



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

欧州の株式に明るい兆し

■ グローバル資産クラス

企業収益改善の勢いは維持されており、バリュエーション(投資価値評価)の観点で魅力が増しつつあるように思われる地域や業種セクターが散見されます。また、テクニカル分析によると足元にかけて投資家の株式に対する強気の度合いが薄れており、株価の上昇余地が増したと考えています。こうした状況を勘案し、株式のオーバーウェイト、債券のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)、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

ユーロ圏株式をオーバーウェイトに引き上げます。域内の経済情勢が好転しており、早期の利下げの公算も大きいことから恩恵が期待されます。また同様に早期利下げへの期待などから英国株式についてもニュートラルに引き上げます。

■ 株式:業種別

企業決算においてデータ・インフラ関連の設備投資の拡大が示唆される事例が目立つことから、人工知能(AI)等の長期成長テーマに関連性が高い情報技術セクターや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。

■ 債券・為替

米国では根強いインフレによって、米連邦準備制度理事会(FRB)が2024年後半まで、FF金利を現行水準に据え置かざるを得ない可能性が示唆されており、米ドルの下支え要因となっています。これを受けて、現地通貨建て新興国債券(除く中国)をニュートラルに引き下げました。また、通貨ではスイスフランをアンダーウェイトに引き下げるほか、金(ゴールド)についても割高なバリュエーションを考慮してニュートラルに引き下げます。

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	◀
		中国元	

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

欧州の株式に明るい兆し

2024年4月は、リスク資産にとって厳しい月となりましたが、先行きは明るいと考えます。バリュエーションの観点で魅力が増しつつあるように思われる地域や業種セクターが足元で散見されます。また、テクニカル分析によると投資家の株式に対する強気の度合いが薄れており、株価の上昇余地が増したと考えています。経済情勢が好転しており、利下げの公算も大きいことから、特に欧州に注目しています。また企業収益改善の勢いも維持されています。こうした状況を勘案し、株式のオーバーウェイト、債券のニュートラル、キャッシュのアンダーウェイトを継続します。

ピクテの景気循環指標は、ユーロ圏、英国ともに改善しています。ピクテは、ユーロ圏のGDP(国内総生産)成長率が2024年末までに年率1%を上回り、潜在成長率に達する公算が大きいとみています。域内の経済活動が、逼迫した労働市場と賃金上昇によって支えられている他、交易条件の改善が輸出の追い風になっています。同時に、インフレ動向は米国よりも安定しており、欧州中央銀行(ECB)による6月の利下げを可能にするものとみています。イングランド銀行(英国の中央銀行)も6月に利下げを行う公算が大きいと考えます。テイラー・ルールを考え方を元にピクテが改良を加えたモデルによると、同行の金融政策においては、十分な緩和余地があり、2024年内に4回から5回の利下げの余地があることが示唆されています。利下げは、景気後退(リセッション)局面を脱したと思われる英国経済にとって、一段の追い風となるはずです。対照的に、米国では、早くとも9月まで、利下げが後ずれする公算が大きいとみています。インフレ指標の中身を見ると強弱まちまちの内容であり、食料品やエネルギーなどの変動の激しい品目を除いたコア財(モノ)価格の上昇が鈍化する一方で、コア・サービス価格は高止まりの

状況が続いています。特に2024年3月のコア・サービス部門のうち、家賃を除いた品目のインフレ率は前年同月比で約+6%に達しています。こうした状況は、米国のGDP成長率の軌道にも反映され、サービス・セクターが国内経済の堅調さを支える一方で、その他の多くのセクターは弱弱しく、経済拡大後期の局面によく見られる特徴を示しています(例えば、2024年3月の小売売上高の前月比の伸び率は2月とほぼ同程度でしたが、同1-3月期のモノの消費は前期比でマイナスとなっています)。家計の可処分所得に占める貯蓄率は、足元で約3.5%と、過去平均の約7%を大きく下回っていますが、今後、家計が貯蓄を正常な水準に向けて増やし始めた場合には、足元のサービス消費の旺盛さが衰えてくる可能性が高いと考えます。また、コロナ禍の景気刺激策の余波で積み上がった余剰貯蓄は4月末にも底を付いている可能性があると考えています。

ピクテの流動性指標は、世界のリスク資産に対して、総じて中立の見方を示唆しています。中央銀行の利下げ観測が大きく後退する状況は、米国で最も顕著です。欧州の商業銀行は融資を拡大する意向があるとみていますが、利下げの実施がなければ民間セクターの借り入れ需要が上向く公算は小さいと考えます。一方で中国の流動性環境は対照的で、中長期的なデレバレッジ(債務削減)による影響を、控えめな金融緩和によって一部相殺しています。中国では、経済を「氾濫」させず、「灌漑」を行うように控えめな金融緩和策を継続するものと思われます。

ピクテのバリュエーション指標は、世界株式が過去20年との比較では割高ながらも、僅かに投資妙味を増しつつあることを示唆しています。また、先進国では企業業績の成長の勢いが失われていません。ピクテのモデルは、ユーロ圏、英国、スイスがいずれも割安な水準に留まっていることを示唆しており、当該地域に対する投資判断と整合しています。債券市場では、短期金利が直近のサ

イクルのピーク近辺に戻っていることから、米国国債の投資妙味がとりわけ大きいように思われます。一方、金価格はインフレ圧力の鈍化と経済の先行きの改善を勘案すると、足元の割高なバリュエーションを正当化するのは難しいと考えます。

ピクテのテクニカル指標は、金に警告を発しています。金は買いのポジションが積み上がっており、短期的に買われ過ぎの水準にあるとみています。また、投資家に対するアンケート調査の結果によると、金を買われ過ぎだと考える投資家の比率が2020年8月以降で最も高いことが示されています。一方、株式に対して、株価が幾分調整したことから、強気の見方に転じ始めています。投資家の株式ポジションは強気の見方が薄れつつあり、株価の上昇余地が増している状況を示唆しています。幅広い産業や業種セクターで株価の上昇が見られることも明るい兆しです。株価上昇が一部の銘柄に集中する状況が是正されており、それらの銘柄の急落につられる形で株式市場が大幅下落するリスクが軽減されているとみています。

■ 地域別・業種別の株式市場

欧州株式の投資判断を上方修正

ユーロ圏株式の投資妙味が増しつつあるとみています。良好な経済環境と利下げ観測を背景に、企業業績が市場の期待以上に改善する可能性が根拠となっています。購買担当者景気指数(PMI)で測った経済活動の加速は、アナリストの12ヵ月先利益予想の上方修正を伴うのが通例です。ピクテでは、2024年のユーロ圏企業一株当たり利益成長率を+4%超と予想しており、アナリストのコンセンサス予想の+3.1%を上回ります。これらを踏まえ、ユーロ圏株式の投資判断をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。英国株式についてもアンダーウェイトからニュートラ

ルに引き上げました。英国株式の業績見通しはイングランド銀行による利下げ観測を受けて明るいと考えています。また、英国株式市場は鉱業やエネルギー等、景気敏感銘柄の比率が高いことも好材料です。一方で、収益力や成長性が高く、財務基盤が健全な「高クオリティ」銘柄の構成比率が特に高いスイス株式のオーバーウェイトを継続します。同市場の年初来リターンが約+6%と期待外れな水準に留まっているのは、同市場の時価総額のほぼ半分を占める3銘柄(ネスレ(食品)、ノバルティス(医薬品)およびロシュ(医薬品))が昨年末から約10%下落しているためです。これら3銘柄を除いた、時価総額加重ベースでみると、同市場は、2023年10月の安値から約25%上昇しています。また、スイス国立銀行(中央銀行、SNB)が他の中央銀行に先駆けて利下げを実施したことも、国内経済を支える材料になると考えます。日本株式のオーバーウェイトも継続します。同市場は、好調な企業業績や企業のガバナンス改革の進展を根拠に、ピクテが最も確信を強めている市場の一つです。米国株式はニュートラルを継続します。世界最大の株式市場である米国市場は、バリュエーションが際立って割高であり、根強いインフレがFRBによる利下げの開始時期を後ずれさせる公算が高いとみています。米国株式のリスク・プレミアム(無リスク資産に対する株式の期待超過収益率)は、長期平均の約3.3%を遥かに下回っており、米国債券を上回るリターンを実現する可能性は低いと考えています。とはいえ、米国株式のアンダーウェイトへの引き下げは一旦見送る考えです。米国株式市場には力強い成長を続ける世界有数の情報技術(IT)銘柄やコミュニケーション・サービス銘柄が上場されています。米国の巨大ハイテク大手7銘柄「マグニフィセント7(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))」の直近の四半期決算は、アルファベットとマイクロソフトが堅調な一方、メタとテスラは期待外れと強弱まちまちな内容でしたが、当該7銘柄が米国株式市場の利益成長を牽引する公算が大きいとの見方は変わりません。また企業決算においてデータ・インフラ関連の設備投資の拡大が示唆される事例が目立つことから、AI等の長期成長テーマが同市場の支援要因になるものと考えています。

■ 債券・為替

金の投資判断は下方修正

債券の投資判断はニュートラルを継続していますが、各国のインフレ動向が僅かながら乖離し始めており、米ドルの動向が各債券セクターの先行きを左右するものと考えます。米国では根強いインフレによって、FRBが2024年後半まで、FF金利を現行水準に据え置かざるを得ない可能性が示唆されており、米ドルの下支え要因となっています。これを受けて、現地通貨建て新興国債券(除く中国)をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。当該債券利回りは足元で、過去10年平均の約4.6%に対して約6.6%と魅力的でありながら、底堅い米国経済が新興国経済の優位性を失わせているとみています。一方で、短期国債利回りが今回の景気循環のピーク近辺に上昇しており、バリュエーションの観点から米国国債の投資妙味は増しているとみています。オーバーウェイトとしている米国物価連動国債(TIPs)は、とりわけ、魅力的です。TIPsの実質債券利回りは約2.2%と、グローバル金融危機以降で初めて、実質GDP成長率の長期移動平均である約2.3%にほぼ並んでいます。

一方、英国ではデイスインフレのトレンドが確立されつつあるとみており、英国国債のオーバーウェイトを継続します。その他、緩和的な金融政策を継続する日本と3月に利下げに踏み切ったスイスの国債はバリュエーションの観点などから投資妙味に欠けるとみており、アンダーウェイトを継続します。社債セクターでは、穏やかな経済成長の恩恵が期待される米国投資適格社債のオーバーウェイトを継続します。また、償還までの年限が短いハイイールド社債については、特に投資妙味があると考えています。

金については、長期投資の魅力も認識しつつも、短期的な観点から投資判断をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げました。新興国の一部の中央銀行による旺盛な需要が金価格を下支えしているものの、バリュエーションは買われ過ぎの水準にあると考えています。従って、価格が調整した際の買いの好機を待って、投資を再開したいと考えています。

通貨では、スイスフランをアンダーウェイトに引き下げました。FRBは、当面は利下げに踏み切らず、様子見に徹することが予想されることから、米ドルの上昇に備えることが賢明と考えています。SNBは既に利下げに転じており、スイスフランが対米ドルで売られる展開が十分に予想されます。

■グローバル市場概況

インフレ懸念を嫌気した主要株式市場の下落

2024年4月の金融市場では、米国のインフレ率の上昇に動揺した投資家が、FRBによる利下げの開始時期について再考を迫られました。中国を起点とするデフインフレ圧力が一因となってモノの価格は落ち着きを見せたものの、賃金上昇率は極めて高く、サービス部門のインフレや住宅市場の底堅さが際立ちました。また、中東を巡る地政学リスクの高まりを受けて原油価格が上昇しました。米国株式は、インフレ再燃を巡る懸念が下押し圧力となり、月間リターンは約-4%と軟調な展開となりました。一方、米国国債利回りは、短期債を中心に上昇(債券価格は下落)し、米国国債の月間リターンは約-2%でした。米国金利の高止まり観測を受け、米ドルは先進国および新興国のほぼ全ての通貨に対して上昇しました。金は年初から大きく上昇していたものの、当月は失速し、月間リターンは僅かなプラスに留まりました。

米国株式の下げが他国にも波及し、ユーロ圏株式の月間リターンが約-1%、スイス株式が約-2.5%、日本株式が約-1%と、いずれもマイナスに沈む中、英国株式は約+3%と堅調さが際立ちました。相対的な割安感に加えて、国内のインフレ鈍化と景気減速を背景に、利下げ期待が強まったことなども英国株式を下支えしました。アジアの新興国株式も、中国経済の回復期待を受けて約+2%と堅調でした。業種別では、エネルギー・セクターの月間リターンが約+1%と堅調だった一方で、不動産セクターが金利の高止まり懸念を受けて約-6%超、ITセクターが利益確定売りに押されて約-5%超と軟調でした。

世界の国債市場は、米国国債の下落に連れる形で、月間リターンは-1%から-3%程度と、幅広く売られました。社債市場も株式市場に連れ安となり、米国投資適格社債は約-2%超でした。

※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4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	37,816	39,807	37,690	-5.0%	+0.3%
(米)ナスダック総合指数	15,658	16,379	15,011	-4.4%	+4.3%
(日)TOPIX	2,743	2,769	2,366	-0.9%	+15.9%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,921	5,083	4,522	-3.2%	+8.8%
(英)FTSE100指数	8,144	7,953	7,733	+2.4%	+5.3%
(中国)上海総合指数	3,105	3,041	2,975	+2.1%	+4.4%
(香港)ハンセン指数	17,763	16,541	17,047	+7.4%	+4.2%
(ブラジル)ボベスパ指数	125,924	128,106	134,185	-1.7%	-6.2%
(インド)SENSEX30指数	74,483	73,651	72,240	+1.1%	+3.1%
(ロシア)RTS指数	1,175	1,137	1,083	+3.3%	+8.4%

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	156.90	151.41	141.83	+3.6%	+10.6%
ユーロ	168.12	163.24	157.12	+3.0%	+7.0%
英ポンド	197.02	191.22	180.68	+3.0%	+9.0%
スイスフラン	172.17	167.92	168.24	+2.5%	+2.3%
豪ドル	102.96	98.61	96.94	+4.4%	+6.2%
加ドル	114.77	111.81	107.24	+2.6%	+7.0%
中国元*	21.73	20.94	19.88	+3.8%	+9.3%
ブラジルリアル*	30.36	30.24	29.02	+0.4%	+4.6%
インドルピー	1.89	1.83	1.72	+3.3%	+9.9%
ロシアルーブル	1.69	1.64	1.61	+3.0%	+5.0%
タイバーツ	4.24	4.16	4.13	+1.9%	+2.7%
南アフリカランド	8.41	7.99	7.62	+5.3%	+10.4%

(※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	4.68%	4.21%	3.87%	+0.47%	+0.81%
日10年国債利回り	0.85%	0.72%	0.62%	+0.13%	+0.23%
独10年国債利回り	2.56%	2.27%	2.00%	+0.29%	+0.56%
豪10年国債利回り	4.42%	3.98%	3.96%	+0.44%	+0.46%
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)	83.49	83.96	71.89	-0.6%	+16.1%
金(1オンス、ドル)	2,296.49	2,214.30	2,065.45	+3.7%	+11.2%

※ 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3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