



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

欧州経済のルネサンスに期待

■ グローバル資産クラス

株式全体のアンダーウェイトや債券全体のオーバーウェイトに転じることを正当化するほどの弱い経済指標はこれまで確認されていません。従って、株式および債券、キャッシュのニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を継続します。ただし、これまで低調だった欧州経済や製造業に回復の兆しが現れていることなどを受けて、株式や債券の地域配分に関わる投資判断を変更しています。

■ 株式:地域別・スタイル別

一部の経済指標の改善やドイツ総選挙の結果を受けた同国の政局安定化への期待、割安なバリュエーションなどを勘案し、ユーロ圏株式をオーバーウェイトに引き上げました。一方で、これまでバリュエーション面の割高感を相殺してきた企業の利益成長への期待が後退しつつあることなどから、米国株式をニュートラルに引き下げました。

■ 株式:業種別

銀行融資の伸びの加速と、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のオーバーウェイトを継続します。また、コミュニケーション・サービス・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。

■ 債券・為替

ユーロ圏国債をアンダーウェイトに引き下げました。ドイツ総選挙で第1党となった中道右派政党は、公約に掲げていた「債務ブレーキ」の緩和を実現し、長期国債発行額の増額に向けた態勢を整えるものと思われます。一方で、米経済に減速の兆しが現れ始めているとの見方や米連邦準備制度理事会(FRB)によるバランスシート圧縮のペース減速の見方などから米国国債をオーバーウェイトに引き上げました。

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

株式市場における資金の再配分

2025年のグローバル株式市場は、米国のトランプ新政権による政策の行方に注目が集まり、それによる恩恵が期待される一握りの銘柄に投資家の買いが集まる形で上昇して始まりました。しかしながら、足元では、その反動が起きています。最近数週間で、米ドル安が進行し、米国株式市場は欧州株式市場や新興国株式市場に出遅れています。こうした状況は、新しい局面が展開されつつある状況を映していると考えます。製造業が回復しつつあることや企業収益の伸びが米国の大手ハイテク企業以外にも広がっていることなどから、米国とその他各国との実質GDP(国内総生産)成長率の格差は縮小するとみています。こうした状況によって、投資家の関心が様々な地域や業種に広がり、資金の再配分が進むことで株式市場全体が支えられるものと考えます。これらを踏まえて、欧州株式をオーバーウェイトに引き上げる一方で米国株式をニュートラルに引き下げ、米国国債をオーバーウェイトに引き上げる一方で欧州国債をアンダーウェイトに引き下げました。もっとも、株式全体のアンダーウェイトや債券全体のオーバーウェイトに転じることを正当化するほどの弱い経済指標はこれまで確認されておらず、これまで低調だった欧州経済や製造業に回復の兆しが現れていることが前述の投資判断の根拠となっています。

ピクテの景気循環指標は、米国の実質GDP成長率が、2025年年内は、潜在成長率を1パーセント・ポイント程度上回って推移する一方で、2026年には長期の潜在成長率とされる2%前後に収斂する可能性を示唆しています。米国経済は、今後数カ月のうちにも、トランプ大統領の政策による負の影響を受け始めるように思われます。歳出削減の取り組みについては、これまでのところは軽微なものに留まっていますが、財政赤字の削減を実現するために真剣な取り組みがなされてい

る様子がうかがえます。一方で、このような取り組みが短期的には経済活動を下押す可能性は否定できません。

米国経済の減速がFRBの利下げを促す可能性がある一方で、インフレのリスクが懸念されます。旺盛な消費需要を背景に、企業は労働コストの上昇を販売価格に転嫁することが可能な状況です。それに加えて、トランプ大統領が押し進める輸入関税は、物価上昇圧力を一段と強める要因となるとみています。消費者は既にインフレの影響を感じて支出を控え始めているように思われ、こうした状況は、米国経済が徐々に減速に向かうというピクテの懸念を裏付けています。一方、米国以外の国については、経済の先行きが、若干ではあるものの、明るくなってきているように思われます。ユーロ圏経済、とりわけ製造業において、欧州中央銀行(ECB)による利下げの効果が現れ始めており、中国経済にも景気回復の兆しが見え始めています。中国の2024年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.4%に達し、経済成長の勢いが2025年にも及んでいるように思われます。また、信用供与の伸びも確認されており、不動産セクターには安定化の兆しが見られます。中国政府は、トランプ米政権による追加関税の全容が明らかになった後、消費の拡大と銀行の資本増強を図った追加の景気刺激策を講じる可能性があると考えています。

ピクテの流動性指標は、リスク性資産に対するやや強気な見方を示しています。ピクテは世界の主要中央銀行30行をモニターしていますが、そのうち23行が利下げ局面にあり、4行が政策金利を据え置いていることから、利上げを行っているのは、日本銀行(日銀)を含む僅か3行に過ぎません。米国では、民間部門による信用供与が拡大基調にあることから、FRBには政策金利の据え置きを続ける余裕がある一方で、ECBは域内の景気拡大ペースを加速させるため、民間部門の借入れの拡大を促す必要に迫られています。従って、

ECBの政策金利(預金ファシリティ金利)は1.75%程度まで年内に引き下げられる可能性があるともみえています。スイス国立銀行(中央銀行)は、スイス・フラン高を抑えるためにゼロ金利政策を強いられる可能性があるように思われます。日銀は利上げを継続するものの、過度な円高進行を避けるために慎重なペースで実施するとみえています。

ピクテのバリュエーション指標は、株式は割高感が残る一方で、債券は概ね適正水準にあることを示唆しています。株式市場は、グローバル企業、とりわけ米国企業の業績に楽観的過ぎるように思われます。一方で、欧州の企業業績は改善基調にあり、日本企業についても好調さが維持されています。米国株式の米国債券に対する相対パフォーマンスは、長期平均を3標準偏差ほど上回っており、1999年頃のITバブル時の水準に近付いています。もっとも、2025年年初来の米国株式市場の低迷を受け、米国株式のリスク・プレミアムは拡大しています。債券市場では、米国国債に対する大幅な利回り格差(スプレッド)と通貨安に支えられた現地通貨建て新興国債券の一部に投資妙味があると考えます。

ピクテのテクニカル指標は、欧州株式と一部の新興国株式の力強い上昇トレンドなどを受けて、株式に対して強気の見方を示唆しています。一方、季節性要因のサポートが近々弱まる債券と米ドルには中立の見方をしています。米国株式については、個人投資家による過度な強気姿勢が後退してきたことなどからセンチメント指標は概ね中立的な水準となっています。一方、経済の先行きに対する不透明感が増しているにも関わらず、株価の予想変動率(インプライド・ボラティリティ)が低位に留まる状況は懸念材料と考えています。また、金(ゴールド)は短期的な観点で買われ過ぎの水準にある一方、日本国債は売られ過ぎの水準にあります。

■ 地域別・業種別の株式市場

企業業績の動向に着目

足元のグローバル株式市場は状況が一変しています。前年(2024年)の出遅れ株が注目を浴び、市場のけん引役だった銘柄が利益確定の売りに押されています。経済のファンダメンタルズをモニタリングしている中で、とりわけ、他市場に出遅れていた印象の強い欧州株式の先行きが明るいことが示唆されています。ユーロ圏消費者信頼感指数やユーロ圏製造業購買担当者景気指数(PMI)などの経済指標は、起点が低水準にあるとはいえ、回復基調を示しています。ピクテは、こうした指標の改善を一因に、ユーロ圏経済の見通しをネガティブからニュートラルに引き上げました。政治面では、フランスの予算案可決に加えて、中道右派が勝利したドイツ総選挙の結果が政局の安定に寄与するものと考えます。域内企業の業績見通しも僅かながら、明るさを増しています。企業の12ヵ月先予想利益成長率は、約2年ぶりに米国企業を上回っています。加えて、域内の景気サイクルの好転、ウクライナ停戦や欧州連合(EU)の歳出拡大の可能性などを背景に業績の改善が幅広い業種に広がる状況が期待できます。ユーロ圏の金融政策も同株式市場の支援要因となっており、ピクテの流動性モデルを使った試算では、年内の利下げ回数の予想が4回と、FRBの1回を上回ります。対照的に、米国株式は苦戦を強いられています。最も懸念されるのは、これまでバリュエーション面での割高感を相殺してきた企業の利益成長に対する期待が後退してきているということです。米国株式の平均株価収益率(PER)は22倍前後と、ピクテが試算する長期平均適正値の約19倍を大きく上回っています。また、各市場における業種構成の違いを調整しても、欧州株式のPERの方が30%程度も割安です。これらを総合的に勘案し、ユーロ圏株式をオーバーウェイトに引き上げる一方で、米国株式をニュートラルに引き下げました。

その他の市場では、バリュエーション面での魅力が高い新興国株式(中国を除く)とスイス株式のオーバーウェイトを継続します。新興国経済は強い回復力を維持していると考えています。また、スイス市場の先行きは、企業の利益成長の勢いに支えられるとみています。

業種別では、銀行融資の伸びの加速と、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のオーバーウェイトを継続します。当セクターは「トランプ・トレード」の代表銘柄といえますが、業績が良好でバリュエーションも適正水準近辺にあることから投資妙味があると考えています。また、コミュニケーション・サービス・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、バリュエーション面の割高感が強まってきているものの、好調な企業業績とテクニカル指標が投資判断の根拠となっています。ピクテのトレンド指標は、コミュニケーション・サービス・セクターに極めて強気な見方を示しています。一方、公益セクターは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、電力需要拡大という長期テーマの恩恵が期待できる点が魅力的と考えています。

■ 債券・為替

米国国債の投資判断を引き上げ

トランプ米政権が矢継ぎ早に新しい政策を打ち出す中、債券市場は立ち位置を判断しかねているように思われます。そのような中、ピクテは米国国債の投資判断をニュートラルからオーバーウェイトに引き上げます。一つ目の根拠としては、米国経済に減速の兆しが現れ始めていることです。個人消費は底堅い米国経済を支える最も重要な要素と考えていますが、最近発表された経済指標によると、米国の消費者心理が3ヵ月連続で悪化して

います。また、企業の設備投資が2024年10-12月期に前期比で減少に転じ、早急に回復に向かう公算は小さいと考えています。米国の経済活動の鈍化は、米国のGDP成長率が直近の3%台から2025年末には長期の潜在成長率とされる2%に収斂するというピクテの予想と整合的です。二つ目の根拠は、FRBの金融政策です。2025年を通じて積極的な利下げが行われる公算は小さいとしても、FRBは量的金融引き締め(QT)として知られるバランスシート圧縮のペースを減速させる可能性があると考えています。三つ目の根拠として、連邦政府が借入の減額に努めていることにも注目しています。スコット・ベッセント米財務長官は新政権の経済計画の中で、財政赤字の縮小と国債利回り低下の実現を誓約しています。更に重要なのは、ベッセント長官が、長期国債の発行額が当初の見通しに沿ったものとなる主旨の発言をしていることです。これらを総合的に勘案し、米国国債の投資判断を引き上げました。

米国国債のオーバーウェイトへの引き上げとは対照的に、ユーロ圏国債はニュートラルからアンダーウェイトに引き下げました。ドイツ総選挙で第1党となった中道右派政党は、公約に掲げていた(財政赤字を一定の規模に抑える)「債務ブレーキ」の緩和を実現し、長期国債発行額の増額に向けた態勢を整えるものと思われます。こうしたシナリオが実現した場合には、米国国債とドイツ国債の利回り格差の縮小が予想されます。

その他の国債では、現地通貨建て新興国国債のオーバーウェイトを継続します。ピクテの経済指標は、新興国経済の一段の改善と、通貨の増価を示唆しています。

金(ゴールド)については、当面はオーバーウェイトを継続しつつも、すでに高騰している金価格が調整するリスクには警戒が必要と考えています。好材料として挙げられるのは、世界の中央銀行が米ドルに偏っていた外貨準備の分散を進める中で金の購入を継続すると考えられることや、政治的な

不透明感が増す中で安全資産としての金に対する需要が衰えないと考えられることです。一方で、金価格が、ここ数週間の間に、1トロイオンス当たり2,900ドルを上回る水準で史上最高値を更新していることは懸念材料です。ピクテのモデルは、向こう数週間から数ヵ月については金価格のボラティリティの上昇が予想されるとして、短期的な観点で割高感が際立つとの見方を示しています。

■グローバル市場概況

トランプ・トレードの衰退

2025年2月は、グローバル株式市場のリターンがマイナスとなり、債券市場のリターンを下回りました。トランプ米政権が表明した主要な貿易相手国に対する関税の発動が世界的な貿易戦争の火種となって、経済成長を阻害し、インフレの上昇をもたらすとの懸念が強まったためです。トランプ米大統領はカナダとメキシコからの輸入品に対する25%の追加関税を3月4日に発動する旨を表明しました。10%の追加関税が課される中国は、3月5日に全国人民代表大会（全人代）の開催を控え、対抗措置を講じる可能性も否めません。こうした政局の不透明感が「トランプ・トレード」の反対売買を投資家に促したことから、トランプ氏の大統領就任時まで上昇相場を展開していた米国株式、ビットコイン、米ドルは、いずれも売り圧力に晒されました。米半導体大手エヌビディアの株価下落がITセクターの下げを促しました。同社の四半期決算は事前予想を上回ったものの、人工知能（AI）への大規模投資を巡る投資家の懸念を和らげることは出来ませんでした。日本株式の月間リターンは約-4%となりました。米国経済の先行きと円高進行が国内の輸出企業の業績に及ぼす影響が懸念されました。欧州株式の月間リターンは、ユーロ圏、英国、スイスともに良好で、約2～3%の

プラスとなりました。企業利益の伸びの勢いが米国から欧州に移りつつあるとの見方が強まりました。（米シティグループが算出し、経済指標の実績と事前の市場予想との乖離の度合いを指数化した）「エコノミック・サプライズ指数」は、ユーロ圏が5ヵ月ぶりの高水準を付ける一方で、米国は5ヵ月ぶりの低水準に沈みました。新興国株式は、米国の貿易政策を巡る不透明感が強まる中でも底堅い展開となりました。米ドル安の進行と中国政府の企業寄りの姿勢が強まる状況が、中国を中心に新興国株式市場を下支えました。

債券市場では、米国国債の月間リターンが+2%強と堅調でした。10年国債利回りは1月中旬から50ベースポイント（0.5%）程度低下して4.2%台を月末に付けました。社債市場では、これまでのトレンドが反転し、米国投資適格社債の月間リターンが米国ハイイールド社債を上回りました。

原油価格は月間で約4%の下落となりました。貿易戦争が原油需要の減少をもたらすとの懸念に加えて、イラクがクルド人自治政府による原油輸出の再開を決めたため供給が増加するとの懸念が強まりました。

為替市場では、米国国債利回りの低下を受け、米ドルが他の主要通貨に対して下落しました。

金は1.5%上昇し、現在の金（採掘済みと確認済みの埋蔵量）の時価総額が約25兆米ドルとなり、米国を除くMSCIオール・カンントリー・ワールド指数の時価総額と同水準に達しました。

※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2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	43,841	44,545	42,544	-1.6%	+3.0%
(米)ナスダック総合指数	18,847	19,627	19,311	-4.0%	-2.4%
(日)TOPIX	2,682	2,789	2,785	-3.8%	-3.7%
(欧)ユーロ・ストックス50種	5,464	5,287	4,896	+3.3%	+11.6%
(英)FTSE100指数	8,810	8,674	8,173	+1.6%	+7.8%
(中国)上海総合指数	3,321	3,251	3,352	+2.2%	-0.9%
(香港)ハンセン指数	22,941	20,225	20,060	+13.4%	+14.4%
(ブラジル)ボベスバ指数	122,799	126,135	120,283	-2.6%	+2.1%
(インド)SENSEX30指数	73,198	77,501	78,139	-5.6%	-6.3%

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	149.67	154.43	158.18	-3.1%	-5.4%
ユーロ	155.60	160.36	164.92	-3.0%	-5.7%
英ポンド	188.66	191.69	199.02	-1.6%	-5.2%
スイスフラン	166.41	169.59	175.35	-1.9%	-5.1%
豪ドル	93.23	95.87	98.50	-2.8%	-5.4%
加ドル	103.60	106.49	109.77	-2.7%	-5.6%
中国元 [※]	20.69	21.32	21.53	-2.9%	-3.9%
ブラジルレアル [※]	25.68	26.51	25.44	-3.1%	+0.9%
インドルピー	1.72	1.79	1.86	-3.9%	-7.5%
ロシアルーブル	1.71	1.57	1.51	+8.9%	+13.2%
タイバーツ	4.39	4.59	4.64	-4.4%	-5.4%
南アフリカランド	8.11	8.31	8.47	-2.4%	-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	4.20%	4.55%	4.57%	-0.35%	-0.37%
日10年国債利回り	1.36%	1.22%	1.08%	+0.15%	+0.28%
独10年国債利回り	2.39%	2.43%	2.36%	-0.04%	+0.02%
豪10年国債利回り	4.31%	4.41%	4.37%	-0.11%	-0.06%
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)	2.90%	3.15%	3.15%	-0.25%	-0.25%

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)	69.97	72.84	72.44	-3.9%	-3.4%
金(1オンス、ドル)	2,851.34	2,809.79	2,625.35	+1.5%	+8.6%

※ 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(2024年12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