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

以下のコメントは、2025年3月末までの情報を元に作成しております。

トランプ関税と新興国市場

■ グローバル資産クラス

株式、債券、キャッシュをいずれもニュートラル（ベンチマークと同じ投資比率）としています。米国の関税政策などにより景気の先行きに対する不透明感が強まっています。米国はもとより、一部の主要先進国が（経済の停滞と物価の上昇が同時に起こる）スタグフレーションに陥る公算もあるように思われます。それとは対照的に、中国経済は景気刺激策の効果によって停滞局面を脱しつつあるとみています。

■ 株式：地域別・スタイル別

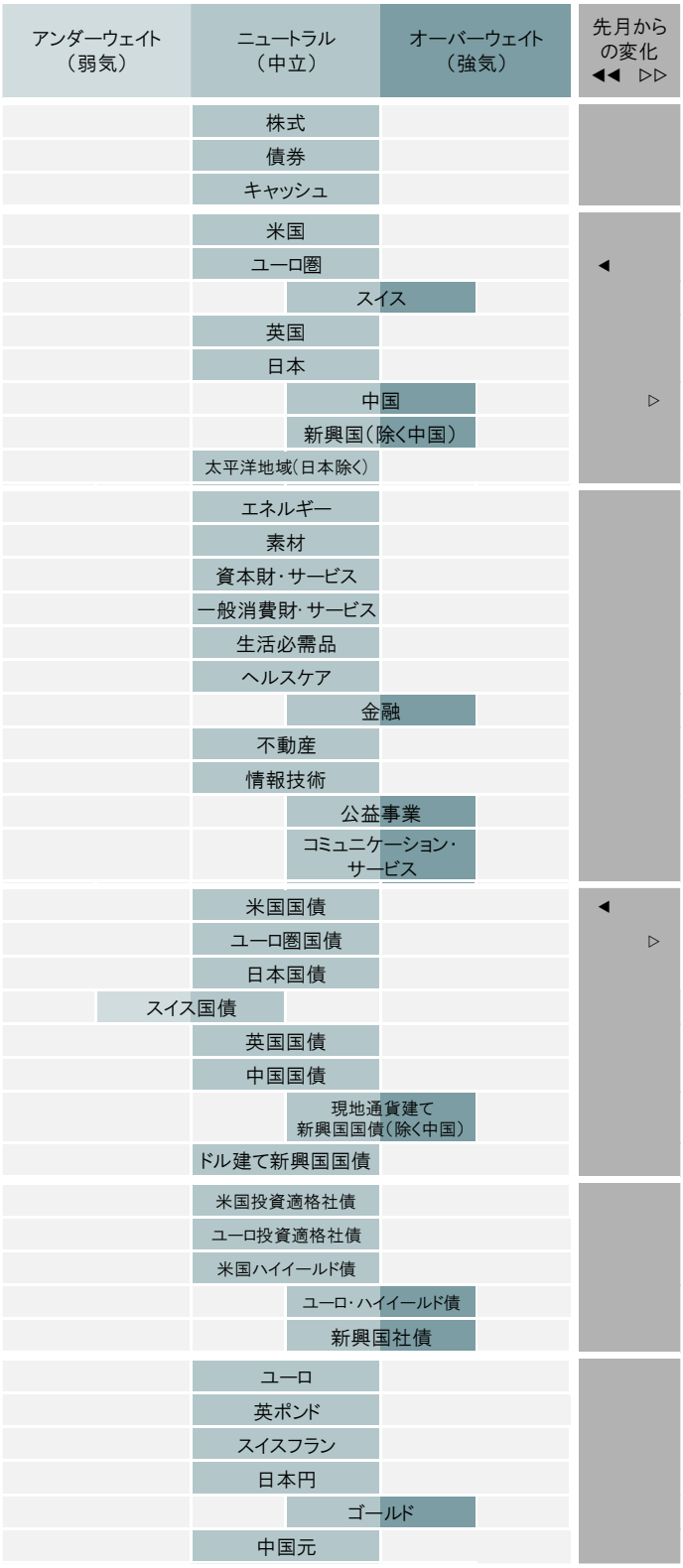
一連の景気刺激策を受けて景気回復の兆しがみられることから、中国株式をオーバーウェイトに引き上げました。一方、ユーロ圏株式をニュートラルに引き下げました。株式市場はドイツ政府が公表した巨額の財政拡張策を好感しているものの、既に株価に織り込まれている以上の恩恵を短期間のうちに享受する公算は小さいと考えます。

■ 株式：業種別

トランプ米政権で予想される銀行規制緩和の恩恵を見込める金融セクターや人工知能（AI）導入などの長期的な成長テーマが追い風になると考えられるコミュニケーション・サービス・セクター、電力需要拡大の恩恵が期待出来る公益事業セクターのオーバーウェイトを継続します。

■ 債券・為替

ユーロ圏国債について、利回りが急騰したことを受けて、ニュートラルに引き上げました。一方、米国国債をニュートラルに引き下げました。トランプ米政権は財政規律重視の姿勢を強めているものの、足元の景気悪化懸念は行き過ぎのように思われることから、債券利回りが短期間で現在の水準から大幅に低下する公算は小さいと考えます。



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

新興国資産に強気な見方

金融市場は方向感を見失う可能性があります。世界の二大経済大国が反対の方向に進んでいるように見えるためです。米国では景気の先行きに対する不透明感が強まっています。政権発足からおよそ10週間で発表された政策には、輸入車に対する25%の自動車関税や不法移民の強制送還など、エコノミストや投資家が予想していた以上に広範囲に影響を及ぼす可能性があるものが多く、米国はもとより、一部の主要先進国が(経済の停滞と物価の上昇が同時に起こる)スタグフレーションに陥る公算もあるように思われます。先進国の株式市場と債券市場にとって好ましいとはいえない状況です。それとは対照的に、中国経済は、ようやく停滞局面を脱しつつあるように思われます。米国による関税の発動が中国経済に打撃を与える一方で、中国は、GDP比3%を上回る約5兆元と推定される規模の景気刺激策を講じています。その成果は、住宅市場に特に顕著に表れています。また2024年10-12月期の個人消費も、前期比で年率15%以上の伸びを見せています。中国の景気回復の効果は、インフレ低下、金融緩和、米ドル安等の恩恵を享受するその他の新興国経済にも及んでいます。こうした状況を総合的に考慮し、ピクテは、先進国よりも新興国の資産を選好しています。資産クラス別の投資判断については、株式、債券、キャッシュをいずれもニュートラルとしていますが、中国を含む新興国株式ならびに現地通貨建て新興国債券はオーバーウェイトとしています。金(ゴールド)については、市場のボラティリティ(変動率)が高く、先行きの見通し難い環境下での有効なヘッジ手段と考えており、オーバーウェイトを継続します。

ピクテの景気循環指標は、米国の実質GDP成長率が、2024年の2.8%に対し、2025年末には長期の潜在成長率とされる2%を下回る水準にまで低下する可能性が高いことを示唆しています。ピクテがモニターしているソフトデータ(購買担当者景気指数(PMI)などのアンケート調査の回答に基づき、経済の方向感を示したデータ)の動向もこうした見方と整合的です。企業は、関税政策の全容が明らかになるまで投資を先送りしており、足元の設備投資計画は控えめです。米国の消費者や投資家についても、企業と同じく、強気の姿勢は見られません。前者は、企業の収益見通しに悲観的で、後者も米国株式の先行きに対する弱気の見方を強めています。もっとも、ハードデータ(経済活動に基づいた過去の実績値)には、今のところ、景気後退の兆しは確認されず、米連邦準備制度理事会(FRB)の追加利下げによって米国経済が支えられる公算が大きいように思われます。一方、ピクテは中国経済の先行きに関して以前よりも楽観的な見方を強めています。中国の鉱工業生産指数は+8.8%(6ヵ月ベース、年率)と、コロナ禍前の6年間の平均(約6%)を大きく上回っています。景気先行指標も4ヵ月連続で改善しており、住宅市場にも安定化の兆しが見られます。2021年1-3月期にピークを付けてから約60%減少した住宅需要は前年比で3%程度増加しており、新築住宅価格も約18ヵ月間に及んだ下落から脱しつつあります。中国人民銀行(中央銀行)は、政府が財政刺激策を講じる中、追加の金融緩和策を打ち出す可能性があると思われます。そのほかでは、ユーロ圏の経済見通しも、ドイツと欧州連合(EU)がそれぞれ5,000億ユーロ規模、8,000億ユーロ規模の防衛ならびにインフラ増強計画を発表したことを受けて大幅に改善しています。ピクテでは、こうした計画が、向こう3年間のドイツのGDP成長率を年率1%程度押し上げ、ユーロ圏からの輸出品に対する米国の関税によるマイナスの影響を十二分に相殺する可能性があるとみています。更に、欧州中央銀行(ECB)が2024年6月以降、6回にわたって実施してきた利下げの効果によって今後もGDP成長率が押し上げられることが予想されます。とはいえ、欧州経済全体が好調というわけではありません。英国経済には、再び鈍

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。

化の兆しが見受けられます。鉱工業生産や建設活動の落ち込みに加えて、消費者や企業を対象としたアンケート調査にも楽観的な見方は殆ど見られません。

ピクテの流動性指標は、世界的に金融緩和の流れが継続していることを示唆しています。ピクテがモニターしている世界の主要中央銀行30行のうち23行が利下げを継続しています。米国では、スコット・ベッセント財務長官が、米国経済は歳出削減の「デトックス（解毒）」期間に直面することになると警告する一方、民間部門の借入需要の勢いが増しています。このように公的部門の借入から民間部門の借入にシフトする局面においては、政府の歳出削減によって景気の下押し圧力が強まることが予想されるため、FRBは国内経済を支えるために追加利下げを行うことになるとピクテはみています。

ピクテのバリュエーション指標は、新興国株式に投資妙味があることを示唆していますが、米国以外の先進国株式については、米国株式の急落を受けて、相対的な割安感が薄れています。

ピクテのテクニカル指標は、株式にも債券にも中立の見方を示しています。注目されるのは、欧州株式について、4週間の資金流入がおよそ8年ぶりの高水準となっており、今後も米国から欧州への資金還流が続く可能性があると考えます。

■ 地域別・業種別の株式市場

中国の景気刺激策が関税対策の切り札に

中国について、一連の景気刺激策によって景気回復の兆しがみられることから、同国株式の投資判断をオーバーウェイトに引き上げました。不動産市場の下落に歯止めをかけ、投資や消費需要を促すための中国政府の取り組みが実を結び始めています。建設活動は改善しつつあり、不動産価格の下落のペースも鈍化しています。また、小売売上高や実質消費支出は、コロナ禍前の水準をまだ下回っているものの、緩やかな改善基調を見せています。市場センチメント指標は、株式投資家が、当面のところは、好調な国内要因がトランプ関税による影響を相殺し得ると期待していることを示唆しています。中国当局には、トランプ米政権の攻勢を交わすために追加の対抗策を講じる準備があるとみています。例えば、「慎重な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」に転じた中国人民銀行による追加利下げが有効な手段として機能する可能性も考えられます。また、中国経済の回復は、その他の新興国市場をオーバーウェイトとする投資判断の根拠にもなっています。当該市場は、バリュエーション面での投資妙味に加えて、米国の政策の不確実性に対する強靭性を示しています。その背景にあるのが、新興国経済の力強い成長基調です。

一部の先進国の株式については慎重な見方をとっています。ここ数年、注目を集めてきた米国の「マグニフィセント7（アップル（米国、テクノロジー・ハードウェア／機器）、マイクロソフト（米国、ソフトウェア・サービス）、アマゾン・ドット・コム（米国、一般消費財・サービス流通／小売り）、アルファベット（米国、メディア・娯楽）、エヌビディア（米国、半導体・半導体製造装置）、メタ・プラットフォームズ（米国、メディア・娯楽）、テスラ（米国、自動車・自動車部品））」の相対PERが低下していることも、株式市場の警戒感の強まりを裏付けていると考えられます。ユーロ圏株式の投資判断をニュートラルに引き下げました。株式市場はドイツ政府が公表した巨額の財政拡張策を好感しているものの、その効果は数年にわたって表れるものであり、既に株価に織り込まれている以上の恩恵を、株式市場が短期間のうちに享受する公算は小さいと考えます。また、欧州経済と米国経済がデカップリング

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。

（連動性が低下）しつつあるとの見方には賛同出来ません。米国の景気減速は、深刻なものではなく単に正常化の過程に過ぎないとみていますが、ゆくゆくはユーロ圏株式の重しとなることが予想されます。従って、投資判断については、米国株式、ユーロ圏株式ともにニュートラルとしています。

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。人工知能（AI）導入などの長期的な成長テーマが追い風になるとみていますが、バリュエーション面での魅力も増しています。また、トランプ米政権下で今後予想される銀行規制緩和の恩恵が期待されることなどから金融セクターのオーバーウェイトも継続します。企業業績が景気変動の影響に左右されにくいというディフェンシブな特性を有することに加えて、電力需要の拡大という長期テーマの恩恵が期待出来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

新興国債券市場の優位性

債券市場では新興国債券を取り巻く環境が良好です。ピクテの分析が示唆しているのは、新興国債券市場に極めて大きな影響を及ぼす5つのマクロ経済要因が、いずれも当該市場に有利な状況を示していることです。新興国債券市場のパフォーマンスは、主に、国内金利、新興国と先進国の成長率格差、世界の貿易量、米ドルの推移、国際商品（コモディティ）価格の変動、の5つによって決定されてきました。現状では、最初の2つの要因が極めて強力な支援材料となる一方で、最後の2つの要因も、中立的な水準からプラスに転じ始めています。1）新興国の金利は過去20年で最も高い水準に留まるものの、利下げが予想され、魅力的な買い場が提供される可能性があると考えます。2）新興国と先進国の成長率格差も新興国の追い風となっています。ピクテは、新興国の2025年の実質GDP成長率が、引き続き、潜在成長率を上回って推移し、先進国との成長率格差が拡大するとみています。3）世界の貿易量は今のところ改善基調です。米国が発動する関税については、必ずしも世界全体の貿易量の大幅な減少を招くわけではなく、新興国各国の貿易量の再配分が促されることで影響が一定程度緩和される可能性があると考えます。4）米ドルは、割高感の際立つ水準からは幾分調整しましたが、今後も中期的に、構造要因に起因した米ドル安が進行する可能性があるとみています。こうした状況は、米ドル建て新興国債券の利払い負担を軽減すると同時に、新興国債券市場への資金流入を促すものと思われますが、海外投資家には為替変動から利益を獲得する機会も提供されると考えます。5）コモディティ価格は、世界の製造業活動の回復と中国経済の回復との恩恵を受けると考えます。新興国に数多い資源国には朗報です。以上を踏まえて、新興国債券市場の先行きは良好であると判断し、現地通貨建て新興国債券と新興国社債のオーバーウェイトを継続します。

ユーロ・ハイイールド社債については、ECBの追加利下げの恩恵を見込んでオーバーウェイトを継続します。欧州企業は、（米国企業の業績予想が反転しているのとは対照的に）業績予想が急速に回復しており、ユーロ・ハイイールド社債の追い風になると考えます。

スイス国債はアンダーウェイトを継続します。市場は、既にマイナス金利を織り込んでいることから割高感が際立っており、短期債の金利低下余地も限定的です。一方、アンダーウェイトとしていたユーロ圏国債については、利回りが急騰したことを受けて、投資判断をニュートラルに引き上げました。EUとドイツが防衛力の増強やインフラ投資の拡大を図って設定した、それぞれ、8,000億ユーロおよび5,000億ユーロ規模のインフラ基金は域内の経済成長に寄与することが予想されますが

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。

債券市場はその効果を楽観視し過ぎているように思われます。米国国債は、足元の利回り水準が、当社の1年先の適正利回り予想の4.3%及び潜在名目GDP成長率のトレンドと同程度であることから、ニュートラルに引き下げました。トランプ米政権は財政規律重視の姿勢を強めているものの、足元の景気悪化懸念は行き過ぎのように思われることから、債券利回りが短期間で現在の水準から大幅に低下する公算は小さいと考えます。

金については、オーバーウェイトを継続しつつ、新興国の中央銀行などによる金購入継続の恩恵を享受すると考えます。また金は貿易戦争に対するヘッジ手段としても有効であると考えます。

■グローバル市場概況

トランプ関税の衝撃

2025年3月のグローバル株式市場では、世界経済の先行きを巡る懸念が強まり、株価が急落しました。トランプ米大統領の関税政策は、大方の市場参加者の予想を遥かに上回るものであることが判明し、米国経済が近い将来、スタグフレーションに陥るのではないかとの懸念が強まりました。月間リターンでは、金が約10%と突出し、金価格は史上最高値を更新しました。世界の貿易戦争や、欧州および中東の地政学的緊張を懸念する投資家の需要を集めました。米国株式の月間リターンは約-6%と、特に軟調でした。ハイテク大手銘柄の株価が大幅下落したことに加えて、一般消費財・サービス・セクターについても売り圧力が強まりました。（企業業績が景気変動の影響に左右されにくい）ディフェンシブな特性を有する公益セクターはプラスの月間リターンとなりました。米国の主要な貿易相手国であるユーロ圏、英国、日本の株式市場は、トランプ米大統領の関税を巡る攻撃的な発言に対する懸念を強め、いずれも下落しました。2025年1-3月期の四半期リターンでは、ユーロ圏株式が米国株式のリターンを大幅に上回りました。このことは、ユーロ圏の防衛増強計画が域内の経済成長を下支えるとの見方を背景に、投資家が割高感の強い米国株式よりも割安なユーロ圏株式を選好し始めたことを裏付けていると考えます。先進国市場が苦戦を強いられる中、新興国株式市場の多くは、月間を通じて堅調に推移し、中南米（ラテンアメリカ）株式の3月のリターンはおよそ3%となりました。

債券市場の月間リターンは若干のマイナスとなりました。米国政府が財政支出と借入の抑制を図る中、FRBは景気浮揚のために利下げ回数を増やさざるを得ないとの期待が強まったことから、米国国債は小幅に上昇しました。一方、ユーロ圏、スイス、日本の国債は下落しました。現地通貨建て新興国債券の月間リターンは、米ドルが総じて弱含む中、対米ドルで堅調に推移しましたが、米ドル建て新興国債券は小幅にマイナスとなりました。社債市場では、投資家がリスク性資産を回避したことから、米国およびユーロ圏の投資適格社債、ハイイールド社債ともにマイナスの月間リターンとなりました。

為替市場では、米ドルが軟調な展開となり、特に、ユーロや英ポンドなどに対して米ドル安が進みました。

※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3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	42,002	43,841	42,544	-4.2%	-1.3%
(米)ナスダック総合指数	17,299	18,847	19,311	-8.2%	-10.4%
(日)TOPIX	2,659	2,682	2,785	-0.9%	-4.5%
(欧)ユーロ・ストックス50種	5,248	5,464	4,896	-3.9%	+7.2%
(英)FTSE100指数	8,583	8,810	8,173	-2.6%	+5.0%
(中国)上海総合指数	3,336	3,321	3,352	+0.4%	-0.5%
(香港)ハンセン指数	23,120	22,941	20,060	+0.8%	+15.3%
(ブラジル)ボベスパ指数	130,260	122,799	120,283	+6.1%	+8.3%
(インド)SENSEX30指数	77,415	73,198	78,139	+5.8%	-0.9%

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	149.52	149.67	158.18	-0.1%	-5.5%
ユーロ	162.08	155.60	164.92	+4.2%	-1.7%
英ポンド	193.82	188.66	199.02	+2.7%	-2.6%
スイスフラン	170.04	166.41	175.35	+2.2%	-3.0%
豪ドル	93.97	93.23	98.50	+0.8%	-4.6%
加ドル	104.52	103.60	109.77	+0.9%	-4.8%
中国元※	20.62	20.69	21.53	-0.3%	-4.2%
ブラジルレアル※	26.11	25.68	25.44	+1.7%	+2.6%
インドルピー	1.76	1.72	1.86	+2.3%	-5.4%
ロシアルーブル	1.76	1.71	1.51	+2.9%	+16.6%
タイバーツ	4.40	4.39	4.64	+0.2%	-5.2%
南アフリカランド	8.11	8.11	8.47	±0%	-4.3%

（※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	4.21%	4.20%	4.57%	+0.01%	-0.36%
日10年国債利回り	1.47%	1.36%	1.08%	+0.11%	+0.39%
独10年国債利回り	2.70%	2.39%	2.36%	+0.31%	+0.33%
豪10年国債利回り	4.38%	4.31%	4.37%	+0.07%	+0.01%
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)	2.65%	2.90%	3.15%	-0.25%	-0.50%

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)	71.87	69.97	72.44	+2.7%	-0.8%
金(1オンス、ドル)	3,125.25	2,851.34	2,625.35	+9.6%	+19.0%

※ 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、投資者の皆様の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3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に帰属します。■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