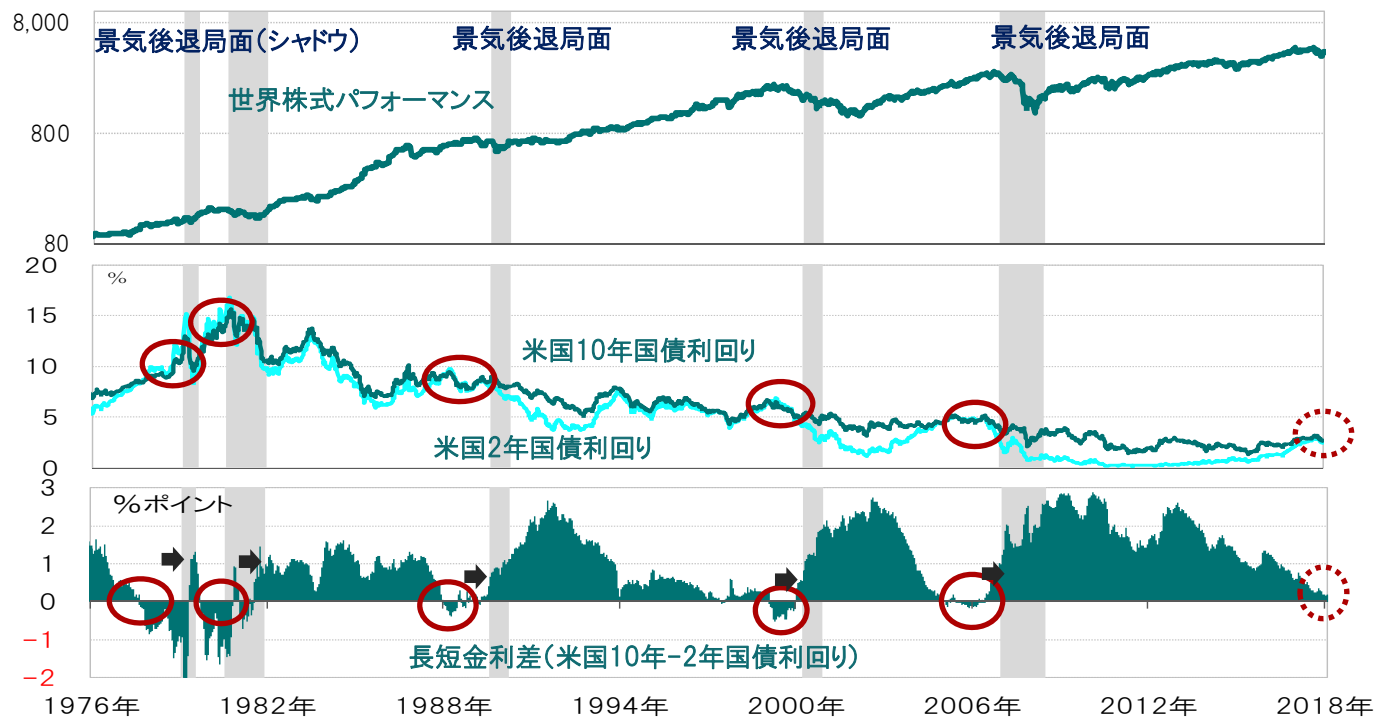
世界の高配当公益株の場合は、何に注意をしていれば、過去の下落局面を回避できたのでしょうか？

(図表6-1参照)

※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6-1: 米国国債長短金利差

週次、期間: 1976年11月26日～2019年2月1日



※シャドウ部分: 景気後退局面(全米経済研究所(NBER)の米国景気後退局面)、世界株式: MSCI世界株価指数(配当込み、ドルベース、対数表示)、2000年12月までは月次 出所: ブルームバーグ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。

何に注意をしていれば、過去の下落局面を回避できたか～利回り差異に注目

上段は世界公益株式の配当込みのトータルリターンです。下段の図の赤色の折れ線は世界公益株式の配当利回りを示しています。灰色は国債利回りを示しています。

この配当利回りと国債利回りの差のトレンドは世界公益株式が割高なのか割安なのかを見極め、世界公益株式の投資機会を探るうえで重要な指標のひとつです。

配当利回りと国債利回りが重なって上がり始めたときに要注意です。赤色の折れ線で示した配当利回りが灰色の折れ線で示した世界国債利回りより高い場合は、世界公益株式の配当利回りが世界国債の利回りより魅力的な投資対象と考えられます。

1995年以降、世界公益株式は、2回大きく下落していますが、共通しているのは共に割高な状況となっていた点です。2000年12月頃の場合、世界国債の利回りの方が、世界公益株式の配当利回りよりも高いという逆転現象が起き、割高な状態となっていました。また、リーマンショック前後のときも、利回り差異は殆ど無くなっていた事がご確認いただけます。

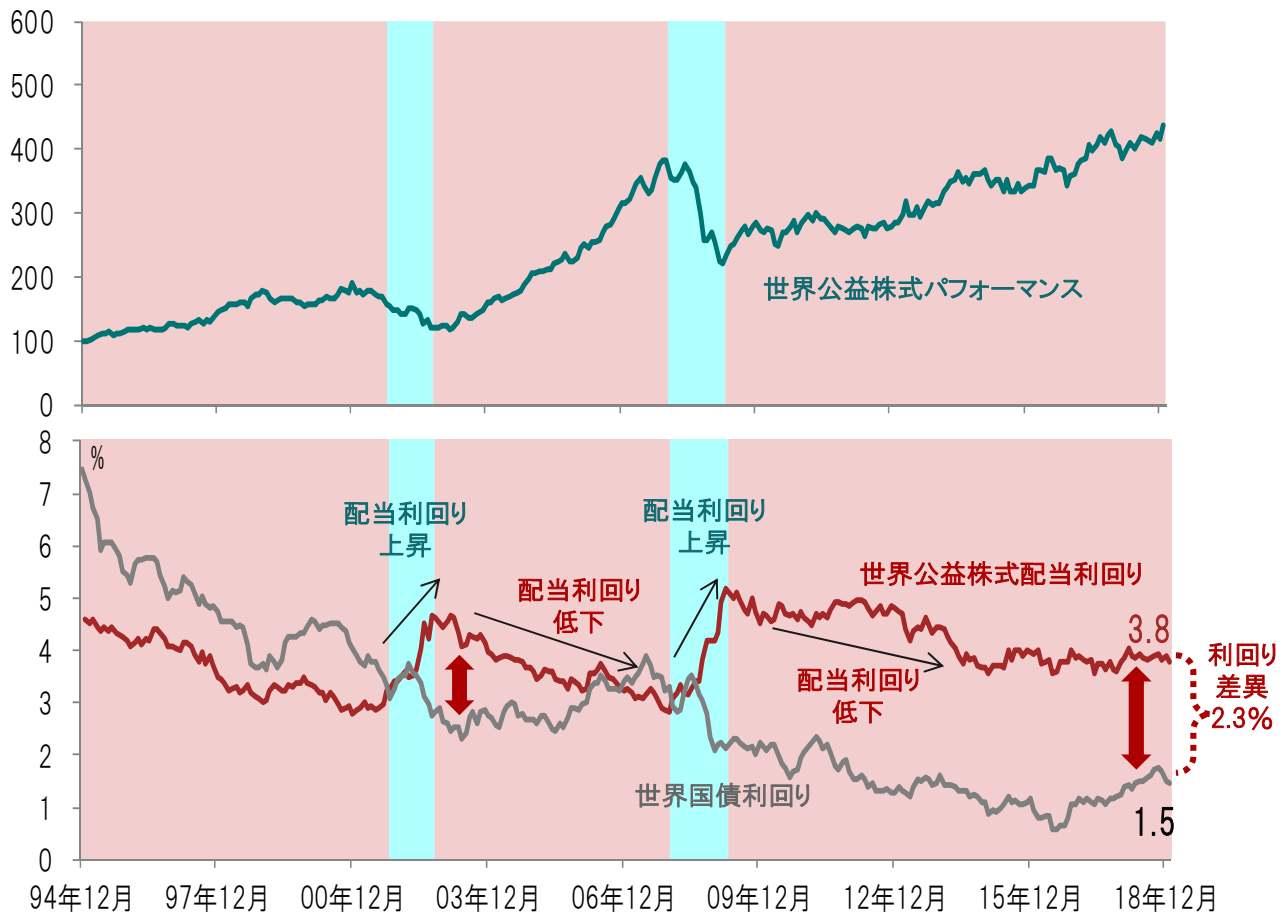
このような状況となると、今後も世界公益株式は割高と考えられますので、注意が必要です。では、現状をご覧頂くと、世界国債をはじめとした主要債券資産の利回りが過去よりも低い水準となるなか、世界公益株式の配当利回りは相対的に高い水準となっていますので、魅力的な投資対象と考えられます。

(図表6-2参照)

※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6-2: 世界公益株式のパフォーマンスと同配当利回りと世界国債の利回り差異

月次、期間: 1994年12月末～2019年1月末、パフォーマンス: 1994年12月末=100として指数化、ドルベース



※世界公益株式: MSCI世界公益株価指数(ドルベース、配当込み、ネット)、世界国債: FTSE 世界国債指数 ※配当利回りはMSCI ※配当利回り利回り差異は1995年1月～2019年1月末 ※利回りは小数点以下第2位で四捨五入しています 出所: MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグ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。

(ご参考)イールド・カーブとは？

金利(イールド)は期間の長さによって異なります。期間別の利回りを、結んだものを利回り曲線(イールド・カーブ)と呼びます。

金利は通常期間が長いほど長期保有による保有資金の固定化によるリスクが伴うため、リスクが上乗せされ、金利が高くなる傾向があります。

通常は右肩上がりとなり、この形状を「順イールド」と呼びます。先行きが不透明なときなどには、カーブが「フラット(平坦)」になり、更に短期金利のほうが高くなり「逆イールド」となる場合があります。

(図表7-1参照)

金利は、概ね1年未満の短期金利と、それ以上の長期金利に分けられます。短期金利が米連邦準備制度理事会(FRB)や日銀などの中央銀行の金融政策の影響を直接的に受けるのに対し、長期金利は金融政策の影響も受けませんが、景気の先行きやインフレ動向など様々な長期の予測を反映した投資資金の需給によって市場で決定されます。

イールド・カーブの形状は変化します。通常前述のように右肩上がりの順イールドの形状となりますが、短期的な景気の先行き懸念など様々な要因から遠い将来より近い将来のほうがリスクが高くなると市場が予測した場合には、短期債より長期債の需要が相対的に増え、長短の金利差が縮小し、フラットになったり、更に水準が逆転し逆イールド(短期金利のほうが、長期金利よりも高い)になる場合もあります。

長短金利差が拡大し、イールド・カーブの傾きが急になることをスティープ化、短期金利上昇あるいは長期金利が低下することにより、長短金利差が縮小し、傾きが緩やかになり平坦化することをフラット化といいます。

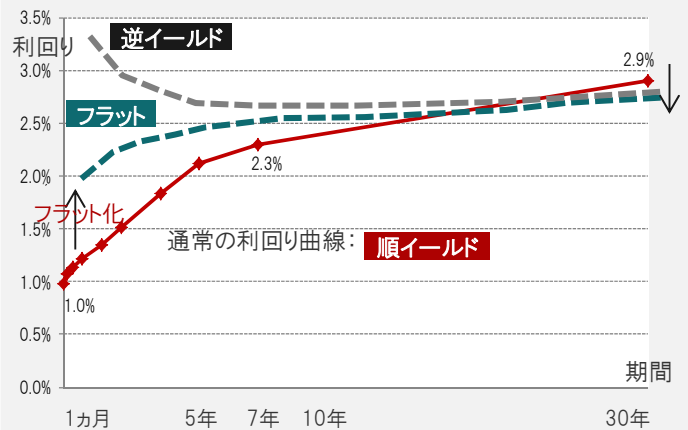
過去の実績(1990年1月~2017年12月)では、順イールドの割合が約72%、フラットの割合が約21%、逆イールドが約7%となっています。

過去の実績では、イールド・カーブは順イールドから長短金利差の縮小でフラット化し、その後逆イールドにシフトしたあと、再び順イールドに転換するサイクルが見られました。

(図表7-2参照)

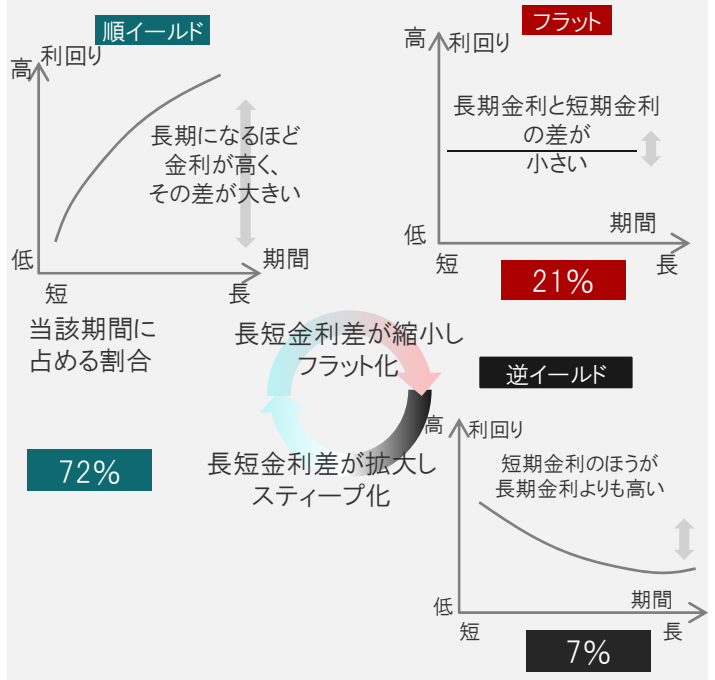
(※将来の市場環境の変動等により、記載の内容が変更される場合があります。)

図表7-1:米国国債のイールド・カーブ



※順イールドの例:米国国債の利回り曲線(2017年7月31日時点)、フラット、逆イールドの例:イメージ図
出所:ブルームバーグのデータをもとにピクテ投信投資顧問作成

図表7-2:イールド・カーブの形状(イメージ)と割合



※当該期間:月次、1990年1月~2017年12月 ※米国10年国債利回り比2年国債利回りの格差が0%よりも小さい期間を逆イールド、同格差が0%以上0.5%未満の期間をフラット、同格差が0.5%以上の期間を順イールドに分類
出所:ブルームバーグのデータをもとにピクテ投信投資顧問作成

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。

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2019年1月末現在)

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.78%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.052%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

※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。

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。