

資産運用設計契約をお結びいただいている皆様へ

2025 年 6 月度 Monthly Report

1. 今月のコラム

【私たちはまわりに流されやすい】

□なぜあんな戦争をしたのか

ずっと前から考えてきたことがあります。

今の日本人は几帳面で真面目です、外国からやってくる旅行者に対しても親切ですし、細かい心遣いもします。

そんな日本人がなぜあんな戦争をしてしまったのでしょうか。

戦争では随分と残虐なことをしていますし、非人道的なこともやったと伝えられています。とてもではありませんが、今の日本人と同じ人たちがやったことだとは思えません。

僕はながいことこの点が不思議だったのですが、この歳になってその理由がわかるようになってきました。

戦争は誰が起こしたのか・・・、

一部の政治家や軍のトップが暴走したという見方は確かに正しいと思います、でも果たしてそれだけだったのでしょうか。僕は違うと思います、確かにそういった面もあると思いますが、当時の新聞や記録類など見返しますと決してそれだけではありません。学者や知識人、会社員からその家族まで幅広い国民が戦争を支持していたことがわかります。もちろんその背景には政治や軍、さらには新聞や雑誌などによって作られた世論があったと思いますが、それを含め日本人が持つ思考特性、いいかえれば国民性によるものではなかったのでしょうか。

周りの人の意見に影響されやすく、自ら考えることなく同調してしまう。

そんな日本人の国民性が開戦の背景にあったのだと僕は思います。

□日本人がもつ強い同調性

日本人がもつ強い同調性によって起きた現象は他にもあります。

たとえば 1980 年代に起きた経済バブルです。

僕はすでに新入社会人でしたので当時の空気感はよく覚えています。象徴的だったのは NTT の上場で、国民の多くが新規上場株の抽選に熱狂しました、ちなみにウチの母親もその一人です。めでたく一株購入できました、なつかしい……。テレビでは連日株価の高騰のニュースが伝えられましたし、僕自身も飲み屋で同僚たちと株の話をよくしたものです。

株と並んで皆が熱中したのは不動産でした。会社の先輩にも「にわか不動産王」がいて、その人は多額の借金をして何室ものワンルームマンションに投資していました。そりゃそうです、不動産の価格は毎月のように上がってゆき、借金をして投資をすればするほど含み益が増えるといったあんなに簡単でした。株にせよ不動産にせよ、身近な人の儲け話は周りの人に伝染し、それを実践した人がまた儲かり、その人がまた儲け話を広めてゆきました。マスコミや証券会社、銀行、不動産会社などの責任も重かったと思います。かれらは彼らの利益のため国民を煽り、こうやって恐ろしいほどのスピードでバブルは育っていききました。

なぜあんなにもすごいバブルが発生したのか……。当時の日本の経済成長性や、その成長がいつまでも続くと考える多くの人たち、それを煽って一儲けたくらむマスコミや金融機関など、いろいろな理由が絡まってあの恐ろしい現象が起きたのですが、それらを深くたどってゆくと、やはり日本人が持つ強い同調性に行き着かざるをえません。

自分の頭で考えることなく、政治家や知識人、マスコミや専門家、さらには平凡に生活を営んでいる隣人に至るまで、周囲の意見をなんの疑問もなく取り入れ、自らそれに支配されてしまう……。日本人が持つあまりに強い同調性がバブルの根源にあったと考えざるをえません。

バブル崩壊後の日本も逆の意味で、この強い同調性に支配された社会だったと思います。

30 年デフレ、日本の国力の低下、貧困化、安い日本、財政の悪化……。この 30 年で起きたことはさまざまな言葉で象徴されますが、何のことはありません、この間起こったこと

はバブルの裏返しにすぎず、これもまた日本人の強すぎる同調性に起因した現象です。

日本以外でも共鳴現象は常に起こっていますが、日本のように頻繁に起きる国を他に知りません。

日本人には、よほど強い周囲への同調意識が刻まれているのではないのでしょうか。これは島国である日本の地理的特性と無縁ではないと思いますし、閉鎖性の高い江戸時代に醸し出されたものかもしれません。

周囲との同調は、それ自体決して悪いことではないと思います、社会は安定し犯罪は少ないですし、皆がお互いを意識しますので町は清潔です。冒頭のように海外からの旅行者に親切におもてなしするのも、このような日本人の国民性による部分がおおいと思います。

□自分の中にカネの成る木を育てる

一方で投資という観点でみるとどうでしょう。

株の世界では大勢による一斉行動はバブルを招きやすいですし、そもそも大勢で動くから安全という世界でもありません。むしろマスコミや金融機関、専門家など周囲の意見に流されず、自分の頭で行動することで投資効率が高まる世界です。

もちろん自らの判断で動くには、経験や知識、さらには揺るがない自信が求められます。それでも自分の頭で判断しようと努力することはできるはずです、一朝一夕にはいきませんが、千里の道も一歩から、そのような習慣はやがて皆さんのなかで「カネの成る木」に育つはずです。

2. 当月の概要

① 株式

今月（2025年6月）の世界株は先月に続き上昇しています。7/9にはトランプ関税の交渉期限を迎えますが、市場は楽観に傾いているようです。

では今月もアメリカ株から見ておきましょう、今月はアメリカハイテク企業の多くが上場しているNASDAQ指数です。

NASDAQ は今年 1 月まで上昇基調にありましたが、それ以降は中国のディープシーク・ショック、4 月のトランプ関税ショックの連発で下落、そこから急速に回復して現在に至る、こんな感じです。ちなみに現在の値は史上最高値水準です。

中国のディープシークが、激安で AI プログラムを開発したのは大きなショックではありましたが、「競争原理が維持されむしろ市場は拡大する」という考えが正しかったと証明されつつあります。トランプ関税も大きなショックではありましたが、交渉を有利に運ぶための「高めの球」にすぎなかったことに市場は気づきつつあるといえるでしょう。

市場は改めて AI 市場の成長と、先端半導体の市場拡大に自信を深めつつあるようです。

(NASDAQ 株価指数 1 年間の推移、楽天証券サイトより転載)



続いて日本株です。

下のグラフは日経 225 の 1 年間グラフです。ご覧のようにこちらも「トランプ関税ショック」以前の水準に戻りました。日本株に関しては 7/9 の交渉期限を無視する形になっています、これも「高めの球」と見切っているのでしょうか。

(日経 225 平均株価指数 1 年間の推移、楽天証券サイトより転載)



続いて 2025 年 6 月 26 日時点の年初来騰落率です、右側の () 内数字は 2024 年の年間騰落率です。

- ・ 日経 225 -1.0% (+19.2%)
- ・ NY ダウ -1.9% (+12.9%)
- ・ 香港H株 +21.3% (+19.4%)
- ・ 中国 (上海総合) +1.0% (+15.0%)
- ・ インド SENSEX +7.0% (+8.8%)
- ・ インドネシア ジャカルタ総合 -2.6% (-3.3%)
- ・ ブラジル ボベスバ +14.0% (-9.4%)
- ・ 英国 FTSE100 +7.6% (+5.2%)
- ・ ドイツ DAX +18.8% (+18.7%)

② コモディティ

今月 (2025 年 6 月) の商品相場は激しく変動しました。月初時点の CRB は 290 台でしたが、その後はイスラエルによるイラク攻撃で原油相場が上昇し、CRB 指数は 315 近くまで上がりました。が、その後は両国間で停戦が合意され足元は再び 290 台です。

以下 CRB の 2 年グラクをご参照ください。

(CRB 指数、直近 2 年間の推移：Stock Charts 社サイトより転載)



上のように商品相場に「行って来い」でしたが、注目のプラチナは上昇しました。

下のグラフはプラチナ 1 オンス当たりの価格（ドル建て）の推移で、グラフは直近 1 年です。ご覧のように今月半ばから急騰し、足元の 1 オンス≒1390 ドルは直近 1 年間の最高値です。

直近 1 年間のグラフをみると、今年 4 月に始まった急騰が目になりますが、振り返れば過去何度かプラチナは上昇しています、でも、それらの上昇はいずれも一時的なものにとどまり半年程度で定位置の 1000 ドル±20%内に戻っています。

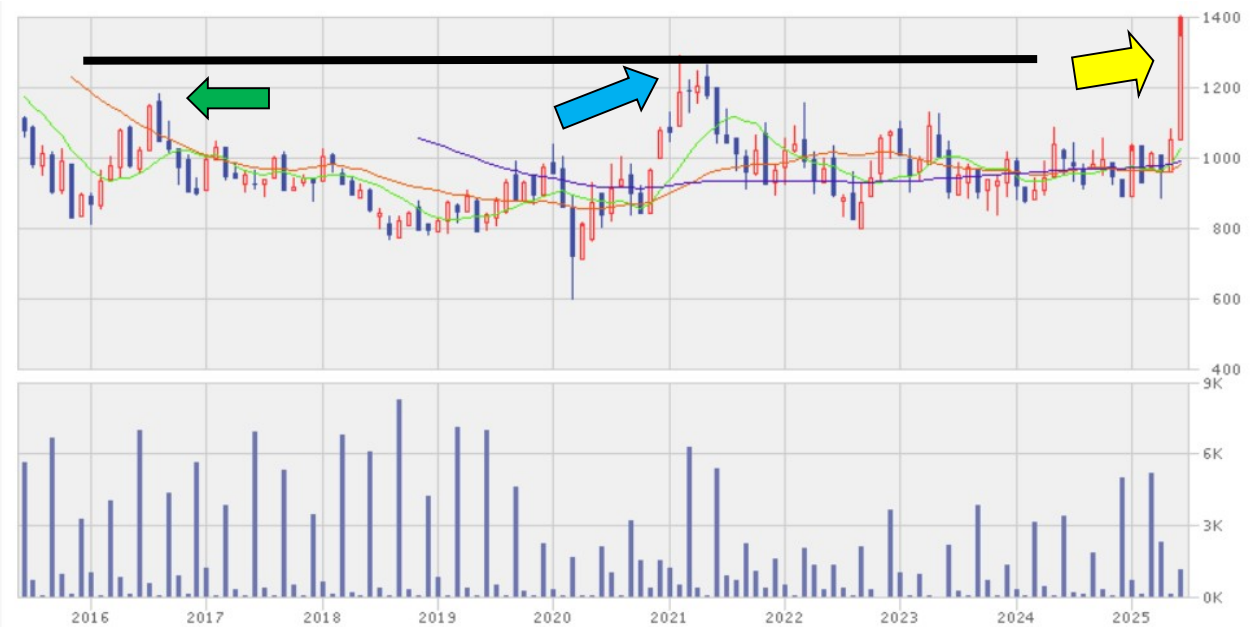
では今回はどうなのでしょう、また半年程度で定位置に戻るのでしょうか。

(プラチナの先物価格 1 年間の推移、楽天証券サイトより転載)



先月は3年グラフを紹介しましたが、今回は10年グラフを添付させていただきます、以下ご覧ください。

(プラチナの先物価格10年間の推移、楽天証券サイトより転載)



ご覧のように過去10年で3回の大きな上昇が見られますが、今回（黄色）はここ10年になかった水準まで上がっていることがわかります。

ここまでくれば「またか、どうせ元に戻る」と言い切れない水準でだと思います、ガソリ

ン車の衰退という「実需の減少問題」はありますが、一方で「プラチナを現物資産と考えた場合、金と比べて安すぎ問題」もあります。実際に「金価格の値上がりから、中国人の宝飾需要がプラチナに移ってきた」という見方も出ているようです。

ここからさらに 1500 ドル、1700 ドル、2000 ドルと上がっていくのかどうか・・・、その点に自信があるわけではありませんが、プラチナには打診買いを入れてみようと思います。

続いて年初来の商品指数の騰落率を振り返っておきましょう。なお左側数字は 2025 年 6 月 27 日時点の年初来騰落率、右側の（ ）内数字は 2024 年の年間騰落率です。

- ・ 金 +25.3% (+28.2%)
- ・ 銀 +24.4% (+23.4%)
- ・ プラチナ +52.5% (-7.6%)
- ・ 銅 +25.7% (+4.0%)
- ・ 原油 (WTI) -8.4% (+1.7%)
- ・ 大豆 +2.3% (-21.7%)
- ・ トウモロコシ -10.0% (-1.1%)
- ・ 小麦 -5.1% (-9.1%)

3. 現物資産のお話し

■これからの貨幣と金

□ニクソンショックで変わった貨幣と金の関係

先月の当欄でお話ししましたが、人間がちゃんと打刻された通貨を使い始めたのは紀元前 600 年前後です。そこから現在まで 2600 年ほど経っていますが、私たちはその期間のほとんどを金や銀、銅などで作った貨幣、もしくは金との交換が保証された紙幣を使い続けてきたことになります。

この安定状態に大きな変化が起きたのは 1971 年に起きたニクソンショックです、当時のアメリカ大統領ニクソンはドルと金の交換停止を宣言しました、それまではドルをもっていけばアメリカ政府が金と交換してくれたのですが、この時点から交換が停止されたのです。

ニクソンショック以前も銀貨や銅貨、ニッケルや白銅など卑金属、もちろん紙の貨幣も使われていましたが、いずれも（概ね）ドルを介して金との交換が保証されていたわけで

す。したがってニクソンショック以前とそれ以降では、貨幣の性格が一変したと言っていいでしょう、「貨幣が完全に金と切り離された」という意味で・・・。

□この 55 年で起きたこと

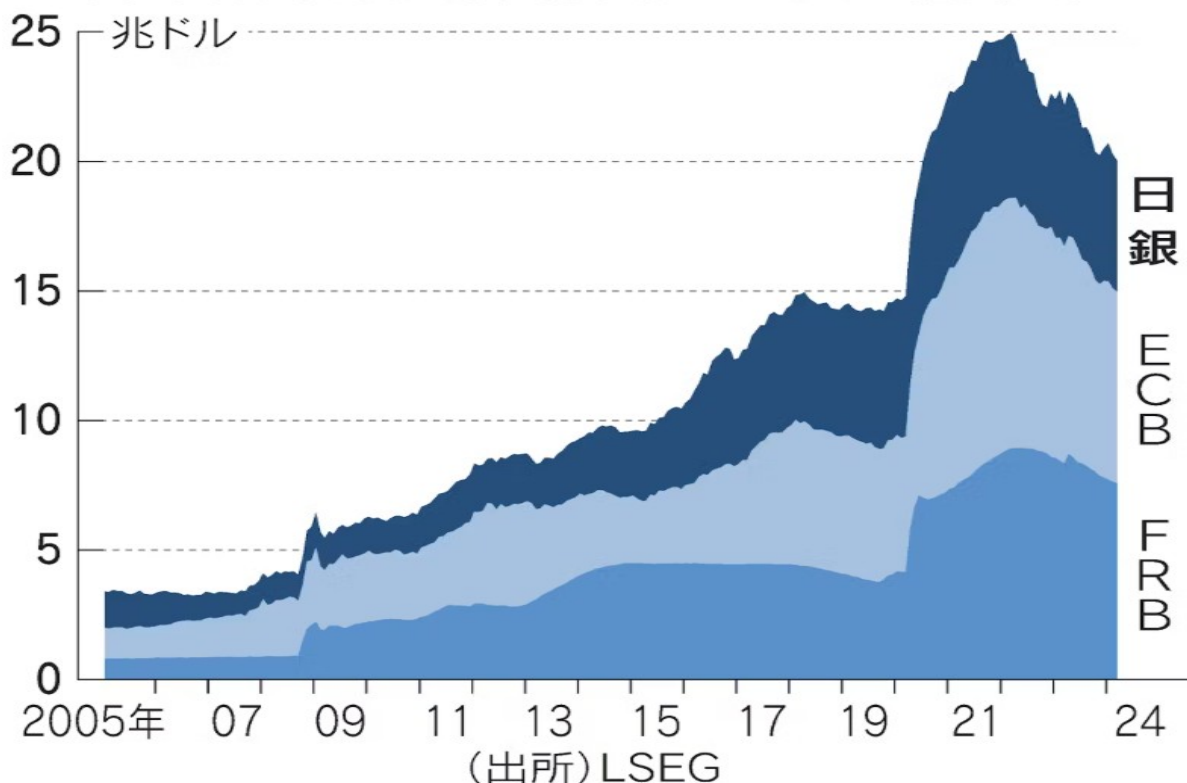
上記のようにニクソンショック以降、貨幣は金と完全に切り離されました、つまり貨幣はニクソンショック以前の 2600 年と、それ以降の 55 年で全く性格を変えてしまったといっ

ていいでしょう。

ではこの 55 年でどんなことが貨幣の世界で起きたのでしょうか、ここで少し整理しておきたいと思います。

まず起きたのは貨幣の大量供給です、ニクソンショック以前、各国の政府は貨幣と金の交換を保証するため、貨幣の発行量を一定程度の範囲にとどめる必要がありました。が、1971 年にそのタガが外れてしまったといえるでしょう。その結果、各国の中央銀行は大量の貨幣印刷を常態化させ現在に至っています。

(日米欧 3 中銀の保有資産の残高推移 2005 年以降、日本経済新聞 2024.3.21 記事)



上のグラフは日米欧3つの中央銀行の資産残高の推移ですが、大雑把に言ってこれだけの紙幣を市場に供給してきたと言っていいでしょう。

3中銀は危機のたびに貨幣の供給量を増やしてきました、足元では少し回収に向かっていますが、いずれまた危機はやってきます。そもそも金融危機に対し、政府や中央銀行が採れる手段は利下げと貨幣供給しかありません。過去55年そうだったように、今後も貨幣の供給量は増え、逆に相対的な金や現物資産の価値は高まることになるでしょう。

もう一点この55年で起きた顕著な出来事は、仮想通貨に代表される「電気信号マネー」の登場とその拡大です、これもまた上のように各国政府、なかでもアメリカによる紙幣バラマキの帰結でしょう。

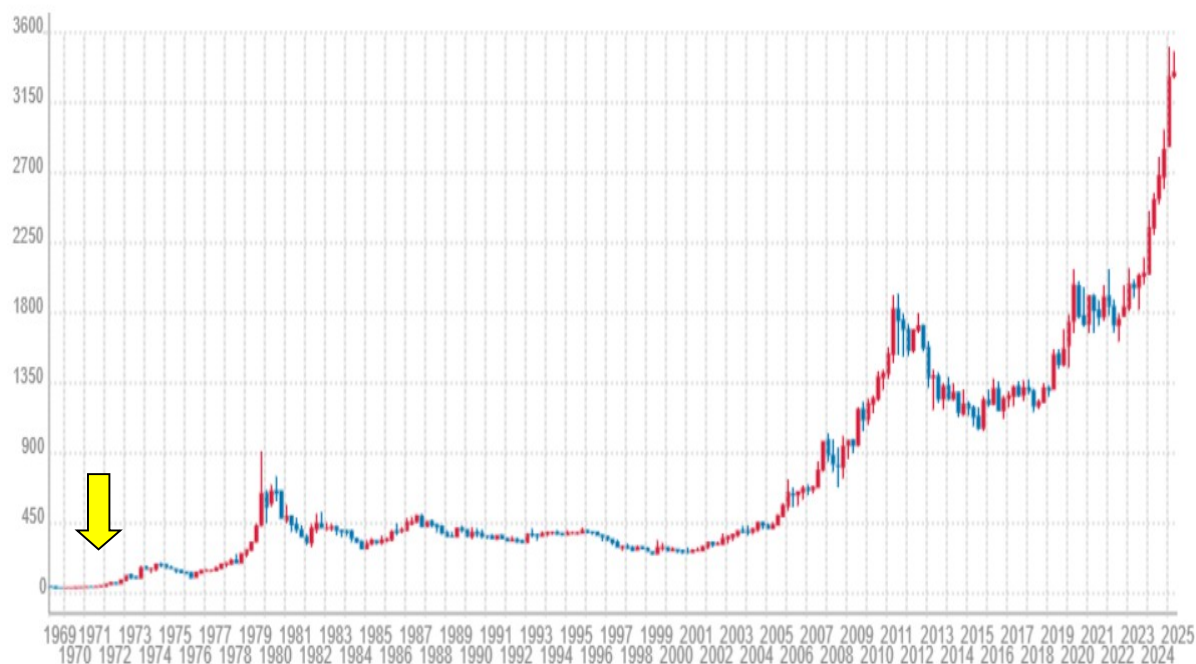
(ビットコイン価格 2016 年以降のグラフ、Investing.com サイトより転載)



この55年で起きたことの3つ目は金価格の上昇です。

下のグラフはニクソンショック直前の1969年以降の1オンス当たり金価格です。1971年以前の金価格は1オンス=35ドル(黄色矢印)で固定されていましたが、それ以降は上昇し続け足元では1オンス=3300ドルほどです。

(ドル建て1オンスあたり金価価格1969年以降のグラフ、「かぶれん」サイトより転載)



上の3つのグラフは何を語っているのでしょうか。

僕は貨幣の供給過多と、それに伴って起きてしまった貨幣価値の希薄化だと思います。そしてその起点は1971年の金とドルの交換停止にあると思います。

□では今後の貨幣と金の関係はどうなるか

ここからは僕の想像です。

上の推測、つまり現在貨幣の世界で起きているのが「ドルと金との交換停止によって起きた貨幣の供給過多と、それに伴って起きた貨幣価値の希薄化」という推測が正しければ、これから何が起きるのでしょうか。

一つの可能性は、各国が共同して「法定の貨幣や電気信号マネーの発行量に制限を加える」という予想です。でもこれは理想にすぎず、おそらく近未来の人間はそんなに賢くないでしょう。

もう一つの可能性は、「このまま貨幣の発行量はどこまでも増え続ける」という予想で、これがメインのシナリオになると思います。そもそも金の価格が上がってもだれも困りませ

ん、これは産業用途が少ない金ならではの特徴です。これからもたびたび金融危機が起きるのは間違いありませんし、世界の経済規模も間違いなく拡大し続けるでしょう。これらはいずれも通貨発行量（「法定の通貨」と「電気信号マネー」の合計）を増やす要因です。

結果として起きるのは相対的な金や現物資産価格の上昇で、いまのところこの現象に終着点はみえません。

今後の見通しについて

① 概要

以下は、私が予想する各市場の向こう3カ月程度までの見通しです、（今回は見通しを変えておりません）

なお評価の目安は以下のとおりです。

★☆☆☆☆	最も弱気
★★☆☆☆	やや弱気
★★★☆☆	中立
★★★★☆	やや強気
★★★★★	最も強気

株式

先進国株式	★★★★☆☆
新興国株式	★★★★☆☆

コモディティ

コモディティ全般	★★★★☆☆
----------	--------

Gold	★★★★★☆☆
Silver	★★★★★☆☆
Platinum	★★★★★☆☆
Palladium	★★★☆☆☆☆
農産物	★★★☆☆☆☆

原油 ★★☆☆☆

債券ほか

先進国債券利回り ★★☆☆☆

新興国債券利回り ★★★★★

マネージド・フューチャーズ ★★☆☆☆

米国不動産 ★★★★★

(注)赤字は先月から見通しを修正した部分

② むこう数か月の世界経済と投資戦略について

半導体株はトランプ関税ショック（2025 年 4 月/赤矢印）で当面の底を付け、5 月から 6 月にかけて急伸しています。

以下 SOX 指数（フィラデルフィア半導体株指数）をご参照ください。

（SOX 指数 5 年間の推移、Nikkei225 サイトより転載）



ここであらためて直近 SOX 指数のサイクルを整理しておきます。

前々回の下げ局面（2022 年 1 月のピークから 2022 年 10 月の底値まで）

- ・ピーク/緑矢印（2022 年 1 月 3 日）⇒4,009
- ・ボトム/青矢印（2022 年 10 月 14 日）⇒2,162

この間約 9 か月で、下げ率は 46%ほど。

前回の下げ局面（2024 年 7 月のピークから 2025 年 4 月の底値まで）

- ・ピーク/黄色矢印（2024 年 7 月 16 日）⇒5,804
- ・ボトム/赤矢印（2025 年 4 月 8 日）⇒3,563

この間約 9 か月、下落率 38.6%ほど。

今回の上昇局面（2025 年 4 月の底値から今に至るまで）

- ・ボトム/赤矢印（2025 年 4 月 8 日）⇒3,563
- ・現在（2025 年 6 月 24 日）⇒5,441

現在は直近安値（2025 年 4 月 8 日/赤矢印）に比べ 53%ほど高い水準。

このように現在はトランプ関税ショック（2025 年 4 月 8 日）に比べ、すでに 53%ほど高い水準にあります。前回のピーク（黄色矢印：2024 年 7 月の 5,804）に比べるとまだ 6%ほど低い水準にあることがわかります。

さて問題はここからです。

一つ目の関心事は、次回のピークの水準です。

上のように現在の SOX 指数は 5,441 で、すでにこれは前回ピークに比べ▲6%ほどまできています。ここからさらに上がるとしても、上げ余地はさほどないんじゃないかという疑問がわきます。

でも株価は時間の経過とともに上がっていきます、これは経済活動の活発化によって市場

が常に拡大しているからです。

半導体市場も同様で、今後さらに拡大してゆくのは間違いありません。この考えに基づけば、今回の SOX 指数のピークは前回のピーク（黄色矢印：2024 年 7 月の 5,804）を超えてゆくと考えるのが自然です。

では次回のピークはどのあたりを目指すのでしょうか。

この目安を立てるのに、前々回ピーク（緑矢印）と前回ピーク（黄色矢印）を比べるのは正しいアプローチだと思います。

上記のように

- ・ 前々回ピーク/緑矢印（2022 年 1 月 3 日）⇒4,009
- ・ 前回ピーク/黄色矢印（2024 年 7 月 16 日）⇒5,804

ですから、ピーク同志を比べると上昇率は 45%ほどになります。

- ・ $5,804 \div 4,009 \div 145\%$

まいどまいど同じピッチで株価は上がるわけではありませんが、今回のピーク水準を予想するうえで一つの目安にはなると思います。

でもあえてこの+45%という数字に「補正」を加えるとすれば、

前々回のピーク（緑矢印）は 2020 年以降のコロナによる半導体バブルによってかさ上げされている点に注目していいでしょう、逆に言えばこの「かさ増し」が無ければ

- ・ 前々回のピーク（緑矢印）はもう少し低い
- ・ であるならば前々回のピーク（緑矢印）から前回のピーク（黄色矢印）の上昇率は、45%にとどまらずもっと高かったはず

ということは言えると思います。

さらに次の山のサイズにも注目しておかなければなりません。

前回も書きましたが、僕は足元の半導体株の上昇要因は以下の2つあると思います。

- ・依然として強い AI 半導体の需要
- ・ DRAM など汎用半導体は年の後半に需要が戻ってくる

異次元の拡大とまでは言いませんが、この2つの要因が重なった結果、すくなくとも次の山のサイズは前回を超えてくると思います。これが二つ目の「補正点」です。

以上の2点の「補正」を加えると、次のピークはかなり高くなるのではないかと思います。

ここで具体的な数字を出すのはまだ早いですが、前々回⇒前回の SOX 上昇が 45%であることから考えて、次の SOX ピークは前回のピーク 5,804 に対して、最低でも 45%高い 8415 を超えてくるはずです。

$$5,804 \times 145\% \div 8,415$$

さらにこれに対して上記のように「2つの補正」を加えるなら、次の SOX 指数のピークは「8,415 を最低限として、さらにそこから+アルファ」になるはずです。

現在の値が 5,441 ですから、ここからの上昇余地は最低でも 55%ほどと計算でき、これに上記「2つの補正効果」が加わることになるでしょう。

$$8,415 \div 5,441 \div 155\%$$

もう一つの関心事はそのピークがいつやってくるかです。

2024 年 7 月に半導体株はピークをつけ、そこから今年 4 月まで下げて底に達しています。したがってサイクルという点ではまだまだ若く、今回の山は始まってまだ 3 月ほどにすぎません。富士山に例えるなら今だ 3 合目あたりだと思います。仮に裾野から山頂まで 2 年なら、次回のピークは 2027 年の半ば頃です。

毎回毎回同じペースでサイクルが繰り返されるわけではありません、それでも 2027 年半ばは一つの手がかりになると思います。

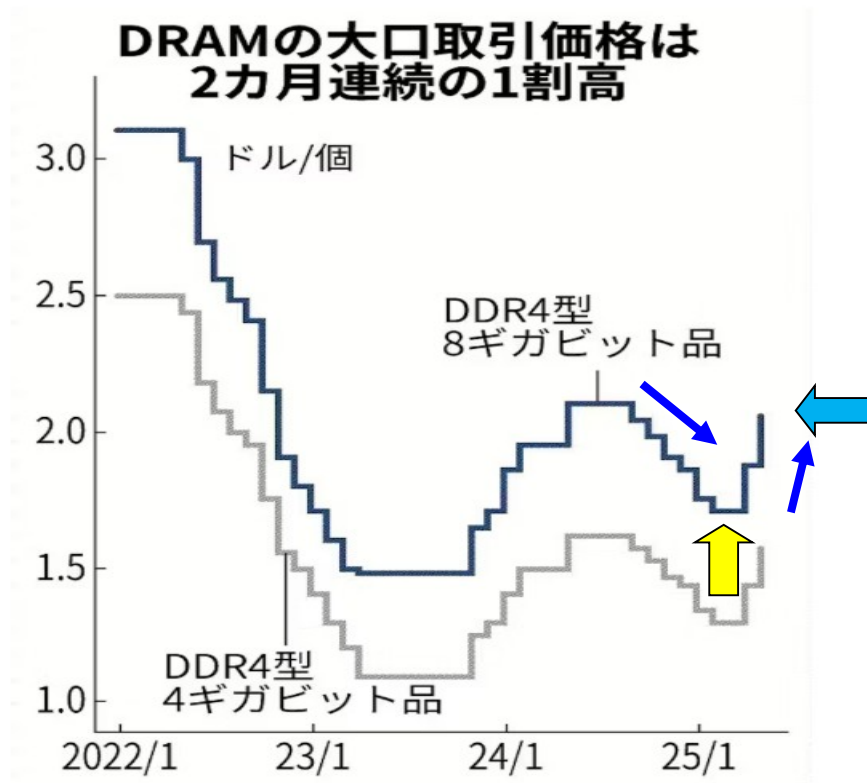
さらにもうちょっとロジカルに考えてみましょう、上記のように今回の需要拡大は

- ・依然として強い AI 半導体の需要
- ・DRAM など汎用半導体は年の後半に需要が戻ってくる

以上2つの要因があります、うち AI のほうは未知の領域でいったいどこが需要のピークかわかりません、一方で2番目の汎用半導体のほうは過去になんども経験済みです。

2番目について考える上で、先月も当欄で紹介した半導体メモリ DRAM も価格動向を見てみましょう。以下は6/12付け日経に載った DRAM 価格のグラフですが、先月に続き5月も続伸し前月比10%高でした。DRAM は汎用の半導体で、これをみても汎用半導体の需給がしまってきたことがわかります。

(DRAM 大口需要者向け価格推移、日本経済新聞サイトより転載)



半導体材料や部品メーカーの1-3四半期決算を見ても、汎用半導体の需要はいまだボトムの手前で、ここから年末にかけ徐々に回復するという見立てが多いようです。

つまり汎用半導体の販売額は戻り始めたばかりで、少なくとも来年の半ばあたりまでは回復が続くとみるのが妥当だと思います。

以上を総合しますと、

- ・ AI 半導体の販売額⇒未知の領域だけにどこが次のピークか予想しづらい
- ・ 汎用半導体は少なくとも 2026 年半ばあたりまでは市場拡大が続く

今のところこのように見えています。

上記のような理由から、少なくとも年内いっぱい SOX 指数の上昇は続くとみておりますし、いまだ感覚的な領域にとどまりますが来年の半ばあたりまでは強気を維持しようと思ひます、変更があれば都度このレポートで紹介いたします。

以上です、今回も最後までお読みいただきありがとうございました。ご不明な点がございましたらどうぞ遠慮なくお尋ねください。

【思いつくことなど】

西日本で早くも梅雨が明けたそうですね。
平年に比べ 20 日ほど早いというからびっくりです、
関東もすごい日差しなのであ梅雨空けまちかという感じです。

というか梅雨明け前なのに十分暑いし日差しも強い。

そういえば昨年僕は 2 回も熱中症になり、
一回目はたしか 6 月でした。

ほかの人は知りませんが、
僕の場合、いったん熱中症になったらスッキリ治ることがなく、
2 週間ほど尾を引きます。

幸い今年はまだなっていませんが、
この調子で暑くなるともう時間の問題です。

悪あがきかもしれませんが、
塩飴やポカリでこまめに塩分をとろうと思ひます、

冷房もあんまり好きじゃないですが、
この際仕方ありません。

皆さんもどうぞお気をつけてお過ごしください！

【ご契約者さま以外の皆さまへのお願い】

本レポートを弊社のご契約者様からお受け取り頂いた場合、さらに本レポートを第三者に転送していただいても結構です、ただ同じ方にお送り頂くのは一度だけにして頂きますようお願いいたします。

以上 2025 年 6 月のレポートをお届けしました、今後ともどうぞよろしくお願いいたします。

（ご注意）本レポートの作成には十分に注意を払っておりますが、本レポートに基づく投資によるいかなる損失をも弊社は補償するものではありません。

（株）銀座なみき F P 事務所 田中徹郎
金融商品取引業者登録投資助言・代理業
関東財務局長（金商）第 2063 号
東京商工会議所会員（会員番号 C2620650）

TEL: 03-6278-7652

Mail: info@ginzafp.co.jp

2025 年 6 月 30 日