



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

2025年の投資環境を展望する

■ グローバル資産クラス

トランプ米次期大統領が過激な公約に固執しない限り、世界経済の良好なファンダメンタルズを背景にリスク性資産を取り巻く良好な環境は2025年も継続するとみています。したがって、株式のオーバーウェイトとキャッシュのアンダーウェイトを維持します。債券は、大幅上昇の可能性は低いとしても、市場を取り巻く環境が一段と悪化する可能性も低いとみており、ニュートラル(ベンチマークと同じ投資比率)を維持します。

■ 株式:地域別・スタイル別

中国は、同国政府が景気悪化を食い止めようとする強い意思を示している一方、米国が関税を大幅に引き上げた際に影響を強く被ることが懸念されます。米中貿易摩擦激化の報道が相次ぐ状況下では、ニュートラルに引き下げるのが適切と考えます。

■ 株式:業種別

金融セクターと公益事業セクターのオーバーウェイトを維持します。金融セクターは借入需要の改善等の恩恵を享受することに加えてバリュエーション(投資価値評価)の面でも魅力的とみています。公益事業セクターは景気に企業業績が左右されにくいディフェンシブな特徴を有するほか、電力需要の増加が株価の追い風になる可能性があるかとみています。

■ 債券・為替

ユーロ・ハイイールド債をオーバーウェイトに引き上げました。企業は潤沢なキャッシュを有し、バランスシートも健全です。また、債務不履行率(デフォルト率)は既に低位にありながらも更に低下しています。社債は今後も追加利下げの恩恵を享受することが予想されます。



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

重要なのはトランプ新政権の政策だけではない

2024年11月の米大統領選におけるトランプ前大統領の勝利が世界の金融市場に大きな影を落としています。とはいえ、好材料は一つもないというわけではありません。トランプ氏が過激な公約に固執しない限り、世界経済の良好なファンダメンタルズを背景にリスク性資産を取り巻く良好な環境は2025年も継続するとみています。大統領に忠誠を誓う閣僚、上下両院の議席の過半数を占める共和党、右寄りの連邦最高裁という布陣の中でトランプ氏が大統領に就任するということは、同氏の過激な公約に対する抵抗が少ないことを意味しますが、公約のうちいくつか、どのような順序で、いつ実行されるかは別の問題といえます。

「良いトランプ」と「悪いトランプ」

米大統領選終了後の金融市場においては、総じて「良いトランプ」シナリオが織り込まれていると考えています。換言すると、投資家は、トランプ氏の公約のうち、減税や規制緩和等の金融市場にとっての好材料を強く意識する一方で、中国からの輸入品に60%、その他の国からの輸入品には20%の高関税を公約通りに課し、厳格な不法移民政策を断行するといった金融市場にとって悪材料となりかねない要素を軽視しているように見受けられます。悪材料となるような公約が大統領就任一年目に全て実行されることを想定した「悪いトランプ」シナリオは、米国および世界経済に深刻な影響を及ぼしかねません。米国議会予算局(CBO)は米国の連邦政府債務残高がGDP(国内総生産)比で100%近辺に迫っており、トランプ氏の公約が実行されるならば今後10年の間に約143%に達すると予測しています。財政赤字も、既にGDP比で約6%であり、いずれ約9%まで達する可能性を予測しています。これは他国と比べて格段に高い水準といえ、投資家心理に悪影響を及ぼす可能性があると考えます。ピクテは、トランプ

新政権が関税引き上げを引き金とした貿易戦争によって市場のボラティリティが高まるとともに景気後退(リセッション)をもたらす確率を15%、財政支出および財政赤字の拡大がインフレ急騰を引き起こす確率を25%とみています。もっとも、生起確率を40%とみるベースシナリオの下では、実行される公約が一部に留まるとみています。その結果、減税による米国経済へのプラス効果が関税によるマイナス効果を相殺し、長期トレンドに沿った経済成長が可能となる一方で、インフレは米連邦準備制度理事会(FRB)が目標とする水準に向かって鈍化基調を辿り、FRBが中立金利に向けて利下げを継続する余地を生むと考えます。確率を20%とみる最も明るいシナリオ(「ゴルディロックス・シナリオ」)では、規制緩和と技術革新に因る生産性の向上と減税の効果が相俟って、経済成長が長期トレンドを上回る一方、インフレは2%を割り込んでFRBは金融緩和を継続することが可能となります。

明るい要素に視線を向ける

世界経済に与える米国の高い影響度ならびに欧州や中国の景気低迷を総合的に勘案すると、2025年の世界経済は、トランプ氏が公約の一部のみを実行するというピクテの基本シナリオにおいて、長期トレンドに沿った前年比2.8%前後の成長を遂げると予想しています。インフレの鈍化は続くものの、先進国の中央銀行の多くがインフレ目標とする2%のインフレ率を年内に下回る公算は小さいと考えます。中国および欧州について、本格的な景気回復とは至らないまでも、景気の安定化に向けた明るい兆しも見えつつあります。またインフレの鈍化を受けて、追加の金融緩和が実施されることで、リスク性資産の支援材料となる公算が大きいとみています。ピクテでは、FRBによる利下げ幅は市場の期待に届かず、2025年末時点のFF金利が4.25%となるとみています。その一方で、欧州中央銀行(ECB)は大幅な利下げを実施するとみています。それに伴い、資金借入の需要拡大

と民間セクターによる信用供与の拡大が促されることで流動性が拡大し、資産価格の更なる上昇に寄与する可能性があると考えています。もともと、足元の金融市場には十分に織り込まれていない2つのテール・リスク(まれにしか起こらないはずの想定外の暴騰・暴落が実際に発生するリスク)があるとみています。1つめは貿易戦争の激化、2つめは米国10年国債利回りが5%を上抜けるような金利急騰です。2025年において、地政学リスクについて状況は悪化するよりも改善する可能性の方が高いように思われます。戦争を一日で終わらせると豪語するトランプ氏が仮に大統領選に勝利していても、ウクライナ、ロシア両国に疲弊が募っている様子が見受けられ、何らかの和平協定を成立させたいと望んでいるように感じられます。また中東危機は、米国が今や原油の純輸出国であることを勘案すると、以前よりも供給面のリスクは低下しているように思われます。世界は、多くの不確定要素を伴って多極化しており、一見、新興国市場が最もリスクが高いと思われるかもしれませんが、ピクテの基本シナリオの下では、新興国に投資妙味があるとみています。なお、トランプ新政権による関税引き上げに中国がどう対応するかが鍵になるとみています。中国経済は引き続き苦戦を強いられているものの、9月に発表された景気刺激策が状況の改善に寄与しつつあると考えます。また、中国は巨大な国内市場を有しており、貿易縮小の影響を十分にカバーできることから、関税引き上げが大惨事になるとは限りません。景気浮揚を図って追加の財政政策ならびに金融政策が講じられる余地も残されています。中国首脳部は安全保障等の他の政策目標の追求のために、目先の経済成長を二次にしているのではないかと懸念が強まった時期もありましたが、先般発表された景気浮揚策は、更なる景気悪化を食い止めようとする政府の強い意思を示していると考えます。ユーロ圏では中心国の経済が低迷する一方、賃金上昇率がピークを付け、インフレの鈍化が続いています。ドイツは2年連続のマイナス成

長、フランスは2025年2月の総選挙が避けられない状況です。こうした状況を踏まえ、ECBが中立金利を下回る水準にまで利下げを継続する可能性があると考えています。英国株式は、変動性が高い状況ではあるものの、ユーロ圏に比べて先行きが明るいとみています。英国株式市場は(企業業績が景気変動の影響を受け難い)ディフェンシブ・セクターやエネルギー・セクターの構成比率が高いことから、(不況下でインフレが進行する)スタグフレーション局面においても株価の底堅い推移が期待されます。対米貿易については小幅に輸入超であり、また英国の貿易はサービス産業の比率が高いため、トランプ氏の関税引き上げの影響を大きく被る可能性は低いと考えます。

■ 地域別・業種別の株式市場

米国株優位の見方

2025年のグローバル株式市場に関して、一桁台後半のリターンを予想しています。2024年の年初から足元にかけてのリターン水準と比べると失望感を抱くかもしれませんが、十分に魅力的なリターン水準のように思われます。世界のGDP成長率が前年比で2.8%前後と底堅い推移が見込まれることに加えて、企業および家計のバランスシートが引き続き健全で、インフレは今のところ緩やかながら鈍化基調です。それに加えて、主要国の中央銀行による利下げの継続が見込まれ、利下げ幅は市場予想に届かない可能性があるとはいえ、リスク性資産の支援要因になると考えています。株価収益率(PER)の上昇余地が限られているため、企業業績が鍵を握るとみています。ピクテは、2025年の予想一株当たり利益成長率を7%前後と予想しています。企業の利益成長率は良好ではあるものの、2024年の水準を僅かに下回り、足元のアナリストらのコンセンサス予想である12%成長には届かないとみています。一方で、貿易戦争の再開によってスタグフレーションが発生し、金融

政策が利上げに転じる場合には株式市場が急落するリスクもあり、注意が必要です。

地域別では、米国のパフォーマンスが他市場を上回るとみています。米国の経済成長率は、(2025年には他国との格差が縮小し始めるとしても)他の主要国を遥かに上回っており、企業業績についても同様です。人工知能(AI)の普及をけん引役とした米国中心のビジネスにおけるエコシステムが米国企業に恩恵をもたらしています。トランプ新政権が実行すると思われる減税および規制緩和は国内企業の純利益を大幅に押し上げられると思われませんが、その大半は、関税の引き上げと厳格な移民政策によるマイナスの影響によって相殺されてしまうと考えています。ピクテが予想する2025年の「ワイルドカード」は、英国です。英国はユーロ圏などと比較して、米国による関税引き上げの影響を受けにくいとみています。トランプ新政権の政策の影響を被る可能性が極めて低いサービス産業の比率が高く、財(モノ)の貿易についても対米黒字を計上していないからです。FTSE100株価指数に占めるエネルギー・セクターやディフェンシブ・セクターの構成比が高いことから、ピクテが最大のリスクとみるスタグフレーションに備える有効なヘッジ手段になり得ると考えています。一方、ユーロ圏にはより慎重な姿勢で臨んでいます。経済安定化の兆しが見えるものの精彩を欠く状況は変わらず、製造業の比率が高いドイツを中心に関税引き上げの影響を強く被る可能性が否めません。また、米国に比べて主要株価指数に占めるテクノロジーならびにAI関連企業の構成比が低く、「AI革命」が続く環境下では米国に劣後する状況が予想されます。さらに、フランスおよびドイツ両国の政局の不透明さが増しており、ユーロ圏が近い将来に一貫した、信頼に足る成長戦略を実現する公算は小さいと考えています。日本については、日本銀行による利上げと、少数与党の政権基盤を踏まえ、ここ数年ほどの確信が持てません。とはいえ、堅調な個人消費を背景とした景気回復

と企業のガバナンス改革の進展が株式の支援材料になるとみています。新興国株式については、先進国の多くが利下げを継続している点と域内の穏やかなインフレ動向が支援材料になるとみており、経済を取り巻く状況も良好です。ただし、従来はこのような環境では、新興国市場が他市場を上回るパフォーマンスをあげることも多かったものの、世界貿易に対する逆風が強まる現状では、先行きに慎重にならざるを得ません。関税引き上げの影響を最も強く被ると考えられるのは中国ですが、財政、金融両面での防衛的な景気刺激策を講じることの出来る極めて有利な立場にあることも事実です。投資家心理は数カ月前ほどは悪化していませんが、米中貿易摩擦激化の報道が相次ぐ状況下では、投資判断の引き上げは時期尚早と考えます。2025年の中国株式市場については、ボラティリティが上昇する局面はあるとしても、政府が景気悪化を食い止めようとする強い意思を示していることから、グローバル株式と同等のリターンとなるとみています。

業種別では、銀行、公益事業が引き続き有望だと考えています。銀行セクターは、経済のソフトランディング(軟着陸)のシナリオ下での堅調な株価推移が期待されます。民間セクターの健全なバランスシートを勘案すると、穏やかな成長下での力強い融資の伸びが見込まれます。それに加えて、バリュエーションの面でも魅力的です。公益事業セクターは、景気に企業業績が左右されにくいディフェンシブな特徴を有するほか、電力需要の増加が株価の追い風になる可能性があると考えています。コミュニケーション・サービス・セクターについても、堅調な企業業績とAIならびにデジタル化というテーマの恩恵を受けることが期待され、中長期的に投資妙味があるとみています。また、情報技術セクターと比較して関税引き上げによる影響を受けにくいとみられる点にも注目しています。

■ 債券・為替

社債を愛好

2024年では主要国の多くが底堅い経済成長を実現し、インフレ圧力も徐々に後退しました。トランプ新政権の経済政策は、経済成長ならびにインフレ動向に対して、プラス、マイナス両方の影響を及ぼすことが予想されます。減税と規制緩和が景気に対してプラスの効果をもたらす一方で、輸入製品に対する関税の引き上げがそのプラスの効果を削ぐ公算が大きいと考えています。債券市場については、大幅上昇の可能性は低いとしても、市場を取り巻く環境が一段と悪化する可能性も低いとみており、2025年はインフレ調整後のリターンがプラスになる可能性があります。FRBが4.25%まで利下げを行うという予想の下、米国10年国債利回りの大きな低下は見込めないものの、インフレを加味した上で投資家が受け取ることができる実質的な利回りは2.1%程度になるとみています。

新興国債券は、引き続き魅力的とみています。FRBの利下げの継続が、先進国を上回る経済成長を遂げつつある新興国の中央銀行に追加利下げを促すことが予想されるからです。中国を除く新興国債券の実質利回りは魅力的な水準です。例えば、メキシコ国債は国内経済が追加利下げの恩恵を受けると予想される中でも、7%前後の実質利回りとなっています。

中期的な観点では社債を愛好します。社債のスプレッドは、史上最低水準近辺にあります。企業は潤沢なキャッシュを有し、バランスシートも健全です。また、デフォルト率は既に低位にありながらも更に低下しており、ピクテは今後5年間の平均デフォルト率を2.7%程度とみています。社債は今後も追加利下げの恩恵を享受することが予想されます。株式の割高感が高まっている中、社債のバリュエーション水準は相対的に魅力的とみています。社債に代表されるクレジット資産は高いイン

カム収益を見込めるため、特に退職後の備えなどに活用されており、投資家の長期的な需要が見込まれます。

金(ゴールド)は、インフレ進行や地政学リスク、トランプ新政権がもたらす予見不可能なショックに備えるヘッジ手段として引き続き魅力的な投資対象と考えています。

為替市場では、米ドルが短期的には実体からかけ離れた水準に急騰(オーバーシュート)する可能性があるとみています。米国の底堅い経済成長とインフレ鈍化の停滞を受け、FRBは積極的な利下げを阻まれることになる公算が大きいとみています。しかしながら、政府支出の拡大や経常赤字に起因する双子の赤字、バリュエーション面での割高感などからピークに近付いているとみており、長期的には下落する可能性があると考えています。

通貨では、円が、米ドルが下落に転じた際の恩恵を最も大きく享受し、2025年を通じて上昇するとみています。他の中央銀行に逆行する形で日本銀行が利上げを進める中でも、日本経済の回復ペースは加速することが予想されます。ピクテのモデルでは、円が適正水準を足元で20%程度下回っている状況を示唆しています。

※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（2024年11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 | 44,911 | 41,763 | 37,690 | +7.5% | +19.2% |
| (米)ナスダック総合指数 | 19,218 | 18,095 | 15,011 | +6.2% | +28.0% |
| (日)TOPIX | 2,681 | 2,696 | 2,366 | -0.5% | +13.3% |
| (欧)ユーロ・ストックス50種 | 4,804 | 4,828 | 4,522 | -0.5% | +6.3% |
| (英)FTSE100指数 | 8,287 | 8,110 | 7,733 | +2.2% | +7.2% |
| (中国)上海総合指数 | 3,326 | 3,280 | 2,975 | +1.4% | +11.8% |
| (香港)ハンセン指数 | 19,424 | 20,317 | 17,047 | -4.4% | +13.9% |
| (ブラジル)ボベスパ指数 | 125,668 | 129,713 | 134,185 | -3.1% | -6.3% |
| (インド)SENSEX30指数 | 79,803 | 79,389 | 72,240 | +0.5% | +10.5% |

| 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 | 150.74 | 153.64 | 141.83 | -1.9% | +6.3% |
| ユーロ | 159.20 | 166.73 | 157.12 | -4.5% | +1.3% |
| 英ポンド | 191.49 | 199.01 | 180.68 | -3.8% | +6.0% |
| スイスフラン | 170.98 | 177.29 | 168.24 | -3.6% | +1.6% |
| 豪ドル | 98.04 | 100.85 | 96.94 | -2.8% | +1.1% |
| 加ドル | 107.55 | 110.37 | 107.24 | -2.6% | +0.3% |
| 中国元 [※] | 20.76 | 21.41 | 19.88 | -3.0% | +4.5% |
| ブラジルレアル [※] | 25.15 | 26.31 | 29.02 | -4.4% | -13.3% |
| インドルピー | 1.79 | 1.84 | 1.72 | -2.7% | +4.1% |
| ロシアルーブル | 1.40 | 1.59 | 1.61 | -11.9% | -13.0% |
| タイバーツ | 4.38 | 4.55 | 4.13 | -3.7% | +6.1% |
| 南アフリカランド | 8.33 | 8.69 | 7.62 | -4.1% | +9.3% |

(※)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% | 4.28% | 3.87% | -0.08% | +0.33% |
| 日10年国債利回り | 1.05% | 0.91% | 0.62% | +0.14% | +0.42% |
| 独10年国債利回り | 2.09% | 2.39% | 2.00% | -0.31% | +0.09% |
| 豪10年国債利回り | 4.37% | 4.52% | 3.96% | -0.15% | +0.41% |
| 米政策金利(FFレートの) | 4.75% | 5.00% | 5.50% | -0.25% | -0.75% |
| 日政策金利(無担コール翌日) | 0.25% | 0.25% | -0.10% | ±0% | +0.35% |
| 欧政策金利(リファイナンス金利) | 3.40% | 3.40% | 4.50% | ±0% | -1.10% |

| 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) | 68.26 | 69.58 | 71.89 | -1.9% | -5.0% |
| 金(1オンス、ドル) | 2,659.45 | 2,740.75 | 2,065.45 | -3.0% | +28.8% |

※ 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