

地政学リスクが株式市場に影を落とす

■ グローバル資産クラス

ガザでの武力衝突により、地政学リスクは突如として市場に影を落とすということを投資家は再び思い知らされることとなりました。米国は利上げによる景気抑制効果が消費者に影響を及ぼし始めており、景気減速局面に差し掛かっていると考えます。中国についても消費者心理が依然として冷え込んでおり、欧州の景気回復も遅々として進みません。このような状況を勘案し、株式についてニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)の投資判断を継続します。また、債券のオーバーウェイトとキャッシュのアンダーウェイトを継続します。

■ 株式:地域別・スタイル別

地域別の投資判断は変わりません。業績の見通しが立てやすく、高収益率かつ借入比率の低い企業を選好しており、そのような企業が多く含まれるスイス株式のオーバーウェイトを継続します。日本株式のオーバーウェイトも継続します。国内の個人消費は底堅く、企業のガバナンス改革が海外資金の流入を促す一因となっています。

■ 株式:業種別

業種別では、地政学的緊張の高まりなどを勘案してエネルギー・セクターのオーバーウェイトを継続します。一方、米国を中心に将来の個人消費のもう一段の落ち込みが警戒されるため、一般消費財・サービス・セクターのアンダーウェイトを継続します。

■ 債券・為替

債券では、バリュエーション面での魅力などから米国国債のオーバーウェイトを継続します。為替では、安全通貨であることや、良好な国内のインフレ動向を勘案し、スイスフランのオーバーウェイトを継続します。



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

■ 資産配分

地政学的な脆弱性

ガザでの武力衝突により、地政学リスクは突如として市場に影を落とすということを投資家は再び思い知らされることとなりました。米国は、昨年(2022年)来の米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げによる景気抑制効果が消費者に影響を及ぼし始めており、景気減速局面に差し掛かっていると考えます。中国経済は底を打ったように見えるものの、国内の消費者心理は依然として冷え込んでおり、欧州の景気回復も遅々として進みません。こうした状況を勘案し、株式の投資判断はニュートラルを継続します。株式のバリュエーションは足元の株価調整の結果、若干ながら改善しました。また、企業業績も今のところは堅調に見えるものの、経済成長が今後停滞すると考えられる状況下においては、株式の買いを促すだけの説得力はありません。債券市場は、年初来、変動の激しい展開が続いており、特に米国の財政赤字が膨らむ中、国債増発の見通しを巡る懸念が足元で強まっています。米国10年国債利回りが、一時、節目の5%を上回る水準に上昇したように、債券利回りは十数年ぶりの高水準にあり、実質利回りについても数十年ぶりの高水準にあります。経済成長率、インフレ率ともに伸びが鈍化する公算が大きいことから、債券の投資判断はオーバーウェイトを継続します。また、キャッシュのアンダーウェイトも継続します。

ピクテの景気循環指標は、新興国経済が底堅さを維持する一方で、先進国経済が減速する状況を示唆しています。先進国内では、米国、ユーロ圏ともに、経済成長率が潜在成長率を下回るものの、米国よりもユーロ圏の見通しの方が明るいように思われます。当面の懸念は物価上昇圧力が増し根強いインフレが収まらないことです。イスラム組織ハマスとイスラエルの武力衝突がガザ

域外に拡大した場合には、原油価格の上昇の可能性も否めませんが、ピクテでは、経済の低成長と供給制約の緩和を背景に、物価の上昇ペースを鈍化させるディスインフレ圧力が優勢になるとみえています。米国の2024年のGDP(国内総生産)成長率は、潜在成長率を大幅に下回る水準にまで減速し、足元の2023年の予想成長率(前年比+1.9%)を下回ると見えています。アメリカの家計はコロナ禍でため込んだ余剰貯蓄を取り崩しており、今後は消費の低迷が見込まれることが主な根拠です。ユーロ圏経済の先行きも良好とは言えず、製造業セクターへの依存度が高いドイツなどの国の苦境が際立ちますが、こうした状況は、中国経済の緩やかな回復に伴って、徐々に改善していくものと考えます。一方、日本経済は引き続き好調で、先進国では唯一、2024年のGDP成長率が潜在成長率を上回ると予想しています。個人消費は底堅く、企業のガバナンス改革が海外資金の流入を促す一因となっています。

世界の流動性環境については、地域間の格差が広がっており、米国とユーロ圏が金融引き締めを続けているのに対し、日本は金融緩和を継続しています。中国も、小型の景気刺激策を講じています。米国では、実質金利の上昇が銀行融資の足かせとなっています。また、FRBが量的引き締めのペースを加速させていることや、大幅な財政赤字を賄うための国債発行の増額が、信用供与の流れを阻害しています。発行額から償還額を引いたネットの国債発行額は、2023年10~12月期以降、数四半期にわたって、7~9月の2,000億米ドル弱を大幅に上回る3,000億~5,000億米ドル規模に達する公算が大きく、企業の利払いコスト上昇圧力が更に増すものと思われます。中国経済はデフレの瀬戸際にあることから、当局がより積極的な金融緩和スタンスに転じる可能性も考えられます。日本では、金融政策正常化に向けた日銀の政策変更が徐々に迫りつつある兆しが見られ

るものの、時期はまだ定かではありません。ピクテのバリュエーション指標は、特に足元の債券利回りの急上昇を受けて、株式よりも債券を選好しています。米国株式の株価収益率(PER)は、ピクテが予測する適正水準を上回って推移しています。米国市場の12ヵ月先予想利益ベースのPERは、ピクテが予測する長期の適正水準の約16倍を12%程度上回っています。株式市場の上昇を牽引してきた「マグニフィセント7」と呼ばれる巨大ハイテク銘柄のPERは、幾分低下したとはいえ、予想利益ベースで28倍と割高感が拭えず、当該銘柄を除いた市場構成銘柄のPERを80%ほど上回っています。米国株式は、債券に比べて、割高感が際立ちます。株式の12ヵ月先予想利益ベースの益利回りは、2001年以降、初めて、フェデラルファンド・レート(FF金利)を下回り、益利回りと実質債券利回りの格差は2%以下に縮小しています。こうした状況は、過去半世紀で4回しか起きていません。

ピクテのテクニカル指標は、日本株式のモメンタムの低下とユーロ圏株式の下落に因る株安トレンドを示唆していますが、向こう1ヵ月は季節要因が市場の追い風になる可能性があると考えます。債券市場のトレンドも悪化しています。市場のセンチメントが脆弱な状況は変わらず、ユーロ圏株式と中国株式は売られ過ぎの水準にあることを示唆しています。債券市場では、ハイイールド社債と米ドル建て新興国債券も売られ過ぎのように思われます。

■ 地域別・業種別の株式市場

高クオリティ銘柄とディフェンシブ銘柄を選好

これまで政策金利の長期高止まりを懸念してきた投資家にとって、ウクライナ紛争の継続と中東の新たな武力衝突により、先行きの不確実性が高まる状況となっています。このような状況で有効な投資対象は、収益性が高く、業績の見通しが立てやすく、借入比率の低い、「高クオリティ銘柄」だと

考えています。「高クオリティ銘柄」のリターンは、ここ2年ほど、成長株(グロース株)や、景気変動の影響を受けやすい景気敏感株を上回って推移しています。特に、スイス株式は、向こう数ヵ月、堅調に推移することが予想されます。スイスは主要国市場の中で、「高クオリティ銘柄」の範疇に含まれる医薬品銘柄と生活必需品銘柄などの(景気変動による企業業績への影響を受けにくい)ディフェンシブ銘柄の(市場全体に占める)比率が最も高く、株価指数の時価総額の60%程度を占めているからです。また、スイス株式のバリュエーションは適正な水準に留まっています。従って、スイス株式のオーバーウェイトを継続します。

日本株式のオーバーウェイトも継続します。多くの日本企業が増益基調を維持しており、2023年の利益成長率は、先進国の中で最も高く、新興国の成長率予想に匹敵する10%以上に達することが予想されます。コーポレート・ガバナンス強化に向けた取り組みも注目されます。日本株式については、テクニカル要因も買いの説得力を高めているように思われます。投資家のポジション動向を見ても、過熱感のある状況には至っておらず、日本株ファンドに流入した資金は、過去13週間で、90億米ドル程度に留まります。

新興国(除く中国)は、先進国よりも成長見通しが良好であるとの見方から、オーバーウェイトを継続します。一方、ユーロ圏については、域内の成長見通しが明るいとはいえない中、大幅な賃上げに因る物価上昇圧力を受けて、欧州中央銀行(ECB)がタカ派的な姿勢を維持する公算が大きく、アンダーウェイトを維持しています。欧州企業の利益率が脆弱に思われることも一因です。

業種別では、エネルギー・セクターをオーバーウェイトとしていますが、これは、地政学的緊張の高まりを勘案した防衛的な戦略です。また、一般消費財・サービス・セクターをアンダーウェイト、生活必需品セクターをオーバーウェイトとすることで、守りのスタンスを更に強めています。米国等の消費者

はコロナ期に貯め込んだ余剰貯蓄を、ピクテの当初の想定よりも速いペースで取り崩していることが確認されますが、このことは、将来の個人消費のもう一段の落ち込みを示唆していると考えます。米国の余剰貯蓄は、2021年8月に約1.8兆米ドルでピークを付けた後、既に3分の2程度が取り崩されているとみており、このままだと2024年半ば前後には、底を付くように思われます。

コミュニケーション・サービス・セクターのオーバーウェイトを継続します。バランスシートが健全で妥当な株価水準で取引される銘柄が多いからです。一方、情報技術セクターは、ニュートラルを継続します。大手ハイテク企業の決算は、これまでのところ、総じて期待外れで、人工知能の利用の拡大等、長期的なトレンドに支えられているとはいえ、事前予想を上回る好決算を実現するのは極めて困難だと考えます。

■ 債券・為替

米国国債の魅力

米国国債の価格急落は行き過ぎだったように思われます。10年国債利回りは、約16年ぶりに5%を上抜け、ピクテの試算による適正水準の約4%を100ベース・ポイント(1%)前後上回りました。世界最大の経済大国である米国の景気減速が予想され、地政学的リスクが高まる状況下でのこれほど高水準の利回りは、防衛戦略に徹したいと考える投資家には極めて魅力的と言えるでしょう。ピクテのモデルが、米国国債を割安だと判断するのは、2021年6月以来です。これらを踏まえて、米国国債のオーバーウェイトを継続します。

現地通貨建て新興国国債のオーバーウェイトも継続します。当該債券は、既に、新興国各国の中央銀行による利下げの恩恵を享受してきましたが、新興国の成長率が先進国を上回る公算が大きい

ことから、新興国通貨の増価を見込んだ投資家の資金流入により、債券価格はさらに上昇する可能性もあると考えます。

一方、日本国債については、アンダーウェイトを継続します。日本のインフレ率とGDP成長率は、いずれも上昇基調です。こうした状況により、日銀は現行の超緩和的な金融政策維持がますます困難となりつつあり、向こう数カ月のうちに利上げにより現行の金融緩和を脱却する選択肢を日銀が迫られる可能性があると考えています。

社債については、米国ハイールド社債のアンダーウェイトを継続します。今のところはまだ低位に留まっている債務不履行(デフォルト)率が今後上昇し、銀行による貸出基準も厳格化する公算が大きいと考えます。

金は、向こう1年を通じて、米国の実質金利の低下と米ドル減価の恩恵を受ける可能性が高いと考えます。これまでの堅調な推移に加えて、イスラエル・ハマス間の衝突後の価格急騰を受け、バリュエーション面では割高感が見られるものの、オーバーウェイトを継続します。

米ドルは、他の先進国通貨との金利差を支えに持ち堪えているものの、米国経済のファンダメンタルズの悪化を背景に減価基調となる可能性があると考えています。なお、米国の2024年のGDP成長率は、大半の先進国に劣後するとみています。スイスフランについては、安全通貨であることや、良好な国内のインフレ動向を勘案し、オーバーウェイトを継続します。

※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。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

■グローバル市場概況

10月の市場は全面安の展開

10月の市場は、大方の資産クラスが下落する、冴えない展開となりました。特に中東を巡る地政学的緊張の高まり、市場ボラティリティの上昇、強弱交錯の企業決算等が投資家心理を冷やしました。

株式の月間リターンは、現地通貨ベースでは、約-2.7%となり、主要市場は先進国、新興国のいずれを問わず、軒並み売られました。S&P500種株価指数ならびにストックス欧州600指数の構成企業の2023年7-9月期決算は、これまでのところは予想を上回っているものの、売上は伸び悩み、来期以降の業績予想は、殆ど変わりませんでした（来期以降の業績予想の上方修正は殆どありませんでした）。エネルギー銘柄は、原油価格の約8%の下落を嫌気して、売られました。また、経済の減速を巡る懸念が強まって、資本財・サービス、一般消費財・サービス、素材等、景気敏感なセクターを下押ししました。年初来、市場を牽引してきた情報技術セクターも約-0.7%と小幅ながら下落し、公益セクターが唯一、辛うじてプラスのリターンを確保しました。

世界の債券市場は軟調な展開となり、月間リターンは約-0.7%となりました。米国国債の下げが際立ち、10年債利回りは16年ぶりに節目の5%を上回りました。（近い将来の利下げ観測を後退させる）堅調な経済データの発表と、拡大する財政赤字を賄うための、財務省による、国債発行の増額計画が相俟って、市場急落の引き金となりました。

米ドルは、月中において上昇の勢いを失ったものの、先進国の他の通貨との金利格差を支援材料として底堅く推移しました。

リスク回避志向が強まる環境が安全資産とされる金の追い風となり、金の月間リターンは約+7.5%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。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

■ 参考データ

世界の主要株価、外為、債券、商品市況（2023年10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	33,053	33,508	33,147	-1.4%	-0.3%
(米)ナスダック総合指数	12,851	13,219	10,466	-2.8%	+22.8%
(日)TOPIX	2,254	2,323	1,892	-3.0%	+19.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,061	4,175	3,794	-2.7%	+7.1%
(英)FTSE100指数	7,322	7,608	7,452	-3.8%	-1.7%
(中国)上海総合指数	3,019	3,110	3,089	-2.9%	-2.3%
(香港)ハンセン指数	17,112	17,810	19,781	-3.9%	-13.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	113,144	116,565	109,735	-2.9%	+3.1%
(インド)SENSEX30指数	63,875	65,828	60,841	-3.0%	+5.0%
(ロシア)RTS指数	1,080	1,008	971	+7.2%	+11.3%

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	149.51	149.58	132.70	-0.0%	+12.7%
ユーロ	158.66	158.00	141.47	+0.4%	+12.2%
英ポンド	181.74	182.53	160.00	-0.4%	+13.6%
スイスフラン	165.77	163.46	143.74	+1.4%	+15.3%
豪ドル	95.19	96.06	89.57	-0.9%	+6.3%
加ドル	108.04	110.74	97.89	-2.4%	+10.4%
中国元 [※]	20.69	20.43	18.98	+1.3%	+9.0%
ブラジルリアル [※]	30.03	29.81	24.99	+0.7%	+20.2%
インドルピー	1.81	1.81	1.61	±0%	+12.4%
ロシアルーブル	1.62	1.55	1.78	+4.5%	-9.0%
タイバーツ	4.16	4.09	3.80	+1.7%	+9.5%
南アフリカランド	7.93	7.86	7.82	+0.9%	+1.4%

(※)リフィニティブ an LSEG business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	4.91%	4.57%	3.83%	+0.34%	+1.08%
日10年国債利回り	0.92%	0.76%	0.41%	+0.17%	+0.51%
独10年国債利回り	2.77%	2.81%	2.56%	-0.04%	+0.21%
豪10年国債利回り	4.94%	4.49%	4.04%	+0.45%	+0.90%
米政策金利(FFレート)	5.50%	5.50%	4.50%	±0%	+1.00%
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)	4.50%	4.50%	2.50%	±0%	+2.00%

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)	81.64	90.77	80.16	-10.1%	+1.8%
金(1オンス、ドル)	1,995.90	1,856.75	1,815.64	+7.5%	+9.9%

※ 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 an LSEG businessのデータを使用しピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ピクテ・ジャパン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、投資者の皆様は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、ご投資にあ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(2023年9月末日現在)

ご投資いただくお客様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、投資者の皆様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・ジャパン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・ジャパン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はありません。
- 運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。
- 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・ジャパン株式会社

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