

## Topics

- ▶ 財政拡張期待などから欧州株が大幅上昇の一方、米ハイテク株などは軟調に推移。日本株もやや低迷。
- ▶ 米景気後退懸念は行き過ぎの可能性で、今後、米政権による減税などポジティブな政策の発動に期待。
- ▶ 欧州はドイツなどが財政拡張に舵を切り、経済成長を押し上げる可能性が高まる。中国でも財政支出を拡大へ。
- ▶ 日本株については、欧州や中国の需要見通しの回復から輸出関連製造業の業績改善が期待できる。

シニアストラテジスト 浅岡 均

## 欧州株が大幅高、米ハイテク株は低調

今年に入り欧州株の上昇が目立っています(図表1)。ドイツの財政拡張やウクライナ和平への期待を反映した動きとみられます。一方で、米国ではハイテク株の比率が高いナスダック総合や、小型株指数であるラッセル2000の年初来騰落率が直近でマイナス圏の推移となっています。AI(人工知能)関連需要の急拡大が2年目を迎え、前年比増収率が鈍化しつつあることに加え、直近では米景気減速懸念が背景とみられます。日本株は米ハイテク株安につれて大型ハイテク株が売られ、低迷しています。

アナリストによる業績予想の上方修正件数から下方修正件数を引いた値を全件数で割って算出されるリビジョンインデックスは、米国で悪化傾向にあります(図表2)。一方で欧州では急速に改善に向かっており、株価はこうした動きを反映しているとみられます。なお、日本のリビジョンはプラス圏で推移しているものの、海外投資家の日本株買いにはつながっていないようです。

## 米景気後退懸念は行き過ぎか

米国ではこのところ小売売上高や消費者信頼感など、経済指標に下振れが目立ち始めました(図表3)。アトランタ連銀が日々発表される月次経済指標などを基に推計している1-3月期の米実質GDP成長率は、最新3月6日時点で前期比年率▲2.4%となっています。もっとも、10-12月期の消費の伸びが同+4%超と非常に高かったことから、伸び鈍化はある程度予想されていました。また、米政権発足の駆け込み需要などに伴う変動も大きいとみられます。例年、年初の経済指標にはノイズが大きくなるとの指摘があり、景気後退懸念は行き過ぎの可能性もあります。

また、トランプ政権の政策については、関税発動や移民制限など経済にネガティブな影響がある政策が先に発動し、議会承認が必要な減税などポジティブな影響がある政策はその後に行われるとみられてきました。実際その通りに展開していると考えられます。

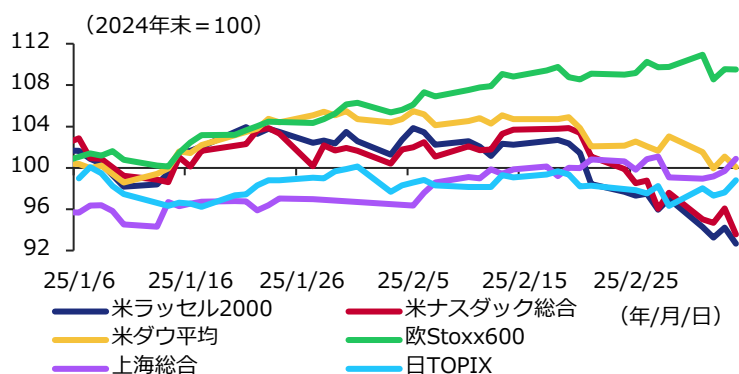
市場の一部では、政府効率化省による経費削減やウクライナ支援休止を受けて米国が財政緊縮に傾いているとの見方も浮上しているようです。あくまで政策の順番の問題と考えられ、今後は減税などが打ち出されていくことが期待されます。また、米政権は、ベッセント財務長官をはじめ、元企業・金融機関出身者を多く擁する中、政策運営にあたっては市場動向に配慮を示すとみられます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 主要株価指数の推移

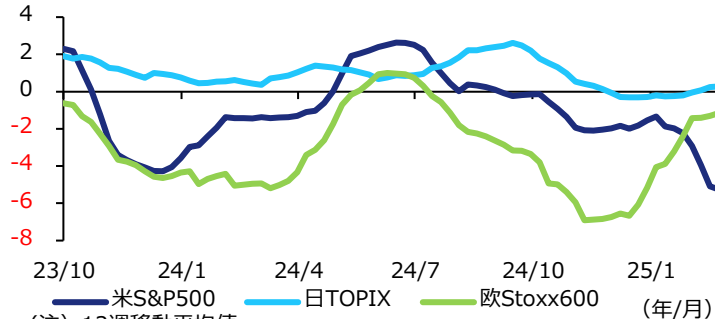


(注) 各株価指数の2024年末値を100として指数化

期間: 2025年1月6日~3月6日(日次)

出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日米欧株のリビジョンインデックス



(注) 12週移動平均値

期間: 2023年10月6日~2025年2月28日(週次)

出所: LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表3 米実質GDP推計値と米経済サプライズインデックス



期間: 2023年1月3日~2025年3月6日(日次)

出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 欧州と中国が財政拡張へ

欧州ではドイツの景気低迷などから財政拡張期待が強まっていました。今年2月に総選挙を終えたドイツでは主要政党が大幅な財政拡張（憲法上の財政面での制限を緩め、防衛費増額とインフラ投資基金を設立）の方針で合意し、財政方針が大転換するとみられています。EU（欧州連合）全体でも防衛費をGDP比3.5%に引き上げることを目指す大規模基金設立が提案されました（図表4）。米ウクライナ首脳会談が決裂し、米国の軍事支援継続が見通せなくなったことが方針転換の引き金になったとみられます。

欧州各国は冷戦終結後、防衛費を減らすとともに、経済統合を進める中で、ドイツ主導で財政緊縮路線を貫いてきました。NATO（北大西洋条約機構）は加盟国にGDP比2%の防衛費支出を求めてきました。米英に比べて欧州大陸各国の支出は低水準にとどまり、トランプ米政権が批判しているように防衛面でフリーライドの状態になっていました（図表5、6）。ドイツでは憲法に財政均衡方針が定められ、財政支出拡大が制限されてきました。憲法改正にはドイツ連邦議会の3分の2以上の賛成が必要となることから、当面の推移を見守る必要はありますが、数十年來の方針からの大転換を遂げつつあると考えられます。なお、トランプ米政権はNATO加盟国に対し、GDP比5%以上の軍事支出を求めています。

財政拡張は、域内経済成長に寄与するとみられます。ドイツの独立系シンクタンクであるキール世界経済研究所は今年2月、試算を発表しました。欧州が防衛費をGDP比2%から3.5%に引き上げ、米国製兵器輸入から域内生産にシフトする場合、GDPを年間0.9～1.5%押し上げる可能性があるとのことです。また、軍事開発のための研究開発費の積み増しにより、防衛産業以外への波及効果が期待されると提言しています。

なお、中国も3月5日開幕の全人代（全国人民代表大会）で財政支出拡大の方針を示すとともに、国防予算を大きく積み増しました。

## 日本企業は欧州や中国の需要回復に期待へ

日本は米政権の標的になりづらく、地政学的に他地域に比べて安定しているとみられてきました。しかしながら欧州や中国が軍事面や経済停滞への危機感から大規模な財政拡張方針を示す中、日本は、日銀の利上げ継続も踏まえると金融・財政政策面で主要国に比べ見劣りしつつあります。25年度予算案における年収の壁引き上げに伴う減税幅はおよそ1.2兆円程度と小幅にとどまりました。

このような状況下、日本株については短期的なマクロ政策動向を重視する海外短期勢による買いが強まりづらい局面が続く可能性は残ります。ただし、日本株に、PER（株価収益率）でみたバリュエーション面で相対的に割安感がある中、利益成長に応じた株価上昇は依然期待できます。また、欧州や中国の売上高比率が高い輸出関連製造業（図表7）は、欧州・中国の需要回復見通しから業績が改善に向かうことも期待できます。

日本では夏に参院選を控えています。昨年の衆院選で国民の支持が集まった国民民主党の政策提案に、与党が十分に応えなかった中で、与党が一段と議席を減らす場合、日本も財政拡張の方向に向かい、投資家からの注目が高まる可能性はあります。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表4 欧州における財政拡張に向けた動き

### ドイツ主要政党の合意案（報道ベース）

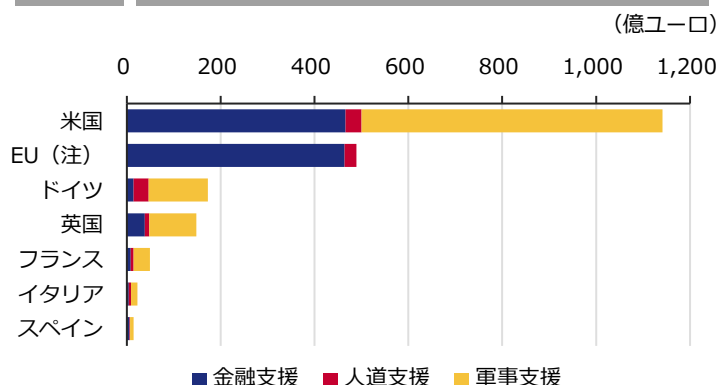
- ・財政収支の均衡を義務付ける「債務ブレーキ」の制限緩和
- ・今後10年間で5,000億ユーロ（1年あたりドイツGDP比約1%）のインフラ投資基金設立
- ・防衛費（2024年時点でドイツGDP比2.1%）を積み増し（3.5%以上?）

### 欧州委員会の提案（フォンデアライエン委員長）

- ・EU再軍備計画で4年間で総額8,000億ユーロ（うち1,500億ユーロは各国への融資）

出所：各種報道資料等を基にアセットマネジメントOneが作成

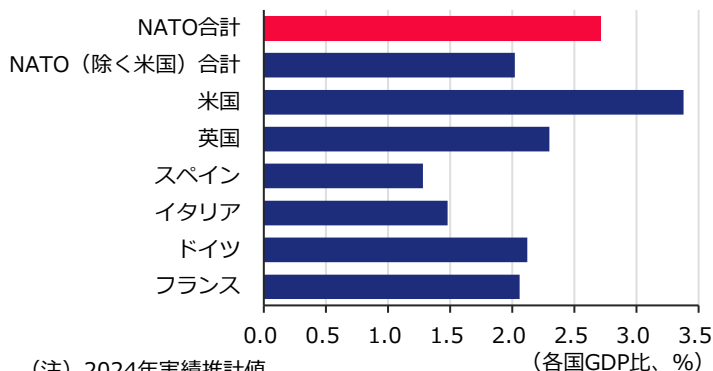
図表5 主要国によるウクライナ支援額



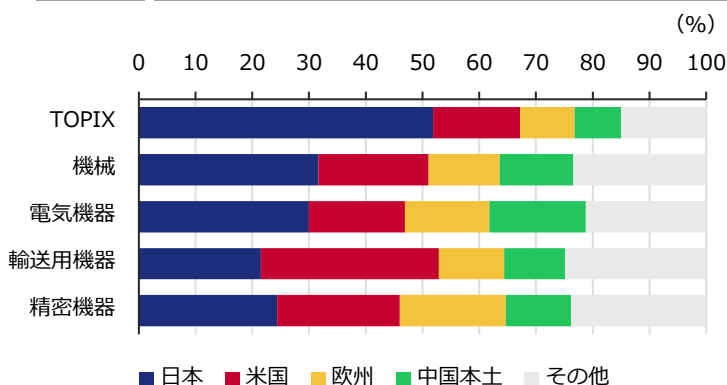
(注) EUはEU加盟国合計ではなく、欧州委員会レベルでの支援  
期間：2022年1月24日から2024年末にかけての支援額

出所：キール世界経済研究所のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6 NATO加盟主要国の防衛費（GDP比）



図表7 TOPIXの地域別売上高比率



(注) 直近12カ月実績、33業種分類に基づく

出所：FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

# 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

## 【投資信託に係るリスクと費用】

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

#### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

## 【当資料で使用している指数について】

- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- Russell 2000インデックスはラッセル・インベストメント・グループが開発した指数であり、著作権等の知的財産その他一切の権利はラッセル・インベストメント・グループに帰属します。ラッセル・インベストメント・グループは、対象インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、対象インデックスを用いて行われる事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
- 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Nasdaq Stock Market, Inc. に帰属します。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- ストックス・ヨーロッパ600指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループ・グローバル・マーケット・インクが発表する指数です。