

# Barometer

2022年  
3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

## ウクライナ情勢を冷静に見極める



### ■グローバル資産クラス

ウクライナ情勢を巡る緊張緩和の糸口は見られていません。また、原油価格の高騰が長期化すれば、スタグフレーションのリスクも警戒しなければならなくなると考えています。世界経済、とりわけ欧州経済に大きな打撃が及ぶと同時に、企業業績が下振れる可能性が警戒されます。これらを勘案し、株式の投資判断をニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き下げ、債券をニュートラルに引き上げます。また、キャッシュのニュートラルを維持します。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、ウクライナ危機を背景としたエネルギー価格高騰による景気への影響がとりわけ懸念されることから、ユーロ圏の投資判断をニュートラルに引き下げます。一方で、英国や中国等、割安な景気敏感株の比率が高い市場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、素材セクターは、コモディティ価格の上昇や今後、中国の景気回復が追い風になることが期待されるため、オーバーウェイトを維持します。一方で、金融セクターをニュートラルに引き下げます。景気減速のリスクを織り込んで長期金利は低下する一方、インフレ高進の長期化で短期金利が高止まれば、債券の利回り曲線(イールドカーブ)の逆イールド化が進む可能性も考えられます。

### ■債券

ウクライナ危機を受けて、米国の利上げペースが鈍化するのではないかと観測も出てきていますが、現時点で米国国債の投資判断をオーバーウェイトに引き上げることには、リスクが伴うと考えます。従って、米国国債についてはニュートラルを継続します。

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	▶

# Barometer

以下のコメントは、2022年2月末までの情報を元に作成しております。

## 資産配分

### 新型コロナウイルスからウクライナ情勢へ

新型コロナウイルスに対する懸念が後退し始めた矢先に、ロシアがウクライナに侵攻しました。ロシアのウクライナ侵攻が世界経済の回復をどの程度損なうことになるか、手掛かりが得られるまでには数週間を要すると考えています。ロシアとウクライナの国内総生産(GDP)が世界全体のGDPに占める比率は低く、また、世界貿易に占める両国のシェアも、ロシアからの原油輸出や一部の国際商品(コモディティ)の欧州向け輸出を除くと、高くはありません。その一方で、コモディティ以外にも、自動車、食料品、鉄鋼、半導体等の業界に影響が及ぶことが予想されます。欧州の物価に影響が及ぶのは、新型コロナウイルス危機に続いて、2度目であり、消費者心理への影響を注視していく必要があると考えます。

ウクライナ危機は、世界の主要中央銀行、とりわけ米連邦準備制度理事会(FRB)のタカ派的な姿勢に影響を及ぼすかもしれません。FRBの金融引き締めへの転換は明らかでも、市場が最近まで織り込んできたよりも緩やかなペースで利上げが実施される可能性は否めません。

これらの状況を勘案した上で、ごく短期的な観点では、投資に慎重な姿勢を強めることが適切と思われる。

ピクテの景気循環指標は、2022年における世界経済の先行きについて強気の見方を示唆しており、ピクテでは、主要国のGDP成長率を3%~5%と予想しています。小売売上高はピークを付けた可能性があるものの、長期趨勢(トレンド)を上回って推移しており、鉱工業生産や輸出は伸びが加速しています。また、新型コロナウイルス感染拡大の打撃を受けた

サービス・セクター、とりわけ、旅行や大規模イベントに関連する活動は回復の度合いを強めるものと考えます。

米国経済は、ウクライナ危機の影響が最も軽微とみられており、旺盛な消費者需要や良好な住宅市場などを背景に引き続き堅調です。一方、欧州経済は、ロシア産天然ガスに依存する状況が懸念されるものの、総じて回復基調を維持しており、緩和的な金融政策も維持される公算が大きいことも、支援材料になると見えています。

主要国のインフレ率は、足元で原油価格が急騰しているものの、早ければ2022年3月末から4月にもピークを付けることが予想されます。

ピクテの流動性指標は強弱交錯の内容です。世界の中央銀行は、新型コロナウイルスのパンデミック局面で積み上がった流動性に対処するため、量的金融緩和(QE)の縮小に留まらず、過剰流動性の一部の引き揚げにも着手し始めています。ピクテは、中央銀行による年内のネットの流動性縮小の規模が世界のGDPの3%に達すると予想しています。米国においては、QEの終了、利上げ、量的金融引き締め(QT)、インフレ後退といった実質的な4つの引き締め要素が注目されます。一方で民間部門による信用供与が増加しており、こうした状況を一部相殺するとみています。それに加えて、ウクライナ危機をはじめとした足元の世界情勢などを意識して、市場の過度な利上げ観測を抑え込むような発言が各国中央銀行高官から出てくる可能性もあります。

ピクテの短期のバリュエーション指標は、株式と債券ともに、適正水準近辺にあり、割高感がある主要資産クラスはコモディティに限定される状況を示唆しています。株式の相対バリュエーションにおいて、地域別や業種別で見ても、過度な割高感が見られないのは、極めて久しぶりのことです。米国株式市場は、最も割高な市場であることに変わりはありませんが、割高感は軽微です。足元でバリュー株(割安株)が、グロース株(成長株)に対してパフォーマンスで上回っているのは、実質金利が上昇しているためと考えられます。将来の予想利益の現在価値が、金利(割引率)の上昇に伴って減価することに

# Barometer



伴いますが、こうした状況も徐々に終わりに近付いている可能性があります。株価収益率(PER)には幾分の低下余地が残っているかもしれませんが、2020年9月以降、12ヵ月先予想ベースのPERが既に30%近く低下していることを勘案すると、年内におけるこれからの低下幅は限定されると考えます。

ピクテのテクニカル指標は、株式が、特にウクライナ危機の発生後において、売られ過ぎの領域にあることを示唆しています。バンク・オブ・アメリカ社が運用会社を対象に行った調査では、特に米国株式に対する投資家心理が弱気に傾いていることが確認されています。このことは、米国株式がここからさらに急落する余地が限定的であることを示唆するものと考えています。

## 地域別・業種別の株式市場

### ユーロ圏株式の投資判断を引き下げ

ウクライナ危機と株式市場におけるボラティリティの急上昇を受けて、ロシアによる軍事侵攻によって大きな影響を受ける可能性の高い地域や業種セクターのポジションを減らしました。一例を挙げると、欧州株式の先行きには慎重な見方を強めています。ロシアに対する制裁が、欧州域内のインフレ高進と経済成長の鈍化をもたらす可能性があり、PERおよび企業利益の双方に下押し圧力がかかることが予想されます。ピクテの分析では、ユーロ圏は、エネルギー輸入の約21%をロシアに頼っています。欧州中央銀行(ECB)が、ここ数週間、従来以上にタカ派的な発言を強めていることと併せて考えると、欧州株式のオーバーウェイトは正当化出来ないと考えます。もともと、ユーロ圏とロシアの貿易における関係性は、金額ベースでは、ロシアからの輸入全体の約3分の2を占めるエネルギー輸入を除くと、さほど強いわけではありません。域内の銀行がロシアに対する投融資等のエクスポージャーを保有していることは確かですが、規模は限定的とみています。また、ユーロ圏からロシアへの輸出についても、域内輸出全体の約2.6%と限

定的です。こうした状況と、ユーロ圏経済の堅調さを示唆する指標を併せて考えると、オーバーウェイトとしていた欧州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、ニュートラルへの引き下げに留めるのが適切と判断しました。

地域別では、英国や中国等、割安な景気敏感株の比率が高い市場のオーバーウェイトを継続します。中国において、金融政策と財政政策による協調的な景気浮揚策への転換を背景に、景気回復の兆しが最新のデータからも確認されており、年後半には、経済成長の加速が予想されます。中国株式の組入れはポートフォリオの分散の観点に加えて、ウクライナ情勢の悪化や各国中央銀行の金融引き締めに対するヘッジ手段としても有効な可能性があると考えています。米国は、企業の利益率、PERともに、年内はこの先横這いで推移すると見込んでおり、投資判断をニュートラルとしています。また、米国株式市場は、他の地域と比較すると、最も割高であることに変わりはありません。

業種別では、素材セクターのオーバーウェイトを継続しています。素材セクターは、コモディティ価格の上昇や今後、中国の景気回復が追い風になることが期待されます。

## 債券・為替

### 「安全資産」は無リスクにあらず

債券市場は2022年年初から軟調に推移していますが、ウクライナ危機を受け、中央銀行による積極的な利上げへの予想が見直される可能性も考えられます。債券市場は、2022年年内に少なくとも6回のFRBによる利上げを見込んでいましたが、ウクライナ情勢の先行きが見通し難い局面に入ってから、米国の利上げペースが鈍化するのではないかと観測も出てきています。ピクテでは、各25ベースポイント(0.25%)の利上げが6回よりも多く行われた場合、米国経済のコロナ禍からの回復が頓挫しかねないとみています。一方、FRBがインフレ抑制を重視して利上げの前倒しを選択することも想定される

# Barometer



ため、現時点で米国国債の投資判断をオーバーウェイトに引き上げることには、リスクが伴うと考えます。従って、米国国債についてはニュートラルを継続します。

新興国債券についてもニュートラルを継続します。ウクライナ侵攻に対してロシアに課された制裁は、一見、新興国債券クラス全体に大きな影響を及ぼすように思われますが、実際はそうとも限りません。新興国債券指数に占めるロシアの組入比率は、急落しており、JPモルガンが算出する米ドル建て新興国債券指数(EMBI)では2%、現地通貨建て新興国債券指数(GBI-EM)では5%程度に過ぎません。また、資源を輸出している国については、コモディティ価格急騰の恩恵に因る交易条件の改善が見込まれます。従って、新興国債券をオーバーウェイトに引き上げるのはリスクが高いと考えるものの、アンダーウェイトに引き下げるのも得策とは考えていません。一方で、中国人民銀行が景気浮揚のため金融緩和策を講じていることは注目すべき点であり、中国人民元建て国債の先行きは明るいと考えています。

通貨市場では、英ポンドに対する弱気な見方を変えていません。英ポンドがこれまで堅調に推移してきたのは、イングランド銀行がインフレ抑制のための利上げ継続の意向を示唆していたためですが、英国経済は景気回復の初期段階に留まっており、市場が織り込んでいるよりも緩やかなペースで利上げが行われる公算が大きいとみています。米ドルはニュートラルを継続します。バリュエーションは、相対的に割高なように思われますが、ウクライナ危機を受けて、米ドルの安全資産としての地位が一段と高まっていると考えています。

## グローバル市場概況

### 地政学リスクが市場を下押し

2022年2月の世界の株式市場は、2ヵ月連続の下落となりました。ロシアのウクライナ侵攻を受けて、西側諸国による経済制裁が相次ぎ、ロシアの大手行は、国際銀行間通信協会

(SWIFT)から排除されました。欧州の新興国株式市場は、大きな打撃を受けました。また、欧州を代表する株価指数であるユーロ・ストックス50種も6%の下落となりました。

業種別の月間リターンでは、ウクライナ危機を背景に原油価格が上昇したことから、エネルギー、素材の両セクターは堅調な展開となりました。一方で、情報技術(IT)やコミュニケーション・サービス・セクターなどは軟調でした。メタ・プラットフォームズ(米国、インタラクティブ・メディアおよびサービス)の2021年10~12月期決算発表では、主力アプリであるフェイスブックの1日あたりユーザー数が創業以来初めて、前四半期から減少したことなどをを受けて、同社の株価は同日に26%下落しました。他のハイテク株の売りにも波及し、ネットフリックス(米国、娯楽)やスポティファイ・テクノロジー(米国、娯楽)などの株価も大きく下落しました。ヘルスケア、生活必需品、公益等のディフェンシブ・セクターは底堅く推移しました。

FRBが積極的な利上げを行うとの見方や世界的なインフレの高進を受け、グローバル債券市場は、投資家のリスク回避姿勢が強まる状況下においても堅調には推移しませんでした。ユーロ圏、スイス、英国の国債は、いずれも、現地通貨ベースで2%近く下落しました。また新興国債券も、ドル建て債券、現地通貨建て債券ともに下落しました。

為替市場では、ロシアルーブルが対円で20%近く下落しました。ロシアでは、大手行がSWIFTから排除されたことに加え、ロシア連邦中央銀行の外貨準備(約6,300億米ドル)が事実上凍結されました。一方、ブラジルやオーストラリア等、コモディティ輸出国通貨は、対円で約3%の上昇と堅調でした。安全資産とされるスイスフランは対円で約1%の上昇、米ドルは対円で概ね横ばいでした。

※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2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	33,893	35,132	36,338	-3.5%	-6.7%
(米)ナスダック総合指数	13,751	14,240	15,645	-3.4%	-12.1%
(日)TOPIX	1,887	1,896	1,992	-0.5%	-5.3%
(日)日経ジャスダック平均	3,573	3,614	3,878	-1.1%	-7.9%
(欧)ユーロ・ストックス50種	3,924	4,175	4,298	-6.0%	-8.7%
(英)FTSE100指数	7,458	7,464	7,385	-0.1%	+1.0%
(中国)上海総合指数	3,462	3,361	3,640	+3.0%	-4.9%
(香港)ハンセン指数	22,713	23,802	23,398	-4.6%	-2.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	113,142	112,144	104,822	+0.9%	+7.9%
(インド)SENSEX30指数	56,247	58,014	58,254	-3.0%	-3.4%
(ロシア)RTS指数	937	1,435	1,596	-34.7%	-41.3%

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	115.55	115.44	115.02	+0.1%	+0.5%
ユーロ	129.34	128.66	130.51	+0.5%	-0.9%
英ポンド	154.58	154.72	155.24	-0.1%	-0.4%
スイスフラン	124.86	124.00	125.76	+0.7%	-0.7%
豪ドル	82.95	80.78	83.42	+2.7%	-0.6%
加ドル	90.52	90.43	90.04	+0.1%	+0.5%
中国元*	18.25	18.10	18.07	+0.8%	+1.0%
ブラジルリアル*	22.36	21.70	20.67	+3.0%	+8.1%
インドルピー	1.55	1.55	1.55	±0%	±0%
ロシアルーブル	1.18	1.47	1.57	-19.7%	-24.8%
タイバーツ	3.53	3.45	3.43	+2.3%	+2.9%
南アフリカランド	7.51	7.40	7.21	+1.5%	+4.2%

(※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	1.85%	1.78%	1.50%	+0.06%	+0.35%
日10年国債利回り	0.18%	0.16%	0.07%	+0.02%	+0.11%
独10年国債利回り	0.12%	-0.03%	-0.18%	+0.15%	+0.30%
豪10年国債利回り	2.18%	1.92%	1.69%	+0.25%	+0.48%
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)	96.13	89.16	75.33	+7.8%	+27.6%
金(1オンス、ドル)	1,903.75	1,796.65	1,822.39	+6.0%	+4.5%

※ 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。

4 | ピクテの資産運用戦略マンズリーレポート | 2022年3月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社

## 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2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