

Barometer

2021年
11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

インフレは株式よりも債券に脅威となろう



■グローバル資産クラス

インフレ圧力が想定以上に持続的なものであるとの認識が広まりつつあり、中央銀行による流動性供給も縮小に転じます。このような状況を勘案し、債券のアンダーウェイトとキャッシュのオーバーウェイトを継続します。一方で、経済成長は続いており、堅調な企業業績が支援材料となり得るため、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。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、スイス株式の投資判断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。スイス株式に多く含まれる堅固な事業基盤とディフェンシブ特性を有するクオリティ銘柄は、経済活動の再開に伴って景気回復が期待される足元のような環境では、評価されにくいと考えています。

■株式:業種別

バリュエーションが相対的に割安な上、景気変動の影響に左右されにくい特性を備えているヘルスケア・セクターのオーバーウェイトを継続します。また、債券利回り上昇による恩恵が期待される金融セクターや、経済活動再開による恩恵が期待される不動産セクターのオーバーウェイトを継続します。

■債券

中国国債のオーバーウェイトを継続します。中国は最もインフレが抑制されている国の1つであり、10年国債利回りも3%前後と魅力的な水準であると考えています。また、流動性の供給や預金準備率のもう一段の引き下げ等、中央銀行による追加的な金融緩和策も見込まれます。

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		
	中国		
	新興国(除く中国)		
		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

金融市場を待ち受ける難局

世界の金融市場は困難な状況に直面しています。サプライチェーンの混乱に起因する供給制約が世界経済に影響を及ぼし始めている中、中央銀行による流動性供給は縮小に転じます。また、インフレ圧力が想定以上に持続的なものであるとの認識が広まりつつあります。債券市場は特に大きな影響を被ると予想されます。インフレ高進と金融政策の引き締め転換を見込んで債券利回りが上昇し、とりわけハイイールド債の脆弱さが際立つと予想しています。一方で、株式市場については、影響が及ばないというわけではありませんが、債券市場と比較すると影響は少ないと予想しています。経済成長は続いており、堅調な企業業績が支援材料となり得るためです。

資産クラス別の投資判断については、株式のニュートラル、債券のアンダーウェイト、キャッシュのオーバーウェイトを継続します。

ピクテの景気循環指標は、約1年ぶりにプラス圏からニュートラルに転じていますが、世界の経済成長率予想は、2021年が前年比+5.9%、2022年が前年比+4.8%と長期レンドを上回ります。また、2022年の企業の利益成長率についても、約15%に達すると予想しています。特に、景気回復が道半ばの欧州および日本の企業において、業績がアナリストによる事前予想を上回る公算が大きいと考えます。

ユーロ圏経済の成長の勢いは、供給制約を受けて鉱工業生産が落ち込む等、減速しつつあるように見受けられますが、政府による景気対策と中央銀行による緩和的な金融政策の継続が市場の支援材料となるとみています。また、金融政策および財政政策が引き締め方向に転換するリスクは、その他の先進国と比べて低いと考えます。

日本では、史上最低水準に留まっていた消費者心理が改善し始めており、事業活動の改善を示唆するアンケート調査の結果も発表されています。

一方、中国経済は、相対的に低調で、鉱工業生産、建設活動、設備投資等、いずれの指標も経済活動の鈍化を示唆しています。一方で、中国のGDP(国内総生産)の約25%を占める不動産セクターに対する投資家心理は落ち着いているように思われます。巨額の負債を抱える中国恒大集団が経営破綻を回避しようと土壇場で利払いを実行したことが一因です。また、政府当局は大手行に対し、不動産セクター向けの融資を促しています。政府当局は、目先の経済成長よりも債務削減を優先しているため、今のところ、当初想定されていたほど積極的な施策は導入されていませんが、ピクテは引き続き、一段の景気刺激策を予想しています。

米連邦準備制度理事会(FRB)と日本銀行などは、流動性供給の縮小に着手し始めています。一方、民間部門の信用創造は停滞しており、当面は回復する見込みはありません。その結果、世界主要5カ国・地域の流動性供給総額は、2020年のピーク時のGDP比28.7%から15.9%に低下しています。これらを背景に、ピクテの流動性スコアを下方修正しました。

流動性供給の縮小は、景気が確実に回復するよう、段階を踏んで徐々に行われると考えます。実際に、足元の物価上昇の主な原因であるサプライチェーンのボトルネックの問題に対して、金融政策では対応が困難なことを勘案し、中央銀行は物価の上振れをある程度容認する公算が大きいと考えます。一方で、流動性供給の縮小が、株式および債券のバリュエーションに対してネガティブに作用することは明白です。ピクテのモデルは、実質利回りの100ベースポイント(1.0%)の上昇が株価収益率(PER)を20%低下させることを示唆しています。ただし、これらの大半は既に株価に織り込まれているものと考えています。

株式は債券に比べると割高に見えますが、大半の地域において、価格上昇余地が相対的に多く残されているとみています。前四半期と比較して、企業の売上が大幅に事前予想を

Barometer



上回ることが少ない状況であっても、営業レバレッジによって、営業利益は事前予想を大幅に上回っています。少なくとも当面の間は、原材料費等の高騰にも関わらず、営業利益が堅調に推移する状況が続くとみえています。

ピクテのバリュエーション指標は、ヘルスケア・セクターが相対的に割安なことを示唆しており、同セクターをオーバーウェイトとしているピクテの投資判断と整合的です。当セクターは、景気変動の影響に左右されにくい特性を備えており、魅力的な投資先と考えています。一方で、米国ハイイールド債の割高感などが際立って見えます。

ピクテのテクニカル指標は、中期的なトレンドや季節性などを根拠として、株式市場の明るい先行きを示唆しています。また、全米個人投資家協会(AAI)の調査を含む各種の調査結果も投資家の強気心理を示唆しています。対照的に、債券市場の短期モメンタムは、総じて、悪化しています。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチのファンド・マネージャー調査によれば、債券への投資配分比率は過去最低水準を更新しています。また、米国国債のネット・ショートポジションが、2年債から5年債を中心に大幅に増加しています。

地域別・セクター別の株式市場

経済の再開はバリュー株に追い風

世界の株式市場は、サプライチェーンの混乱や人手不足、中国規制当局の締め付け、持続的なインフレ圧力といった多くの懸念材料に直面しつつも、最高値圏で堅調に推移しています。ピクテが算出する「マルチアセット・リスク選好指数」も、2021年前半に付けた過去最高水準に迫る水準まで回復しています。投資家心理の改善を促しているのは、堅調な企業業績です。

高い経済成長率を背景に中央銀行が流動性供給の縮小に着手する足元の経済環境を踏まえて、成長期待が高いグローブ株よりも、株価が潜在価値を下回る等、割安な水準で推移

するバリュー株を選好しており、その中でも金融セクターを選好しています。金融調査大手 EPFR グローバルによれば、金融セクターとエネルギー・セクターに流入した資金総額は、10月月間で約70億米ドルに達します。

また、不動産セクターについても選好しています。バリュエーション面で魅力的なことに加えて、経済活動再開による恩恵が期待されるためです。

一方、堅固な事業基盤とディフェンシブ特性を有するクオリティ銘柄は、新型コロナウイルス感染拡大に起因する不確実性の高い市場環境や、4-6月期の景気減速が高まった環境下で恩恵を享受してきたものの、足元のような環境では、評価されにくいと考えています。したがって、クオリティ銘柄を多く含むスイス株式について、投資判断をオーバーウェイトからニュートラルに下方修正しました。

中国株式については、慎重な見方を維持しつつ、ニュートラルを継続します。巨額の負債を抱える中国不動産開発大手の恒大集団は、債務不履行(デフォルト)を辛うじて回避したものの、中国史上最大級の規模の企業再編が必要な状況であり、経営破綻リスクに晒される状況には変わりません。それに加えて、中国国内で新型コロナウイルスの感染者が再び増加し始めたことも懸念されます。もっとも、中国のクレジット・インパルス(対GDP比での民間セクター向け新規貸し出しの伸び率)には底入れの兆しが見られ、小売売上高も増加に転じていることから、国内の経済活動は、2022年初めに回復する可能性があるかとみえています。

その他の市場では、景気敏感株やバリュー株の比率が高いユーロ圏や英国の株式のオーバーウェイトを維持します。ユーロ圏の経済活動は、サプライチェーンを巡る混乱が落ち着くことを前提とすれば、ドイツを中心に、2022年中に回復することが見込まれます。

Barometer



債券・為替

中国債券の魅力

債券セクターでは、中国国債のオーバーウェイトを継続します。中国のインフレ高進のリスクは他国よりも低いとみられ、(中央銀行である)中国人民銀行がハト派姿勢を強めることが予想されます。それに加えて、利回りは約3%と魅力的な水準です。信用創造の鈍化や規制環境の変化、エネルギー危機等が相俟って、鉱工業生産、建設活動、固定投資がいずれも伸び悩んでおり、経済の減速基調が続いています。中国人民銀行は、銀行セクターに対する規制を一部緩和し、不動産セクター向けの融資を再開するよう求めています。向こう数カ月は、当初の想定よりも規模が小さく、後ずれるにしても、一段の金融緩和策が講じられるものと考えています。

中国以外の債券市場では、各中央銀行の主張とは裏腹に、足元のインフレが一過性のものではないとの見方が織り込まれつつあります。一例を挙げると、米国2年国債利回りは9月下旬から10月末にかけて、約0.5%と2倍の水準まで上昇しました。FRBは更なるインフレ高進を抑制するために早期に利上げ等の対応を迫られるとの見方は、割高感が強い米国ハイールド債に対して逆風になると考えています。

通貨市場では、米国の経済成長率が市場のコンセンサス予想を上回るとの見通しに基づき、小幅ながら、もう一段の米ドル高をみえています。家計に積み上がった2.4兆米ドルの貯蓄を背景とした旺盛な個人消費と企業の設備投資を受けて、2022年の米国経済は力強い回復を遂げるものと考えられます。こうした状況が、市場の想定を上回る金融政策の引き締めをもたらす可能性も考えられますが、米ドルの割高感を勘案すると、上昇余地は限定的とみえています。

英ポンドは、イングランド銀行高官のタカ派的な発言にもかかわらず、アンダーウェイトを維持します。金融政策の引き締めに促しているインフレ圧力は、持続的な経済成長に因るもので

はなく、新型コロナウイルス感染拡大や英国のEU(欧州連合)離脱に起因する供給制約によって、もたらされている可能性が高いと考えています。

グローバル市場概況

株価指数の相次ぐ最高値更新

10月の株式市場は上昇基調を辿り、現地通貨ベースの月間リターンは約+5%、年初来リターンは約+19%に達しました。

米国株式市場は最も堅調だった市場の1つで、S&P500種株価指数は、史上最高値を相次いで更新しました。企業の利益成長率も高水準を維持しており、アップルやアマゾン等、一部大型株の7-9月期決算は市場予想に届かなかったとはいえ、利益成長の勢いは失われていないと考えます。金融調査会社リフィニティブが発表したデータによれば、7-9月期決算を発表した米国を代表する企業の82%が、アナリストのコンセンサス予想を上回っています。

世界の大半の株式市場が上昇する中、日本株式と南米株式は下落しました。日本株式は下落したものの、衆議院選挙において、岸田首相率いる与党自民党が事前予想を上回って過半数を制したことで景気回復への期待は高まったとみえています。一方、南米では、ブラジルにおいて、市場予想を上回る150ベースポイント(1.5%)の利上げが行われたにも関わらず、通貨レアルが上昇しなかったことが嫌気され、株式市場も下落しました。米中間の緊張が高まりそうな予兆が散見されたことも投資家心理を悪化させました。

業種別セクターでは、幅広いセクターで上昇しました。特に一般消費財・サービス・セクターが約8%上昇しており、堅調でした。また、原油価格や国際商品(コモディティ)価格の急騰を受けて、エネルギー・セクターおよび素材セクターも堅調で、両セクターに属する企業は、7-9月期決算において過去最高益を発表する期待が高まっています。

Barometer



堅調な株式市場に対して債券市場は軟調な展開となり、グローバル債券市場の月間リターンは、現地通貨ベースで0.2%下落しました。ユーロ圏の国債は、市場予想を上回る経済成長率を背景に、2022年に利上げが行われる可能性が浮上したことなどから、軟調な展開となりました。また、米国についても金融政策の早期引き締め観測が強まっており、米国2年国債の利回りは、2020年3月中旬の水準にまで上昇しました。一方、英国国債は堅調でした。税込増を受け、2021年に予定されていた国債発行が600億ポンド減額されたことなどが好感されました。

通貨市場では、トルコのエルドアン大統領が米国を含む10カ国の大使の国外退去を示唆した後、トルコ・リラが対米ドルで最安値を更新しました。トルコ・リラは、物価の高騰にもかかわらず想定外の200ベースポイント(2%)の利下げが行われたことなどもあり、月間の下落率は対米ドルで約7%に達しました。一方、ロシア・ルーブルと豪ドルは、エネルギー価格やその他のコモディティ価格の上昇を追い風に、いずれも対米ドルで堅調に推移しました。

※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	35,820	33,844	30,606	+5.8%	+17.0%
(米)ナスダック総合指数	15,498	14,449	12,888	+7.3%	+20.3%
(日)TOPIX	2,001	2,030	1,805	-1.4%	+10.9%
(日)日経ジャスダック平均	3,984	4,030	3,719	-1.1%	+7.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,251	4,048	3,553	+5.0%	+19.6%
(英)FTSE100指数	7,238	7,086	6,461	+2.1%	+12.0%
(中国)上海総合指数	3,547	3,568	3,473	-0.6%	+2.1%
(香港)ハンセン指数	25,377	24,576	27,231	+3.3%	-6.8%
(ブラジル)ボベスパ指数	103,501	110,979	119,017	-6.7%	-13.0%
(インド)SENSEX30指数	59,307	59,126	47,751	+0.3%	+24.2%
(ロシア)RTS指数	1,844	1,778	1,387	+3.7%	+32.9%
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	113.67	111.92	103.50	+1.6%	+9.8%
ユーロ	132.77	129.86	126.95	+2.2%	+4.6%
英ポンド	156.80	150.43	139.82	+4.2%	+12.1%
スイスフラン	124.73	119.88	117.15	+4.0%	+6.5%
豪ドル	85.59	80.46	78.84	+6.4%	+8.6%
加ドル	91.95	87.81	80.83	+4.7%	+13.8%
中国元 [※]	17.82	17.27	15.79	+3.2%	+12.9%
ブラジルリアル [※]	20.23	20.48	19.88	-1.2%	+1.8%
インドルピー	1.53	1.51	1.42	+1.3%	+7.7%
ロシアルーブル	1.61	1.53	1.41	+5.2%	+14.2%
タイバーツ	3.43	3.30	3.44	+3.9%	-0.3%
南アフリカランド	7.50	7.38	7.04	+1.6%	+6.5%
(※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	1.56%	1.53%	0.91%	+0.03%	+0.64%
日10年国債利回り	0.08%	0.07%	0.02%	+0.01%	+0.06%
独10年国債利回り	-0.10%	-0.19%	-0.58%	+0.10%	+0.48%
豪10年国債利回り	2.15%	1.45%	1.01%	+0.70%	+1.14%
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)	83.50	75.22	48.35	+11.0%	+72.7%
金(1オンス、ドル)	1,776.81	1,760.95	1,897.77	+0.9%	-6.4%

※ 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。



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10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スリーレポート | 2021年11月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社