



## 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

## 金融株の魅力が高まる

## ■ グローバル資産クラス

8月の株式市場は乱高下の展開となりましたが、世界経済の軟着陸(ソフトランディング)の見方を維持しており、市場のファンダメンタルズ(基礎的要因)は月間を通じて殆ど変わっていないと考えことから、株式の投資判断についてニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。債券についても足元の利回り水準を勘案すると割安感は乏しいとみており、ニュートラルを継続します。またキャッシュのニュートラルも継続します。

## ■ 株式:地域別・スタイル別

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のオーバーウェイトなどを継続します。

## ■ 株式:業種別

金融セクターをオーバーウェイトに引き上げました。米連邦準備制度理事会(FRB)が利下げを開始すると予想される中でも利回り曲線がスティープ化することで銀行の利鞘が改善し、業績が支えられるとみています。また、バリュエーション(投資価値評価)の面でも魅力的とみています。

## ■ 債券・為替

米国国債をニュートラルに引き下げました。経済のソフトランディングが実現するとともに、インフレ圧力が残り、FRBの目標とする2%に到達するまで、しばらく時間を要するとみていることから、積極的なFRBの利下げに対する足元の市場の期待はやや楽観的過ぎるとみています。通貨では、スイスフランをニュートラルに引き上げました。世界の主要中銀が金融緩和に転じ、スイスとの金利格差が縮小すれば、キャリー・トレードの巻き戻しに因り、スイスフランに資金が流入するとみています。

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

### 市場混乱の余波に警戒

8月の世界の株式市場は乱高下の展開となりました。一時は一桁台後半%の急落に見舞われ、その後、反発に転じて急落前の水準を僅かに上回ったものの、投資家は警戒と楽観の狭間で大きく揺れ動いています。もっとも、市場のファンダメンタルズは月間を通じて殆ど変わっていないとみており、株式の投資判断については、ニュートラルを継続します。米大統領選を巡る不透明感やタイムラグを伴って現れつつある金融引き締めの影響はもとより、足元の市場のボラティリティや景気減速の兆候が、慎重な投資判断の根拠となっています。一方、株式市場において幅広い業種や銘柄が上昇していることや、米国の利下げ開始が間近に迫り、世界経済のソフトランディングが予想されることは、いずれも好材料です。債券もニュートラルを継続します。債券市場は、中央銀行による大幅な利下げを期待して、夏場を通じて上昇相場を展開しており、足元の利回り水準を勘案すると、割安感は乏しいように思われます。キャッシュのニュートラルも継続します。金融政策と財政政策の方向性が当面の金融市場を左右する大きなテーマとなるでしょう。米連邦準備制度理事会（FRB）など主要中央銀行による金融緩和が予想される一方で、接戦が予想される米大統領選の結果が、同国の巨額の財政赤字の行方を左右する一因になると思われます。

ピクテの景気循環指標は、慎重な姿勢を促す内容となっています。特に中国経済の低迷を勘案し、ピクテの世界経済見通しを小幅に下方修正しました。ただし、夏場に発表された中国の経済指標には期待外れのものが多かったとはいえ、今後はサービス部門を中心とした消費の回復を支えに、景気が徐々に持ち直していくことが見込まれます。一方、住宅市場の悲惨な状況は、今後も、中国経済の成長の先行きに暗い影を落とすものとみて

います。米国では、労働市場が減速局面に差し掛かっており、一段の軟化は経済の成長に悪影響を及ぼしかねないとみています。米国のGDP（国内総生産）成長率は、消費や住宅投資の伸び悩みを受け、向こう4四半期を通じて、潜在成長率を下回って推移することが予想されます。一方で、景気後退（リセッション）入りの確率は僅かに上がったとはいえ、企業も家計も過剰な負債を抱えていない点や、今後の利下げによる恩恵も期待されるため、景気減速の度合いは軽度なものに留まるとみています。またピクテは、2025年末までには米国のインフレ率がFRBが目標とする2%まで低下するとみているものの、道のりは平坦ではないと考えています。加えて、予想される民間セクター向け融資の伸びや米国経済の潜在的な強靱性なども勘案すると、現時点から来年夏までに各25ベース・ポイント（0.25%）を約8回分も利下げすることを織り込んでいる市場の観測は、楽観的過ぎるように思われます。一方、ユーロ圏経済は、潜在成長率に近い水準で成長してきたものの、けん引役が、域内各国の経済回復ではなく、純輸出であることに留意が必要です。こうした状況下での財の価格上昇によってインフレが欧州中央銀行（ECB）の目標を上回るリスクが懸念されますが、こうした状況も数カ月のうちに落ち着く可能性が高いと現時点ではみています。

ピクテの流動性指標は、世界の中央銀行がやや利下げに傾く状況を示唆しています。ピクテがモニターしている先進国および新興国の中央銀行のうち、金融緩和を行っている銀行の比率は33%と、前月（7月）の26%を上回ります。FRBをはじめとする中央銀行が、利下げの効果を削いでしまうような量的金融引き締め政策を終了していることから、流動性の改善が見込まれます。直近において大規模な財政政策は見込まれていないため、中央銀行は景気拡大を図って、民間部門の信用の伸びを促すものと思われます。ピクテは信用創出が金融緩和の効果を増幅させるとみています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式が一カ月前程ではないにしても、極めて割高な水準に留まっていることを示唆しています。これは、景気減速や予想される価格決定力の低下ではなく、一貫して堅調な経済成長を織り込んだ、強過ぎる業績予想に囚われるものと考えます。積極的な利下げ予想を織り込んだ債券も、割高感が増しているように思われます。米国10年国債利回りは、ピクテが試算する適正水準を約30ベース・ポイント(0.3%)下回る水準にまで低下しています。

ピクテのテクニカル指標は、米国株式に対する投資家心理(センチメント)が良好で、個人投資家は、特に強気であることを示唆しています。S&P500種株価指数先物の買いのポジションは、ピークの水準こそ下回るものの、依然として高水準に留まっています。また、投機筋は債券先物の売りのポジションを積み上げています。米国株式の予想変動率(ボラティリティ)は、月初の急騰後に過去最速のペースで低下し、長期トレンドの水準まで落ち着いてきています。

## ■ 地域別・業種別の株式市場

### 金融セクターをオーバーウェイトに引き上げ

2024年8月の株式市場は、世界経済や企業業績の見通し、金利の道筋等を巡る市場の見方が大きく変わったことを受け、上下に振れの大きい展開となりました。向こう数カ月についても、穏やかな相場付きは見込まれません。投資家は、FRBの利下げ開始や11月の米大統領選といったイベントへの対応を迫られますが、どちらも業種セクター間のパフォーマンス格差を広げる要因になり得るとみています。このような中、金融セクターの投資判断をオーバーウェイトに引き上げました。当セクターは、利回り曲線が右肩上がりの形状を呈するスティープ化の恩恵を享受することが予想されます。利鞘の改善が銀行の業績を支えると

考えられるためです。また、景気減速を背景に中央銀行の利下げが予想されるため、銀行融資の拡大による業績の改善も見込まれます。また、米大統領選の結果次第では、銀行セクターの規制緩和が実現する可能性も考えられます。ファンダメンタルズも良好で利益成長の勢い(モメンタム)は極めて強い状況であり、株価バリュエーションについても割安感があります。調査会社のリップリー・アルファ・インサイトによれば、2024年4-6月期のS&P500種株価指数の業種セクター別利益成長率では、金融セクターが最も高い増益率を記録しています。加えて、相対的に高い配当水準と自社株買いへの積極的な姿勢も魅力的です。また、人工知能(AI)の進化といった長期テーマに関連性の高い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。2024年4-6月期の企業決算を見る限り、テクノロジー関連の設備投資に関して、過少投資は過剰投資よりもリスクが高いと考えている企業が増えているように考えられます。また、コミュニケーション・サービス・セクターの自社株買いが市場平均を上回っていることも支援材料です。公益事業セクターのオーバーウェイトも継続します。景気変動に企業業績が左右され難いというディフェンシブな特性を有し、割安なバリュエーションで安定した業績が見込まれます。選挙を控えた米国の政局の不確実性や市場ボラティリティの高止まりが意識される局面に加えて、消費の伸び悩みに起因する景気減速局面で効果を発揮するものと考えます。

地域市場では、スイス株式のオーバーウェイトを継続します。安定した収益力を持つ「高クオリティ」銘柄が多数上場されており、特に景気減速局面で効果を発揮するとみています。スイス銘柄は、優れた収益性を勘案すると、魅力的なバリュエーション水準で推移しています。日本株式についても、上昇の可能性があると考えられています。ピクテのモデルが分析対象とする地域市場の

中で利益成長の勢いが最も強く、2025年においてGDP成長率の大幅な改善が見込まれる数少ない市場の一つです。8月の日本株式市場はとりわけ不安定な展開となりましたが、ファンダメンタルズは良好で株主還元を増やすための具体的な施策を講じる等、企業ガバナンス改革の進展が中長期的な株価の支援要因になるとみています。米国株式についてはニュートラルを継続します。足元のS&P500種株価指数の上昇が一握りの大型ハイテク株だけではなく、幅広い業種に広がっていることは好材料ですが、米国経済のファンダメンタルズは市場を支えるとはいいいがたい状況です。ピクテは、2025年の米国のGDP成長率が、2024年の2.4%から、1.5%に減速すると予想しており、企業業績も中期的に大きく落ち込む可能性があるとみています。ピクテのトップダウン分析は、2025年の利益成長率予想が僅か5.2%と、IBESの直近のボトムアップ分析に基づいた予想の3分の1程度に留まる状況を示唆しています。

## ■ 債券・為替

### 米国国債のオーバーウェイトを解消

米国では、足元、冴えない経済指標の発表が相次いでおり、従来予想以上に積極的なFRBの利下げに対する期待が金融市場で高まっています。債券市場は、2025年夏までに米国の政策金利に関して200ベース・ポイント(2%)の利下げを織り込んでいます。一方でピクテの見方は、こうした見方とは相容れません。米国経済のソフトランディングが実現するとともに、インフレ圧力が残り、FRBの目標とする2%に到達するまで、しばらく時間を要するとみています。従って、FRBがこれまで示唆してきた以上の利下げを行う可能性は殆どないと考えており、9月に25ベース・ポイント(0.25%)の利下げを行った後、2025年6月までに計5回程度の利下げを行うに留まると予想しています。一方、米国10年国債利回りは、ピクテが試算している適正水準(4%)を30ベース・ポイント

(0.3%)程度下回る水準で推移しています。これらを勘案して米国国債の投資判断をニュートラルに引き下げました。一方、物価連動国債(TIPs)は中期的にインフレリスクが残ることなどを踏まえると魅力が増しているように思われます。

米国社債のニュートラルも継続します。利回り水準は引き続き魅力的ですが、景気減速を勘案すると、今後の米国国債に対する利回り格差(スプレッド)の縮小幅が限定されるとみています。

スイス国債は、ピクテの試算では、債券セクターの中で最も割高な債券であることに加えて、約0.5%と利回り水準が低いことから、アンダーウェイトを継続します。

金に対する強気の姿勢は変わりません。最高値を更新し続けていることは確かですが、金はその輝きを失うような大きな変化は起こらないと考えます。FRBによる利下げ開始が間近に迫る状況は、金のように金利を生まない資産を保有することの機会コストを低下させることとなり、投資家の買い需要が回復する兆しが現れ始めています。ブルームバーグによれば、上場投資信託(ETF)による金保有量は、2020年半ばに約1億1,000万トンでピークを付けた後、減少に転じたものの、8,000万トン超で底入れしています。ピクテのバリュエーション分析は、金が割安ではないことを示唆していますが、近年は新興国の中央銀行等、価格を重視しない投資家の需要が旺盛なことにも注目すべきと考えています。更に注目されるのは、地政学リスクを巡る懸念の高まりや米大統領選を控えた不透明感に加えて、米国の財政赤字や政府債務に対する懸念が再燃する状況に対し、金が効果的な保険の役割を果たすと考えられることです。今では金は、短期売買の対象ではなく、分散ポートフォリオの中核資産の1つとなっています。季節性としてはやや軟調な局面に差し掛かっていますが、下落局面は積極的に押し目買いを狙うべき好機と考えています。

通貨では、スイスフランをニュートラルに引き上げました。世界の主要中銀が金融緩和に転じ始め、スイスとの金利格差が縮小し始めれば、キャリー・トレードの巻き戻しに因り、スイスフランに資金が流入するものと思われます。円はニュートラルを継続します。長期的には日本銀行(日銀)の緩やかな利上げの恩恵を受ける公算が大きいと考えますが、円売りポジションには行き過ぎの感があり、世界の投資家は、2021年以降では初めて、円を買い建てています。

日銀は、短期的には、慎重な姿勢を取るものと考えます。月初の株式市場におけるボラティリティの急騰や円高の進行に加えて、米ドルが140円台半ばを下回ると日本企業の収益が悪化し始めることや、円安による輸入物価の上昇などが懸念されるからです。

## ■グローバル市場概況

### 株式市場の回復と金価格の上昇

8月は、株式市場のリターンが債券市場を上回りました。株式市場は、月初に急落した後、すぐに急反発し、月間リターンは約+2%となりました。米国のリセッション入りを巡る懸念が日銀による積極的な利上げ懸念と相俟って、リスク性資産が急落し、円売りポジションの巻き戻しなども起こりました。

米国株式の月間リターンは+2.4%となりました。月初の急落後、FRBの利下げ開始が近いとの期待が強まり、月末に向けて上昇基調となりました。投資家の強気のセンチメントは、ETF市場でも顕著に見られました。国債、社債、株式の指数連動ETFへの資金流入額が、いずれも、2007年以降で初となる4ヵ月連続の増加を記録しました。一方で、日本株式の月間リターンは-2.7%と低調でした。月初に1987年のブラックマンデー以降で(1日としては)最大の下げ幅を記録した後、反発したものの、プラス圏に切り返すまでには至りませんでした。

でした。英国株式とユーロ圏株式は、米国株式同様、金融緩和期待を受けて小幅に上昇し、月間リターンはいずれも+1%程度となりました。

業種別では、不動産、ヘルスケア、生活必需品の各セクターが好調で、月間リターンは、いずれも+4%~+5%程度となりました。一方、エネルギー・セクターは軟調で、月間リターンは約-2%でした。

金価格は、月の途中で史上最高値を更新し、月間では3%強の上昇となりました。

国債市場では、FRB高官が、リセッションを回避するための利下げの必要性を認めたことが好感され、米国国債の月間リターンは約+1.3%となりました。日本国債にも大量の資金が流入し、月間リターンは約+1.5%となりました。「金融資本市場が不安定な状況で利上げを行うことはない」との日銀副総裁の発言が好感されました。現地通貨建ての新興国国債も米ドル安進行を受けて(米ドルベースで)堅調に推移しました。

社債市場では、借入コストの低下と緩やかな経済成長が見込まれる中、米・欧の投資適格社債、ハイイールド社債ともに堅調に推移しました。

通貨では、米ドルが主要通貨に対して下落し、とりわけ、豪ドルおよびスイスフランに対する下げが際立ちました。

※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8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	41,563	40,843	37,690	+1.8%	+10.3%
(米)ナスダック総合指数	17,714	17,599	15,011	+0.6%	+18.0%
(日)TOPIX	2,713	2,794	2,366	-2.9%	+14.6%
(欧)ユーロ・ストックス50種	4,958	4,873	4,522	+1.7%	+9.6%
(英)FTSE100指数	8,377	8,368	7,733	+0.1%	+8.3%
(中国)上海総合指数	2,842	2,939	2,975	-3.3%	-4.5%
(香港)ハンセン指数	17,989	17,345	17,047	+3.7%	+5.5%
(ブラジル)ボベスパ指数	136,004	127,652	134,185	+6.5%	+1.4%
(インド)SENSEX30指数	82,366	81,741	72,240	+0.8%	+14.0%
(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	144.80	152.44	141.83	-5.0%	+2.1%
ユーロ	160.44	164.89	157.12	-2.7%	+2.1%
英ポンド	190.70	195.76	180.68	-2.6%	+5.5%
スイスフラン	170.84	172.85	168.24	-1.2%	+1.5%
豪ドル	98.44	99.65	96.94	-1.2%	+1.5%
加ドル	107.34	110.03	107.24	-2.4%	+0.1%
中国元 <sup>※</sup>	20.54	20.82	19.88	-1.3%	+3.3%
ブラジルリアル <sup>※</sup>	25.71	26.62	29.02	-3.4%	-11.4%
インドルピー	1.74	1.83	1.72	-4.9%	+1.2%
ロシアルーブル	1.59	1.78	1.61	-10.7%	-1.2%
タイバーツ	4.27	4.25	4.13	+0.5%	+3.4%
南アフリカランド	8.15	8.32	7.62	-2.0%	+7.0%
(※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	3.92%	4.05%	3.87%	-0.13%	+0.05%
日10年国債利回り	0.90%	1.03%	0.62%	-0.13%	+0.28%
独10年国債利回り	2.23%	2.24%	2.00%	-0.01%	+0.23%
豪10年国債利回り	4.00%	4.14%	3.96%	-0.14%	+0.04%
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%	0.25%	-0.10%	±0%	+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)	76.90	79.36	71.89	-3.1%	+7.0%
金(1オンス、ドル)	2,505.28	2,421.91	2,065.45	+3.4%	+21.3%

※ 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