

### 2025年3月 マーケット概況

資産クラス	指数	12月	25年1月	2月	3月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	39894.54	39572.49	37155.50	35617.56	-4.14%	-10.72%
	グロース250	644.18	650.67	653.77	651.41	-0.36%	1.12%
海外株式	NYダウ平均	42544.22	44544.66	43840.91	42001.76	-4.20%	-1.28%
	S&P500	5881.63	6040.53	5954.50	5611.85	-5.75%	-4.59%
	NASDAQ総合	19310.79	19627.44	18847.28	17299.29	-8.21%	-10.42%
	MSCI EUROPE	2002.92	2139.61	2215.04	2200.34	-0.66%	9.86%
新興国株式	上海総合指数	3351.763	3250.600	3320.897	3335.746	0.45%	-0.48%
	SENSEX	78139.01	77500.57	73198.10	77414.92	5.76%	-0.93%
海外金利	米政策金利 (FF金利)	4.50	4.50	4.50	4.50	-	-
	米国債10年	4.5770	4.5670	4.2290	4.2450	-	-
国内金利	政策金利 (無担保コール)	0.227	0.477	0.477	0.476	-	-
	10年物国債	1.0950	1.2450	1.3740	1.4890	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	157.18	155.18	150.60	149.95	-0.43%	-4.60%
	ユーロ	162.73	160.80	156.25	162.20	3.81%	-0.33%
コモディティ	WTI (原油先物)	71.72	72.53	69.76	71.48	2.47%	-0.33%
	NY金 (先物)	2641.0	2835.0	2848.5	3105.3	9.02%	17.58%
不動産	東証REIT	1652.94	1704.84	1700.49	1691.63	-0.52%	2.34%
ヘッジファンド	HFRX指数	1484.55	1499.40	1503.66	1492.38	-0.75%	0.53%

データ出所 : Refinitiv

## 【 3月の金融市場 】

3月の日本株式市場は、米国株安の影響で軟調ながらも3月権利付き最終日までは比較的底堅く推移しました。ただ、権利落ち後の月末2日間は日経平均で2200円近く急落するという年度末となりました。トランプ関税発動リスクや米国景気後退懸念が背景です。日経平均は前月比-4.1%と2カ月連続安でしたがTOPIXは-0.1%とやや下げ渋りました。NT倍率は3カ月連続で低下し、月末には2020年春のコロナショック以来となる13.3倍台となっています。東証グロース250指数は大きな変動がなく終値は前月比変わらずでした。

米国株式市場は、景気悪化リスクが高まる一方、物価上昇圧力が根強く、スタグフレーション懸念から売り圧力が強まりました。月後半にやや持ち直す動きが見られたものの、関税リスクが上値を押さえました。NYダウの月間騰落率は-4.2%でしたが、ハイテク株比率の高いナスダックは、テック銘柄を中心に-8.2%と大きく下落、3カ月連続でNYダウをアンダーパフォームしました。

米国10年債金利は、月間ではほぼ横ばいとなり4.3%前後で小動きの相場となりました。景気指標は軟弱なものが目立ちましたが、パウエル議長はややタカ派的な発言を受け下げ渋る動きとなりました。

ドル円相場は、前月からの日米金利差縮小傾向を背景に月前半に一時147円水準まで円高が進みました。ただ、月後半にかけては米国長期金利が反転したことから再度150円台を回復する動きが見られました。

大阪金先物は、国際金価格の急騰相場を受けて月間を通じ大幅高となりました。中心限月‘26年2月限で月初の14000円近辺から月末には15000円台に乗せました。

## 【 今後の見通し 】

長年、自由貿易とグローバル化は、資本主義の繁栄と世界経済の成長にとって必要不可欠で当たり前のものと考えられていました。過去貿易交渉が懸念材料になったことがありましたが、当事国同士の不均衡是正の域を出ていません。それだけに、今回の自由貿易体制そのもの否定するトランプ関税の衝撃は計り知れません。不透明感の増幅というより未体験ゾーン突入との不安心理が広がりました。自明の理であったものが崩壊して、世界中の金融市場が動揺しています。4/9には一旦発動した相互関税を90日間停止することが発表され、株価が急反発する動きがありました。トランプ大統領の言動に相場が大きく揺れ動く展開になっており、しばらくは予断を許さない状況が続くでしょう。

4月後半には決算発表が始まりますが、今年度（26年3月期）の見通しは非常に不透明感が大きくなっています。発表を見合わせる企業も増えそうです。昨年、日本から米国への輸出額は約21兆円あり、24%の関税なら約5兆円です。全てが上場企業分ではなく負担率も不明ですが、これはTOPIXの利益総額50兆円の10%に相当します。世界経済の減速や円高もあり、大幅な減益予想が避けられないでしょう。

アベノミクス以降、TOPIX構成企業のEPS予想が10%以上減益になったことが2度ありました。2015年のチャイナショックと2020年のコロナショックです。チャイナショック時の減益率は実際には11%程度に留まりましたが、株価はオーバーシュートして30%近く下落しています。今回は、ヘッドラインの衝撃と不安心理の増幅という急落の構図から、2020年3月のコロナショックに近いかもしれません。コロナ渦では、その後実体経済が被った損失の甚大さや収束までの期間が3年数か月という長きに渡りました。しかし、当時日経平均が底値をつけたのは、コロナ渦が始まった直後、下げ始めから概ね15~18営業日目です。下げ率はやはり30%に及ぶ急落でしたが、その後はV字型反発に転じ3カ月でほぼ全値戻しとなりました。4/9現在、コロナショックとの比較では日柄はまだ半分、下げ率では7割程度であり、下げ余地を意識せざるを得ませんが、今回もコロナ時のように一気に大底をつけるショック安的な下げパターンを想定しています。

今後は、内容に関わらずトランプ関税の概要が明らかになり、マクロ経済に加え各業種、企業ごとの影響度の分析が進むこと自体が落ち着きを取り戻す背景になるのではないのでしょうか。TOPIXの2300ポイントでは予想PERが12倍台まで低下して、バリュエーション面でも二桁以上の減益を織り込む水準です。ここからの一段下げはあったとしてもオーバーシュート局面と考えます。4-5月の日経平均予想レンジは30000~37000円です。

**【 3月のヘッジファンド 】**

米調査会社ヘッジファンドリサーチ社が算出する3月のヘッジファンド・インデックスは-0.74%と5ヶ月ぶりに反落しました。

3月の株式市場は米国の関税に係る施策や、景気後退などを懸念して米国株を中心に軟調な展開で始まりました。その後、中国の政策期待などで一旦は持ち直すものの、トランプ米大統領が自動車に大幅な税率を課すとの報に触れ大幅に値を崩して終わりました。同時に、米経済がスタグフレーションに陥る見方が広がり、金利は月末にかけて低下傾向を示しました。

このような中、ヘッジファンドは全ての戦略でマイナスの成績となりました。

**【株式ロング・ショート】（-1.33%） ※（）は前月比**

トランプ米大統領の関税に係る発言を受けた株式相場の急落が影響しました。市場のボラティリティが上昇し、レバレッジ抑制の観点から、ポジションを手仕舞う動きが加速。成績の低下に繋がりました。

**【イベント・ドリブン】（-0.12%）**

株式市場の下落により、保有銘柄の評価減が影響しました。M&Aについては、アジア太平洋地域の案件が耳目を集めています。中でも、香港のCKハチソン・ホールディングスが保有するパナマ運河2港を米ブラックロックへ売却する取引や、セブン&アイホールディングスがカナダのアリマンタシオン・クシュタールから買収提案を受けていることなどが注目されています。案件の大きさからファンドの収益が期待されます。

**【レラティブ・バリュー】（-0.45%）**

4.3%台で安定していた米10年国債の利回りは、トランプ米大統領の関税に関する発言や弱い景気指数の発表などを受け、月末には4.1%台まで低下（価格は上昇）しました。長短金利差も拡大傾向を示し動きが出てきたことから、4月以降の成績が注目されます。

**【マクロ】（-1.33%）**

ヘッジファンドは3月に大量の株を売却しました。特にハイテク株の売却が著しく、ナスダック指数下落の要因となりました。売却した資金は債券や円に向かい、金利の低下やドル安を招いています。ドル安は米資産の評価を下げることになり、当該戦略の成績の低下に繋がりました。

**【CTA】（-1.17%）**

トランプ米大統領の発言などによる株式市場の突発的なトレンド変化に、株価指数先物のシステム売買が苦戦しました。その他、主要な運用先である金相場や原油相場は堅調に推移したものの戦略全体の成績は振るいませんでした。

## ヘッジファンドインデックスと主な戦略別の運用成績（月別騰落率）

	年初来	2025年			2024年		
		3月	2月	1月	12月	11月	10月
ヘッジファンド・インデックス	0.53%	-0.75%	0.28%	1.00%	0.01%	0.84%	-0.66%
株式ロング・ショート	0.22%	-1.33%	-0.53%	2.11%	-0.36%	1.33%	-0.46%
イベント・ドリブン	1.00%	-0.12%	0.46%	0.66%	0.48%	-0.12%	-0.47%
レラティブ・バリュー	1.17%	-0.45%	0.75%	0.87%	-0.25%	0.91%	-0.21%
マクロ	-0.84%	-1.33%	0.70%	-0.20%	0.30%	1.47%	-1.75%
CTA	-1.93%	-1.17%	-0.50%	-0.27%	1.55%	1.60%	-3.44%

データ出所：ヘッジファンド・リサーチ社

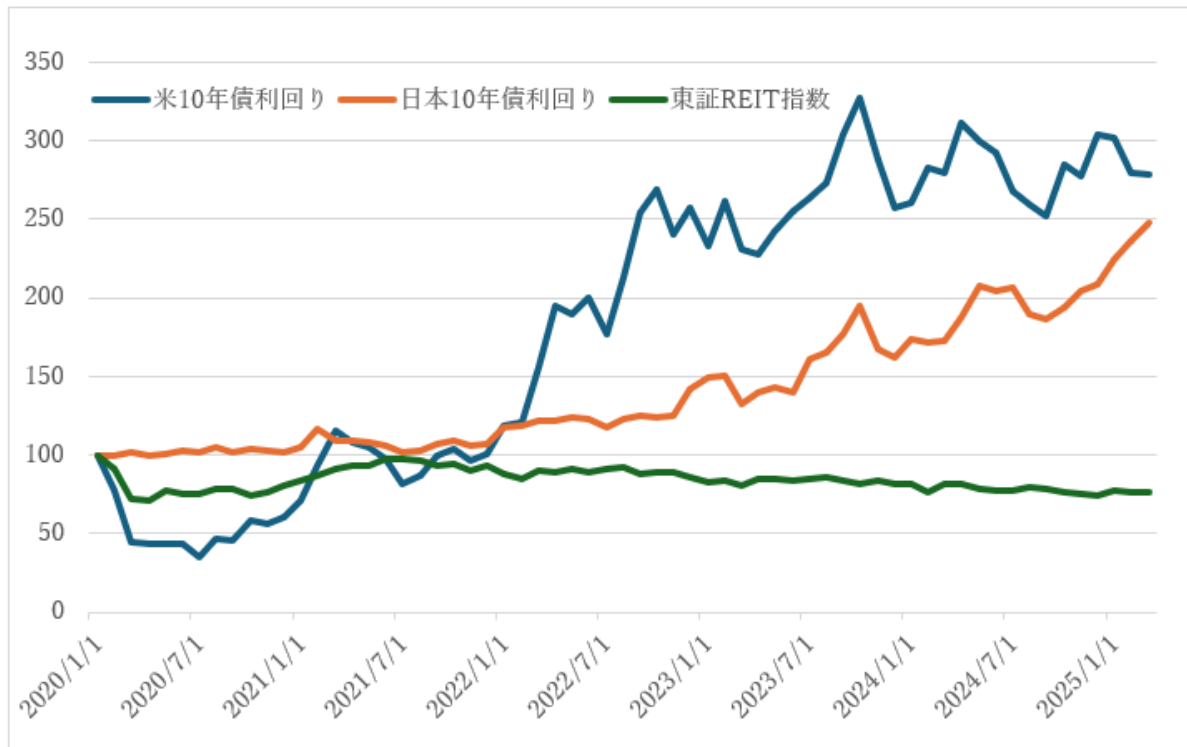
## J-REITは買いか？

コロナ禍以降、米国の長期金利の高止まりが続いていることや、2025年1月の日銀政策決定会合での利上げにより政策金利が0.5%となり、約17年ぶりの高水準に達したことなどから、J-REIT市場の低迷が続いています。

J-REITは、投資家から集めた資金や金融機関からの借入金で、オフィスビルや商業施設など複数の不動産などを購入し、その賃貸収入や売買益を分配する商品です。そのため、金利が上昇すると、借入コストが上昇するため、J-REITにマイナスの影響を及ぼします。

以下のチャートは、コロナ禍以降の東証REIT指数、米10年債利回り、日本10年債利回りの月足です。

図1. 東証REIT指数と日米10年債利回り（2020年1月を100として指数化） ←



(investing.com 提供のデータから作成)

コロナ禍以降の金利上昇に対し、東証REIT指数が下落していることがわかります。米10年債利回り、日本10年債利回りに対する東証REIT指数の相関係数は、それぞれ -0.19、-0.46となっていることから、日本10年債利回りに対して負の相関が比較的強いといえます。

トランプ政権の関税政策によるインフレ再燃や、日銀の利上げ継続期待から、引き続きJ-REIT市場

の上値は重そうですが、FRBや日銀の利上げ観測の後退や利下げが見込まれば、J-REIT市場は上昇に転じると考えられます。

J-REITでは、収益の90%超を分配するなどの一定の条件を満たせば、実質的に法人税がかからないため、高い分配金利回りが期待されます。J-REIT市場の低迷が続いた結果、2025年3月末現在の平均分配金利回りは約5.0%と、投資対象としてかなり魅力的な商品となっています。

2024年から始まった新NISAの成長投資枠を使えば、J-REITのETFや投資信託へ投資することができます。FRBや日銀の動向に注意しつつ、投資を検討してみたいかがでしょうか。



日経平均



NYダウ



— 米国10年債利回り — 日本10年債利回り



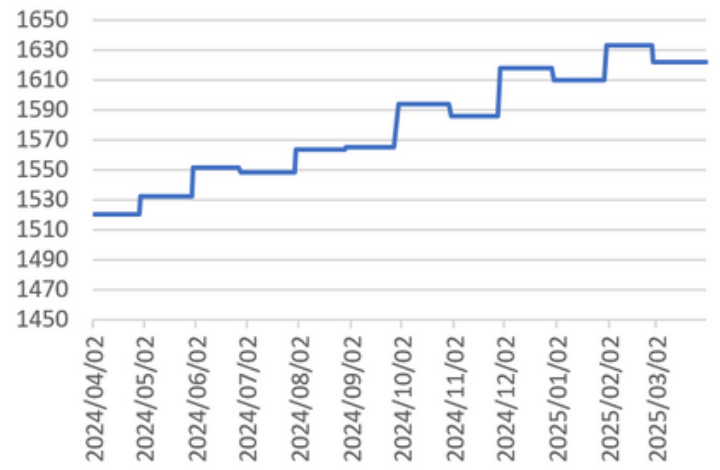
— ドル円 — ユーロ円



日経VI指数



Bloomberg全ヘッジファンド指数



<執筆者>

株式・債券・為替

… 西川 雅博

オルタナティブ(ヘッジファンド)

… 樋爪 功次

そうだったのか! 「知って納得、証券投資」 Vol. 189  
J-REITは買いか?

… 八木 宣行

<編集責任者>

樋爪 功次

本資料は、情報提供のみを目的として作成したもので、いかなる有価証券等の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、一般的あるいは特定の投資助言を行うものでもありません。本資料は、信頼できると判断した情報源から入手した情報・データ等をもとに作成しておりますが、これらの情報・データ等また本資料の内容の正確性、適時性、完全性等を保証するものではありません。情報が不完全な場合または要約されている場合もあります。本資料に掲載されたデータ・統計等のうち作成者・出所が明記されていないものは、当社により作成されたものです。本資料に掲載された見解や予測は、本資料作成時のものであり予告なしに変更されます。過去の実績は将来の成果を予測あるいは保証するものではありません。  
本資料の表・グラフのデータ出所：REFINITIV、Bloomberg 他

# K 光世証券

金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第14号 加入協会：日本証券業協会

本店 〒541-0041 大阪府大阪市中央区北浜2-1-10 TEL：06-6209-0821

東京店 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町9-9 TEL：03-3667-7721

