



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

株式に強気の姿勢を維持

■ グローバル資産クラス

根強いインフレへの懸念は徐々に後退しており、経済の先行きは明るいとの見方が株式市場を支えています。株式投資家の買いポジションが極めて強気の領域にあること等に留意が必要ですが、総合的に勘案すれば今のところは株式のオーバーウェイトを維持するのが適切と考えます。また、債券のニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)とキャッシュのアンダーウェイトも継続します。

■ 株式:地域別・スタイル別

バリュエーションが魅力的な水準にあり、域内の経済情勢が好転しているユーロ圏と、主要な株価指標においてピクテが選好する「高クオリティ」銘柄の比率が高いスイス、企業のガバナンス改革の進展や緩和的な金融政策の継続などが見込まれる日本のオーバーウェイトを継続します。

■ 株式:業種別

半導体企業を中心に業績の伸びの勢いが衰えていない一方で、年初来リターンが約+26%に達しており、バリュエーション面での割高感が際立っていることから、情報技術(IT)セクターをニュートラルに引き下げました。

■ 債券・為替

英国では総選挙で労働党が政権を奪還し、財政を巡る不透明感が高まるとみて英国国債を(総選挙に先んじて)ニュートラルに引き下げました。ゴールドをオーバーウェイトに引き上げました。テクニカル面で過熱感が薄れているように思われるほか、米欧で財政拡張に傾く政権が誕生した際に上昇する公算が大きいと考えます。通貨では円をニュートラルに引き下げました。日銀は、国内経済がデフレに逆戻りしないことを確認したいとしており、金融引き締めを消極的とみています。

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	▶
		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

株式市場を取り巻く環境は、引き続き良好

過去8か月間で約28%上昇した世界の株式市場がどこまで上昇出来るかが投資家の関心を集めています。根強いインフレが続くと懸念は徐々に後退しており、経済の先行きは明るいとの見方が株式市場を支えています。一方、こうした良好なファンダメンタルズの効果を相殺しかねないのが、2つの気掛かりな動向です。一つは、欧州の緊迫した政局です。フランスでは、国民議会選挙の(2回の投票のうちの)1回目の投票で極右政党が圧勝、2回目の投票では左派連合が最大勢力となったものの、単独で過半数の議席を握る勢力がないことから、構造改革の合意が難しくなるといった懸念や政治的不透明感の高まりが懸念されます。もう一つは、ピクテの指標も示唆する通り、株式投資家の買いポジションが極めて強気の領域にあることです。しかしながら、総合的に勘案すれば今のところは株式のオーバーウェイトを維持するのが適切と考えます。債券のニュートラルと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、リスク資産に対する強気の見方を引き続き示唆しています。景気の先行きが最も明るいのは、資源価格の上昇と世界貿易の改善の恩恵を受ける新興国市場です。ピクテの景気先行指標は、ユーロ圏経済の回復基調とインフレの鈍化を示唆しています。欧州中央銀行(ECB)が段階的な利下げを進めるものと思われることから、足元のトレンドの継続が予想されます。米国では、景気減速を示唆する指標の発表が続いています。ピクテは、消費と住宅投資の伸び悩みを受け、米国のGDP(国内総生産)成長率が、2024年末までに潜在成長率のほぼ半分の1%前後まで低下するものとみています。

ピクテの流動性指標は、リスク資産に対して中立の見方を示唆しています。ピクテがモニターしてい

る世界の中央銀行の金融政策の方向性はおよそ半数が金利を据え置き、37%が金融緩和、(日本を含む)13%が金融引き締めとなっています。金融緩和を進める中銀の割合がここから増え続けることで、景況の改善につながる可能性があると考えます。ピクテの分析によると、利下げを実施してから約9か月遅れて景気先行指標が上昇し始める傾向があることから、流動性の状況は、総じて株式をオーバーウェイトとするピクテの投資判断をサポートする内容と考えます。

ピクテのバリュエーション・モデルは米国よりも欧州の株式に強気の見方を示唆しています。米国株式が最も割高であるのに対し、欧州株式は2番目に割安な市場となっているからです。また、モデルが分析する資産クラスのほぼ80%がトレンドラインを上回って推移していますが、こうした状況は過去10年間で僅か3回しか起こっていません。このことは、恐らく、投資家が金融市場に慢心している度合いが強いことを示唆しているものと思われます。また、それが崩れた際のリスクを警戒し、スイスフラン、金、米国国債等の「安全資産」を保有しておくことが有効となる可能性も考えられます。

ピクテのテクニカル指標は、株価上昇の勢いが衰えていないこと、また、株式市場は買われ過ぎの水準にはまだ至っていないことを示唆しています。株式市場には、足元、目立った季節要因がない中、過去4週間で約440億米ドルと、引き続き潤沢な資金が流入しています。

■ 地域別・業種別の株式市場

ITセクターの投資判断をニュートラルに引き下げ

総じて堅調な企業業績を裏付けとして株式全体の投資判断についてはオーバーウェイトを維持する一方で、市場の上昇が一部の銘柄に集中する足元の状況を警戒しています。S&P500種株価指数の時価総額は、2024年年初以降、約5.8兆米ドル増加していますが、その31%程度に相当する約1.8兆米ドルが、半導体大手エヌビディア1銘柄に因るものです。また、エヌビディアの年初来の株価騰落率は約150%に達しています。こうした状況は、株式市場、とりわけ、ITセクターの先行きを懸念させます。ITセクターは、2024年6月の月間リターンが+約9%、年初来リターンが+約26%に達していることから、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。ピクテのモデルも、同セクターの割高感を示唆していますが、アンダーウェイトまでは引き下げない根拠は、半導体銘柄が牽引しているとはいえ、企業業績の伸びの勢いが衰えていない点です。また、米連邦準備制度理事会(FRB)が、市場の予想に先んじて利下げを行うことが適切だと考えた場合には、半導体銘柄が急騰する可能性が否めないことです。

公益セクターのオーバーウェイトも継続します。同セクターは、景気変動の影響に左右され難いというディフェンシブな特性と、魅力的なバリュエーション水準で安定した業績をあげていることから、消費の鈍化が主導する景気減速の兆しが現れ始めた局面で比較的堅調に推移する可能性があるかとみています。同様に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を継続します。業績が堅調なことに加えて、自社株買いが市場平均を上回るペースで続く数少ないセクターの一つだからです。一方、不動産セクターはアンダーウェイトを継続します。金利の高止まりが業績を下押しする状況が続き、アナリストによる業績見通しの

下方修正が相次いでいます。

地域市場については、ユーロ圏、スイス、日本のオーバーウェイトを継続します。ユーロ圏市場は、フランス国民議会選挙の初回投票の結果が嫌気され、スイスと日本に出遅れました。財政悪化の可能性や、勢いを増す極右政党の躍進によって欧州の結束が揺らぐ可能性が懸念されたためです。こうした状況にもかかわらず、ユーロ圏のオーバーウェイトを継続しているのは、バリュエーションが魅力的な水準でかつ、景気回復が続いているためです。スイス株式市場は、堅調な業績、魅力的なバリュエーション、(収益力や成長性が高く、経営破綻のリスクが低い)「高くオリティ」銘柄が多数上場されていることなどの恩恵を享受しています。一方、日本の株式市場については、構造改革の進展が注目されます。企業のガバナンス改革の進展に加えて、緩和的な金融政策と円安の継続による恩恵が大きいと考えます。勢いが衰えつつあるとはいえ、企業業績予想の上方修正も続いています。従って、日本株式のオーバーウェイトを継続します。

■ 債券・為替

ゴールドをオーバーウェイトに引き上げ、英国国債はニュートラルに引き下げ

政治リスクが、インフレ鈍化を示唆する指標の効果を損なうことが懸念されます。米国では11月の大統領選の結果、トランプ政権誕生の可能性が否めません。英国では総選挙で労働党が政権を奪還、フランスでは極右政党が躍進する状況下、財政を巡る不透明感が懸念材料になるとの見方から、英国国債を（総選挙に先んじて）オーバーウェイトからニュートラルに引き下げ、リスクを削減しました。昨年ほどではないにしても、バリュエーションが魅力的な水準に留まり、（英国の中央銀行である）イングランド銀行が、インフレの鈍化を示唆する指標を受けて（金融緩和に前向きな）ハト派的姿勢を強めるのではとの期待が市場で高まっていることは確かですが、就任直後にトラス元首相が発表した無謀な財政拡張策が引き金となって金融市場の混乱を招いたことは記憶に新しく、当面は警戒が必要と考えています。フランスでは、議会選挙で過半数の議席を獲得した勢力がないことから、ECBの金融緩和が頓挫する公算は小さいと思われるものの、ユーロ圏債券もニュートラルを継続します。米国国債、とりわけ、物価連動国債(TIPs)には、投資妙味があると考えます。最新のインフレ指標は、ディスインフレ基調が続いていることを示唆していますが、長期のインフレ期待も定着しています。スイス国債は、バリュエーション面で割高感が強いことから、アンダーウェイトを継続します。

社債セクターでは、米国投資適格社債のオーバーウェイトを継続します。堅調な企業業績やFRBの年内利下げ観測を勘案すると、投資妙味が高いと考えるからです。米国投資適格社債には、米国株式の場合と同様、良好な経済状況が追い風になっていることに加えて、極めて高水準の利回りが市場の下支え要因となっています。

通貨では、円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。円とその他先進国通貨間の金利格差が大きいことから、円建てポジションの為替ヘッジコストが上昇しています。日銀は、国内経済がデフレに逆戻りしないことを確認したいとしており、金融引き締めに消極的とみています。円が反発するきっかけとして可能性が最も高いのは、米国経済の明確な減速あるいはグローバル金融危機の再燃の兆しが現れることです。そうした状況では、日本やスイス等の対外債権国に資金が逃避する傾向があるからです。

ゴールドは、ニュートラルからオーバーウェイトに引き上げました。テクニカル面では過熱感が薄れているように思われるほか、米国や欧州などで財政拡張に傾くポピュリスト政権が誕生した際には価格が上昇する公算が大きいと考えます。

■ グローバル市場概況

政局を巡る不透明感が欧州市場の混乱を招く

2024年6月の金融市場では、株式が債券を上回るリターンをあげました。2024年内の利下げ開始の可能性が損なわれていないことを示唆するインフレ指標の発表が相次ぎ、米国経済の軟着陸(ソフトランディング)の公算が大きいとの見方が強まったためです。米国株式市場は、大手ハイテク銘柄が上昇相場を主導し、他の先進国市場を上回るリターンとなりました。ITセクターの月間リターンは+約9%、年初来リターンは+約26%に達しました。また、エヌビディア(米国、情報技術)、アルファベット(米国、コミュニケーション・サービス)、マイクロソフト(米国、情報技術)、メタ・プラットフォームズ(米国、コミュニケーション・サービス)、アマゾン・ドット・コム(米国、一般消費財・サービス)の5銘柄だけで、S&P500種株価指数の年初来の上昇率(+約15%)の半分強に寄与しました。日本株式の月間リターンは+約1%強となりました。

企業ガバナンス改革の進展に加えて、緩和的な金融政策と円安が資金の流入を促しました。一方、ユーロ圏、英国、スイスの株式市場は下落しました。経済の低迷と政局を巡る不透明感が、投資家心理を冷え込ませました。

政局の影響は、債券市場に特に顕著に現れました。フランスのマクロン大統領が、国民議会解散と総選挙の実施を決定したことが市場の混乱を招きました。極右政党勝利の可能性が増したことで同国の財政収支の悪化が懸念された結果、フランス国債のドイツ国債に対する利回り格差（スプレッド）は2017年以来の水準に拡大しました。もっとも、グローバル債券（国債）市場は、小幅に上昇して月末を迎えました。スイス国立銀行（中央銀行）が2024年3月に続いて2会合連続の利下げを実施すると同時に、今後の追加利下げを示唆したことから、スイス国債の月間リターンは+約3%となりました。また、米国国債はインフレ鈍化を示唆する指標の発表を受け、9月にも25ベーシスポイント（0.25%）の利下げが実施されるとの見方が強まったことなどから、月間リターンは+約1%となりました。一方、現地通貨建て新興国国債の月間リターンは、米ドル高が嫌気されたことなどから約-1%となりました。米、欧の社債の月間リターンは小幅なプラスとなりました。

※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6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	39,119	38,686	37,690	+1.1%	+3.8%
(米)ナスダック総合指数	17,733	16,735	15,011	+6.0%	+18.1%
(日)TOPIX	2,810	2,772	2,366	+1.3%	+18.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,894	4,984	4,522	-1.8%	+8.2%
(英)FTSE100指数	8,164	8,275	7,733	-1.3%	+5.6%
(中国)上海総合指数	2,967	3,087	2,975	-3.9%	-0.3%
(香港)ハンセン指数	17,719	18,080	17,047	-2.0%	+3.9%
(ブラジル)ボベスバ指数	123,907	122,098	134,185	+1.5%	-7.7%
(インド)SENSEX30指数	79,033	73,961	72,240	+6.9%	+9.4%
(ロシア)RTS指数	1,137	1,126	1,083	+1.0%	+5.0%

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	161.07	156.74	141.83	+2.8%	+13.6%
ユーロ	172.33	169.78	157.12	+1.5%	+9.7%
英ポンド	203.48	199.61	180.68	+1.9%	+12.6%
スイスフラン	179.07	173.60	168.24	+3.2%	+6.4%
豪ドル	107.00	104.01	96.94	+2.9%	+10.4%
加ドル	117.42	114.55	107.24	+2.5%	+9.5%
中国元 [※]	22.14	21.69	19.88	+2.1%	+11.4%
ブラジルリアル [※]	28.96	29.90	29.02	-3.1%	-0.2%
インドルピー	1.94	1.89	1.72	+2.6%	+12.8%
ロシアルーブル	1.90	1.74	1.61	+9.2%	+18.0%
タイバーツ	4.36	4.27	4.13	+2.1%	+5.6%
南アフリカランド	8.72	8.38	7.62	+4.1%	+14.4%

(※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	4.37%	4.49%	3.87%	-0.12%	+0.51%
日10年国債利回り	1.03%	1.06%	0.62%	-0.03%	+0.41%
独10年国債利回り	2.46%	2.63%	2.00%	-0.17%	+0.46%
豪10年国債利回り	4.34%	4.41%	3.96%	-0.07%	+0.38%
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)	0.00%~0.10%	0.00%~0.10%	-0.10%	±0%	+0.10%~+0.20%
欧政策金利(リファイナンス金利)	4.25%	4.50%	4.50%	-0.25%	-0.25%

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)	82.83	77.97	71.89	+6.2%	+15.2%
金(1オンス、ドル)	2,326.30	2,330.65	2,065.45	-0.2%	+12.6%

※ 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のデータを基にピクテ・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6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