

Barometer

2021年
6月号

短期的な投資環境見通し
(6ヵ月程度)を毎月お届けします

経済成長は下振れ、インフレは上振れ



■グローバル資産クラス

インフレが投資家の懸念材料となっています。物価上昇圧力が顕著になってきており、金融市場は、経済成長の鈍化と持続的な物価上昇圧力が同時に起こる可能性に直面しているものと判断し、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。債券ならびにキャッシュは、いずれも、ニュートラルを維持します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、割安な水準にあり、かつ、新型コロナワクチンの接種が順調に進展していること等を背景とした国内経済回復の恩恵を享受する公算が大きい英国株式をオーバーウェイトに引き上げます。対照的に、日本経済を取り巻く環境の先行きは明るいとはいえません。従って、日本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。

■株式:業種別

景気敏感セクターの組入れを引き下げ、ディフェンシブ・セクターを選好します。従って、一般消費財・サービスセクターをアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)、オーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)としていた資本財・サービスセクターをニュートラルに引き下げました。一方、ヘルスケアと公益セクターをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。

■債券

コロナ禍からの急速な回復を遂げた中国と米国の経済成長が年後半に減速することが予想されることから、債券の中でもディフェンシブ性が高いと考える資産を選好します。こうした状況を勘案し、米国国債のオーバーウェイトと中国国債のフル・オーバーウェイトを継続します。

アンダーウェイト (弱気)	ニュートラル (中立)	オーバーウェイト (強気)	先月からの 変化 ◀▶
	株式		
	債券		
	キャッシュ		
	米国		
	ユーロ圏		
	スイス		
		英国	▶
		日本	◀
		新興国	
		太平洋地域(日本除く)	
	エネルギー		
	素材		
	資本財・サービス		◀
	一般消費財・サービス		◀◀
	生活必需品		
	ヘルスケア		▶
		金融	
		不動産	
	情報技術		
	公益事業		
	コミュニケーション・サービス		▶
		米国国債	
		ユーロ圏国債	
		日本国債	
		スイス国債	
		英国国債	
		中国国債	
		現地通貨建て新興国国債(除く中国)	
		ドル建て新興国国債	
		米国投資適格社債	
		ユーロ投資適格社債	
		米国ハイイールド債	
		ユーロ・ハイイールド債	
		新興国社債	
		ユーロ	
		英ポンド	
		スイスフラン	
		日本円	
		ゴールド	

Barometer

資産配分

株式市場は厳しい領域に突入

インフレが投資家の懸念材料となっています。物価上昇圧力が顕著になっていて、米国の4月の消費者物価指数(CPI、除く食品・エネルギー)は前年同月比+3.0%の上昇と1995年以降、最も高い水準に達しました。一方、物価の上昇が一過性のものなのか、或いは、コロナ禍からの回復局面における世界経済の基礎的(ファンダメンタル)な変化を示唆するものなのかは未だ明確とはいえません。ピクテの分析では、短期的には景気の明るい先行きを示唆しています。CPIの構成項目から航空運賃、宿泊料、レンタカー料金ならびに中古車、テレビ、玩具、パソコンの価格等の新型コロナウイルス感染拡大から大きな影響を被った項目を除いた4月のCPIは、全品目のものと比較すると相対的に小さい上昇に留まっています。一方、この先にインフレが進む公算は極めて大きいと考えます。賃金上昇の兆しは殆ど見られないものの、米国の家計の貯蓄は2兆ドル規模に積み上がっており、消費者は潤沢な可処分所得を有しています。2兆ドルの3分の1が、CPIの構成項目の中で財よりも比率の高いサービス消費に回るとしたら、価格変動の激しいエネルギー価格や食品価格を除いたコアCPIの伸び率が1年後には3.5~4.0%に上昇する可能性も否めません。

更に気掛かりなのは経済成長が鈍化し、企業収益が伸び悩む局面で物価が急上昇する可能性です。ピクテの先行指標は、まさにこのような状況を示唆しています。中国経済は鈍化傾向にあり、米国経済も小幅ながら減速しています。

金融市場は経済成長の鈍化と持続的な物価上昇圧力が同時に起こる可能性に直面しているものと判断し、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続する一方で、景気変動の影響を相対的に受け難いディフェンシブ・セクターの組入れ比率を引き上げます。債券ならびにキャッシュは、いずれも、ニュートラルを維持します。

経済を取り巻く環境は引き続き良好ですが、ピクテの景気循環指標は、年後半のGDP(国内総生産)成長率の鈍化とインフレ圧力の継続を示唆しています。中国では景気減速を示唆する指標の発表が相次ぎ、4月の鉱工業生産および建設活動指数が2017~19年の3年平均を下回りました。また、新興国でも物価上昇が鮮明で、同地域の2021年のインフレ予想は3.1%に上昇しています。

日本の先行きも明るくありません。ピクテの先行指標は、日本政府が新型コロナウイルス第4波の封じ込めとワクチン接種に悪戦苦闘する状況にあるなか、経済の大幅な落ち込みを示唆しています。米国経済は今のところ堅調ですが、需給の逼迫に起因するインフレ予想が先行きを左右する状況は変わりません。直近の小売売上高はコロナ前の水準を約18%上回って極めて好調ですが、その一方で鉱工業生産は長期平均を約3%下回っています。

米国とは対照的に、ユーロ圏はコロナ後の景気回復の極めて初期の段階に留まっていますが、新型コロナワクチン接種が順調に進展していることから、夏場にかけて急速な回復が予想されます。

ピクテの流動性指標は、中央銀行による流動性供給が、引き続き、リスク資産の支援要因となる状況を示唆しています。ただし、このような状況下においても米短期金利が急上昇する可能性があることには留意が必要です。民間銀行が大量に保有する余剰資金(キャッシュ)を米連邦準備制度理事会(FRB)がリバースレポを通じて吸い上げていることを受け、こうした米短期金利の急上昇が起こり得ると考えています。

金融市場が、この先どれほどの期間、中央銀行による流動性供給に頼ることが出来るのかは定かではありません。中国人民銀行(中央銀行)は既に金融引き締めへ転じています。一方、FRBは巨額の財政刺激、金融システムに滞留する余剰資金、消費者の需要の先送り等への対応に追われていますが、近いうちにも、早期かつ小幅な流動性供給の縮小を行うのか、2021年末から2022年初にかけてより大規模な流動性供給の縮小を行うのかの選択を迫られることになると思えます。

Barometer



す。今のところ、後者のシナリオを考えているように思われます。

ピクテのバリュエーション指標は、株式に割高感が見られることを示唆しています。株式の益回りと債券利回りの格差(イールドギャップ)は2008年以降で見ても相対的に縮小した水準にあり、ピクテの「株式バブル指数」は「バブル時の1999年ならびにリーマンショック前年の2007年に付けた水準に迫っています。

ピクテのテクニカル指標は、季節要因から株式と比較して債券を選好しています。一方、直近の調査からは、投資家が保有していた米国株式の持ち高を調整したことが明らかとなっており、株式市場の下落余地は限定的であることを示唆しています。

地域別・セクター別の株式市場

ディフェンシブ・セクターに注目

株式市場が大幅上昇し、下げ相場到来の可能性があるなか、予防策を講じておくことが必要だと考えます。そうすべきだと考える根拠の幾つかは、以下の通りです。

まず、経済成長がピークを付けたことを示唆する兆しが認められるということです。とりわけ、中国や米国の経済の動向が注視されます。同時にインフレリスクが高まっていますが、過去の例では、景気減速とインフレ率の上昇が同時に発生した局面は株式等のリスク性資産は軟調に推移する傾向がありました。

2021年1～3月期の企業業績が極めて堅調だったことは事実です。とはいえ、通年利益のコンセンサス予想は前年比約37%の増益と既に高い水準にありピクテ予想に近い水準にあります。そのため、また、一株当たりの利益や利益率等の2022年～2025年市場予想は楽観的過ぎると考えます。

市場の急落が迫っているというわけではありませんが、幾分下落局面が到来する可能性を警戒する必要があると考えま

す。従って、現在の市場環境において脆弱性や割高感が目立つ景気変動の影響を相対的に大きく受ける傾向の強い景気敏感セクターの組入れ比率を引き下げ、相対的に景気変動に左右され難いディフェンシブ・セクターの組入れ比率を引き上げます。こうした投資判断は、景気敏感セクターに対するディフェンシブ・セクターの相対パフォーマンスが優位に転じた足元の市場環境を根拠としています。

上述の理由から、一般消費財・サービスセクターをアンダーウェイトに引き下げ、オーバーウェイトとしていた資本財・サービスセクターに対する投資判断もニュートラルに引き下げます。これらのセクターは、ピクテのバリュエーションモデルによれば割高な水準にあり、製造業景況感指数が悪化すれば、近い将来苦戦を強いられる可能性もあると思われます。

一方、ヘルスケアと公益セクターをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。ディフェンシブ・セクターのバリュエーションは、相対的に魅力的な水準にあると見ています。また、公益セクターに関しては、過去のインフレ率上昇局面でパフォーマンスが持ち堪える傾向が見られることもオーバーウェイトに引き上げた理由のひとつです。

また、金融セクターと不動産セクターのオーバーウェイトを継続します。債券利回りが上昇し、経済活動の再開が見込まれる局面では、両セクターの投資妙味が増すと考えるからです。また、ピクテの分析では両セクターとも、過去20年平均と比べて、相対的に最も割安なセクターに含まれています。不動産セクターは、賃貸料金が物価指数に連動していることから、一定のインフレヘッジ機能を有していると考えられることも、同セクターの支援要因になっていると考えています。

地域・国別では、先進国の中で割安な水準にあり、かつ、新型コロナウイルスの接種が順調に進展していること等を背景とした国内経済回復の恩恵を享受する公算が大きい英国株式に相対的に大きな上昇余地があると考えています。同国では、ワクチン接種の順調な進捗状況を背景に、日常のサービス活動に関する指標が回復基調にあります。足元の景気回復局面で相対的に大きく上昇する傾向のある金融関連銘柄や優

Barometer

良銘柄の、英国の代表的な株価指数に占める割合が高いことも魅力的です。対照的に、日本経済を取り巻く環境の先行きは明るいとはいえません。従って、日本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した。

また、主要市場のうち、ピクテのモデルが割高であると示唆している米国株式は投資妙味に欠けると考えます。12ヵ月先予想株価収益率(PER)は、足元で22.5倍に達していることから、経済成長のトレンドが継続し、企業業績の伸びが長期平均を上回って安定推移し、かつ、米国10年国債利回りが2%を十分に下回る水準に留まらない限り、現在の株価は持続不可能な水準にあると考えます。

債券・為替

安全資産を堅持

コロナ禍からの急速な回復を遂げた中国と米国の経済成長が年後半に減速することが予想されることから、債券の内でもディフェンシブ性が高いと考える資産を選好します。こうした状況を勘案し、米国国債のオーバーウェイトと中国国債のフル・オーバーウェイトを継続します。

FRBは、ここ数週間、複数の理事が繰り返し言及しているように、来年初旬まで金融緩和策を維持するものと考えます。また、前述の通り、短期金融(マネーマーケット)市場の最近の動向からも今後のFRBの政策に関する手掛かりが得られると考えます。

FRBは、5月に入って、公開市場操作(マネーマーケット・オペレーション)を通じ、銀行システムから一時的に資金を吸い上げています。このことは、短期金融市場に滞留する過剰流動性を制御するというFRBが直面する課題を象徴しています。また、流動性を吸収する公開市場操作の効果を試すことを可能とし、近い将来、市場を動揺させることなく流動性の供給量の縮小を開始する可能性があることには留意が必要です。

中国国債のフル・オーバーウェイトも継続します。中国国債

は米国およびユーロ圏の株式ならびに債券とのリターンの相関は低位に留まっているなど、他の主要資産との相関が低いことから、魅力的な分散効果を提供すると見えています。また、中国国債がコロナ危機下で強い回復力を示したことも注目されます。

中国以外の新興国債券は、ニュートラルを維持します。新興国全域でインフレ圧力が強まっており、CPIが中央銀行のインフレ目標を上回った複数の国は利上げを余儀なくされています。更に、中国経済の減速につられ、その他の国の経済成長率が鈍化することがあれば、新興国通貨安が進行し、現地通貨建て新興国債券に対する向かい風となる可能性に留意が必要です。

米国ハイイールド債のアンダーウェイトも継続します。流動性が縮小する環境では従来以上に同資産クラスの脆弱さが際立つと考えられるからです。米国国債との利回り格差(イールド・スプレッド)は引き続きタイトな水準に留まっています。また、米国企業の債務残高は過去最高水準を更新しています。

通貨では、米ドルのニュートラルを維持します。当面はドルが安定して推移することが予想されますが、米国の経済成長の勢いが衰え、財政赤字と経常赤字を巡る懸念が強まることが予想される年後半には、再び長期的なドル安基調に転じると見えています。また、英ポンドはアンダーウェイトを継続します。

グローバル市場概況

投資家の「熱狂買い」衰えず

5月は、多くの資産クラスが堅調に推移しました。リスク性資産は、中央銀行、とりわけFRBの流動性供給と、ユーロ圏ならびに米国の景気回復を支援材料に上昇しました。一方、インフレ圧力上昇への対応が後手に回ることになるのではとの懸念が米ドル安の要因となりました。

金の月間リターンは約+7.7%と堅調で、これまでの下落分を相殺し、年初来リターンが約+0.4%となりプラス圏を回復してい

Barometer



ます。ビットコインは、金と対照的に低調な展開となりました。また、原油等の国際商品(コモディティ)が上昇した要因は、需要増に対する期待だけだったわけではありません。FRBの意見とは反対に、足元のインフレの上昇が一過性のものに終わらないリスクに対するヘッジとして、実物資産に対する需要が強まったものと考えます。

米ドル(ドル指数)の月間リターンは約-1.6%となり、年初来リターンはマイナス圏に沈みました。一方、世界株式は現地通貨ベースで約+1.0%と続伸し、年初来でも約+11.6%の上昇となっています。世界国債は、小幅な上昇となりました。

ユーロ圏株式の現地通貨ベースの月間リターンは約+2.3%、スイス株式は約+3.5%の上昇となりました。また、新興国欧州・中東・アフリカ株式は約+3.3%、ラテン・アメリカ株式は約+5.4%の上昇となりました。

業績別では、国際商品(コモディティ)関連セクターが堅調で、先進国株式のエネルギー・セクターは約+4.3%、素材セクターは約+3.5%の上昇となりました。年初来では、同エネルギー・セクターが約+27%となり、5月も約+4.2%と好調だった金融セクターが約+24.6%とこれに続きました。

新興国債券については、現地通貨建て新興国国債が約+0.6%、ドル建て新興国国債は約+1.06%の上昇となりました。米国投資適格社債や新興国社債、ユーロ・ハイイールド債や米国ハイイールド債も上昇しました。

※記載された銘柄はあくまで参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨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、当資料に記載の内容が変更される場合があります。

※本文中で言及した指数・指標等は、次ページの参考データに掲載した指数・指標等と異なる場合があります。

Barometer



参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2021年5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	34,529	33,875	30,606	+1.9%	+12.8%
(米)ナスダック総合指数	13,749	13,963	12,888	-1.5%	+6.7%
(日)TOPIX	1,923	1,898	1,805	+1.3%	+6.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,891	3,895	3,719	-0.1%	+4.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,039	3,975	3,553	+1.6%	+13.7%
(英)FTSE100指数	7,023	6,970	6,461	+0.8%	+8.7%
(中国)上海総合指数	3,615	3,447	3,473	+4.9%	+4.1%
(香港)ハンセン指数	29,152	28,725	27,231	+1.5%	+7.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	126,216	118,894	119,017	+6.2%	+6.0%
(インド)SENSEX30指数	51,937	48,782	47,751	+6.5%	+8.8%
(ロシア)RTS指数	1,598	1,485	1,387	+7.6%	+15.1%
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	109.76	108.93	103.50	+0.8%	+6.0%
ユーロ	133.74	131.99	126.95	+1.3%	+5.3%
英ポンド	155.60	151.95	139.82	+2.4%	+11.3%
スイスフラン	121.91	119.86	117.15	+1.7%	+4.1%
豪ドル	84.58	84.75	78.84	-0.2%	+7.3%
加ドル	90.81	88.70	80.83	+2.4%	+12.3%
中国元 [※]	17.20	16.89	15.79	+1.8%	+8.9%
ブラジルリアル [※]	20.84	20.15	19.88	+3.5%	+4.9%
インドルピー	1.52	1.48	1.42	+2.7%	+7.0%
ロシアルーブル	1.49	1.45	1.41	+2.8%	+5.7%
タイバーツ	3.51	3.49	3.44	+0.6%	+2.0%
南アフリカランド	7.95	7.62	7.04	+4.3%	+12.9%
(※)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	1.59%	1.63%	0.91%	-0.04%	+0.68%
日10年国債利回り	0.08%	0.08%	0.02%	-0.00%	+0.06%
独10年国債利回り	-0.18%	-0.25%	-0.58%	+0.06%	+0.39%
豪10年国債利回り	1.65%	1.70%	1.01%	-0.05%	+0.64%
米政策金利(FFレートの)	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)	66.31	63.50	48.35	+4.4%	+37.1%
金(1オンス、ドル)	1,905.99	1,770.46	1,897.77	+7.7%	+0.4%

※ 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。

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

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

5 | ピクテの資産運用戦略マンズリーレポート | 2021 年 6 月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社

Barometer

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 (2021年5月末日現在)

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 3.85%(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 2.09%(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。

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。■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保護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。

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 日本証券業協会

巻末の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

6 | ピクテの資産運用戦略マンズリーレポート | 2021年6月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社