

Multi Asset Portfolio Strategy | 2025 Spring



Topics

2025年度の日本株を 需給面から考える

資産運用部
ファンドマネージャー
香川 明広

日銀の利上げ観測、トランプ関税への警戒、需給面での海外投資家の売り圧力などにより、2024年度の日本株(TOPIX)は低迷しました。2025年度も堅調だった米国株がトランプ関税により大幅に調整するなど厳しい環境が続く中、需給面から今後の日本株の動向を考えます。

Contents

Topics	P1-2
Economic & Monetary Policy Outlook	P3
Market Outlook	P4
Risk Assessment	P5-6
Asset Class Views	P7
<参考>	
Schedule	P8
FX Rate / Stock Price Chart	P9-10
Model Portfolio	P11-12
Portfolio of Institutional Investor	P13
本資料に関する注意事項	P17

2024年度
の振り返り

PBR1倍割れを意識した 自社株買いにより底堅さを維持

需給面からみた 日本株

2024年度の日本株(TOPIX)は米国株(S&P500)と比較するとパフォーマンスは芳しくありませんでした(図表1)。需給面から見ると、2024年度は海外投資家が9兆円という巨額の売り越しを行っていました(図表2)。一方、同等の9兆円の買い越しが事業法人(≒自社株買い)によって行われました。株価を動かす主体といわれる海外投資家の売りにもかかわらず2024年度の日本株が持っていた底堅さは自社株買いが要因だったといえます。

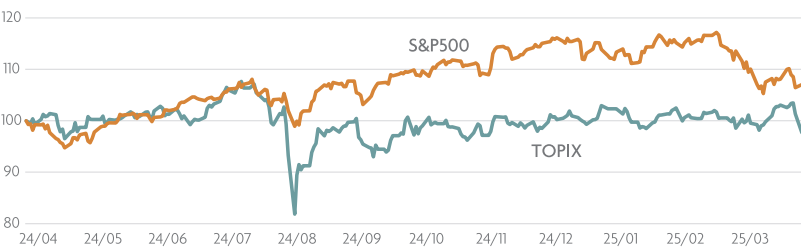
自社株買いが 増えた背景

上場企業の自社株取得枠(発表ベース)は20兆円超と2023年度から倍増しています(図表3)。東京証券取引所が2023年3月にPBR1倍割れの企業などを念頭に出した「資本コストや株価を意識した経営」の要請から、上場企業による株主還元の動きが活発であり、自社株買いもその一環として増えています。

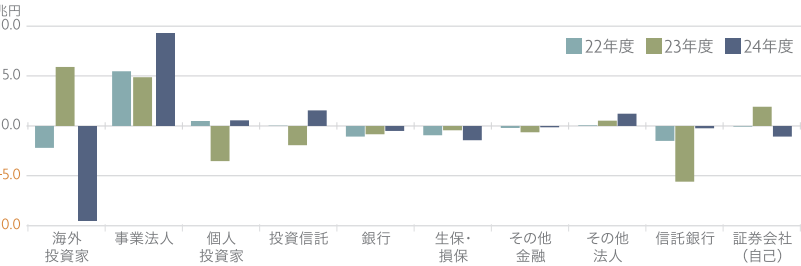
ポイント

■上場企業による株主還元の動きの一環として、海外投資家の売り越しと同等の買い越しが行われ、2024年度の日本株の底堅さを支えた。

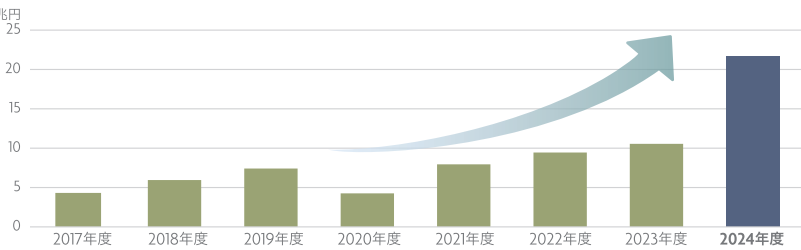
図表1 2024年度の日米株価推移 ※2024年3月末を100として指数化 出所: Bloomberg



図表2 主体別売買動向(現物+先物) 出所:日本取引所グループ



図表3 日本企業による自社株買い金額 ※取得枠(発表ベース) 出所: Bloomberg



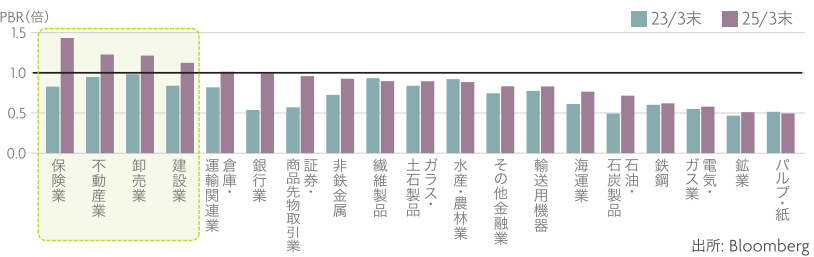
2025年度
の展望

自社株買いの継続による 底堅い展開を期待

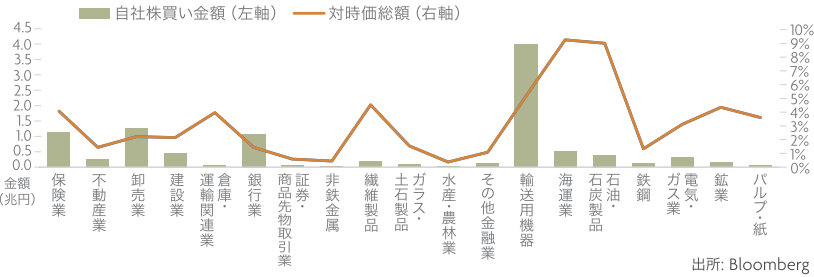
PBR改善状況からみた現状

2023年3月末時点でPBR1倍を割れていた業種(東証33業種)は19業種でしたが、1倍を回復したのは4業種(保険業、不動産業、卸売業、建設業)のみで、その他15業種は1倍に到達しておらず、PBR1倍回復の道は半ばです(図表4)。なお、PBRが改善した業種ほど2024年度は自社株買いを実施した傾向が見られます(図表5)。

図表4 業種別PBR



図表5 業種別自社株買い金額と対時価総額比率(2024年度)



東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業を公表しています。2024年12月末時点で全上場企業2251社中1951社(約87%)がすでに開示済で、企業全体の意識の高さが感じられます。PBR改善は道半ばだと考えると、2025年度も引き続き高水準の自社株買いの継続が期待できます。

ポイント

■2025年度について、自社株買いという大きな支えのある日本株はグローバル対比で底堅い展開が期待できる。

作成基準日 2025年4月4日

1 Economic & Monetary Policy Outlook

経済・金融政策見通し

経済や金融政策の今後の見通しについてご説明します。

2025年3月末時点

○方向感について

各国・地域の経済成長率や政策金利、市場指標の先行きの変化を示しています。

減速・マイナス
傾向の場合

横ばい
傾向の場合

加速・プラス
傾向の場合

国	方向感		見 通 し
	2025年	2026年	
 米国			●トランプ政権による関税政策の影響で消費者マインドが悪化するなど、米国ではスタグフレーション懸念が強まっている。一方、労働市場の減速は限られるうえ賃金上昇率は高水準を維持している。インフレ再加速は想定しにくく、良好な雇用・所得環境が消費の支えとなり、2025年は2%程度の経済成長となる見込み。
実質GDP成長率	1.9%	1.9%	
 ユーロ圏			●インバウンド需要の拡大を受けて南欧諸国の景気は堅調さを維持している。また、ドイツでは財政支出拡大を通じた景気低迷脱却の期待が高まりつつある。ユーロ圏のインフレ率は2%程度での推移が見込まれ、高水準の実質賃金を背景とした消費下支えも期待できることから、緩やかな景気回復となる見込み。
実質GDP成長率	1.0%	1.3%	
 日本			●日銀短観では、米国の関税に対する不透明感から大企業製造業の景況感が悪化した。また、物価高騰の影響で消費には依然として弱さがみられる。一方、国内の賃上げ圧力は根強いことから、実質賃金改善が消費底上げに寄与する形で、2025年は景気回復基調を取り戻す見込み。
実質GDP成長率	1.2%	0.9%	
 中国 (新興国)			●中国政府の支援策を受けて住宅販売は持ち直しが続いているうえ、都市部を中心に住宅価格は下げ止まりつつある。一方、消費者マインド低迷やデフインフレは長期化しており、消費に底打ちの動きはみられない。したがって、中国景気は緩やかな減速が予想され、2025年は4%台半ばの経済成長となる見込み。
実質GDP成長率	4.6%	4.3%	

実体経済

各国・地域の経済見通し

金融政策の動向

各国・地域の中央銀行の金融政策見通し

中央銀行	足元からの方向感		見 通 し
	3カ月	1年	
 FRB 米連邦準備 制度理事会			●FRBは3月のFOMCで2会合連続での政策金利据え置きを決定した。米国のインフレには依然として粘着性が確認されるうえ、トランプ政権による関税政策の影響を見極めるため、FRB高官からは利下げに慎重な姿勢が示されている。一方、個人消費の減速を受けて米国景気の先行き懸念が高まっている点を踏まえて、FRBは今後も利下げを続ける見通し。
政策金利	4.50%	4.25%	
 ECB 欧州 中央銀行			●ECBは3月の理事会で5会合連続での利下げを決定した。これまでの段階的な利下げ実施を通じて、ユーロ圏の政策金利は景気抑制的な水準から脱しつつある。また、一部のECB高官からは追加利下げに慎重な発言が出ていることも踏まえて、ユーロ圏の政策金利は当面据え置きとなる見通し。
政策金利	2.65%	2.65%	
 BOJ 日本銀行			●日銀は3月の金融政策決定会合で政策金利据え置きを決定した。日本のインフレ率は日銀の目標である2%水準を上回り続けているうえ、賃上げ圧力は根強いことから、賃金と物価の好循環は実現に向かいつつある。一方、米国の関税政策など足元の海外経済には不確実性が大きい点に鑑みて、日銀は慎重に利上げを進めていく見通し。
政策金利	0.50%	0.75%	

2 Market Outlook

市場見通し

各資産クラスと為替の相場見通しについてご説明します。

2025年3月末時点



市場見通し

株式・REIT・債券の市場
価格の見通し

資産クラス		足元からの方向感		見 通 し
		3カ月	1年	
先進国株式	 米国			米国景気への懸念が高まっているものの、トランプ減税や中長期的な業績改善への期待を背景に株価上昇を予想。 ユーロ圏は引き続き緩やかな景気回復が見込まれ、企業業績の改善期待を背景に株価は底堅い展開を予想。 賃上げを通じた消費底上げなどにより、国内企業は堅調な業績が見込まれることから、株価は底堅い展開を予想。
	 欧州			
	 日本			
新興国株式				軟調な展開が続いたインド株に底入れの兆し。中国株もレンジ相場が続くとみており、新興国全般は横ばいを予想。
先進国REIT				中心となる米国REITは、関税政策の不透明感がくすぶる一方でデータセンター需要は根強く、価格は横ばいを予想。
先進国債券	 米国			FRBによる緩やかな利下げを通じて、米国景気の下支えが見込まれることから、長期金利は横ばいを予想。 ドイツでは財政支出拡大を通じた景気低迷脱却の期待が高まりつつあることから、長期金利は横ばいを予想。 日銀は海外経済の不確実性などを見極めながら追加利上げを実施する見通しのため、長期金利は上昇(価格は弱含み)を予想。
	 ユーロ圏			
	 日本			
新興国債券				米国の通商政策は不透明だが、新興国の利下げ余地は先進国に比べて依然として大きく、価格は先行き上昇を予想。
ハイイールド債券				米国で利下げ継続が見込まれる点は好材料ではあるものの、過去と比べても割高感が強く価格は先行き横ばいを予想。



為替見通し

円に対する米ドル、ユーロ、豪ドルの為替見通し

米ドル／円		ユーロ／円		豪ドル／円	
足元からの方向感		足元からの方向感		足元からの方向感	
3カ月	1年	3カ月	1年	3カ月	1年
 横ばい	 横ばい	 横ばい	 横ばい	 横ばい	 横ばい
●日銀の追加利上げに対する警戒感から、米ドル円の上昇余地は限定されよう。一方、米国労働市場の底堅さから長期金利は横ばいが見込まれるため、米ドル円は堅調な展開を予想。		●ドイツの景気低迷脱却への期待からユーロ圏景気の下振れリスクは後退しつつある。ドイツの長期金利は横ばいが見込まれるため、対米ドル、対円ともに横ばいを予想。		●消費者マインド改善や労働市場の堅調さを背景に豪州景気への懸念は和らぎつつある。豪州の長期金利は横ばいが見込まれるため、対米ドル、対円ともに横ばいを予想。	

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

3

Risk Assessment

リスクシナリオ

想定されるリスク要因とその影響についてご説明します。

- 影響度 …… リスクが顕在化した際の相場に及ぼす影響の大きさを示す。
- 発現可能性 …… リスクが実現する可能性の高さを示す。

矢印の方向
の定義説明

収益率

マイナスの場合

プラスの場合



上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

4

Asset Class Views

資産クラス別見通し

各資産クラスの投資魅力度についてご説明します。

資産クラス		投資魅力度					見 通 し
		低 ← 中立 → 高					
株式等				●			先進国景気は米国の関税政策の影響が懸念されるも、景気回復は続く見通しであり投資魅力度は中立と判断。
先進国株式	 米国				●		主要先進国株式のうち、米国株はトランプ関税の影響が懸念されるものの、減税政策や中長期的な業績改善への期待を勘案し投資魅力度はやや高いと判断。一方、景気回復ペースや金融政策の方向性を考慮し、欧州株と日本株の投資魅力度は中立と判断。
	 欧州			●			
	 日本			●			
新興国株式				●			新興国株式は、軟調な展開が続いたインド株に底入れの兆しがみえており、中国株もレンジ相場が続く見通し。そのため、新興国全般は横ばいでの推移が見込まれることから、投資魅力度は中立と判断する。
先進国REIT				●			先進国REITのうち、ウエイトの高い米国REITは関税政策の不透明感がくすぶる一方、データセンター需要は根強い。米国での利下げ継続を通じた価格の下支えも見込まれるため、投資魅力度は中立と判断する。

債券					●		主要中銀による利下げ継続や景気回復ペースが緩やかであることを踏まえて、投資魅力度はやや高いと判断。
先進国債券	 米国				●		米国は景気回復および利下げともに緩やかなペースとなる見通しであり、いずれも価格下落余地は限定されよう。ユーロ圏は米国に比べて利回り水準が低いものの、インフレ鈍化が進展していること、ロールダウン効果が大きい点を踏まえて、投資魅力度は同じくやや高いと判断する。一方、日本は日銀による追加利上げが見込まれることに加えて、ユーロ圏よりも利回り水準が低いため、投資魅力度はやや低いと判断する。
	 ユーロ圏				●		
	 日本			●			
新興国債券					●		新興国国債、先進国ハイイールド債は、いずれも利回り水準は高い反面、クレジットリスクはくすぶる。一方、米国の通商政策は不透明感が強まっているものの、新興国の利下げ余地は先進国と比べて依然として大きいため、新興国国債の投資魅力度はやや高いと判断する。一方、先進国ハイイールド債はクレジットスプレッドが小さいことから、投資魅力度は中立と判断する。
ハイイールド債券				●			

通貨							
 米ドル／円				●			円安進行時には日銀の追加利上げに対する警戒感が高まるため、米ドル円の上昇余地は限定されよう。一方、日米の長期金利差は引き続き大きいと考えられるため、米ドル円の下落余地は限られると予想する。米国、ユーロ圏では景気下振れ回避の観点から利下げ継続が見込まれるものの、利下げ期待は相応に織り込まれている。そのため、米ドル円、ユーロ円の投資魅力度は中立と判断する。豪州は利下げ局面に入ったが、基調的インフレの高止まりリスクを踏まえると政策金利は当面据え置きが予想される。そのため、豪ドル円の投資魅力度も中立と判断する。
 ユーロ／円				●			
 豪ドル／円				●			

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

〈 参 考 〉

Schedule

	北米	欧州	アジア・オセアニア
5月	2日 米(米) 失業率	欧(欧) 失業率	日(日) 失業率
	8日 米(米) FOMC	英(英) 英中銀金融政策委員会	
	10日		中(中) CPI
	13日 米(米) CPI		
	15日	欧(欧) 四半期GDP (改定) 英(英) 四半期GDP (速報) 英(英) 月次GDP	
	16日		日(日) GDP (一次速報)
	19日	欧(欧) CPI	
	21日	英(英) CPI	
	23日		日(日) CPI
	29日 米(米) 四半期GDP (改定)		
6月	30日	独(独) CPI	日(日) 失業率
	3日	欧(欧) 失業率	
	5日	欧(欧) ECB理事会	
	6日 米(米) 失業率	欧(欧) 四半期GDP (確報)	
	9日		中(中) CPI 日(日) GDP (二次速報)
	11日 米(米) CPI		
	12日	英(英) 月次GDP	
	18日	欧(欧) CPI 英(英) CPI	
	19日 米(米) FOMC	英(英) 英中銀金融政策委員会	
	20日		日(日) CPI
7月	26日 米(米) 四半期GDP (確報)		
	27日	英(英) 四半期GDP (確報)	日(日) 失業率
	30日	独(独) CPI	
	2日 欧(欧) 失業率		
	3日 米(米) 失業率		
	9日 中(中) CPI		
	11日 英(英) 月次GDP		
	15日 米(米) CPI 中(中) 四半期GDP		
	16日 英(英) CPI		
	17日 欧(欧) CPI		
8月	18日 日(日) CPI		
	24日 欧(欧) ECB理事会		
	30日 米(米) 四半期GDP (速報) 欧(欧) 四半期GDP (速報)		
	31日 米(米) FOMC 欧(欧) 失業率 独(独) CPI		
	1日 米(米) 失業率 日(日) 失業率		
	7日 英(英) 英中銀金融政策委員会		
	9日 中(中) CPI		
	12日 米(米) CPI		
	14日 欧(欧) 四半期GDP (改定) 英(英) 四半期GDP (速報) 英(英) 月次GDP		
	15日 日(日) GDP (一次速報)		
9月	20日 欧(欧) CPI 英(英) CPI		
	22日 日(日) CPI		
	28日 米(米) 四半期GDP (改定)		
	29日 独(独) CPI 日(日) 失業率		
	1日 欧(欧) 失業率		
	5日 米(米) 失業率 欧(欧) 四半期GDP (確報)		
	8日 日(日) GDP (二次速報)		
	10日 中(中) CPI		
	11日 米(米) CPI 欧(欧) ECB理事会		
	12日 英(英) 月次GDP		

※日付はすべて日本時間。中央銀行の会合の日付は金融政策発表日。

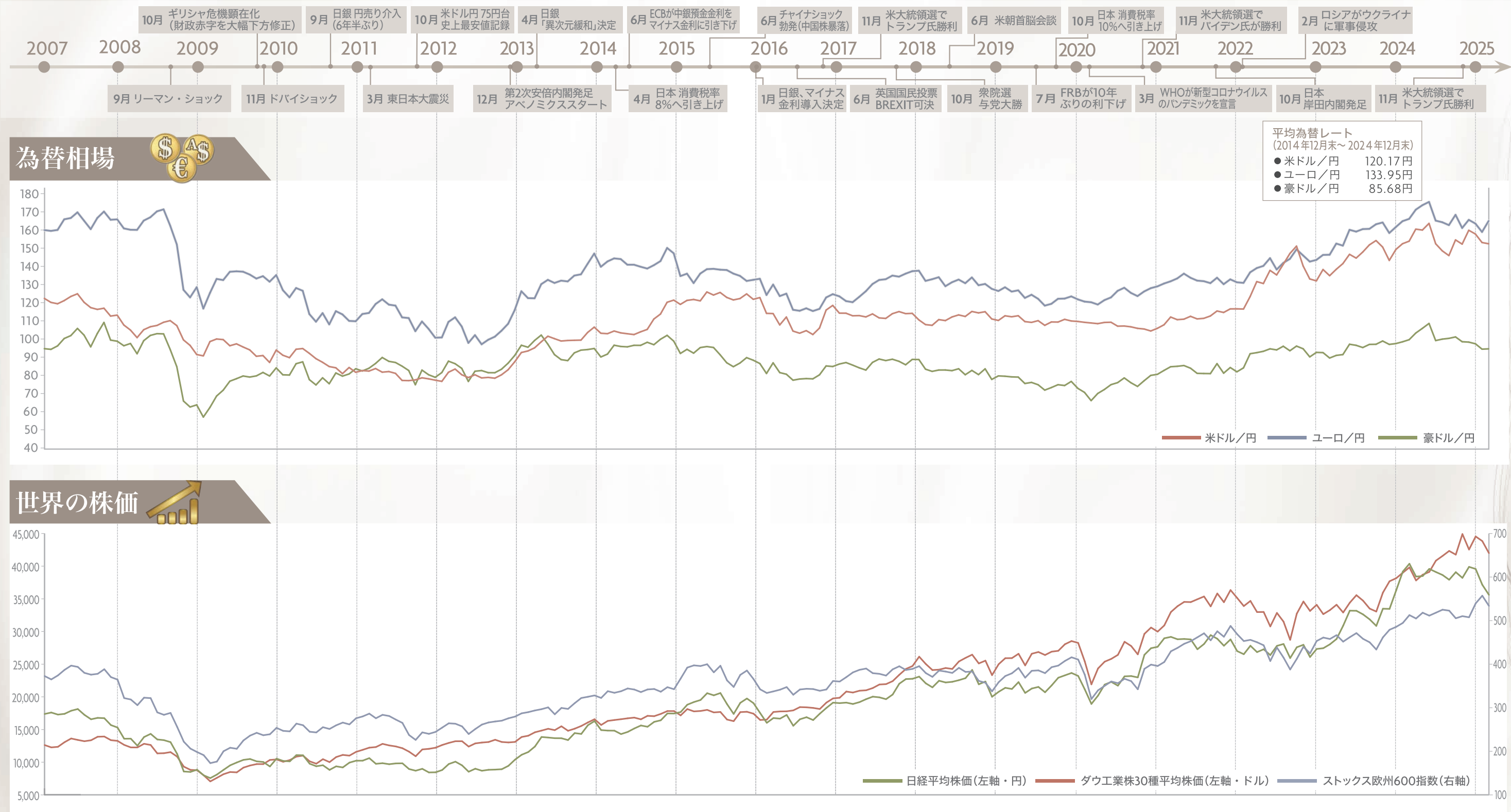
上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

〈 参考 〉

FX Rate / Stock Price Chart

為替相場と株価を振り返る

世界的な金融危機と不況につながったリーマン・ショックから10年以上かけて、世界経済は回復・発展を遂げてきました。長引くロシア・ウクライナ紛争や中東情勢の緊迫化、高関税に伴うインフレ再加速懸念、中国経済の低迷など多くのリスク要因を抱えていますが、短期的な相場の変動に一喜一憂することなく、長期的な目線で資産運用を考えていくことが大切です。



上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

〈 参 考 〉

Model Portfolio モデルポートフォリオ

ポートフォリオの構築には、資産運用の目的や運用期間、希望するリターン水準等、資産運用に対するニーズの再確認をしつつ、分散投資の割合に関して、定期的なチェックが必要です。必要であれば内容を見直し、そのときの最適なポートフォリオをつくっていきましょう。

ポートフォリオは、一度つくって終わりではありません。

Case1

相場の変動によってズレが生じてしまった。

株式や債券などの金融商品は価格が変動することによって、当初の資産配分のバランスが崩れてしまうことがあります。定期的に確認してバランスを調整しましょう。



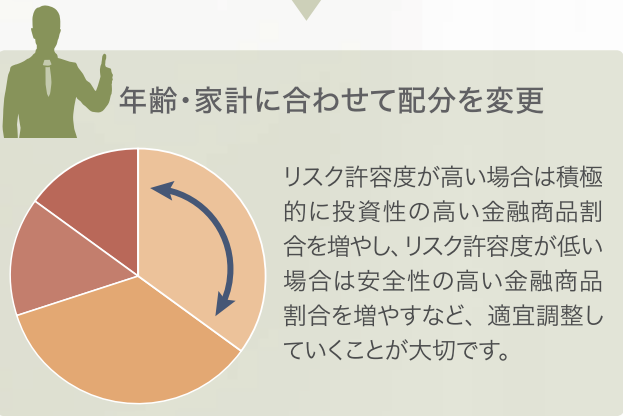
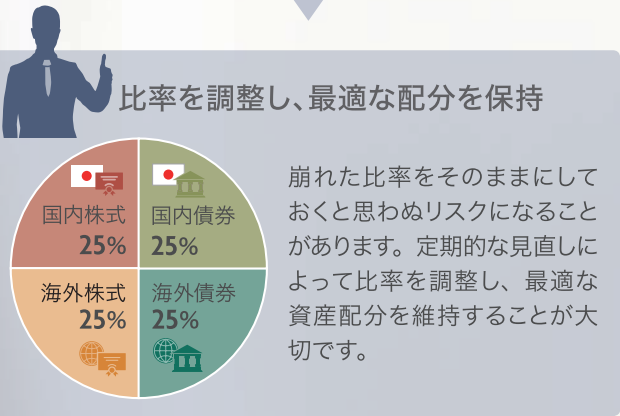
Case2

年齢や家計状況の変化によってズレが生じてしまった。

年齢や家族構成、収入の変化などによって、理想的な資産バランスは変化していきます。そのときの状況を踏まえ、適切なバランスに調整しましょう。



ポートフォリオの見直しによって、常に最適な配分を保つ必要があります。



上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

安定型

資産運用ニーズとリスク許容度によって、安定型、中間型、積極型の3つのポートフォリオをご用意しています。

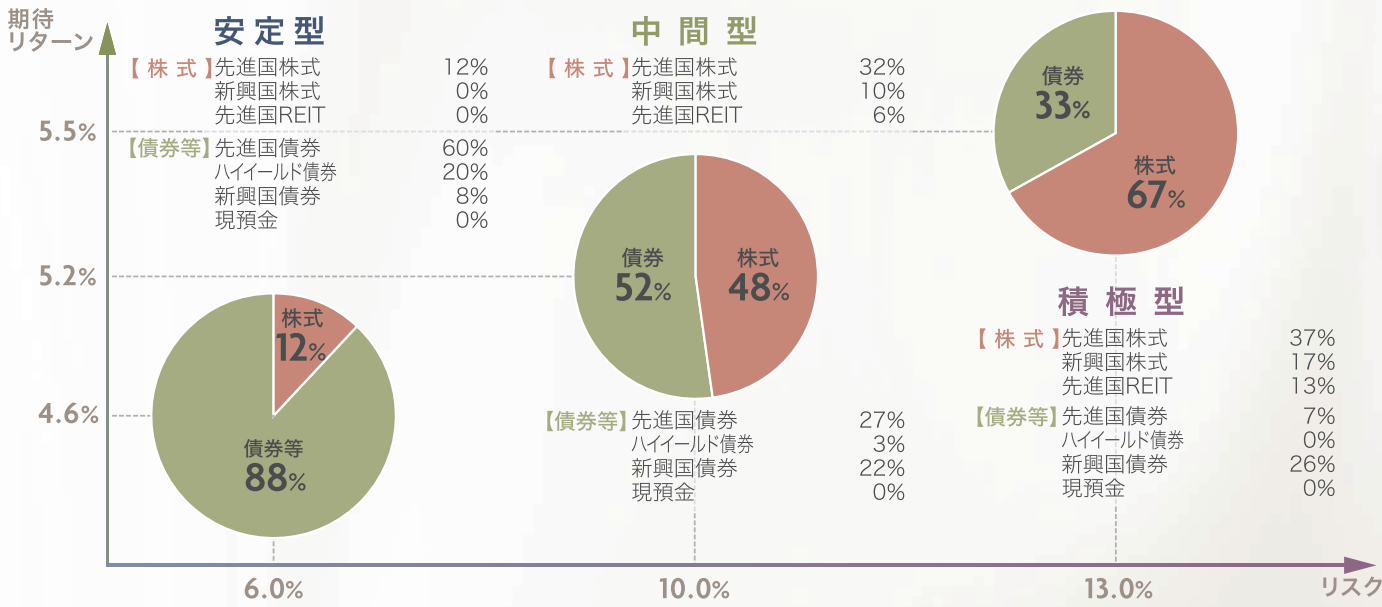
中間型

株式と債券を同程度組入れ、安全性と収益性のバランスのとれた運用を目指す。

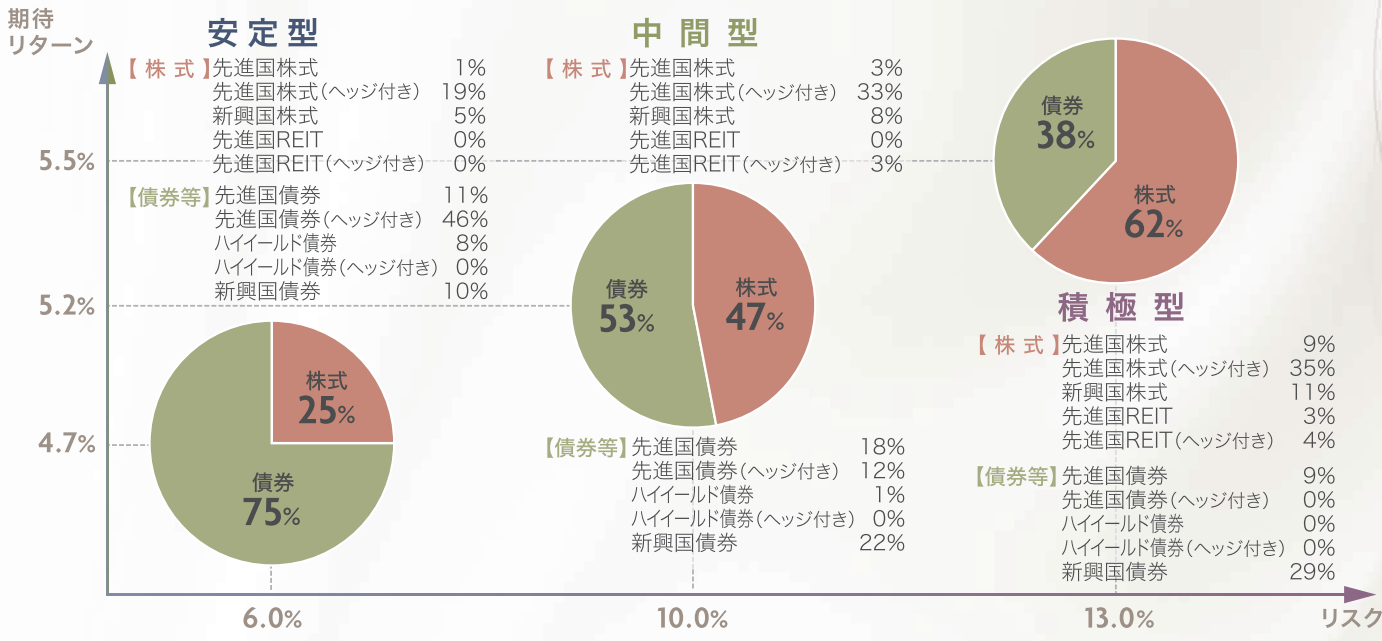
積極型

余裕資金の運用や資産形成に向けて、株式等、ハイリスク・ハイリターンへのリスク資産を中心に、積極的な収益獲得を目指す。

米ドル建て (2024年6月～)



円建て (2024年6月～)



上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

〈参考〉

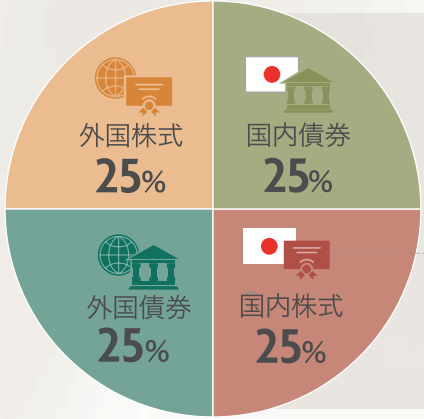
Portfolio of Institutional Investor

国内外の主要機関投資家のポートフォリオをご紹介します。皆さまのポートフォリオ構築の参考にご活用ください。

国内参考例：GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）とは…

日本の公的年金のうち、厚生年金と国民年金の積立金の管理・運用を行う独立行政法人です。運用で得た収益を国庫に納付することにより、年金事業の運営の安定に資することを目的としています。GPIFでは2023年12月末現在、約225兆円の資産を運用しており、世界最大の機関投資家といわれています。



GPIFの基本ポートフォリオは、内外株式・債券に25%ずつ均等配分しています。
長年、GPIFは国内債券を中心に運用してきましたが、投資効率改善に向けて、2014年に株式の割合を引き上げました。2020年4月には、利回り低迷を背景に国内債券の割合を引き下げ一方、相対的に利回りの高い外国債券の割合を引き上げました。

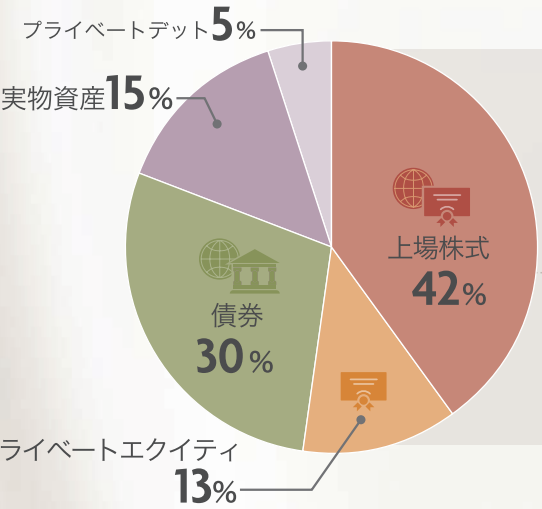
※資産構成割合
【株式】外国株式25%、国内株式25%
【債券等】外国債券25%、国内債券25%

2024年6月末時点

海外参考例：CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）

CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）とは…

アメリカ合衆国カリフォルニア州の公務員の公的年金基金です。公的年金の中では米国最大で、総資産は約4,646億ドル(2023年6月30日現在)におよびます。巨大な運用額と積極的な運用姿勢から、その投資動向に世界中の金融関係者や投資家が常に注目しています。



CalPERSの基本ポートフォリオは、上場株式が約40%を占めています。
また、基本ポートフォリオの分散効果を高めるために、5%のレバレッジを効かせて運用しており、ポートフォリオの合計は105%となっています。

※資産構成割合
【株式】上場株式 42% プライベートエクイティ 13%
【債券等】債券 30% 実物資産 15% プライベートデット 5%

2024年6月末時点

上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

memo

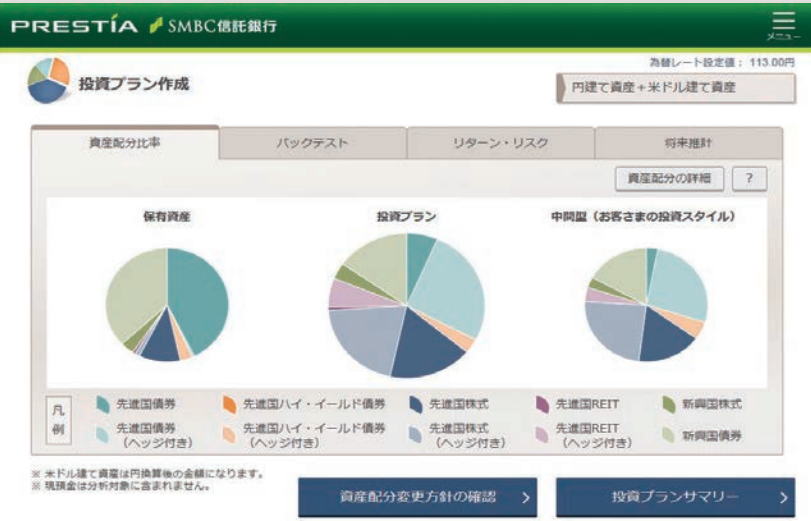
お客様のポートフォリオをチェックしてみましょう

資産クラス		現在	将来
株式	先進国株式	%	%
	新興国株式	%	%
REIT	先進国REIT	%	%
債券	先進国債券	%	%
	新興国債券	%	%
	ハイイールド債券	%	%
期待リターン/リスク		% / %	% / %

ポートフォリオツールのご案内

ポートフォリオツールでは、まず、お客様が現在保有している資産の「見える化」を行い、投資目的や投資スタイルのヒアリングを行ったうえで、当行独自の資産配分モデルを参考に、お客様一人ひとりのご要望に合わせた資産配分プランを提案させていただきます。本ツールでは米ドル建てのポートフォリオをシミュレートすることも可能です。

詳細は営業担当者へお問合せください。



上記は本資料作成日現在のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。将来予告なく変更される場合があります。資料巻末ページの「本資料に関する注意事項」を必ずご確認ください。

memo

Lined area for notes on page 15.

memo

Lined area for notes on page 16.

本資料に関する注意事項

【本資料に関するご注意】

- 本資料は情報提供を目的に株式会社SMBC信託銀行（以下「SMBC信託銀行」といいます。）が作成しており、特定の投資を推奨・勧誘するものではありません。
- 本資料に記載された内容は作成時点のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。
- 本資料に記載された分析・シミュレーションの前提・条件等はあくまで仮定に基づくものです。本資料に記載されたいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料に記載された情報は、十分信頼に足ると考えられる情報源に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性および公平性については、SMBC信託銀行並びにその関連会社が保証するものではありません。また、その情報を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる損失に対しても、SMBC信託銀行は一切の責任を負いません。
- 本資料のうち過去実績に基づくものについては、将来の実績を保証するものではありません。
- 本資料に記載された分析・シミュレーションは、資料内に記載している外部データ・分析手法を用いて行っていますが、お客さまが投資されている資産・ファンドの運用手法、各種手数料、信託報酬、トレーディングコスト、税金等を反映するものではないため、実際の運用成果とは異なる可能性があります。
- 投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書、各商品の説明書等を必ずご覧いただき、お客さま自身の判断でなさるようお願い致します。
- 本情報の内容について、蓄積、編集加工、二次加工を禁じます。