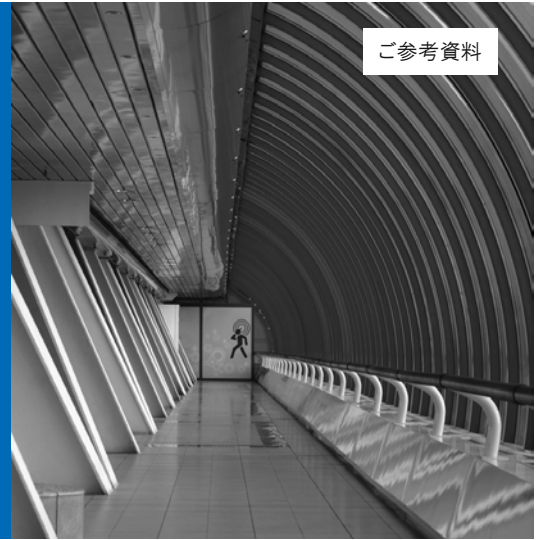


Barometer

2022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

株式の投資判断を引き下げ



■グローバル資産クラス

インフレ高進が長期化し、多くの中央銀行が利上げと金融システムからの流動性の引き揚げを余儀なくされています。世界経済の先行きに対する懸念は強まっており、株式市場の見通しは悪化しています。そのため、株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げ、キャッシュをオーバーウェイトに引き上げました。債券については、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、ハイテク株の構成比が高い点や、相対的に割高なバリュエーションを考慮し、米国のアンダーウェイトを継続します。一方で、英国のオーバーウェイトを継続します。英国経済は脆弱ですが、主要な株価指数に占めるグローバル企業や割安株(バリュー株)の比率が高いことから、相対的に底堅く推移する公算が大きいと考えます。

■株式:業種別

業種別では、バリュエーションの観点で魅力的な素材セクターや景気変動の影響を受けにくいヘルスケア・セクターのオーバーウェイトを継続します。一方で、金融セクターについては、今後の一段の金利上昇に伴う利鞘改善の公算が小さいことや景気減速の影響を受けて業績が悪化するとの見方から、アンダーウェイトに引き下げました。

■債券

インフレ抑制を目指す米連邦準備制度理事会(FRB)が金融引き締めの手綱を緩めることは難しいと予想され、本格的なリセッションに発展するリスクは高まると考えます。こうした状況を勘案し、米国国債をオーバーウェイトに引き上げます。一方、中国経済の先行きの改善が予想されることやバリュエーションの割高感が意識されはじめたことなどを勘案し、中国国債をニュートラルに引き下げます。

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		
	中国元		

Barometer

資産配分

世界経済の先行きに対する懸念が強まる

物価高騰やロシアのウクライナ侵攻、新型コロナウイルス等の様々な要因が、投資家の神経をすり減らしています。新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)をきっかけとしたサプライチェーンの混乱に、ロシアのウクライナ侵攻に起因する国際商品(コモディティ)の需給逼迫が相俟って、インフレ高進が長期化し、多くの中央銀行が利上げと金融システムからの流動性の引き揚げを余儀なくされています。また、新型コロナウイルスはまだ終息したわけではありません。特に中国では、政府が新たな感染拡大の波を抑え込もうと対策を再び強化する可能性もあり、その場合は経済への悪影響が一層懸念されます。これらを背景に世界経済の先行きに対する懸念が強まっており、株式市場の見通しは悪化しています。こうした状況を勘案し、株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げ一方、キャッシュをオーバーウェイトに引き上げました。債券については、インフレ率がピークをつけたことが確認できるまでは、ニュートラルを継続します。

株式の株価収益率(PER)などのバリュエーション水準は、足元を取り巻く様々なリスクを勘案すると、極めて魅力的な水準とまではみていません。企業の利益率は、投入コストの上昇を受けて低下基調ですが、市場の業績予想は景気後退(リセッション)入りの可能性を十分に織り込んでいるとは思われません。

ピクテの景気循環指標によると、世界の主要地域において景気減速と物価上昇が同時進行するスタグレーションを示唆する兆しが散見されます。こうした状況を勘案し、2022年の世界のGDP(国内総生産)成長率予想を3.4%から2.9%に下方修正すると同時に、インフレ予想を6.8%から7.4%に上方修正しました。米国については、住宅ローン金利の上昇が住宅市場の減速をもたらしており、ピクテの米国景気先行指標が

2020年8月以来で初めてマイナス圏に沈んでいます。したがって、GDP成長率予想を4.0%から3.0%に下方修正しました。ただし、小売売上高が底堅く推移していることや、家計のバランスシートが健全な状況を維持していることは好材料といえます。ユーロ圏についてもGDP成長率予想の下方修正を行いました。修正幅は米国に比べて小幅です。フランスおよびドイツの一部の業界において、大幅な賃上げの兆候があり、こうした状況が加速するならば、5月と予想されていたユーロ圏のインフレのピーク時期が後ずれすることが予想されます。中国では、厳格な都市封鎖(ロックダウン)が経済の失速をもたらす、小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資がいずれも悪化していることから、2022年のGDP成長率予想を4.2%に下方修正しました。現在の中国政府の目標である5.5%前後を大きく下回る予想ですが、政府目標の達成は、元々、困難との見方が多かったため、大きな驚きはありません。もともと、主要都市の経済活動が再開し始めていることから、年後半の景気回復については楽観的な見方をしています。

ピクテの流動性指標では、多くの中央銀行が金融緩和策の実施に伴って膨らんだ資産を、史上最速のペースで縮小していることが示唆されています。FRBによる資産の縮小幅が最も大きく、中国を除くアジアの新興国の中央銀行や欧州中央銀行(ECB)がこれに続きます。FRBは、積極的な金融引き締めに伴ってリセッション入りを余儀なくされるか、あるいは、インフレの高止まりを許容するか、の難しい選択を迫られています。ピクテは、前者のシナリオが実現する公算が大きいとみています。ただし、FRBがこれまで進めた資産圧縮による効果の一部は、民間部門の融資の拡大によって相殺されています。

世界的な流動性縮小の流れと逆行する状況にあるのが中国です。中国人民銀行による金融緩和の効果が始まっており、過剰流動性(正常な経済活動を維持するために必要な水準を超えた流動性)は増加しています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式、債券ともに2011年夏ごろの水準にまで改善してきていることを示唆しています。

Barometer



一方、コモディティは、過去 20 年間で最も割高な水準となっています。

ピクテのテクニカル指標は、2020 年 3 月以降で初めて、株式に弱気に転じています。先進国株式市場では総じて、向こう半年から 1 年についての見通しが悪化していますが、より短期的には、一時的な反発の可能性もあると考えています。アンケート調査の結果によると、投資家のセンチメント、機関投資家のポジションともに、足元のリスク選好が極めて低位に留まる状況が示唆されています。ファンドマネージャー調査によると、投資家はキャッシュ・ポジションを 20 年ぶりの水準に引き上げてディフェンシブな姿勢を強めており、株式、とりわけハイテク株に弱気な姿勢を見せています。

地域別・業種別の株式市場

景気敏感株に慎重な見方

金融引き締め加速と経済成長の鈍化の 2 点は、株式市場全体にとって逆風となりますが、特に景気敏感株は強く影響を受けることが予想されます。株式の投資判断の引き下げに際しては、今まで逃避先として考えてきたディフェンシブ・セクター（景気動向による業績への影響を受けにくいセクター）の割高感が強まってきており、他に魅力的な逃避先が殆ど見当たらないことが主な理由としてあげられます。企業業績の先行きも懸念されます。向こう 3 年間のアナリスト等による利益予想は、リセッションが生じないことを前提としており、楽観的過ぎると考えます。

ピクテは、2022 年の 1 株あたり利益の成長率予想をコンセンサスを下回る 8% に下方修正しましたが、GDP 成長率予想の下方修正も続く可能性を加味すると、さらに下振れるリスクがあると考えます。また、投入コストの上昇がすでに企業の利益率に影響を及ぼしており、業績見通しを下方修正する企業が増加しています。

業種別では、素材セクターおよびヘルスケア・セクターに属する企業は、比較的高位な利益率を維持できる状況にあるとみています。素材セクターはバリュー株に分類され、少なくとも短期的には、成長株（グロース株）と比較して堅調に推移するとみています。また、ヘルスケア・セクターは景気動向による業績面の影響を受けにくいセクターであり、そのような特性は、特に不確実性の高い市場環境で優位性があると考えています。ディフェンシブ・セクターは、概ね高めの組入れとしていますが、ピクテのモデルを使った分析によると公益セクターは割高とみられることから、アンダーウェイトを継続します。また、英国などの一部の国が、エネルギー価格高騰の影響を軽減するため、エネルギー企業を対象とした超過利潤税（ウインド・フォール課税）の導入を発表していることも、公益セクターのアンダーウェイトを正当化する材料になると考えます。

景気敏感株のパフォーマンスは足元で低調ですが、ディフェンシブ株に対するリスク・プレミアムは、魅力的な水準にまでは高まっていません。経済のソフトランディングの実現が不確実な中では、景気敏感株が引き続き低調に推移する可能性があると考えています。特に金融セクターは、脆弱さが際立つように思われます。以前は金利上昇によって金融機関の利鞘が改善するとの見方が主流だったものの、今後の一段の金利上昇の公算は小さいように思われ、足元では、景気減速の影響を受けて業績が悪化するとの見方が強まっています。また、金融セクターのバリュエーションは 1 年前に比べると魅力が薄れています。これらを踏まえて金融セクターの投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。

地域別では、足元で特に軟調なハイテク株の構成比が高い点や、相対的に割高なバリュエーションを考慮し、米国のアンダーウェイトを継続します。一方で、英国のオーバーウェイトを継続します。英国経済は脆弱ですが、主要な株価指数に占めるグローバル企業やバリュー株の比率が高いことから、相対的に底堅く推移する公算が大きいと考えます。

Barometer

債券・為替

米国国債の投資判断を引き上げ

FRBは、新型コロナウイルスの感染拡大期に膨れ上がった流動性の回収とインフレ抑制を目的とした金融引き締めを各国に先んじて取り組んでいます。しかしながら、リセッションに陥る危険を冒してでもインフレ抑制を優先して積極的な引き締めを断行するか、経済の失速を回避するために引き締めペースを緩めてインフレ高進の長期化を許容するか、FRBは両者の間で慎重な対応を強いられていることは間違いありません。今のところ、FRBは1970年代のようなインフレの再来を回避するため、年内を通じて積極的な利上げを断行する決意だと思われる。FRBは、既に今回の引き締め計画の半分程度を消化したものと見られ、2023年年初にはすべてを達成すると考えます。実際は、経済の失速に際しても、FRBが金融引き締めの手綱を緩めることは難しいと予想され、本格的なリセッションに発展するリスクは高まると考えます。こうした状況を勘案し、米国国債の投資判断をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。

一方、中国国債の投資判断については、中国経済についての先行きの改善が予想されることや割高感が意識されはじめたことなどを勘案してニュートラルに引き下げます。世界の主要な中央銀行が金融引き締めに移る中、中国は金融政策、財政政策ともに緩和に転じています。中国のクレジット・インパルス(民間セクター向け新規貸出額のGDP比変化率)は改善基調にあり、過剰流動性も増加しています。新型コロナウイルス感染拡大を阻止するための移動制限が撤廃されれば、力強い景気回復が実現化される可能性があると考えています。ユーロ・ハイイールド債の投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。ECBがFRBに追随して金融政策の正常化を進める中で、域内の景気への影響が懸念されます。現地通貨建ての新興国国債および新興国社債については、ニュートラルを継続します。

通貨では、米ドルが長期的には減価基調に転じるとの見方を維持しています。米ドルの貿易加重実効為替レートは約20年ぶりの高水準で推移しており、購買力平価ベースでも適正水準を30%程度上回ることから、割高感が意識されます。その他の通貨では、ユーロをアンダーウェイトからニュートラルに、スイスフランをニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。

グローバル市場概況

株式市場は中国の行動規制の緩和を好感

2022年5月の株式市場は、米国のインフレがピークに達しつつあるとの見方や、中国の新型コロナウイルス感染拡大抑制を目的とした行動規制の緩和を好感し、前月比で概ね横ばいの推移となりました。一部の米経済指標が、同国経済の成長鈍化を示唆したため、FRBが金融引き締めペースを落とす可能性もあるのではとの投資家の期待を煽る局面もありました。

地域別では、資源輸出国が多いラテンアメリカの株式市場などが堅調に推移しました。

業種別では、エネルギー・セクターの上昇が際立ち、現地通貨建ての月間リターンは約+12%、年初来リターンは約+38%に達しました。ディフェンシブ特性を有するセクターに資金が流入する中、公益セクターの月間リターンは+2%強となりました。一方、不動産セクターや一般消費財・サービス・セクター等の景気敏感セクターは軟調な展開となりました。

グローバル債券市場は、月間では小幅のマイナス・リターンとなりました。欧州債券市場は、国債、社債ともに、総じて軟調でした。ECBのラガルド総裁が、2022年9月末までにマイナス金利を脱却する公算が大きいとの見方を示したことが嫌気されました。現地通貨建て新興国債券は、米ドル高の一服を好感し、約0.5%の上昇となりました。

通貨市場では、FRBによる積極的な金融引き締めへの見方

Barometer



がやや後退する中、米ドルが通貨バスケットに対して月間で約1.2%下落しました。

円は、月間では対米ドルで約0.5%の上昇となりました。円は対米ドルで、2月末から11%程度下落していますが、購買力平価で測った適正水準を30%下回る状況は変わらず、引き続き売られ過ぎの水準にあるとみています。

ロシア・ルーブルは、エネルギー価格上昇の恩恵を受けて、その他の資源国通貨と同様に堅調に推移し、対円で15.5%の上昇となりました。

※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（2022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	32,990	32,977	36,338	+0.0%	-9.2%
(米)ナスダック総合指数	12,081	12,335	15,645	-2.1%	-22.8%
(日)TOPIX	1,913	1,900	1,992	+0.7%	-4.0%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,789	3,803	4,298	-0.4%	-11.8%
(英)FTSE100指数	7,608	7,545	7,385	+0.8%	+3.0%
(中国)上海総合指数	3,186	3,047	3,640	+4.6%	-12.5%
(香港)ハンセン指数	21,415	21,089	23,398	+1.5%	-8.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	111,351	107,876	104,822	+3.2%	+6.2%
(インド)SENSEX30指数	55,566	57,061	58,254	-2.6%	-4.6%
(ロシア)RTS指数	1,208	1,082	1,596	+11.7%	-24.3%
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	128.21	128.86	115.02	-0.5%	+11.5%
ユーロ	137.76	135.83	130.51	+1.4%	+5.6%
英ポンド	161.76	161.54	155.24	+0.1%	+4.2%
スイスフラン	133.45	132.90	125.76	+0.4%	+6.1%
豪ドル	91.95	91.70	83.42	+0.3%	+10.2%
加ドル	101.10	100.45	90.04	+0.6%	+12.3%
中国元 [※]	19.33	19.67	18.07	-1.7%	+7.0%
ブラジルリアル [※]	27.15	26.16	20.67	+3.8%	+31.3%
インドルピー	1.66	1.69	1.55	-1.8%	+7.1%
ロシアルーブル	2.09	1.81	1.57	+15.5%	+33.1%
タイバーツ	3.75	3.75	3.43	±0%	+9.3%
南アフリカランド	8.25	8.09	7.21	+2.0%	+14.4%
(※)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	2.85%	2.89%	1.50%	-0.04%	+1.35%
日10年国債利回り	0.24%	0.23%	0.07%	+0.02%	+0.17%
独10年国債利回り	1.13%	0.90%	-0.18%	+0.23%	+1.31%
豪10年国債利回り	3.37%	3.19%	1.69%	+0.18%	+1.68%
米政策金利(FFレート)	1.00%	0.50%	0.25%	+0.50%	+0.75%
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)	114.38	104.59	75.33	+9.4%	+51.8%
金(1オンス、ドル)	1,845.14	1,908.49	1,822.39	-3.3%	+1.2%

※ 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スリーレポート | 2022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、投資者の皆様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、ご投資にあ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 (2022年5月末日現在)

ご投資いただくお客様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、投資者の皆様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、すべて投資者の皆様へ帰属します。

■ 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 | 2022年6月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社