

# Barometer

2022年  
5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

## 株式市場は底入れとなるか？



### ■グローバル資産クラス

投資環境は厳しさを増しつつあります。世界経済の成長鈍化やインフレ高進に加えて、ウクライナ情勢には解決の兆しが見られず、中国では、新型コロナウイルス対応の都市封鎖(ロックダウン)が経済成長の障害となっています。一方で、すでに投資家心理が大きく弱気に傾いており、現況の株式市場のもう一段の下落余地は縮小していると思われる。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、中国株式をニュートラルに引き下げました。中国株式のバリュエーション(投資価値評価)は、割安な水準まで低下しているように思われますが、ロックダウンによる影響や、昨年実施した規制強化による影響が長引いていること、積極性に欠ける金融政策などを考慮すると、十分に魅力的とは言えないと考えています。

### ■株式:業種別

業種別では、引き続き金利上昇の影響を受けやすいセクターや景気感応度の高いセクターは避けて、バリュー株(割安株)を選好します。バリュエーションの観点で魅力的な素材セクターや、景気変動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します。

### ■債券

ユーロ投資適格社債をアンダーウェイトに引き下げました。域内経済のリセッション入りのリスクや、下期にも予想される欧州中央銀行(ECB)の金融引き締めリスクを踏まえると、現行のイールドスプレッド(利回り格差)は十分な水準とは思われません。一方、スイス国債について、国内景気の減速懸念が高まる中で長期債利回りが1%に迫っていることなどを背景に、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		
	中国元		◀

# Barometer



## 資産配分

### テクニカル指標は市場の沈静化の可能性を示唆

投資環境は厳しさを増しつつあります。世界経済の成長鈍化やインフレ高進に加えて、ウクライナ情勢には解決の兆しが見られず、中国では、新型コロナウイルス対応のロックダウンが経済成長の障害となっています。このような難しい環境の中で、投資家が慎重な姿勢に転じたとしても無理はないようにも思われますが、ピクテでは、株式の投資判断をアンダーウェイトに引き下げるのではなく、ニュートラルに留めるべきであるとの判断に至りました。決め手となったのは、向こう数カ月にかけての経済成長の減速を織り込んで、すでに投資家心理が大きく弱気に傾いており、現況の株式市場のもう一段の下落余地は縮小していると思われることです。

ピクテは、当面は株式、債券ともにニュートラルの投資判断を継続する一方、株式の中での資産配分を調整し、慎重な姿勢を若干強めるとの判断を下しました。債券の投資妙味が増してきていますが、投資判断の引き上げには、特に米国における物価上昇率やインフレ期待がピークに達したことを確認することが必要だと考えています。

ピクテの景気循環分析において、2022年の世界の経済成長見通しを年初予想の4.8%、前月予想の3.5%から、さらに3.4%へ下方修正しましたが、長期趨勢(トレンド)、市場のコンセンサス予想の双方を上回っています。特に米国経済の底堅さが際立っているように思われます。2022年1-3月期の実質GDP成長率は、7四半期ぶりに前期比でマイナスとなったものの、労働市場の逼迫や設備投資の拡大基調を背景に、最終需要は引き続き旺盛です。ピクテの米国景気先行指標は、安定的に上昇しており、過去の平均水準近辺に位置しています。アジアでは、日本および一部の新興国において、経済活動および消費者心理の改善が見られます。一方、ユーロ圏は、ロシアおよびウクライナと地理的に近く、経済的な結び

つきも強いことから、特に景気への影響が懸念されます。消費者心理が過去最低水準に落ち込んだドイツを中心に、景気後退(リセッション)入りのリスクが現実味を帯びています。中国経済も軟調です。購買担当者景気指数(PMI)は(好況/不況の分岐点である)50を割り込み、輸出はピークに達しつつあります。政府当局は景気浮揚策を講じているものの、これまでのところ、不動産セクターの冷え込みや、新型コロナウイルス対策として導入された一部都市のロックダウンによる影響を補うには十分とは思われません。

ピクテの流動性指標は、中国の金融緩和のペースが米国の金融引き締めペースを遥かに下回る状況を示唆しています。また、米・中の金利差を踏まえると、人民元が、向こう数カ月のうちに、1ドル=7人民元近辺まで下落する可能性があると考えています。

バリュエーションの観点では、欧州の投資適格社債の先行きが特に懸念されますが、米国の投資適格社債は、相対的に、投資妙味を増しつつあるように思われます。株式についても、バリュエーション面での割高感は解消されてきていると思われます。MSCI 全世界株価指数の12ヵ月先予想利益ベースの株価収益率(PER)は、過去20年の平均にほぼ等しい15.7倍程度まで低下しています。しかしながら、債券利回りが上昇し、企業業績の悪化が予想される局面にあることを勘案すると、魅力的なバリュエーション水準とまではいえないように思われます。株式アナリストによる業績予想の修正は、下方修正が上方修正を上回っています。こうした状況は、米国のISM製造業景況感指数の新規受注指数の低下など、経済の実態を反映しているように思われます。

一方、ピクテのテクニカル指標は、リスク資産の先行き改善を示唆しています。オプション市場における相場感の強弱を示す、プット・コール・レシオは、株式に対する投資家の極めて弱気なポジションを示しています。全米個人投資家協会(AAI)による投資家のセンチメントに関する調査結果を見ても、強気の投資家の割合がほぼ30年ぶりの低水準にあることが示されています。このような状況下では、少しのきっかけで大幅な

# Barometer



ポジションの巻き戻しが起こり、株式市場の急反発に繋がる可能性がありますと考えます。

## 地域別・業種別の株式市場

### 苦境に陥った中国

中国経済には暗雲が立ち込めています。上海のロックダウンは1ヵ月を経過しても解除されず、約2,600万人の市民の多くが自宅待機を余儀なくされています。市民の一部が食料品やその他生活必需品の入手に事欠く状況が報道され、北京市でも一部地域でロックダウンが導入されています。中国の新型コロナウイルス感染拡大は過去2年で最悪の状況に陥っており、国内経済に深刻な影響を引き起こしています。中国株式市場の年初来リターンは、16%超の下落と他市場との比較でも低調さが際立ちます。中国人民銀行が大規模な金融緩和に対して及び腰な姿勢であり、景気減速への懸念が一層強まっています。中国株式のバリュエーションは、過去との比較で見ても、他市場との比較で見ても、割安な水準まで低下しているように思われます。12ヵ月先予想利益ベースのPERは、足元で10~11倍程度で推移しており、過去平均の15~16倍を大きく下回っています。また、MSCI 全世界株価指数のPERを30%程度下回っています。しかしながら、ロックダウンによる影響や、昨年実施した規制強化による影響が長引いていること、積極性に欠ける金融政策などを考慮すると、十分に魅力的とは言えません。国際金融協会(IF)は、中国からの資金流出額(2月後半以降、3ヵ月移動平均ベース)が5億ドルに達する可能性がある試算していますが、ウクライナ侵攻を断行したロシアに対する制裁の抜け道となる可能性がある中国に対して、米国が二次的制裁を科すのではとの懸念も反映されているように思われます。これらを勘案し、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、また、人民元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。

一方、英国株式の先行きが明るいとの見方は変わりません。資源(コモディティ)関連銘柄やディフェンシブ性の高い優良銘柄の構成比が高い英国市場は、経済の減速局面においても他市場を上回るパフォーマンスをあげることが期待されます。

米国株式の投資判断はアンダーウェイトを継続します。バリュエーション面での魅力に欠けること、米連邦準備制度理事会(FRB)が積極的な利上げを行う意向を示していること、米ドル高が継続していることなど、いずれも、グロース株式の構成比が高い米国市場にとっては逆風になるとみています。米国企業の2022年の利益成長率についても下振れリスクが強まっています。7%に達すると見込まれる賃金上昇率も、企業利益の下押し圧力となることが予想されます。

業種別の資産配分については、金利上昇の影響を受けやすいセクターや景気感応度の高いセクターは避けて、バリュエーション面での魅力に欠けること、米連邦準備制度理事会(FRB)が積極的な利上げを行う意向を示していること、米ドル高が継続していることなど、いずれも、グロース株式の構成比が高い米国市場にとっては逆風になるとみています。米国企業の2022年の利益成長率についても下振れリスクが強まっています。7%に達すると見込まれる賃金上昇率も、企業利益の下押し圧力となることが予想されます。

## 債券・為替

### 人民元の投資判断を引き下げ

グローバル債券は、投資妙味が増しつつあるとみています。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るのは時期尚早だと考えますが、物価上昇率やインフレ期待が向こう数ヵ月のうちにもピークに達することが見込まれるため、近い将来、投資スタンスを変更する可能性があると考えます。

米国10年国債の投資妙味は増していますが、投資判断の引き上げには物価上昇率やインフレ期待がピークに達したかどうかの見極めが必要だと考えます。

# Barometer



スイスでは、2020年以降で初めて、景気先行指標がマイナス圏に沈んでいます。スイス国債の投資判断については、国内景気の減速懸念が高まる中で長期債利回りが1%に迫っていることなどを背景に、ニュートラルに引き上げました。

一方、ユーロ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。当該社債のドイツ国債に対するイールドスプレッド(利回り格差)は約150ベースポイント(1.5%)であり、域内経済のリセッション入りのリスクや、下期にも予想されるECBの金融引き締めリスクを踏まえると、十分な水準とは思われません。

通貨市場では、中国人民元(以下、人民元)の投資判断をアンダーウェイトに引き下げました。人民元は下落の勢いが増していますが、国内経済の失速や低インフレを勘案すると、当局は人民元安を許容する可能性もあるとみています。また、足元の資金流出が人民元安の動きを増幅させている可能性もありそうです。一方、中国の貿易黒字と中国人旅行者に対する政府の出国制限が人民元の下支え材料となっています。

英国およびユーロ圏経済と米国経済との成長格差が拡大する状況が変わらないことから、ユーロと英ポンドのアンダーウェイトを継続します。一方、円の対ドルレートは、20年ぶりの円安水準に沈んでおり、購買力平価でも理論値を20~30%下回っています。またドルは、買われすぎの領域にあるとみており、足元のドル高・円安の基調は中長期的には持続不可能と思われま

## グローバル市場概況

### ハイテク株を中心に軟調な展開

2022年4月の株式市場は、企業業績の不振、インフレ高進、中央銀行による積極的な利上げに対する警戒感などを背景に、米国のテクノロジー株式を中心に下落しました。

ナスダック総合指数の月間リターンは、アップル、アマゾン、

ネットフリックス等、一部巨大ハイテク企業の四半期決算を嫌気して約13%の下落となり、2008年のグローバル金融危機以降、最大の下落率を記録しました。ナスダック総合指数の年初来リターンは20%超の下落となり、S&P500株価指数の年初来リターンも約13%の下落と、約80年ぶりの低調なパフォーマンスとなっています。

2022年4月の株式市場急落の引き金となったのは、米国の3月の消費者物価指数(CPI)が40年ぶりの上昇率を記録したことを受け、複数のFRB高官がインフレと戦う姿勢を明確に示したことです。債券市場についても、タカ派的なトーンを一段と強めたFRB高官の発言に反応して急落し、米国10年国債利回りは3%付近まで上昇、米国10年物価連動国債(TIPS)利回りについてもプラス圏に浮上しました。

通貨市場では、新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた中国政府による厳格なロックダウンを受け、人民元が対ドルで約4%の下落を記録しました。

円も対ドルで大幅下落しました。国内でインフレ懸念が高まる中でも、日本銀行が金融緩和策の継続を決めたことから、1ドル=130円を超える円安となりました。

※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（2022年4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	32,977	34,678	36,338	-4.9%	-9.2%
(米)ナスダック総合指数	12,335	14,221	15,645	-13.3%	-21.2%
(日)TOPIX	1,900	1,946	1,992	-2.4%	-4.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,803	3,903	4,298	-2.6%	-11.5%
(英)FTSE100指数	7,545	7,516	7,385	+0.4%	+2.2%
(中国)上海総合指数	3,047	3,252	3,640	-6.3%	-16.3%
(香港)ハンセン指数	21,089	21,997	23,398	-4.1%	-9.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	107,876	119,999	104,822	-10.1%	+2.9%
(インド)SENSEX30指数	57,061	58,569	58,254	-2.6%	-2.0%
(ロシア)RTS指数	1,082	1,021	1,596	+5.9%	-32.2%
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	128.86	122.39	115.02	+5.3%	+12.0%
ユーロ	135.83	136.70	130.51	-0.6%	+4.1%
英ポンド	161.54	160.89	155.24	+0.4%	+4.1%
スイスフラン	132.90	132.54	125.76	+0.3%	+5.7%
豪ドル	91.70	92.00	83.42	-0.3%	+9.9%
加ドル	100.45	97.90	90.04	+2.6%	+11.6%
中国元 <sup>※</sup>	19.67	19.13	18.07	+2.8%	+8.9%
ブラジルレアル <sup>※</sup>	26.16	25.54	20.67	+2.4%	+26.5%
インドルピー	1.69	1.63	1.55	+3.7%	+9.0%
ロシアルーブル	1.81	1.46	1.57	+24.0%	+15.3%
タイバーツ	3.75	3.68	3.43	+1.9%	+9.3%
南アフリカランド	8.09	8.44	7.21	-4.1%	+12.2%
(※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	2.89%	2.33%	1.50%	+0.56%	+1.39%
日10年国債利回り	0.23%	0.21%	0.07%	+0.02%	+0.16%
独10年国債利回り	0.90%	0.51%	-0.18%	+0.39%	+1.08%
豪10年国債利回り	3.19%	2.80%	1.69%	+0.40%	+1.50%
米政策金利(FFレート)	0.50%	0.50%	0.25%	±0%	+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)	104.59	100.53	75.33	+4.0%	+38.8%
金(1オンス、ドル)	1,908.49	1,941.15	1,822.39	-1.7%	+4.7%

※ 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。



# 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4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。

5 | ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート | 2022年5月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社