

Barometer

2022年
4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

不透明感強まる市場環境



■グローバル資産クラス

ロシアによるウクライナ侵攻が2ヵ月目に突入し、経済成長の鈍化とインフレ高進を巡る懸念は一段と強まっています。人々の消費マインドが後退し、エネルギー価格の乱高下が続く状況を考えると、年初に予想した世界経済の成長が実現される公算は極めて小さいように思われます。一方で、大きく落ち込んでいた投資家心理は徐々に回復しつつあり、少なくとも短期的にはファンダメンタルズ面の悪化による株価への影響を相殺する可能性があると考えます。従って、株式および債券、キャッシュの投資判断は、いずれもニュートラル(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、米国株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。同市場は、成長株(グロース株)の比率が高く、バリュエーション面での魅力に欠けることから、金利環境や景気に左右されやすいセクターを中心に下押し圧力がかかり、調整を余儀なくされる可能性が高いとみています。

■株式:業種別

業種別では、金利上昇局面で売られる傾向の強い不動産セクターの投資判断をニュートラルに引き下げました。住宅価格指数は高水準を維持しているものの、その他の指標は、同セクターの中期的な見通しが明るくないことを示唆しています。また、米国の住宅ローン金利が急騰しており、住宅ローンの平均返済額が上昇しています。また、不動産企業の利益成長率の見通しは相対的に弱く、下方修正が続いています。

■債券

バリュエーションの観点において、米国株式と比較して割安感が強い点を考慮し、米国投資適格社債の投資判断をニュートラルに引き上げました。

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

春の雪解けはまだ先か

ロシアによるウクライナ侵攻が2ヵ月目に突入し、経済成長の鈍化とインフレ高進を巡る懸念は一段と強まっています。人々の消費マインドが後退し、エネルギー価格の乱高下が続く状況を考えると、年初に予想した世界経済の成長が実現される公算は極めて小さいように思われます。多くの国において、経済成長率が長期趨勢(長期トレンド)を上回って推移すると予想されるものの、将来の企業利益が下振れするリスクは高まっているとみています。特に米国株式市場は、グロース株の比率が高く、バリュエーション面での魅力に欠けることから、金利環境や景気に左右されやすいセクターを中心に下押し圧力がかかり、調整を余儀なくされる可能性が高いとみています。こうした状況を勘案し、米国株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。一方で、株式全体をアンダーウェイトに引き下げるだけの根拠はないと考えます。大きく落ち込んでいた投資家心理は徐々に回復しつつあり、少なくとも短期的にはファンダメンタルズ面の悪化による株価への影響を相殺する可能性があると考えます。従って、株式および債券の投資判断は、いずれも、ニュートラルを継続します。

ピクテの景気循環分析において、2022年の世界の経済成長率予想を、従来予想の4.4%から3.5%に下方修正しました。ウクライナに地理的に近い新興国やユーロ圏の国々は、特に苦戦を強いられると考えます。

一方、インフレについては、今後数カ月のうちにもピークを付けると見ているものの、2022年の世界のインフレ見通しを従来予想の5.1%から7.0%に上方修正しました。世界経済には、原油価格の高騰と金融引き締めによる二重の打撃を吸収できるだけの余地は残されていると考えます。米国では、エネルギー強度(生産または経済活動一単位当たりが必要とされるエネルギー量を測る尺度)が1970年代以降低下しており、家

計のバランスシートも、債務返済比率が2008年の水準を4%程度下回る等、健全な状態を維持しています。新型コロナウイルスの感染拡大局面で積み上がった余剰貯蓄も、国内総生産(GDP)比10%と、景気悪化時の緩衝材としての役割を果たすとみています。

ユーロ圏経済の先行きについては、2022年の経済成長率予想を従来予想の4.1%から3.2%に下方修正し、市場のコンセンサス予想以上に慎重な見方に転じています。ピクテの景気先行指標は、景気後退(リセッション)を示唆する領域に沈み、過去1年間で最も低い水準となっています。また、消費者信頼感指数も急速に悪化しており、向こう数カ月の消費の落ち込みを示唆しています。

中国経済は、2021年10-12月期にコロナ禍からの脱却を果たした後、経済成長の勢いが加速する場面も見られましたが、足元では、新型コロナウイルス感染症の感染者数の再拡大と都市封鎖(ロックダウン)の再導入が、短期の成長見通しに悪影響を及ぼす可能性があり、建設活動における好転の兆しも薄れています。

ピクテの流動性指標は、米・英両国の金融引き締めを受け、悪化基調が続いています。米連邦準備制度理事会(FRB)は、今サイクル全体の金融引き締めのうち、40%程度を既に消化しているとみられ、2022年の年末までに75%程度を消化すると思われる。しかしながら、さらなる引き締めペースの加速によって、経済が抑制されるリスクについても留意しておいたほうがよいと考えています。中国の流動性は改善しつつあるものの、金融緩和のペースは、当局者の発言が示唆する程にはまだ達していないと考えています。日本の流動性は、僅かに縮小しています。ただし、世界的な潮流に反して、日本銀行は長期金利上限の維持を誓約しており、10年国債の無制限の買入も辞さないとの発言が円の急落を引き起こしています。

ピクテのバリュエーション指標は、主要国国債の下落を受け、債券への強気の姿勢を示唆しています。投資適格社債は、主要資産クラスの中でも年初来のパフォーマンスが軟調で、売

Barometer



られ過ぎのように思われ、非投資適格債に比べて投資妙味が増していると考えます。

株式には総じて弱気な姿勢を示唆しています。流動性の縮小と実質金利の上昇を受け、株価収益率(PER)のもう一段の低下の可能性も否めないからです。特に米国株式やテクノロジー銘柄は、バリュエーションの観点で魅力に欠けると考えています。一方で、ユーロ圏株式や中国株式の一部では投資妙味が増していると考えています。

ピクテのテクニカル指標は、株式をニュートラルとする弊社の投資判断を裏付けるものとなっています。大きく弱気に傾いた投資家心理は徐々に回復しており、株式の予想変動率(インプライド・ボラティリティ)は低下に転じています。また、インプライド・ボラティリティの低下によって、プット・オプションなどの将来の株価の下方リスクへの備えをより安価で購入できるようになってきており、投資家のリスクテイクの幅が広がる可能性があります。

地域別・業種別の株式市場

米国株式は弱気な見方に転換

米国株式市場は、ロシアのウクライナ侵攻をきっかけとした経済の混乱の中でも、相対的に底堅く推移しました。また、S&P500 種株価指数の3月の月間リターンは約3.6%となり、年初来のマイナス幅を約5.0%にまで戻しています。しかしながら、米国の企業業績がコンセンサス予想が示唆するほど急速に回復する公算は小さいとみており、同市場の先行きは明るいとは限りません。賃金上昇と原材料価格の高騰が企業利益を圧迫することが予想される点などから、ピクテは米国企業の利益成長率予想を、コンセンサス予想を下回る8.8%に下方修正しています。

米国株式については、足元のPERも高過ぎるよう思われます。FRBがインフレ抑制を最優先課題としているならば、利上げのペースが加速する可能性は十分考えられます。こうし

た見方が現実となれば、グロース株の構成比が相対的に高い米国株式市場は、脆弱性が際立つようになるとみています。これらを勘案して、米国株式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。

金利上昇局面で売られる傾向の強い不動産セクターについても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。住宅価格指数は高水準を維持しているものの、その他の指標は、同セクターの中期的な見通しが明るくないことを示唆しています。米国の住宅ローン金利は急騰しており、住宅ローンの平均返済額も上昇しています。また、不動産企業の利益成長率の見通しは相対的に弱く、下方修正が続いています。

一方で、株式市場には魅力的な市場やセクターも残っています。その1つが、英国株式市場です。割安なディフェンシブ銘柄や資源(コモディティ)関連銘柄が多く構成銘柄に含まれていることから、先行きは比較的明るいと考えており、オーバーウェイトの投資判断を維持します。中国株式市場も投資妙味が高いと考えており、オーバーウェイトを継続します。中国株式が中国当局による規制強化や経済成長鈍化の可能性などに左右されやすい状況は変わりませんが、少なくともバリュエーションの観点ではリスクを十分に織り込んだ水準にまで低下しているように思われます。

債券・為替

円は強気な見方に転換

ピクテのモデルが示唆しているのは、グローバル債券のバリュエーションが、足元の市場の急落を受けて、2011年以来の魅力的な水準に回復しているということです。こうした状況でも、大方の債券の投資判断をニュートラルに据え置いているのは、金利上昇局面の終わりがまだ予測できないと考えているためです。米国や英国等の中央銀行が金融引き締めへ転じて日が浅い上に、インフレのピークは間近と思われませんが、

Barometer



その動向次第では、投資家が現在想定している以上に積極的な利上げを余儀なくされる可能性もあります。

中国国債は、短期的な先行きについては、米国国債よりも良好とみています。中国人民銀行が、景気浮揚を図って、金融緩和の継続を示唆しています。

社債市場では、米国ハイイールド社債をアンダーウェイトとしています。同市場からは資金の大量流出が続いており、今後も経済成長鈍化の影響を強く受けることが予想されます。加えて懸念されるのは、株式市場のボラティリティと連動する傾向が強い米国ハイイールド社債の米国国債に対する利回り格差(イールドスプレッド)が、VIX指数(恐怖指数)から示唆される適正水準を下回っていることです。米国経済や金融情勢の深刻な悪化が同市場に十分に織り込まれていない可能性があります。一方、米国投資適格社債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。バリュエーションの観点で、過去と比較して売られ過ぎている印象が強いことなどが背景です。また、米国国債に対するイールドスプレッドは、1.2%程度と、僅かながら投資妙味がある水準と考えています。米国株式との比較でもおよそ10年ぶりの割安水準となっています。

通貨では、円に対する投資判断をオーバーウェイトに引き上げました。円は米ドルに対して年初来で約6%下落しており、円の実質実効為替レートは史上最低水準に沈んでいます。また、購買力平価についても、理論値を20%程度下回り、過去のトレンドを2標準偏差下回っています。日本銀行の長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を一因とした長期国債における実質利回りの日米格差の拡大を勘案しても、円は正当化が困難なほど割安だと考えます。また、円安とインフレ高進を受け、日本銀行がイールドカーブ・コントロールの導入に際して設定した10年国債利回りの変動許容幅を拡大し、それが、円高の追い風となる可能性も考えられます。更に、一般的に円は安全資産としてみなされており、マクロ経済や市場環境において不確実性が高まった際の逃避先として機能する傾向が強い点にも注目しています。同様の理由から、金のオーバーウェイ

トも継続します。

円とは対照的に、ユーロはアンダーウェイトとしています。ユーロ圏が地理的にウクライナに近いことやロシアとの経済的な結びつきが強いことを考えると、ユーロ圏経済に影響が及ぶリスクは極めて高く、経済の下振れリスクが懸念されます。英ポンドについても、交易条件の悪化などが懸念されるため、慎重な見方を維持しています。

グローバル市場概況

債券市場の急落

各国中央銀行がインフレ高進に、以前にも増して警戒感を強める中、2022年3月の債券市場は軟調に推移しました。グローバル債券市場における現地通貨ベースの月間リターンは-2.3%となりました。投資適格社債も軟調で、米国社債は-2.5%、ユーロ圏社債は-1.2%となりました。

一方、株式市場は、経済成長は鈍化が予想されるものの高水準を維持しているとの見方などから、堅調に推移しました。グローバル株式の月間リターンは2.6%となりました。一方、中国株式は、新型コロナウイルス感染者数の再拡大や当局による規制強化等、多くの悪材料を受けて下落し、月間リターンは-7.7%となりました。対照的に、日本株式は堅調に推移しました。円安進行に加えて、ウクライナから距離的に離れているため地政学リスクが相対的に低いこと、実質金利の上昇局面において歴史的に良好な相対パフォーマンスをあげる傾向が意識されたことなどが上昇要因となりました。

国際商品(コモディティ)市場は、前月に続いて堅調に推移しました。原油価格は、西側諸国のロシア制裁や米国による戦略石油備蓄の大量放出の影響を市場が消化する中、月間で4.6%の上昇となりました。また、原油以外のコモディティの価格も高騰しました。ウクライナ、ロシア両国は小麦や食用油の主要生産国であり、ロシアは、EUにおけるグリーン化推進において現状不可欠となるニッケル等の主要産業用金属の産出

Barometer



国です。

通貨市場では、ロシア・ルーブルが、前月の急落後、力強い回復を見せました。ロシア政府が非友好国に対する天然ガス供給をめくり、支払いを自国通貨ロシア・ルーブルに限定することを要求し、制裁の効果が薄れる可能性が生じたことなどが支援材料となりました。円は、世界的な潮流に反して日本銀行が長期金利の上限を堅持する中で、米国などとの金利差拡大が意識され、相対的に軟調に推移しました。

2022年年初来でみると、グローバル株式市場およびグローバル債券市場はいずれも低調で、現地通貨ベースで5%近いマイナス・リターンとなりました。利回り曲線(イールドカーブ)の平坦化と一部年限での長短金利逆転現象により、中長期の経済成長見通しの悪化に対する懸念が強まっています。唯一、堅調だった資産クラスはコモディティで、原油価格の上昇率は30%を上回りました。

※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3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	34,678	33,893	36,338	+2.3%	-4.6%
(米)ナスダック総合指数	14,221	13,751	15,645	+3.4%	-9.1%
(日)TOPIX	1,946	1,887	1,992	+3.2%	-2.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,659	3,573	3,878	+2.4%	-5.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,903	3,924	4,298	-0.6%	-9.2%
(英)FTSE100指数	7,516	7,458	7,385	+0.8%	+1.8%
(中国)上海総合指数	3,252	3,462	3,640	-6.1%	-10.6%
(香港)ハンセン指数	21,997	22,713	23,398	-3.2%	-6.0%
(ブラジル)ボベスバ指数	119,999	113,142	104,822	+6.1%	+14.5%
(インド)SENSEX30指数	58,569	56,247	58,254	+4.1%	+0.5%
(ロシア)RTS指数	1,021	937	1,596	+9.0%	-36.0%

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	122.39	115.55	115.02	+5.9%	+6.4%
ユーロ	136.70	129.34	130.51	+5.7%	+4.7%
英ポンド	160.89	154.58	155.24	+4.1%	+3.6%
スイスフラン	132.54	124.86	125.76	+6.2%	+5.4%
豪ドル	92.00	82.95	83.42	+10.9%	+10.3%
加ドル	97.90	90.52	90.04	+8.2%	+8.7%
中国元 [※]	19.13	18.25	18.07	+4.9%	+5.9%
ブラジルレアル [※]	25.54	22.36	20.67	+14.2%	+23.5%
インドルピー	1.63	1.55	1.55	+5.2%	+5.2%
ロシアルーブル	1.46	1.18	1.57	+23.7%	-7.0%
タイバーツ	3.68	3.53	3.43	+4.2%	+7.3%
南アフリカランド	8.44	7.51	7.21	+12.4%	+17.1%

(※)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	2.33%	1.85%	1.50%	+0.48%	+0.83%
日10年国債利回り	0.21%	0.18%	0.07%	+0.03%	+0.14%
独10年国債利回り	0.51%	0.12%	-0.18%	+0.39%	+0.69%
豪10年国債利回り	2.80%	2.18%	1.69%	+0.62%	+1.10%
米政策金利(FFレート)	0.50%	0.25%	0.25%	+0.25%	+0.25%
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)	0.00%	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)	100.53	96.13	75.33	+4.6%	+33.5%
金(1オンス、ドル)	1,941.15	1,903.75	1,822.39	+2.0%	+6.5%

※ 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 | 2022年4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 (2022年3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 | 2022年4月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社