

Barometer

2022年
9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

サマラーリーの終焉



■グローバル資産クラス

インフレ率が、急速に低下する可能性は低いとみえています。また、企業景況感や消費者信頼感等のセンチメント指標(ソフトデータ)は悪化に転じていますが、中央銀行は、経済指標等のハードデータに反映されるまではソフトデータの悪化に関して警戒することはないように思われます。これらを勘案し、株式のアンダーウェイトと債券のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)、キャッシュのオーバーウェイトを継続します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、中国株式をニュートラルに引き下げます。輸出の伸びの頭打ちの兆しが散見されており、ピクテの中国景気先行指数は低下に転じています。また不動産市場においても深刻な問題が相次いで発生しており、苦境に終わりが見えてきません。バリュエーション(投資価値評価)の面で割安感はあるものの、少なくとも短期的にはリスクが高過ぎると考えます。

■株式:業種別

業種別では、一般消費財・サービス・セクターの過熱感が意識されるため、アンダーウェイトに引き下げました。バリュエーション面でも割安感はなく、世界各国でインフレ調整後の実質所得が急速に減少する中、個人消費支出に影響が及ぶ可能性があることも引き下げの理由です。

■債券

米連邦準備制度理事会(FRB)の引き締めペースの鈍化を見込み、米国国債のオーバーウェイトを維持します。一方、ユーロ圏については、エネルギー価格の急騰を背景にインフレの更なる高進が懸念されており、より強力な金融引き締めが必要と考えています。従って、ユーロ圏国債のアンダ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	
		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

サマーラリーの終焉

夏場の上昇相場(サマーラリー)は終焉を迎え、株式市場を取り巻く環境は、今後、大幅に悪化する公算が大きいように思われます。従って、株式の投資判断は、アンダーウェイトを継続します。また、債券のニュートラルとキャッシュのオーバーウェイトも継続します。

サマーラリーのきっかけとなったのは、原油価格の下落を背景にインフレが今後落ち着くとの見方が強まり、FRB による一層の積極的な金融引き締めに対する警戒感が後退したことや、米国経済指標が経済の底堅さを示唆する内容だったことで、投資家心理が改善したことなどです。しかしながら、原油価格は足元で再び上昇しており、インフレ率は、仮にピークを付けたとしても、急速に低下する可能性は低いとみています。企業景況感や消費者信頼感等のソフトデータは悪化に転じていますが、中央銀行は、経済指標等のハードデータに反映されるまではソフトデータの悪化に関して警戒することはないように思われます。また、バリュエーション指標やセンチメント指標を見ても、リスク性資産への投資を強く促すような水準にはありません。リスク性資産に強気に転じるためには、次のような条件がすべて満たされる必要があると考えます。1 点目は、債券利回り曲線(イールドカーブ)のスティープ化です。イールドカーブの右肩上がり(スティープ化した)形状は、先行きの力強い経済成長を示唆するものであり、強気相場の前提条件と考えます。2 点目は、企業の業績見通しと景気先行指標の下方修正が落ち着き、底入れのサインが出てくることです。3 点目は、テクニカル指標において、株式、特に景気敏感株が明確に売られ過ぎの状態にあることを示唆するような内容が確認されることです。債券については、インフレ率が中央銀行の目標水準付近に落ち着くことが必要と考えます。

ピクテの景気循環指標は、今後、インフレ指標が予想を上回って推移する可能性や経済成長鈍化の可能性を示唆しています。従って、特に、米国の経済指標低迷などを背景に、2022 年の世界の GDP 成長率予想を、従来予想の 2.9%から 2.5%に引き下げました。米国 GDP 成長率予想についても、従来予想の 3.0%から 1.6%に、大幅な下方修正を行っています。世界の景気先行指標は、国・地域や業種を問わず、総じて低調ですが、向こう数四半期については、米国、ユーロ圏ともに、辛うじて、景気後退局面(リセッション)入りを回避するものと考えます。米国のソフトデータとハードデータは一貫性に欠ける状況が一段と顕著になっているように思われます。小売売上高が底堅さを維持し、失業率は約 50 年ぶりの低水準に留まる中、GDP に占める住宅投資の割合は、世界金融危機後の最高水準を更新しています。ユーロ圏経済は、コロナ禍の規制解除後の需要回復を受けて 2022 年上期は相対的に堅調に推移しましたが、足元では低調です。また、ガス料金や電気料金の大幅な引き上げの影響が懸念されます。英国のリセッション入りは明らかですが、インフレ率が高止まりしているため、イングランド銀行は金融政策において難しい舵取りを迫られています。これに対し、中南米等の新興国や日本については、比較的安定した成長が見込まれます。

ピクテの流動性指標は引き続き流動性の縮小を示唆しており、特に米国と英国の縮小が際立ちます。先進国の主要な中央銀行は、利上げと量的金融引き締め(QT)を断行しており、主要国・地域の中央銀行の流動性は 2007 年以降で最も縮小しています。2022 年の世界の量的引き締めの総額は 1.5 兆米ドルに達すると予想されますが、これは 1%の利上げ効果に等しく、また新型コロナウイルスの感染拡大局面で供給された流動性のうち半分程度が回収されることとなります。この間、民間部門の信用創造のペースは鈍化しています。

ピクテのバリュエーション指標は、サマーラリーを経て、株式市場には再び割高感が見られる一方で、債券市場は、やや割安な水準で推移していることを示唆しています。グローバル株式の株価収益率(PER、12ヶ月先予想利益ベース)は6月

Barometer



半ば以降、15%程度と大幅に上昇したことから、投資妙味が薄れています。企業の利益成長率が伸び悩んでいることも懸念材料です。ピクテは2022年の利益成長率が、コンセンサス予想を下回る2%前後に留まり、経済の一段の減速に伴って下振れる可能性も否めないとみています。ピクテのバリュエーション・モデルを用いた分析は、新興国株式、素材セクター株式、コミュニケーション・サービス・セクター株式、英国債券、日本円およびユーロを選好する一方で、国際商品(コモディティ)、米国株式、公益セクター株式、ユーロ圏物価連動国債、中国債券および米ドルは割高な水準にあることを示唆しています。

ピクテのテクニカル指標は、2022年上期を通じて軟調に推移してきたリスク性資産のトレンド指標やセンチメント指標が総じて中立的な水準に戻ったことを示唆しています。センチメント指標は、割高感が見られる公益セクター株式およびユーロ・ハイイールド社債を除くと、中立的な水準となっています。投機筋によるS&P500種株価指数先物のポジションは、足元で売り建てのポジションが過去最高水準近辺で引き続き推移しているものの、徐々に減少し始めており、株式ファンドにも資金が流入し始めています。

地域別・業種別の株式市場

慎重な姿勢を強める

短期的には、景気敏感セクターの組入れを幾分か削減することが適当だと考えています。

中国株式には脆弱さが感じられます。直近の消費および投資関連指標は、事前予想を遥かに下回っています。また、輸出の伸びの頭打ちの兆しも散見されており、ピクテの中国景気先行指数は低下に転じています。更に懸念されるのは、不動産市場において深刻な問題が相次いで発生しており、苦境に終わりが見えないことです。ピクテのバリュエーション分析は中国株式が極めて割安な水準にあることを示唆しているものの、

少なくとも短期的にはリスクが高過ぎると考えます。また、これまでに講じられた施策は、中国経済に内在する脆弱性を払拭出来ていないと考えます。以上から、中国株式の投資判断を、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げます。

米国およびユーロ圏株式についても慎重な姿勢を維持します。米国市場は、依然として、最も割高な市場であり、企業の業績悪化の影響を被る公算が大きいと考えます。米国市場が今後の12ヵ月間でプラスのリターンを上げるには、実質GDP成長率が市場予想の2倍程度(+2.4%)に達するか、米10年物価連動国債の利回りが0%近辺に低下することが必要と考えています。

ユーロ圏経済は、主に、ウクライナ紛争を背景とした域内のエネルギー供給の縮小に起因して、リセッション入りの危機に瀕しています。

日本株式については選好を継続します。日本は、経済環境が比較的良好な数少ない国・地域の1つであり、2023年には、主要先進国・地域の中で、最も高い成長率を達成することが予想されます。日本経済はコロナ後の消費需要回復の恩恵が期待出来ることや、インフレ動向が相対的に穏やかであることに加え、政府が原子力発電所の再開を後押ししていることからエネルギー安全保障の先行きも良好と思われれます。

英国株式の一部にも投資の機会が見いだせると考えます。同国の代表的な株価指数には、景気変動の影響を受けにくいディフェンシブ銘柄やエネルギー・セクターの組入れが多いためです。また、ポンド安がグローバル企業の追い風となることも期待されます。

業種別では、ヘルスケア・セクターの選好を継続します。成長性の高い優良なディフェンシブ銘柄が多く、株価も手ごろな水準にあると考えるからです。一方、一般消費財・サービス・セクターは、5月以降はMSCI世界株価指数のリターンを上回って推移しており、過熱感が意識されるためアンダーウェイトに引き下げました。バリュエーション面でも割安感はなく、世界各国でインフレ調整後の実質所得が急速に減少する中、個

Barometer



人消費支出に影響が及ぶ可能性があることも引き下げの理由です。資源関連セクターでは、素材セクターをオーバーウェイトからニュートラルに引き下げる一方で、エネルギー・セクター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。素材セクターは同セクターにとって支援材料となりうる中国の経済政策の動向が不透明な点、エネルギー・セクターについて、中期的な上昇トレンドといったテクニカル指標の恩恵が期待される点などを考慮しました。

債券・為替

米国国債の選好を継続

米国の7月の消費者物価指数(CPI)の上昇が市場予想を上回るペースで鈍化したことから、投資家は、FRBの積極的な金融引き締めが期待された効果を発揮しているとの確信を強めました。足元において市場は、現在2.25%~2.50%の政策金利が2023年3月に3.9%前後でピークを付け、同年末にはFRBが利下げに方向転換することを織り込んでいます。FRBの引き締めペースの鈍化を見込み、米国国債をオーバーウェイトとしています。また米国国債は、世界の景気先行指標が低下する環境下において、安全資産としての特性を有することもプラス材料となっています。

一方、ユーロ圏については、より強力な金融引き締めが必要と考えています。欧州中央銀行(ECB)は、二桁に迫る域内のインフレ制圧のため、7月の理事会で50ベースポイント(0.5%)の利上げを行って市場を驚かせましたが、エネルギー価格の急騰が足元も収まらないことから域内のインフレ率はもう一段の上昇が予想されます。足元で市場はECBによる年内の利上げ幅が、7月時点の予想を上回り、135ベースポイント(1.35%)に達することを織り込んでいます。こうした状況を勘案し、ユーロ圏国債のアンダーウェイトを継続します。また、域内経済の先行きが期待出来ないことから、ユーロ投資適格

社債、ユーロ・ハイイールド債ともにアンダーウェイトを維持します。

新興国債券については、国債、社債ともにニュートラルを継続します。新興国の中央銀行は、総じて、予防的な利上げによってインフレ抑制を図っており、先進国に比べて優勢にあると考えます。従って、新興国経済の先行きには楽観的な見方を強めています。

通貨では、米ドル高が、短期的には継続するものと見ています。米ドルは、既に主要通貨に対して大きく上昇しており、割高感が見られますが、FRBの利上げ継続と米国経済の底堅さが下支えとなっています。人民元については、アンダーウェイトを継続します。米・中間の金利差が縮小し、中国からの資金流出が進む中、人民元は、対米ドルで2020年9月以来の安値を更新しています。国際金融協会(IIF)のデータによると、中国の株式および債券両市場からは、7月に月間で総額65億米ドルの資金が流出しています。

安全通貨とされる円とスイスフランについては、オーバーウェイトを継続します。

グローバル市場概況

株式と債券の同時安

2022年8月のグローバル株式市場は、前半と後半で様変わり展開となり、上昇して始まったものの、月後半にかけて下落基調に転じました。MSCI世界株価指数の年初来リターンは、現地通貨ベースで-14%前後と下落幅が拡大しました。月初は、米国のインフレ頭打ちの兆しが好感されたものの、経済指標の悪化を受け、米国経済の軟着陸(ソフトランディング)に対する楽観的な見方が急速に後退しました。FRBのパウエル議長は、物価安定を取り戻すには暫く時間を要する公算が大きく、安定に至る過程では潜在成長率を下回る成長を続ける必要があると発言しています。S&P500種株価指数は4%程度下落となり、ユーロ圏、英国、スイスの株式市場もいずれも下落

Barometer



しました。一方、新興国市場は、堅調な中南米をけん引役に1%程度のプラスリターンとなりました。日本市場もプラス圏に留まりました。

グローバル株式市場では、小型株、大型株、成長株(グロース株)、割安株(バリュー株)がいずれも下落しました。業種セクターでは、原油価格が約11%も下落する中、エネルギー・セクターが上昇しました。

欧米を中心に利上げの継続が見込まれることから、債券市場も軟調でした。8月のユーロ圏消費者物価指数(速報値)が前年同月比+9.1%と過去最高を更新する中、ドイツ10年国債利回りは、月間ベースでは約30年ぶりの上昇幅となりました。米国2年国債利回りは、市場が利上げの継続を織り込む中3.5%付近まで上昇し、約15年ぶりの水準となりました。先進国社債は、投資適格社債、ハイイールド債ともに軟調でした。

通貨では、米ドルが引き続き堅調で、名目実効為替レートは20年ぶりに高値を更新しました。対ユーロでは、1ユーロ=1米ドルの等価(パリティ)近辺で推移し、対円では、心理的な節目であり、為替介入の可能性につながるとの見方もある1米ドル=140円付近まで上昇しました。

※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（2022年8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	31,510	32,845	36,338	-4.1%	-13.3%
(米)ナスダック総合指数	11,816	12,391	15,645	-4.6%	-24.5%
(日)TOPIX	1,963	1,940	1,992	+1.2%	-1.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,517	3,708	4,298	-5.1%	-18.2%
(英)FTSE100指数	7,284	7,423	7,385	-1.9%	-1.4%
(中国)上海総合指数	3,202	3,253	3,640	-1.6%	-12.0%
(香港)ハンセン指数	19,954	20,157	23,398	-1.0%	-14.7%
(ブラジル)ボベスパ指数	109,523	103,165	104,822	+6.2%	+4.5%
(インド)SENSEX30指数	59,537	57,570	58,254	+3.4%	+2.2%
(ロシア)RTS指数	1,258	1,129	1,596	+11.4%	-21.1%
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	138.63	134.61	115.02	+3.0%	+20.5%
ユーロ	139.03	137.25	130.51	+1.3%	+6.5%
英ポンド	161.80	163.86	155.24	-1.3%	+4.2%
スイスフラン	142.40	141.07	125.76	+0.9%	+13.2%
豪ドル	95.14	94.20	83.42	+1.0%	+14.0%
加ドル	105.93	105.08	90.04	+0.8%	+17.6%
中国元 [※]	20.11	19.84	18.07	+1.4%	+11.3%
ブラジルリアル [※]	26.76	25.71	20.67	+4.1%	+29.4%
インドルピー	1.75	1.70	1.55	+2.9%	+12.9%
ロシアルーブル	2.31	2.16	1.57	+6.9%	+47.1%
タイバーツ	3.80	3.70	3.43	+2.7%	+10.8%
南アフリカランド	8.17	8.15	7.21	+0.2%	+13.3%

(※)リフィニティブ an LSEG business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	3.15%	2.64%	1.50%	+0.50%	+1.65%
日10年国債利回り	0.23%	0.12%	0.07%	+0.10%	+0.16%
独10年国債利回り	1.48%	0.77%	-0.18%	+0.71%	+1.66%
豪10年国債利回り	3.61%	3.06%	1.69%	+0.55%	+1.91%
米政策金利(FFレート)	2.50%	2.50%	0.25%	±0%	+2.25%
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)	0.50%	0.50%	0.00%	±0%	+0.50%

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)	90.09	101.31	75.33	-11.1%	+19.6%
金(1オンス、ドル)	1,719.56	1,764.24	1,822.39	-2.5%	-5.6%

※ 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 an LSEG business のデータを使用しピクテ・ジャパン作成

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 | 2022 年 9 月



PICTET

ピクテ・ジャパン株式会社

Barometer

ピクテ・ジャパン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、投資者の皆様は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8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・ジャパン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・ジャパン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様に帰属します。■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・ジャパン株式会社

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