

# Barometer

2021年  
10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

## インフレ高進と金融政策の転換



### ■グローバル資産クラス

各国の経済成長、企業の利益成長に陰りが見られる中、中国恒大集団の経営危機への懸念などから金融市場のボラティリティが上昇しています。このような状況を勘案し、株式のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)は継続しつつも、ディフェンシブ銘柄の組入れを増やすことでリスクに備えたいと思います。債券については、主要中央銀行による引き締め方向への金融政策の転換を意識して、投資判断をアンダーウェイトに引き下げ、キャッシュをオーバーウェイトに引き上げました。

### ■株式:地域別・スタイル別

地域別では、日本株式の投資判断をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。政権が交代し、岸田新首相が就任したことで、経済政策の進展が期待されます。

### ■株式:業種別

ディフェンシブなセクターの中でも特にモメンタムが強く、年初来リターンが堅調なヘルスケア・セクターの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ました。また、債券利回り上昇の恩恵が期待される金融セクターや、相対的にバリュエーションが割安な不動産セクターのオーバーウェイトを継続します。

### ■債券

中国国債のオーバーウェイトを維持します。中国は最もインフレが抑制されている国の1つであり、10年国債利回りも2.9%前後と魅力的な水準であると考えています。また、流動性の供給や預金準備率のもう一段の引き下げ等、中央銀行による追加的な金融緩和策も見込まれます。

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



## 資産配分

### 金融市場にも秋の肌寒さを感じる

主要中央銀行による金融政策の引き締め観測が次第に強まっています。止まらぬインフレ高進を受けて、世界の中央銀行は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気減速に対応して拡大してきた金融緩和策を縮小する準備を進めています。しかしながら、株式市場において、このような金融政策の転換だけではなく、中国の動向も投資家の懸念材料となっています。新型コロナウイルス危機からの力強い回復を見せていた中国経済が、同国不動産業界で最も巨額の負債を抱えた中国恒大集団の経営危機を発端として、崩れていくのではないかと市場参加者を不安に陥れています。ピクテは、中国恒大集団の経営危機の影響が中国不動産業界全体に波及するとみており、2021年の中国の実質GDP(国内総生産)成長率予想を前年比9.6%増から8.6%増に下方修正しました。また、ピクテが算出する中国の景気先行指数についても、新型コロナウイルス危機の最中であった2020年3月と同水準へと急落しています。中国の不動産ならびに関連業界はGDPの約3分の1を占め、家計の富の約3分の2以上が不動産所有に伴うものとされていることから、このような状況に驚きはありません。

株式の投資判断はニュートラルを継続しますが、中国の動向を勘案し、ディフェンシブ・セクターの組入れを増やすこととしました。一方、引き締め方向への金融政策の転換を意識して、債券の投資判断をアンダーウェイトに引き下げ、キャッシュをオーバーウェイトに引き上げました。

ピクテの景気循環指標は、世界の経済活動が冷え込みつつある状況を示唆しています。ピクテの8月の世界景気先行指数は、新型コロナウイルス危機からの景気回復局面で初めて低下しています。従って、2021年の世界の实質GDP成長率予想を、3ヵ月連続で下方修正し、先月時点の6.4%増から

6.2%増に下方修正しました。また、これに先立って、米国および中国の成長率予想も下方修正しました。

米国経済は、成長減速の基調が続くものの、潜在成長率を大きく上回って推移しています。雇用の増加と賃金上昇により個人消費の押し上げが予想されることから、国内経済は向こう数四半期の間、底堅さを維持するものと考えます。

欧州経済は、引き続き、良好です。欧州中央銀行(ECB)が潤沢な流動性供給を継続していることに加えて、ワクチン接種の進展やユーロ安なども支援材料となり、ユーロ圏景気先行指数は4ヵ月連続で上昇しました。

ピクテの流動性分析は、世界の中央銀行が流動性供給を続ける一方で、供給のペースが鈍化している状況を示唆しています。

主要5ヵ国・地域の中央銀行は、3ヵ月で総額5,000億米ドルの流動性を供給していますが、新型コロナウイルス危機の最中の1.5兆米ドルを大きく下回り、直近18ヵ月間で最も少額に留まります。

米連邦準備制度理事会(FRB)高官の発言がタカ派的なトーンを強めていることは明らかであり、月額1,200億ドルの資産購入の減額が想定以上に速いペースで進み、早ければ2022年の年末に利上げが開始される可能性があります。とはいえ、資産購入の効果をフェデラルファンド・レート(FF金利)に換算・合算して算出した「シャドーレート」は、現状では、利上げの到達点と捉えられるFF金利の長期均衡水準を500ベーシスポイント(5%)も下回っています。

ユーロ圏の流動性の状況は、最も緩和的で、ECBは、主要国の中央銀行の中で唯一、2022年も、域内のGDPを上回る規模の流動性供給を継続することが予想されます。

中国では、中国人民銀行が、不動産開発業者が直面している資金調達難に対応して、ネット(純増額)ベースでの流動性供給を再開しており、向こう数ヵ月については、国内全域で、流動性供給の条件が徐々に緩和されるものと考えます。また、中国人民銀行は、中期貸出制度(MLF)融資の期限到来に対

# Barometer



応して、7月に続いて今年2回目の預金準備率の引き下げを行う可能性が考えられます。

ピクテのバリュエーション指標は、債券のアンダーウェイトと株式のニュートラルを示唆しています。債券は、足元の利回り上昇(債券価格の下落)をもってしても適正価値を上回っており、債券価格の調整が、しばらく続く可能性があると考えています。

株式ファンドからは、今年初めて、9月終盤にかけて週次ベースで240億ドル以上の資金が流出しています。株式のバリュエーションが高位に留まる中、債券利回りの上昇についても、株価収益率(PER)の下方圧力となる公算が大きいと考えられます。それに加えて、企業の利益成長率上昇の勢いはピークを付けたものと思われ、企業業績も懸念材料になる可能性があると考えています。MSCI 全世界株価指数構成銘柄の12ヵ月先予想EPS成長率は、6月の60%から足元20%に低下しています。ピクテのモデルでは、景気拡大ペースの鈍化に伴って、向こう数四半期の間、利益成長率が大幅に低下することが示唆されています。

ピクテのテクニカル指標は、10月以降の季節性などを根拠として、リスク性資産の明るい先行きを示唆しています。

## 地域別・セクター別の株式市場

### ディフェンシブ銘柄に注目

株式の投資判断についてはニュートラルを維持する一方で、世界経済の成長鈍化のリスクに備えてディフェンシブ銘柄を 선호します。2020年春に始まった株式市場の上昇は一旦終焉に近づきつつあると考えます。各国の経済成長、企業の利益成長に陰りが見られる中、金融市場のボラティリティが上昇しています。それに加えて株式のバリュエーションが割高で、主要中央銀行も金融緩和策を削減しつつあります。

株式の資産クラス内での投資判断については、市場別、業種別ともに変更を行いました。市場別では、日本株をアンダー

ウェイトからニュートラルに引き上げました。また業種別では、ヘルスケア・セクターをニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。

日本株について、ファンダメンタルズに対する見方は先月から大きく変わりません。特に世界的なサプライチェーンの問題など製造過程で苦戦を強いられている企業が多く、景気先行指数が悪化しています。一方、政権が交代し、岸田新首相が就任したことで、投資家は経済政策の進展に期待しています。ここには、アベノミクスの経済政策に類似する景気浮揚策も含まれます。

日本以外の株式市場では、ユーロ圏、英国およびスイスのオーバーウェイトを継続します。ユーロ圏は経済成長の勢いが相対的に強く、ワクチン接種が順調に進んでいることに加え、ECBによる緩和的な金融政策の姿勢も、当面は維持されるとみています。また、株式のバリュエーションについても、過度な割高感はありません。一方、英国市場は、ピクテのバリュエーション・モデルによると、最も割安で、配当利回りが4%を上回る他、主要な株価指数の構成銘柄には、割安な景気循環銘柄と質の高いディフェンシブ銘柄が多数含まれています。

中国株式の年初来リターンは、企業業績の想定外の悪化を受け、世界株式を30%程度下回っています。また、12ヵ月先予想の企業利益は、他市場が25%以上増加するにもかかわらず、2020年12月時点の水準と大きく変わりません。中国株式は一見、割安に見えますが、規制当局の締め付け強化が懸念される状況下において、規制強化によるリスクを気にしなくて済むほど割安な水準とはみていません。中国株式は、中長期の観点では魅力的ですが、中国人民銀行が金融緩和姿勢を一層強めるまでは投資判断の引き上げは控えるべきと考えております。

業種別では、ディフェンシブなセクターの中でも特にモメンタムが強く、年初来リターンが相対的に堅調なヘルスケア・セクターをオーバーウェイトに引き上げました。バリュエーションはフェアバリュー(適正水準)にあることに加えて、過去の例を見る限り、米ドル高が当セクターの支援要因になるとみています。



# Barometer



金融セクターは、債券利回り上昇の恩恵が期待されることから、オーバーウェイトを維持します。不動産セクターは、相対的にバリュエーションは割安な水準にあることに加えて、経済再開の追い風が予想されます。一方、一般消費財・サービス・セクターは、アンダーウェイトを維持します。物価の上昇と政府支援金の給付終了が家計の消費活力を損なうことが予想されるためです。

素材セクターは、ピクテのバリュエーション・モデルによると最も割安です。ただし、中国からの最終需要や米ドル高を巡る懸念があると考えており、積極的に買いにくい状況です。エネルギー・セクターが騰勢を強める局面での素材セクターのパフォーマンス低迷はあまり過去に例を見ません。

株式市場全体で見れば、企業の利益成長の勢いは、総じて、ピークを付けたものと思われます。MSCI 全世界株価指数の構成銘柄の 12 ヶ月先予想ベースの一株あたり利益成長率は、6 月の年率約 60%から、足元では約 20%に落ち込んでいます。ピクテのモデルは、景気拡大ペースの鈍化に伴って、利益成長率が向こう数四半期の間、大幅に低下することを示唆しています。

## 債券・為替

### インフレ高進による影響

世界の債券投資家は、インフレ動向を警戒しています。長期的に見れば、名目金利の上昇に伴って、債券の投資妙味が増すと考えられるとしても、少なくとも短期的には、物価上昇に伴って実質的な価値が損なわれる恐れがあるからです。世界的に見ると、インフレ率は力強い雇用の増加と賃金上昇を背景に、2021年、2022年とも、長期トレンドおよびコンセンサス予想の双方を上回って推移するものと考えています。労働力不足と低水準の在庫状況を勘案すると、サプライチェーンの混乱に伴う供給制約も一因だと考えます。従って、債券市場の中で、インフレ圧力の影響が最も軽微に留まるセクターを

見出すことが重要ですが、その一例が中国国債だと考えます。中国の8月の消費者物価指数は、前年同月比+0.8%とコンセンサス予想に届かず、政府目標の+3.0%を大きく下回りました。

中国は、世界で最もインフレが抑制されている国の1つであり、10年国債利回りも2.9%前後と魅力的な水準であると考えています。また、流動性の供給や預金準備率のもう一段の引き下げ等、中央銀行による追加的な金融緩和策も見込まれます。対照的に、米国では、資産購入の段階的縮小(テーパリング)が恐らく年内にも開始され、2022年内の利上げも予想されず。米国10年国債の実質利回りはマイナス圏に留まり、市場が金融引き締めを織り込んだ後も、ピクテのモデルが算出した適正水準を30ベースポイント(0.3%)下回ります。

米国ハイイールド債は、金融政策の引き締め転換に最も脆弱だと考えます。バリュエーション水準は、世界の債券市場の中で最も割高です。また、米国国債に対する利回り格差(スプレッド)は300ベースポイント(3%)を下回っており、2007年以降の最低水準近辺で推移しています。加えて、米国企業の業績予想は、着実に減速基調を辿っており、アナリストによる業績下方修正や経営陣による業績悪化の警告が相次いでいます。従って、米国ハイイールド債のアンダーウェイトを継続します。一方、欧州ハイイールド債にさほど悲観的でないのは、欧州経済が相対的に堅調とみられ、景気先行指標が上昇基調を維持しているためです。また、移動制限が緩和されている点、ワクチン接種率が高い点、財政政策が引き続き、市場の支援要因となっている点などにも注目しています。

為替市場では、米ドル高基調を反転させるような要素は見当たりませんが、バリュエーションが既に割高な水準に留まることから、一段の米ドル高進行の可能性は限定的と考えます。英ポンドが、主要通貨中、最も脆弱だと考えるのは、英国経済の成長の勢いが急速に減速しているからです。ほぼ全ての業種で成長が停滞していますが、物価の急騰やガソリン不足が状況を更に悪化させる可能性も考えられます。イングランド銀行は、市場に織り込まれている2022年年初の利上げは困難との判断を下す可能性があるかとみえています。

# Barometer



## グローバル市場概況

### 燃料不足

9月のグローバル株式市場および債券市場は、中国不動産大手、中国恒大集団の経営危機が中国経済の一段の減速をもたらすのではとの懸念が強まったことから、いずれも下落しました。また投資家は、米国の新型コロナウイルス危機対応の金融緩和策が終わりを迎えることに身構えています。

株式市場は債券市場以上に軟調で、MSCI全世界株価指数は、現地通貨ベースで3%を超える下落となりました。新興国株式市場も下落し、ブラジル株式などの下げが際立ちました。

中国の需要の影響が大きい鉱業株や素材株が最も下落する一方で、供給制約を受けてガス価格が急騰したことから、エネルギー株が堅調でした。公益株は、引き続き軟調で、相対パフォーマンスは史上最低水準を更新しています。

日本株式は他の先進国株式を上回りました。新型コロナウイルスの感染者数が減少したことに加え、岸田首相率いる新内閣による景気浮揚策を巡る期待が強まりました。9月初旬に最高値を更新した米国株は、急落して月末を迎えました。FRB高官による量的金融緩和縮小の早期開始と積極的な利上げを示唆する発言が嫌気されました。

債券市場では、中国国債が他の新興国債券や先進国債券を上回って堅調でした。低インフレ、金融緩和に対する期待、2.9%前後の魅力的な利回り等が好感されました。新興国全体で見ると、米ドル建て債券、現地通貨建て債券ともに下落しました。

中国人民元は、中国株式市場の下落にもかかわらず、強い回復力を見せ、前月比とほぼ同水準で月を終えました。英ポンドは対米ドルで2%超の下落となりました。インフレ率の急騰、サプライチェーンの混乱、燃料不足等が、都市封鎖解除からの景気回復に水を差しました。

## 特集：債券利回り上昇と株式市場

### 債券利回りの上昇は何故続くのか？

最初に挙げられるのは、米国経済がコロナ危機からの継続的な回復を遂げつつある状況にありながら、現在のFRBの金融政策は過度に緩和的とみられることです。ピクテによる経済およびインフレ見通しと定量モデルを用いた分析結果が示唆しているのは、現行のFF金利が、経済が持続可能な水準で稼働する時の実質金利を指す「自然利子率」または「中立金利」を550ベースポイント(5.5%)下回っているということです。年末までに(総合インフレ率から相対的に価格変動の大きい食品価格とエネルギー価格を除いた)コア・インフレ率が現時点で予想される3.6%から2.0%に急落すると仮定した場合にも、予想FF金利は中立金利を380ベースポイント(3.8%)下回ります。また、FRBが両者の格差を縮小すべく、2022年開催の8回のFOMCで25ベースポイント(0.25%)ずつの利上げを行ったとしても、予想FF金利は中立金利を180ベースポイント(1.8%)下回ることとなり、実際の景気サイクルを2年程度、後追いする格好になります。

次に挙げられるのは、市場の予想がFRBの予想よりも更にハト派的だということです。足元の債券市場に織り込まれている金利水準は、FOMCメンバーが予想する2024年以降のFF金利の水準を50～70ベースポイント(0.5～0.7%)下回ります。FRBと市場は、いずれも経済における基礎的諸条件が整わない中で、金利は上昇トレンドに向かっていくと予想しています。また、過去の例を見る限り、金融引き締め局面で債券利回りが上昇する時には、金利上昇幅のおよそ50%が、1回目の利上げ直後に実現されていることに注目すべきです。

### 債券利回りの適正水準は？

米国10年国債利回りは、FRBが経済成長率に沿ってバラ

# Barometer

シートを拡大し続けている場合に限って、適正水準であると評価できると考えます。実際、FRBの債券保有額は2022年前半まではGDP比38%前後で安定推移し、同年末にかけて30～32%程度に減少するものと思われます。こうしたシナリオを想定し、ピクテの実質GDP成長率予想を用いて試算すると、米国10年国債利回りの適正水準は1.8%前後となり、9月末の水準を30ベースポイント(0.3%)程度上回ります。ちなみに、弊社の定量モデルは、FRBの債券買入プログラムが債券利回りを本来の水準から170ベースポイント(1.7%)程度押し下げていることを示唆しています。

## 債券利回り上昇による株式市場への影響は？

実質金利の上昇は、それ自体は、株式市場の支援材料とはいえません。過去数年間では、米国国債の実質利回りと株式市場のPERとの間に極めて強い逆相関が認められており、米国10年物価連動国債利回りの100ベースポイント(1.0%)の上昇が、PERを20%程度押し下げています。しかしながら、それだけでは、株式投資を控えることの十分な根拠にはなりません。実際に、過去20年のデータ分析は、実質債券利回りの上昇時にも株価が上昇していたことを示唆しています。この背景には、企業の利益成長率がPERの低下分を相殺したことが挙げられます。

債券利回りの上昇は、時に、経済成長を反映します。また経済成長は、企業業績の改善を伴います。事実、企業の利益成長率は営業レバレッジによって、GDP成長率よりも遥かに変動が大きくなる傾向があります。GDP成長率に対する利益成長率の感応度(ベータ)が5であるということは、GDPの1%の成長に対するEPSの成長率が5%になることを意味します。

これらを要約すると、株式と債券の相対パフォーマンスを見る上で重要なのは、1)名目GDP成長率とリスクフリー・レートの格差、2)企業の利益成長率とGDP成長率の格差、の2つの変数を考慮することです。2つの変数の片方或いは両方が低下すれば、株式市場を取り巻く環境は悪化すると考えられます。

ピクテの分析結果では、両方の変数が足元で低下し始めており、今後、債券市場以上に株式市場のリターンが低下することが見込まれます。

株式リターンが低下に転じる理由の1つは企業の利益成長率の鈍化です。コロナ危機からの回復局面で、米国企業の利益率は長期的に持続不可能な水準まで上昇し、アナリストの2023年の利益予想は、長期レンドを約20%上回っていました。したがって、今後の企業利益率の上昇余地は限定的と見ています。また株式市場が、資本コストの上昇に対する脆弱性を強めていることも懸念すべき点です。将来キャッシュフローに対する割引率が僅かに上昇しただけで株価に大きな影響が及ぶ可能性があります。長期国債利回りの100ベースポイント(1%)の上昇に対する株価感応度を測る米国株式市場のデュレーションは、10年前の水準を40%程度上回っています。

ピクテの割引キャッシュフロー・モデルによれば、他の条件が一定と仮定した場合、長期国債利回りの100ベースポイントの上昇が株式市場のフェアバリューを約20%押し下げていることを示唆しています。米国経済が物価上昇に特徴づけられる景気循環後期の局面に差し掛かっていることを勘案すると、債券利回りの上昇が株式に及ぼすリスクは更に高まる可能性があります。こうした局面では、株式リターンと債券リターンが正の相関を強める傾向が見られますが、実際に、足元の相関は過去15年で最も強まっています。

## 先行きの明るい(または暗い)地域や業種は？

債券利回りの上昇に最も脆弱なのは、グロース色の強い市場や業種で、一方、恩恵が期待されるのは、ラテン・アメリカ市場や金融セクター等のバリュー色の強い市場や業種です。

もともと、資産クラス間の相対パフォーマンスの予測については、債券利回り曲線(イールドカーブ)の形状変化が手掛かりになるかもしれません。過去の例に基づき、GDP成長率のコンセンサス予想が概ね正しいと仮定すると、米国国債のイールドカーブは、向こう数年間は、フラット化することが予想され



# Barometer



ます。全年限の利回り上昇を伴うフラット化(ベア・フラットニング)が生じる場合には、過去の例に基づくと、グローバル株式のリターンは年率10%前後となり、また、米国以外の市場やバリュー株が相対的に高いリターンを上げることが期待されます。ただし、このような過去の例では、債券利回りの上昇自体が、株式市場にとって強い逆風とはならないことが示唆されていますが、足元の株式市場における割高なバリュエーション水準や、主要株式市場に占めるグロース株の比率が高いこと、金融政策が景気循環を後追いしていること等を考慮すると、今後の株式市場のリターンは低下する可能性があるとみています。ピクテの「長期展望」では、今後5年間のグローバル株式のリターンを、過去10年の平均トータルリターンの半分にも届かない約6%(米ドルベース、年率)と予想しています。

※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9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	33,844	35,361	30,606	-4.3%	+10.6%
(米)ナスダック総合指数	14,449	15,259	12,888	-5.3%	+12.1%
(日)TOPIX	2,030	1,961	1,805	+3.5%	+12.5%
(日)日経ジャスダック平均	4,030	3,985	3,719	+1.1%	+8.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,048	4,196	3,553	-3.5%	+13.9%
(英)FTSE100指数	7,086	7,120	6,461	-0.5%	+9.7%
(中国)上海総合指数	3,568	3,544	3,473	+0.7%	+2.7%
(香港)ハンセン指数	24,576	25,879	27,231	-5.0%	-9.8%
(ブラジル)ボベスバ指数	110,979	118,781	119,017	-6.6%	-6.8%
(インド)SENSEX30指数	59,126	57,552	47,751	+2.7%	+23.8%
(ロシア)RTS指数	1,778	1,684	1,387	+5.6%	+28.1%
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	111.92	109.90	103.50	+1.8%	+8.1%
ユーロ	129.86	129.69	126.95	+0.1%	+2.3%
英ポンド	150.43	151.27	139.82	-0.6%	+7.6%
スイスフラン	119.88	119.90	117.15	-0.0%	+2.3%
豪ドル	80.46	80.18	78.84	+0.3%	+2.1%
加ドル	87.81	87.15	80.83	+0.8%	+8.6%
中国元 <sup>※</sup>	17.27	17.00	15.79	+1.6%	+9.4%
ブラジルレアル <sup>※</sup>	20.48	21.46	19.88	-4.6%	+3.0%
インドルピー	1.51	1.51	1.42	±0%	+6.3%
ロシアルーブル	1.53	1.50	1.41	+2.0%	+8.5%
タイバーツ	3.30	3.38	3.44	-2.4%	-4.1%
南アフリカランド	7.38	7.49	7.04	-1.5%	+4.8%
(※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	1.53%	1.28%	0.91%	+0.25%	+0.62%
日10年国債利回り	0.07%	0.02%	0.02%	+0.05%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.19%	-0.42%	-0.58%	+0.23%	+0.38%
豪10年国債利回り	1.45%	1.13%	1.01%	+0.33%	+0.44%
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)	75.22	68.43	48.35	+9.9%	+55.6%
金(1オンス、ドル)	1,760.95	1,806.30	1,897.77	-2.5%	-7.2%

※ 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 (2021年9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。

8 | ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート | 2021年10月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社