



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

株式市場がやや落ち着きを取り戻す

■ グローバル資産クラス

新興国経済の底堅さ、主要中央銀行による利下げへの期待、そしてテクノロジー、特にAI(人工知能)の継続的な成長への期待は、投資家が株式への楽観姿勢を維持する強力な根拠となっています。依然として米関税政策を巡る不透明感はあるものの、1ヵ月前と比べればリスク性資産の短期的な見通しは幾分改善したとみて、株式をニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)に引き上げ、キャッシュをニュートラルに引き下げます。債券はニュートラルを維持します。

■ 株式:地域別・スタイル別

新興国の良好な経済見通し、バリュエーション(投資価値評価)面での相対的な割安感などを踏まえて、中国を含む新興国株式のオーバーウェイトを継続します。一方、米国等の景気減速が懸念される中で、世界景気の動向に業績が左右されにくい業種の企業が多く含まれるスイス株式のオーバーウェイトを継続します。

■ 株式:業種別

業種別では、金融セクターのオーバーウェイトを継続します。利回り曲線の急勾配化の見方に加えて、トランプ米政権下での規制緩和による恩恵が期待されることなどが主な理由です。また、景気変動に企業業績が左右されにくい特性を有し、データセンターやAIの普及に伴う電力需要増加による恩恵も期待される公益事業セクターのオーバーウェイトも継続します。

■ 債券・為替

米ドル安の展開継続を予想し、米ドル以外の主要先進国通貨のオーバーウェイト(対米ドル)を維持します。積極的な財政支出計画と改革アジェンダによる景気へのプラスの影響などが追い風になるとみて、ユーロ・ハイイールド債のオーバーウェイトを維持します。

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

利下げ期待と堅調な新興国経済が株式を下支え

中東情勢の悪化を受けてグローバル金融市場のリスクが高まると考えるのは自然な流れでしょう。しかし投資家は冷静さを保ち、パニック売りに走ることを避けました。そこには正当な理由があります。新興国経済の底堅さ、主要中央銀行による利下げへの期待、そしてテクノロジー、特にAIの継続的な成長への期待は、投資家が株式への楽観姿勢を維持する強力な根拠となっています。ただし、暗雲が立ち込め始めていることも確かです。米国の主要貿易相手国は、トランプ米政権による関税一時停止期限を前に貿易協定について明確な見通しを持っていません。ウクライナ情勢も解決には程遠い状況です。また、米国経済はスタグフレーションショックの可能性に直面しており、世界の企業業績は市場の期待に届かない可能性が高いとみえています。しかしながら、これらの要因をすべて考慮しても、1ヵ月前と比べればリスク性資産の短期的な見通しは幾分改善したとみえています。そのため、株式の投資判断をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げ、キャッシュをニュートラルに引き下げます。債券はニュートラルを維持します。

ピクテの景気循環分析は、先進国と新興国の経済成長率の格差が拡大する一方で、米国経済の弱さが世界の経済活動に影響を及ぼす可能性を示唆しています。米国では、物価上昇圧力が依然として高い状態にある中で消費は低調であり、製造業の利益成長も低調なものになるとの見方が示されています。なお、インフレは来年初めまで高止まりする可能性があるかとみえています。米国の実質消費支出は過去5ヵ月間減少しており、これは不況期以外では稀な状況です。失業保険の継続受給件数は徐々に増加しており、クレジットカードや学生ローンなどの延滞率も上昇しています。さらに、高い借入コストと政治的不確実性により、企業が投資を見送っている様子も見受けられます。

米国以外の先進国については、やや良好な状況ですが、米国との貿易摩擦の激化というリスクは残されています。ユーロ圏では、可処分所得の最大15%を貯蓄している消費者が支出を拡大させてきており、国内需要が景気を支えています。ドイツの460億ユーロの減税パッケージを含む財政刺激策も成長を後押しするとみられます。英国とスイスの製造業活動は依然として弱いものの、今後予想される追加利下げによって景気が下支えされるとみえています。中国経済は、消費の拡大と融資の伸びによるプラスの影響を輸出の弱さと工業生産の縮小といったマイナスの影響が相殺している状況です。不動産市場は安定化の兆しを見せており、今後もさらなる景気刺激策によって国内需要が後押しされる可能性もあるとみえています。その他の新興国についても底堅さを維持しており、工業生産の改善や資源価格の上昇、利下げなどの恩恵を受けています。新興国と先進国の経済成長率格差は、数年前の約10ベースポイントから2000年代初頭以来の最高水準である約280ベースポイントに拡大しました。この格差は来年さらに290ベースポイント程度に拡大し、新興国資産のサポート要因になると予想しています。

ピクテの流動性分析は、新興国市場に対する前向きな姿勢を示唆しています。インフレ圧力の後退により、新興国の中央銀行はさらに金融政策を緩和する余地があると考えています。特に中国における協調的な金融・財政緩和は、貿易摩擦による悪影響を緩和する可能性があります。米国の流動性環境について、米連邦準備制度理事会（FRB）は追加利下げに関して様子見の姿勢を維持していますが、民間部門において特に銀行部門が融資を拡大して信用を提供しています。世界的に見ると、中央銀行の70%が利下げを行っており、これは不況期以外ではほぼ前例のないことです。金融緩和のペースは鈍化していますが、借入コストが低下している国の数は増加しています。

ピクテのバリュエーションモデルによると、米国では

株式の益回りと債券利回りの差が25年ぶりの低水準に落ち込んでおり、投資家が以前ほど債券よりも株式を保有するバリュエーション面でのインセンティブがない状況が示されています。米国株式については、企業収益が市場の期待に届かない可能性が高いとみています。米国企業の収益成長率の当社予想値は+0.8%程度まで低下しており、アナリストのコンセンサス予想である約+9%と比較して大幅に低い水準となっています。ただし、一部のセクターについては、AIに関連する巨額の投資のおかげで引き続き強い状況が続くとみています。

ピクテのテクニカル指標は、株式の上昇トレンドがもう少し継続する可能性があるとの見方を示唆しています。株式に対するセンチメント指標と資金フローは回復していますが、バンク・オブ・アメリカ(BofA)によるファンドマネージャー調査の結果を踏まえると、株式のポジションはまだ積み増される余地が残されているとみています。トレンド指標は強く、マイナスの季節性要因を相殺しています。

■ 地域別・業種別の株式市場

新興国のポテンシャル

株式では、新興国市場に最も強気な見方をしています。新興国経済の見通しは良好です。経済指標はアジア、ラテンアメリカ、EMEA(ヨーロッパ、中東、アフリカ)の新興国はいずれも良好であり、特に米国を中心とした先進国の弱い数値とは対照的です。新興国株式のバリュエーションも12か月先利益予想ベースの株価収益率(PER)がMSCI全世界株価指数(MSCI ACWI)と比較して30%以上も低く、魅力的な水準です。また最近の米ドル安の傾向は新興国経済にとって追い風となるとみています。さらに、新興国資産への資金流入の増加に支えられた力強い株価モメンタムも見られています。

先進国市場では、スイス株式に投資妙味があると

考えています。景気変動に企業業績が左右されにくいというディフェンシブな特性を有しながら、当社のバリュエーションモデルにおいて「非常に割安」と評価されています。一方、米国株式市場は引き続き最も割高です。S&P500種株価指数における株式のリスクプレミアムが長期平均の約4.8%よりも低い3.7%程度となっていることから、株価には経済・政治情勢が落ち着きを取り戻すとの見方が多く織り込まれているようにみられます。この見方はやや楽観的すぎると考えています。経済成長の鈍化とアナリストの企業収益予想の下方修正の見通しを考慮すると、ここから米国株式のさらなる上昇余地は限られているとみています。最近の株価ラリーの後はおさらです。欧州では、広範な公共投資計画やドイツの法人税改革など、いくつかの明るい材料があります。国内需要は改善しており、消費者の貯蓄率が可処分所得の15%程度と高く、今後これが消費に向かうことになれば景気の下支え要因となり得ます。しかし、政策実行上のリスクや現在も続く関税交渉を巡る不確実性があるため、これらの財政構想の影響はまだ十分に予想に反映できていません。米国との貿易摩擦の激化は、依然として欧州企業にとってのリスクであると考えています。従って、欧州株の投資判断引き上げは時期尚早と判断し、当面はニュートラルを維持します。

業種別では、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。バリュエーションは相対的に割高なものの、企業業績は安定しており、AIの普及はテクノロジー業界全体にとって長期トレンドとしてプラスに働くと考えています。また、金融セクターと公益事業セクターのオーバーウェイトも継続します。前者はイーールドカーブの急勾配化とトランプ米政権下での規制緩和から恩恵を受ける可能性があります。後者はディフェンシブな特性を有していることに加えて、データセンターやAIの普及に伴う電力需要増加などによる恩恵を受けると考えています。

■ 債券・為替

米ドル安のトレンド

2025年前半は債券と為替市場にとって変動の大きな期間となりましたが、米ドル安は数少ない持続的なトレンドの一つでした。1月以降、米ドルは主要通貨に対して10%程度下落しており、米国の貿易・財政政策に対する懸念や米国経済が勢いを失っている兆候が見られることなどから、この展開は続く予想しています。また、米国の経済的・地政学的リーダーシップの黄金時代（いわゆる「米国例外主義」）は終わりを迎えつつあると考えています。これも、米ドルの価値が長期的に下落する要因となると考えます。この変化の兆候として、米ドルと米国国債の関係性の崩壊が見られます。歴史的には、米国国債の利回りは通貨価値と反対方向に動いてきました。混乱が発生するたびに、世界中の投資家は米国国債と米ドルの安全性に引き寄せられ、それによって国債利回りが低下する一方で米ドルは上昇していました。しかし、トランプ米政権の「解放の日」の関税発表以降、この関係性は崩壊しています。米国国債利回りは上昇する一方で米ドルは下落しており、構造的な変化が起きていることが示唆されていると考えています。ピクテは、ユーロや英ポンド、日本円、スイスフランなどの先進国通貨をオーバーウェイトとすることで、米ドルに対する弱気の見方を反映しています。

また、金（ゴールド）のオーバーウェイトも維持しています。ピクテのバリュエーションモデルでは最も割高な資産クラスの一つですが、米国主導の世界から欧州と中国がより大きな役割を果たす世界への移行に伴って、経済・金融市場の混乱から投資家を保護する貴重な安全資産としての役割を果たすと考えています。

米ドル安は新興国債券にとって良い兆候です。また、新興国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が良好であることや新興国通貨が割安であること、実質金利が高いことなどから、現地通貨

建て新興国国債（除く中国）のオーバーウェイトを継続します。ピクテのバリュエーションモデルによると、新興国通貨は米ドルに対して適正水準を1標準偏差程度下回る水準で取引されています。また、米国と新興国の成長格差が新興国優位の形で拡大すると予想されることから、新興国通貨に投資妙味があると考えています。また新興国経済の底堅さは、新興国社債にも追い風であると考えられることから、同資産クラスのオーバーウェイトも継続します。

先進国市場では、社債のスプレッド（国債利回りに対する上乗せ金利）は歴史的に見て非常にタイトな水準です。しかし、欧州のハイイールド債にはまだ投資妙味があると考えています。これは、積極的な財政支出計画と改革アジェンダによる景気へのプラスの影響などが追い風になると考えています。ユーロ圏のハイイールド債市場のデュレーションは約3年程度と短めですが、インフレ調整後の利回りは約4%と魅力的な水準であり、かつデフォルト率も過去平均を下回っています。

■ グローバル市場概況

ハイテク株が再び脚光を浴びる

6月は、ハイテク株が大きく反発するなど株式市場は堅調な展開となり、S&P500種株価指数が過去最高値を更新しました。投資家は米政権による関税政策を巡る不透明感や中東・ウクライナ情勢への懸念を振り払い、特に新興国における世界経済の底堅さと主要中央銀行の緩和的な金融政策の見通しに支えられてリスク選好を強めました。また、中東湾岸地域からの原油の供給懸念を受けて、原油価格は月間で約8%上昇しました。グローバル株式市場の月間リターンは約4%のプラスとなりました。先進国株式市場では米国が最も好調で、5%超のプラスリターンとなりました。AIブームへの楽観論が強まる中、IT（情報技術）セクターとコミュニケーション・サービス・セクターが

特に堅調でした。米半導体大手のエヌビディアは4月の安値から60%以上反発しました。多くの人々は、このチップメーカーがAI普及の波に乗り、収益をさらに伸ばすと期待しています。欧州株式市場は6月は軟調だったものの、2025年前半の累積リターンは10%程度と、米国株式市場を大きく上回りました。欧州中央銀行(ECB)の利下げとドイツの財政支出に関する歴史的な転換が、域内の経済成長への期待感を高めました。新興国株式市場は6月は堅調な展開となりました。アジア株式市場(除く日本)は米国との貿易協定締結への期待から約5%の月間リターンとなりました。(詳細は明かされていませんが、)トランプ米大統領が貿易問題を巡る米中の取引が完了したとSNSに投稿し、インドとも合意の可能性が高まっていると示唆したことなどを受けて、投資家心理が改善しました。また、AIブームは台湾、韓国、中国のハイテク株の追い風にもなっています。

債券市場では、米国国債は米格付大手ムーディーズによる格下げもあったものの、2025年前半にかけて堅調に推移しました。米政権による関税政策が米国経済に与える影響への懸念とFRBによる利下げ期待が、この資産クラスへの投資家の関心を引き付けました。また、ステーブルコイン(米ドルにペッグされたデジタルトークン)の人気の高まる中、ステーブルコインの発行体に義務付けられている流動性とリスク管理のための裏付け資産(準備金)として、米国短期国債に対する需要が強まる可能性があるとの向きもありました。新興国債券市場についても米ドル安の進行などを受けて堅調に推移し、現地通貨建て国債、米ドル建て国債、社債はいずれも2%~3%程度の月間リターンとなりました。

米ドル・インデックスは月間で約2.5%下落し、今年年初からの下落率は10%を超えました。一方で月間では、ユーロやスイスフランに加えて、ブラジルレアルなどの一部の新興国通貨も堅調でした。

ゴールドは、6月は前月末からほぼ横ばいの水準で月を終えましたが、2025年前半を通じてみれば、米ドル安の進行と地政学リスクの高まりによって約25%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（2025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	44,095	42,270	42,544	+4.3%	+3.6%
(米) ナスダック総合指数	20,370	19,114	19,311	+6.6%	+5.5%
(日) TOPIX	2,853	2,802	2,785	+1.8%	+2.4%
(欧) ユーロ・ストックス50種	5,303	5,367	4,896	-1.2%	+8.3%
(英) FTSE100指数	8,761	8,772	8,173	-0.1%	+7.2%
(中国) 上海総合指数	3,444	3,347	3,352	+2.9%	+2.8%
(香港) ハンセン指数	24,072	23,290	20,060	+3.4%	+20.0%
(ブラジル) ボベスパ指数	138,855	137,027	120,283	+1.3%	+15.4%
(インド) SENSEX30指数	83,606	81,451	78,139	+2.6%	+7.0%
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	144.81	143.87	158.18	+0.7%	-8.5%
ユーロ	169.66	163.57	164.92	+3.7%	+2.9%
英ポンド	198.56	194.12	199.02	+2.3%	-0.2%
スイスフラン	181.17	175.00	175.35	+3.5%	+3.3%
豪ドル	94.50	92.58	98.50	+2.1%	-4.1%
加ドル	105.69	104.09	109.77	+1.5%	-3.7%
中国元※	20.16	20.05	21.53	+0.5%	-6.4%
ブラジルリアル※	26.47	25.17	25.44	+5.1%	+4.0%
インドルピー	1.70	1.70	1.86	±0%	-8.6%
ロシアルーブル	1.85	1.88	1.51	-1.6%	+22.5%
タイバーツ	4.44	4.42	4.64	+0.5%	-4.3%
南アフリカランド	8.13	8.08	8.47	+0.6%	-4.0%
(※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	4.22%	4.38%	4.57%	-0.16%	-0.35%
日10年国債利回り	1.43%	1.50%	1.08%	-0.07%	+0.35%
独10年国債利回り	2.60%	2.51%	2.36%	+0.09%	+0.23%
豪10年国債利回り	4.12%	4.23%	4.37%	-0.11%	-0.25%
米政策金利(FFレート)	4.50%	4.50%	4.50%	±0%	±0%
日政策金利(無担コール翌日)	0.50%	0.50%	0.25%	±0%	+0.25%
欧政策金利(リファイナンス金利)	2.15%	2.40%	3.15%	-0.25%	-1.00%
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)	66.30	61.46	72.44	+7.9%	-8.5%
金(1オンス、ドル)	3,284.48	3,285.34	2,625.35	-0.0%	+25.1%

※ 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(2025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