ご参考資料
2024年3月号

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

ハイテク企業の好業績が株式市場を押し上げる

■ グローバル資産クラス

米国をはじめとする世界経済の底堅さや堅調な企業業績などを勘案し、株式のオーバーウェイト（およびキャッシュのアンダーウェイト）を継続します。債券については、インフレ圧力が根強く、早期に物価指標が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標水準へ低下する可能性は小さいとみていることからニュートラル（ベンチマークと同じ比率）を継続します。

■ 株式：地域別・スタイル別

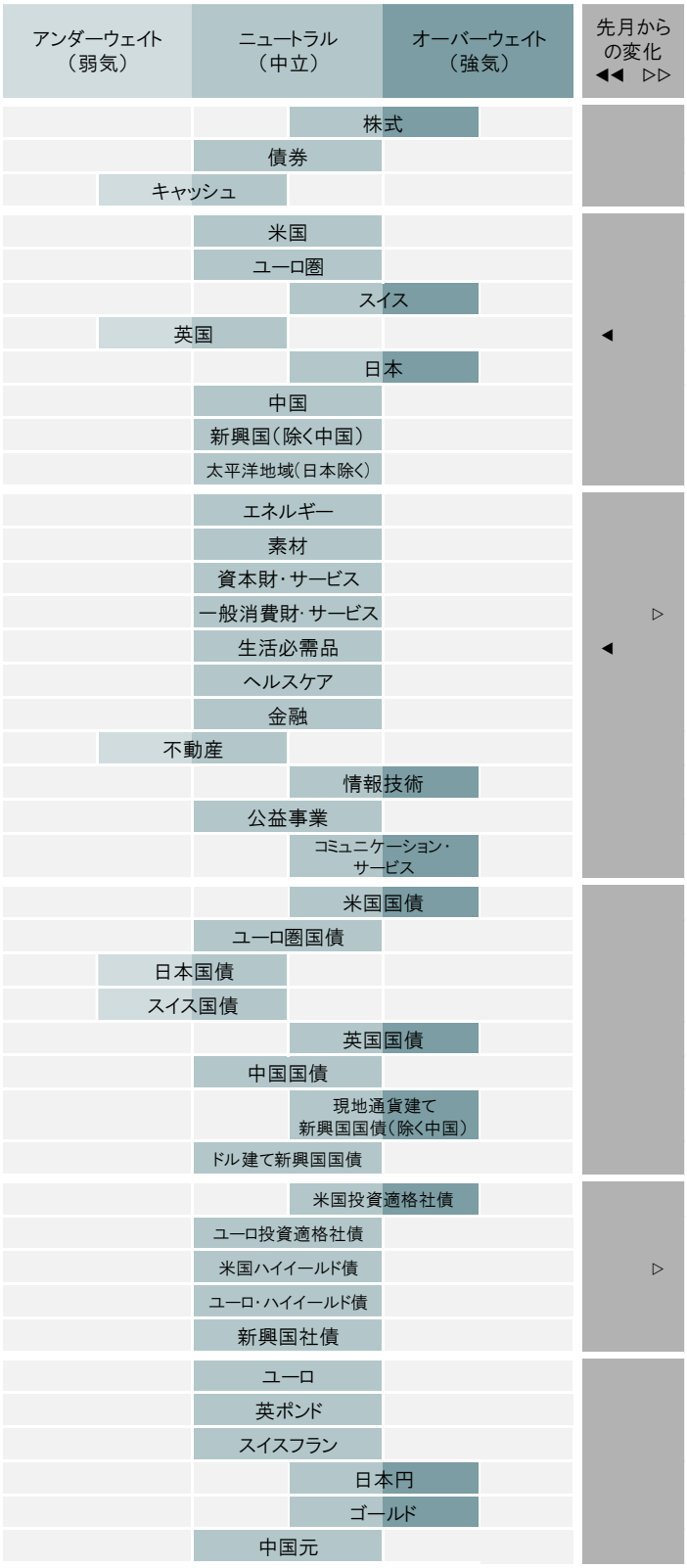
株式市場におけるハイテク銘柄の比率が相対的に低いことや国内経済の低調さ、企業業績の改善の勢いに欠ける状況が続いていることなどを踏まえて、英国株式の投資判断をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。

■ 株式：業種別

人工知能（AI）の目覚ましい成長に支えられたハイテク企業の堅固なファンダメンタルズを勘案し、情報技術セクターのオーバーウェイトを継続します。また、米国の堅調な個人消費やユーロ圏の消費回復の可能性を勘案し、一般消費財・サービス・セクターをニュートラルに引き上げた一方、生活必需品セクターをニュートラルに引き下げました。

■ 債券・為替

米国経済の底堅さ、とりわけ、堅調な個人消費や企業の設備投資は、世界最大の経済大国において、いずれは減速を免れないにしても、経済の拡大が当面継続する可能性を示唆しているとみています。このような状況を踏まえて、米国ハイイールド債をニュートラルに引き上げました。



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

株式市場は、引き続き好調

米国をはじめとする世界経済の底堅さや堅調な企業業績などを勘案し、株式のオーバーウェイト（およびキャッシュのアンダーウェイト）を継続します。債券については、インフレ圧力が根強く、早期に物価指標が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標水準へ低下する可能性は小さいとみていることからニュートラル（ベンチマークと同じ比率）を継続します。引き続き、ピクテでは経済成長のペースが年後半にかけて減速するとみていますが、予想される減速の時期は後ずれしています。FRBは拙速な金融緩和を避けたいとの姿勢を明確に示しています。債券のバリュエーションは、数ヵ月前までは魅力的な水準にあるとみていましたが、足元では、妥当な水準にあると考えています。一方、株式の短期的な見通しは、引き続き、明るいとみています。世界の上場企業の業績は、米国の良好な経済指標を反映して堅調なものとなっています。

ピクテの景気循環指標は、米国経済の想定以上に底堅い状況を示唆しており、このことが、株式のオーバーウェイトを継続する根拠の一つとなっています。米国では、可処分所得に占める貯蓄率が3-4%と、過去平均の7-10%を下回っていますが、消費者が引き続き所得の多くを貯蓄よりも消費に回し続けるならば、経済成長率、インフレ圧力ともに、当面、高止まりする可能性があると考えます。特に労働市場の需給が依然逼迫し、賃金上昇圧力がサービス価格に転嫁されている状況が続いていることから、インフレ圧力は長引く公算が大きいと考えます。ただし、個人消費と企業の設備投資はいずれ落ち込んで、住宅関連指標などの、既に減速に転じつつあるセクターの状況に収斂していくとみています。製造業セクターが低迷するユーロ圏経済は、ここ数ヵ月、景気後退（リセッション）入りの危機に瀕しています。もっとも、コロナ禍後の供給制約やウクライナ紛争の影響が薄れていることから、域内経済は回復に転じる公算は大きいとみています。英国では、建設活動の不振を受けて労働市場の需給の逼迫が緩和に転じ始めており、経済成長は横ばいが予想されます。一方、インフレ予想が再び高まり始めており、イングランド銀行（中央銀行）の早期の利下げを阻む要因となっています。日本経済も、息切れし始めています。小売売上高、工作機械受注（民間需要部分）の伸びはいずれも鈍化してきており、鉱工業生産も引き続き低調です。もっとも、日本経済は、潜在成長率近辺の成長を遂げることが予想され、長いデフレの時代は、終わりを迎えつつあるとみています。

ピクテの流動性指標は、株式をオーバーウェイトとする投資判断と整合するものであり、中央銀行、民間銀行、双方からの流動性供給が、短期的に増加していることを示唆していますが、今後も緩和のペースが加速していくかどうかは定かではありません。FRBは、拙速な利下げの結果、再び利上げを余儀なくされるリスクよりも、利下げの時期を若干遅らせるリスクの方が小さいとの見方を示唆しています。民間セクターの信用状況については、銀行が融資基準を緩和し始めている兆候がみられており、今後はその規模が注目されます。中国では、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和のペースを若干速めているものの、人民元の安定性を損なう可能性を警戒する姿勢は変わらないことから、今後の金融緩和は限定的なものに留まる公算が大きく、当面は目的を絞った信用供与に重点が置かれるものと考えます。

ピクテのバリュエーション指標は、株式が2021年12月以降で最も割高な水準で推移していることを示唆しています。米国株式の株価収益率（PER）は12ヵ月先利益ベースで20.5倍程度と、過去10年平均の17.5倍程度を大幅に上回っており、株価の上値余地は限られるように思われます。

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。

一方、企業業績が底堅く、世界経済が回復基調にあることを勘案すると、アナリストの2024年のコンセンサス予想は妥当な水準にあると考えます。債券については、米国国債や米物価連動国債（TIPS）のバリュエーション水準も適正であり、投資妙味が若干増しているとみています。また、英国国債についても引き続き魅力的なバリュエーション水準にあるとみています。

ピクテのテクニカル指標は、特に株式において強い上昇トレンドが相場を支える状況を示唆しています。一方、市場参加者を対象に行われたアンケート調査の結果は、機関投資家のリスク・センチメントが強気の領域にあり、すでに運用担当者はキャッシュ・ポジションを減らしてここ2年間で株式を最もオーバーウェイトとしている状況を示唆しています。また、株式および債券ファンドへの資金流入が続く一方で、待機資金プールの側面もあるマネーマーケット・ファンドへの資金流入は伸び悩んでいることが示されており、いずれも、上昇相場の勢いが今後拡大する余地は小さいことを示唆していると考えます。

■ 地域別・業種別の株式市場

ハイテク銘柄の優勢

株式市場には、二極化が生じています。一方の極はアップル（米国、テクノロジー・ハードウェア／機器）、マイクロソフト（米国、ソフトウェア・サービス）、アマゾン・ドット・コム（米国、一般消費財・サービス流通／小売り）、アルファベット（米国、インタラクティブ・メディアおよびサービス）、エヌビディア（米国、半導体・半導体製造装置）、メタ・プラットフォームズ（米国、メディア・娯楽）、テスラ（米国、自動車・自動車部品）の7銘柄（通称「マグニフィセント7」）に代表されるハイテク銘柄が該当し、もう一方の極にあるのは、その他の全ての銘柄です。情報技術（IT）セクターの過去1年のリターンは+50%超と市場全体のリターンの倍以上であり、その結果、バリュエーションは極めて割高な水準にあるように思われます。ピクテのグローバル・モデルで計測しても、ITセクターは、全セクター中、最も割高です。マグニフィセント7の平均PERは29倍と、7銘柄を除いたS&P500種株価指数の18倍を大幅に上回ります。ただし、マグニフィセント7の株価はすでに大幅に上昇しましたが、株価上昇はしばらく続く可能性があると考えます。それは、今回の「市場の熱狂」には、ファンダメンタルズの裏付けがあるためです。直近の四半期決算の明確な牽引役は、人工知能（AI）の目覚ましい成長に支えられたハイテク銘柄です。S&P500種株価指数の構成銘柄のうち、ハイテク銘柄の89%がアナリスト予想を上回り、同指数の構成銘柄全体の平均（77%）を上回っています。ここで注目すべきは、ハイテク企業の将来の業績見通しが明るいことです。アナリストの業績予想を勘案すると、マグニフィセント7は、市場全体と比べて、著しく割高とはいえない状況をピクテのモデルは示唆しています。これらの点から、ITセクターと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。後者は、前者に類似した技術革新のトレンドの恩恵を享受できるうえにバリュエーション水準は比較的に魅力的です。ハイテク銘柄の市場占有率は、地域や国別のパフォーマンスにも影響を及ぼします。例えば、ITセクターとコミュニケーション・サービス・セクターがS&P500種株価指数の約38%を占めていることは、米国市場の下支え要因の1つになっているはずです。従って、米国株式は割高だと考える一方で、ハイテク企業の堅固なファンダメンタルズを勘案すると、米国株式のニュートラルを継続することが適当であると考えています。

これに対して、英国株式市場に占めるハイテク銘柄の比率が低いこと（IT銘柄および電気通信サービス銘柄がFTSE100指数に占める比率は僅か2%程度に留まります）が、英国株式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た1つ

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。
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。

の理由です。加えて、国内経済の低迷もその理由です。ピクテは、英国経済の2024年のGDP（国内総生産）成長率が前年比横ばいに留まるものと予想しています。また、企業業績の改善の勢いに欠ける状況が続いていることも懸念されます。

その他の市場では、日本市場とスイス市場のオーバーウェイトを継続します。日本市場については、企業のガバナンス改革等の構造的な要因の他、国内経済のデフレ脱却や円安の継続も国内経済や企業業績の追い風になっています。一方、スイス市場については、適正なバリュエーション水準で「高クオリティ」銘柄への投資が可能な点に注目しています。

その他の業種セクターでは、米国の堅調な個人消費やユーロ圏の消費回復の可能性を勘案し、一般消費財・サービス・セクターをニュートラルに引き上げ、生活必需品セクターをニュートラルに引き下げました。

■ 債券・為替

投資妙味が増す米国ハイイールド社債

米国経済が好調さを維持していることで、ハイイールド社債等、高リスク社債の投資妙味が増しています。米国経済の底堅さ、とりわけ、堅調な個人消費や企業の設備投資は、世界最大の経済大国において、いずれは減速を免れないにしても、経済の拡大が当面継続する可能性を示唆しているとみています。こうした状況は、米国ハイイールド社債にとって特に望ましい状況です。当該債券の利回りは米ドルベースで8%前後に達しており、アンダーウェイトを継続するならば、高利回り獲得の機会を逃してしまうことになりかねないとみています。米国ハイイールド社債の中でも、特に償還までの残存年数が少ない短期債の投資妙味が高いと考えます。これは、短期債が高い利回りを提供する一方で、借り換えリスク、信用リスクともに中長期債よりも低いとみているためです。しかし、懸念すべき点もあります。企業が11月の米大統領選まで投資を控えるならば、景況が悪化する可能性があるからです。こうした状況を勘案し、アンダーウェイトとしていた米国ハイイールド社債の引き上げには慎重を期すこととし、オーバーウェイトとはせず、ニュートラルに留めました。

米国国債はオーバーウェイトを継続します。米国国債のバリュエーションは、海外投資家の旺盛な需要にもかかわらず、適正水準に留まっています。米国10年国債利回りは、ピクテのモデルが予測する年末時点の適正水準（3.9%）を40ベーシスポイント（0.4%）程度上回っており、2024年のトータル・リターンは7-8%に達することが予想されます。サービス・セクターの根強い価格上昇圧力を勘案すると、米物価連動国債（TIPS）も投資妙味が高いように思われます。

英国国債も魅力があると考えます。インフレの鈍化と経済の減速を背景に、イングランド銀行が、今後数ヵ月のうちにも、他の中央銀行に先駆けて利下げに転じる可能性があるとみているからです。

現地通貨建て新興国債券（除く中国）のオーバーウェイトも継続します。FRBが利下げを開始すれば、新興国では、金融緩和継続の余地が増すと考えます。経済成長により新興国通貨の増価も期待されます。ピクテのモデルでは適正水準を20%下回る新興国通貨も散見されます。

スイス国債と日本国債のアンダーウェイトを継続します。日銀は今後数ヵ月のうちにも利上げに踏み切る態勢を整えているとみており、スイス国立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、両市場は、先進国の多くの中銀が利下げを開始しようとする局面で、他の国債に劣後する公算が大きいと考えます。

通貨では、米ドルにやや弱気の資産配分を維持しています。一方、世界的な景気減速のヘッジ手段として、安全資産とされる円のオーバーウェイト

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。

を継続しています。その他では、金利低下や米ドル安の恩恵を受けることが予想される金のオーバーウェイトを継続します。

■グローバル市場概況

日本株式とハイテク銘柄が上昇相場を牽引

2024年2月の金融市場では、軟調な債券市場に対し、株式市場は堅調な展開となりました。予想を上回る強いインフレ指標を受けて、債券市場が動揺する一方で、株式市場は好調な四半期決算を好感して上昇しました。MSCI世界株価指数の月間リターンは現地通貨ベースで約+5%となった一方、米国およびユーロ圏の国債のリターンは約-1%でした。

最も好調だったのは日本株式です。日経平均株価が、1989年に付けた高値を更新し、年初来リターンが17%に達した一方で、東証株価指数(TOPIX)も約1年半ぶりに高値を更新しました。ここ数ヵ月の間、日本の株式市場が海外投資家の注目を集めている理由には、企業のガバナンス改革の継続や輸出企業の利益を押し上げる円安の継続などが挙げられます。また日本市場への資金流入が増加を続ける理由には、米中間の地政学的緊張や、不動産不況に起因する中国の株安等を背景とした中国から日本への資金シフトの動きも挙げられます。

セクター別では、ITセクターが注目を集めました。ハイテク銘柄の組入比率が高いナスダック総合指数は、月内最終取引日に史上最高値を更新しました。ハイテク企業を代表する多くの企業の四半期決算が事前予想を上回ったことから、投資家の買いが市場を押し上げました。画像処理半導体(GPU)最大手のエヌビディアは、旺盛なAI需要を受け、同社の売上が前年同期比で+250%超となったことを発表しています。

債券市場は月間で下落しました。想定以上に根強いインフレ圧力を示唆する物価指標により、中央銀行が当面は利下げを控える公算が大きいとみています。米国の10年国債利回りは、月内に約30ベーシスポイント(0.3%)上昇して4.25%で月末を迎えました。米国の投資適格社債についてもベース金利が上昇したことでマイナス・リターンとなりましたが、社債発行が増加したにもかかわらず、底堅い推移となりました。ブルームバーグのデータによれば、新発債の月間発行額は1,750億米ドル、年初来のネットの累計発行額は1,900億米ドルとなり、約7年ぶりの高水準となりました。

※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（2024年2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	38,996	38,150	37,690	+2.2%	+3.5%
(米)ナスダック総合指数	16,092	15,164	15,011	+6.1%	+7.2%
(日)TOPIX	2,676	2,551	2,366	+4.9%	+13.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,878	4,648	4,522	+4.9%	+7.9%
(英)FTSE100指数	7,630	7,631	7,733	-0.0%	-1.3%
(中国)上海総合指数	3,015	2,789	2,975	+8.1%	+1.4%
(香港)ハンセン指数	16,511	15,485	17,047	+6.6%	-3.1%
(ブラジル)ボベスパ指数	129,020	127,752	134,185	+1.0%	-3.8%
(インド)SENSEX30指数	72,500	71,752	72,240	+1.0%	+0.4%
(ロシア)RTS指数	1,127	1,126	1,083	+0.2%	+4.0%

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	150.67	147.55	141.83	+2.1%	+6.2%
ユーロ	163.25	159.97	157.12	+2.1%	+3.9%
英ポンド	190.75	187.33	180.68	+1.8%	+5.6%
スイスフラン	171.47	171.17	168.24	+0.2%	+1.9%
豪ドル	97.88	97.16	96.94	+0.7%	+1.0%
加ドル	110.89	110.06	107.24	+0.8%	+3.4%
中国元※	20.81	20.36	19.88	+2.2%	+4.7%
ブラジルレアル※	30.12	29.58	29.02	+1.8%	+3.8%
インドルピー	1.83	1.79	1.72	+2.2%	+6.4%
ロシアルーブル	1.65	1.65	1.61	±0%	+2.5%
タイバーツ	4.19	4.18	4.13	+0.2%	+1.5%
南アフリカランド	7.81	7.85	7.62	-0.5%	+2.5%

（※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	4.26%	3.95%	3.87%	+0.31%	+0.39%
日10年国債利回り	0.71%	0.71%	0.62%	+0.00%	+0.09%
独10年国債利回り	2.38%	2.13%	2.00%	+0.26%	+0.38%
豪10年国債利回り	4.15%	4.05%	3.96%	+0.10%	+0.19%
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)	79.22	76.28	71.89	+3.9%	+10.2%
金(1オンス、ドル)	2,045.45	2,048.35	2,065.45	-0.1%	-1.0%

※ 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 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・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