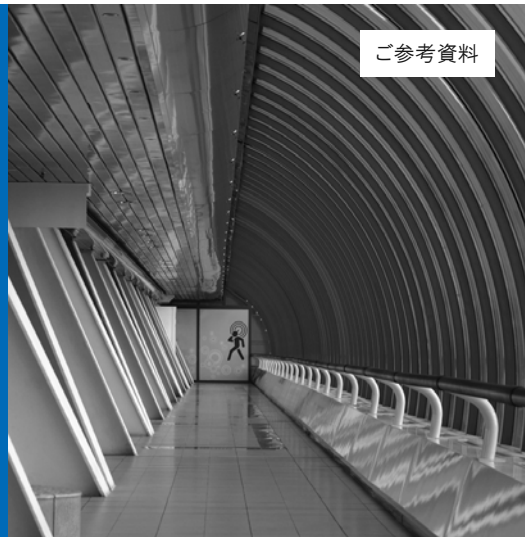


# Barometer

2022年  
7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

## 現在の株価は割安な水準といえるか



### ■グローバル資産クラス

株式のアンダーウェイトを継続します。世界の多くの中央銀行が金融引締めを進める中、景気後退(リセッション)入りのリスクが高まっていますが、投資価値評価(バリュエーション)の観点では、リスクに十分見合うほど割安とは今のところはみていません。一方、債券については、オーバーウェイトは時期尚早と判断し、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、キャッシュのオーバーウェイトを維持します。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、ユーロ圏株式をアンダーウェイトに引き下げました。域内経済は、ロシアに対する経済制裁を背景としたエネルギー需給の逼迫の影響から、特にリセッション入りのリスクが高まっています。一方で、中国株式をオーバーウェイトに引き上げました。新型コロナウイルス封じ込めのための移動制限が緩和された後、力強い景気回復が確認されているためです。日本株式もオーバーウェイトに引き上げました。景気回復の勢いが増していることに加え、相対的にインフレリスクが低く、消費マインドが安定的である点を評価しています。

### ■株式:業種別

業種別では、景気変動による企業業績面へ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するほか、公益事業セクターをニュートラルに引き上げました。中国の景気見通し改善による恩恵が期待される素材セクターは、オーバーウェイトを継続します。

### ■債券

ユーロ圏国債をアンダーウェイトに引き下げました。欧州中央銀行(ECB)は、インフレ抑制のための金融引き締めで後手に回るリスクを冒していると考えます。ユーロ圏では物価高による影響が、賃金上昇や賃上げ要求などに表れ始めています。

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	
	中国元		

# Barometer



## 資産配分

### リセッション懸念は時期尚早

世界の多くの中央銀行が金融引締めを進める中、リセッション入りのリスクが高まっています。年初来で株式市場は大きく下落しましたが、バリュエーションの観点では、株式はリスクに十分見合うほど割安とは今のところはみていません。従って、株式のアンダーウェイトを継続します。

国際商品(コモディティ)を除くあらゆる資産クラスが、年初来で大きく下落しており、投資家にとって難しい状況が続いています。一方、世界経済は今のところは持ち堪えており、今年については主要中央銀行がリセッションを引き起こすほどの積極的な金融引き締めを行うとはみておらず、債券のオーバーウェイトは時期尚早と判断し、ニュートラルを継続します。また、キャッシュのオーバーウェイトを維持します。

中央銀行がインフレを十分に抑え込めない段階で利上げのペースを落とすことになるか否かが市場で注目されています。インフレ高進の抑制という各行の政策の基本路線は固まっているように思われますが、足元でインフレがピークを付けたことを示唆する兆しが表れ始めており、積極的な金融引き締めの必要性が後退しつつあるとみられることから、中央銀行が政策運営に失敗するリスクは徐々に薄れているように思われます。

ピクテの景気循環指標は、2022年の世界の経済成長率が2.9%程度に留まる可能性を示唆しています。地域別では、ユーロ圏およびオーストラリアの見通しを小幅に下方修正する一方で、インドおよびロシア経済が堅調に推移する状況を勘案し、新興国の見通しを上方修正しました。特に、中国経済の再開に伴い、アジアの新興国の景気回復が期待されます。

米国経済には、減速の兆しが顕著に認められるものの、2022年内の本格的なリセッション入りの可能性は低いと考えます(ただし、2023年にはリセッションに陥る可能性が高いとみています)。家計の超過貯蓄が潤沢なことや、堅調な労働

市場、コロナ禍後の経済活動再開などによって、当面は物価高や金利上昇の影響を相殺できると考えます。ただし、住宅市場の低迷は、懸念材料です。アンケート調査からは、建設活動の更なる低下の可能性が示唆されています。

ピクテの流動性指標は、アジアを除く世界の流動性が縮小している状況を示唆しています。また、イングランド銀行を皮切りに一部の中央銀行は、量的金融引き締め(バランスシートの縮小)を開始する態勢を整えています。これは、保有債券の満期償還に伴う資産の減少に留まらず、売却を行うことを意味します。ピクテは、中央銀行が回収する流動性の総額が、四半期毎で1.5兆米ドル程度に達すると試算しています。一方で、この影響を一部相殺するのが、積極的な金融緩和を進める中国人民銀行です。また、日本銀行は、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を堅持しており、国債買い入れの増額を余儀なくされています。

ピクテのバリュエーション指標では、株式および債券の改善が続いているものの、投資家が様々なリスクを度外視して買いたくなるような魅力的な水準には達していないと考えます。国債の中では、英国国債の投資妙味が際立ちます。一方、社債と国債の利回り格差(クレジット・スプレッド)が拡大したことで米国ハイイールド社債や欧州投資適格社債の投資妙味が増しています。これに対し、物価連動国債は、インフレリスクのヘッジ需要の高まりなどから、割高感が出ているように思われます。

ピクテのテクニカル指標では、トレンド系の指標が株式に弱気、また債券については株式以上に弱気の見方を示しています。一方、投資家のセンチメントを見ると、悲観的に傾いた状況が継続する一方で、パニック売りは収まったことが示唆されています。リスク回避の動きが足元で後退してきていることは投資家のポジション動向からも見て取れます。一方で、S&P500種株価指数先物は、2016年以降で初めて、(売り建てが買い建てを上回る)ネット・ショートのパポジションとなっています。

# Barometer



## 地域別・業種別の株式市場

### 株式市場にはもう一段の下落余地

S&P500 種株価指数がチャート上の弱気相場に突入し、株価は適正なバリュエーション水準に近づいていますが、投資家が、経済ファンダメンタルズや企業業績面での様々なリスクを度外視して買いたくなるような魅力的な水準には達していないと考えます。特に米国企業の利益成長率が下振れるリスクが懸念されますが、仮にインフレが市場予想を上回るペースで後退する場合には、米国株式の株価収益率(PER)が上昇するきっかけになるかもしれません。

世界株式の12ヵ月先予想利益ベースのPERは、2020年9月の水準から30%超低下していますが、米国株式のPERについても、長期レンドを30%超下回り、1974年以降で最大の低下幅を記録しています。インフレ率が既にピークを付けたとの前提を置いた場合に、ピクテのモデルは米国株式のPERが向こう12ヵ月で、5%から10%程度上昇する可能性を示唆していますが、足元の企業業績の見通しなどを勘案すると、米国株式のアンダーウェイトを継続することが妥当とみています。

ユーロ圏株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。域内経済は、ロシアに対する経済制裁を背景としたエネルギー需給の逼迫の影響から、特にリセッション入りのリスクが高まっています。また、欧州中央銀行(ECB)は、金融引き締めが後手に回っており、インフレ圧力が収まらない場合には、米連邦準備制度理事会(FRB)に続いて、引き締めの加速を余儀なくされるとみています。欧州株式はバリュエーション面では割安な水準にあるものの、リスクに見合う十分な対価を投資家に提供できる水準には達していないと考えます。

中国株式は、オーバーウェイトに引き上げました。新型コロナウイルス封じ込めのための移動制限が緩和された後、力強い景気回復が確認されているためです。流動性は潤沢で、バリュエーション面でも足元では魅力的な水準にあります。また、

ハイテク企業などを対象とした規制を巡る不透明感も薄れているように思われます。同様に、日本株式もオーバーウェイトに引き上げました。景気回復の勢いが増していることに加え、相対的にインフレリスクが低く、消費マインドが安定的である点を評価しています。日本銀行の金融緩和策が金融市場を支えている状況も変わりません。また、円が極めて割安な水準に留まっており、海外投資家にとって投資妙味が増していると考えます。

業種別では、景気変動による企業業績面へ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するほか、公益事業セクターをニュートラルに引き上げました。中国の景気見通し改善による恩恵が期待される素材セクターは、オーバーウェイトを継続します。

## 債券・為替

### 欧州債券市場に警戒

債券市場のバリュエーションの改善が進んでいます。リスクは残るものの、一部の市場ではリスクに見合うリターンが期待出来ると考えます。その一つが米国国債市場です。ピクテの流動性モデルを使った分析では、FRBによる今回の引き締めサイクルの60~65%が既に消化されたことが示唆されています。変動の激しい食品とエネルギーを除いたコア・インフレ指数の上昇率は米ドル高の影響を受けて、ピークを付けたものと思われ、市場が足元で織り込んでいる利回り水準は高過ぎるよう思われます。ピクテは、10年国債利回りの適正水準を2.8%程度とみていますが、6月末の実際の利回り水準は3%程度です。これらを勘案し、米国国債のオーバーウェイトを維持します。

欧州国債市場の先行きは、米国市場に比べて暗いとみています。ECBは、インフレ抑制のための金融引き締めで後手に回るリスクを冒していると考えます。ユーロ圏のインフレ指標は他国・地域の水準を大きく上回っており、物価高による影響が、



# Barometer

賃金上昇や賃上げ要求などに現われ始めています。加えて、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化や域内のエネルギー供給を巡る懸念が強まっています。こうした状況を勘案し、ユーロ圏国債をアンダーウェイトに引き下げました。

金融引き締め継続と企業業績の下方修正が予想されており、先進国社債に対する弱気の見方は変わりません。クレジット・スプレッドは、過度に高い水準というわけではなく、リセッション入りのリスクが高まれば、さらに拡大する可能性も否めません。とはいえ、市場の急落を受け、バリュエーション面での魅力が増していることは明らかです。

通貨では、未だ米国のインフレ圧力後退が確実視されている状況ではありませんが、米ドルはバリュエーション面でピークに近付いており、米ドル安への転換が今後見込まれるとの見方は変わりません。また、引き続きスイスフランを選好しています。スイス中央銀行が市場予想に反して50ベースポイント(0.5%)の利上げに踏み切ったことから、スイスフランは上昇基調を辿っています。円のオーバーウェイトも継続します。ピクテのバリュエーション・モデルを使った分析では極めて割安な水準にあり、国内の経済回復の恩恵を享受することも予想されます。設備投資や観光業の先行き改善が期待され、消費マインドは他国と比較して安定的であるように思われます。国内のインフレ率は上昇しているものの、依然として低位に留まります。英ポンドは、英国のリセッション入り市場に大方織り込まれており、米ドルに対して年初来で11%超下落していることから、投資判断をニュートラルに引き上げました。金のオーバーウェイトは継続します。

## グローバル市場概況

### 株式市場の損失が膨らむ

2022年6月のグローバル株式市場は、大幅下落となりました。大半の国・地域の株式市場および業種が下落しました。グローバル株式市場は、現地通貨ベースで約7%下落し、2021年の上昇分を2022年上期にすべて帳消しにしました。

米国株式市場は相対的に軟調で、S&P500種株価指数の上期のリターンは、1970年以降の最低記録を更新しました。また、同指数先物は、2016年以降で初めて、ネット・ショートポジションとなりました。

FRBは、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、約30年ぶりに、75ベースポイント(0.75%)の大幅利上げを決定し、景気減速のリスクがあってもインフレ抑制を優先するとの明確な意向を投資家に示しました。

ロシアとウクライナから地理的に近く経済的な結びつきも強い欧州株式市場も軟調でした。

一方、アジアの新興国と日本は、相対的に見て、経済の先行きが明るく、インフレ率が低いことに加え、中国の都市封鎖(ロックダウン)が解除されたことから、下落幅は限定的でした。

業種別では、エネルギー・セクターと素材セクターが、現地通貨ベースで約13%の下落となり、相対的に堅調なトレンドが終わりを迎えました。景気減速の見方が強まり、原油等に対する需要の低下が意識されました。

ディフェンシブ・セクターを代表するヘルスケア・セクターと生活必需品セクターは、相対的には底堅かったものの、いずれも下落しました。

債券市場でも、リスクの高い債券は軟調でした。米国と欧州のハイイールド社債は、債務不履行(デフォルト)懸念が強まる中、約7%の下落となりました。新興国国債も低調でした。

# Barometer



米国10年国債利回りは、月初から月半ばにかけて上昇し、3.5%近辺でピークを付けた後、3%割れまで低下して月末を迎えました。

通貨市場では、FRBによる積極的な金融引き締め継続の見方を背景に、米ドルは通貨バスケットに対して約3%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6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	30,775	32,990	36,338	-6.7%	-15.3%
(米)ナスダック総合指数	11,029	12,081	15,645	-8.7%	-29.5%
(日)TOPIX	1,871	1,913	1,992	-2.2%	-6.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,455	3,789	4,298	-8.8%	-19.6%
(英)FTSE100指数	7,169	7,608	7,385	-5.8%	-2.9%
(中国)上海総合指数	3,399	3,186	3,640	+6.7%	-6.6%
(香港)ハンセン指数	21,860	21,415	23,398	+2.1%	-6.6%
(ブラジル)ボベスパ指数	98,542	111,351	104,822	-11.5%	-6.0%
(インド)SENSEX30指数	53,019	55,566	58,254	-4.6%	-9.0%
(ロシア)RTS指数	1,345	1,208	1,596	+11.3%	-15.7%
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	136.68	128.21	115.02	+6.6%	+18.8%
ユーロ	142.67	137.76	130.51	+3.6%	+9.3%
英ポンド	165.71	161.76	155.24	+2.4%	+6.7%
スイスフラン	143.20	133.45	125.76	+7.3%	+13.9%
豪ドル	93.90	91.95	83.42	+2.1%	+12.6%
加ドル	106.00	101.10	90.04	+4.8%	+17.7%
中国元*	20.29	19.33	18.07	+5.0%	+12.3%
ブラジルリアル*	25.98	27.15	20.67	-4.3%	+25.7%
インドルピー	1.74	1.66	1.55	+4.8%	+12.3%
ロシアルーブル	2.77	2.09	1.57	+32.5%	+76.4%
タイバーツ	3.85	3.75	3.43	+2.7%	+12.2%
南アフリカランド	8.41	8.25	7.21	+1.9%	+16.6%
(※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	2.97%	2.85%	1.50%	+0.12%	+1.47%
日10年国債利回り	0.23%	0.24%	0.07%	-0.01%	+0.16%
独10年国債利回り	1.37%	1.13%	-0.18%	+0.25%	+1.55%
豪10年国債利回り	3.69%	3.37%	1.69%	+0.32%	+2.00%
米政策金利(FFレート)	1.75%	1.00%	0.25%	+0.75%	+1.50%
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)	107.76	114.38	75.33	-5.8%	+43.1%
金(1オンス、ドル)	1,806.87	1,845.14	1,822.39	-2.1%	-0.9%

※ 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・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スリーレポート | 2022 年 7 月



PICTET

ピクテ・ジャパン株式会社

## 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7月1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へに帰属します。■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

(2022年7月1日に「ピクテ投信投資顧問株式会社」より商号変更)

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