



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

年末にかけて株価ラリーは継続するか

■ グローバル資産クラス

流動性環境は非常に良好で、世界経済は改善しており、企業収益も引き続き堅調です。これに第4四半期は株価が上昇しやすいという季節性が加わり、2025年末にかけて株式をオーバーウェイトとする十分な材料が揃っていると考えています。これらを考慮し、株式のオーバーウェイト(ベンチマークより高い投資比率)、債券のアンダーウェイト(ベンチマークより低い投資比率)、キャッシュのニュートラル(ベンチマーク並みの投資比率)を維持します。

■ 株式:地域別・スタイル別

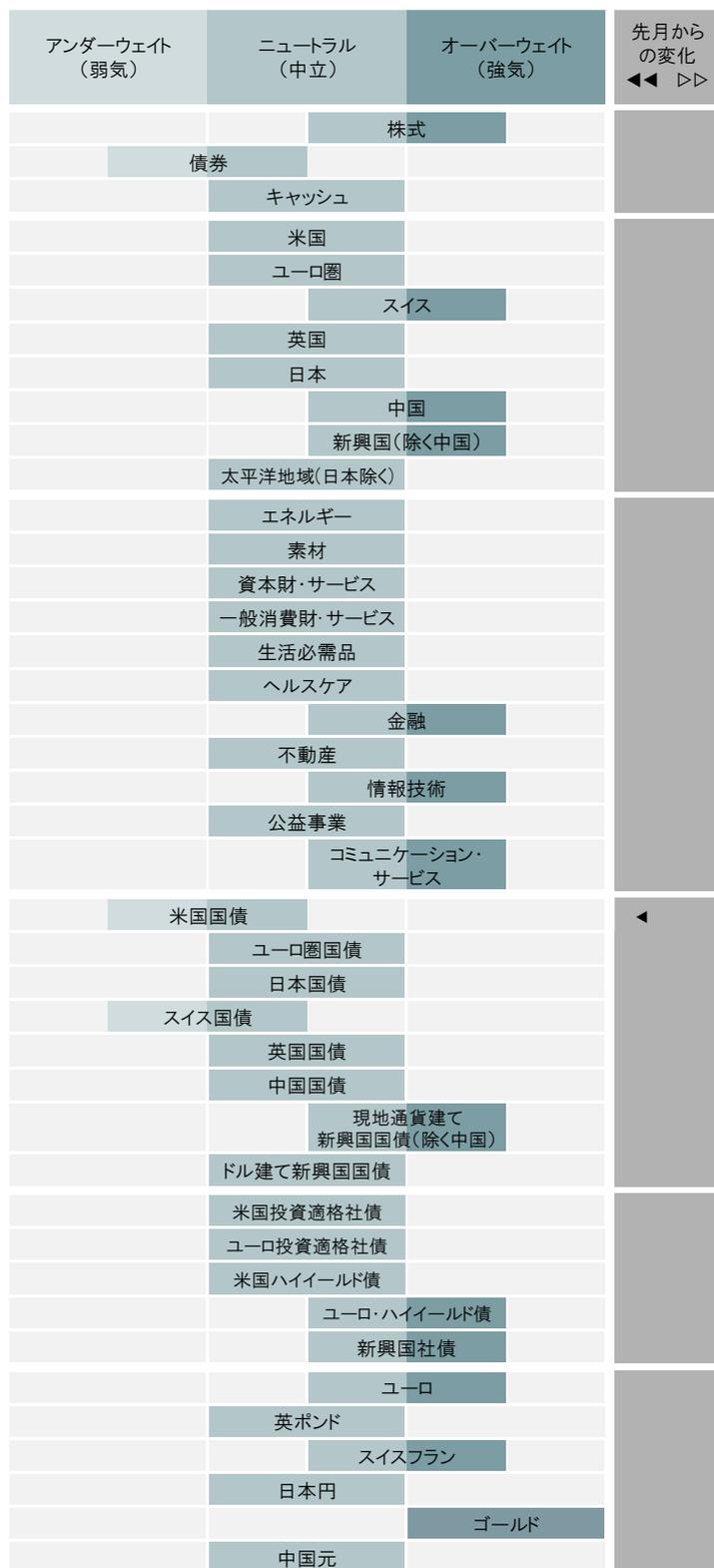
地域別では、中国を含む新興国株式のオーバーウェイトを継続します。新興国においては、インフレが総じて抑制されており、多くの中央銀行が金融政策を緩和し、成長を支援することが可能になっていると考えています。

■ 株式:業種別

業種別では、情報技術(IT)セクターと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。AI(人工知能)関連の設備投資ブームの恩恵を受け、引き続き強い収益が期待できます。また、金融セクターのオーバーウェイトも維持します。事業環境の見通しが良好で規制緩和から恩恵を受ける可能性も期待されるほか、バリュエーション(投資価値評価)も引き続き魅力的です。

■ 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(基礎的条件)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おり、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。



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

年末に向けて楽観論が優勢

波乱が多かった2025年も終わりに近づく中、株式市場には楽観的な空気が漂っています。流動性環境は非常に良好で、世界経済は改善しており、企業収益も引き続き堅調です。これに第4四半期は株価が上昇しやすいという季節性が加わり、2025年末にかけて株式をオーバーウェイトとする十分な材料が揃っていると考えています。とはいえ、リスク資産のリスクプレミアムは安全資産に対して極めて小さく、バリュエーションは高水準にあるため、株式にはショックに対する緩衝材がほとんどありません。株式のみならず他の資産クラスにおいても、選別的であることが重要と考えています。具体的には、株式全体のオーバーウェイトを維持しつつも、米国株式よりも新興国株式により強気な見方をしています。また、米国国債については利回りが低すぎると考え、アンダーウェイトに投資判断を引き下げます。インフレ率が3%近辺にある中、市場は米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げ幅を過大評価している可能性があると考えています。同時に、経済成長が予想を上回るペースとなる可能性もあり、米国の国債利回りが再び上昇する可能性があると考えています。

ピクテの景気循環指標は、足元において経済状況が改善していることを示しており、特に米国や英国、スイスなどで予想を上回っています。その結果、米国のGDP成長率予測を今年0.2パーセント・ポイント引き上げて1.8%、2026年は1.5%と修正しました。米国の消費者心理は弱く、労働市場は勢いを失っていますが、経済活動は堅調で、住宅セクターは緩やかな回復軌道に乗っているようです。新興国市場に対する見通しは引き続き明るいです。インフレは抑制されており、新興国の多くの中央銀行が金融政策を緩和し、成長を支援することが可能になっていると考えています。輸出はパンデミック前の水準を上回るほどに回復し、特に

新興国間の貿易が活発です。これが新興国株式、現地通貨建て新興国債券、新興国社債のオーバーウェイトの大きな根拠となっています。

流動性環境も良好で、世界の中央銀行の約83%が現在緩和的な金融政策を行っています。民間部門による流動性供給もAI主導の企業支出拡大と銀行融資の増加に支えられて堅調です。米国については、FRBによる追加利下げをあと25ベース・ポイント1回だけ予想しています。投資家はFRBの独立性が損なわれるリスクを懸念していますが、短期的にはその可能性は低いと考えており、債券市場が来年末までに約80ベース・ポイントの利下げを織り込んでいるのに対して、ピクテはタカ派的な見方をしています。欧州では、欧州中央銀行(ECB)は現在様子見の姿勢ですが、今後数カ月でさらに1回の利下げが行われる可能性があると考えています。欧州は2024年6月以降にECBが実施した8回の利下げによる景気刺激効果と今後の財政拡大の見通しから、株式にとって好ましい環境が続くとみています。中国の金融緩和についても比較的控えめな見方をしています。国内需要の弱さは緩やかな金融緩和政策の継続を正当化しますが、輸出の堅調さと最近の財政支援の拡大により、積極的な利下げの緊急性は低いとみています。中国人民銀行(中央銀行)が金利をさらに10ベースポイント、預金準備率(RRR)を50ベースポイント引き下げると予想しています。日本は金融政策が引き締めモードにある数少ない主要経済国の一つであり、今後数カ月で少なくとも1回の利上げが行われると予想しています。財政支出拡大の見通しが、より引き締めの金融政策へと促す可能性があり、それによって日本の投資家が資金の一部を国内資産に移動させ、円高進行に寄与するとみています。また、円の下落基調が続けば、円安を止めるための公的介入のリスクが高まるとみています。

ピクテのバリュエーション指標は慎重さがより必要な状況を示唆しています。多くの資産が長期トレンド

ドを上回るバリュエーションで取引されています。この状況は特に米国株式で顕著で、株価売上高倍率は約3.5倍と、1990年代後半のドットコムブーム時のピークを超えています。約3%の米国株式リスクプレミアム(12カ月の株式益利回りから10年国債の実質利回りを差し引いたもの)は極めて低位であり、インフレや成長ショックに対するバッファは非常に限定的です。そのため、株式配分は他の地域、特に魅力的なバリュエーション、強固なファンダメンタルズ、力強い株価と収益のモメンタムを誇る新興国株式を選好します。一方で米国を除けば、高いレバレッジや過度に膨らんだ収益期待など、典型的なバブルの兆候はまだ見られていないと考えています。基本シナリオでは、今後1年間でバリュエーション指標に7%程度の調整が生じる可能性はあるものの、堅調な企業収益の成長を受けて株式のリターンは一桁台のプラスとなることを予想しています。

ピクテのテクニカル指標は株式に対する強気の姿勢を支持しています。年末に向けた株式の季節性はポジティブな材料であり、短期のトレンド指標も良好です。投資家の需要は、堅調な企業収益と景気悪化リスクの後退を背景に引き続き良好です。さらに、投資家のポジションも過度に楽観的にはなっておらず、オプションにおける株式のネット・コールの残高はピークから後退しています。またM&Aの資金フローも引き続き非常に活発です。

■ 地域別・業種別の株式市場

新興国に強気な見通し

主要株式市場の企業は引き続き好調な業績を上げており、米国では80%以上が事前予想を上回っています。バリュエーションの割高感が強まっている一方で、企業収益の見通しは引き続き良好と考えています。しかし、いくつかの理由から米国以外の市場を選好しています。一つは割高なバリュエーションです。米国株式は予想収益の約23倍という高い水準で取引されており、経済成長の鈍化やインフレ上昇、米国の制度面における信頼性低下などのリスクに対するバッファがほとんどありません。さらに、株価売上高倍率で見ると、ドットコムバブル時の水準を超えています。しかしながら、アンダーウェイトに転じることは避け、ニュートラルの姿勢を維持します。これは、米国企業の収益成長の勢いが引き続き世界の他の地域を上回っており、最近のアナリストらの業績予想の上方修正がこの傾向の継続を示しているためです。新興国株式については、オーバーウェイトを維持します。AI関連の支出ブームの恩恵を受けた中国、韓国、台湾に集中するのではなく、幅広い新興国で投資を分散することが有効と考えています。インドは相対的にバリュエーションが魅力的です。ラテンアメリカ、特にブラジルも、この地域が大幅な利下げの余地を持つと考えられるため魅力的とみています。オーバーウェイトとしているスイス株式は、マクロ経済見通しの改善と魅力的なバリュエーション水準に支えられています。さらに重要なのは、スイス株式に代表されている高くオリティ企業のパフォーマンス改善の兆候が見られていることです。ユーロ圏株式のニュートラルは維持します。バリュエーションは引き続き魅力的ですが、ユーロ圏株式はより強い収益成長と財政拡大による実体経済への波及が必要と考えています。また、マネーと信用の伸びの軟化の初期兆候が見られます。欧州企業も収益成長率は、2025年の4.2%から来年は4%を下回

る水準に減速すると予想しており、これはコンセンサス予想の約15%とは対照的です。

業種別では、ITセクターとコミュニケーション・サービス・セクターについて、AI関連の設備投資ブームの恩恵を受け、引き続き強い収益を上げているため、オーバーウェイトを維持しています。金融セクターは、事業環境の見通しが良好で規制緩和から恩恵を受ける可能性も期待されるほか、バリュエーションも引き続き魅力的であるため、オーバーウェイトを維持します。ヘルスケアは引き続きニュートラルを維持しますが、薬価や関税に関する政策の不確実性が薄れつつあること、さらにAI企業からライフサイエンスツール、医療技術、診断への投資が増加していることから、注目しています。

■ 債券・為替

米国国債の投資判断を引き下げ

FRBの利下げ期待を市場が過大評価していると考えられることと、米国経済が堅調な中で今後数カ月間にインフレが予想以上に上振れする可能性があることから、米国国債をニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。FRBが量的引き締めプログラムを停止し、10月の会合で0.25%の利下げを決定したことは十分に予告されていました。また、会合でのややタカ派的な発言にもかかわらず、市場は金利がどこまで下がるかについて過度に楽観的なように見受けられます。市場は2026年末までに約3.5パーセント・ポイントの利下げを織り込んでいますが、私たちの予想はわずか0.25パーセント・ポイントの利下げ1回のみです。今後数カ月間でトランプ大統領がFRB理事に自分寄りの人物を送り込むという憶測が高まっており、これは中央銀行の独立性を損なう恐れがあり、必要以上に低い金利への利下げにつながる可能性があります。しかし、現時点ではその可能性は比較的低いと考えています。同時に、米国経済は労働市場の弱さにもかかわらず底堅さがあり、インフレ圧力を過小評価すべきではないと考えています。これは金利が下がるにつれて銀行の融資意欲が高まることで裏付けられる可能性があります。実際、米国経済はユーロ圏と比較してますます健全に見えており、米国とドイツの国債利回りの格差が縮まり過ぎていると考えています。さらに、米国国債は最近の経済成長トレンドと比較して割高に見えます。長期的には、長期国債の利回りと経済成長率(名目)は概ね一致する傾向がありますが、現在の10年米国債の約4%の利回りは、足元のコンセンサス予想である約5%の米経済成長率(名目)を大幅に下回っています。一方、クレジット・スプレッド(国債に対する上乘せ利回り)は低水準にあり、潜在的な市場ショックをカバーするための追加的な利回りがほとんど提供されていません。これまでのところ、ストレスの兆候がプライベート・クレジット市場で見受けられ、公開市場での短期的

なボラティリティを引き起こしています。一方で、ユーロ圏のハイ・イールド債については、ボラティリティ調整後の利回りが魅力的であるため、オーバーウェイトを維持しています。

新興国通貨は以前ほど割安ではありませんが、まだ魅力的と考えています。ラテンアメリカの実質利回りは5～10%の範囲にあります。新興国経済のファンダメンタルズは引き続き良好で先進国経済よりも力強く、インフレ率は低下しており、米ドル安の進行が大きな追い風となっています。これらを踏まえて、現地通貨建て新興国債券(中国を除く)と新興国社債に対するオーバーウェイトを維持します。米ドルはさらに下落すると予想しており、ユーロとスイスフランのオーバーウェイトも維持しています。金に対するオーバーウェイトについても維持します。貴金属価格の急激な上昇によりバリュエーションが高水準に達していることに注目していますが、実質利回りの低下や米ドル安、先進国全体で公共部門の赤字が大幅に拡大するリスクなどが金のサポート材料となるとみています。

■グローバル市場概況

新興国株式市場が輝く

株式全般が好調だった10月において、新興国株式は再び際立ったパフォーマンスを示しました。新興国株式は現地通貨ベースで約4.6%の月間リターンとなりました。アジアの新興国株式のリターンが約5%と先導しました。グローバル株式の月間リターンは約2.8%でした。新興国市場は堅調な経済ファンダメンタルズの恩恵を受けています。これまでのところ、米国の関税政策の影響をかわすことに成功しています。アジアの新興国は年初来で現地通貨ベースで約32%のプラスリターンと特に堅調であり、ラテンアメリカも約30%と僅差で続いています。前者は米国株式のほぼ2倍のリターン

となっています。また米ドルベースでは、新興国株式はさらに大きなプラスリターンを記録しました。韓国のような大きなテクノロジーセクターを持つ国々は、AIブームの恩恵を特に受けており、このブームは米国株式に集中した投資家のポジションからの多様化を求める動きの中で、グローバルサプライチェーンの重要なプレーヤーとして存在感が高まっています。珍しいことに、新興国株式は素材セクターとエネルギー・セクターが冴えない展開となる中でも堅調でした。過去においては新興国市場は商品市場の動きに連動する傾向が頻繁に見られました。

新興国債券も堅調な経済ファンダメンタルズを背景に比較的好調でした。現地通貨建て新興国国債の月間リターンは約0.5%となり、年初来では約16%のリターンとなっています。米ドル建て新興国国債の月間リターンは約2%でした。しかし、最も好調だったのは英国国債で、引き締め的な金融政策が最終的にインフレ率を目標に向けて押し下げ始めていること、そして緊縮財政的な政府予算となるとの観測などから、月間リターンは約3%となりました。新興国社債は現地通貨ベースで月間で約0.7%のプラスリターンとなりました。プライベート・クレジット市場の一角においてストレスの兆候が見られた中で、欧州と米国のハイ・イールド債はともにやや低調な推移となりました。

今年は米ドル安の進行が新興国市場に広く恩恵をもたらしていますが、10月単月では米ドルは堅調に推移しました。FRBのややタカ派的な姿勢への転換が、米ドルのサポート材料となりました。

※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10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	47,563	46,398	42,544	+2.5%	+11.8%
(米) ナスダック総合指数	23,725	22,660	19,311	+4.7%	+22.9%
(日) TOPIX	3,332	3,138	2,785	+6.2%	+19.6%
(欧) ユーロ・ストックス50種	5,662	5,530	4,896	+2.4%	+15.6%
(英) FTSE100指数	9,717	9,350	8,173	+3.9%	+18.9%
(中国) 上海総合指数	3,955	3,883	3,352	+1.9%	+18.0%
(香港) ハンセン指数	25,907	26,856	20,060	-3.5%	+29.1%
(ブラジル) ボベスパ指数	149,540	146,237	120,283	+2.3%	+24.3%
(インド) SENSEX30指数	83,939	80,268	78,139	+4.6%	+7.4%

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	154.10	148.88	158.18	+3.5%	-2.6%
ユーロ	178.31	174.47	164.92	+2.2%	+8.1%
英ポンド	202.78	199.86	199.02	+1.5%	+1.9%
スイスフラン	192.24	186.52	175.35	+3.1%	+9.6%
豪ドル	101.07	97.89	98.50	+3.2%	+2.6%
加ドル	110.19	106.91	109.77	+3.1%	+0.4%
中国元*	21.66	20.75	21.53	+4.4%	+0.6%
ブラジルリアル*	28.61	27.73	25.44	+3.2%	+12.5%
インドルピー	1.75	1.69	1.86	+3.6%	-5.9%
ロシアルーブル	1.94	1.79	1.51	+8.4%	+28.5%
タイバーツ	4.77	4.62	4.64	+3.2%	+2.8%
南アフリカランド	8.92	8.62	8.47	+3.5%	+5.3%

(*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	4.08%	4.13%	4.57%	-0.05%	-0.49%
日10年国債利回り	1.64%	1.64%	1.08%	±0%	+0.56%
独10年国債利回り	2.60%	2.67%	2.36%	-0.08%	+0.23%
豪10年国債利回り	4.31%	4.37%	4.37%	-0.06%	-0.05%
米政策金利(FFレート)	4.00%	4.25%	4.50%	-0.25%	-0.50%
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)	61.75	63.17	72.44	-2.2%	-14.8%
金(1オンス、ドル)	3,978.95	3,833.93	2,625.35	+3.8%	+51.6%

※ 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