

Barometer

2021年
9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

新型コロナウイルス変異株への対応



■グローバル資産クラス

新型コロナウイルスのデルタ変異株の感染拡大が世界経済に影を落としています。経済の急激な落ち込みは、各国の景気刺激策やワクチン接種の進展によって回避されると考えます。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)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、米国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す。名目GDP成長率が、今年(2021年)、来年(2022年)共に、10%近辺に達すると見込まれることに加えて、米連邦準備制度理事会(FRB)は量的金融緩和の拙速な縮小を望んでいないと思われ、金融政策が引き続き相場の支援材料になると考えています。一方で、グローバル経済の成長鈍化を踏まえ、景気連動性が高い日本株式については、ニュートラルからアンダーウェイトに引き下げます。

■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、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

中国国債のオーバーウェイトを維持します。同国債は、価格変動率(ボラティリティ)が低く、流動性が拡大基調にあることに加え、10年国債利回りも2.8%台と魅力的です。また、中国人民銀行が金融政策において、緩和的な姿勢を強めていることなども支援材料となるとみています。

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

景気刺激策とワクチンが市場を長期的に支援

感染力の強い新型コロナウイルスのデルタ変異株の拡大などを背景に、世界経済の鈍化基調がみられますが、一方、流動性の供給は引き続き潤沢でワクチン接種も進んでいることから、経済の落ち込みは一時的なものに留まる可能性が高いと考えます。一方、物価の上昇が一過性のものであるかどうかは不透明です。物価指標上昇の要因の大部分は、新型コロナウイルスの感染状況の変化に伴う消費者の行動変容に起因するものと考えられ、実際に、足元数カ月の物価上昇率が高まっている要因の大半は、中古車価格の上昇やホリデーシーズンにおける宿泊料の上昇等、一部の項目の価格上昇で説明できます。しかしながら、物価上昇圧力が他の分野に広がり始めていることは懸念材料です。こうした状況を一層複雑にしているのが、金融政策の政策当局者が明確なメッセージを発していないことです。FRBの高官が、物価動向を巡って激しい議論を交わしたことが明らかになっていますが、投資家が知りたいのは、月額1,200億ドルの資産買入の縮小(テーパリング)がいつ始まり、いつまで続くのかということです。

投資家が考慮すべきリスクは他にも考えられます。先進国が新型コロナウイルスの世界的大流行(パンデミック)を制御し始めた一方で、ワクチン接種の進展にもかかわらず感染再拡大の可能性を示唆する兆しが散見されており、米国や欧州での冬場の流行が懸念されています。また、当初は感染の抑制に成功していた東南アジア等の地域が、足元の感染急拡大に苦戦しています。

中国の動向も懸念されます。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた都市封鎖(ロックダウン)や年初以降の流動性供給の縮小、ならびに一部の業界に対する規制当局の締め付けや市場改革は、いずれも、経済成長を抑え、産業界の不安を煽っています。政府が直面する課題は、低迷する家計消費を

いかに喚起させられるかという点です。

これらの状況を勘案し、景気連動性の高い日本株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が、株式や債券等の主要な資産クラス全体については、ニュートラルを継続します。

ピクテの景気循環指標は、強弱が入り混じった状況を示唆しています。英国、スイスならびにユーロ圏外の欧州については、強気の度合いを弱めています。一方、米国経済の低迷は、新型コロナウイルスの感染再拡大に起因する一過性のものであり、米国経済に内在する強い回復力を損なうことなく、消費の回復時期を後ずれさせるだけだとみています。国内消費および建設活動の低迷を勘案し、米国の2021年実質GDP成長率予想を従来予想の前年比+7%から同+6.5%に下方修正しました。一方、2022年予想は同+5.3%前後と、引き続き、高成長を見込んでいます。ユーロ圏経済は堅調です。景気先行指数は極めて良好で、域内の住人の活動状況をリアルタイムで計測する指標(「デイリー・アクティビティ・トラッカー」)では、人の移動がコロナ前の水準を回復したことが示唆されています。このことは、ユーロ圏の人々が新型コロナウイルスとの共生の仕方をすでに習得したことを示唆しています。

ピクテの流動性指標は、中国の信用の伸びが昨秋にピークを付け、4ヵ月前に縮小に転じたことを示唆しています。このことは、中国人民銀行が預金準備率を引き下げたものの、年初以降の引き締めの影響が年内は払拭されない可能性を示唆しています。しかしながら、ここからの数ヵ月間で、世界の流動性を左右するのは、米国の金融引き締めのペースだと考えます。最大のリスクは米国が拙速かつ必要以上の引き締めを行うことです。もっとも、世界の中央銀行はリーマン・ショック後の時期と比べて遥かに潤沢な資金を供給していることから、流動性の状況は、当面は、リスク性資産の支援要因になると考えます。

ピクテのバリュエーション指標は、米国やユーロ圏の債券をはじめとするグローバル債券の割高感と、米国株式の一段の

Barometer



割高感を示唆しています。流動性の状況がネガティブに転じ、マネーサプライの伸び率が名目 GDP 成長率を割り込む場合には、グローバル株式の株価収益率(PER)に下押し圧力がかかるとみています。こうした見方を裏付けるのは、足元の景気循環における利益成長率を考慮しても PER が高すぎることであり、ピクテのモデルは、年末までに PER が 5~10%低下する可能性を示唆しています。

ピクテのテクニカル指標は、株式に対する投資家心理が全ての市場でニュートラルに留まる一方、短期の強気トレンドが債券市場を支えていることを示唆しています。一方、国際商品(コモディティ)市場では、モメンタムが大きく崩れ、価格を下押ししています。この他、投資家のリスク選好は、全ての資産クラスで、2021年5月半ばの極めて旺盛な状況から後退しています。

地域別・セクター別の株式市場

日本株の投資判断を引き下げ

足元の経済成長の鈍化は、既に、景気敏感株に影響を及ぼしています。足元の数ヵ月間、景気敏感株がディフェンシブ株に出遅れているのは、経済指標が、市場予想を大幅に上回る状況が見られないためです。こうした状況は当面続くと思われることから、日本株式をアンダーウェイトに引き下げることなどを通じて、景気敏感株の削減を行いました。日本経済は、危機的状況に直面しています。新型コロナウイルスの感染が急拡大する中、ワクチン接種が他の先進国に大きく出遅れ、経済活動や消費者心理に影響が及んでいるからです。また、民間部門の信用創造が振るわず、9年ぶりの低水準を付ける状況に直面するなど、日本銀行も景気浮揚に苦慮しています。ピクテの景気先行指標は3ヵ月連続で低下していますが、日本は中国の景気減速と外需縮小にとりわけ脆弱であると思われることから、先行きは明るいとはいえません。こうした状況を勘案し、日本株式をアンダーウェイトに引き下げました。一方、

米国株式の先行きには楽観的な見方を強めています。ピクテのバリュエーション・モデルでは、米国株式が最も割高ですが、アンダーウェイトからニュートラルへの引き上げを促す複数の兆しが散見されます。まず、米国経済が長期トレンドを大きく上回って成長しており、名目 GDP 成長率が、今年(2021年)、来年(2022年)共に、10%近辺に達すると見込まれています。次に、新型コロナウイルスの新規感染者数がピークを付けたと考えられます。また、FRBは量的金融緩和の拙速な縮小を望んでいるとは思われないことから、金融政策も引き続き相場の支援材料になると考えています。企業業績も好調です。ピクテのモデルでは、米国企業に関して、他の先進国や新興国の企業以上に、アナリストによる業績予想の上方修正におけるモメンタムが強く出ていることが示されています。

市場別の投資判断では、米国をニュートラル、スイスをオーバーウェイトとしていることから、ピクテの推奨ポートフォリオには、市場の強気サイクルの中盤から終盤にかけて良好なパフォーマンスをあげる傾向の強い優良株が多数含まれます。ユーロ圏株式もオーバーウェイトとしています。サービス活動の指標は、新型コロナウイルス感染が拡大する前の時期を上回る水準で安定的に推移しており、域内の小売売上高も新型コロナウイルス感染拡大前のトレンドを回復しています。ピクテのモデルは、域内企業の利益予想の大幅な上方修正を示唆しています。こうした企業の多くは、経済再開の恩恵に浴する割安株(バリュー株)で、不動産株や債券利回りの上昇が業績の追い風となる金融株などが含まれます。中国株式はニュートラルを維持します。新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた一部地域のロックダウンや旅行規制に起因して消費の低迷が続いており、ピクテの景気先行指数は低下基調を辿っています。信用創造は、先般の預金準備率の引き下げをもってしても、縮小の進行を抑えきれていません。しかしながら、新型コロナウイルス感染の波が収まれば、消費支出は、数ヵ月のうちにも、拡大に転じることが予想されます。ピクテのモデルは、中国株式のバリュエーションが、長期的に見ても、他市場と比較して、魅力的な水準にあることを示唆しています。1株あたり利益を用いた伝統的な手法による比較の場合、MSCI 中国

Barometer

株価指数は、2014年から2015年ほどではありませんが、MSCI 全世界株価指数に対して20%以上のディスカウントとなっています。

債券・為替

中国債券の魅力

経済成長の鈍化と新型コロナウイルス感染再拡大を巡る懸念を背景に、8月のグローバル債券市場は、初旬は割高なバリュエーションにも関わらず堅調な展開となり、米国国債の（インフレ率を差し引いた）実質利回りは、一時、-1.2%と史上最低水準を記録しました。その後、FRBが金融政策の正常化に向けた態勢を整えるだろうとの見方が強まったことや、グローバル経済の減速を巡る懸念が和らいだことで、上昇相場の勢いが衰えました。

中国債券は、世界的な低金利環境下においても魅力的な投資機会を提供する資産と考えています。中国債券はボラティリティが低く、流動性が拡大基調にあることに加え、10年国債利回りも2.8%台と魅力的です。足元、中国人民銀行が金融政策において、緩和的な姿勢を強めていることも、債券市場の追い風です。同行は、経済の減速に対応し、7月に預金準備率を50ベースポイント(0.5%)引き下げており、一段の金融緩和の準備を整えているものと思われます。量的金融緩和の縮小を検討しているFRBとは対照的な状況です。ピクテのテクニカル指標も強気のトレンドを示唆しています。

米国国債はニュートラルを維持します。足元の10年国債利回りは、1.3%前後と、ピクテのモデルが示唆する適正水準を0.4%前後下回ります。しかしながら、利回りの急上昇は見込まれません。足元のインフレ圧力は、主に、サプライチェーン上の制約と、中古車等、新型コロナウイルス感染拡大の影響を強く受けやすい一部の品目に対する需要に起因するものであり、このような要因で消費者物価指数(CPIコア指数)が2.5%程度押し上げられていると考えられます。こういった影響等を除

けば、CPIコア指数の上昇は、前年同月比+1.6%と緩やかな上昇に留まります。

スイス債券と米国ハイイールド債はアンダーウェイトを維持しますが、それらと米国、中国を除く主要国の国債と社債については、全てニュートラルを維持します。

為替市場では、堅調な国内経済を追い風に、2か月前に底入れた米ドルが10ヵ月ぶりの水準を回復しています。しかしながら、米ドルの急上昇が今後も繰り返されるとはみていません。したがって、主要通貨は概ねニュートラルを維持します。例外は、アンダーウェイトとしている英ポンドです。英国では、イングランド銀行が債券買入の縮小に着手しており、徐々に金融引き締めを進めていく準備を始めています。こうした状況は、依然として脆弱な国内経済に打撃を及ぼす可能性も考えられます。

グローバル市場概況

株式市場の相次ぐ最高値更新

8月のグローバル株式市場は、現地通貨ベースで+2.7%と堅調な展開となり、STOXX欧州600指数、S&P500指数ともに、史上最高値を更新しました。FRBは、量的金融緩和の縮小開始に近づいているものの、市場では、「拙速な開始は望まず、緩やかな縮小を検討している」とのパウエルFRB議長の発言が好感されました。世界経済が僅かに減速したことから、景気敏感株は、総じて、ディフェンシブ株に出遅れました。新型コロナウイルスのデルタ変異株の急速な感染拡大を受け、ニュージーランドとベトナムが都市封鎖を行っており、その他の国でも行動規制強化の動きが散見されました。業種セクター別の月間騰落率では、素材セクターが小幅の下落となる中、公益セクターやヘルスケア・セクターが堅調でした。新興国株式市場は強弱まちまちの展開となり、現地通貨ベースの月間騰落率は、市場別ランキングの上位と下位で格差が広がりました。インド、メキシコ、ロシアなどが上昇した一方、南アフリカ、韓国、

Barometer



ブラジルなどが下落しました。

グローバル債券市場は、足元のインフレ圧力が一過性のものかどうかを見極めようとする投資家動向を受けて、変動の大きい展開となり、月間では-0.3%の下落となりました。米国国債は7月の米供給管理協会(ISM)製造業景況感指数が市場予想を下回ったことなどから買われた後、下げに転じ、月間では小幅に下落(利回りは上昇)しました。米国物価連動国債(TIPS)も、投資家の利益確定の売りを受け、月末にかけて下落(利回りは上昇)しました。欧州市場では、ドイツの消費者物価指数が13年ぶりの水準に上昇したことからインフレ圧力が強まり、相対的に下落率が大きくなりました(利回りは上昇しました)。米国および欧州の社債市場は、ベースとなる国債利回りの上昇を受けて、小幅に下落(利回りは上昇)しました。

コモディティ市場では、アジアの需要減退が予想され、原油価格は-7.4%と下落しました。鉄鉱石などの資源も、中国の経済指標の悪化などが嫌気されて軟調な展開でした。

米ドルは、堅調に推移し、特に英ポンドやスイス・フランなどに対して上昇しました。米国の経済活動は、緩やかな減速の兆しが散見されるものの、引き続き堅調に推移しています。

※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8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	35,361	34,935	30,606	+1.2%	+15.5%
(米)ナスダック総合指数	15,259	14,673	12,888	+4.0%	+18.4%
(日)TOPIX	1,961	1,901	1,805	+3.1%	+8.6%
(日)日経ジャスダック平均	3,985	3,953	3,719	+0.8%	+7.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,196	4,089	3,553	+2.6%	+18.1%
(英)FTSE100指数	7,120	7,032	6,461	+1.2%	+10.2%
(中国)上海総合指数	3,544	3,397	3,473	+4.3%	+2.0%
(香港)ハンセン指数	25,879	25,961	27,231	-0.3%	-5.0%
(ブラジル)ボベスバ指数	118,781	121,801	119,017	-2.5%	-0.2%
(インド)SENSEX30指数	57,552	52,587	47,751	+9.4%	+20.5%
(ロシア)RTS指数	1,684	1,626	1,387	+3.6%	+21.4%
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	109.90	109.49	103.50	+0.4%	+6.2%
ユーロ	129.69	130.11	126.95	-0.3%	+2.2%
英ポンド	151.27	152.76	139.82	-1.0%	+8.2%
スイスフラン	119.90	120.85	117.15	-0.8%	+2.3%
豪ドル	80.18	80.86	78.84	-0.8%	+1.7%
加ドル	87.15	87.84	80.83	-0.8%	+7.8%
中国元 [※]	17.00	17.00	15.79	-0.0%	+7.7%
ブラジルレアル [※]	21.46	21.32	19.88	+0.6%	+8.0%
インドルピー	1.51	1.48	1.42	+2.0%	+6.3%
ロシアルーブル	1.50	1.49	1.41	+0.7%	+6.4%
タイバーツ	3.38	3.33	3.44	+1.5%	-1.7%
南アフリカランド	7.49	7.51	7.04	-0.3%	+6.4%
(※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	1.28%	1.24%	0.91%	+0.04%	+0.37%
日10年国債利回り	0.02%	0.00%	0.02%	+0.02%	+0.00%
独10年国債利回り	-0.42%	-0.50%	-0.58%	+0.08%	+0.15%
豪10年国債利回り	1.13%	1.16%	1.01%	-0.03%	+0.11%
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)	68.43	73.93	48.35	-7.4%	+41.5%
金(1オンス、ドル)	1,806.30	1,823.24	1,897.77	-0.9%	-4.8%

※ 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

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8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スリーレポート | 2021年9月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社