

株式の投資判断を中立化

■ グローバル資産クラス

経済成長の減速や企業収益の悪化、米大統領選を巡る不透明感等を勘案し、株式をニュートラル（ベンチマークと同じ投資比率）に引き下げ、キャッシュをニュートラルに引き上げました。米国株式の割高感が強いことも、株式の投資判断引き下げの根拠の一つとなりました。一方で世界経済は景気後退入りを回避しつつ、軟着陸する公算が大きいとの見方から、債券のニュートラルを継続します。

■ 株式：地域別・スタイル別

バリュエーションは魅力的な水準にあるものの、域内の経済指標や企業業績に力強さが見られないことやフランスなどの国で政局の不透明感が高まっていることなどから、ユーロ圏をニュートラルに引き下げました。

■ 株式：業種別

公益のオーバーウェイトを継続します。景気減速の兆しが現れ始めていることから、ディフェンシブな特性や、安定した業績見通し、割安なバリュエーション等が特に魅力的と考えています。

■ 債券・為替

企業業績の先行きに対する楽観的な見方が後退しつつあることやスプレッド（国債に対する上乗せ金利）の水準が低位なことから、米国投資適格社債の投資判断をニュートラルに引き下げます。通貨では、スイスフランのアンダーウェイトを継続します。スイス国立銀行（中央銀行、SNB）は、フランスの政局の混迷などを背景とした、投資家によるリスク回避の動きに伴う資金流入による影響を相殺するため、ハト派的姿勢（金融緩和に前向きな姿勢）を維持するものとみています。

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

株式の投資判断を引き下げ

経済成長の減速や企業収益の悪化、米大統領選を巡る不透明感等を勘案し、株式の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。世界の株価指数において存在感が大きい米国株式市場の割高感が強いことも、判断の根拠の一つとなりました。一方、キャッシュをアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。また、世界経済は景気後退(リセッション)入りを回避しつつ、軟着陸(ソフトランディング)する公算が大きいとの見方から、債券のニュートラルを継続します。先月の資産配分の見直し時には、業種セクター中、最も大きく株価が調整する公算が大きいとみていた情報技術(IT)セクターをニュートラルに引き下げましたが、今回は株式全体の投資判断を引き下げたことで、ポートフォリオのリスクを更に軽減することとなりました。特に米国では、景気減速を警告する経済指標に逆らうように上昇を続けていた株式について、含み益を一部確定させるべきタイミングと考えたことも、株式の投資判断を引き下げた一因です。シティ・グループ算出の「エコノミック・サプライズ指数」(主要経済指標の予測値に対する実績値の上振れあるいは下振れの度合いを表す指数)が低下基調にあることも、株式市場の調整局面が訪れる可能性を示唆していると考えます。

世界の株式市場は、2023年の2桁%台のリターンに続き、2024年も年初来で+約15%と好調に推移していますが、市場の上昇をこれまで牽引してきたのは、米国の巨大ハイテク銘柄を中心とした、ごく一部の銘柄でした。もともと、足元では関税引き上げによる景気への影響や企業業績の先行きを巡る不透明感に加えて、モメンタム投資(市場の上昇の勢いに乗る投資手法)の流れに一巡感が見られることなどが嫌気され、割高感の際立つ

ITセクターから相対的に割安感のある中小型株等への資金シフトが起こっているとみています。中小型株は、これまでの利上げ局面では軟調でしたが、米連邦準備制度理事会(FRB)が利下げに転じ、金融緩和局面が始まれば、上値余地は大きいとみています。米大統領選からの撤退を決めたバイデン大統領が後継候補として支持を表明したハリス副大統領は、バイデン大統領の政策を引き継ぐことが予想されます。ハリス副大統領が大統領職位の継承順位2位にあることを勘案すると、同氏の政策がバイデン大統領の政策と大きくかけ離れる公算は小さいと思われるからです。トランプ氏が掲げる主な政策転換には、法人税率の引き下げといった株式市場にとって強い追い風になると考えられるものがある一方で、貿易戦争や大量の不法移民の強制送還といったあまり良い影響を及ぼさないと考えられるものも含まれます。

ピクテの景気循環指標では、米国のGDP(国内総生産)成長率は、向こう4~5四半期を通じて、潜在成長率を下回って推移することが予想されます。これは、実質可処分所得の伸びの鈍化に伴って、個人消費の横這い推移が予想されるためです。また、住宅投資も年率換算ベースで約13%という高水準の成長率から、減速することが予想されます。こうした状況は、インフレ圧力を更に鈍化させ、FRBの利下げに道を開くものと考えます。ユーロ圏の製造業セクターは、企業による積極的な投資意欲がみられず、個人消費が経済成長の主なけん引役となっています。対照的に、英国の製造業セクターは、力強さを示しており、政権を奪還した労働党が掲げる経済政策を受け、一段の回復が期待されます。日本は、先進国の中で唯一、2025年のGDP成長率が潜在成長率を上回ると予想しており、個人消費主導の成長が見込まれます。中国経済は不動産セクターの低迷が続く中、回復の兆しが見られます。経済のけん引役は個人消費ですが、製造業セクターの設

備投資も経済成長を支える要素になると思われます。中国人民銀行(中央銀行)は、7月25日に中期貸出制度(MLF)の1年物金利について予想外の引き下げを行って市場を驚かせましたが、これは7月22日に発表した最優遇貸出金利の指標であるローンプライムレート(LPR)の引き下げに続く措置であり、週内に2度、景気支援策を講じています。

ピクテの流動性指標が示唆しているのは、世界の中央銀行が、世界のトレンドに従うというよりは、地域内の状況をより重視して、各行独自の政策金利の道筋を描いていることです。その結果、ピクテがモニターしている中央銀行のうち、14行が政策金利を据え置き、12行が引き下げ、4行が引き上げています。インフレが再燃する前に、どこまで利下げを進められるかが注目点になるとみています。中央銀行ごとに金融政策が乖離する状況は、世界経済が減速する中において、市場間のパフォーマンス格差が広がる可能性を示唆しています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式が極めて割高、債券が小幅に割高にあることを示唆しており、前月から概ね変わりません。ピクテが分析する資産クラスのほぼ90%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回しか起こっておらず、投資家が金融市場に慢心する度合いが強いことを示唆しているものと考えます。FRBの緩やかな金融緩和は、比較的短期間のうちに信用の伸びにつながる公算が大きいと思われます。銀行の貸出意欲が強い一方で、民間セクターの堅固なバランスシートを勘案すると、借手が優位にあるからです。しかしながら、欧州では状況が異なります。欧州中央銀行(ECB)は金融緩和に踏み切ると同時に、量的金融引き締めを行っているからです。一方、日本銀行は、量的金融引き締めを行いつつ、逼迫する労働市場と賃金上昇を根拠に追加利上げを実施しなが

ら、金融政策の正常化を進めていくと思われます。ピクテのテクニカル指標は、債券について季節要因が市場を支える状況を示唆しています。米国株式に対する投資家センチメントは、買い意欲は強いものの、急激な調整をもたらしかねない極端に買われ過ぎの水準には至っていないことを示唆しています。

■ 地域別・業種別の株式市場

ユーロ圏株式をニュートラルに引き下げ

経済成長の減速、企業業績の伸びの鈍化、米大統領選の行方や政局を巡る不透明感が、株式の投資判断を引き下げた根拠ですが、地域や業種セクターの資産配分の変更の根拠にもなっています。例えば、ユーロ圏の魅力は薄れているとみています。経済指標は力強さに欠け、6月の購買担当者景気指数(PMI)で示された通り、景気回復期待を裏切るものとなっています。業績予想も同様です。ピクテのマクロ経済予想に基づいた試算では、域内企業の2024年の利益成長率予想は僅か+4.7%と、米国企業の半分程度に留まります。加えて、過半数の議席を獲得した政党がないフランス国民議会を巡って、政局の不透明感が強まっています。ピクテのモデルが試算したユーロ圏株式のバリュエーションは、過去20年で最も割安な水準にあり、魅力的ですが、こうした状況は、リスクの高さを反映しているともみています。従って、ユーロ圏株式の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。

一方、スイス株式と日本株式のオーバーウェイトを継続します。スイス株式については、堅固な企業業績や魅力的なバリュエーション水準、(収益力や利益成長率が安定した)「高クオリティ」銘柄が多数上場されていることなどがオーバーウェイトの根拠となっています。日本株式は、企業のガバ

ナンス改革の進展、国内経済のデフレ・スパイラル脱却等の中長期的な投資テーマに加えて、緩和的な金融政策と円安の恩恵が株価のサポート材料になると考えます。

業種別では、公益セクターのオーバーウェイトを継続します。景気減速の兆しが現れ始めていることから、ディフェンシブな特性(景気変動の影響に企業業績が左右され難い特性)や、安定した業績見通し、割安なバリュエーション等が特に魅力的と考えています。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を継続します。業績の先行きが比較的明るいともみていることに加えて、自社株買いが早いペースで続いていることに注目しています。また、バリュエーションの面では他セクター以上に改善しており、ピクテのバリュエーション・モデルが付与するスコアは、割高から中立に改善しています。一方、不動産セクターについては、慎重な見方を変えていません。業績の先行きは明るいとはいえ、バリュエーションも、年初の時点ほど魅力的ではありません。米国などの長期金利は低下基調ですが、利下げのペースは緩やかなものとなる公算が大きく、不動産市場にとっては悪材料となりかねません。

■ 債券・為替

米国国債のオーバーウェイトを継続

トランプ政権が再び誕生すれば、減税の実施が財政赤字の拡大ひいてはインフレ圧力につながると予想されており、米国の政局は債券市場を左右する要素となりそうです。もっとも、足元では、インフレの鈍化を示唆する経済・物価指標が相次いでおり、中央銀行が金融緩和に前向きな姿勢を示していることから、短期債利回りの低下が際立って、利回り曲線(イールドカーブ)は右肩上がりの形状を呈するスティープ化が進んでいます。足元の米国国債のバリュエーション水準は、ピク

テが試算する適正価格に概ね整合すると考えていますが、他の先進国国債と比較すると魅力的な水準です。インフレ動向を懸念する投資家には、物価連動国債(TIPs)の投資妙味が特に高いと考えます。10年物TIPs利回りは1.95%と、ピクテが試算する米国の実質GDP成長率の趨勢値に近い水準となっています。2つの数値の格差は、2010年以降で最も縮小しており、TIPsが魅力的なバリュエーション水準にあることを示唆しています。また、売買動向からは、外国人投資家の米国国債に対する需要が引き続き旺盛であることが示されており、市場の支援要因となっています。

スイス国債は、ピクテのモデルでは、債券セクターの中で最も割高な債券であることから、アンダーウェイトを継続します。足元のスイス10年国債利回りは約0.5%と同年限の米国国債利回りをおよそ3.5パーセント・ポイント下回っており、長期平均の約2パーセント・ポイントも大きく上回っています。

企業業績の先行きに対する楽観的な見方が後退しつつあることから、米国投資適格社債の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す。企業は、過去数四半期と同様、業績予想を上回るのに苦労することが見込まれます。経済成長の減速、米ドル高、価格決定力の低下等を勘案すると、とりわけ、米国企業の窮状が予想されます。こうした状況で利回りを追求する投資家にとって、足元の米国社債の利回りは低過ぎると考えています。投資適格社債の米国国債に対するオプション調整後のスプレッドは僅か93ベース・ポイント(0.93%)と、過去20年平均の155ベース・ポイント(1.55%)を遥かに下回ります。

通貨では、スイスフランのアンダーウェイトを継続します。スイス国立銀行(中央銀行、SNB)は、スイスフラン高の進行に対して苦言を呈しています。SNBは、フランスの政局の混迷などを背景とした、投資家によるリスク回避の動きに伴う資金流入に

よる影響を相殺するため、ハト派的姿勢を維持するものとみています。

金のオーバーウェイトも継続します。バリュエーション面では割高な水準にあるものの、金価格上昇の勢いは衰えず、フランスや米国の政局が更に混乱する場合には、安全資産としての金の真価が発揮されると考えます。

■グローバル市場概況

株式の上昇ペース鈍化は、買われ過ぎを示唆

2024年7月の金融市場では、株式、債券ともに上昇し、債券のリターンが株式のリターンを僅かながら上回りました。景気減速や企業業績への影響を嫌気した投資家が、ポートフォリオのリスクを削減したためと考えられます。

米国株式市場の月間リターンは+1%強に留まりました。4-6月期決算を控え、年初からの株価急騰でバリュエーション面での割高感が強まっていた大手ハイテク銘柄の利益確定売りが目立ちました。また、11月の米大統領選を巡る不透明感や米中貿易摩擦を巡る緊張の高まりも、株式の売却を促したとみえています。地域別では、月間リターンが-1%となった日本株式市場が、他市場に大きく出遅れました。円高の進行と世界のハイテク銘柄の株価下落が、7月第4週(22日~26日)にかけての外国人投資家の大量の利益確定売りにつながりました。週間ベースの外国人投資家のネットの売りは、過去10ヵ月で最大となる100億米ドル強に達しました。業種別では、年初以降2桁%台のリターンを記録していたITセクターとコミュニケーション・サービス・セクターの下げが際立ちました。一方、不動産、公益の両セクターは、金利低下期待から、いずれも、6~7%の月間リターンとなりました。

債券市場は総じて堅調でした。FRBによるインフレ制圧のための2年間の利上げ局面が終わりに近づいているとの見方が強まり、9月の利下げ開始が

意識されたことから、米国国債の月間リターンは、+約2%となりました。英国国債は、イングランド銀行(BOE、中央銀行)の目前に迫った利下げを期待して約2%上昇しました(その後、8月1日に実際に0.25%の利下げが決定されました)。英国の消費者物価指数(CPI)は、2022年10月に41年ぶりの前年比+11%台を付けた後、BOEがインフレ目標とする+2%に足元は低下しています。ユーロ圏国債の月間リターンも+約2%となりました。ECBが、6月の利下げに続いて、9月にも追加利上げを行うとの期待が強まりました。社債市場では、米国投資適格社債、米ハイイールド社債ともに+約2%の月間リターンとなりました。企業の負債比率が史上最も低い水準にあることや、潤沢な手元資金があることがプラス材料となっています。

通貨では、円が米ドルに対して約5.7%上昇しました。日米の金利が逆方向に進行するとの見方に加えて、金融当局の直近の会合後、円売りに極度に傾いていたポジションの巻き戻しが起こり、大量の円の買戻しを促しました。また、米ドルはユーロなど他の主要通貨に対しても下落しました。こうした状況が支援材料となって、金価格は4%強上昇しました。

※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7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	40,843	39,119	37,690	+4.4%	+8.4%
(米)ナスダック総合指数	17,599	17,733	15,011	-0.8%	+17.2%
(日)TOPIX	2,794	2,810	2,366	-0.5%	+18.1%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,873	4,894	4,522	-0.4%	+7.8%
(英)FTSE100指数	8,368	8,164	7,733	+2.5%	+8.2%
(中国)上海総合指数	2,939	2,967	2,975	-1.0%	-1.2%
(香港)ハンセン指数	17,345	17,719	17,047	-2.1%	+1.7%
(ブラジル)ボベスパ指数	127,652	123,907	134,185	+3.0%	-4.9%
(インド)SENSEX30指数	81,741	79,033	72,240	+3.4%	+13.2%
(ロシア)RTS指数	1,137	1,137	1,083	±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	152.44	161.07	141.83	-5.4%	+7.5%
ユーロ	164.89	172.33	157.12	-4.3%	+4.9%
英ポンド	195.76	203.48	180.68	-3.8%	+8.3%
スイスフラン	172.85	179.07	168.24	-3.5%	+2.7%
豪ドル	99.65	107.00	96.94	-6.9%	+2.8%
加ドル	110.03	117.42	107.24	-6.3%	+2.6%
中国元 [※]	20.82	22.14	19.88	-6.0%	+4.7%
ブラジルレアル [※]	26.62	28.96	29.02	-8.1%	-8.3%
インドルピー	1.83	1.94	1.72	-5.7%	+6.4%
ロシアルーブル	1.78	1.90	1.61	-6.3%	+10.6%
タイバーツ	4.25	4.36	4.13	-2.5%	+2.9%
南アフリカランド	8.32	8.72	7.62	-4.6%	+9.2%

(※)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	4.05%	4.37%	3.87%	-0.32%	+0.19%
日10年国債利回り	1.03%	1.03%	0.62%	±0%	+0.41%
独10年国債利回り	2.24%	2.46%	2.00%	-0.21%	+0.24%
豪10年国債利回り	4.14%	4.34%	3.96%	-0.19%	+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)	0.25%	0.00%~0.10%	-0.10%	+0.15%~+0.25%	+0.35%
欧政策金利(リファイナンス金利)	4.25%	4.25%	4.50%	±0%	-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)	79.36	82.83	71.89	-4.2%	+10.4%
金(1オンス、ドル)	2,421.91	2,326.30	2,065.45	+4.1%	+17.3%

※ 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