

Barometer

2022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

企業業績に対する市場の織り込み



■グローバル資産クラス

世界的な景気減速、インフレ高進、金融引き締め、地政学リスクの高まり等の悪材料が金融市場に影響を及ぼしていますが、リスク性資産については、景気後退(リセッション)入りのリスクが未だ十分に相場に織り込まれていないように思われます。今後、利益予想の下方修正が見込まれることから、株式のアンダーウェイトを継続します。一方、債券についてはニュートラル(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、米国とユーロ圏の株式のアンダーウェイトを継続します。米国では、米連邦準備制度理事会(FRB)がインフレ抑制を最優先する姿勢を堅持しているとみられることから、企業を取り巻く環境は一段と悪化する可能性があります。ユーロ圏は、域内のエネルギー価格上昇を背景に経済の先行きが懸念されます。一方で、日本経済は比較的安定した成長が見込まれます。また、円安が進行したことが日本企業の追い風となるとみています。従って、日本株式のオーバーウェイトを継続します。

■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や、中国当局によるインフラ投資加速による恩恵が期待される素材セクターのオーバーウェイトを継続します。

■債券

米国では、景気減速懸念に加えて、物価上昇圧力後退の兆候が物価関連の指標や統計結果などから示唆され始めていることから、同国国債のオーバーウェイトを継続します。ユーロ圏国債については、域内のインフレ動向を考慮してアンダーウェイトを継続します。

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

業績予想の下方修正は市場に十分織り込まれず

世界的な景気減速、インフレ高進、金融引き締め、地政学的リスクの高まり等の悪材料が金融市場に影響を及ぼしていますが、リスク性資産については、景気後退(リセッション)入りのリスクが未だ十分に相場に織り込まれていないように思われます。グローバル株式の株価収益率(PER、12ヵ月先予想利益ベース)が2020年9月の水準から30%以上も低下する中、アナリストによる企業利益のコンセンサス予想は2022年が約11%増益、2023年が約7%増益と極めて楽観的であり、経済の実態との乖離も際立っているとみています。ピクテでは、今後、利益予想が下方修正されるとみています。従って、株式のアンダーウェイトを継続します。投資判断の引き上げは、業績予想の下方修正や景気減速に反転の兆しが現れるまで、あるいは予想以上のペースでの物価上昇率の鈍化が確認されるまで待ちたいと考えています。キャッシュはオーバーウェイトを継続し、債券のニュートラルも維持します。

ピクテの景気循環指標は、企業や消費者の景況感と、経済指標等のハード・データとの乖離が広がる状況を示しています。前者が急速に悪化する一方で、家計の超過貯蓄と企業の強い価格決定力などを背景に、後者はこれまでのところ、比較的堅調に推移しています。しかしながら、米国では、金融引き締めの影響が表れ始めており、前述のような乖離の状況が長くは続かないように思われます。従って、米国の2022年のGDP成長率見通しを、コンセンサス予想と同程度の2.2%に引き下げました。ただし、インフレがピークに達しつつあることを示唆するデータが増え始めており、これが米国経済にとって希望の兆しとなる可能性はあるとみています。

ユーロ圏経済は、米国よりも深刻な状況とみています。ピクテのユーロ圏景気先行指標はパンデミック前の水準を下回って推移しており、物価上昇圧力が増すドイツ経済が、域内の景

気減速に拍車を掛けています。欧州中央銀行(ECB)のインフレ対策は、7月下旬に75ベーシスポイント(0.75%)の追加利上げを行ったFRBに対して、明らかに遅れを取っています。

アジアの新興国は、中国における経済活動の再開や景気浮揚のための施策への期待などを背景に、経済の先行きが比較的明るいとみています。中国不動産市場の悪化は懸念材料ですが、中国株式市場を取り巻く環境は、総じて良好だと考えます。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産クラスの低迷が続くことを示唆しています。主要国・地域の多くでは、中央銀行が利上げと量的引き締めを進めており、過剰流動性が縮小していません。主要5カ国・地域(米国、ユーロ圏、英国、中国、日本)の中央銀行が4-6月期に回収した流動性の総額は、1.8兆米ドルに達します。FRBは今後の利上げはデータ次第で判断するとの意向を示しているものの、市場はFRBがハト派的な姿勢を強めたと解釈しています。実際に、足元では市場は、FF金利が今年12月にFRBの予想を50ベーシスポイント下回る水準でピークを付けることを織り込んでいます。FRBが利上げを一時停止する可能性は排除しませんが、現時点では確信は持てません。

ピクテのバリュエーション(投資価値評価)分析では、株式市場についてはPERや株式リスクプレミアム等の各種指標で測った過去のバリュエーションのレンジの中央値近辺で推移しており、適正水準に近づいていることを示唆しています。債券は、足元の市場の上昇後も比較的割安な水準に留まっていますが、特に社債や新興国債券など、相対的にリスクの高い債券の割安感が高まっていると考えています。

ピクテのテクニカル指標は、主要な株式市場および債券市場における投資家のセンチメントは概ね中立の水準にあることを示唆しています。ただし、トレンド系の指標が株式に対して弱気を示唆していることに加えて、夏場は例年取引量が減少し、株式市場が上下に振れやすい時期のため、季節性の観点からも注意が必要です。

Barometer



地域別・業種別の株式市場

米・欧企業は業績悪化に直面

米国および欧州の株式市場は、2022年初以降、値動きの荒い展開が続きましたが、当面は先行きが不透明な状況が続くとみえています。S&P500 株価指数は年初来で約 13%下落していますが、FRB がインフレ抑制を最優先する姿勢を堅持しているとみられることから、米国企業を取り巻く環境は一段と悪化する可能性があります。一方、アナリストによる企業業績予想において、このようなリスクが十分に反映されているようには思われません。ピクテのインフレ予想と米国の GDP 成長率予想に基づいた試算では、米国企業の 2022 年の利益はアナリストによるコンセンサス予想を下回ることが示唆されています。この試算によると、米国企業の当期利益は前年比変わらずということになり、長期平均である 6%程度の成長率を下回ります。従って、米国株式のアンダーウェイトを継続します。

欧州株式は、米国株式よりも厳しい状況が予想されます。ロシアによるウクライナ侵攻が長期化し、域内のエネルギー価格が上昇基調を辿る中、経済への影響は悪化する一方です。EU 向けのロシア産ガスの足元の供給量は、通常の 20%程度に留まっており、エネルギー不足が経済成長を妨げる状況が予想されます。特にドイツは、今年下期のリセッション入りの可能性が高いとみられており、企業景況感の悪化が際立ちます。国際通貨基金(IMF)は、ロシアが EU 向けのガス供給を停止した場合、ドイツの GDP 成長率が、2022 年は約 1.5%、2023 年は約 2.7%下振れる可能性があるとして試算しています。イタリア改革派政権の崩壊も欧州株式市場が直面している問題の一つです。ドラギ首相が辞任し、9 月の総選挙後に大衆迎合主義(ポピュリズム)を標榜する右派連立政権が誕生する可能性が出てきたことから、イタリアの債務危機を巡る懸念が強まっています。特に、ドラギ前政権が進めてきた構造改革を実行することが、新型コロナウイルス危機に関連した EU の復興基金から巨額の資金を受け取るための条件となっていること

などが懸念されます。また、ECB がユーロ圏のインフレを制圧しつつ、必要となればイタリアを支援することも可能であるという点を投資家に納得させることができるかについても、注視すべき点です。

世界の株式市場の中で先行きが見るとみているのは日本です。日本経済は先進国の中でも比較的安定した成長が見込まれ、ピクテのモデルも高い評価を付与しています。インフレ高進のリスクが相対的に低いことも注目されます。また、円安が日本企業の強い追い風となって、コンセンサス予想を実現できるとみえています。従って、日本株式のオーバーウェイトを継続します。

中国株式については、クレジット・インパルス(民間セクター向け新規貸出額の GDP 比変化率)が数カ月ぶりにプラスに転じたことから、確信度を強めています。また、当局によるインフラ投資の加速が期待されており、経済の先行き改善が見込まれます。従って、中国株式についてもオーバーウェイトを維持します。また中国当局によるインフラ投資の加速は、素材セクターについても追い風になると考えており、同セクターのオーバーウェイトを継続します。

一方で、世界の経済情勢が更に悪化した場合に備えて、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も継続します。

債券・為替

金に注目

景気減速や景気後退懸念は、インフレが抑制されることを前提とした場合、債券市場の追い風となります。米国は、こうした状況が実現する可能性が最も高いように思われます。サプライチェーンにおける目詰まり(ボトルネック)の緩和、運送費用の低下、原油およびガソリン価格の下落といった、物価上昇圧力後退の兆候が物価関連の指標や統計結果などからも示唆されています。こうした状況が、米国国債をオーバーウェイトと

Barometer



する投資判断の裏付けとなっています。米国国債のバリュエーションは妥当な水準にあると考えます。足元の10年国債利回りは2.8%前後と、2023年までの量的引き締め総額を1.5兆米ドルとする予想に基づいてピクテが試算した、適正水準に概ね一致します。

一方で、ユーロ圏国債のアンダーウェイトを継続します。域内のインフレ動向を総じて見ると、米国よりも懸念される状況にあると考えられ、同国債は米国国債に比べて魅力に乏しいように思われます。

ユーロ圏社債については、投資適格社債、ハイイールド債ともにアンダーウェイトとしています。域内経済の下振れリスクが強いことに加えて、消費者信頼感指数はコロナ危機の期間の水準を下回っており、リセッション入りの兆候を示唆しています。加えて、エネルギー価格の高止まりや金融環境の引き締めが、企業の資金調達を更に困難なものとする事は明らかです。

金融政策の不確実性が高まり、米国実質金利の頭打ちの可能性が予想される状況では、金の先行き改善が期待されません。金価格は20%程度の調整を経て、ピクテのモデルを用いた分析でも割高感は解消されたことが示唆されています。

経済情勢が急激に悪化した場合の防衛手段として、スイスフランのオーバーウェイトを継続します。また、対米ドルで約24年ぶりの安値を付けた円にも投資妙味があると考えます。ピクテのモデルを用いた分析では、国内経済の先行きが明るい数少ない国の通貨であることを勘案すると、これほどの大幅な円安は正当化されないと考えます。

グローバル市場概況

リスクを再認識

2022年7月の市場では、リスク資産が年初からの大幅な下落を経て、力強い反発相場を展開しました。グローバル株式の月間リターンは、欧米の長期金利低下が好感されたことなどを背景に現地通貨ベースで+7%程度となり、年初来のリター

ンでは-12%程度とマイナス幅を縮小しました。米国株式およびユーロ圏株式の月間リターンは、それぞれ、+9%および+6%程度となり、その他の主要株式市場も堅調に推移しました。業種別では、エネルギー・セクターが堅調でしたが、上昇が際立ったのは、年初来で下落率が最も大きかった一般消費財・サービス・セクターと情報技術セクターでした。

7月は、投資家のリスク選好意欲が明確に示された一方で、債券も堅調に推移しました。グローバル国債市場の月間リターンは、現地通貨ベースで+2%程度となり、ユーロ圏国債と、スイス国債は、それぞれ、+4%および+6%程度となりました。セクター別では、社債市場が最も堅調で、欧州および米国のハイイールド債は、それぞれ、+5%および+6%程度の月間リターンとなりました。

世界経済の減速と中国不動産市場を巡る不確実性が投資家の注目を集めたことから、新興国市場は株式、債券ともに軟調でした。

通貨市場では、米ドルが、通貨バスケットに対して約1.2%上昇した一方、円に対しては約1.5%下落しました。ユーロは引き続き低調でした。金は約2.4%下落し、年初来リターンは約3.2%のマイナスとなりました。

※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	32,845	30,775	36,338	+6.7%	-9.6%
(米)ナスダック総合指数	12,391	11,029	15,645	+12.3%	-20.8%
(日)TOPIX	1,940	1,871	1,992	+3.7%	-2.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,708	3,455	4,298	+7.3%	-13.7%
(英)FTSE100指数	7,423	7,169	7,385	+3.5%	+0.5%
(中国)上海総合指数	3,253	3,399	3,640	-4.3%	-10.6%
(香港)ハンセン指数	20,157	21,860	23,398	-7.8%	-13.9%
(ブラジル)ボベスバ指数	103,165	98,542	104,822	+4.7%	-1.6%
(インド)SENSEX30指数	57,570	53,019	58,254	+8.6%	-1.2%
(ロシア)RTS指数	1,129	1,345	1,596	-16.0%	-29.2%

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	134.61	136.68	115.02	-1.5%	+17.0%
ユーロ	137.25	142.67	130.51	-3.8%	+5.2%
英ポンド	163.86	165.71	155.24	-1.1%	+5.6%
スイスフラン	141.07	143.20	125.76	-1.5%	+12.2%
豪ドル	94.20	93.90	83.42	+0.3%	+12.9%
加ドル	105.08	106.00	90.04	-0.9%	+16.7%
中国元 [※]	19.84	20.29	18.07	-2.2%	+9.8%
ブラジルリアル [※]	25.71	25.98	20.67	-1.0%	+24.4%
インドルピー	1.70	1.74	1.55	-2.3%	+9.7%
ロシアルーブル	2.16	2.77	1.57	-22.0%	+37.6%
タイバーツ	3.70	3.85	3.43	-3.9%	+7.9%
南アフリカランド	8.15	8.41	7.21	-3.1%	+13.0%

(※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	2.64%	2.97%	1.50%	-0.33%	+1.14%
日10年国債利回り	0.12%	0.23%	0.07%	-0.11%	+0.05%
独10年国債利回り	0.77%	1.37%	-0.18%	-0.60%	+0.95%
豪10年国債利回り	3.06%	3.69%	1.69%	-0.63%	+1.37%
米政策金利(FFレート)	2.50%	1.75%	0.25%	+0.75%	+2.25%
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)	0.50%	0.00%	0.00%	+0.50%	+0.50%

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)	101.31	107.76	75.33	-6.0%	+34.5%
金(1オンス、ドル)	1,764.24	1,806.87	1,822.39	-2.4%	-3.2%

※ 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・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。



Barometer

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月末日現在)

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様に帰属します。■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

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8月



PICTET

ピクテ・ジャパン株式会社