

# Barometer

2021年  
12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

## オミクロン株に身構えるべきか



### ■グローバル資産クラス

新型コロナウイルスのオミクロン株の出現に伴って不確実性は高まっていますが、世界は経済活動再開と経済正常化に向けた道を着実に歩んでいると考えています。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)、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。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、新興国(除く中国)の投資判断をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。新興国の経済成長率が先進国の経済成長率を下回る環境下において、新興国株式市場が苦戦する状況が予想されます。

### ■株式:業種別

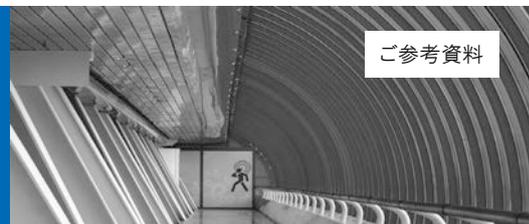
業種別では、一般消費財・サービス・セクターの投資判断を、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。特に米国において、物価上昇にもかかわらず、消費活動は旺盛です。自動車セクターに影響を及ぼしていた供給制約も近いうちに改善され始めることが予想されます。一方で、公益セクターと生活必需品セクターをニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。いずれも、債券を代替するディフェンシブなセクターとみなされており、債券利回りの上昇局面では苦戦を強いられることが予想されます。

### ■債券

米国投資適格社債の投資判断をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。米国10年国債利回りの上昇が予想される中、現在のような社債スプレッド水準が低位な環境下では、米国投資適格社債のトータルリターンはマイナス圏に沈むとみえています。

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

### 経済活動の再開は順調に進む

株式などのリスク性資産は過去最高値近辺で堅調に推移していますが、こうした状況には理由があると考えます。

需要面では、個人消費および企業の設備投資ともに旺盛です。サプライチェーンの目詰まりは解消し始めているように思われ、物価上昇圧力が緩和される可能性が考えられます。企業業績については、売上高、利益率ともに堅調です。これらは短期的には、株式市場の支援材料と考えられます。

一方、経済の先行きを見通す上で、新型コロナウイルスの変異株の出現を考慮に入れる必要があります。新たに確認された新型コロナウイルスのオミクロン株は、パンデミック(世界的な大流行)の収束に対する投資家の楽観姿勢を後退させ得るものです。新型コロナウイルスのワクチン接種および治療薬開発等の進捗状況が、景気回復のペースを決定付ける局面は既に通過していたとしても、引き続き影響を及ぼすことは必至です。世界保健機関(WHO)が最も高リスクとされる「懸念される変異株(VOC)」に分類した新型コロナウイルスのオミクロン株の出現に金融市場が動揺したことは明らかです。新型コロナウイルスが既に数多くの変異を起こしていることを踏まえると、現在使われているワクチンの効果も次第に薄れていく可能性があります。また、オミクロン株の重症化率についても現時点では、詳細な分析結果が出ておらず、定かではありません。このような不透明な状況下において、各国政府が早急にリスク回避のための対策を講じています。多くの国が渡航制限を導入しているのは、恐らく、2021年にデルタ株が流行し始めた際に、迅速に対応を講じることができなかつたとの教訓を得たからだと思われます。とはいえ、状況がすべて悪いというわけではありません。

新型コロナウイルスの感染拡大は、供給制約等のひずみをもたらしたとはいえ、世界経済は、総じて予測のつかない事態に

うまく適応してきており、感染拡大の弊害に耐え得る態勢は次第に整えられてきています。また、世界各国に配布されたワクチンを、新しい変異株の予防のために接種できるよう改良することも可能なようです。従って、不確実性は高まっており、経済活動も直ちに完全再開とはいかないまでも、世界は経済活動再開と経済正常化に向けた道を着実に歩んでいると考えています。

こうした状況を踏まえ、資産クラス別の投資判断は、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、新型コロナウイルス危機からの回復基調が継続していることを示唆しています。都市封鎖(ロックダウン)の再発動や新規感染者数の急増を背景とした欧州経済の短期的な下振れが懸念されるものの、先進国経済の回復状況について、見通しの確信度が増えています。米国の経済成長は、実質ベース、名目ベースの双方で、堅調さを維持するとみています。世界経済については、サービス業が回復の勢いを増すものと予想しています。サービス業は、通常は製造業を後追います。足元で製造業の成長ペースが減速しており、さらにオミクロン株の出現により不確実性が増しているものの、経済活動の再開が進むにつれて、景気回復の次の局面はサービス業がけん引していくと考えています。

2022年前半にかけて、経済成長の再加速を予測しています。世界経済の成長ペースは、過去の長期トレンドを上回ると見ており、2022年通年のGDP(国内総生産)成長率は前年比+4.8%と予想しています。

ピクテの流動性指標は、一部の国・地域の中央銀行による量的緩和縮小を背景に、2021年10-12月期の信用供与が大幅に減少することを示唆しています。一方、米国を中心に、民間部門の信用供与の伸びを示す兆候が認められているほか、中国では金融政策が緩和的な方向に転じ始めています。ただし、民間部門での借入増加は、過去の例では、中央銀行による金融引き締めペースを加速させ、金利水準の上昇要因となっていることに注意が必要です。

# Barometer



ピクテのバリュエーション指標は、株式が過去最高値近辺で推移するなど、すべての主要な資産クラスが過去の価格水準との比較で割高な水準にあることを示唆しています。唯一の例外はラテンアメリカ株式市場です。その他、各資産クラスを相対的に比較した場合、英国株式市場も割安な水準です。米国市場は最も割高で、一般消費財・サービス・セクターは、テクノロジー・セクターと同等に割高な水準に近付きつつあります。景気変動の影響に左右されやすい景気敏感株は、インフレ期待が高まる中、景気変動の影響に左右されにくいディフェンシブ株を上回るパフォーマンスで推移しており、ディフェンシブ株に対するプレミアムは16%に迫り、景気サイクル別に見ると、過去最高水準といえます。

流動性の縮小と実質利回りの上昇が株価収益率(PER)を低下させることが懸念されていますが、今年前半のうちに低下幅の半分程度は株価に織り込まれたとみています。企業の利益成長率はやがて鈍化する見通しですが、2022年については16%を予想しています。

債券市場については、中国国債の投資判断をニュートラルへ引き下げさせるようなシグナルが点灯しています。また、米国投資適格債の割高感も際立って見えます。米国物価連動国債は、インフレ率の急騰を受けて資金が流入した結果、利回りは-1%程度へと低下し、ピクテのモデルによる試算結果では、2番目に割高な資産となっています。

ピクテのテクニカル指標は、グローバル株式の一段の強気トレンドを示唆しています。一方で、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ(BAML)のファンド・マネジャー調査によれば、債券に対する投資家のポジションは極めて弱気とのことですが、弊社の指標についても同様に弱気な試算結果を示しています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 堅調な企業業績

新型コロナウイルスの感染者数の増加やサプライチェーンの混乱、インフレ懸念等が、ここ数カ月、世界経済の下押し圧力

となつていますが、楽観的な見方の根拠も散見されます。サプライチェーンの混乱は解消し始めており、インフレ圧力は向こう数カ月のうちにもピークを付けて、2022年末までには物価上昇ペースが緩やかになると予想されています。オミクロン株の出現による一定程度の影響は予想されるものの、経済の更なる成長、とりわけ、サービス業の業績回復が期待されます。ピクテは、コンセンサス予想を上回る世界経済の成長を見込んでおり、世界の大半の市場において、良好な企業業績が発表されると予想しています。ピクテの2022年の利益成長率予想は、前年比16%とコンセンサス予想の同7%を大きく上回ります。特に、未だ景気回復の途上であるユーロ圏と日本の企業は、コンセンサス予想を上回る利益成長を実現するものと見ています。

業種別では、一般消費財・サービス・セクターの投資判断を、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。特に米国において、物価上昇にもかかわらず、消費活動は旺盛です。自動車セクターに影響を及ぼしていた供給制約も近いうちに改善され始めることが予想されます。こうした企業の現在の利益予想は、底と思われ、向こう数カ月経てば上方修正が続く可能性を示唆しています。

不動産セクターも選好しています。バリュエーションは過去20年平均を下回り、ピクテの試算では最も割安なセクターの1つです。不動産株式はインフレヘッジの手段となり得ることも注目すべき点です。

金融セクターは複数の理由から引き続き選好しています。バリュエーションの観点で魅力的な株価水準を維持しており、それに加えて、債券利回りの上昇に伴って利鞘の改善が予想されます。また、各国の規制当局による銀行の配当支払い停止や制限はほぼ解除されています。

一方、ディフェンシブ株には慎重な姿勢を強めています。経済活動が再開する局面では軟調な展開が予想されます。従って、公益セクターと生活必需品セクターともに、ニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。いずれも、債券を代替するディフェンシブなセクターとみなされており、債券利回りの上昇局面では苦戦を強いられることが予想されます。また、

# Barometer



公益セクターは、各国でエネルギー価格の抑制を図る政策が導入されれば大きな影響を被る可能性があります。生活必需品セクターについても、新興国の経済成長が通常は支援材料となりますが、新興国経済の目先の見通しは明るいとはいえ、支援材料として期待できません。

米国の経済成長率は、名目ベース、実質ベースともに高水準を維持することが予想されています。したがって、新興国の経済成長率が先進国の経済成長率を下回る環境下において、新興国株式市場が苦戦する状況が予想されます。また、米国経済が相対的に堅調に推移すると予想されることに加え、米連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)の金融政策の方向性の違いが米ドル高基調をもたらしており、これが新興国株式にとっての下押し圧力となっています。従って、(中国を除く)新興国株式をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。新興国株式市場は2022年後半にかけて勢いを取り戻すと予想していますが、経済情勢の改善と、新興国の金融引き締めや引き締めペース次第で前後するとみえています。

## 債券・為替

### ボラティリティの上昇に備える

債券資産クラスを取り巻く投資環境が近い時期に改善される公算は極めて小さいと考えます。インフレが継続し、中央銀行が量的緩和縮小の姿勢を強める環境下において、債券利回りの上昇が予想されます。複雑な状況を更に悪化させているのが、中央銀行の政策転換を受け、国債市場のボラティリティが年間を通じて上昇していることです。

2022年は、特に米国で、債券利回り曲線(イールドカーブ)の平坦化(フラットニング)が進むと考えます。ただし、物価上昇のリスクなどを考慮すると、中長期国債への投資によって期待される収益は魅力的な水準とはいえません。従って、債券のアンダーウェイトを継続します。

社債市場では、バリュエーション面での割高感が際立つ米国投資適格社債をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。米国投資適格社債の米国国債に対する利回り格差(社債スプレッド)は100ベーシスポイント(1.00%)近辺で推移しています。ピクテの分析では米国10年国債利回りが2%に向けて上昇することが予想されており、現在のような社債スプレッド水準が低位な環境下では、2022年の米国投資適格社債のトータルリターンはマイナス圏に沈むことが予想されます。また、米国投資適格社債は、欧州投資適格社債に比べてデュレーションが長く、相対的に投資妙味に欠けると考えています。米国ハイイールド社債を取り巻く環境も同様に良好とはいえません。ピクテのモデルの試算結果において最も魅力に欠ける資産クラスであることから、アンダーウェイトを継続します。

債券セクターで唯一注目されるのが、オーバーウェイトを継続する中国国債です。魅力的な利回り水準とポートフォリオのリスク分散効果が期待できる点に加えて、中国のインフレ圧力が相対的に抑えられていることもポジティブな要素です。また、強力な構造改革などを背景に、人民元の堅調な推移が見込まれることも注目すべき点です。人民元は、巨額の経常黒字と海外からの資金流入を受け、貿易加重ベースで6年ぶりの高値を更新しています。中国債券市場への直近の月間資金流入額は63億米ドルに達しています。

その他の国債市場では、アンダーウェイトを継続するスイスを除き、すべてニュートラルを継続します。

通貨市場では、当面、米ドル高の基調が継続すると考えます。ただし、既に割高感が強いことに加え、過度に強気の投資家のポジションが積み上がっていることから、上昇余地は限定となる公算が大きいと考えます。一方、英ポンドの軟調な推移を予想します。英国経済は供給制約の弊害に加え、中央銀行であるイングランド銀行がインフレ抑制のための利上げを2021年内に実施できるか、不確実性が高まっているためです。

# Barometer



## グローバル市場概況

### オミクロン株の脅威

新型コロナウイルスのオミクロン株の出現と、現在使用されているワクチンの効果が薄れる可能性があるとの警告を受けて投資家のリスク選好姿勢が後退したことから、11月の株式市場は下落しました。欧州の一部の国が移動制限等の規制強化に踏み込んだことなどから、グローバル経済の先行きに対する不透明感が強まり、原油やその他の国際商品(コモディティ)価格は大幅に下落しました。

米国株式市場の月間リターンは-1%となりましたが、株価は引き続き過去最高値水準をやや下回る水準で推移しています。パウエルFRB議長が議会証言で、債券買入の減額ペースを加速させる可能性を示唆したことなどから、早期の金融引き締め懸念が強まり、下落しました。もともと、米国株式市場の年初来リターンは+20%強と他国の株式市場を上回っています。

スイス株式についても、主要株価指数にディフェンシブ銘柄の組入れが多いことなどを背景に、月間リターンは-0.2%と他国よりも底堅く推移しました。

新興国株式および新興国債券は、米ドル高が嫌気され、いずれも下落しました。民間投資の減少、不動産セクターの過剰債務、規制当局による一部企業の締め付け等、中国経済を巡る不透明感も新興国市場全体を下押ししました。この間、韓国や南アフリカ等、複数の新興国が政策金利の引き上げを実施しました。

業種セクターでは、エネルギー・セクターが最も大きく売られ、月間リターンは5%超のマイナスとなりました。一方、好業績を発表した情報技術(IT)セクターの月間リターンは+2%程度と堅調でした。また、公益、素材、一般消費財・サービスの3セクターについても、月間リターンが1%程度下落に留まり、底堅く推移しました。

債券市場では、イングランド銀行の積極的な利上げ観測が後退したことなどから、英国市場が3%超の上昇となり、10年国債利回りは、0.8%まで低下しました。また、10年物英国物価連動国債利回りは、-3.4%に低下しました。

米国およびユーロ圏のハイイールド社債は、投資家がリスク回避の姿勢を強めたことなどから、いずれも下落しました。

米ドルが全面高となり、米ドル以外の殆どの通貨が下落しました。中国人民元に加えて、安全通貨とみなされた円も米ドルに対しても底堅く推移しました。一方で、トルコリラは、トルコ国内のインフレ率が20%を超えて上昇する中、エルドアン大統領が同国中銀による政策金利の引き下げを擁護したことから、月間25%超の下落となりました。

※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（2021年11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	34,484	35,820	30,606	-3.7%	+12.7%
(米)ナスダック総合指数	15,538	15,498	12,888	+0.3%	+20.6%
(日)TOPIX	1,928	2,001	1,805	-3.6%	+6.9%
(日)日経ジャスダック平均	3,886	3,984	3,719	-2.5%	+4.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,063	4,251	3,553	-4.4%	+14.4%
(英)FTSE100指数	7,059	7,238	6,461	-2.5%	+9.3%
(中国)上海総合指数	3,564	3,547	3,473	+0.5%	+2.6%
(香港)ハンセン指数	23,475	25,377	27,231	-7.5%	-13.8%
(ブラジル)ボベスバ指数	101,915	103,501	119,017	-1.5%	-14.4%
(インド)SENSEX30指数	57,065	59,307	47,751	-3.8%	+19.5%
(ロシア)RTS指数	1,646	1,844	1,387	-10.7%	+18.6%
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	113.77	113.67	103.50	+0.1%	+9.9%
ユーロ	128.41	132.77	126.95	-3.3%	+1.2%
英ポンド	151.56	156.80	139.82	-3.3%	+8.4%
スイスフラン	123.25	124.73	117.15	-1.2%	+5.2%
豪ドル	81.29	85.59	78.84	-5.0%	+3.1%
加ドル	89.26	91.95	80.83	-2.9%	+10.4%
中国元*	17.82	17.82	15.79	+0.0%	+12.9%
ブラジルリアル*	20.10	20.23	19.88	-0.6%	+1.1%
インドルピー	1.53	1.53	1.42	±0%	+7.7%
ロシアルーブル	1.52	1.61	1.41	-5.6%	+7.8%
タイバーツ	3.38	3.43	3.44	-1.5%	-1.7%
南アフリカランド	7.05	7.50	7.04	-6.0%	+0.1%
(※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	1.43%	1.56%	0.91%	-0.13%	+0.51%
日10年国債利回り	0.06%	0.08%	0.02%	-0.02%	+0.04%
独10年国債利回り	-0.34%	-0.10%	-0.58%	-0.25%	+0.23%
豪10年国債利回り	1.76%	2.15%	1.01%	-0.39%	+0.75%
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)	66.14	83.50	48.35	-20.8%	+36.8%
金(1オンス、ドル)	1,780.05	1,776.81	1,897.77	+0.2%	-6.2%

※ 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ズリーレポート | 2021 年 12 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11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12月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社