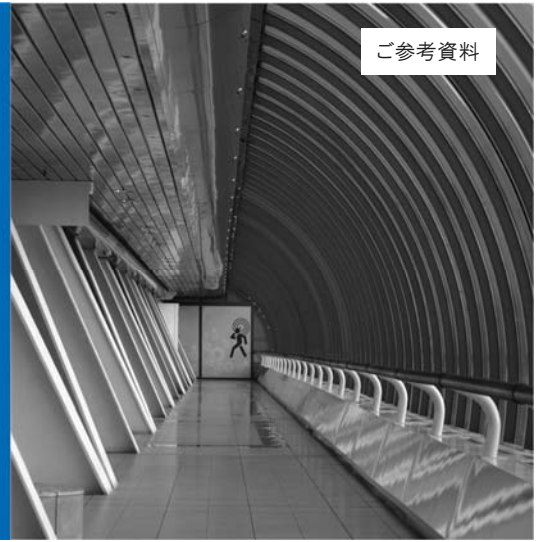


# Barometer

2021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

## 経済の減速と物価上昇の不都合な組み合わせ



### ■グローバル資産クラス

先進国の景気回復の鈍化が見込まれる一方、物価上昇圧力が強まる中で主要国の中央銀行は金融緩和政策の縮小に向けて準備を始めています。景気回復の鈍化と物価の上昇、流動性の縮小とリスク性資産のバリュエーション水準の高止まり等が同時に進行する状況を勘案し、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。債券およびキャッシュについても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、英国株式のオーバーウェイトを維持します。英国の株式市場では、株価バリュエーション指標が割安な水準にあるほか、新型コロナワクチンの接種の進捗を背景に景気回復の恩恵を享受する公算が大きいと考えられます。一方で、米国株式は株価バリュエーション指標が割高な水準にあるほか、インフレ見通しが不透明であり、米連邦準備制度理事会(FRB)の予想外の金融引き締めに対して脆弱であると判断し、アンダーウェイトを維持します。

### ■株式:業種別

金融セクターと、バリュエーション面での割安感が際立つ不動産セクターのオーバーウェイトを維持する一方で、これまで堅調に推移してきたもの出遅れ感が出始めた一般消費財・サービスセクターはアンダーウェイトを継続します。

### ■債券

業績見通しの改善余地が乏しいことや、バリュエーションの高さから社債投資には慎重な姿勢を維持します。一方で、米国国債のオーバーウェイトや、実質金利の水準が相対的に高いほか、グローバル債券指数での構成比率上昇に伴う資金流入が期待される中国国債のフル・オーバ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		
	新興国		
		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

### 高成長下のインフレ醸成

世界経済は一貫した拡大基調を続けていますが、そうした状況の多くは、ワクチン接種が順調に進み、都市封鎖(ロックダウン)の解除が先進国で相次いで見られます。

もともと、先進国の景気回復の勢いには陰りが見え始めています。物価上昇圧力が強まる中、中央銀行が金融緩和政策の縮小に向けて準備を始めているためです。

景気回復の鈍化とインフレの高進、流動性の縮小、リスク性資産のバリュエーション水準の高止まり等、好ましいとはいえない状況が同時に進行する状況を勘案し、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。(債券ならびにキャッシュについても、ニュートラルを維持します。)

株式市場では、一般消費財・サービス等、(景気変動の影響を相対的に大きく受ける傾向の強い)景気敏感セクターのアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)を維持します。

債券市場では、米国ハイイールド債等、相対的に高リスクの資産クラスのアンダーウェイトを維持します。また、(相対的に景気変動に左右され難い)ディフェンシブ資産を选好し、米国内債のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)と、現地通貨(人民元)建て中国国債のフル・オーバーウェイトを維持します。

ピクテの景気循環指標は、物価上昇圧力が明確に強まる状況を示唆しています。

米国の価格変動の大きい食品・エネルギーを除いた消費者物価(CPI)コア指数は、直近3ヵ月で年率+8.3%(3ヵ月前比)の上昇と1982年以来の最高水準を更新しています。

また、米連邦準備制度理事会(FRB)が物価指標として注視する個人消費支出価格指数(PCE)の5月のコア指数も、前年同月比+3.4%と(1992年以來)、約30年ぶりの高い水準となっ

ています。

ピクテでは、インフレ率の急激な上昇は一過性のものだと考えます。短期的な供給面での制約と、新型コロナウイルス感染拡大の影響が際立った中古車等、特定の品目に対する需要の増大が原因と見ているからです。こうした「新型コロナウイルス関連品目」や比較対象となる前年の水準が極めて低位にあったという「ベース効果」を除くと、インフレ率は+1.6%前後で安定推移していることがピクテの分析から示唆されます。

FRBは、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で2021年の経済成長ならびに物価見通しを予想に反して上方修正しました。FRBは早ければ2022年末の利上げに向けて準備を進めているように思われます。

もともと、賃金上昇率が足元の前年比+3%前後を上抜けて上昇する場合には、利上げの時期が更に早まる可能性もあり、そうなれば企業業績に下押し圧力がかかることが懸念されま

す。

ユーロ圏では、ワクチン接種と経済活動再開のペースが加速しており、景況感も急速に改善しています。域内の景気見通しを更に明るくしているのが、7,500億ユーロ規模の「復興基金」からの資金がまもなく加盟国に配分・支給され、2021年と2022年のGDP(国内総生産)成長率を少なくともそれぞれ0.2%押し上げるとの期待です。

一方、新興国経済の勢いは、中国経済がコロナ禍からの急速な回復を遂げた後、減速に転じていることから、横ばいの状況です。中国では輸出の伸び悩みを内需の拡大が補い、経済成長のけん引役となって、小売売上や設備投資を押し上げることが予想されます。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産のニュートラルを示唆しています。米国およびユーロ圏の流動性は、FRB、欧州中央銀行(ECB)両行が金融緩和を継続する中、世界で最も潤沢です。対照的に、中国の流動性は、コロナ前の水準を下回ります。これは、2020年に中小企業向け融資を拡大した後、金融当局が、再度、債務水準の監視を強化しているためです。

# Barometer



もともと、中国経済の鈍化基調が更に強まれば、中央銀行である中国人民銀行は、年後半にも、金融緩和に転じる可能性があると思われ、人民元安を図った外為市場への介入が見込まれます。

ピクテのバリュエーション指標は、株式が2008年以降、最も割高な水準にあることを示唆しています。流動性の縮小と実質債券利回りのもう一段の上昇は、グローバル株式の株価収益率(PER)に対する下押し圧力を強める公算が大きいことから、ピクテでは、今後1年のうちに、PERの20%程度の縮小があり得ると考えています。

ピクテでは、世界の企業業績について、2021年に前年比35%前後の増益を予想しています。一方、今後2年、2022年及び2023年について10%前後の増益と見る市場のコンセンサス予想は楽観的過ぎると考えます。予想の実現には一株利益(EPS)がコロナ前の長期平均(トレンド)を上回る必要があるのに対し、利益成長率が既に高水準に達していることを考えると、そうした状況が実現する公算は極めて小さいからです。

ピクテのテクニカル指標は、株式にはやや強気の姿勢を示唆していますが、債券市場内で唯一強気を示唆しているのは、ピクテがフル・オーバーウェイトとする現地通貨建て中国国債だけです。

## 地域別・セクター別の株式市場

### 英国株式の強気を継続

ピクテのバリュエーション指標を用いた市場分析では、英国株式が最も割安です。(12ヵ月先)予想利益に基づく英国の株価収益率(PER)は、足元でユーロ圏株式と米国株式のいずれの水準も下回っています。また、複数のバリュエーション指標を用いたピクテの試算では、英国株式が現在の水準より相対的に割安であったことは過去20年のうち17%しかありません。

英国では、ワクチン接種率が高水準に達し、6月末までに人口のほぼ3分の2が少なくとも1回の接種を受けていることから、他国が懸念を強め始めているインド型変異ウイルス(デルタ株)の甚大な影響を回避できる公算が大きいと思われ、こうした状況が、今月中に予定される全面的な経済再開を後押しするものと考えます。また、英国の代表的な株価指数には、バリュー株(割安株)や優良ディフェンシブ銘柄が多く含まれ、こうした銘柄が足元の景気回復局面において相対的に大きく上昇する傾向が強いことも注目されます。

ユーロ圏株式も投資妙味を増しています。コロナ後の景気回復は、中国から米国を経てユーロ圏に達しています。域内経済の見通しと流動性を巡る状況は他国・地域以上に良好ですが、株式のバリュエーションは妥当な水準に留まります。更に、域内の株式市場に流入する投資資金は、資金の流入が減少に転じた米国市場とは対照的に、増加傾向が続いています。もともと、欧州市場には、これまで投資家の期待外れに終わる傾向が強かったことは事実です。相対リターンは何年間も低迷し、上昇相場は一過性のものに終わってきたからです。従って、オーバーウェイトへの上方修正は当面見合わせ、上昇基調を確認する追加的なデータの発表を待ちたいと考えます。

日本を除くアジアの株式市場は、長期的な観点での投資妙味が強いように思われます。当該地域は、今後5年にわたり、インフレを抑制しつつ、世界の他地域の2倍前後の経済成長を遂げることが予想されます。また、コロナ危機に際して、相対的に控えめな景気対策(金融・財政政策)を講じてきたことから、追加の施策を導入する余地が残されています。過小評価された通貨や域内の高成長見通しを勘案すると、バリュエーションは妥当な水準に留まっており、今後1年間のアジア株式の相対的な高リターンに寄与するものと考えます。

米国株式は、高いバリュエーション水準を勘案してアンダーウェイトを維持します。米国市場が足元の水準以上に割高だったことは、過去20年で16%しかありません。コロナ後のインフレが持続するかどうかについても疑問が残ります。物価の

# Barometer



上昇が一過性のものなのか、或いは、予想を上回って推移し続けるのかは、未だ明らかではありません。また、インフレ期待が高止まりするかどうかも定かではありません。

こうした不安定な状況は、FRB が予想外の引き締めに転じた際の市場の脆弱性を際立たせます。

足元、FRB の金融政策と市場の反応との相関が高まっていることも懸念されます。FRB が経済に供給する追加的な流動性を示す「ネットの流動性」と、直近の量的緩和開始時以降のS&P500 種株価指数のパフォーマンスとの間には高い相関が見られます。

株式市場全体のPER は、2020 年 9 月のピークの水準から10%程度低下しています。今後、企業の利益率に全く改善が見られないとしたら、株式市場のもう一段の上昇には経済の急成長という形での刺激が必要になると考えます。

業種別では、金融セクターと、バリュエーション面での割安感が際立つ不動産セクターのオーバーウェイトを維持する一方で、これまで堅調に推移してきたものの出遅れ感が出始めた一般消費財・サービスセクターは、引き続き、アンダーウェイトとします。

## 債券・為替

### 社債に慎重な姿勢を維持

債券市場では、利回りが既に超低位に沈み、マイナス圏に留まる場合も散見されることから、価格面での魅力がある債券は限られます。

米国ハイイールド債利回りは、初めて、インフレ率を下回り、2014年以降、初めて、米国株式益回りも下回っています。こうした状況を勘案し、ピクテの分析では債券セクターの中で最も割高な資産である米国ハイイールド債のアンダーウェイトを継続します。

このように過度なバリュエーションが特に懸念されるのは、米

国の力強い経済成長にもかかわらず、業績見通しの改善余地が限られると考えるためです。IBESのコンセンサス予想は2021年の利益成長率が35%とピクテの予想に並びますが、今後2年については、2022年予想、2023年予想とも、楽観的に過ぎると考えます。

米国物価連動国債(TIPS)も割高です。米国物価連動国債市場には投資資金が流入しており、特に、FRBのタカ派寄りの発言を勘案した場合には、バリュエーションの正当化が困難です。

一方、米国国債には、他の先進国国債と比べて投資妙味があるように思われます。ピクテでは、短期債利回りの上昇と長期債利回りの低下に伴う米国国債の利回り曲線(イールドカーブ)のフラット化が続くとみっていますが、実際に、10年国債と2年国債の利回り格差は3カ月前との比較で縮小しています。こうしたトレンドが続くならば、興味深い投資の好機が提供される可能性があると考えます。

とはいえ、世界の債券市場で最も先行きが期待されるのは中国市場です。中国市場には巨額の投資資金が流入していますが、政府当局が海外投資家に対して一段の市場開放を進めるにつれて、また、代表的なグローバル債券指数に占める中国債券の構成比率が上昇するにつれて、資金流入の勢いには更に弾みが付くと考えます。

今が中国国債に資金を投じる絶好のタイミングだと考えるのは、実質金利が米国国債の水準を大きく上回ることに加え、中国経済の成長の勢いがピークを付けたように思われるからです。ピクテは中国の6つの経済活動指数を注視していますが、鉱工業生産、小売売上、新車販売、建設活動、固定資産投資、名目輸出の6つの主要指数は、いずれも数カ月前の水準を下回ります。中央銀行である中国人民銀行(PBOC)は、当面、現行の政策金利を維持すると思われませんが、年内にインフレ目標を達成する公算は極めて小さいことから、次の政策変更は、金融緩和となる可能性が大きいと考えます。

ピクテのモデルがテクニカル面でプラスのスコアを付与して

# Barometer



いる国債(ソブリン債)は、中国国債のみであることも注目に値すると考えます。

通貨では、主要通貨について対米ドルのニュートラルを維持します。唯一の例外は英ポンドで、ここまでの上昇を勘案し、アンダーウェイトを継続します。

## グローバル市場概況

### 上昇の勢いが止まらない株式市場

6月の株式市場は、引き続き上昇基調を辿りました。米国では順調な経済活動の再開が企業業績を押し上げたことから、S&P500種株価指数は、連日、過去最高値を更新しました。グローバル株式の現地通貨ベースの月間リターンは+2.2%、年初来リターンは+13.6%の上昇となりました。

米国市場とスイス市場はとりわけ堅調で、月間リターンは前者が+2.8%、後者が+4.9%の上昇となりました。この間、FRBの若干強気な経済見通しを受け、米ドルは主要通貨バスケットに対して+2.9%の上昇となりました。

米国の国債市場は前月までの下げを幾分取り戻したものの、年初来リターンは-2.5%とマイナス圏に留まりました。FRBの目標を上回るインフレ予想が今後も継続するとみている投資家層と、コロナの影響に起因する物価の歪みを主な根拠に、足元のインフレ圧力は一過性のものに過ぎないと見る投資家層とのせめぎあいが強まっています。

社債市場では、相対的にリスクの高い資産クラスが、米国および欧州双方の市場で、株式市場の堅調な推移を背景に、上昇しました。現地通貨ベースの月間リターンは米国ハイイールド債が+1.4%、ユーロ・ハイイールド債が+0.6%の上昇となりました。

国際商品(コモディティ)市場では、年初来、原油市場が際立って堅調です。各国経済が1年前の底から順調に回復しつつあることに加え、石油輸出国機構(OPEC)加盟国が供給規

律を遵守し、減産を継続していることが奏功しているものと考えます。原油価格は、月間で+10.9%、年初来では+50%超の上昇となりました。原油高を受け、株式市場では、エネルギー・セクターが堅調で、月間リターンは+4.3%、年初来リターンは約+30%の上昇となりました。

一方、産業用金属価格は、直近の高値から下落に転じました。投機筋の持ち高調整(ポジションの巻き戻し)や、経済成長がピークを打った兆しが散見されることなどが背景にあると思われます。この他、インフレ期待の後退やドル高も影響を及ぼしたものと思われます。

金は、インフレ期待の後退とドル高の進行が逆風となり、月間-7.4%の下落となりました。

※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（2021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	34,503	34,529	30,606	-0.1%	+12.7%
(米)ナスダック総合指数	14,504	13,749	12,888	+5.5%	+12.5%
(日)TOPIX	1,944	1,923	1,805	+1.1%	+7.7%
(日)日経ジャスダック平均	3,998	3,891	3,719	+2.7%	+7.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,064	4,039	3,553	+0.6%	+14.4%
(英)FTSE100指数	7,037	7,023	6,461	+0.2%	+8.9%
(中国)上海総合指数	3,591	3,615	3,473	-0.7%	+3.4%
(香港)ハンセン指数	28,828	29,152	27,231	-1.1%	+5.9%
(ブラジル)ボベスパ指数	126,802	126,216	119,017	+0.5%	+6.5%
(インド)SENSEX30指数	52,483	51,937	47,751	+1.0%	+9.9%
(ロシア)RTS指数	1,654	1,598	1,387	+3.5%	+19.2%
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	110.58	109.76	103.50	+0.7%	+6.8%
ユーロ	131.58	133.74	126.95	-1.6%	+3.6%
英ポンド	153.16	155.60	139.82	-1.6%	+9.5%
スイスフラン	120.05	121.91	117.15	-1.5%	+2.5%
豪ドル	83.12	84.58	78.84	-1.7%	+5.4%
加ドル	89.15	90.81	80.83	-1.8%	+10.3%
中国元*	17.18	17.20	15.79	-0.1%	+8.8%
ブラジルリアル*	22.12	20.84	19.88	+6.1%	+11.3%
インドルピー	1.50	1.52	1.42	-1.3%	+5.6%
ロシアルーブル	1.52	1.49	1.41	+2.0%	+7.8%
タイバーツ	3.44	3.51	3.44	-2.0%	±0%
南アフリカランド	7.70	7.95	7.04	-3.1%	+9.4%
(*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	1.44%	1.59%	0.91%	-0.15%	+0.53%
日10年国債利回り	0.05%	0.08%	0.02%	-0.03%	+0.03%
独10年国債利回り	-0.25%	-0.18%	-0.58%	-0.07%	+0.33%
豪10年国債利回り	1.52%	1.65%	1.01%	-0.13%	+0.51%
米政策金利(FFレートの)	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)	73.52	66.31	48.35	+10.9%	+52.1%
金(1オンス、ドル)	1,765.43	1,905.99	1,897.77	-7.4%	-7.0%

※ 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 | 2021 年 7 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 (2021年6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ズリーレポート | 2021年7月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社