

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

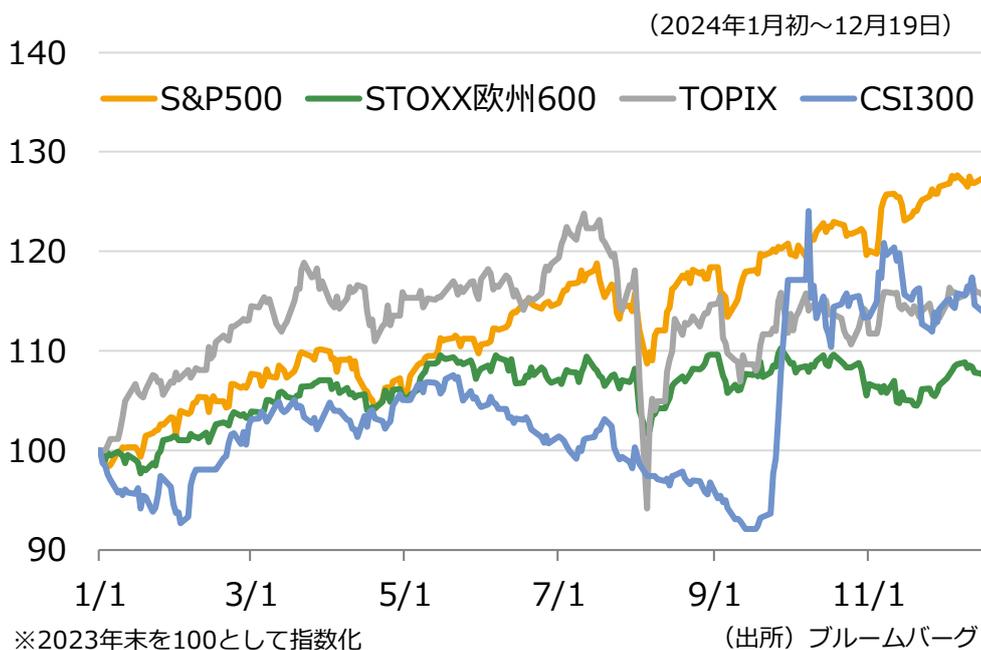
1

JAN. 2025

今月のチャート

米国一強は2025年も続くのか

世界株式



目次

■ 概要

見通し要約	2
世界経済・金融市場見通し	3
経済・主要資産の見通し	4
経済・主要資産の予想値	5

■ 各国経済・金融市場見通し

米国 経済・株式・金利・リート	7
日本 経済・株式・金利・リート	10
欧州 経済・株式・金利	13
カナダ 経済・金利	15
豪州 経済・金利	16
インド 経済・株式	17
ブラジル・メキシコ 経済・金利	18
中国 経済・株式・金利、今月の新興国コラム	19
為替	21
原油・金	24

■ 付録

当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

リスク選好先を見極める時間帯

- 1 2024年11月の米国大統領選挙以降、株式市場では「米国一強」の様相となっている。景気モメンタムも同様だ。この流れは2025年も続くのか。
- 1 米国経済が想定以上の強さであることは良いことばかりではない。インフレ再燃が懸念され、金利高止まりシナリオが台頭しているからだ。
- 1 先行きはトランプ次期米大統領の政策次第だとも言える。パウエルFRB議長は、FRBがトランプ新政権での政策を経済見通しに織り込むのは、それが法制化されてからだと述べた。しかし市場は予想される政策ベースで動いていく。当社見通しも予想ベースであるが、インフレ再燃懸念が高まったことで先行きの不確実性はより高まった。もう少し情報が必要で、今はリスク選好先を見極める時間帯だと考えている。

S&P500の推移と大和アセットの予想



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

TOPIXの推移と大和アセットの予想



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

世界経済・金融市場見通し

米国一強

2024年11月の米国大統領選挙以降、株式市場では「米国一強」の様相となっている。その理由はトランプ次期米大統領の政策期待（トランプトレード）だけでなく、足元の景気モメンタムでも裏付けられる。インフレ抑制のための高金利政策によって各国のPMIが好不況の分水嶺となる50前後に留まることに対して、米国のPMIは足元で加速している。この「米国一強」の流れは2025年も続くのか。

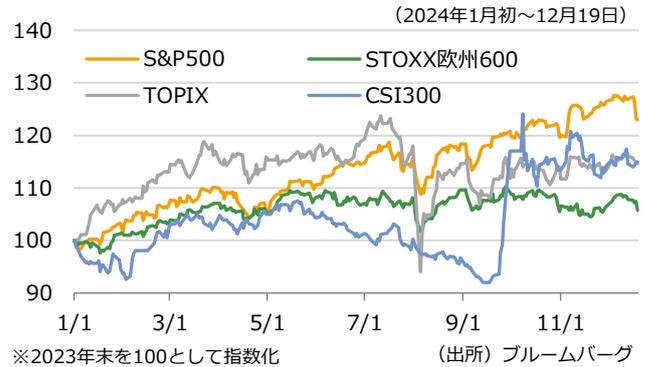
米金利高止まりシナリオ台頭

米国経済が想定以上の強さであることは、同時期にインフレ懸念が高まっていることが示すように、良いことばかりではない。トランプ新政権で予想される財政・通商政策も相まって、インフレ再燃が懸念され、金利高止まりシナリオが台頭しているからだ。例えば、市場が予想するFRBの利下げの最終地点は3.9%程度まで切り上がり、2024年12月FOMCでパウエルFRB議長は「今後、より慎重な姿勢で金利の調整の検討に臨むことができる」と述べた。

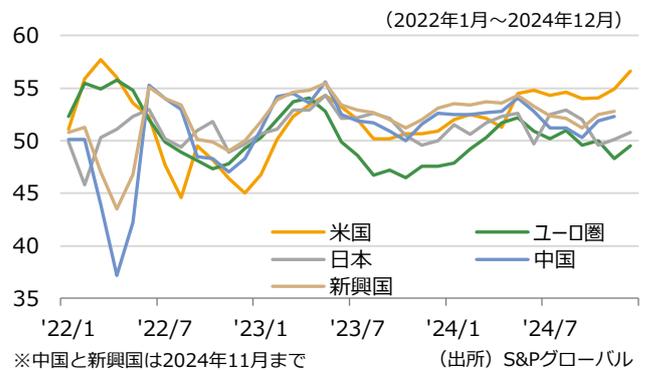
リスク選好先を見極める時間帯

トランプ氏にとって、関税引き上げによる増収は、実現したい「トランプ減税」の財源でもあり、必要不可欠な政策だと言えよう。その場合、インフレ抑制のための高金利政策（利下げ回数減少）によって、米国及び世界経済が減速する可能性がある。一方、各国で政治が混乱している理由の1つには長引くインフレに国民が疲弊していることがある。インフレがトランプ氏を大統領に押し上げたとも言え、関税引き上げは交渉のための材料で、インフレ再燃は杞憂かもしれない。その場合、先行きのより大幅な利下げが期待でき、とりわけ米金利高による自国通貨安圧力に晒されている新興国が恩恵を受けよう。パウエルFRB議長は、FRBがトランプ新政権での政策を経済見通しに織り込むのは、それが法制化されてからだと言った。しかし市場は予想される政策ベースで動いていく。当社見通しも予想ベースであるが、インフレ再燃懸念が高まったことで先行きの不確実性はより高まった。もう少し情報が必要で、今はリスク選好先を見極める時間帯だと考えている。

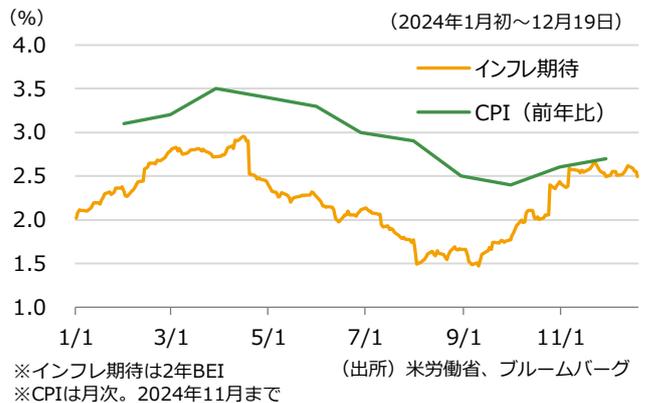
世界株式



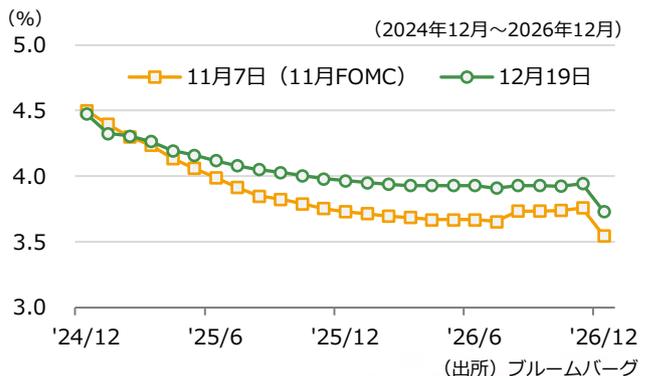
PMI (総合)



米国のインフレ期待と消費者物価指数



市場が織り込む米政策金利のパス



経済・主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	国	見通し	一言コメント
経済	米国	弱気	潜在成長率前後の景気モメンタムの中、トランプ新政権の政策は強弱どちらに影響するか。
	日本	弱気	物価水準は高止まりも、実質賃金上昇率のプラス転換に伴う消費回復に期待。
	欧州	弱気	利下げやインフレ低下を受け景気は底堅いが、逆風が多く、景気下振れリスクは大きい。
	カナダ	強気	利下げの効果がハードデータにも浸透することで、2025年は潜在成長率を上回る成長へ。
	豪州	弱気	政策金利の引き締めめ的な水準が続き、潜在成長率を若干下回る程度の回復にとどまろう。
	インド	強気	近い将来の利下げ開始が見込まれる中、「消費・投資」の両輪による高成長継続を予想。
	ブラジル	弱気	大幅利上げと財政支出の抑制によって、経済成長率は巡航速度へ鈍化すると見込む。
	メキシコ	弱気	利下げの効果は期待されるが、景気復調には国内外の政治的な不透明感の後退が必要。
	中国	弱気	景気浮揚に繋がる財政刺激策は打ち出されず、景気は低空飛行を続けよう。
ベトナム	強気	電子製品関連の好調な輸出の他、不動産市場も回復しており、7%弱の高成長を予想。	

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	国	見通し	一言コメント
株式	米国	強気	ハイテク株主導の業績拡大、トランプ減税・規制緩和への期待による上昇を想定。
	日本	強気	国内は好材料に欠け米国の関税引き上げ等も懸念されるが、好需給で上昇傾向継続へ。
	欧州	弱気	株価にやや割安感あり。ただしトランプ通商政策によるマクロ環境悪化懸念が相場の重しに。
	インド	強気	割高感の薄まり、インフレ圧力の弱まりなどが好材料で、資金流入が続きやすいと見込む。
	中国	弱気	過剰に織り込んだ政策期待の剥落や米中摩擦を受け、株価に下押し圧力がかかりやすい。
	ベトナム	強気	景気回復や世界的な株価指数区分の格上げ期待を受け、上昇余地があると予想。

債券	国	見通し	一言コメント
債券	米国	弱気	中立金利への利下げをひとまず想定も、政策次第では金融政策見通しは変貌しうる。
	日本	弱気	次回利上げは2025年4月を想定。長期金利は25年末にかけて緩やかに上昇すると予想。
	欧州	強気	2025年前半は毎会合、後半は9、12月に利下げ。ドイツの長期金利は1%台後半へ。
	カナダ	強気	2025年前半に利下げ停止。長期金利は3%台前半を中心としたレンジ推移が続く見込み。
	豪州	強気	2025年に利下げ開始。利下げ幅は大きくないが、長期金利のレンジが切り下がる展開に。
	インド	強気	近い将来の利下げ開始期待が強い中、長期金利は約3年ぶりの低水準を試すと見込む。
	ブラジル	弱気	目先は利上げ継続で金利は高止まりしやすい。2025年後半には利下げ転換が視野に。
	メキシコ	強気	政策金利が高い水準から緩やかに引き下げられる局面であり、投資妙味が高い。
中国	弱気	デフレと需要不足の負のスパイラルが続き、金利は下限を試す展開を継続しよう。	

リート	国	見通し	一言コメント
リート	米国	強気	タイトな不動産需給を背景とした業績拡大から上昇を見込む。
	日本	強気	業績が改善するなか下落し割安に。高い利回りが魅力で投資判断として強気を維持。

※現地通貨建ての期待リターン・リスク等を基に総合的に判断

為替	通貨	見通し	一言コメント
為替	米ドル	弱気	利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。
	日本円	強気	世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。
	ユーロ	弱気	追加利下げ観測がユーロ安要因。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。
	カナダ・ドル	弱気	2025年前半の利下げ停止がカナダ・ドルの下支えに作用。対米関係が不透明要因。
	豪ドル	強気	2025年の利下げ開始が豪ドル売り材料に。ただし、利下げ余地は小さく下値は限定的に。
	インド・ルピー	強気	海外マネーの一時的な大幅な流出にも拘らず、下値は限定的。底力が示され、安心材料。
	ブラジル・リアル	強気	大幅利上げで実質金利が上昇。財政悪化懸念が和らげば、レアルの反発余地は大きい。
	メキシコ・ペソ	強気	政治・外交面の不安材料に対し、高い実質金利や良好な実需の資金フローが下支え要因。
	中国人民元	弱気	景気低迷の長期化等が重しで、米ドル高一服の局面でも上値が重い展開を見込む。
	ベトナム・ドン	弱気	米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米ドル高が一服すれば、増価の余地がある。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

経済・金利の予想値

	実質GDP（前年比、%）			
	実績値 2023年	予想値 2024年	2025年	2026年
米国	2.9	2.7	1.8	1.9
日本	1.5	0.2	1.2	0.9
ユーロ圏	0.4	0.7	1.4	1.6
カナダ	1.5	1.2	2.2	2.0
豪州	2.1	1.0	1.6	2.5
インド*1	8.2	6.8	7.2	7.0
ブラジル	3.2	3.2	2.0	2.4
メキシコ	3.2	1.5	2.0	2.2
中国	5.2	4.6	4.2	4.2
ベトナム	5.1	6.8	7.0	7.2



金融政策の見方

米国

- 2025年は2回、各0.25%ptの追加利下げを予想。
- バランスシート縮小を継続：米国債を月額250億米ドル、MBSを同350億米ドル圧縮。

日本

- 2025年は2回、各0.25%ptの追加利上げを予想。次回は25年4月を想定。
- 2024年7月会合で決定した国債買入れの減額計画に従い、長期国債の買入れ額は段階的に縮小。

ユーロ圏

- 2025年前半は毎会合、後半は9、12月に各0.25%ptの追加利下げを予想。中銀予期金利1.5%で利下げ打ち止めに。
- 緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を停止。

	政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2023年末	直近値 12月19日	予想値 2025年末	2026年末	実績値 2023年末	直近値 12月19日	予想値 2025年末	2026年末
米国	5.25 ~5.50	4.25 ~4.50	3.75 ~4.00	3.25 ~3.50	3.9	4.6	4.0	4.0
日本	-0.10	0.25	0.75	0.75	0.6	1.1	1.1	1.1
ユーロ圏*2	4.50 4.00	3.15 3.00	1.65 1.50	1.65 1.50	2.0	2.3	1.8	1.8
カナダ	5.00	3.25	3.00	3.00	3.1	3.3	3.2	3.2
豪州	4.35	4.35	3.85	3.60	4.0	4.4	4.1	3.9
インド	6.50	6.50	5.75	5.75	7.2	6.8	6.3	6.5
ブラジル	11.75	12.25	13.00	11.00	10.4	14.5	13.0	11.5
メキシコ	11.25	10.00	9.00	8.50	9.0	10.3	9.5	9.5
中国	1.80	1.50	1.25	1.10	2.6	1.8	1.4	1.4
ベトナム	4.50	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

株価・リート・為替の予想値

		株価指数							
		実績値		直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	12月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	S&P500	4,770	+24%	5,867	+23%	6,600	+12%	6,700	+2%
	NYダウ	37,690	+14%	42,342	+12%	48,300	+14%	49,000	+1%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,714	+15%	3,000	+11%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	38,814	+16%	43,000	+11%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	507	+6%	570	+13%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,952	+10%	28,500	+19%	33,000	+16%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.52	+15%	60.00	-7%	60.00	+0%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,255	+11%	1,450	+16%	1,650	+14%

		リート							
		実績値		直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	12月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	NAREIT指数	22,848	+14%	24,246	+6%	27,000	+11%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,613	-11%	1,950	+21%	2,000	+3%

		為替 (対円)							
		実績値		直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	12月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米ドル		141	+8%	157	+12%	141	-10%	135	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	145	-11%	142	-2%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	106	-3%	104	-2%
豪ドル		96	+7%	98	+2%	93	-5%	92	-1%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.85	+9%	1.74	-6%	1.73	-1%
ブラジル・リアル		29.1	+17%	25.6	-12%	25.2	-2%	24.1	-4%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.8	-7%	7.4	-5%	7.4	+0%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	18.8	-13%	18.0	-4%
ベトナム・ドン*1		0.58	+5%	0.62	+6%	0.56	-10%	0.54	-4%

※2025年の年間騰落率は、直近値（2024年12月19日時点）から2025年末予想値の変化率

*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

嵐の前の静けさ？

トランプ次期政権の発足待ちだ。主要政策こそ大まかに判明しているものの、政権運営は実際に蓋を開けてみないことには誰にもわからない。通商政策は第1次政権時並みに、財政政策はこれまで見られなかったほどに不透明感が強まっている。2024年に揺れ動いた景気モメンタムは足元で堅調さを増しつつある中、2025年は各種政策が経済に強弱どの程度影響するか適宜精査していくことになろう。

堅調な個人消費を支える雇用・賃金環境

11月実質個人消費支出は前月比+0.3%だった。個人消費は景気全体をけん引する好調さを維持している。一部の家計における債務負担は大きいものの、雇用・賃金環境の底堅さが消費全体を下支える構図は不変。もっとも、利下げ局面にはあるものの長期金利は相対的に高いほか、当面の労働需給がひっ迫化する可能性は低く、消費モメンタムが一段と強まるとは期待し難い。次期政権下での関税強化が個人消費に対してどの程度の下押しとなるか注目したい。

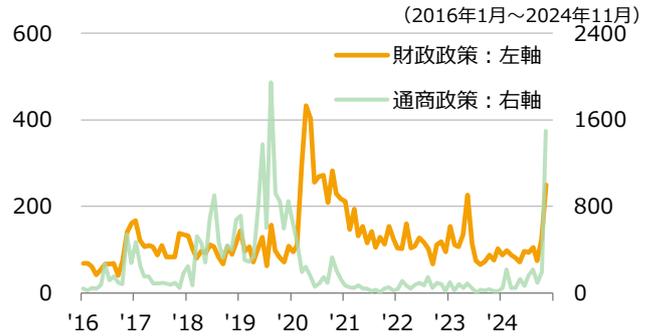
大幅悪化を回避も安定感にやや欠ける

悪天候の反動が見られた11月雇用統計だが、弱さも残る。非農業部門雇用者数は3カ月平均で前月差+17.3万人と、短期的な巡航速度を下回った模様。失業率は4.2%と若干悪化し、FOMC参加者見通しでは悪化懸念が燦る。労働市場の残る課題は、インフレ目標相当ペースをなお上回る賃金上昇率だ。労働生産性の高さは賃金上昇率の上振れを正当化しうるが、持続的かはFOMC内部でも意見が分かれる。

インフレ抑制見通しは大きく変わらず

11月の食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーターは前月比+0.2%と、3カ月ぶりの低い伸びとなった。前年同月比ではベース効果もあり、年後半はインフレ抑制の進捗感に乏しさがある。もっとも、中央値など各種基調値は緩やかながらも着実に鈍化している。また、最近のFRBは住居費を除くコアPCEデフレーターに着目し、金融政策の影響が及ぶ範囲で、インフレ抑制に対する自信を示している。

不確実性指数



(出所) ブルームバーグ

実質個人消費と雇用者報酬



(出所) 米経済分析局

失業率とFOMC参加者見通し



(出所) 米労働統計局、FRB

住居費を除くコアPCEデフレーター



(出所) 米経済分析局



株式

S&P500は12月FOMC直後に急落

11月中旬から12月上旬にかけてS&P500は緩やかに上昇し、12月6日には史上最高値を更新。その後は高値圏でもみ合った。ウォール街に精通した投資ファンド経営者ベッセント氏の次期財務長官指名や、12月FOMCでの利下げ期待等が相場の下支えとなった。ところがその12月FOMCで示された25年以降のFF金利見通しが、従来より引き上げられると、債券市場で金利が急騰、S&P500の急落を招いた。

利益成長に対する期待は変わらず

12月FOMCにおけるFF金利見通しの引き上げは、「適温相場」に慣れた市場参加者に冷や水を浴びせる形となった。一方、今回の金利見通しの引き上げは米国経済のファンダメンタルが堅調であることの裏返しでもある。2025～26年にかけての実質GDP成長率は潜在成長率近辺での推移が予想されており、同時期のS&P500構成銘柄の予想増益率も、米企業の巡航速度というべき10～10%台半ばを維持すると想定される。仮に米金利が現水準で高止まりしたとしても、増益のけん引役であるAI関連企業の成長が損なわれる可能性は低いと考えられる。良好なファンダメンタルズに加え、トランプ次期政権による減税やハイテク・金融業種等への規制緩和期待に後押しされることで、米国株式市場は騰勢を維持しよう。

25年末S&P500予想値は6,600を維持

もっとも、輸入関税引き上げや移民規制強化といったインフレ再燃リスクをはらむトランプ氏の政策が注目される局面では、市場は金利上昇と株価調整に陥る可能性がある。目先では1月20日の大統領就任式直後に打ち出すと思われるトランプ氏の政策が要警戒と言える。ただしインフレを争点にして選挙戦に勝ったトランプ氏が、インフレを再燃させるような政策を100%公約通りに実施することも考えにくい。当社ではS&P500は25年末にかけて調整を挟みながらも上昇することを想定。先月引き上げた予想値である2025年末：6,600、2026年末：6,700、投資判断はやや強気を継続する。

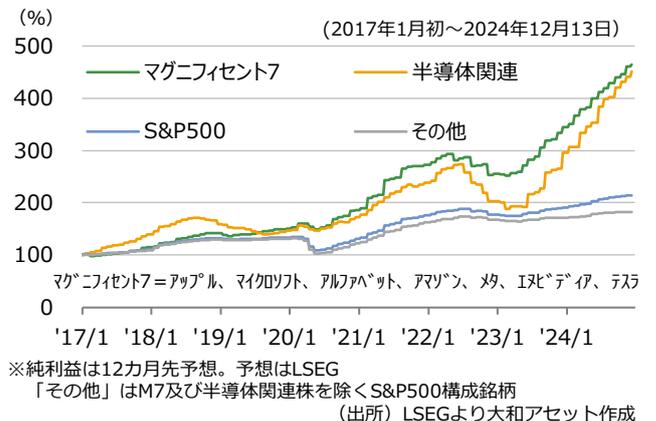
S&P500と米10年国債利回りの推移



S&P500構成銘柄の増益率



S&P500内のマグニフィセント7・半導体関連株の予想純利益



S&P500の予想EPSと同PER





金利

終盤戦の利下げと政策の不透明さ

12月FOMCは概ね想定通りだがタカ派な結果だった。0.25%ptの追加利下げが決定され、FF金利は4.25-4.50%へと引き下げられた。FOMC参加者のFF金利見通しは全般的に上方修正され、今後の利下げペースが鈍化する可能性を示唆。当社も政策金利見直しを見直し、2025年は年2回の利下げを想定。

利下げ局面は終盤を迎えたと言える。年2回の利下げであっても、2025年末のFF金利はFOMC参加者の長期見通しにおけるレンジの上限を下回ってくる。また、次期政権の主要政策がインフレなどに及ぼす影響を精査する必要もある。コロナ禍でインフレ期待が不安定化しかけた苦い経験も踏まえると、金融政策は慎重に対応していくことになる。実際、FOMC参加者はインフレ見通しの上振れリスクをにわか懸念している。政策動向並びに曲がり角を迎えた利下げ局面を踏まえると、長期金利は方向感を欠いたレンジでの推移を想定する。

リート

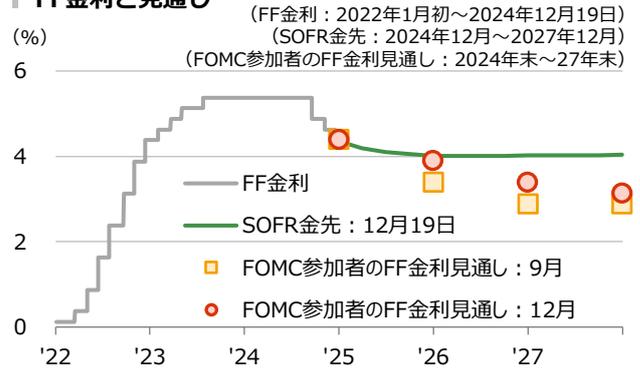
政策不透明感から上下する展開を想定

米大統領選以降の物色としては、シクリカルセクターが特に好調に推移した。一方、直近のFOMCでタカ派的な見通しが示された後はシクリカルセクターの上昇がやや巻き戻され、金利上昇とともにオフィスなどの利下げ恩恵セクターがやや大きく下落する形となった。市場ではトランプ政権の政策の不確実性からコンセンサスが発散することが予想され、ファンダメンタルズの見極めが重要な局面に。

不動産のファンダメンタルズは健全

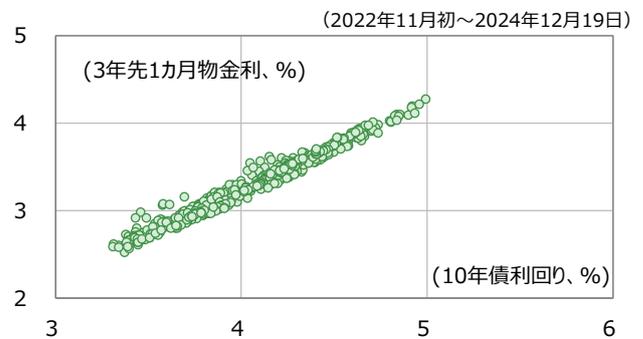
高金利環境下で物件供給が抑制されてきたことが不動産需給のサポート要因となり、空室率低下、賃料上昇、同一テナントとの契約継続による費用削減などに寄与している。こうした内部成長に加え、今後、徐々に金利低下が進むとの見通しの下で、健全なバランスシートを活用した外部成長機会の拡大も期待される。

FF金利と見通し



※ FF金利は決定日ベースで誘導目標レンジの中心値
SOFRは担保付翌日物調達金利の略 (出所) ブルームバーグ、FRB

3年先1カ月物金利と長期金利



※3年先1カ月物金利は利下げ着地点に相当 (出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差





経済

日銀短観は概ね見通しに沿った内容

12月調査日銀短観の業況判断DIは大企業・製造業で13から14へ改善、非製造業で33と前回と変わらずも高水準を維持しており、企業の景況感は堅調と言える。また、人手不足感が強まる中、中小企業で先行きの販売価格を引き上げる姿勢が目立つ等、日銀の見通しに沿った進展が続いている。もっとも、企業利益は減少傾向にあり、特に中小企業の賃上げ余力には不安が残る。こうしたことやトランプ次期米大統領の政策への不透明感もあってか、先行きの業況判断DIは非製造業を中心に低下している。

2025年春闘のモメンタムに注目

10月の現金給与総額は前年同月比+2.6%（9月+2.5%）と伸びが加速した。また、実質賃金は同+0.0%（9月▲0.4%）と3カ月ぶりにマイナスを脱する等、足元の賃上げ動向は堅調である。先行きも人手不足という構造的な変化に起因した側面もあり2025年春闘でも高水準の賃上げが見込まれる。しかし、特に中小企業で「防衛的な賃上げ」が利益を圧迫する可能性には留意したい。

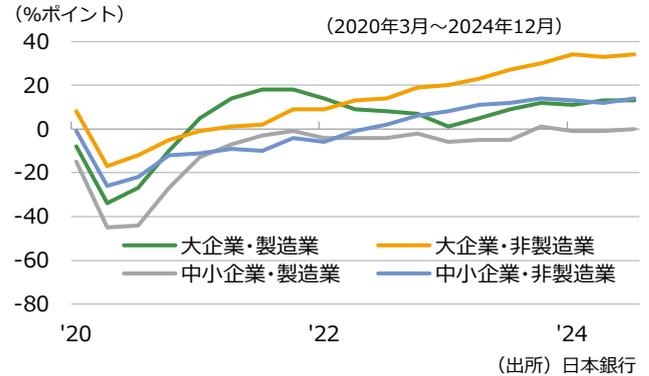
緩やかなサービス価格の上昇が続く

11月全国CPIは、総合で前年同月比+2.9%（10月+2.3%）と伸びが加速。政府による電気・ガス代の補助金が2024年11月に終了した影響で前年比でのエネルギー価格の伸びが加速したことやコメ価格の高騰などが寄与した。一方、賃金と物価の好循環の観点から注目されているサービス価格は同+1.5%と前月から伸び率は変わらず。

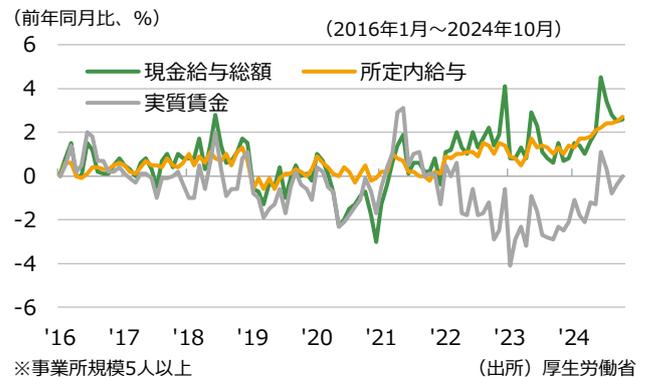
個人消費が賃金と物価の好循環のカギ

11月景気ウォッチャー調査は現状判断DIが49.4（10月47.5）、先行き判断DIが49.4（10月48.3）と改善。背景として冬物需要の増加やインバウンド需要の改善等が挙げられた。もっとも、横ばい圏内で推移しており、賃金と物価の好循環と言う観点では物足りなさがある。物価高の影響で引き続き家計の節約志向は高く、値上げにより単価が上昇しても販売数量が減少するとの声も多くあった。

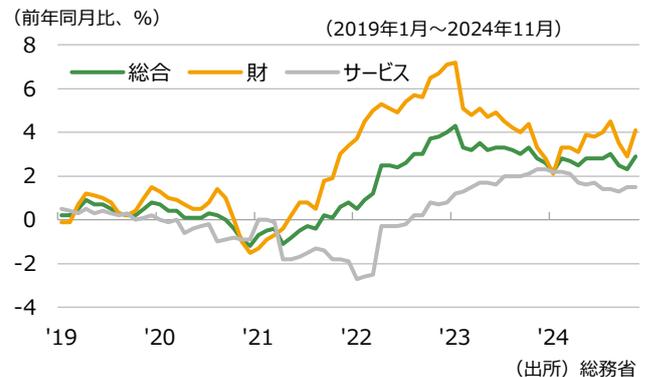
日銀短観・業況判断DI



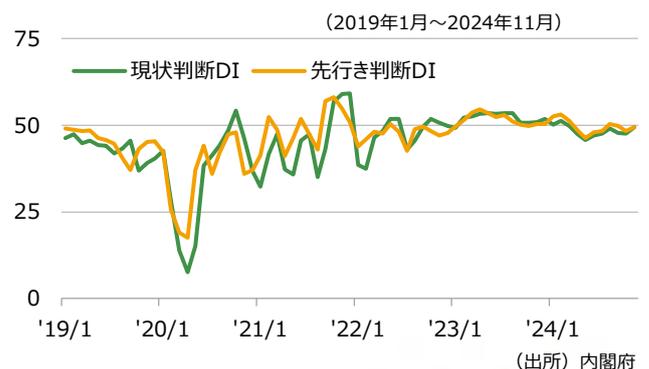
毎月勤労統計



消費者物価指数



景気ウォッチャー調査





株式

国内要因は好材料が乏しい

国内景気はコメなど食品価格の上昇や円安再進行による輸入物価上昇で物価高が継続し、賃上げが進んでいるものの内需に力強さは見られない。また、人手不足の継続で企業の積極的な値上げ姿勢に変化はないが、予想EPSはやや頭打ち傾向となっている。さらに、成立した補正予算は2023年度を大きく上回る規模に至らず、「年収の壁」も早期の大幅引き上げは期待出来ず、国内要因は好材料が乏しい。

海外は米国関税引き上げなど読みづらい

海外では、トランプ次期米政権の関税の引き上げへの警戒感が強いが、関税の引き上げは当初は物価上昇要因となるものの、その後は需要の減退により物価下落に作用すると見られる。また、シェールオイルの増産やウクライナ停戦交渉の進展など資源価格の下落が想定され、インフレは沈静化に向かう可能性が高いと見る。そうなれば各国の利下げも容易となり、金利低下が景気を下支えすると想定する。

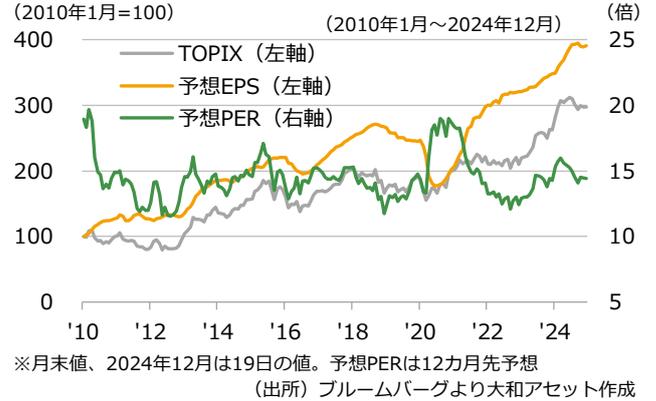
株主還元への積極化は継続か

一方、株式需給は非常に良好である。とりわけ東証の「資本コストや株価を意識した経営」の要請や持ち合い解消の進展、アクティビストの大量保有の増加などを受け企業の株主還元姿勢が積極化しており、大幅な増配や自社株買いが発表されている。日本企業の余剰キャッシュは非常に潤沢で株主還元拡大余地が大きく、企業業績が大幅に悪化しない限り株主還元拡大基調は今後も継続するであろう。

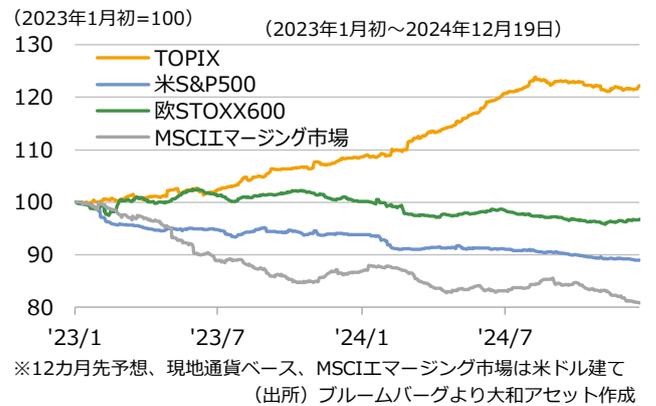
1月新NISA資金流入に期待

株主還元への積極化と同時に持ち合い解消の売りも急ピッチで進んでいる。1990年代以降、持ち合い解消の売りが株価の重しとなってきたが、徐々にその終わりが見えてきた。また、企業の持ち合い解消の一方で個人投資家の株式保有が増加傾向にある。2024年初からスタートした新NISA経由で大量の資金流入があったが、新年入り後も同様の状況が見込まれ、株価押し上げ要因になると期待される。

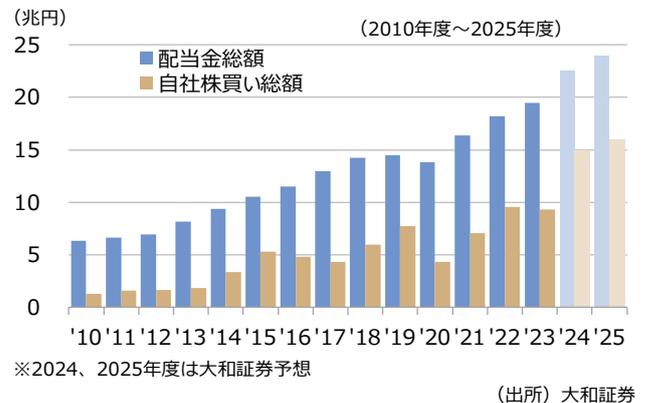
TOPIXの予想EPS・PER



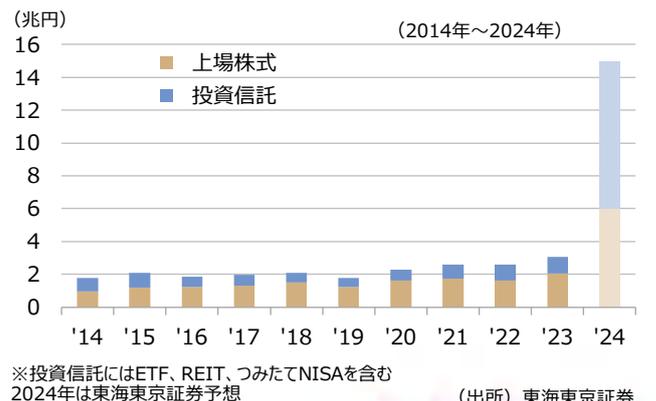
各国・地域の主要株価指数の予想EPS



年度別配当金・自社株買い総額



NISAによる資金流入





金利

市場予想通り政策金利の据え置きを決定

日銀は12月金融政策決定会合において、市場予想通り政策金利の据え置きを決定。記者会見で植田総裁は、利上げを見送った理由について今後の賃金動向や次期米政権の経済政策を巡る不確実性を挙げた。また、輸入物価の前年比上昇率が落ち着いていること等も追加利上げを急がない理由として言及しており、ハト派的な発言が目立った。

次回利上げは25年4月を想定

植田総裁は追加利上げに向けては2025年春闘のデータなどが「もう1ノッチ（段階）欲しい」と述べた。日銀の姿勢を受けて、当社は3月末に出揃う25年春闘の結果を確認し、展望レポートが公表される4月会合での追加利上げを想定する。その後は、実質賃金のプラス幅が拡大し個人消費に回復の兆しが見えれば、25年後半に再度利上げに踏み切ると予想する。長期金利の見通しは変更なし。

リート

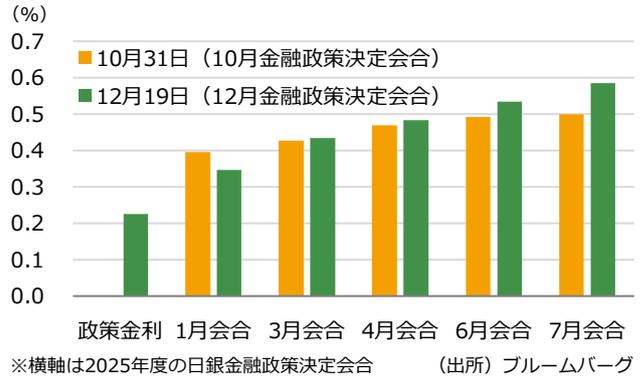
J-REIT市場は金利上昇が嫌気され下落

J-REIT市場は10月以降の緩やかな下落基調が続いている。保有不動産の賃貸市況は改善しており、業績見通しも良好ななか、国内長期金利が1.1%付近まで上昇。国内金融政策の見通しが不透明であることがREIT市場下落の理由とみられるが、金利上昇リスクは十分織り込んだ水準と判断している。

割安との判断を継続。今後の上昇を想定

J-REITの業績が改善するなかでの指数下落により、配当利回りは実績ベースで5.0%程度まで上昇、利回り商品としての魅力が高まった。また資産価値からみたバリュエーションであるNAV倍率は0.8倍を割り込む水準まで下落した。各社の資本効率への意識の高まりから、含み益を売却益として還元することや、自己投資口取得（バイバック）の発表も増加した。需給の観点から積極的な買い手が乏しいことが課題だが、割安感から今後の上昇を想定。

市場が織り込む政策金利の水準



10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





経済

景気は底堅く推移も下振れリスクは大

景気は2022年終盤から2023年を通じて停滞した後、2024年に入り持ち直しているが、その程度は緩慢で、潜在成長率並みの回復が精々。確かに、継続的な利下げ局面に入ったことや、供給制約の緩和を一因にインフレ率が低下基調にあることから、景気は底堅い推移を見込む。しかし、世界経済の減速、不確実性の高まり、独仏の政局不透明感等々に鑑みれば、景気下振れリスクは大きい。

サービス業も軟化しPMIは50割れに

PMIは総合で12月まで4カ月続けて50以下に留まった。製造業が低迷し続けている上に、コロナ禍で抑圧されていた需要の発現が一巡してか、サービス業の増勢も弱まりつつある。国別ではドイツ、フランスとも総合で50を下回って久しい。米国が新政権下で世界的に広く関税を課すようであれば、欧州経済への打撃は大きい。各国の財政政策余地は乏しく、景気浮揚策も限られる。

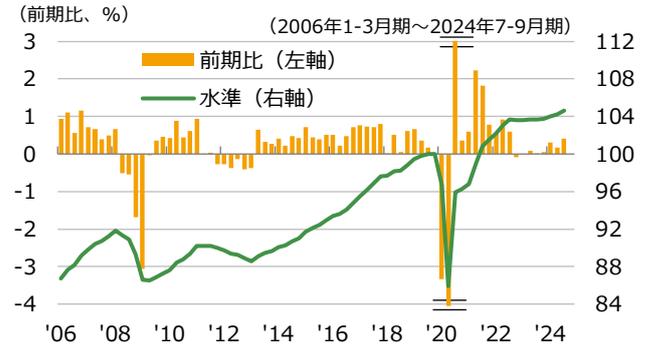
インフレ率は早晚2%へ収れん

消費者物価指数の伸びは総合では鈍化基調で、9月は単月ながら前年同月比+2%を下回った。しかし、食品・エネルギー等を除くコアは3月に2%台に入った後、遅々として鈍化せず。一方、現実のインフレ率の先行指標と目される長期の期待インフレ率は調査ベースでも市場の織り込みでも2%にほぼ達している。為替や他国の政策の影響もあるが、インフレ率は早晚目標値の2%へ収れんしよう。

遅行指標の賃金、サービス価格も鈍化へ

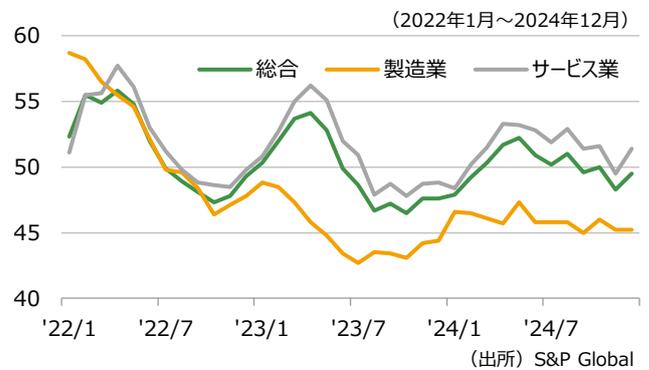
コアの消費者物価指数の伸びが2%台後半に留まっている最大の要因は、前年同月比+4%近傍で1年以上推移しているサービス価格にある。その背景は賃金の上振れ。ユーロ圏発足来最低の失業率が示唆する労働需給のひっ迫と整合的ではある。ただし、既往の物価高が賃金に反映されるまでのタイムラグを考慮する必要がある。需要の弱さに鑑みれば、程なく賃金、サービス価格の伸びは鈍化すると見込む。

ユーロ圏の実質GDP

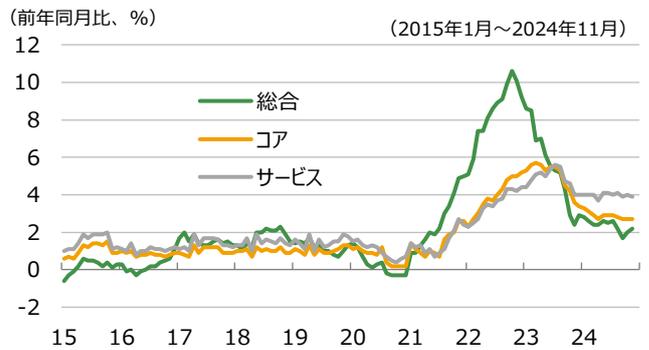


(出所) 欧州統計局

ユーロ圏のPMI

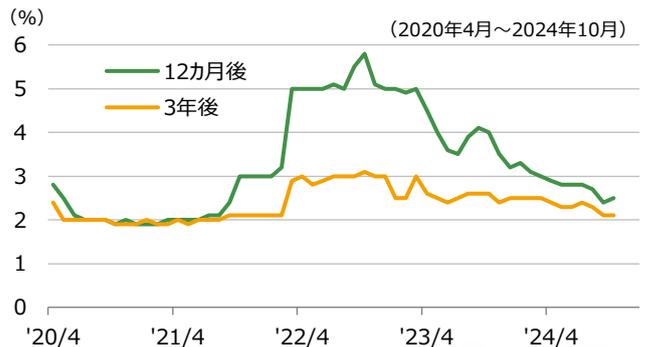


ユーロ圏の消費者物価指数



(出所) 欧州統計局

ユーロ圏の期待インフレ率



(出所) ECB「消費者期待調査」



株式

米中株式市場に翻弄される欧州株

11月中旬、トランプ次期米政権による通商政策への警戒感や仏政局不安等で弱含んだSTOXX欧州600だったが、11月末から12月上旬にかけては米国株上昇や中国株回復を受け、値を戻す展開。高級消費財関連株やハイテク株、自動車株が買い戻された。しかし中旬以降は再び上値が重い展開となり、米FOMC終了後の12月19日には米国株に合わせる形で急落した。

引き続き米通商政策が懸念材料

STOXX欧州600の予想PERは過去10年平均を下回る13倍台前半での推移が続いている。一方、ユーロ圏の総合PMIが12月まで2カ月連続で50割れとなるなど欧州経済には停滞感が否めない。今後、トランプ通商政策の矢面に立たされることで、欧州の景況感は更に下ぶれる懸念もあり、欧州株への強気な投資判断は難しいと判断する。

STOXX欧州600の推移



STOXX欧州600の予想EPSと同PER



金利

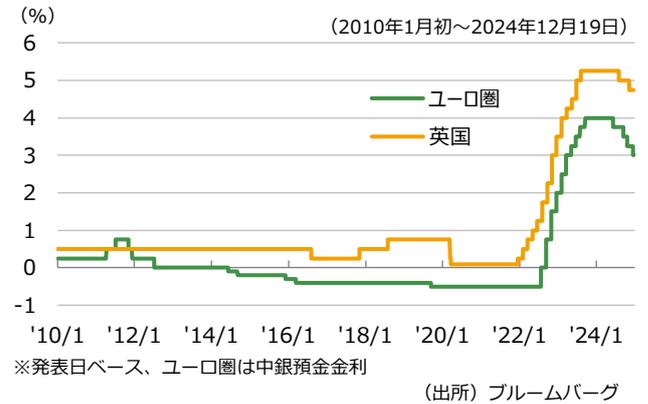
ECBは2025年前半の毎会合で利下げへ

ECBは6月に利下げを開始し、9、10、12月は連続で利下げした。ECB高官の最近の発言に鑑みれば、中立金利に近いとされる2%までは現行ペースで利下げする公算が大きい。よって「2025年は四半期毎の利下げ」との見通しを改め、2025年前半は毎会合、年後半は9、12月に利下げと想定する。英国はインフレ率が高いため、BOEは四半期毎の利下げを継続しよう。利下げ幅は両中銀とも各0.25%pt。

ドイツの長期金利は1%台後半へ

ECBは2025年末に中銀預金金利を1.5%まで引き下げて利下げ打ち止めへ。その場合、2025年中の利下げ幅の累計は現在の市場の織り込みよりもやや大きくなる。ドイツの長期金利は2025年の早い時期に2%を下回り、1%台後半でのレンジ推移に移行しよう。英国は米国連れの面が大きく、長期金利は2025年末に3%台半ばへ低下すると見込む。

ユーロ圏と英国の政策金利



ドイツと英国の10年国債利回り





経済

期待と不安が入り混じる景気回復見通し

7-9月期実質GDPは前期比+0.3%と、4-6月期の+0.6%から鈍化したが、個人消費がけん引役で内容は悪くない。設備投資は低迷したままだが、速報性の高い総合PMIが好不況の境目とされる50を2カ月連続で上回るなど改善が顕著で、今後の設備投資の回復が期待される。一方、先に改善していたナノス消費者景況感指数は米大統領選挙後に低下が続き、分水嶺の50に差し掛かっている点はやや不安材料。

利下げの効果が住宅市場で明らかに

住宅販売件数は増加が続き、住宅価格指数は11月に前月比+0.6%と2022年11月以来の高い伸びを示した。発表元は「住宅市場は引き締め始めた」と指摘しており、これまでの利下げの効果が住宅市場に出てきたと言える。今後は住宅ローン規制緩和の影響も加わり、住宅市場の回復が本格化しよう。資産効果などによる個人消費への好影響にも期待。

金利

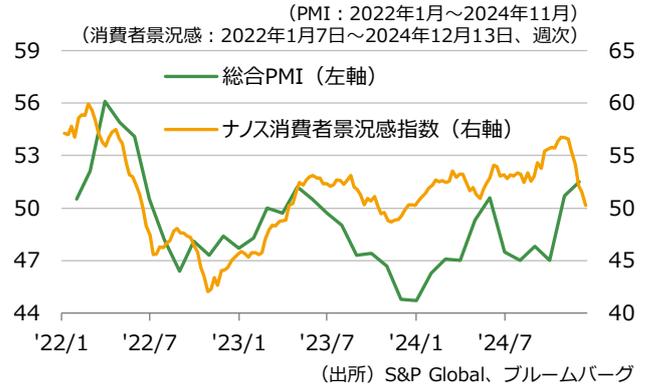
政策金利は中立金利のレンジ上限に到達

カナダ銀行は12月に2会合連続となる0.5%ptの利下げを決定。政策金利は、同行が中立金利と推計する2.25~3.25%のレンジ上限に達した。懸念していた住宅市場の再過熱が現実のものになりつつあり、利下げ停止が意識される局面に入ってきた。また、前年同月比+2%台半ばで下げ渋っている消費者物価指数の加重中央値とトリム平均値は、ベース効果で12月に伸びが鈍化するものの、1月以降は加速する公算が大きい。1月会合で0.25%ptの利下げを決定し、その後は政策金利を据え置くと予想する。

長期金利は3%台前半を中心とした推移

利上げ転換の材料は見えないため、利下げ停止後も市場の織り込みは利下げバイアスが残り、2年先1カ月金利などは2%台で推移すると想定する。長期金利は、タームプレミアムや米金利の影響も受けて、引き続き3%台前半を中心とした推移と見込む。

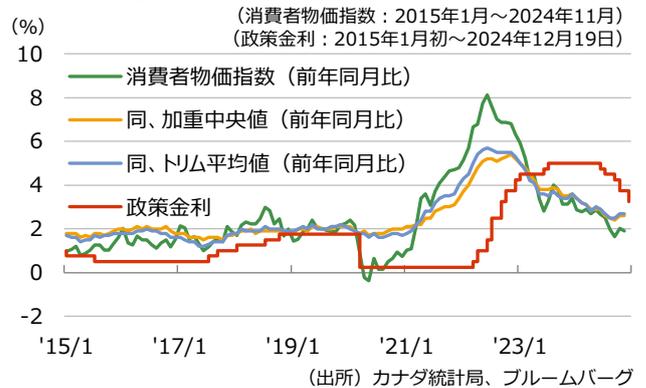
企業と消費者のセンチメント



住宅販売件数と住宅価格指数



消費者物価指数と政策金利



2年先1カ月金利と長期金利





経済

成長率は底打ちも、回復力は鈍い

7-9月期実質GDPは前期比+0.3%と、過去3四半期連続の同+0.2%からわずかに成長が加速した。ただし、潜在成長率を下回ったままであるほか、7月からの物価高対策や所得税減税にもかかわらず、個人消費が2四半期連続の小幅なマイナスとなった。需給ギャップのプラス幅は一段と縮小（あるいはマイナスに転じた）と推察される。経済の需要超過によるインフレ圧力は着実に和らいでいるようだ。

本格的な景気回復には利下げ転換が必要

10月以降にウエストパック消費者信頼感指数が明確に上昇するなど、センチメント指標は持ち直しており、景気の腰折れが懸念される状況ではない。ただし、直近ではやや低下したほか、水準は分水嶺の100を下回ったままである。個人消費を中心とした本格的な景気回復に向けては、利下げ転換などによる消費者心理の更なる上昇を見たいところである。

金利

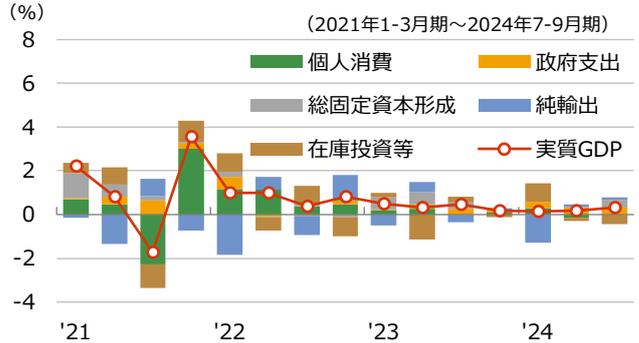
利下げ開始に向けて前進

7-9月期の消費者物価指数（トリム平均値）と賃金指数は、いずれも前年同期比+3.5%へと伸びが鈍化した。実質GDPの低成長による需給ギャップのプラス幅縮小（あるいはマイナス転換）も推察され、インフレへの懸念は後退している。インフレ率の目標回帰にはまだ距離があるものの、10-12月期の消費者物価指数（1月29日発表）では更なる進展が見込まれる。そのため、次回2月のRBA理事会以降はいつ利下げしても違和感のない環境が整いそうだ。

しかし、利下げ余地は小さい

ただし、労働市場の堅調さなどが示す通り、景気は悪化していないため、利下げを急ぐ必要はない。また、RBAが中立金利と推計する3%台半ば前後までの利下げ余地は小さいため、2025年は2回（計0.5%pt）の利下げを予想する。長期金利は、利下げに伴って徐々にレンジを切り下げる展開を見込む。

実質GDP



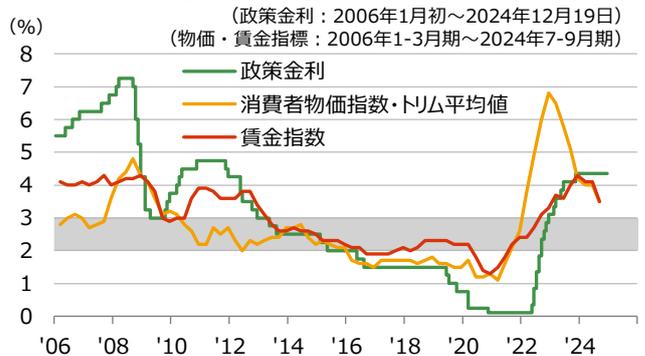
※棒グラフは需要項目別寄与度 (出所) 豪州統計局より大和アセット作成

消費者心理と個人消費



※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表のデータ (出所) ウエストパック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

政策金利と物価・賃金指標



※物価・賃金指標は前年同期比 ※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) フルームバーグ、豪州統計局、RBA

雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局



経済

景気モメンタムはやや鈍化も、依然高水準

7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+5.4%と、約1年半ぶりの低水準へ鈍化したが、一部地域での記録的な豪雨や6月の総選挙による財政支出の一時的な減少が主因。ラビ（乾季）作付けの良好な見通しや生産活動の回復などが個人消費をけん引し、政府支出を含む投資活動も回復に向かい、消費と投資の両輪による高成長の継続が見込まれる。

2月の利下げ開始を予想

インド中銀は12月6日の金融政策決定会合で、現金準備率の計0.50%ptの引き下げによる金融緩和を行った。1.16兆ルピーの流動性が市中に提供され、短期金利の低下を通じて、金融緩和の効果が期待される。また、11月CPIの前年同月比伸び率が中銀の許容範囲に収まったことや、政府が予想外に新たな中銀総裁を指名したことを受け、次回2月の会合で利下げが開始される可能性は高い。

株式

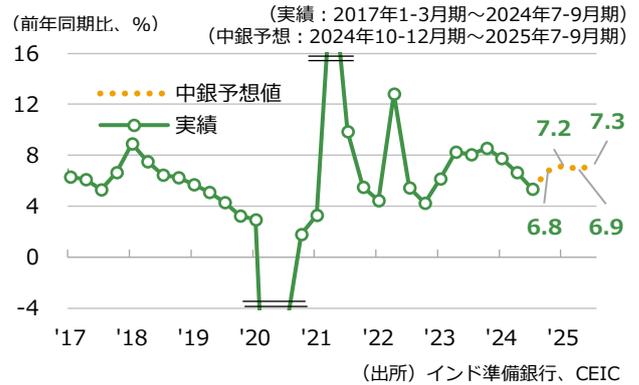
スピード調整が進み、投資妙味が高まる

足元、米ドル指数が約2年ぶりの高水準に上昇したにも拘らず、インド株はおおむね底堅く推移。10月以降株価指数がじりじりと調整したことを受け、12カ月先PERは過去5年の平均近辺まで切り下がり、過熱感も後退。目先は、米国株などの外部環境に揺れ動く可能性もあるが、景気見通しの改善や、利下げ期待が追い風となり、インド株の投資妙味は高まったと考える。

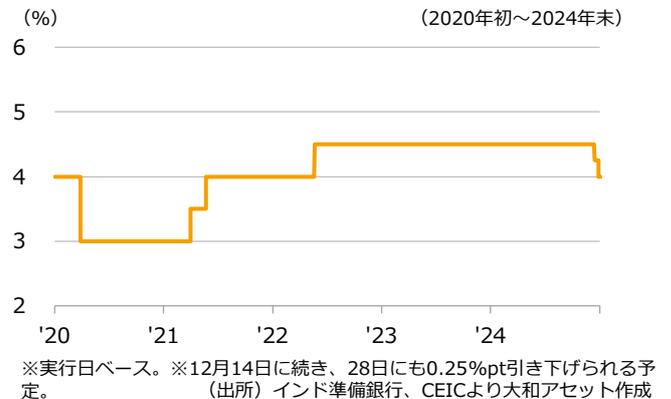
インド投信積立制度の口座数が1億突破

積立投資先進国と言えるインドでは、SIP（投信積立制度）による金融市場への資金流入が増加傾向を継続。その資金のほとんどが自国株に投資されている。11月末時点の口座数は1億を突破。外国人投資家の一時的な資金引き上げも相殺可能とみられ、今後もSIPによる資金流入が株式市場を下支えする構図が続こう。

実質GDP成長率の実績および中銀予測値



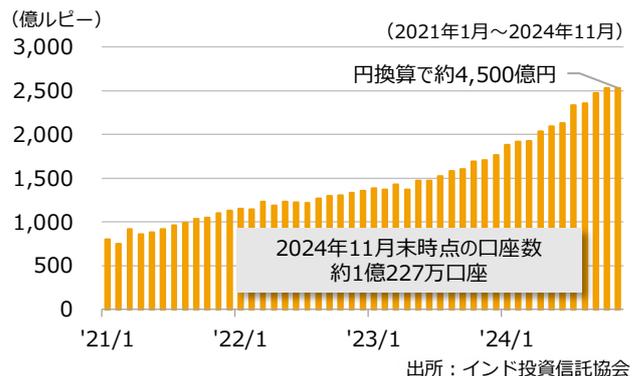
現金準備率 (CRR) の推移



インド株およびPER (株価収益率) の推移



SIP (投信積み立て制度) による資金フロー





経済

ブラジルは高金利下でも堅調に推移

ブラジルの7-9月期実質GDPは前期比+0.9%。1-3月期の+1.1%、4-6月期の+1.4%からは成長が減速したが、潜在成長率を上回ったまま。特に個人消費が成長をけん引しており、低所得者向け現金給付などの拡張的な財政政策や堅調な労働市場が金利上昇の影響を覆い隠しているようだ。需給ギャップのプラス幅拡大が示す通りインフレ圧力が強まっており、インフレ抑制には財政の引き締めも必要。

メキシコは利下げ効果と不確実性の混在

メキシコの7-9月期実質GDPは、前期比+1.1と過去3四半期の低成長から持ち直した。当面は利下げによる景気下支えが期待されるが、国内外の政治的な不透明感による設備投資の手控えが成長を抑制しよう。トランプ次期米政権の麻薬や不法移民の対策にメキシコも協力することで、大幅な関税引き上げは回避されるとみるが、先行きの不確実性は大きい。

金利

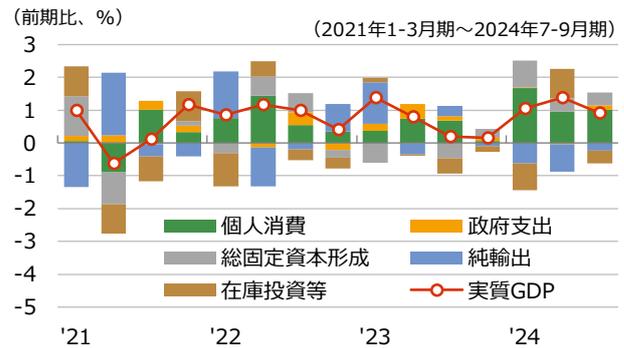
ブラジル中銀は利上げのギアを上げる

ブラジル中銀は12月に3会合連続となる利上げを決定し、政策金利を12.25%とした。利上げ幅を1%ptに拡大しただけでなく、今後2回の各1%ptの追加利上げも示唆し、通貨安とインフレ期待上昇を抑制する姿勢を鮮明にした。大幅利上げを継続する方針の下、目先の国債利回りは高止まりしやすいとみる。積極的な利上げが奏功し、通貨高とインフレ期待低下の循環に転換すれば、金利低下も出てくるが、その時間軸は財政政策に大きく依存しよう。

メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

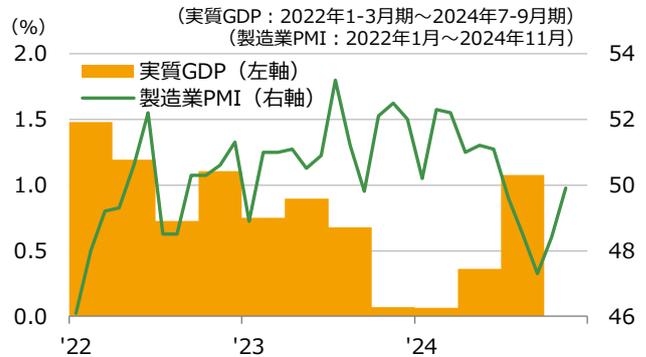
メキシコ銀行は12月に4会合連続となる利下げを決定し、政策金利を10.00%とした。当面は米国の金融政策や為替の動向をにらみながらも、基本的にはインフレ沈静化を背景に0.25%ptずつの利下げを継続する公算が大きい。短期金利に引っ張られることで、長期金利にも徐々に下押し圧力が加かろう。

ブラジルの実質GDP



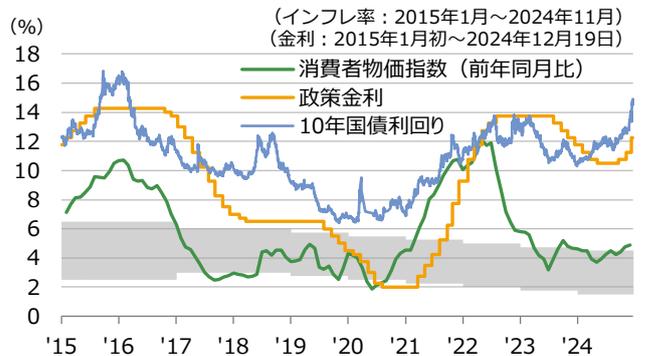
※棒グラフは需要項目別寄与度 (出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

メキシコの実質GDPと製造業PMI



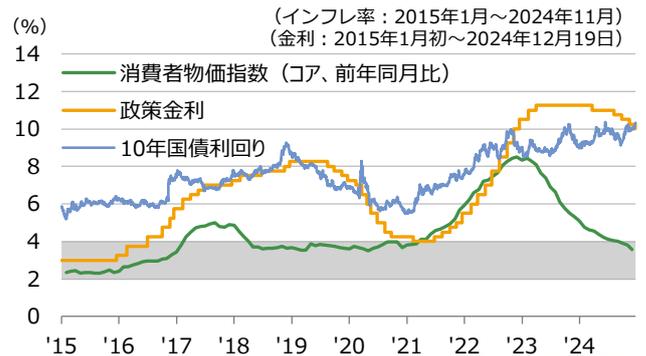
(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P Global

ブラジルのインフレ率と金利



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ (出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

メキシコのインフレ率と金利



※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ (出所) メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、メキシコ銀行



経済

景気対策は確認されず

2025年の政策の総方針を定める政治局会議が12月9日、より経済政策に特化した中央経済工作会議が11-12日に開催されたが、総じて党指導部の景気支援への本気度は確認できなかった。「内需拡大」を政策の最優先事項へ格上げしたことはポジティブに評価できるが、具体策の発表は2025年3月の全人代へ持ち越されている。

不動産不況の底はまだ見えない

11月には不動産販売金額の前年同月比が20カ月ぶりにプラスに転じたものの、金額自体は依然として低水準に留まり、楽観視するのは時期尚早。10月17日に政府が発表した住宅「ホワイトリスト」への銀行貸出枠を4兆元へ引き上げたが、その効果は限定的で、住宅在庫が深刻な3、4級都市の住宅販売は回復せず。不動産不況の底はまだ見えないと言わざるをえない。

株式

政策空白期間に入り株価に調整圧力

12月以降、2025年の経済政策の方針を決める中央経済工作会議で、総じて景気浮揚に繋がる景気対策が確認できなかったことで、政策期待で一時上昇した株価は再び反落した。具体策の発表は、25年3月の全人代に持ち越され、当面政策発表の空白期間に入ったと見られる。また、政策期待が失望で終わることが増えるにつれ、当局の景気刺激の本気度が低いとの見方が優勢となっている。当面米中摩擦も重しで、株価に調整圧力が続くと見込む。

企業業績の顕著な改善は見込めず

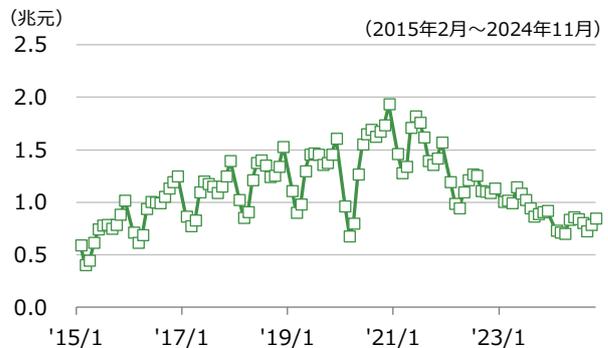
中央経済工作会議などが開催されたものの、業績見通しの顕著な上方修正は見られず、発表済みの政策は景気テコ入れに力不足との見方を裏付けている。11月の生産者物価指数もデフレ環境を示しており、企業業績の顕著な改善は見込みづらい。

共産党中央政治局会議及び中央経済工作会議内容

項目の抜粋	解釈
財政政策は「より積極的」	中央経済工作会議では、財政赤字の対GDP比率の引き上げが明言されたが、12月17日の観測記事で報じられたのは25年財政赤字対GDP比率を4%に引き上げることに留まっている。景気浮揚に繋がる「バズーカ」は依然として期待できない。
金融政策は「適度に緩和」	2010～2023年の「穏健」の文言から、「適度に緩和」と変更され、従来よりも緩和姿勢の拡大を示唆。ただ、当局は大規模な金融緩和が資本逃避を招くことも懸念しており、異次元緩和を講じる可能性は低いと見込む。

(出所) 各種報道より大和アセット作成

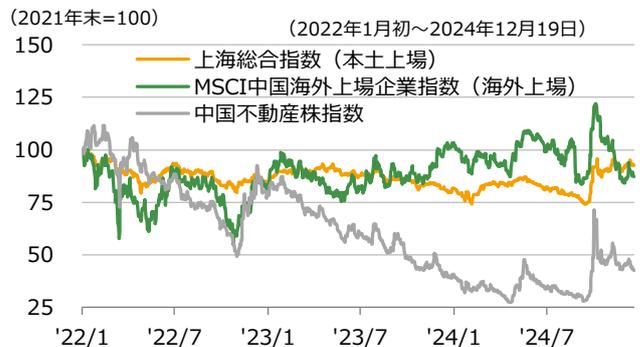
月次の不動産販売額の推移



※1月は非開示 ※3カ月移動平均

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

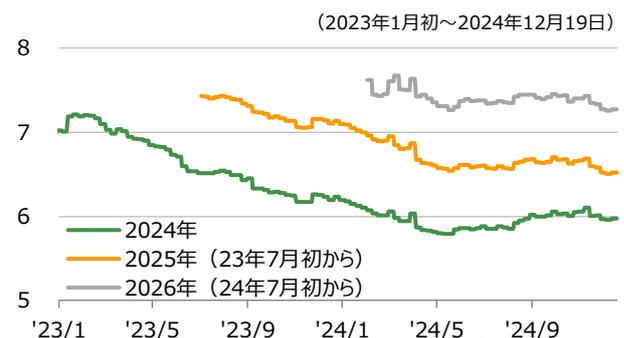
各種株価指数の推移



※上海総合指数は中国人民元ベースで、その他は米ドルベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中国企業のEPS（一株当たり純利益）見通し



※MSCI中国指数を参照

(出所) LSEGより大和アセット作成



金利

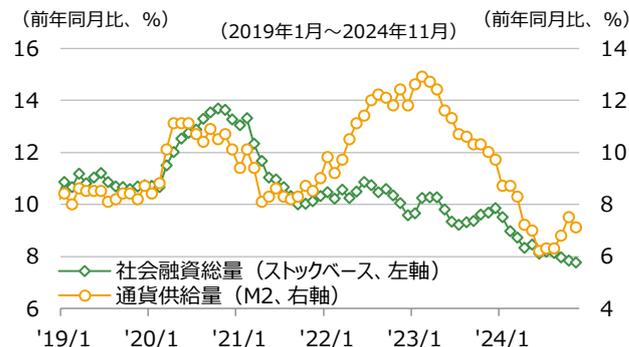
金融緩和策は需要不足の改善に繋がらず

9月下旬以降、中銀が各種政策金利ツールを0.1～0.3%pt引き下げ、通貨供給量の底入れが確認された。ただ、総与信を示す社会融資総量の前年同月比伸び率は、鈍化傾向を継続している。デフレと需要不足の負のスパイラルが続く中、発表済みの金融緩和策は需要喚起には力不足で、異次元緩和が必要と見られるが、当局は依然として大胆な金融緩和とは一線を画しているとみられる。

中国の「日本化」が進む

11月中旬に日中の30年国債利回りが顕著に逆転し、その後も中国の長期金利の低下に歯止めがかからないことは、中国の「日本化」が示される象徴的な出来事となった。中国経済はデフレと需要不足の負のスパイラルに陥っていると言えるほか、中銀から金利低下を容認すると読み取れる文言もあり、国債利回りが引き続き低下余地を探る展開を予想する。

マネー関連指標



(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

日本と中国の超長期金利が逆転



(出所) ブルームバーグ

今月の新興国コラム

新興国株調整の一巡を期待する

新興国株の10月以降の調整には、米大統領選挙でトランプ氏が掲げる「アメリカ・ファースト」を受け、米国以外のアセットが売られる中、新興国株も売りから逃れられなかった側面が強い。また、米ドル指数と新興国株価には負の相関が見られ、米ドル高とともに、新興国から資金流出が強まったことも背景にある。

しかし、急速な米ドル高が一段と進む可能性は低いと考えられる。新興国の中では内需主導の国や、資源国において「トランプ政策」の影響が相対的に低いとみられ、インド、ブラジル、東欧諸国などを中心に、海外マネーが再び流入に転じると見込む。

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



※MSCI新興国指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



米ドル

米ドル高・円安の反転は近いと予想

米ドル高が進んだ。米国経済が堅調に推移するなか、FRBの利下げペース鈍化を織り込みつつ米金利が上昇したためだ。ただ、米金利上昇が米株安を招いた局面ではリスクオフの円高も見られた。日銀の利上げ見送りと植田総裁の利上げに慎重な発言を受け円安が進んだが、日本のインフレ期待上昇は利上げ観測を高めて円高要因になるだろう。日米金利差拡大による米ドル高・円安の反転は近いと見ている。

日米実質金利差縮小と米ドル安・円高へ

FRBの利下げペースが鈍化するとの予想から米実質金利が上昇し、米ドル高・円安に振れた。ただ、トランプ関税によるインフレ懸念は一巡し、米国の期待インフレ率は頭打ちだ。そのうえに米株安もあるので、米実質金利の上昇は止まりやすいと見る。また、日銀の利上げ先送り観測による日本の実質金利低下は一巡する可能性が高い。日米実質金利差は縮小し、米ドル安・円高に転じると予想している。

商品安とともに米ドル安・円高へ

商品指数と米ドル円には連動性がある。商品高局面では海外金利上昇やリスクオンによる円安、商品安局面では金利低下やリスクオフによる円高が進みやすい。24年10月以降、商品指数は弱含んでおり、円高に傾きやすい環境にある。今後、米関税引き上げによる世界景気悪化懸念や、トランプ次期米政権のエネルギー生産拡大策により、商品安とともに米ドル安・円高傾向となる可能性が高いと見ている。

米ドル高→米経済指標悪化→米ドル安

米金利上昇と米ドル高は米景気にマイナスに働く。米ドル高開始から約2カ月後に発表される米経済指標は市場予想を下回って米経済サプライズ指数が低下しやすく、そうなると米ドル安・円高に傾きやすい。実際、24年10月以降の米ドル高の影響もあり、米経済サプライズ指数はピークアウトしている。25年2月にかけては米経済指標面から米ドル安・円高圧力がかかりやすい状況が続くと予想される。

米ドル・円・他通貨の為替レート



日米実質金利差と米ドル円



商品指数と米ドル円



米ドル指数と米経済サプライズ指数





ユーロ

欧州経済への懸念からユーロ安・円高へ

米大統領選後は米関税引き上げによる欧州経済悪化懸念から欧州株安とリスクオフのユーロ安・円高に振れた。その後、欧米金利が低下するなかでリスクオフのユーロ高・円安に転じ、足元は日銀の利上げ見送りで円安が進行した。ただ、欧米株安に伴うリスクオフの円高もある。今後、欧州経済への懸念と欧州金利低下がユーロ安・円高に働くと予想する。

ユーロ安・米ドル高圧力は緩和の公算

ユーロ・米ドルは独米金利差との連動性が高い。米国の財政赤字拡大・インフレへの懸念や利下げ鈍化観測により米金利が上昇し、独金利は相対的に低下したため、ユーロ安・米ドル高が進んできた。今後、欧州経済の悪化懸念から欧州金利低下は進みそうだが、米関税引き上げはいずれ米国経済の減速懸念と米金利低下にもつながる可能性が高いため、ユーロ安・米ドル高圧力は緩和していくと見ている。

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドル円はレンジ推移を見込む

2025年前半にはカナダ銀行が利下げを停止するとみられるため、カナダの金利は下がりづらく、日銀が利上げを続ける中でもカナダと日本の金利差縮小は小幅なものにとどまると想定。米国とカナダの通商関係悪化には注意が必要だが、カナダ・ドル円は105～110円を中心としたレンジ推移を見込む。

豪ドル円は弱含みも底堅い推移を想定

2025年は米国の対中関税引き上げによる人民元安や中国景気の悪化懸念によって、豪ドル円の変動が大きくなる可能性には注意が必要だろう。また、RBAが利下げを開始する一方、日銀の利上げ継続が見込まれるため、金利差縮小により豪ドル円は弱含みやすいとみる。ただし、豪州の利下げ余地は小さく両国の金利差は高水準を維持するほか、日銀の利上げは円安対策の側面もあるため、長期金利差の縮小幅に比べれば豪ドル円は底堅く推移すると見込む。

独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



加日5年国債金利差とカナダ・ドル円



豪日10年国債金利差と豪ドル円





人民元、インド・ルピー

当面大幅な人民元安は想定せず

景気低迷長期化の懸念やトランプ次期米大統領の対中強硬策などを受け、対米ドルでの人民元安圧力は強い。しかし、当局は7.3元/米ドル近辺で人民元安を阻止するなど、キャピタルフライトを警戒し、顕著な人民元安は容認しない姿勢を強めている。そのため、当面は対円では約30年ぶりの人民元高・円安の水準近辺で推移を継続しよう。

インドサービス業輸出が加速する見込む

潤沢な外貨準備高というセーフティネットを持つインド・ルピーは、対米ドルで横ばい推移を継続し、底力を発揮している。サービス業の輸出の増加が背景の一つだが、過去5年で約2倍に拡大。主にIT関連やビジネスサービスの加速が寄与。今後は米国の景気回復が輸出額を一段と押し上げ、ルピーを支えよう。ルピー対米ドルでの安定的な推移は、インド資産への投資に安心感をもたらそう。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

実質金利の高さがレアルの増価要因に

11月下旬以降、ブラジル・レアルは主要通貨に対して大幅減価。主な材料は財政健全化に向けた取り組みの弱さだが、代表的な新興国債指数のリバランス（ブラジルの通貨比率減少）を先取りした動きや、年末の流動性の薄さを狙った投機的な売りも指摘されている。ブラジル中銀は通貨安に対して大幅利上げなどで対応しており、実質政策金利は2025年前半も上昇する見込み。財政健全化に向けた進展が見られれば、レアルの反発余地は大きい。

メキシコ・ペソは売られづらい状況に

米大統領選挙までの為替市場のボラティリティ上昇が一服し、メキシコ・ペソ（対米ドル）のキャリー/リスク比率は顕著に上昇。2023年～2024年前半のようなペソ買いキャリートレードの活発化は見込めないが、高い金利差とボラティリティ低下によってペソ売りは分が悪くなっていると言えよう。

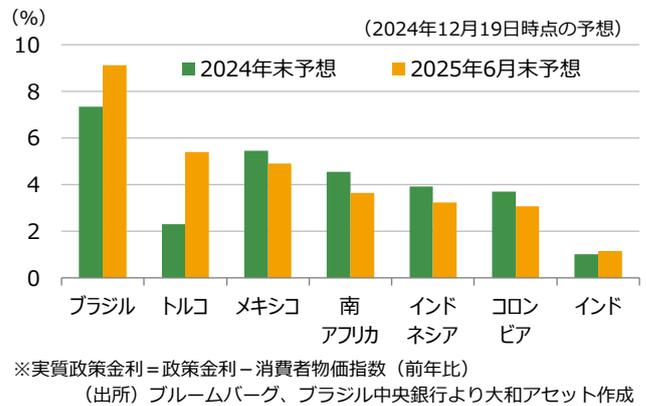
中国人民元の対米ドル、対円レートの推移



インドサービス業の輸出額



各国の実質政策金利 (市場予想) の変化



メキシコ・ペソ (対米ドル) のキャリー/リスク比率





原油

シリア情勢も中東の新たなリスク材料

11月半ばに米政府が長射程兵器によるウクライナのロシア領攻撃を容認したことで、WTI原油先物価格は反転し大きく上昇。その後12月上旬にかけて、イスラエルとヒズボラの停戦合意、OPECプラスの減産延長合意などが材料視されて軟調となった一方、直近ではアサド政権崩壊による中東情勢の悪化懸念で71米ドル台まで回復した。強弱材料が交錯したが、ボラティリティは大きくなかった。

OPECプラスの減産縮小延期は3度目

12月5日、OPECプラスは実施中の自主減産（日量220万バレル）の延長を発表。当減産は2025年3月末までとし、その後26年9月末まで18カ月かけて段階的に廃止する。最初は25年9月末までの段階的廃止の計画だったが、価格低迷で3度目の延期となった。25年は米国をはじめ非OPEC加盟国の供給増が見込まれ、原油価格の低迷が続くと予想する。

金

次期米政権の政策リスクで上値が重い

米政府の長射程兵器使用認可でウクライナ情勢が緊迫化し、11月後半の金先物価格は2,750米ドル近辺まで上昇した。その後はイスラエルとヒズボラの停戦合意やシリア情勢など、地政学リスクが主な価格変動要因になった。足元は、FRBの利下げペース鈍化への警戒感の強まりや、米ドル高等を招く「トランプ政策」を巡り下方圧力が働く環境にある。

金ETFは7カ月振りに流出超過

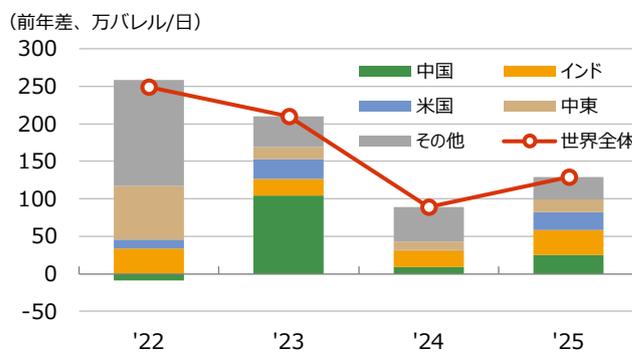
金ETFの11月資金フローは流出超過となり、2024年5月から10月まで6カ月連続の流入超過から反転した。地域別では欧州、アジアなど、北米以外は流出超過となった。特に欧州での流出が大きく、市場予想より弱い経済指標が招く景気不安、トランプ次期米政権の財政・通商政策に対する懸念などが背景にあると見られる。11月末の運用総額は2,743億米ドル（前月末比▲4%）に減少した。

原油価格と原油在庫



※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫
(出所) ブルームバーグ、EIAより大和アセット作成

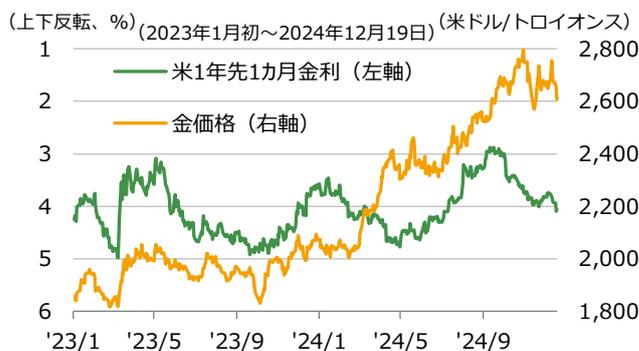
原油消費量の変化



※2024年以降はEIAの予測

(出所) EIAより大和アセット作成

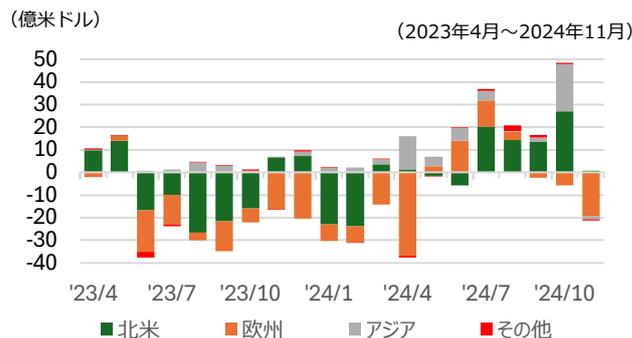
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※1年先1カ月金利≒市場が織り込む1年先の政策金利

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金ETFの地域別資金フローの推移



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
トランプ次期米政権の政策運営	大	大	大	トランプ新政権下で予想される減税などの拡張的財政政策は、景気浮揚と株式市場にポジティブに作用すると考えられる。同時にそれはインフレ要因でもあり金利を高止まりさせる。結果として、世界的な関税引き上げも相まって、米国及び世界経済が減速する可能性がある。ただし、トランプ氏の経済政策は時に予測不可能であり、トランプ新政権での政策運営には、政策自体の不確実性と、政策を実行する順番（市場が織り込む順番）の不確実性がある。
中国景気の上下双方向への変動と様々な市場への波及	中	大	大	2024年9月末以降、中国当局は様々な景気刺激策を発表し、期待で中国株が急騰する局面もあった。しかし、最近の特徴通り「方針」は示されるものの「具体策」は出てこず、とりわけ市場が期待する景気浮揚に繋がる財政刺激策（バズーカ）は発表されていない。少なくとも現時点で、「期待」は「失望」に終わったと言える。その結果、景気対策不足により景気減速に歯止めが掛からず、経済・社会の不安定に繋がるリスクがある。逆に、予想外の大幅な権力構造の変化に伴う経済政策の急旋回も考えられる。
米中間の対立激化	中	中	中	米国大統領選挙でトランプ氏が勝利した。トランプ氏の対中国のアジェンダには60%の関税や最恵国待遇の撤廃があり、閣僚人事では対中強硬派が選ばれるなど、米中貿易戦争の一段の激化が懸念される。また、対立をエスカレートさせるトランプ氏の姿勢は、南シナ海や台湾問題などでの地政学的な緊張を高める可能性もある。
利上げに対する日銀のスタンスの変化	中	中	小	日銀の利上げには、賃金と物価の好循環実現による「良い利上げ」と、円安対策のための「悪い利上げ」がある。植田総裁は前者の理由から2024年4月の会合では追加利上げに慎重姿勢を示し、その後の円安をもたらした。逆に同年7月は後者の理由から追加利上げに積極的で、その後の急激な円高をもたらした。足元では円安対策の必要性が再浮上しており、日銀の政策運営スタンスの変化は、特に為替市場を通して、市場のボラティリティを高める。
ウクライナや中東における地政学リスクの変化	小	中	中	2024年10月初にイランがイスラエルに対して大規模なミサイル攻撃を実施。イスラエルはその報復として、10月末にイランの軍事施設を攻撃。更なる報復のエスカレートとなった場合には原油価格の急上昇等により世界経済・金融市場へのインパクトも大きくなる。また、トランプ新米政権の政策次第では、ウクライナ情勢を含め、当地政学リスクに変化が生じ得る点にも注意が必要。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2025年	日本	欧米	その他地域
1月	<ul style="list-style-type: none"> ●大発会 (6日) ●日銀金融政策決定会合 (23-24日) ●通常国会召集 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領就任 (20日) ●FOMC (28-29日) ●ECB理事会 (30日) ●世界経済フォーラム (ダボス会議) (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●中華圏春節 (29日) ●カナダ金融政策決定会合 (29日) ●ブラジル金融政策決定会合 (29日)
2月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (6日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ金融政策決定会合 (6日) ●RBA理事会 (18日) ●ラマダン開始 (28日)
3月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (6日) ●FOMC (18-19日) ●BOE金融政策委員会 (20日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了 (29日) ●中国全人代 (月内) ●カナダ金融政策決定会合 (12日) ●ブラジル金融政策決定会合 (19日) ●メキシコ金融政策決定会合 (27日)
4月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (30-1日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (17日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (16日)
5月		<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (6-7日) ●BOE金融政策委員会 (8日) ●G7首脳会議 (カナダ、月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ブラジル金融政策決定会合 (7日) ●メキシコ金融政策決定会合 (15日) ●RBA理事会 (20日) ●フィリピン議会選挙 (月内)
6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (16-17日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (5日) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (18日) ●メキシコ金融政策決定会合 (26日)
7月	<ul style="list-style-type: none"> ●参議院議員 (2019年改選) 任期満了 (28日) ●日銀金融政策決定会合 (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (24日) ●FOMC (29-30日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (8日) ●カナダ金融政策決定会合 (30日) ●ブラジル金融政策決定会合 (30日)
8月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (7日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ金融政策決定会合 (7日) ●RBA理事会 (12日)
9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (11日) ●FOMC (16-17日) ●BOE金融政策委員会 (18日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (17日) ●ブラジル金融政策決定会合 (17日) ●メキシコ金融政策決定会合 (25日) ●RBA理事会 (30日)
10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (29-30日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (28-29日) ●ECB理事会 (30日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (29日)
11月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (6日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (5日) ●メキシコ金融政策決定会合 (6日)
12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (9-10日) ●ECB理事会 (18日) ●BOE金融政策委員会 (18日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (9日) ●カナダ金融政策決定会合 (10日) ●ブラジル金融政策決定会合 (10日) ●メキシコ金融政策決定会合 (18日)

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		期間別変化幅			
		直近値	1か月	1年	3年
政策金利		12/19			
米国	FFレート（上限）	4.50%	-0.25	-1.00	4.25
日本	無担保コール翌日物金利	0.25%	0.00	0.35	0.35
ユーロ圏	中銀預金金利	3.00%	-0.25	-1.00	3.50
カナダ	翌日物金利	3.25%	-0.50	-1.75	3.00
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.00	4.25
インド	レボ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50
ブラジル	セリック・レート	12.25%	1.00	0.50	3.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.00%	-0.25	-1.25	4.50
中国	7日物リバース・レポレート	1.50%	0.00	-0.30	-0.70
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		期間別変化幅			
		直近値	1か月	1年	3年
10年国債利回り		12/19			
米国		4.56%	0.17	0.63	3.16
日本		1.08%	0.01	0.45	1.03
ドイツ		2.31%	-0.03	0.29	2.68
カナダ		3.35%	0.01	0.21	2.02
豪州		4.41%	-0.15	0.30	2.82
インド		6.79%	-0.06	-0.39	0.38
ブラジル		14.53%	1.70	3.99	3.71
メキシコ		10.33%	0.45	1.20	2.98
中国		1.76%	-0.34	-0.87	-1.13

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
株価指数		12/19			
米国	S&P500	5,867	-0.8%	23.0%	27.0%
	NYダウ	42,342	-2.1%	12.7%	19.7%
日本	TOPIX	2,714	0.1%	16.3%	36.8%
	日経平均株価	38,814	1.0%	16.8%	36.0%
欧州	STOXX600	507	1.2%	6.2%	6.9%
インド	NIFTY50指数	23,952	1.8%	11.6%	41.0%
中国	MSCI中国	64.52	-0.3%	17.4%	-22.6%
ベトナム	VN指数	1,255	4.1%	14.4%	-15.2%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
為替（対円）		12/19			
米ドル		157.44	1.8%	9.5%	38.6%
ユーロ		163.14	-0.4%	3.3%	27.6%
カナダ・ドル		109.36	-1.3%	1.4%	24.0%
豪ドル		98.22	-2.8%	1.0%	21.2%
インド・ルピー		1.85	1.2%	7.3%	24.0%
ブラジル・リアル		25.64	-4.3%	-13.2%	28.4%
メキシコ・ペソ		7.75	0.8%	-8.0%	42.0%
中国人民幣		21.60	1.1%	6.9%	21.4%
ベトナム・ドン		0.62	1.7%	4.6%	24.9%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
リート		12/19			
米国	NAREIT指数	24,246	-7.3%	6.6%	-4.5%
日本	東証REIT指数	1,613	-4.1%	-9.8%	-22.1%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
商品		12/19			
WTI原油先物価格		69.91	0.7%	-4.8%	-1.3%
COMEX金先物価格		2,608	-1.8%	27.1%	44.5%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、

COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

（出所）ブルームバーグ

株価指数

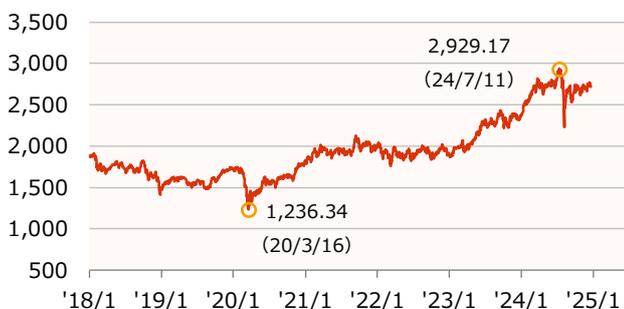
NYダウ



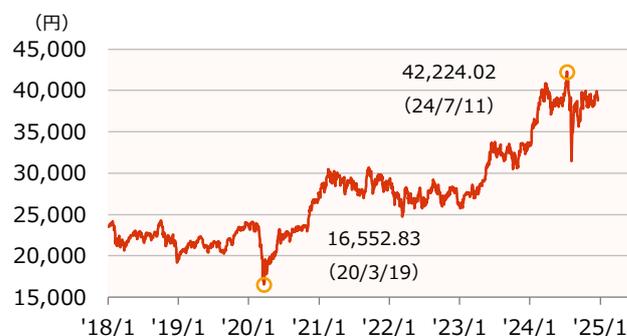
S&P500



TOPIX



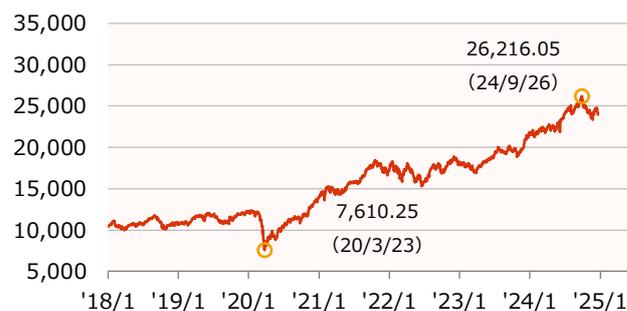
日経平均株価



STOXX600



インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの期間は2018年1月初～2024年12月19日

(出所) ブルームバーグ

長期金利

米国10年国債利回り



日本10年国債利回り



ドイツ10年国債利回り



カナダ10年国債利回り



豪州10年国債利回り



インド10年国債利回り



ブラジル10年国債利回り



中国10年国債利回り



※グラフの期間は2018年1月初～2024年12月19日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

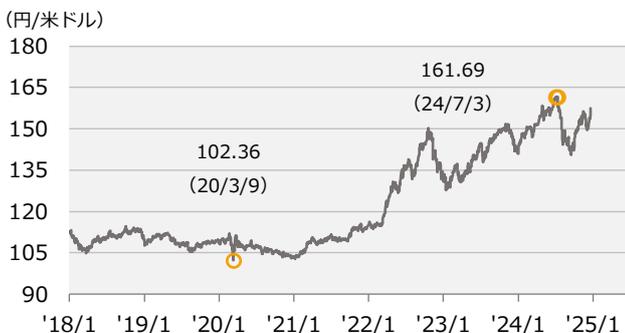
■ NAREIT指数（配当込み）



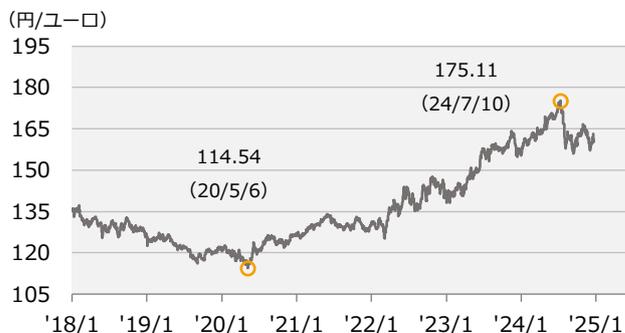
■ 東証REIT指数（配当なし）



■ 米ドル円



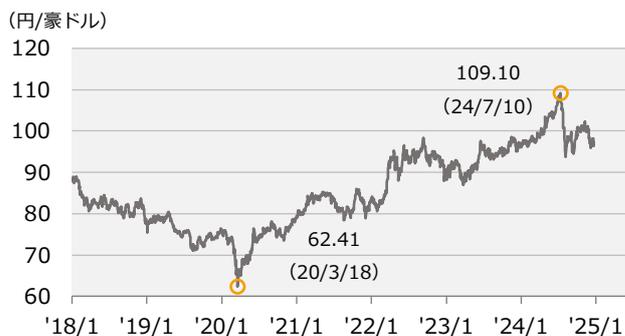
■ ユーロ円



■ カナダ・ドル円



■ 豪ドル円



■ WTI原油先物価格



■ COMEX金先物価格



※グラフの期間は2018年1月初～2024年12月19日

(出所) ブルームバーグ

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NAV：純資産価値、NBER：全米経済研究所、NISA：少額投資非課税制度、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補充貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2024年12月19日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2024年12月24日)