

Barometer

2021年
8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

中国投資の全面回避は無用



■グローバル資産クラス

中国の規制当局が一部の業界に対する締め付けを強化していることに加えて、新型コロナウイルスの感染拡大が継続している状況ですが、世界経済の拡大基調が続く限り、株式市場が大きく下落する公算は小さいと考えます。このような状況を勘案し、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。債券およびキャッシュについて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、欧州株式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。今後は欧州がコロナ危機からの景気回復を主導するとの見方や、実質金利が上昇する局面で良好なリターンを上げる傾向が強い金融株等の占める比率が高い点などが背景です。また、スイス株式についても、強気相場の中盤で良好なリターンを上げる傾向が強い優良銘柄(クオリティ銘柄)が多いことから、ニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。一方で、米国株式は、企業業績の拡大余地が限定的との見方や、インフレ見通しが不透明であり、米連邦準備制度理事会(FRB)による想定外の金融引き締めに対して脆弱であると判断し、アンダーウェイトを維持します。

■株式:業種別

金融セクターと、バリュエーション面での割安感が際立つ不動産セクターのオーバーウェイトを維持する一方で、一般消費財・サービスセクターはアンダーウェイトを継続します。

■債券

割高感が出てきた米国国債の投資判断をオーバーウェイトからニュートラルとします。また、中国国債について、10年国債利回りが3%を割り込んだことや規制当局の締め付けが今後の資金流入に影響を及ぼす可能性などを踏まえて、フル・オーバーウェイトからオーバーウェイトに引き下げます。

| 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 | |

Barometer



資産配分

大局的な視点を維持

7月の株式市場は夏枯れ相場とはならず、堅調な展開となりました。新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念されているにもかかわらず、世界経済は力強く成長しています。一方、特に米国では、インフレ圧力が増す一方です。また、中国では、株式市場混乱の様子が窺えます。

中国政府が、突如として民間の学習塾を対象とした規制策を発表したことは、凡そ1,000億ドル規模の教育サービス・セクターを閉鎖したことに等しく、規制当局の締め付けの強化を巡る懸念が強まりました。今回の規制策は、配車アプリの滴滴出行(DiDi)やその他のeコマース企業を標的としたサイバーセキュリティを巡る審査、海外市場における新規株式公開(IPO)の審査の強化、一部のeコマース大手に対する罰金の徴収や規制の強化等に続いて発表されたものです。

規制当局は、変動持分事業体(VIE)スキームの採用に対しても規制を強め始めています。VIEは、テクノロジー・セクター等の主要セクターに海外からの投資資金を呼び込むことを狙って設計され、非課税地域(タックス・ヘイブン)に設立される、事業運営を行わない持ち株会社です。

こうした動向を肯定的に解釈するとしたら、規制の枠組みの外で急拡大した業界の革新(イノベーション)と驚異的な成長スピードに対して、規制当局が遅れた反応を示したといえます。こうした動きが、実質的に、中国株式や中国債券に恒久的な「リスク・プレミアム」を付与することになったとしても、そのことが中国経済の成長モデルや同国の金融資産に対する幅広い投資家層からの投資フローを根本的に変えることはないと考えます。

とはいえ、これまで以上に慎重な姿勢で投資に臨むことは理に適っていると思われます。従って、年初来、堅調に推移してきた中国債券を一部売却し、利益を確定しました。

中国債券の他では、株式、債券ならびにキャッシュのニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。また、資産クラスの中では、欧州株式等、景気回復の恩恵が期待される資産を選好します。

ピクテの景気循環指標は、2四半期連続のマイナス成長に陥っていたユーロ圏の経済活動が、全域で力強く回復しつつあることを示唆しています。購買部担当者景気指数は高水準を維持しており、とりわけサービス・セクターの堅調さが際立ちます。また、小売売上高指数はコロナ前の趨勢(トレンド)を回復し、銀行融資の条件も緩和されつつあることから、今後の信用の伸びが期待されます。ユーロ圏の経済成長は、景気拡大ペースの鈍化の兆しが散見される米国とは対照的に、市場のコンセンサス予想を上回る公算が大きいように思われます。米国の4-6月期実質GDP成長率は、6.5%(前期比年率)と、市場のコンセンサス予想を2%前後下回ったことが懸念されます。

中国経済は、鉱工業生産、建設活動などがいずれも3年平均を下回り、ピークを打ったことが明らかですが、2021年通年の成長率は、市場のコンセンサス予想(8.5%)を2%近く上回る10%に達するものと見ています。

規制当局の取り締まりが経済成長を脅かすとしても、幸いなことに、中国の金融政策には様々な手段を講じる余地が残されていることがピクテの流動性指標から示唆されます。中国人民銀行は、先般、預金準備率の50ベースポイント(0.5%)の引き下げを発表していますが、今後数か月間のうちに、追加の施策を発表すると考えます。

一方、米国は中国と異なり、米連邦準備制度理事会(FRB)は、金融引き締めへの入り口に差し掛かろうとしています。直近の連邦公開市場委員会(FOMC)では、経済情勢の改善と労働市場の「進展」が強調されました。とはいえ、ピクテは、引き締めに向けたプロセスが比較的緩やかなものになると予想しています。弊社のモデルで測定すると、足元の米国の金融政策は、先進国の中で最も緩和的です。

Barometer



ピクテのバリュエーション指標が特に明確に示唆しているのは、米国国債の割高感です。ピクテのバリュエーション指標がフェアバリューとして示唆する 1.7%の水準と比較すると割高感が際立って見えます。

米国株式も同様に割高です。12 ヶ月先予想利益ベースの株価収益率(PER)は 21 倍程度に達しています。経済成長率のトレンドが変わらず、企業の利益率が高止まり、金利が低位に留まる場合に限って、この水準は持続可能だと考えます。また、米国の企業業績の回復は、これまでのところ、GDP 成長率と足並みを揃えていることから、GDP 成長率予想の上方修正がなければ、今年の利益成長率の一段の上昇の公算は小さいと考えます。

ピクテのテクニカル指標は、株式と債券のリターンの相関が再び逆相関に転じたことを示唆しています。このことは、債券投資による分散効果が高まったことを意味します。

この他、テクニカル指標からは、投資家が慎重な姿勢を強めているように見てとれます。足元の数週間、優良銘柄(クオリティ銘柄)を投資対象とする株式ファンドや国債市場に大量の資金が流入していることがこれを示唆しています。7 月は月初からの 3 週間で、テクノロジー、ヘルスケア、消費財の 3 セクターに資金が流入しています。また、金融、素材、エネルギーなどの景気敏感セクターから資金が引き揚げられています。

地域別・セクター別の株式市場

欧州が世界の景気回復を主導

ユーロ圏では、ワクチン接種が順調に進み、各国政府が都市封鎖(ロックダウン)を解除していることから、株式市場の見通しが改善しています。ユーロ圏は、米国に代わって、コロナ危機からの景気回復を主導しています。域内の事業活動は拡大を続けており、人の移動を表す指標は、既に、コロナ前の水準を回復しています。

欧州株式は、今後予想される実質金利の上昇からも恩恵を受けることが期待されます。これは、実質金利の上昇局面で良好なリターンを上げる傾向が強い金融株等、割安株(バリュー株)の欧州株価指数に占める比率が高いからです。以上を根拠に、欧州株式の投資判断をオーバーウェイトに引き上げました。

同時に、スイス株式もオーバーウェイトとしました。スイス市場では、強気相場の中盤で良好なリターンを上げる傾向が強い優良銘柄(クオリティ銘柄)が多数取引されているためです。

その他の地域で、ピクテのモデルが「買い」のシグナルを出しているのは英国株式です。英国株式の予想配当利回りは約 4%と世界株式平均の 2 倍相当で、その他のバリュエーション指標で見ても魅力的です。また、株式市場の追い風となっているのが、今年(2021 年)の経済成長率予想が約 7%と良好なことであり、2020 年にはほぼ 300 年ぶりに 10%近いマイナス成長を記録したのとは対照的です。来年(2022 年)についても、米国と並んで主要先進国の中で最も高い成長率が予想されています。こうした良好な環境にもかかわらず、英国株式の予想 PER は MSCI 全世界株価指数を約 30%下回る水準で推移しています。ピクテは、今後数カ月のうちに英国株の割安感が薄れてくると見えています。

中国と中国以外の新興国株式については、ニュートラルを維持します。中国の景気先行指数はおおよそ 11 ヶ月連続で低下しており、景気回復の勢いが衰えてきていることを示唆しています。また、ハイテク、教育サービス、不動産等の業界に対する規制当局の締め付けは、当該業界の将来の収益性に対する懸念を強めるもので、成長セクターのバリュエーションを更に低下させる可能性があると考えます。とはいえ、中国株式市場からの全面撤退が正当化されるとは思いません。

中国人民銀行は、先般、国内銀行に対して預金準備率の 50 ベースポイント(0.5%)の引き下げを発表しており、利払いコストの引き下げと景気浮揚を図って、今後、緩和バイアスを強めていくことを示唆していますが、そうなれば、リスク資産にとって中期的な支援材料になるはずですが、

Barometer



日本についても、ニュートラルを維持します。経済指標には失望感を誘うものが多く、新型コロナウイルスのワクチン接種も他の先進国に出遅れているからです。

唯一アンダーウェイトとしているのが米国です。S&P500 種株価指数は、堅調な企業業績を受け、2020 年末以降で 15% 以上も上昇していますが、既に過去最高水準に達した利益率には上昇余地が小さいことから、下期に上期同様の上昇が実現する公算は極めて小さいと考えます。ピクテのモデルは、米国株式の PER が年末までに 15% 程度低下することを示唆しています。中古車等、新型コロナウイルス感染が拡大する環境下で価格が上昇しやすい品目によるインフレ圧力の強まりが懸念されており、こうした状況が長期化すれば、インフレ期待に変化が見られる可能性も考えられます。また、このことは、金融緩和の早期縮小を、FRB に促す可能性もあると考えます。

債券・為替

米国国債の割高感

債券市場は、力強い上昇相場を展開し、利回りが急低下(債券価格は上昇)したことから、米国国債を一部売却し、利益を確定しました。また、投資判断はオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。

利回りの低下は、当初は、米国の経済成長がピークを迎えるという兆候に反応したものでしたが、その後は、景気先行指数が直近のピークから小幅に低下したことや、新型コロナウイルスのデルタ型変異株の感染拡大を巡る懸念が強まったことが、一段の低下を促しました。

もともと、月間で 0.2% を上回る幅での低下を記録し、7 月末時点で 1.2% 台で推移する米国 10 年国債利回りは、米国経済活動の勢いの鈍化を勘案しても、低過ぎると思います。ピクテのバリュエーション・モデルが、適正水準を 1.7% 前後としていることが根拠の 1 つとして挙げられます。

ピクテのこうした見方は、債券市場の上昇相場がショートポジションの巻き戻しというテクニカル要因を一因としていることから裏付けられます。投資家の大半は、景気回復と都市封鎖(ロックダウン)の解除を受け、米国国債を中心に、債券を空売りしていました。従って、債券利回りが低下(債券価格が上昇)し始めた時点で、ショートポジションを構築していた多くの投資家がポジション巻き戻しの買いに走って、上昇相場を煽る結果となり、債券価格を経済ファンダメンタルズとは相容れない水準に押し上げたとみています。

FRB が金融引き締めを開始を検討していると考えられる局面で実質利回りが過去最低水準を更新したことも、投資家に、市場の割高感を確信させるきっかけとなりました。

ピクテは、この間、中国国債についても、組入れを若干落として利益を一部確定し、投資判断をフル・オーバーウェイトからオーバーウェイトに引き下げました。中国 10 年国債利回りは 3% を割り込んでおり、特に、規制当局の締め付けが今後の資金流入に影響を及ぼす可能性を勘案すると、投資妙味が薄れています。

ピクテのモデルでは、先進 10 カ国の通貨の中で、円が最も割安です。米ドル高は、ショートポジションの巻き戻しに因るものです。また、英ポンドの割高感は解消されています。

グローバル市場概況

中国株式を除き、概ね堅調な相場展開

7 月のグローバル債券市場は活況を呈して 1.4% 超の上昇となり、年初来の下げを一部相殺しました。市場はほぼ全面高の展開となり、月間リターンは米国国債が約 +1.3%、英国国債が、現地通貨ベースでほぼ +3% と堅調でした。

もともと、債券市場の上昇は、リスク資産からの資金シフトに因るものではなかったように思われます。株式市場の月間リターンは +0.7% と、一部の市場を除くと、概ね良好で、米国市

Barometer



場が+2.4%けん引役になりました。警戒されるのは、規制当局が、民間教育サービス・セクターに対する規制を発表した中国市場の急落です。新興国市場は連れ安の展開となり、中でもアジア株式の月間リターンは、-7.5%と下げが際立ちました。日本も-2%程度と売られました。ここでは、新型コロナウイルスの感染拡大が下げの要因だったように思われます。

成長株(グロース株)は月間を通して堅調に推移したことから、年初来リターンは、割安株(バリュー株)に並びました。バリュー株は、年初の数ヵ月間、グロース株を上回って推移しました。エネルギー・セクターは利益確定の売りで-6%の下げとなりましたが、年初来リターンは+20%を上回っています。素材、ヘルスケア、情報技術の各セクターは、いずれも堅調でした。

債券市場は堅調だったものの、金やその他の国際商品(コモディティ)市況から判断するならば、インフレ懸念が残ると考えます。金の月間リターンは+3.3%と堅調でしたが、年初来リターンは低迷しています。原油を含むその他のコモディティは、総じて、上昇しました。

社債市場も堅調でした。国債市場と株式市場の上昇を受けて、米国、欧州とも、投資適格社債が特に堅調でした。

※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7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 | 34,935 | 34,503 | 30,606 | +1.3% | +14.1% |
| (米)ナスダック総合指数 | 14,673 | 14,504 | 12,888 | +1.2% | +13.8% |
| (日)TOPIX | 1,901 | 1,944 | 1,805 | -2.2% | +5.3% |
| (日)日経ジャスダック平均 | 3,953 | 3,998 | 3,719 | -1.1% | +6.3% |
| (欧)ユーロ・ストックス50種 | 4,089 | 4,064 | 3,553 | +0.6% | +15.1% |
| (英)FTSE100指数 | 7,032 | 7,037 | 6,461 | -0.1% | +8.9% |
| (中国)上海総合指数 | 3,397 | 3,591 | 3,473 | -5.4% | -2.2% |
| (香港)ハンセン指数 | 25,961 | 28,828 | 27,231 | -9.9% | -4.7% |
| (ブラジル)ボベスパ指数 | 121,801 | 126,802 | 119,017 | -3.9% | +2.3% |
| (インド)SENSEX30指数 | 52,587 | 52,483 | 47,751 | +0.2% | +10.1% |
| (ロシア)RTS指数 | 1,626 | 1,654 | 1,387 | -1.7% | +17.2% |
| 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 | 109.49 | 110.58 | 103.50 | -1.0% | +5.8% |
| ユーロ | 130.11 | 131.58 | 126.95 | -1.1% | +2.5% |
| 英ポンド | 152.76 | 153.16 | 139.82 | -0.3% | +9.3% |
| スイスフラン | 120.85 | 120.05 | 117.15 | +0.7% | +3.2% |
| 豪ドル | 80.86 | 83.12 | 78.84 | -2.7% | +2.6% |
| 加ドル | 87.84 | 89.15 | 80.83 | -1.5% | +8.7% |
| 中国元 [※] | 17.00 | 17.18 | 15.79 | -1.0% | +7.7% |
| ブラジルリアル [※] | 21.32 | 22.12 | 19.88 | -3.6% | +7.3% |
| インドルピー | 1.48 | 1.50 | 1.42 | -1.3% | +4.2% |
| ロシアルーブル | 1.49 | 1.52 | 1.41 | -2.0% | +5.7% |
| タイバーツ | 3.33 | 3.44 | 3.44 | -3.2% | -3.2% |
| 南アフリカランド | 7.51 | 7.70 | 7.04 | -2.5% | +6.7% |
| (※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 | 1.24% | 1.44% | 0.91% | -0.21% | +0.33% |
| 日10年国債利回り | 0.00% | 0.05% | 0.02% | -0.05% | -0.02% |
| 独10年国債利回り | -0.50% | -0.25% | -0.58% | -0.25% | +0.07% |
| 豪10年国債利回り | 1.16% | 1.52% | 1.01% | -0.36% | +0.15% |
| 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) | 73.93 | 73.52 | 48.35 | +0.6% | +52.9% |
| 金(1オンス、ドル) | 1,823.24 | 1,765.43 | 1,897.77 | +3.3% | -3.9% |

※ 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8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7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8月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社