



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

景気の底堅さを踏まえて株式の投資判断を引き上げ

■ グローバル資産クラス

主要中央銀行の多くが利下げを実施する中、世界経済の見通しは改善しており、企業収益も堅調です。一方で債券市場はインフレ急騰のリスクを十分に織り込んでいないと考えています。これらを考慮し、株式の投資判断をオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)に引き上げ、債券をアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)に引き下げます。キャッシュはニュートラル(ベンチマーク並みの投資比率)に維持します。

■ 株式:地域別・スタイル別

地域別では、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。新興国株式市場は魅力的なバリュエーション水準にあります。今年に入って以降の米ドル安進行の恩恵も受けているほか、当該資産クラスへの資金流入も加速しています。

■ 株式:業種別

業種別では、情報技術(IT)セクターをオーバーウェイトに引き上げます。従来のバリュエーション指標において割高な水準にあることは認識していますが、良好な企業ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)がそのプレミアムを正当化できると考えています。一方、公益事業セクターは債券と比較的似たリターン特性を持っており、債券の投資判断を引き下げの中で、当該セクターをニュートラルに引き下げます。

■ 債券・為替

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維持します。域内の経済ファンダメンタルズが良好で相対的に実質金利が高いことが支えとなるとみています。また、米政権の政策による影響を受けて、米ドルはさらに弱含むと予想しています。これを受けてユーロとスイスフランのオーバーウェイト、金(ゴールド)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

株式をオーバーウェイトに引き上げ

主要中央銀行の多くが利下げを実施する中、米国の関税引き上げによる悪影響が懸念されつつも世界の景況感は回復しており、世界経済の見通しは改善しています。米国の政府閉鎖が新たな不確実性をもたらす可能性はありますが、企業収益は引き続き堅調です。これらを踏まえると中期的には、リスク性資産に上昇余地があると考えています。一方、国債市場は脆弱に見えます。米国では、消費者物価の上昇率が関税によって急騰する兆候が次第に増えつつある中、同市場はインフレリスクを十分に織り込んでいないと考えています。同時に、トランプ米政権による米連邦準備制度理事会（FRB）の政策決定等への干渉が中央銀行の独立性を損ない、米国国債市場においてリスクプレミアムの上昇と利回り曲線の急勾配化をもたらす可能性が懸念されます。さらに、足元の米10年国債利回りは4%近くまで低下し、現在は長期中立水準の推定値を下回っています。他の先進国についても、多くの中央銀行がまだ金融緩和を続けていますが、概ね政策金利は下限に近づいていると推定しています。したがって、債券の上昇余地は限定的とみています。これらを考慮し、株式の投資判断をオーバーウェイトに引き上げ、債券をアンダーウェイトに引き下げます。キャッシュはニュートラルを維持します。

ピクテの景気循環指標によると、米国経済は今年序盤こそ弱かったものの、その後は堅調で第2四半期の実質国内総生産（GDP）成長率は年率換算で3.8%でした。一方、インフレ率は財とサービスの価格がともに過去25年の平均を上回って推移しており、一段と上昇する恐れもあるとみています。これらの理由から、FRBの利下げに対する投資家の期待は楽観的過ぎると考えています。債券市場ではFRBが2026年末までにあと4回近い利下げを実施すると予想されているのに対し、ピクテは

利下げはあと2回程度に留まるのではないかと考えています。中央銀行は早期に行動し、労働市場を支援し、経済の過剰刺激を避けることを選択するでしょう。ユーロ圏は、堅調な国内需要が支えとなっています。ドイツの1兆ユーロの財政パッケージはユーロ圏経済における重要な要素です。迅速に実施されれば、経済成長とインフレ率を押し上げる可能性があります。新興国経済も、鉱工業生産の改善、コモディティ（国際商品）価格の上昇、広範な金融・財政刺激策の恩恵を受けて引き続き堅調に推移するとみています。新興国と先進国の経済成長率の差は年率で7%-8%程度と、2000年代初頭以来で最大となっており、これは新興国の通貨と資産価格の上昇を予見する傾向があります。中国経済については、好材料と悪材料が混在しています。小売売上高は依然として低調で過度な価格競争を抑制することを目的とした「反内卷（アンチ・インボリューション）」政策が成長の重しとなっています。一方、米国の関税が中国の輸出に与える影響は事前の予想よりも軽微で、新たな貿易体制が発効して以来、輸出量はわずか2%の減少に留まっています。今後はさらなる金融・財政刺激策によって経済の成長が下支えされるとみています。

ピクテの流動性分析によると、主要30中央銀行のうち25行が利下げを実施しており、過去6か月間の世界の過剰流動性は年率換算で+4%程度で推移しています。緩和的な金融環境は経済活動の下支えに大きく貢献するでしょう。また、9月に英国で起きたように、中央銀行が量的引き締めペースを縮小することで債券市場への圧力を緩和する意向を示していることも流動性を高めています。欧州の流動性環境は、連続8回の利下げにより、リスク性資産に対してプラスに働いています。日本は主要経済国の中で唯一、引き締め的な金融政策を実施しています。中国では、国内需要の弱さから当局は金融・財政政策の両方を緩和するよう促されるでしょう。しかし、家計が資産を株式に移す中、リスク性資産のバブルを防ぐた

め、景気刺激策のペースは緩やかになる可能性が高いとみています。

ピクテのバリュエーション・モデルによると、企業収益の成長に対する楽観論の高まりによりPER(株価収益率)の拡大が進んでおり、米国株式のバリュエーションは一段と割高な水準に押し上げられています。米国株式市場の足元のPERは約23倍と高水準になっており、株価・売上高倍率についてもドットコム・バブル時やパンデミック時のピークを超えていることから、今後スタグフレーションが強く意識された場合に株価が急落するリスクがあるとみています。しかし、ピクテの分析によれば、S&P500種株価指数がバブルの領域に入るには、12ヵ月先予想利益ベースのPERが27倍を超える必要があるとみています。また米国国債についても、物価上昇圧力が高まっているにもかかわらず足元のブレイクイーブン・インフレ率が低すぎるため、割高と考えています。

ピクテのテクニカル指標は株式にとって良好な環境にあることを示唆しています。米国の投資家が大型テクノロジー株以外の株式を購入したことで、株式への投資資金流入が大幅に回復しました。M&Aも活発化しており、今後数ヵ月はリスク性資産にとって追い風となるとみています。さらに、センチメント指標についてもさらなる上昇余地を示唆しています。

■ 地域別・業種別の株式市場

ITセクターへの期待が高まる

株式がバリュエーション指標において割高に見え、特に一部では熱狂的に見えることは認識していますが、市場がまだバブル領域にあるとは考えていません。なぜなら、企業収益が引き続き安定したペースで成長しているからです。実際、直近の企業業績は市場が景気後退から回復する時と同様の勢いでコンセンサス予想を上回りました。これはITセクターで特に顕著です。これを踏まえて、ITセクターの投資判断をオーバーウェイトに引き上げます。当該セクターが従来のバリュエーション指標において割高な水準にあることは認識していますが、良好な企業ファンダメンタルズがそのプレミアムを正当化できると考えています。企業収益は前年比約20%のペースで成長しており、PERは30倍を下回っています。これはドットコム・バブル時のピークの約50倍と比較すると穏やかな水準です。特に人工知能(AI)と関連性の高い企業の収益見通しについて楽観的な見方をしています。実際、AIはすでに収益に対して大きくプラスに寄与しています。ピクテの試算によれば、ITセクター企業の約60%がすでにAIエコシステムの一部に組み込まれており、これは当該セクターの好調なパフォーマンスの継続にとって良い兆候です。また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維持します。このセクターもバリュエーションはやや高めですが、企業収益が安定しており、AIの開発と拡大に関連する銘柄を中心に追い風を受けるとみています。金融セクターのオーバーウェイトも維持します。予想される米国の利下げにより、利回り曲線において短い年限の利回りが低下し、傾斜が急勾配化することで業績面で恩恵を受けるとみています。銀行は通常、政策金利に連動する傾向が強い預金金利と、住宅ローンなどの長期の貸出金利との金利差から利益を得ています。さらに金融セクターは、トランプ米大統領による規制緩和

の恩恵を今後受ける可能性があるかとみています。対照的に、公益事業セクターの投資判断をニュートラルに引き下げます。当該セクターは債券と比較的似たリターン特性を持っており、債券に対する投資判断を引き下げの中で、当該セクターの投資判断も引き下げました。

好調な企業決算を受けて、年後半の株式市場に対して楽観的な見方をしています。しかし同時に、株式のバリュエーションは高位にあり、景気後退や政策面のショックに対しては脆弱な状況といえます。

セクター配分を変更しましたが、地域別エクスポージャーに変更はありません。新興国株式市場は魅力的なバリュエーション水準にあり、今年に入ってから米ドル安進行の恩恵も受けているため、オーバーウェイトを維持します。新興国株式市場は全体として株価上昇のモメンタムは力強く、当該資産クラスへの資金流入も加速しています。中国株式についてもオーバーウェイトを維持します。魅力的なバリュエーションと当局がさらなる景気刺激策を実施する余地もあるとみています。中国のITセクターの株価上昇のモメンタムは、旺盛なAI関連の設備投資を背景に力強い状況となっています。

■ 債券・為替

金による防御

世界経済における雲は一部が晴れたものの、まだ残っているものも多いため、株式のオーバーウェイトと金のオーバーウェイトでバランスを取ることが賢明と考えています。金価格は年初から約40%上昇しています。もちろん、これはバリュエーションの拡大を意味し、金はピクテのバリュエーション・モデルにおいて最も割高な資産クラスとなっています。しかし長期的には、金の見通しは引き続き強いまです。2030年までに金価格は1オンス当たり約4,500米ドルに達し、その過程で上振れする可能性もあると予想しています。金と株式、マネーサプライ、公的準備金を見比べてみると、金のバリュエーションは高いものの極端な水準ではありません。現在、金の市場価値はMSCI世界株式の時価総額の約20%に相当しますが、これは1980年代の約370%の水準をはるかに下回っています。同様に、公的外貨準備に占める金の割合は、足元はおよそ30年ぶりの高水準である約15%ですが、1980年代のピークである約37%をはるかに下回っています。テクニカル指標もサポート材料です。貴金属の投機的先物ポジションが足元で減少しており、金を買われ過ぎとまでは思われません。また、トレンド指標を見ても良好です。中央銀行は米ドルの追加保有に代わる選択肢を求めて金の保有を増やしています。個人投資家も最近、ETFを通じた保有を増やしており、金への殺到（ゴールド・ラッシュ）に加わっています。

株式のオーバーウェイトをヘッジする手段の一つは、伝統的な安全資産であるスイス・フランのオーバーウェイトです。スイスがマイナス金利にある中でも、通貨の強さは続くと予想しています。米ドルは構造的に下落していくことが予想され、米ドルの下落が最近になって足止まりしている状況は、短命である可能性が高いと考えています。一方で、主要な伝統的な安全資産の1つである米国国債については楽観的な見方はしていません。米国国

債市場はインフレリスクを過小評価していると考えられています。コア部分の消費者物価インフレの再加速の兆候と貿易関税によるインフレ圧力のリスクにもかかわらず、ブレイク・イーブン・インフレ率で測定される市場のインフレ期待は依然として低いままです。さらに、政治的干渉によるFRBの独立性毀損の懸念は、債券市場の不確実性を高める可能性があります。その結果として、タームプレミアムの上昇と利回り曲線の急勾配化がもたらされる可能性があります。したがって、米国国債に対してはニュートラルを維持します。現地通貨建て新興国国債の見通しは、良好な域内ファンダメンタルズ、割安な新興国通貨、相対的に高い実質金利に支えられて良好です。新興国と先進国の経済成長率の差は、今年の2.4パーセント・ポイントから来年は2.7パーセント・ポイントに拡大すると予想しており、これは新興国社債のサポート材料にもなるとみています。先進国の社債市場では、魅力的なボラティリティ調整後利回りに加えて、他の地域と比較して、欧州域内の経済成長と落ち着いたインフレ動向がサポート材料となると考えられることから、欧州のハイイールド債を選好します。

■グローバル市場概況

米国株式や金が過去最高値を更新

グローバル株式市場の9月の月間リターンは約4%となり、債券市場を上回りました。世界経済の成長見通しに対する楽観的な見方と米大手テクノロジー企業をはじめとする好調な企業決算がリスク性資産への投資資金流入を後押ししました。米国株式の月間リターンは約4%となり、年初来リターンは約15%となりました。S&P500種株価指数は、投資家が米国の政府閉鎖の影響よりもAI関連投資の拡大観測に注目したことで上昇し、過去最高値を更新しました。新興国株式市場の月

間リターンは現地通貨ベースで7%以上と特に堅調でした。堅調な経済成長、安定したインフレ動向、支援的な金融政策に加えて、米ドル安の見通しなどがサポート材料となっています。特に中国のテクノロジー株は、国産AIブームへの期待から年初来のリターンが40%を超えています。ITセクターの月間リターンは約8%、コミュニケーション・サービス・セクター、素材セクターは約4~5%のプラスとなりました。対照的に、生活必需品セクターは約2%のマイナスリターンとなりました。

債券市場では、米ドル建て新興国国債、現地通貨建て新興国国債、新興国社債いずれも1%以上の月間リターンとなりました。

金価格は上昇を続け、過去最高値を更新し、年初来で約46%上昇しています。世界的な債務持続可能性への懸念の再燃、米国の制度的信頼性の低下に起因する米ドル安や米国の根強いインフレ圧力などが上昇に寄与しています。過去20年間で、金は主要資産クラスの中で最も高いパフォーマンスを示し、年率で約11%のリターンとなりました。これは株式の約9%、世界債券の約2%と比較しても高いリターンです。米ドルは主要通貨から成るバスケットに対して年初来で約10%下落した後、9月は月間ではほぼ横ばいとなりました。

※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（2025年9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 | 46,398 | 45,545 | 42,544 | +1.9% | +9.1% |
| (米)ナスダック総合指数 | 22,660 | 21,456 | 19,311 | +5.6% | +17.3% |
| (日)TOPIX | 3,138 | 3,075 | 2,785 | +2.0% | +12.7% |
| (欧)ユーロ・ストックス50種 | 5,530 | 5,352 | 4,896 | +3.3% | +12.9% |
| (英)FTSE100指数 | 9,350 | 9,187 | 8,173 | +1.8% | +14.4% |
| (中国)上海総合指数 | 3,883 | 3,858 | 3,352 | +0.6% | +15.8% |
| (香港)ハンセン指数 | 26,856 | 25,078 | 20,060 | +7.1% | +33.9% |
| (ブラジル)ボベスパ指数 | 146,237 | 141,422 | 120,283 | +3.4% | +21.6% |
| (インド)SENSEX30指数 | 80,268 | 79,810 | 78,139 | +0.6% | +2.7% |

| 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 | 148.88 | 146.92 | 158.18 | +1.3% | -5.9% |
| ユーロ | 174.47 | 171.47 | 164.92 | +1.7% | +5.8% |
| 英ポンド | 199.86 | 198.47 | 199.02 | +0.7% | +0.4% |
| スイスフラン | 186.52 | 183.19 | 175.35 | +1.8% | +6.4% |
| 豪ドル | 97.89 | 95.98 | 98.50 | +2.0% | -0.6% |
| 加ドル | 106.91 | 106.84 | 109.77 | +0.1% | -2.6% |
| 中国元※ | 20.75 | 20.58 | 21.53 | +0.8% | -3.6% |
| ブラジルレアル※ | 27.73 | 27.05 | 25.44 | +2.5% | +9.0% |
| インドルピー | 1.69 | 1.69 | 1.86 | ±0% | -9.1% |
| ロシアルーブル | 1.79 | 1.83 | 1.51 | -2.2% | +18.5% |
| タイバーツ | 4.62 | 4.55 | 4.64 | +1.5% | -0.4% |
| 南アフリカランド | 8.62 | 8.31 | 8.47 | +3.7% | +1.8% |

(※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 | 4.13% | 4.21% | 4.57% | -0.08% | -0.45% |
| 日10年国債利回り | 1.63% | 1.60% | 1.08% | +0.04% | +0.55% |
| 独10年国債利回り | 2.66% | 2.68% | 2.36% | -0.01% | +0.30% |
| 豪10年国債利回り | 4.37% | 4.31% | 4.37% | +0.05% | -0.00% |
| 米政策金利(FFレート) | 4.25% | 4.50% | 4.50% | -0.25% | -0.25% |
| 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% | 2.15% | 3.15% | ±0% | -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) | 63.17 | 64.36 | 72.44 | -1.8% | -12.8% |
| 金(1オンス、ドル) | 3,833.93 | 3,441.44 | 2,625.35 | +11.4% | +46.0% |

※ 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9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