



Barometer バロメーター

ピクテの資産運用戦略マンスリーレポート 投資環境見通し

株式投資に短期的な好機が訪れる

■ グローバル資産クラス

インフレの鈍化が利下げ方向への金融政策の転換を正当化する一方で、経済成長は、ハードランディング(景気の急激な失速)を回避するために十分な強靱性を維持しているように思われます。(市場が過熱も冷え込みもせず、適度な状態に保たれる)「適温相場(ゴルディロックス相場)」が投資家の想定する基本シナリオになり続ける限り、リスク性資産は恩恵を受けるものと思われます。こうした状況を勘案し、株式の投資判断をオーバーウェイトに引き上げ、その分、キャッシュをニュートラル(ベンチマークと同じ比率)からアンダーウェイトに引き下げました。債券についてはニュートラルを継続します。

■ 株式:地域別・スタイル別

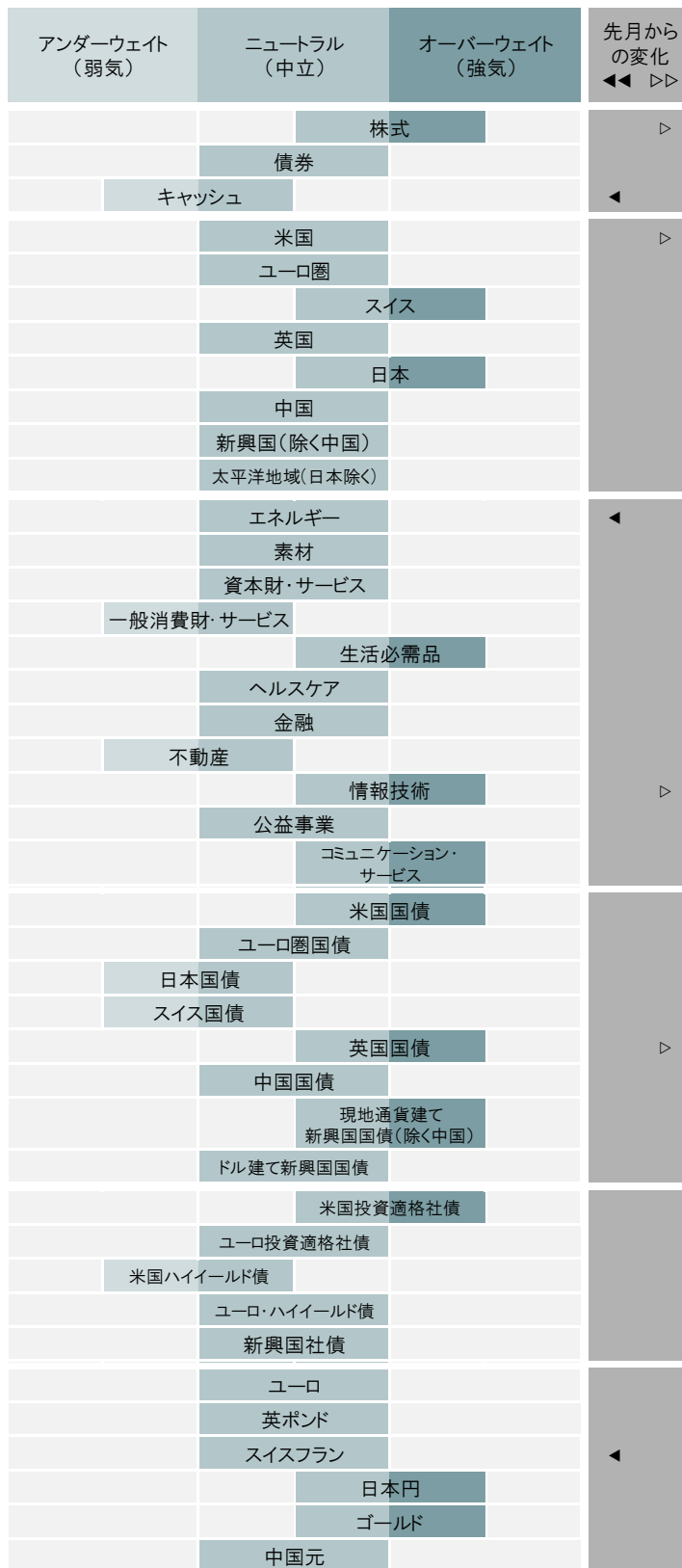
米国株式をニュートラルに引き上げました。ピクテは、米国経済が底堅さを維持する状況を勘案し、米国企業の2024年の利益成長率予想を上方修正しました。一方で、足元のリスク・プレミアムの水準を踏まえると、オーバーウェイトにするほどの投資妙味には至らないと考えています。

■ 株式:業種別

情報技術セクターをオーバーウェイトに引き上げました。人工知能(AI)の進化に伴って創出されたIT企業の成長機会が非常に高いバリュエーションの背景にあると考えます。一方、エネルギー・セクターをニュートラルに引き下げました。中東の地政学リスクに対するヘッジ手段としての石油銘柄投資は、もはや妙味はないと考えます。

■ 債券・為替

英国国債をオーバーウェイトに引き上げました。国内経済の低迷を背景とした物価上昇圧力の後退が中央銀行に利下げに転じる余地を与えてみえています。



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

投資の好機が浮上

インフレの鈍化傾向により、欧米の金融政策は引き締めからの転換を探る状況となる一方で、経済成長は、ハードランディング(景気の急激な失速)を回避するに十分な強靱性を維持しているように思われます。(市場が過熱も冷え込みもせず、適度な状態に保たれる)「適温相場(ゴルディロックス相場)」が投資家の想定する基本シナリオになり続ける限り、リスク性資産は恩恵を受けるものと思われます。こうした状況を勘案し、株式の投資判断をオーバーウェイトに引き上げ、その分、キャッシュ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。利下げの開始が迫る状況では、余剰資金を現金あるいは現金同等物(キャッシュ)で保有することの魅力が薄れるためです。債券については、ニュートラルを継続します。もっとも、今月の資産配分の変更は、短期的な観点で行ったものです。「ゴルディロックスと3匹の熊」の童話に出てくるおかゆをいつまでも完璧な温度にしておけないのと同様、世界経済は、ゆくゆくは、減速し始めることになり、株式に対して債券が優位に立つ状況がやがて訪れると考えるためです。実際に、企業活動の先行きを示唆するピクテの世界景気先行指標は、2024年後半にかけての景気減速の可能性を示唆しています。ピクテは、先進国の2024年の実質GDP(国内総生産)成長率が前年比+0.9%と、2023年からほぼ半分の値に低下すると予想しています。

ピクテの景気循環指標は、先進国で唯一、日本に対してポジティブなスコアを付与しています。賃金上昇に加えて、世界貿易の回復が予想されることも日本経済の追い風になるとみています。米国経済も、これまでのところは好調さを維持しており、短期的には、株式市場を押し上げることが予想されます。もっとも、アンケート調査に基づく経済指標をみると、景気の先行きに対する悲観的

な見方が増えており、個人消費や非住宅関連の投資が、今後落ち込み始めることで米連邦準備制度理事会(FRB)に利下げを促すことになるかとみえています。ユーロ圏のGDP成長率は、低水準に留まる公算が大きいと考えます。

ピクテの流動性指標は、2024年1-3月ごろまでは、流動性の状況が、米国を中心とした株式市場の支援要因になることを示唆しています。FRBの量的引き締め(QT)プログラムの効果が出なかったのは、FRBが吸収する資金以上に、MMFなどが翌日物リバースレポ(RRP)を通じてFRBに待機させていた余剰資金を市場に戻しているためです。こうした状況が、リスク性資産のリターンを押し上げた一因であり、(相場下落時に中央銀行が金融緩和策や高官発言等を通じて市場を支えてくれるとの期待を指す)「中銀プット」と同様の効果を、幾分、発揮したとみえています。

しかしながら、高止まりする株式のバリュエーション(投資価値評価)が今後も長期間に亘って維持される公算は小さいと考えます。特に米国株式のPER(株価収益率)は、12ヵ月先利益ベースで約20倍と、割高感が強まっているように思われます。米国株式の1株当たり利益(EPS)成長率の市場コンセンサスはピクテ予想の4.3%を大幅に上回る10%以上と、市場の企業利益成長期待もかなり織り込まれていることから、今後の株価上昇の余地は限られていると考えます。

ピクテのテクニカル指標は、特に米国株式と日本株式の強い上昇トレンドを受けて、短期的に株式をオーバーウェイトとするピクテの投資判断と整合しています。投資家センチメントは、過度に楽観的(ユーフォリア)な領域から正常な水準に戻っており、投資家のポジションを見ても、オプションのコールとプットが均衡し、上昇相場に賭ける投資家と下落相場に備える投資家に分かれている状況を示唆しています。

■ 地域別・業種別の株式市場

米国株式の投資判断をニュートラルに引き上げ

米国企業の決算発表が本格化していますが、米国企業の業績回復局面はまだ初期の段階にあり、年間を通じて継続するとのピクテの見方と整合的な内容となっています。ピクテは、米国経済が底堅さを維持する状況を勘案し、米国企業の2024年の利益成長率予想を、従来予想の2.5%から4.3%に上方修正しました。ただし、利益予想の上方修正は、米国株式のオーバーウェイトを示唆するものではありません。米国をオーバーウェイトにすることには様々なリスクがあるためです。例えば、米国の家計消費は、向こう数カ月のうちにも減速する可能性が否めません。また、企業の設備投資が落ち込む可能性も軽視できません。更に、FRBは利下げを開始したとしても実質金利の水準は現状程度を維持することが予想され、金融緩和局面で通常見られるような流動性拡大の公算は小さいように思われます。株式のリスク・プレミアム(リスクの対価として投資家が期待する超過収益率)の水準も問題です。足元の米国株式のリスク・プレミアムは約3.8%と、先進国株式の中で最低水準に留まります。こうした状況が、米国株式の投資判断を引き上げるものの、オーバーウェイトには至らない根拠です。

先進国株式市場には、米国よりも投資妙味の高い市場があります。例えば、オーバーウェイトを継続している日本です。日本株が上昇基調を維持しているのは、国内経済の底堅さ、企業のガバナンス改革、相対的に魅力的なバリュエーション水準などが日本株への資金流入を促しているためと考えられています。2024年1月には、日経平均株価が、約34年ぶりの高値を回復しています。

スイス株式のオーバーウェイトも継続しています。スイス市場には、「高クオリティ」銘柄(収益力や成長性が高く、財務基盤が健全な銘柄)や景気

変動による企業業績面への影響を受け難い「ディフェンシブ銘柄」が多数上場されていますが、こうした銘柄は、世界経済が緩やかなペースで成長する足元の環境下において適した投資先であると考えています。なお、スイス市場は、主要国の中でディフェンシブ銘柄の比率が最も高く、医薬品および生活必需品銘柄を中心に、株価指数の時価総額の約60%を占めています。

ユーロ圏株式については、ニュートラルの投資判断を継続します。バリュエーション面では魅力があるものの、足元の景気動向は低調です。しかしながら、投資家が想定している以上に、2024年下期にかけて景気が回復に向かい、株式市場はそれを好感して上昇する可能性があると考えます。

中国およびその他の新興国株式については、ニュートラルを継続します。中国については、投資家心理の改善に不可欠と思われる不動産市場に改善の兆しが見られません。また、中国株式の相対バリュエーションは過去最低水準に留まるものの、政府が大規模な財政政策に前向きではないとの投資家の見方が優勢であり、先行きは明るくないとみています。

業種別では、情報技術(IT)セクターをオーバーウェイトに引き上げました。ITセクターは利益成長率予想が全セクター中で最も高く、2024年の通年予想も上方修正されています。人工知能(AI)の進化に伴って創出されたIT企業の成長機会が、非常に高いバリュエーションの背景にあると考えます。また、コミュニケーション・サービス・セクターもオーバーウェイトとしています。同セクターは有望なAI関連テーマへの投資にもつながる一方で、バリュエーションは相対的に適正な水準にあります。

一方、エネルギー・セクターはオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。中東の地政学リスクに対するヘッジ手段としての石油銘柄投資は、もはや妙味はないと判断したためです。

■ 債券・為替

投資妙味が増す英国国債

英国国債の投資判断について、ニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。英国のインフレは、国内経済の低迷を背景に鈍化していくと思われそうですが、こうした見方は、既にインフレ期待の低下にも徐々に反映されてきています。また、物価上昇圧力の後退がイングランド銀行(中央銀行)に、先進國中銀の先陣を切って、利下げに転じる余地を与えるものと考えます。

米国国債はオーバーウェイトを継続します。ピクテのモデルは、2024年末までに、米国国債利回りが20ベースポイント(0.2%)低下することを示唆しています。FRBの利下げのペースと幅についての足元の市場の見方は、楽観的過ぎると思いますが、年内のいずれかの時点で、利下げへの転換が米国国債市場の上昇相場をもたらすものと考えます。

現地通貨建て新興国債券は、年初来、債券市場全体にリターンで劣後していますが、FRBの利下げ転換による恩恵が期待される点と魅力的な利回り水準を考慮して、オーバーウェイトを継続します。一方、日本とスイスの国債はアンダーウェイトを継続します。日銀は金融政策の正常化に向かう局面にあり、スイス国立銀行(中央銀行)については米欧などと比較して利下げ幅の余地が限られることから、二つの市場は、先進国の多くの中銀が利下げを開始しようという局面で、他市場に劣後する公算が大きいと考えます。

社債市場では、米国の投資適格社債をオーバーウェイト、ハイイールド社債をアンダーウェイトとするレラティブ・バリュエーション戦略を継続します。両資産クラス間の利回り格差(スプレッド)は、景気先行指標のモメンタムが鈍化していることなどを踏まえると、縮小し過ぎの水準にあると考えます。

また、ハイイールド社債の米国国債に対するスプレッドについても、リスクに対して十分な対価を提供していないと考えます。

通貨では、スイスフランをニュートラルに引き下げました。スイス国立銀行は、為替介入に対するスタンスを変更しており、数カ月前までは、スイスフラン高をインフレ抑制の手段として受け入れていたのに対し、インフレ率が目標水準に達したため今後は、外貨売りの市場介入には注力しない旨の声明を発表しています。日本円については、魅力的なバリュエーション水準などを考慮して、オーバーウェイトを継続します。

金のオーバーウェイトを継続します。今後、米金利低下や米ドル安が進み、その恩恵を享受する可能性があると考えています。

■ グローバル市場概況

当面は金利動向が鍵を握ると予想

2024年1月の金融市場では、債券が株式に劣後し、債券の月間リターンはマイナス圏に沈みました。1-3月期中にも利下げが始まるのではとの一部の投資家の期待に、主要中銀のフォワード・ガイダンスが冷や水を浴びせる恰好となりました。FRBのパウエル議長は、インフレ率が持続的に低下するとの確信が得られるまでは利下げの開始を待ちたいとして、「基本シナリオ」では3月の利下げを想定していないと発言した一方で、2024年下期の利下げの余地を明確に残しました。米国国債市場の1月のリターンは-0.3%となりました。米国国債以上に低調だったのが英国国債で、現地通貨ベースの月間リターンは約-2.6%となりました。英国の2023年12月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+4.0%と市場予想を上回りました。ユーロ圏の国債市場では、ECB高官のタカ派(物価の安定を重視し金融引き締め的な政策を支持する人)

寄りな発言などを受けて、金利が上昇したことから、月間リターンは約-0.7%となりました。

債券市場が苦戦する中、グローバル株式市場の月間リターンは+1.3%と堅調な展開となりましたが、地域および業種セクターにより、差がありました。

業種セクターでは、一部のハイテク大手企業の良好な決算を受け、ITおよびコミュニケーション・サービス・セクターのリターンが際立ちました。ASML（オランダ、半導体・半導体製造装置）は2023年10-12月期の受注が前期比3倍増となりました。一方、素材、不動産、公益、一般消費財・サービスなどのセクターのリターンはいずれもマイナスとなりました。

地域別では、中国株式が米国株式に劣後する状況が長期化しています。2021年1月以降、S&P500種株価指数の騰落率は約+29%だったのに対して、MSCI中国株価指数の騰落率は約-54%と軟調です。中国経済については、2023年の実質GDP成長率が前年比+5.2%と全国人民代表大会（全人代）で設定した目標を達成するなど、一部良好な指標も発表されましたが、それらが企業利益の伸びにしっかりと繋がるかについては不透明です。また、香港の高等法院（高裁）が経営再建中の中国不動産大手、中国恒大集団に清算命令を出したことが報道されるなど、中国の不動産市場の苦境が改めて認識されました。対照的に、日本株式は堅調に推移し、日経平均株価の月間騰落率は、国内経済の底堅さや企業のガバナンス改革、円安の継続等を受けて、約+8.4%となりました。スイス株式も、「高クオリティ銘柄」が多いことが投資家に好感されて上昇しました。

通貨では、米金利高止まりの見通しが下支え要因となり、米ドルが複数の主要通貨から成るバスケット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。

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（2024年1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	38,150	37,690	37,690	+1.2%	+1.2%
（米）ナスダック総合指数	15,164	15,011	15,011	+1.0%	+1.0%
（日）TOPIX	2,551	2,366	2,366	+7.8%	+7.8%
（欧）ユーロ・ストックス50種	4,648	4,522	4,522	+2.8%	+2.8%
（英）FTSE100指数	7,631	7,733	7,733	-1.3%	-1.3%
（中国）上海総合指数	2,789	2,975	2,975	-6.3%	-6.3%
（香港）ハンセン指数	15,485	17,047	17,047	-9.2%	-9.2%
（ブラジル）ボベスパ指数	127,752	134,185	134,185	-4.8%	-4.8%
（インド）SENSEX30指数	71,752	72,240	72,240	-0.7%	-0.7%
（ロシア）RTS指数	1,126	1,083	1,083	+3.9%	+3.9%

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	147.55	141.83	141.83	+4.0%	+4.0%
ユーロ	159.97	157.12	157.12	+1.8%	+1.8%
英ポンド	187.33	180.68	180.68	+3.7%	+3.7%
スイスフラン	171.17	168.24	168.24	+1.7%	+1.7%
豪ドル	97.16	96.94	96.94	+0.2%	+0.2%
加ドル	110.06	107.24	107.24	+2.6%	+2.6%
中国元*	20.36	19.88	19.88	+2.4%	+2.4%
ブラジルリアル*	29.58	29.02	29.02	+1.9%	+1.9%
インドルピー	1.79	1.72	1.72	+4.1%	+4.1%
ロシアルーブル	1.65	1.61	1.61	+2.5%	+2.5%
タイバーツ	4.18	4.13	4.13	+1.2%	+1.2%
南アフリカランド	7.85	7.62	7.62	+3.0%	+3.0%

（※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	3.95%	3.87%	3.87%	+0.08%	+0.08%
日10年国債利回り	0.71%	0.62%	0.62%	+0.08%	+0.08%
独10年国債利回り	2.13%	2.00%	2.00%	+0.13%	+0.13%
豪10年国債利回り	4.05%	3.96%	3.96%	+0.09%	+0.09%
米政策金利（FFレート）	5.50%	5.50%	5.50%	±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）	4.50%	4.50%	4.50%	±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）	76.28	71.89	71.89	+6.1%	+6.1%
金（1オンス、ドル）	2,048.35	2,065.45	2,065.45	-0.8%	-0.8%

※ 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 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(2024年1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。
- (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0.3%
- (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もありません。
- 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