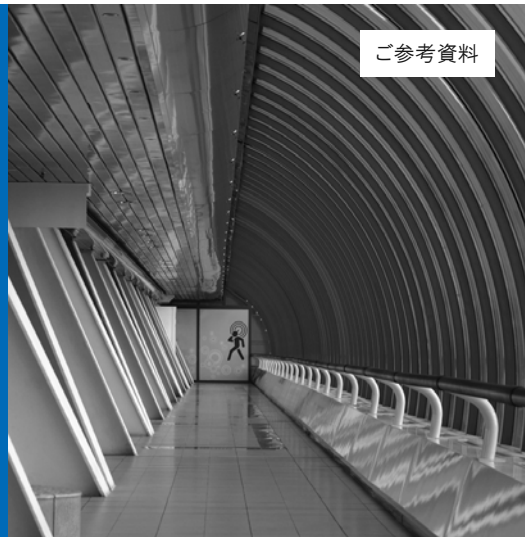


Barometer

2022年
1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

オミクロン株による株価への影響は限定的



■グローバル資産クラス

新型コロナウイルスのオミクロン株の急速な感染拡大を受けて移動制限が一部の地域で再度導入されていますが、世界経済は強い回復力を維持しています。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)、債券のアンダーウェイト、キャッシュのオーバーウェイトを継続します。

■株式:地域別・スタイル別

地域別では、太平洋地域(日本除く)、ユーロ圏、英国のオーバーウェイトを継続します。一方で、景気回復の鈍化、利上げペースの加速、ロシアとウクライナの緊張激化等の政治リスクなどを勘案し、新興国(除く中国)のアンダーウェイトを継続します。

■株式:業種別

業種別では、公益セクターと生活必需品セクターのアンダーウェイトを継続します。いずれも、債券を代替するディフェンシブなセクターとみなされており、金利上昇局面では苦戦を強いられることが予想されます。一方で、ヘルスケア・セクターや景気敏感セクターのうち、特に割安な金融セクターと不動産セクターのオーバーウェイトを継続します。

■債券

米国投資適格社債および米国ハイイールド債のアンダーウェイトを継続します。米国10年国債利回りの上昇が予想される中、現在のような社債スプレッド水準が低位な環境下では、これらの債券のトータルリターンが低迷する、もしくはマイナス圏に沈むとみています。

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

オミクロン株が景気回復を妨げる公算は小さい

新型コロナウイルスのオミクロン株の急速な感染拡大を受けて移動制限が一部の地域で再度導入されています。一方、堅調な労働市場、旺盛なサービス需要、企業の健全なバランスシート等を背景に世界経済は強い回復力を維持しています。家計の潤沢な貯蓄によってオミクロン株の感染拡大による経済への影響が打ち消されることが期待されます。国際通貨基金(IMF)は、2022年の世界の総貯蓄率(対GDP比)が過去最高の28%に達すると予想しています。

2022年1月の資産クラス別投資判断は、株式のニュートラル、債券のアンダーウェイト、キャッシュのオーバーウェイトを継続します。もっとも、中長期的には経済の先行きは明るいとの見方は変わりませんが、短期的にはオミクロン株の感染拡大による影響が懸念されるため、当面は現在の株式の投資比率を維持する考えです。

ピクテの景気循環指標は、世界経済が着実に回復基調を辿っていることを示唆しています。ピクテでは2022年の世界のGDP(国内総生産)成長率を4.8%と予想しています。

米国では、製造業セクター、サービス業セクターともに力強い回復を遂げつつあります。消費者心理の改善や2.2兆ドルを超える余剰貯蓄が、向こう数カ月の雇用の伸びにつながることを予想されます。一方、物価上昇圧力は想定以上に強く、長期化しています。米国の2021年11月の消費者物価指数(CPI)は前年比6.8%と、1982年以来の高水準に達し、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア指数も同4.9%と、長期平均(トレンド)を上回って推移しています。さらに、新型コロナウイルスの影響を大きく受けた項目や比較対象となる前年の水準が極めて低位にあったことによる影響(ベース効果)を除いたCPIも同3.6%と、米連邦準備制度理事会(FRB)のインフレ目標を大きく上回っています。FRBは、2021年12月14

日、15日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的金融緩和策の縮小(テーパリング)を2022年3月までに前倒しで完了する旨の発表を行っていますが、ピクテでは、米国のコア・インフレ率が2022年の早い時期に5.8%でピークに達し、早ければ6月にも利上げが始まるものと予想しています。

ユーロ圏経済は堅調さを維持しているものの、先行きには不透明感が増えています。移動制限の再導入やサプライチェーンの混乱が経済に影響を及ぼしているからです。しかしながら、ピクテでは、域内の2022年のGDP成長率が、市場のコンセンサス予想を上回る前年比4.4%に達するものと予想しています。

日本経済に対しても楽観的な見方を強めています。新型コロナウイルスのワクチン接種も順調に進んでおり、消費者心理や企業心理、住宅市場の改善等を示唆する経済指標が発表されています。円安や新規の財政刺激策が向こう数カ月の経済成長を支えるものと考えます。

ピクテの流動性指標は、株式をニュートラルとするピクテの投資判断を裏付けるものとなっています。

米国では、FRBが急騰するインフレの抑制を図って金融引き締めへ転換する姿勢を強めていることから、流動性が縮小しています。一方、米国の状況と対照的なのが中国の状況です。中央銀行である中国人民銀行は、2021年12月に預金準備率を50ベース・ポイント(0.5%)引き下げています。ピクテでは、中国人民銀行による直近の金融緩和策によって、GDPの約1%に相当する1.2兆元の長期資金が供給されるものと試算しています。同行の流動性供給は、世界の主要中銀の中で最速のペースで行われています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式、債券ともに、1年前よりも良好な状況にあることを示唆しています。世界株式の株価収益率(PER)は前年同時期と比較して2割程度低下しており、先進国の国債利回りについても0.5%程度上昇しています。しかしながら、バリュエーション面で魅力的な資産を見つけることは難しい状況です。ピクテでは企業の利益成長率は、市場

Barometer



のコンセンサス予想の2倍強にあたる16%と予想しています。一方で、債券の実質利回りの上昇が株式のPERを、年内に5~10%程度押し下げる可能性があります。

ピクテのテクニカル指標は、季節性要因を背景に、株式に弱気を示唆しています。一方で、足元の投資家心理が数か月前から悪化していることを踏まえると、投資家心理が改善した場合に株価が上昇する余地は十分に残されていると考えています。

地域別・セクター別の株式市場

好調な企業業績が続く

株式の投資判断は、短期的にはニュートラルとしていても、中長期の見通しは明るいと考えます。強気市場が損なわれていないと考えるのは、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)からの景気回復が、物価の急騰に対応するためにFRBが利上げを急ぎすぎて景気回復を損ねるといった政策ミスによって、株式市場が下振れするリスクを十二分に相殺できると見ているからです。FRBが金融引き締め姿勢に転じているのは確かですが、実質ベースの政策金利は、当面は極めて低水準に留まる公算が大きく、民間銀行も融資を増やす準備を整えているとみています。また、オミクロン株の症状が軽度で留まることが判明すれば、経済が再拡大する可能性も考えられます。企業の利益成長率が既にピークを付けたことは明らかで、MSCI全世界株価指数の12ヵ月先利益成長率のコンセンサス予想は5%程度に留まりますが、米国経済の高成長や高水準の企業利益率を勘案するとコンセンサス予想は控えめ過ぎると考えています。

中国株式が世界の株式市場をけん引する可能性も否定できないと考えています。2021年の株価下落によってバリュエーションが魅力的な水準になったことに加えて、中国の金融政策は緩和方向に転じています。また不動産業界の危機が最悪期を脱した可能性が高いとみています。ただし、同国の景

気回復の兆しはまだ明確ではなく、今後数ヵ月は慎重な姿勢が必要だと考えます。従って、日本を除くアジアのオーバーウェイトを維持する一方で、中国については、ニュートラルを継続します。

アジアを除く新興国市場は、景気回復の鈍化、利上げペースの加速、ロシアとウクライナの緊張激化等の政治リスクを勘案し、アンダーウェイトを継続します。

一方、地域別ではユーロ圏や英国、業種別では景気敏感セクターのうち、特に割安な金融セクターと不動産セクターのオーバーウェイトを継続します。また、米国の中小型株も魅力的な投資先であると考えています。過去比で見たバリュエーションが大型株よりも割安なこと、景気敏感銘柄が多いこと、米国経済が2022年を通じて堅調に推移するとみられることなどが根拠として挙げられます。

生活必需品セクターや公益セクターのアンダーウェイトを維持します。いずれも、債券を代替するディフェンシブなセクターとみなされており、金利上昇局面では苦戦を強いられることが予想されます。

債券・為替

中国以外の市場は魅力に欠ける

先進国の中銀各々が物価の高騰に対応して金融政策の引き締めへ転じる局面では、特に国債の脆弱感が際立ち、魅力的な投資対象は殆ど見当たりません。

米国の名目GDP成長率はほぼ10%に達しており、タカ派色を強めたFRBは流動性の引き揚げに躍起になっています。10年国債利回りは年末にかけて、2%に向けて上昇するとみています。米国物価連動国債(TIPS)は2021年の年間リターンは良好だったものの、米国の実質金利が既に低位にあることから投資妙味は後退しています。

米国社債は、投資適格社債、ハイイールド債ともにアンダー

Barometer



ウェイトを継続します。国債との利回り格差(スプレッド)が低位で推移しており、現在のスプレッド水準では国債利回りに上昇時の損失を十分にカバーできないと投資家が意識し始めたことから、ハイイールド債市場からの資金流出が目立ってきています。

利回りが極端に低い欧州の債券市場に対しては米国債券市場以上に悲観的な見方をしています。欧州中央銀行(ECB)が、2021年12月に利上げを実施したイングランド銀行に追随することはなかったものの、域内の経済成長は長期平均を上回っており、金融緩和の縮小を開始する状況下では、高止まりするバリュエーションを正当化することは困難です。

一方で、先行きが明るいと考えている債券は中国国債です。その主な理由として、次の3点が挙げられます。1つめは、中国人民銀行が預金準備率の引き下げによる金融緩和策を実行したに加え、先進国の主要中銀の動向と逆行する形で緩やかな金融政策の見通しを公表していること。2つめは、国内のインフレ率が抑制されており、人民元高による影響なども重なって、中国人民銀行が目標とする3%を超える公算が小さいこと。3つめは、国債利回りが3%前後で推移し、魅力的な利回り水準を維持していることです。

通貨市場では、ピクテのモデルによると、当面は小幅のドル高が予想されます。ただし、中長期的には、他国との経済成長率格差が縮小するにつれて、米ドルは徐々に弱含む展開を予想しています。

英ポンドについては軟調な推移を予想しています。国内経済において相対的に出遅れ感が見られ、経済活動は新型コロナウイルス感染拡大前の水準を1%程度下回ったままです。また、テクニカル面では季節要因が逆風となり、トレンドも低下基調です。2021年12月に利上げが実施されたことは想定外でしたが、市場が織り込んでいる2022年に3回から4回の利上げが実施される公算は小さいと考えています。

グローバル市場概況

2021年の株式市場は大幅上昇

2021年12月のグローバル株式市場は堅調に推移し、3.7%のリターンとなりました。先進国株式市場は、12月末には過去最高水準を更新し、感染力は強いもののデルタ株よりも毒性が低いと報じられるオミクロン株を巡る懸念を払拭しました。

米国株式市場では、好調なクリスマス商戦と新規失業保険申請件数の減少が好感され、ダウ工業株平均、S&P500種株価指数ともに史上最高値を更新しました。英国のFTSE100株価指数は、新型コロナウイルス感染拡大前の水準を回復し、年間で約14%の上昇率を記録しました。

例外は中国株式市場で、規制当局が海外市場に上場する中国株式を対象に規制強化を計画しているとの報道や都市封鎖(ロックダウン)を巡る不透明感が強まって2021年は軟調な展開を余儀なくされました。

業種別の月間リターンでは、生活必需品、ヘルスケア、公益等のディフェンシブ・セクターが堅調でした。また、バリュー株がグロース株を上回りました。2021年を通じてみると、世界経済の回復に伴ってエネルギー需要が拡大し、主要産油国が減産を続けたことも相俟って、原油価格や天然ガス価格が上昇し、エネルギーセクターのリターンは約40%に達しました。

エネルギー価格とは対照的に、金価格は米ドル高と金利上昇への懸念などを背景に、約4%の下落と2015年以来最低の年間リターンに終わりました。

世界的な物価上昇と金融政策の引き締め転換を受け、債券市場も苦戦を強いられた一年となりました。インフレ圧力がFRBに利上げを促すとの見方が強まり、利回り曲線の平坦化(イールドカーブのフラット化)が進みました。

ユーロ圏と英国の国債利回りは、前月から大幅に上昇(価格は下落)しました。イングランド銀行は12月半ばに利上げを実

Barometer



施し、ECBは、2022年1～3月期の資産買入の減額を発表しました。一方、中国国債利回りは低下基調となり、年末にはおよそ1年半ぶりに2.8%を割り込みました。

米ドルは、複数の通貨バスケットに対して前月からほぼ変わらずの水準で年末を迎えましたが、2021年を通じて見ると、堅調な米国経済を背景に6%超上昇しました。人民元は、主要通貨の中で唯一米ドルに対して上昇しました。

※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12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	36,338	34,484	30,606	+5.4%	+18.7%
(米)ナスダック総合指数	15,645	15,538	12,888	+0.7%	+21.4%
(日)TOPIX	1,992	1,928	1,805	+3.3%	+10.4%
(日)日経ジャスダック平均	3,878	3,886	3,719	-0.2%	+4.3%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,298	4,063	3,553	+5.8%	+21.0%
(英)FTSE100指数	7,385	7,059	6,461	+4.6%	+14.3%
(中国)上海総合指数	3,640	3,564	3,473	+2.1%	+4.8%
(香港)ハンセン指数	23,398	23,475	27,231	-0.3%	-14.1%
(ブラジル)ボブスバ指数	104,822	101,915	119,017	+2.9%	-11.9%
(インド)SENSEX30指数	58,254	57,065	47,751	+2.1%	+22.0%
(ロシア)RTS指数	1,596	1,646	1,387	-3.0%	+15.0%

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	115.02	113.77	103.50	+1.1%	+11.1%
ユーロ	130.51	128.41	126.95	+1.6%	+2.8%
英ポンド	155.24	151.56	139.82	+2.4%	+11.0%
スイスフラン	125.76	123.25	117.15	+2.0%	+7.3%
豪ドル	83.42	81.29	78.84	+2.6%	+5.8%
加ドル	90.04	89.26	80.83	+0.9%	+11.4%
中国元*	18.07	17.82	15.79	+1.4%	+14.4%
ブラジルレアル*	20.67	20.10	19.88	+2.8%	+4.0%
インドルピー	1.55	1.53	1.42	+1.3%	+9.2%
ロシアルーブル	1.57	1.52	1.41	+3.3%	+11.3%
タイバーツ	3.43	3.38	3.44	+1.5%	-0.3%
南アフリカランド	7.21	7.05	7.04	+2.3%	+2.4%

(※)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	1.50%	1.43%	0.91%	+0.07%	+0.59%
日10年国債利回り	0.07%	0.06%	0.02%	+0.01%	+0.05%
独10年国債利回り	-0.18%	-0.34%	-0.58%	+0.16%	+0.40%
豪10年国債利回り	1.69%	1.76%	1.01%	-0.07%	+0.68%
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)	75.33	66.14	48.35	+13.9%	+55.8%
金(1オンス、ドル)	1,822.39	1,780.05	1,897.77	+2.4%	-4.0%

※ 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 | 2022 年 1 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12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 | 2022年1月



PICTET

ピクテ投信投資顧問株式会社