

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

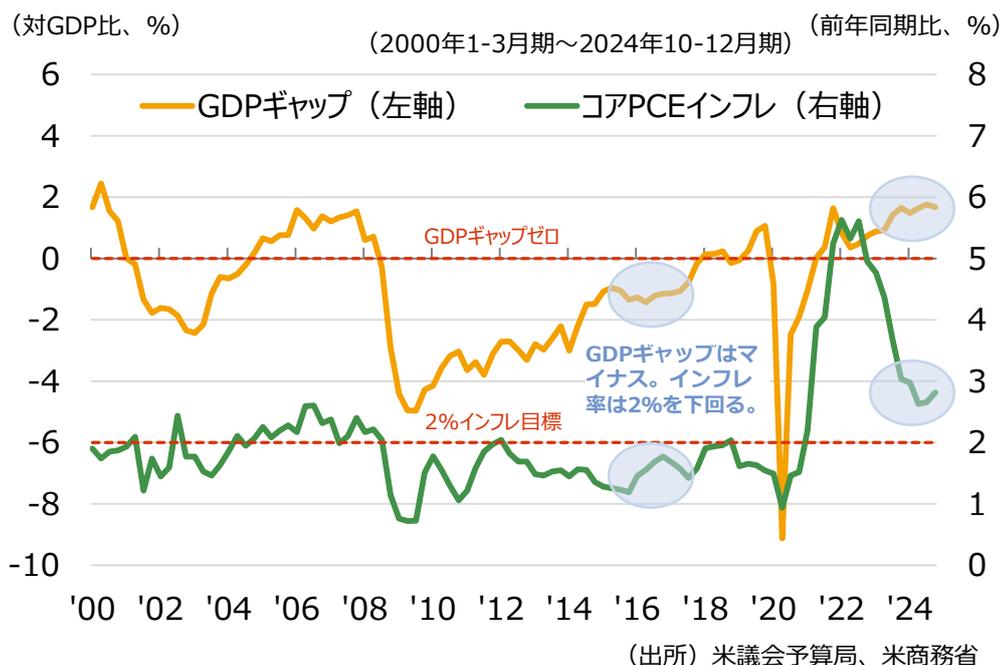
2

FEB. 2025

今月のチャート

第1次/第2次トランプ政権では経済環境が異なる

米国のGDPギャップとコアPCEインフレ



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

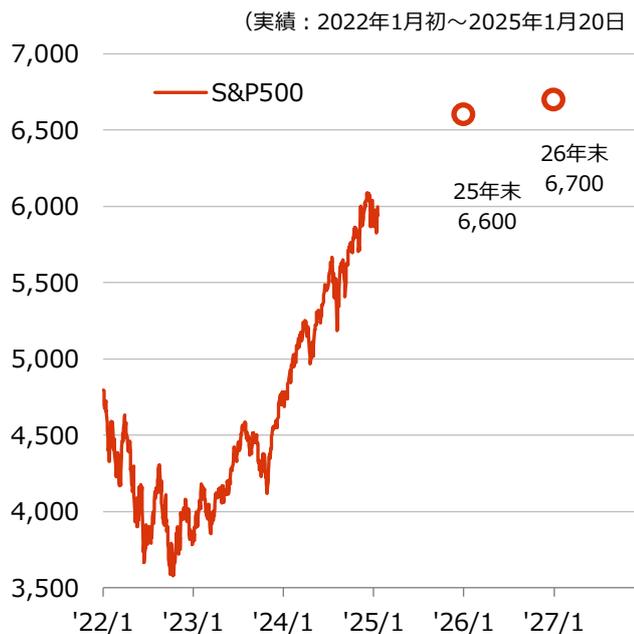
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

トランプ劇場が始まる

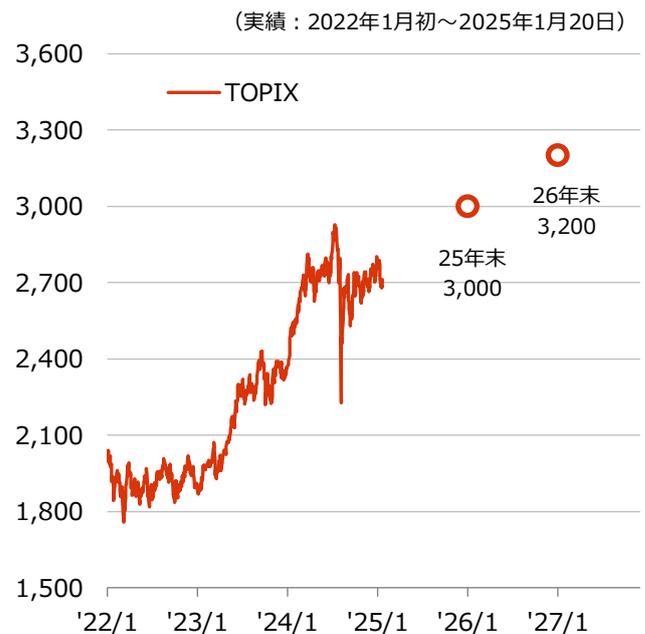
- 1月20日にトランプ氏が米国大統領に就任した。ただ、昨年11月の大統領選以降の株式市場の動向は第1次政権時とは異なる。一言でいえば「トランプトレード不発」で、その理由の1つは米国（先進国）の長期金利の上昇。
- 第1次/第2次政権ではベースとなる経済環境が異なる。第1次政権時はGDPギャップがマイナスとなっており、拡張的な財政政策が時代にマッチした。第2次政権では足元のGDPギャップがプラスとなっている。拡張的な財政政策はもともと強い景気をさらに加速させ、インフレを再燃させる可能性がある。加えて輸入関税の引き上げもインフレ要因として警戒されている。
- 今回の投資環境見通しでは、ほとんどの国・セクターで、見通しを「据え置き」とした。トランプ新政権の政策を見極める必要があるためだ。それを見極めて、来月号以降に見通しの修正を行う予定である。

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

トランプトレード不発

トランプ氏が米国大統領に就任した。ただ、昨年11月の大統領選以降の株式市場の動向は第1次政権時とは異なる。一言でいえば「トランプトレード不発」である。過去1カ月の金融市場での特徴の1つは、米国（先進国）の長期金利の上昇。トランプ新政権で予想される政策が、景気浮揚効果を持つと同時にインフレ再燃も内包しているためだ。実際に名目長期金利を実質長期金利（期待成長率に反応）と期待インフレ率に分解すると、両者とも上昇している。一般に成長期待は株式市場にポジティブであるが、インフレ懸念も相まって、それゆえに長期金利が上昇すると、過去平均対比で割高となっているバリュエーション（PER）を抑制することにもなる。

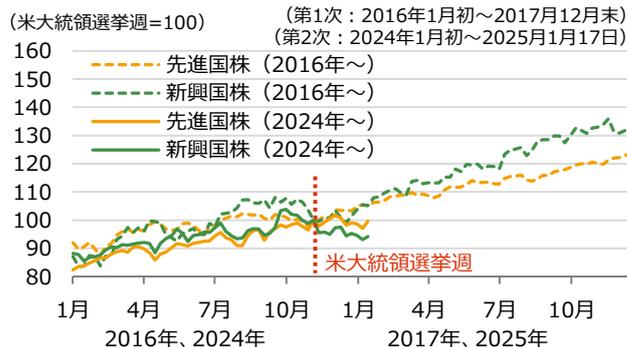
相違はGDPギャップの水準

第1次政権時に好感された拡張的な財政政策が、第2次政権では、少なくとも現時点ではあまり好感されていないのは、経済環境の相違に因る。具体的にはGDPギャップの水準だ。第1次政権時はリーマンショック後の景気回復局面に当たり、当時は景気回復が遅々として進まず「長期停滞論」とも呼ばれた。GDPギャップはマイナスとなっており、教科書的にはデフインフレ圧力がかかる。そうした中での拡張的な財政政策は望ましい政策とされ、時代にマッチしたわけだ。他方、第2次政権では足元のGDPギャップはプラスとなっている。拡張的な財政政策はもともと強い景気をさらに加速させ、インフレを再燃させる可能性がある。加えて輸入関税の引き上げもインフレ要因として警戒されている。

政策を見極めて見直し変更

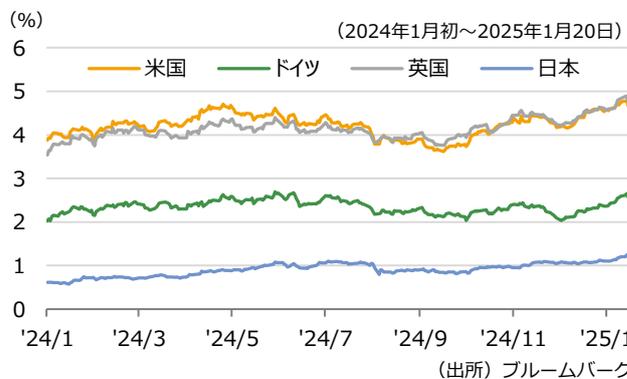
トランプ新政権での関税引き上げなどの通商政策が他国経済に直接的に影響することに加え、足元で米国長期金利の上昇に他国の長期金利が追随したように、米国金利の高止まりとそれによる米ドル高も他国経済に影響を与える。もっとも、今回の投資環境見通しでは、ほとんどの国・セクターで、見直しを「据え置き」とした。トランプ新政権の政策を見極める必要があるためだ。それを見極めて、来月号以降に見通しの修正を行う予定である。

第1次・第2次トランプ政権前後の株式市場の動向

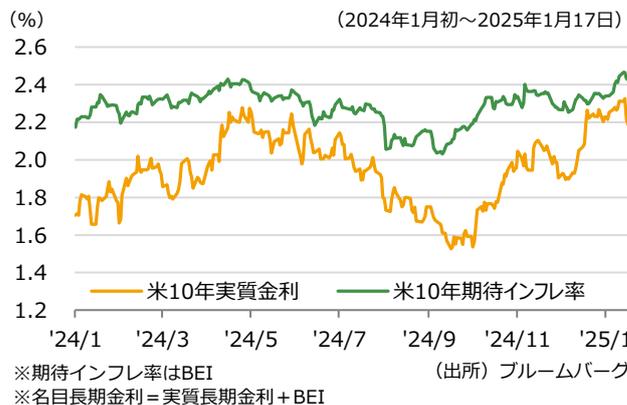


※先進国株はMSCI先進国株指数、新興国株は (出所) ブルームバーグ MSCI新興国株指数

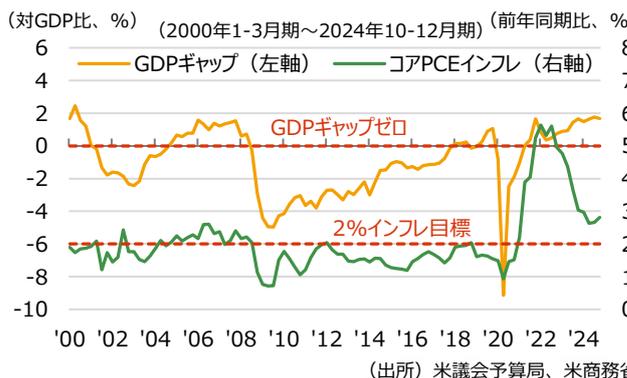
先進各国の10年金利



米国の名目10年金利の分解



米国のGDPギャップとコアPCEインフレ



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/地域	見通し	一言コメント
経済	米国	弱気	潜在成長率越え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。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。米国の政策の不確実性を含め、景気不振リスクは大きい。サービス価格も程なく鈍化へ。利下げの効果が複数の経済指標に表れ始めており、今年は潜在成長率を上回る成長へ。利下げにより景気モメンタムは上向くが、当面は潜在成長率を若干下回る程度の回復に。
	日本	弱気	
	欧州	弱気	
	カナダ	強気	
	豪州	弱気	
	インド	強気	
	ブラジル	弱気	
	メキシコ	弱気	
	中国	弱気	
	ベトナム	強気	

※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/地域	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。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。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。割高感が薄まる中、2月上旬の予算案発表などが追い風となり、反発する可能性もある。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。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。
	日本	強気	
	欧州	弱気	
	インド	強気	
	中国	弱気	
	ベトナム	強気	

債券	国/地域	見通し	一言コメント
債券	米国	弱気	変化は早いものの方向感乏しい展開を想定、景気・政策次第では水準感は上下へ。次回利上げ予想を2025年1月に前倒し。長期金利は方向感乏しい展開を想定。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。利下げ停止が視野に入る。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。利下げ開始が迫る。累計の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。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。目先は利上げ継続で金利は高止まりしやすい。今年終盤以降は利下げ転換が視野に。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。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が継続しよう。
	日本	弱気	
	欧州	強気	
	カナダ	弱気	
	豪州	強気	
	インド	強気	
	ブラジル	弱気	
	メキシコ	強気	

リート	国/地域	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。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。
	日本	強気	

※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。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。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。今年前半は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。目先の利下げ観測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。新中銀総裁が為替レートの柔軟性を高めると発表しても下値は限定的と見込む。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。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。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。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。
	日本円	強気	
	ユーロ	弱気	
	カナダ・ドル	弱気	
	豪ドル	弱気	
	インド・ルピー	強気	
	ブラジル・レアル	強気	
	メキシコ・ペソ	弱気	
	中国人民元	弱気	
	ベトナム・ドン	弱気	

※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*1		予想値	
	2023年	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	1.2	1.5
カナダ	1.5	1.2	2.2	2.0
豪州	2.1	1.0	1.6	2.5
インド*2	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	1.5	2.2
中国	5.2	5.0	4.2	4.2
ベトナム	5.1	7.1	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。次回予想を25年1月に前倒し。
- 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。中銀預金金利1.5%で利下げ打ち止め。
- 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は既に停止。

	政策金利 (%)					10年国債利回り (%)				
	実績値		直近値	予想値		実績値		直近値	予想値	
	2023年末	2024年末	1月20日	2025年末	2026年末	2023年末	2024年末	1月20日	2025年末	2026年末
米国	5.25	4.25	4.25	3.75	3.75	3.9	4.6	4.6	4.2	4.2
	~5.50	~4.50	~ 4.50	~4.00	~4.00					
日本	-0.10	0.25	0.25	0.75	0.75	0.6	1.1	1.2	1.1	1.1
ユーロ圏*3	4.50	3.15	3.15	1.65	1.65	2.0	2.4	2.5	1.8	1.8
	4.00	3.00	3.00	1.50	1.50					
カナダ	5.00	3.25	3.25	3.00	3.00	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2
豪州	4.35	4.35	4.35	3.85	3.60	4.0	4.4	4.5	4.1	3.9
インド	6.50	6.50	6.50	5.75	5.75	7.2	6.8	6.8	6.3	6.5
ブラジル	11.75	12.25	12.25	13.00	11.00	10.4	15.2	15.1	13.0	11.5
メキシコ	11.25	10.00	10.00	9.00	8.50	9.0	10.4	10.4	9.5	9.5
中国	1.80	1.50	1.50	1.25	1.10	2.6	1.7	1.7	1.4	1.4
ベトナム	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-	-

*1 2024年の実質GDPは、中国とベトナムを除いて実績見込み

*2 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*3 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	2024年末	年間騰落率	1月20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%	5,882	+23%	5,997	+2%	6,600	+12%	6,700	+2%
	NYダウ	37,690	+14%	42,544	+13%	43,488	+2%	48,300	+14%	49,000	+1%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,785	+18%	2,711	-3%	3,000	+8%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,895	+19%	38,903	-2%	43,000	+8%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	508	+6%	524	+3%	570	+12%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,645	+9%	23,345	-1%	28,500	+21%	33,000	+16%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.71	+16%	63.89	-1%	60.00	-7%	60.00	+0%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,267	+12%	1,250	-1%	1,450	+14%	1,650	+14%

		リート									
		実績値				直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	2024年末	年間騰落率	1月20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%	24,843	+9%	24,835	-0%	27,000	+9%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,653	-9%	1,639	-1%	1,950	+18%	2,000	+3%

		為替 (対円)									
		実績値				直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	2024年末	年間騰落率	1月20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	+11%	156	-1%	141	-10%	135	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	162	-0%	145	-11%	142	-2%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	109	-1%	106	-3%	104	-2%
豪ドル		96	+7%	97	+1%	98	+0%	93	-4%	92	-1%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.83	+8%	1.80	-2%	1.74	-5%	1.73	-1%
ブラジル・レアル		29.1	+17%	25.5	-12%	25.8	+1%	25.2	-1%	24.1	-4%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.6	+1%	7.4	-2%	7.4	+0%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	21.4	-1%	18.8	-13%	18.0	-4%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.62	+6%	0.62	+0%	0.56	-9%	0.54	-4%

*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

不透明感あるも景気モメンタムは上向き

12月ISM製造業景況感指数は49.3と、50には及ばずも2カ月連続で改善。新規受注指数は2カ月連続で50台と景況感指数の更なる回復を期待させる。直近ページブックでも「移民・関税政策の悪影響を懸念も、楽観的な見通しが悲観を上回る」と記された。金利水準は依然高いものの、利下げ開始に伴う長短金利差の逆転解消は、特に銀行融資に依存する中小企業などの資金繰りへの悪影響を緩和しよう。

労働市場の弱含みはもはや見受けられず

12月非農業部門雇用者数は前月差+25.6万人と上振れた上、失業率は4.1%と幾分低下。加えて、平均時給は前年同月比+3.9%と若干下振れた。出来過ぎな面は否めないが、求人動向も踏まえれば、労働市場は安定化しつつあるといえる。労働市場の残る課題は、賃金上昇率がインフレ目標相当ペースをなお上回り続けていること。もっとも、賃金上昇率に先行性のある離職率の正常化を踏まえると、当面は鈍化傾向を辿っていくと見込まれる。

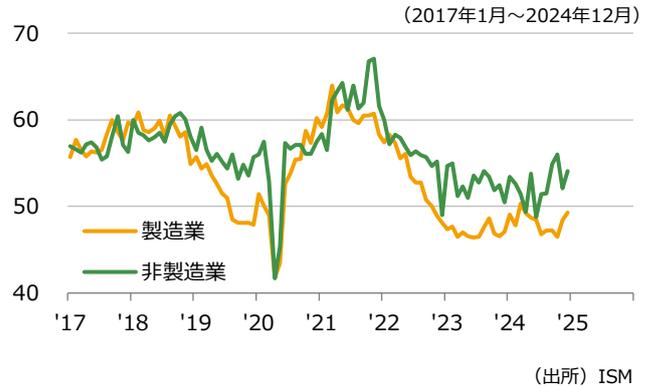
インフレ抑制の進捗度合いを精査へ

12月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と、5カ月ぶりの低い伸びだった。FRBが注目するコアPCEデフレーターは2カ月連続でインフレ目標相当程度に留まる模様だ。もっとも、景気的好調さを背景にFRBは物価見通しを上方修正した上、トランプ政策次第では上振れリスクを注視している。労働市場の弱含みがほぼ解消されたことから、今後はインフレ抑制度合いを精査していくことになろう。

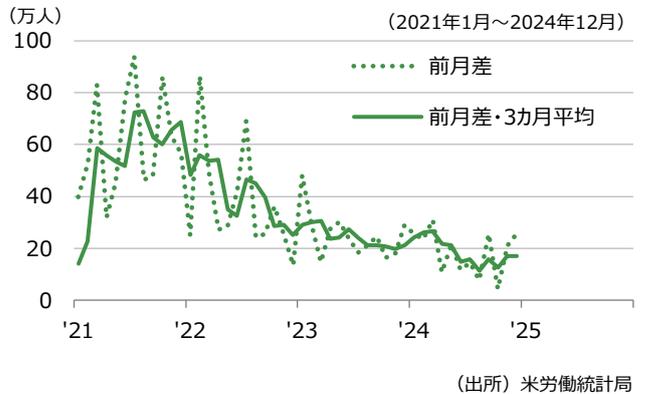
経済は既往の金利高に耐性を見せるか

トランプ政権発足を控えインフレ不安が漂う中、長期金利は利下げ着地点の引き上げ観測を背景に2023年11月以来となる4.8%を一時付けた。一方、経済サプライズ指数は足元の金利水準で悪化する傾向にもある。逆に、経済環境とともに利下げ着地点も変化しうる。実際、どの程度の利下げ着地点及び長期金利の水準が景気安定的かを探る意味で、景気モメンタムに引き続き注目したい。

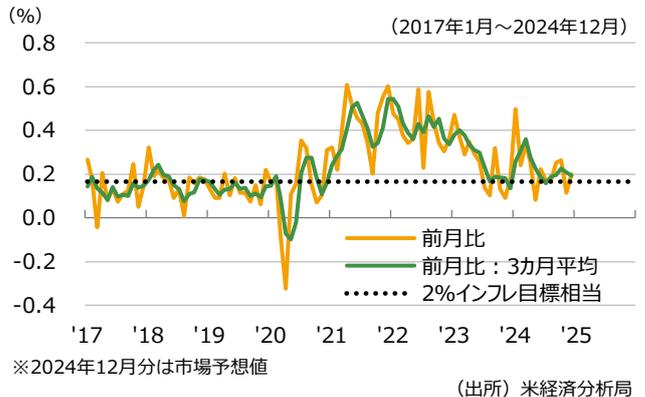
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数



食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーター



経済サプライズ指数と3年先1カ月金利





株式

インフレを材料に上下したS&P500

大統領就任式直前までの1カ月間のS&P500は小幅に上昇。年末から1月上旬にかけては、トランプ氏の経済政策や12月雇用統計など「良すぎる」経済指標を受けたインフレ懸念の高まりにより、金利上昇・株安となった。しかし12月CPIがインフレ減速を示す内容だったこと、24年Q4（10-12月期）決算の先駆けである大手銀行決算が好調だったこと等を受け、1月中旬の相場は回復した。

不確実性が高い時期に選好される米国株

1月20日の就任式初日、トランプ大統領は中国、メキシコ、カナダに対する輸入関税発動を見送ったが、メキシコ、カナダについては2月1日までに25%関税の賦課を示唆。更に全ての国に対する一律関税についても計画中と語った。もっともこの25%関税は不法移民や合成麻薬の取り締まりに関する譲歩を両国から引き出すためのトランプ氏の交渉材料である可能性もあり、成り行きが注目される。一方で仮に、米国と中国等の対立が激化し、貿易政策の不確実性が増した場合には、投資対象としては米国株が選好され易くなると考えられる。前回のトランプ政権時、米国株と世界株（除く米国株）のパフォーマンスを比較すると、米国株が世界株を大きくアウトパフォームした。関税引き上げ合戦等によって被るダメージが中国株を含む世界株より、米国株の方が相対的に小さいと見なされたためと思われる。今後、通商交渉が大荒れとなった場合には、再び米国株が選好される可能性が高いと考えられる。

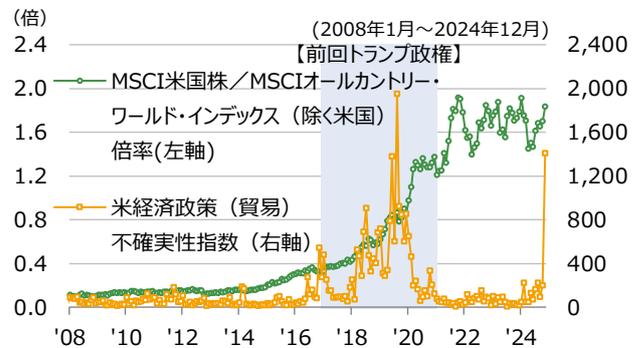
好調なスタートをきった24Q4決算

S&P500構成銘柄の24年Q4決算は序盤（17日）で増益率が前年同期比10.7%。直前予想（9.6%）をやや上回っている。投資銀行手数料やトレーディング収入が好調な大手銀行決算がけん引役となった。なおエヌビディア等のAI向け半導体を受託生産する台湾TSMCが発表した25年設備投資計画（中央値で前期比+34%）は、予想を大きく上回った。強気な同社設備投資額はAIビジネスを軸とする米ハイテク企業の今後の成長力を示唆していると言える。

S&P500と米10年国債利回りの推移

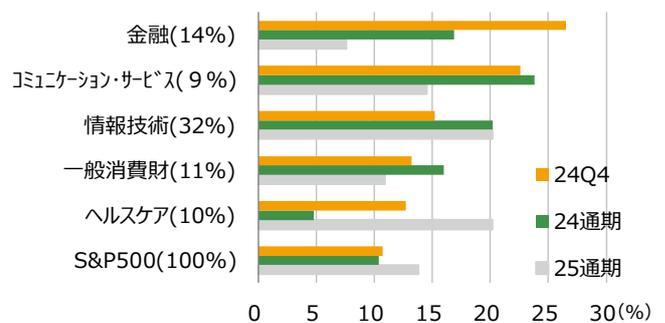


MSCI米国株/MSCI ACWI倍率と経済政策不確実性指数



※経済政策不確実性指数 = 政策の影響による経済の先行きの不確実性を示す指標。グラフでは米国の貿易政策に関する不確実性指数を使用
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500セクター別予想増益率



※予想は1/17時点のLSEGによるボトムアップ集計値。42/500社発表済
() 内は1/17時点のS&P500における時価総額構成比
(出所) LSEGより大和アセット作成

S&P500の予想EPSと同PER





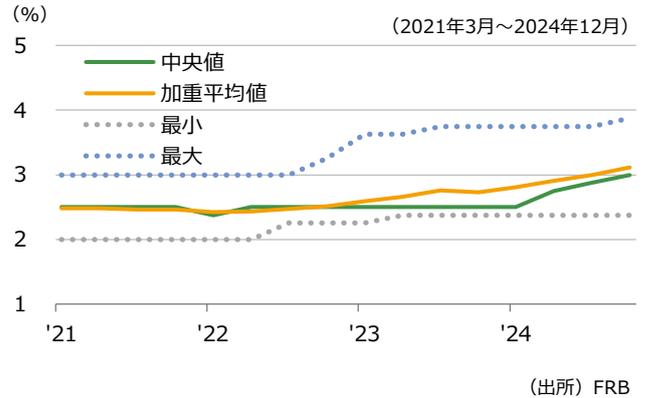
金利

利下げ着地点は4%程度？

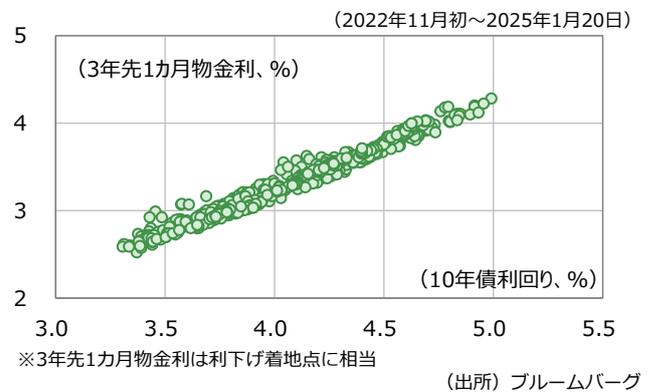
市場参加者の利下げ着地点観測が揺れ動く中、FOMC参加者も3.0%程度のグループ、3%台後半のグループに二分されている。2024年から分布と中央値が上方修正されている傾向を踏まえると、一段と引き上げられる可能性は十分にあるといえる。

金利先物では4%程度での利下げ打ち止めが織り込まれている。FOMC参加者の中央値である3.0%は歯牙にもかけない状況だ。後者までの利下げが視野に入れば金利低下余地は大きい。4%程度で打ち止めとなれば長期金利は4%台で方向感の出ない展開と想定される。景気モメンタムが既往の金利水準に耐性を示せば、水準感は上がってくることもなろう。年内の利下げ織り込みが完全に剥落すれば、長期金利が5%を一時的に付けるリスクはある。しかし、目先の再利上げ論が具体的に出てこない限り、5%台での定着は難しい。FOMC参加者も政策エラーの代名詞でもある再利上げを強く否定している。

FOMC参加者のFF金利長期見通し



3年先1カ月物金利と長期金利



リート

政策不透明感解消とともに上下する展開

トランプ氏当選直後の物色としては、経済成長を優先する政策方針に焦点が当たり、景気敏感なセクターが特に好調に推移した。今後、各種経済政策の実現可能性が明らかになってくるとともに、それぞれを織り込みながら焦点が移り変わっていく振れ幅の大きな展開が想定される。移民抑制策や関税引き上げは物件需要にマイナスとなりうる反面、建設コストの上昇を通じて物件供給の抑制に寄与しよう。

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。総じてファンダメンタルズは堅調で、割高感もなく、足元の金利上昇に際して底堅く推移している。10-12月期決算発表では、政策や金利水準など外部環境の変化の影響に注目したい。

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

2025年春闘のモメンタムに注目

2024年11月の現金給与総額は一部企業の冬のボーナス等を反映して前年同月比+3.0%（10月+2.2%）と伸びが加速。また、所定内給与でも同+2.7%（10月+2.5%）と伸びが加速しており足元の賃上げ動向は堅調である。一方で、実質賃金は食料品価格の高騰等で物価が上振れている影響で同▲0.3%（10月▲0.4%）と小幅なマイナスが続いており、消費の低迷が続く要因になっていると考えられる。日銀の植田総裁・氷見野副総裁は講演で、2025年度の賃上げについて25年1月支店長会議や各界の発言で前向きな話が多かったとの認識を示した。たしかに人手不足という構造的な変化に起因した側面もあり、大企業を中心に25年春闘でも高水準の賃上げが見込まれる。しかし、法人企業統計では賃上げの原資となる企業利益の伸び悩みが目立つ。特に中小企業において「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。

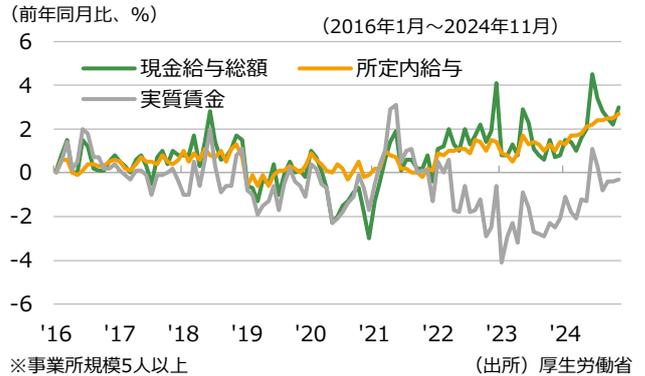
実質賃金の増加による消費回復に期待

11月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）は97.4（10月97.3）と小幅に改善。しかし、均してみれば名目の同指数が上昇基調で推移しているのに対し、実質値はほぼ横ばいでの推移が続いている。また、消費者マインドも12月の消費者態度指数が36.2（11月36.4）と回復の兆しが見えてこない。物価高が消費支出額を押し上げる一方で、家計の節約志向の高まりから実際の購入量は抑制されている様子が窺える。消費が回復するには実質賃金が継続的に増加する必要があるだろう。

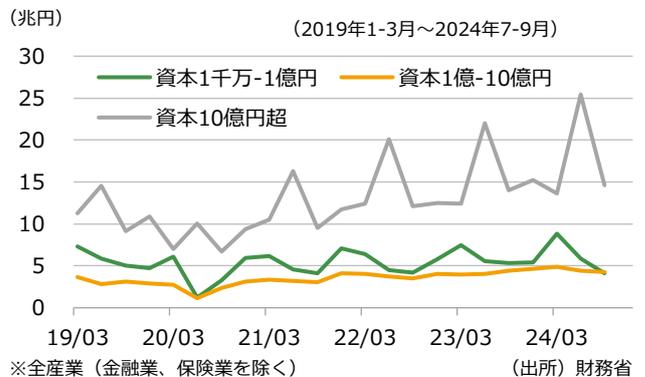
緩やかなサービス価格の上昇が続く

12月東京都区部CPIは、コア（除生鮮食品）で前年同月比+2.4%（11月+2.2%）と伸びが加速。政府による電気・ガス代の補助金が2024年11月までで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が主因。一方、賃金と物価の好循環の観点から注目されている一般サービス価格は同+1.3%（11月+1.2%）。食料品価格の高騰を背景にした外食価格の値上げの影響もあるが、サービス価格は緩やかながらも着実に上昇している。

毎月勤労統計



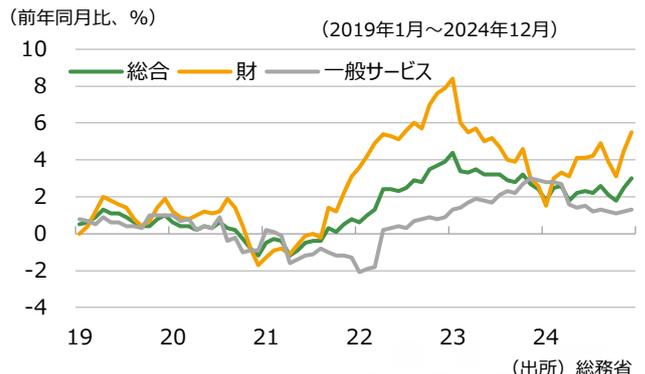
法人企業統計（経常利益）



消費活動指数



東京都区部CPI





株式

引き続き材料難が継続

2024年は円安の進行などから予想EPSが拡大し、新NISA効果や企業の株主還元の拡大による好需給などもありTOPIXは大幅に上昇した。ただし、夏場以降は円安進行が一服したほか、賃上げによる人件費などのコスト増もあって予想EPSの伸びに頭打ち感が出てきた。業績の伸びが鈍化すると予想PERなどバリュエーションの拡大も止まる傾向があり、日本株はしばらく材料難の状況が続くそう。

生活関連物価高続く

国内景気は賃上げが進み実質賃金が改善傾向にあるが、コメ価格急騰や円安再進行による輸入物価上昇、ガソリン補助金終了等の影響で生活関連物価高の継続が見込まれ、内需は盛り上がり欠ける。1月中旬までに発表された9-11月期の企業決算では、人件費などコスト増の影響で冴えない業績の企業が多かった。外需も中国など新興国需要の低迷や中国企業との競争激化などで業績不振が目立つ。

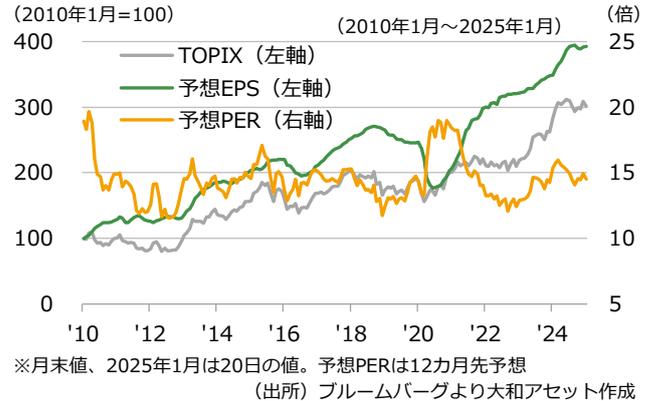
米政権の政策を巡る不透明感が強い

第2次トランプ米政権の政策に対する不透明感が強い。帝国データバンクの調査では、関税の引き上げに対する懸念が強く、多くの企業が「マイナスの影響がある」、または影響は「分からない」と回答している。関税の引き上げ前には駆け込み需要の発生が想定される一方、関税引き上げ後は価格上昇による需要減や駆け込み需要の反動減も想定され、先行きを見通し難い状況が続くそう。

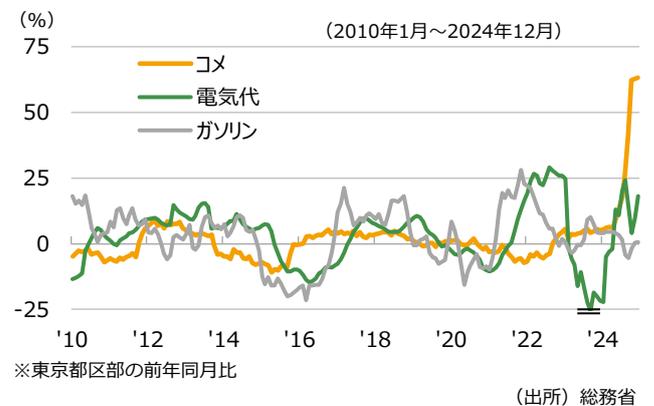
株主還元の拡大は継続か

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。

TOPIXの予想EPS・PER

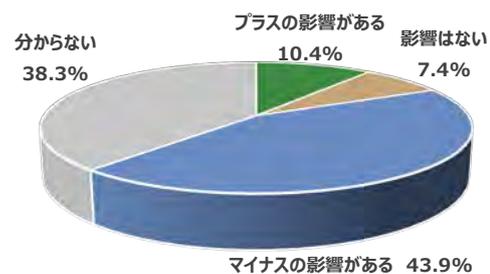


品目別消費者物価指数



第2次トランプ政権による日本経済への影響

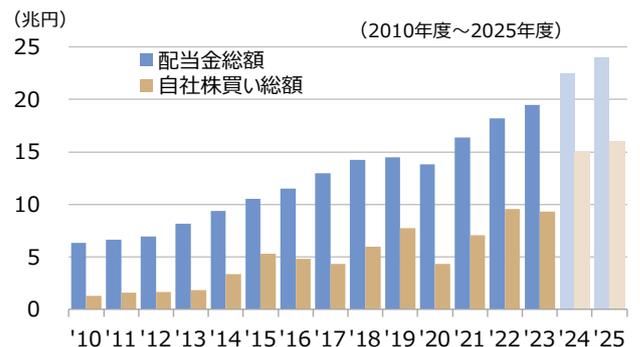
(調査期間:2024年12月16日~2025年1月6日)



※有効回答企業数1万935社 (回答率40.9%)

(出所) 帝国データバンク

年度別配当金・自社株買い総額





金利

次回利上げ予想を2025年1月に前倒し

植田日銀総裁は2024年12月の金融政策決定会合で利上げを見送った理由として、①2025年の賃金動向や②次期米政権の経済政策を巡る不確実性を挙げた。24年12月会合の日銀のハト派姿勢を受けて当社は、追加利上げにあたっては春闘の結果を確認する必要があると考えていた。しかし、1月の植田総裁・氷見野副総裁の講演を踏まえると、日銀は1月支店長会議等を経て25年の賃金動向に既に自信を深めており、1月会合での追加利上げも視野に入れている様子が窺える。また、トランプ米大統領の就任演説は波乱なく通過し、大まかな政策の内容が示されたことで米政権の経済政策を巡る不確実性は低下したと言えよう。こうしたことから、経済・物価が概ね日銀の見通しに沿った進展を続ける中、日銀は1月会合で追加利上げに踏み切ると予想。長期金利の見通しに変更はなし。

リート

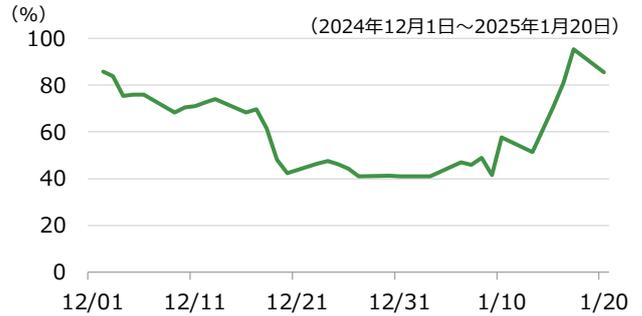
J-REIT市場は安値圏でもみ合い

東証REIT指数は2024年12月19日に年初来安値を付けたのち、年末にかけて反発したものの、2025年に入ると下落し、安値圏でもみ合いの推移。国内長期金利が一時1.2%を超えて上昇したことや国内金融政策の不透明感を嫌気して明確な反発には至らずも、割安感から底堅い推移となっている。

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が、割安感から今後の上昇を想定。

市場が織り込む利上げ確率



※2025年1月金融政策決定会合での利上げ確率 (出所) ブルームバーグ

10年国債利回り



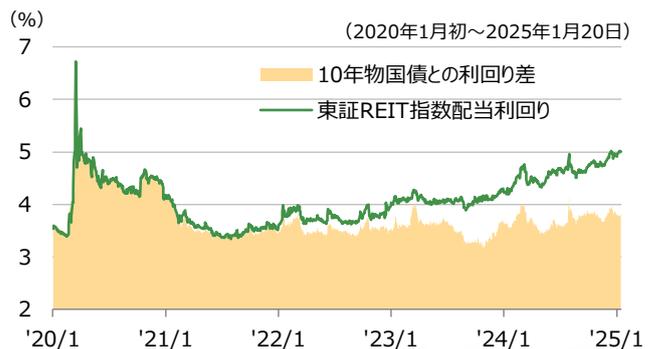
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ユーロ圏は景気下振れリスクが大きい

ユーロ圏の景気は2024年から持ち直したが、その程度は緩慢で、高々潜在成長率並みの回復に留まっている。インフレ率の低下や供給制約の緩和、利下げ、ユーロ安等は景気押し上げ要因だが、中国経済の減速、長期金利や商品市況の最近の上昇、独仏の政局不透明感、財政政策の制約、トランプ米政権による政策の不確実性等々で、景気下振れリスクは大きい。ECBは米国の関税政策への懸念を隠さず、

ユーロ圏の景気はサービス業に依存

ユーロ圏のPMIは製造業が50を大幅に下回って低迷している。サービス業は2024年前半に上昇した後、コロナ禍で抑圧されていた需要の発現が一巡してか、2024年後半は低下基調で推移した。その結果、総合は最近4カ月連続で50以下に留まっている。当面、製造業の浮揚は見込めそうになく、サービス業による片肺飛行の状況が続こう。国別では総合でドイツ、フランス、イタリアが50を下回ったまま。

ユーロ圏のサービス価格は程なく鈍化へ

ユーロ圏の消費者物価指数の伸びは総合では前年同月比+2%に収れんしつつあるが、エネルギー価格の影響が大きい。コアは2024年3月に2%台に入った後、遅々として鈍化せず。ユーロ圏発足来最低の失業率に示される労働需給の逼迫で賃金が上振れ、サービス価格は同+4%近傍に1年以上張り付いたまま。しかし、需要の弱さに鑑みれば、賃金、サービス価格、そしてコアも程なく鈍化すると見込む。

英国の基調的なインフレ率は早晩2%へ

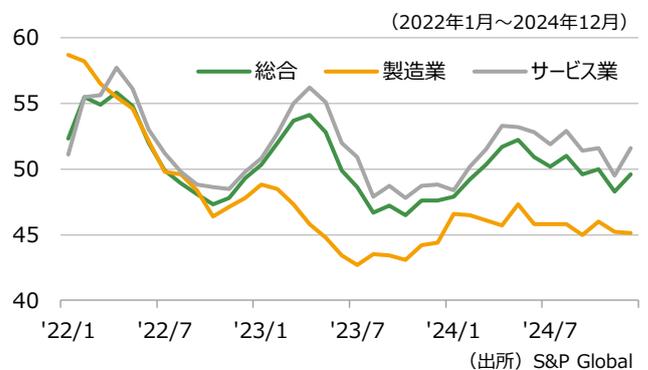
英国の消費者物価指数の伸びも総合では前年同月比+2%に収れんしつつあるが、ユーロ圏と同じくエネルギー価格の影響が大きい。一方で、特筆すべきはサービス価格の鈍化基調の継続で、12月は同+4.4%と2022年3月以来の低さとなった。英国では極めて緩慢ながらも労働需給は軟化しつつあり、2024年後半からは景気も停滞している。消費者物価指数はコアも早晩2%に収れんすると見込む。

ユーロ圏の実質GDP

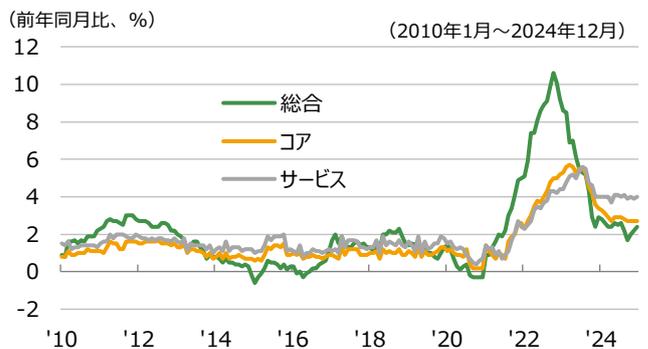


(出所) 欧州統計局

ユーロ圏のPMI

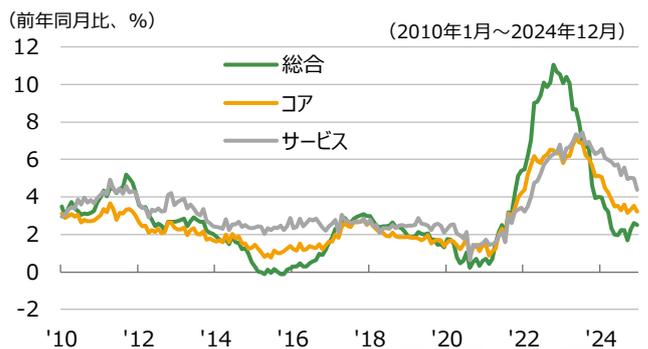


ユーロ圏の消費者物価指数



(出所) 欧州統計局

英国の消費者物価指数



(出所) 英国統計局



株式

原油価格上昇に下支えられた欧州株

12月中旬以降、STOXX欧州600は比較的堅調に推移した。トランプ米次期政権の通商政策やインフレ懸念など、米国発の材料が足かせとなる場面もあったが、過去1カ月はS&P500をアウトパフォームした。原油価格の上昇や中国経済の回復期待を受け、エネルギー株・基礎資源株が上昇。中国経済の回復期待は高級消費財関連株の上昇も促した。

米通商政策と原油価格が懸念材料

STOXX欧州600の予想PERは過去10年平均を下回る13倍近辺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4カ月連続で50以下となるなど欧州経済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、景況感は更に下振れする懸念がある。加えてオーバーシュート気味の原油価格が調整する可能性もあり、欧州株への強気な投資判断は難しいと判断する。

金利

ECBは2025年前半の毎会合で利下げへ

ECBは2024年6月に利下げを開始し、9、10、12月は連続で利下げした。2025年末にインフレ率は2%に収れんするとECBの見通しに揺らぎはない。2025年前半は毎会合で利下げし、中立金利近辺とされる2%まで中銀預金金利を引き下げた後、9、12月にも各0.25%pt利下げし、1.5%で利下げ打ち止めと見込む。長期金利は米国連れで再び上昇しているが、まもなく低下に転じ早晚2%を割り込もう。

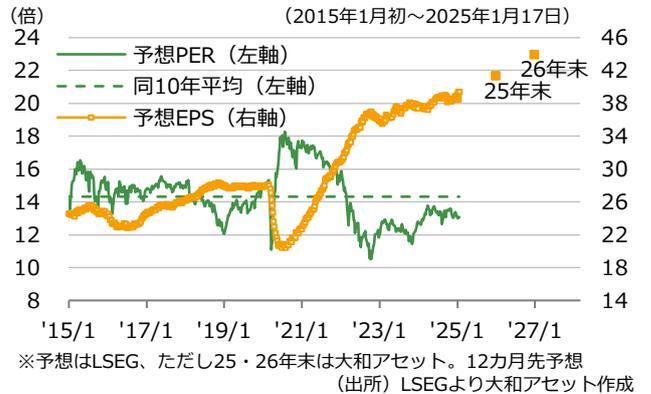
BOEは四半期毎の利下げを継続

BOEは2024年8月に利下げを開始し、11月も利下げした。2026年中にインフレ率は2%に収れんするとBOEの見通しに揺らぎはないが、インフレ率が高いため利下げは四半期毎に留まろう。長期金利は一時5%に接近したが、米国との利回り格差が大幅に拡大しているわけではなく、英国固有の要因は限定的と考える。2025年末には3%台に低下しよう。

STOXX欧州600の推移



STOXX欧州600の予想EPSと同PER



ユーロ圏の政策金利と長期金利



英国の政策金利と長期金利





経済

労働需給の緩和は一巡の兆し

2023年半ば以降、雇用者数が増加傾向を維持する中でも、それ以上に移民流入を主因とした生産年齢人口や労働力人口の増加ペースが速かったため、労働需給は緩んできた（雇用者数増加と失業率上昇の併存）。しかし、足元では移民流入の抑制により人口の増加ペースが鈍化する中、雇用者数の増加ペースが加速しており、労働需給の緩和に一巡の兆しが見える。失業率も早晩、低下基調に転じよう。

住宅市場の回復とその波及効果に注目

住宅価格指数は11月の前月比+0.4%に続き、12月は同+0.3%と2カ月連続の上昇。11月分は当初発表の同+0.6%から下方修正されたため、1カ月前に想定していたほどの過熱感はないが、住宅市場の回復という方向感に変わりはない。利下げに加えて、今後は住宅ローン規制緩和も重なり、住宅市場の回復は本格化しよう。個人消費への波及効果にも注目。

金利

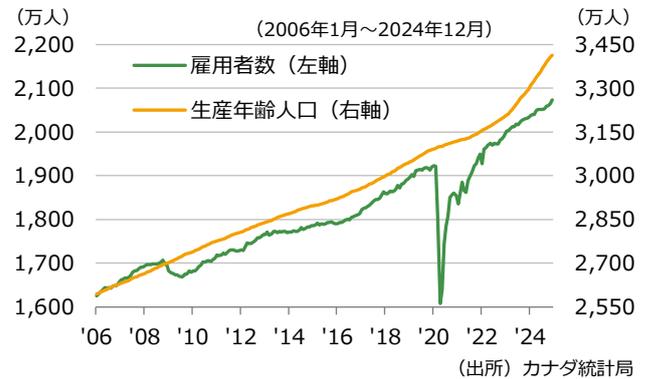
利下げ停止が意識される局面に

カナダ銀行は昨年6月から12月までに計1.75%ptの利下げを実施。足元の政策金利は同行が中立金利と推計する2.25~3.25%のレンジ上限に位置する。インフレ率が低下傾向を維持しており、景気回復の力強さも欠けるため、1月末には0.25%ptの追加利下げが決定されよう。ただし、労働需給の緩和は一巡し、住宅価格は上向き始めた可能性が高い。また、消費者物価指数の加重中央値とトリム平均値の前年比は、ベース効果で1月以降に加速する公算が大きい。1月の利下げ後は政策金利を据え置くと予想。

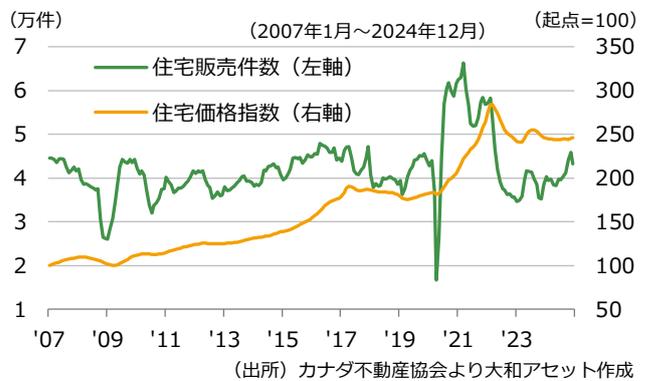
長期金利は3%台前半を中心とした推移

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。

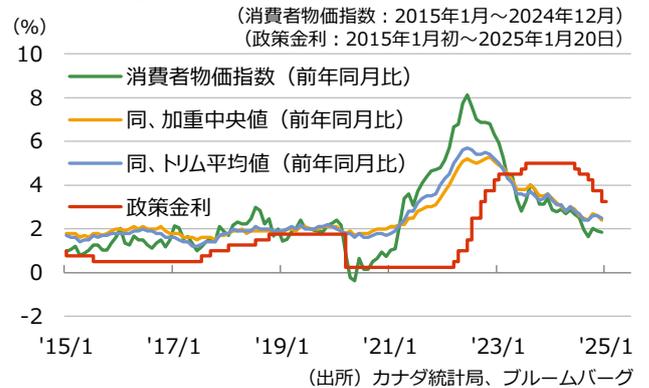
雇用者数と生産年齢人口



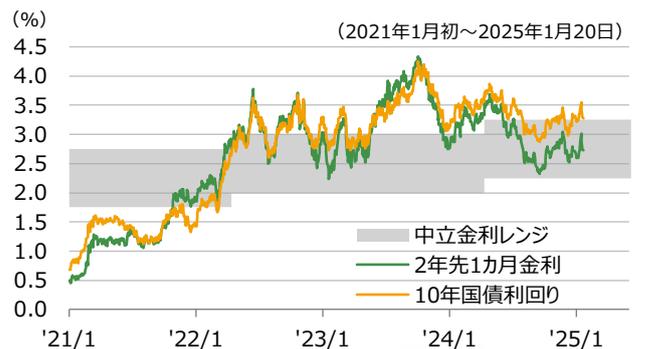
住宅販売件数と住宅価格指数



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



※2年先1カ月金利=市場が織り込む2年後の政策金利
※中立金利はカナダ銀行の推計値 (出所) カナダ銀行、ブルームバーグ



経済

引き続き利下げ待ちの様相

ウエストパック消費者信頼感指数は昨年11月にかけて急上昇したが、直近2カ月は小幅に低下。昨年7月からの所得税減税や物価高対策、利下げ期待の効果に息切れ感があり、分水嶺の100を超えるには実際の利下げが必要と推察される。個人消費は消費信頼感指数に遅行する傾向があり、当面は底割れ懸念が小さい一方、急速な回復も想定されず。2月以降の利下げによる消費者信頼感指数の回復に注目。

労働市場は引き続き底堅い

雇用統計は月次の振れはあるものの、雇用者数が堅調な増加ペースを維持し、失業率は4%前後で推移と、労働市場は引き続き底堅いと判断される。利下げ開始が近づき、その後の景気回復も想定される中で、企業が積極的に雇用を削減する展開は想定しづらい。逆に利下げで景気回復が明確になれば、労働市場が早期にひっ迫する可能性にも注意が必要か。

金利

いよいよ利下げ開始へ

RBAは昨年12月の理事会の声明文で、インフレ沈静化に向けていくらかの自信を得つつあることを明示。また、議事要旨では、今後のデータが予想に沿ったものであっても、インフレ率が目標に向けて持続的に低下するとの自信を深めるだろうとし、その際には金融引き締め強度を落とし始めることが適切になるとした。12月理事会後に発表された経済指標は利下げを妨げるものではなく、1月29日発表の10-12月期消費者物価指数で更なるインフレ鈍化を確認し、2月理事会で利下げに踏み切ると予想。

長期金利はレンジを切り下げる展開に

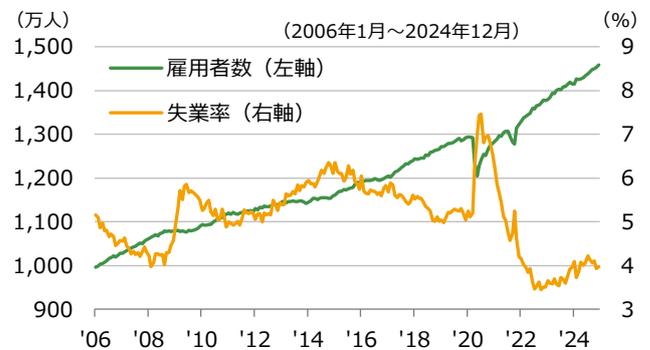
労働市場などが示す通り景気は底堅く、利下げを急速に進める必要性は乏しい。またRBAが中立金利と推計する3%台半ば前後までの利下げ余地は小さいため、今年は2回（計0.5%pt）の利下げを予想。長期金利は徐々にレンジを切り下げる展開を見込む。

消費者心理と個人消費



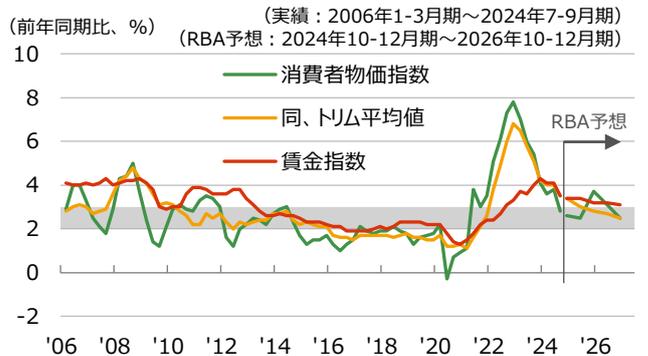
※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表のデータ
(出所) ウエストパック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局

消費者物価指数と賃金指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) 豪州統計局、RBA

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

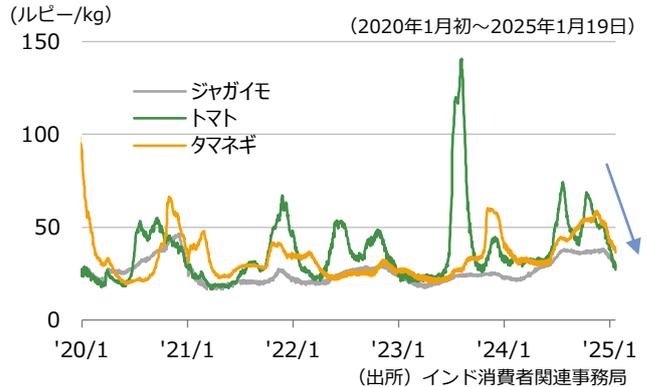
食品価格の調整は安心材料

2024年10月前後には、祭日シーズンや、一部地域の豪雨を受け主要食材のトマトやタマネギの価格が一時的に高騰。インフレ率が上振れし、利下げ開始の障害となっていた。足元は、これらの野菜の価格が調整に入り、インフレ圧力が後退。ラビ（乾季）作付けも良好で、食品価格は正常な水準での推移を見込む。

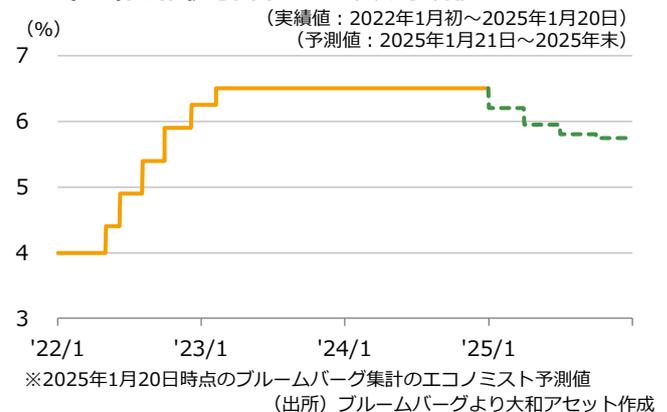
2月の利下げ開始を予想

食品価格が顕著に低下したほか、新たな総裁に財務省次官出身のマルホトラ氏が指名された中銀が政府寄りの金融政策を打ち出すと期待されることもあり、2月に中銀が利下げに踏み切る可能性が高まった。足元、農村部での消費や鉱工業生産の回復もみられており、利下げが実施されれば、循環的な景気回復を後押しし、株式市場のセンチメント改善にも繋がる見込み。

インドの主要食材の小売価格



政策金利の推移と四半期ベースの予測値



株式

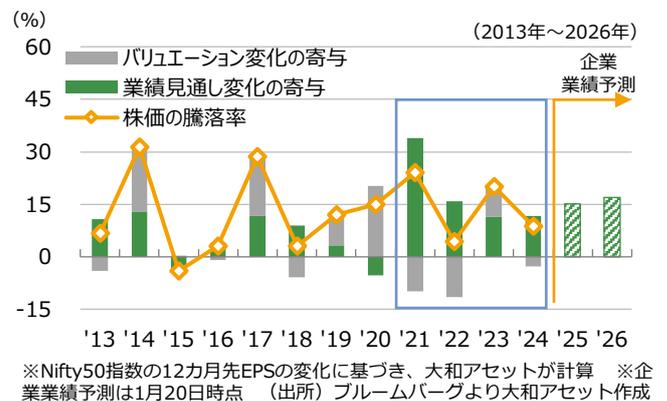
9年連続の上昇を記録したインド株

2024年のNifty50指数の年間騰落率は+8.8%と、9年連続のプラスを記録。9年間の平均的な上昇率も+13.3%に上る。また、パンデミック発生以降の直近4年間では、前年比2桁で企業業績が拡大しており、業績の裏付けのある株価上昇となっている。7-8月の世界的な株安局面でも下値は限定的で、下落局面に強い一面も示された。25-26年にも企業業績は2桁の利益成長が見込まれる中、株価指数も相応に2桁の上昇率を記録する可能性が高い。

予想PERが過去5年平均以下まで低下

総選挙以降の力強い株価上昇を受け、インド株は一時的にPERに過熱感がみられた。しかし、10月以降はトランプ氏の「アメリカ・ファースト」政策を受け売りに転じ、予想PERは足元過去5年平均近辺を下回る水準まで切り下がった。株式市場の過熱感は後退し、投資妙味が高まったと言える。

Nifty50指数の年間騰落率の要因分解



予想PER(株価収益率)の推移





経済

ブラジルは利上げの効果が出始めたか

ブラジルでは、2023年前半の豊作による実質GDPの上振れを除けば、過去3年にわたり実質GDPと総合PMIが連動してきた。実質GDPは昨年7-9月期まで潜在成長率を上回って増加したが、その後のPMI低下は昨年末にかけての成長減速を示唆しており、金融引き締め効果が出始めた公算大。もっとも、今年1月に最低賃金の大幅引き上げがあり、成長減速とインフレ沈静化の道筋には不確実性も残る。

メキシコは先行き不透明感が成長を抑制

メキシコの実質GDPは、昨年7-9月期に前期比+1.1%と高成長を記録したが、月次指標はその後の成長減速を示唆。当面は利下げによる景気下支えが想定されるほか、トランプ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、大幅かつ広範な関税引き上げの回避が期待される。ただ、先行き不透明感が高く、投資手控えが成長を抑制しよう。

金利

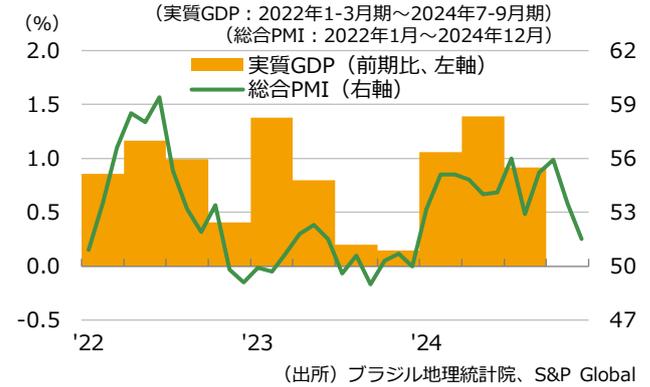
ブラジルは大幅利上げを続ける公算

ブラジル中銀は昨年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。

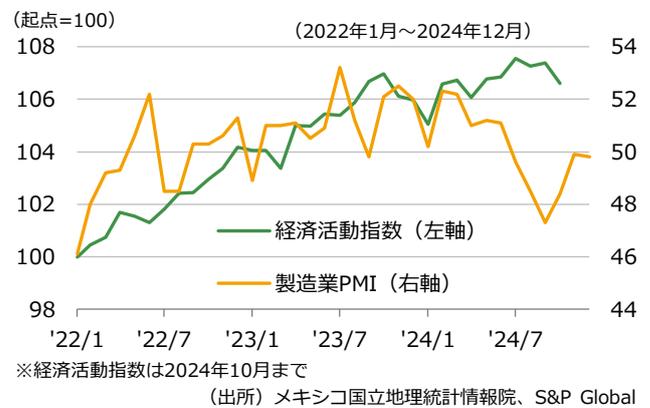
メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

メキシコ銀行は昨年3月以降、計1.25%ptの利下げを決定し、政策金利を10.00%とした。当面は、インフレ沈静化を背景に0.25%ptずつの利下げ継続が基本線だが、通貨が強含めば0.5%ptへの利下げ幅拡大もあり得る状況。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かかろう。

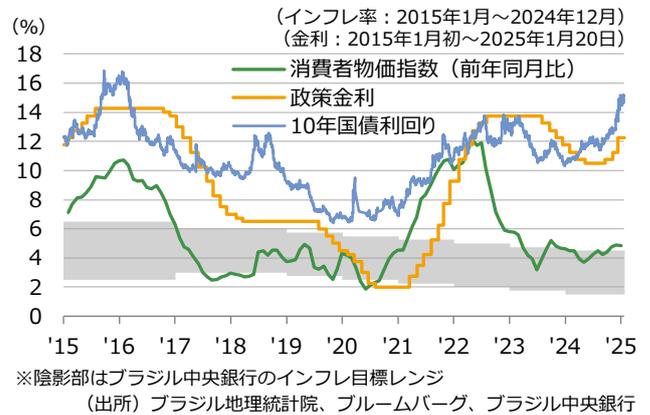
ブラジルの実質GDPと総合PMI



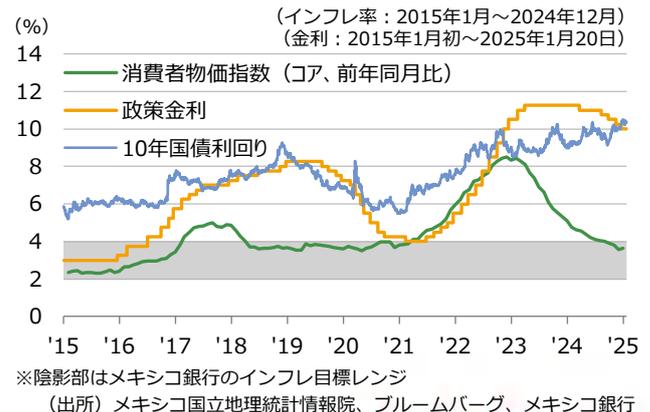
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



ブラジルのインフレ率と金利



メキシコのインフレ率と金利





経済

2025年も景気低迷が続く可能性が高い

2024年10-12月期の実質GDP成長率は市場予想を上回る前年同期比+5.4%へ加速。米国の対中関税政策を警戒し、駆け込み輸出が起きた可能性が高い。それを受け、2024年通年の成長率は前年比+5.0%に上り、政府の成長目標を達成する格好となった。

しかし、統計の信ぴょう性には大きな疑問が残る。名目GDPの伸び率に近いとみられる税収は、前年比マイナス圏に留まる。一方、前年比+5.0%の実質GDP成長率と、同0%に近い物価上昇率に鑑みると、名目GDP成長率は+5%近辺と推測される。税収の伸び率を大幅に上回る名目GDP成長率からは、データ水増しの疑惑を拭えない。不動産販売も依然として低水準に留まり、不動産不況の底もまだ見えない。深刻な需要不足から脱するためには大規模な景気対策が必要だが、当局の景気浮揚への本気度は確認できず、景気低迷は2025年も続く可能性が高い。

株式

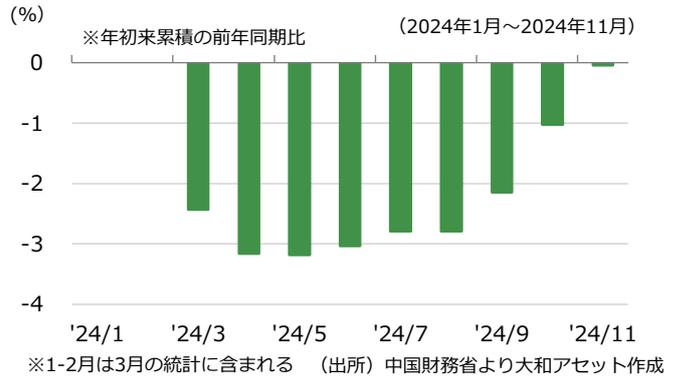
目先は当局の株価下支えと悪材料の綱引き

株式の売りが制限されないオフショア市場を見ると、2024年9月末の反発はほぼ全て消失した。景気対策の発表が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ことや、景気低迷の継続、「トランプ2.0」発足による米中摩擦の激化などが懸念され、株価は今後も調整圧力が掛かりやすい。ただ、2024年9月末の国慶節連休前に株価対策を発表したように、1月下旬の春節長期休暇を控える中、当局は本土において株価の下支え対策を強化しよう。悪材料との綱引きの中、株価指数はレンジ推移を予想する。

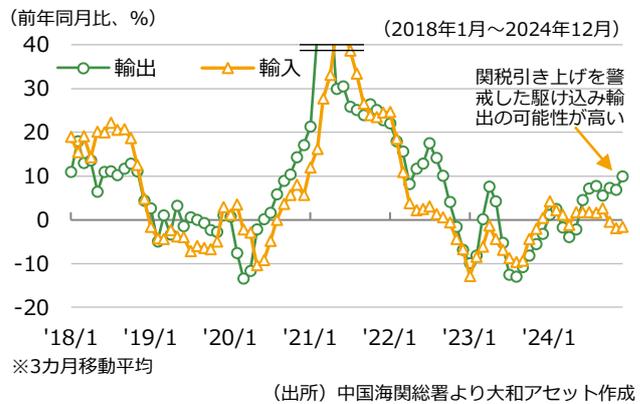
企業業績の顕著な改善は見込めず

好調なGDP成長率が発表されたが、業績見通しの顕著な上方修正は見られず、実体経済の弱さを裏付けている。12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。

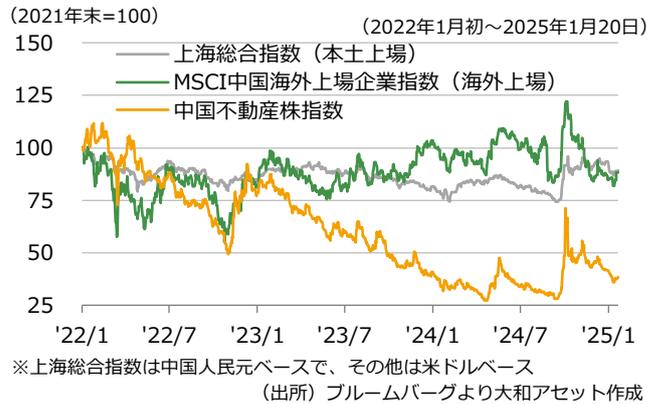
税収からみる中国の実体経済



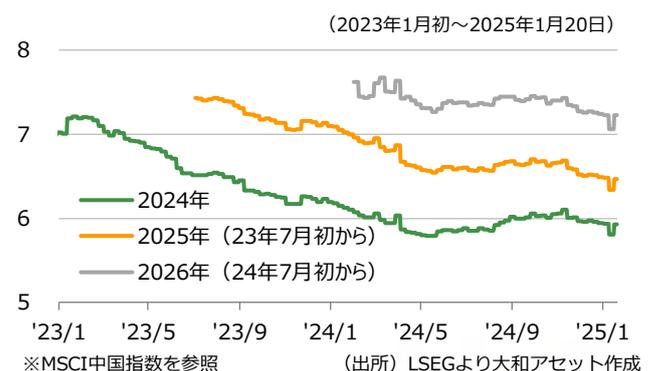
月次の輸出入



各種株価指数の推移



中国企業のEPS (一株当たり純利益) 見通し





金利

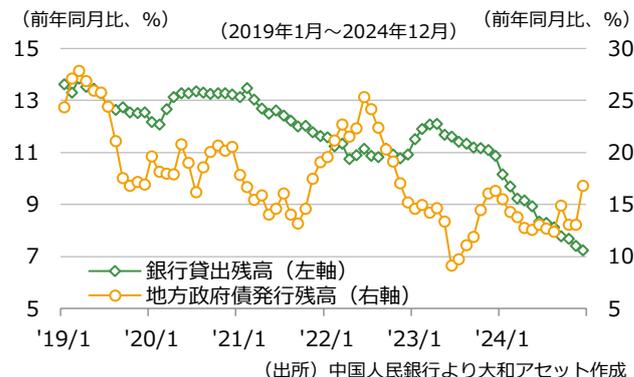
地方政府債発行が与信拡大を下支え

12月の社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は若干持ち直したが、主に地方政府債の発行加速によるもの。一方で、民間部門の需要がより反映される銀行貸出の前年同月比伸び率は依然として減速基調を強めている。民営企業などを含む民間部門への与信が急減する一方、国営企業、地方政府などの公的部門への与信は大幅に拡大しており、資源配分の歪みが続いている。この構図は、地方政府の破綻リスクを低下させようが、健全な経済発展が妨げられ、非効率な投資が繰り返される可能性が高い。

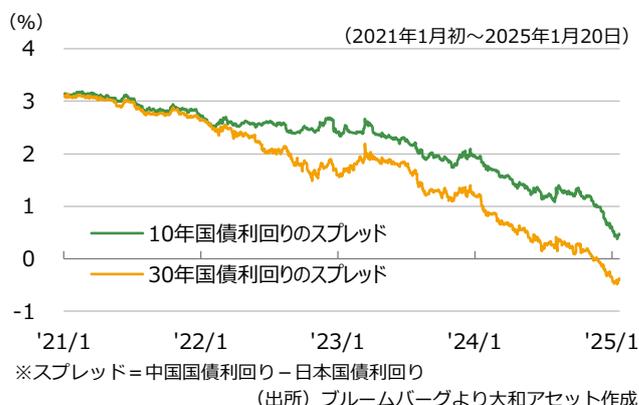
日本と中国の長期金利逆転が定着

11月中旬に30年国債利回りにおいて日中が逆転し、中国の「日本化」が示される象徴的な出来事となった。30年債に続き10年国債利回りの逆転も迫っている。中国の景気対策が見込めない中、日中長期金利逆転の定着を見込む。

銀行貸出残高および地方政府債発行残高の推移



中国と日本の長期金利差の推移



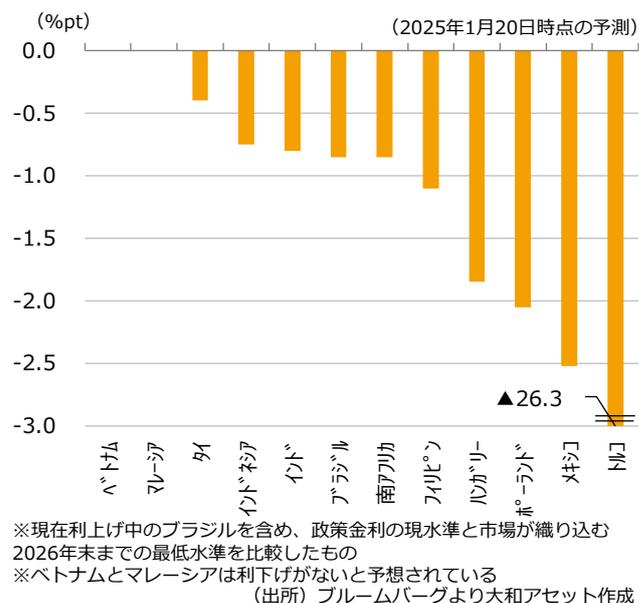
今月の新興国コラム

高金利通貨には依然大幅な利下げ余地

ここ1カ月は世界的な米ドル高が一段と進んだにも拘らず、MSCI新興国株価指数は▲0.1%と底堅く推移し、米ドル高への耐性を示した。トランプ氏が「アメリカ・ファースト」を掲げる中でも、米S&P500の+2.2%には大きく劣後せず、新興国全般からの資金流出は一服しつつある。

今後は、新興国株投資において選別が強まろう。利下げ余地をみると、マレーシア等の一部のASEANの国においては限定的だが、インド、ラテンアメリカ、東欧などの国においては今後引き続き大幅な利下げが見込まれる。内需主導のインドや、地政学リスクの沈静化や大幅な利下げが期待される東欧などを中心に、海外マネーが再び流入すると見込む。

今般利下げサイクルにおける主要新興国の利下げ余地





米ドル

円高の進行と、米ドル高の鈍化

米国の関税引き上げ懸念からインフレ期待が高まり米金利が上昇した局面で米ドル高が進んだが、最近では米ドル高が鈍化している。一方、米金利上昇を受けて米株価が下落した局面でリスクオフの円高が進み、最近では日銀の利上げ観測による円高もあり、クロス円は下落している。今後、海外金利低下によりクロス円の下落傾向が続き、米金利低下により米ドル高が鈍化して米ドル円も下落すると予想する。

実質金利は円高・米ドル安に作用

日米の名目金利差や実質金利差が拡大し、円安・米ドル高に作用してきた。ただ、2024年12月20日以降は円安・米ドル高が鈍くなり、米ドル円は158円台で頭打ちとなっている。これは日米実質金利差がやや縮小したことが一因だ。米国では関税引き上げ懸念からインフレ期待が上昇したものの実質金利の上昇幅は限定的であり、日本の実質金利上昇幅を下回る。実質金利は円高・米ドル安に働きつつある。

商品高でも円安は抑制されている

商品高局面では世界的な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。最近では米国の対ロシア追加制裁により原油需給が引き締まるとの見方から原油価格が上昇し、その影響で商品指数が上昇している。主に需要増加より供給減少の見通しによる商品高であり、金利は上昇してもリスクオンは抑えられてきた。そのため商品高局面でも円安は抑制されている。

米経済指標の弱まりから米ドル安へ

米ドル高は米景気にマイナスに働く。米ドル高に動くと、約2カ月後に発表される米経済指標は市場予想を下回り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・円高へ傾きやすい。24年12月にかけての米株高が米景気にプラスに作用したこともあり、足元の米経済サプライズ指数は持ち直したが、資産効果は次第に減衰していくと見られる。25年3月にかけては米ドル高の影響で米経済指標が弱まり、米ドル安・円高圧力がかかると予想する。

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

金利面からユーロ安・円高が進行へ

米大統領選後の2024年11月は米関税引き上げによる欧州経済悪化懸念からリスクオフのユーロ安・円高が進んだ。12月は日本の長期金利が停滞し、ドイツの長期金利が上昇するなかでユーロ高・円安に転じたが、25年1月は再びリスクオフのユーロ安・円高に傾いた。今後、ドイツの長期金利が低下することによりユーロ安・円高が進むと予想する。

ユーロ安・米ドル高の進行は抑制へ

24年末までは米国の財政赤字拡大とインフレへの懸念や利下げ鈍化観測による米金利上昇が大きく、ユーロ安・米ドル高が進んだ。25年1月は独金利が相対的に上昇したが、リスクオフによりユーロ安・米ドル高が続いた。今後、独金利は低下するだろうが、米関税引き上げによるインフレ懸念が緩和して米金利も低下し、リスクオフも緩和することで、ユーロ安・米ドル高は進みにくくなると予想する。

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドル円はレンジ推移を見込む

カナダ銀行の利下げ停止が近づく中、カナダの金利は下がりづらく、日銀が追加利上げを模索す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。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。カナダで政権交代が起これば、米国との通商関係が好転する期待があるため、3月の首相交代後、10月までの実施が見込まれる総選挙が為替相場に影響を与える可能性もある。

豪ドル円は弱含みも底堅い推移を想定

今年はRBAの利下げ開始に対して、日銀の追加利上げ模索が見込まれるため、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、RBA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ことで、豪ドル円の大幅な下落は回避されよう。なお、米国の対中関税引き上げによる人民元安が、豪ドル円の追加的な下押し圧力となる可能性には要注意。

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

中国、資金逃避で総合収支はマイナス

2024年7-9月期の総合収支は2四半期連続でマイナス。輸入低迷や米関税引き上げ前の駆け込み輸出を受け、貿易黒字および経常収支が上振れしたにも拘らず、金融収支の大幅な資金流出に相殺された。金融収支では、工場撤退/資金逃避などを受け、直接投資/その他投資が大幅なマイナスを記録。当局は人民元安を容認しないスタンスだが、資金逃避による人民元安圧力は強く、警戒が必要。

インド、為替の柔軟性向上を評価

潤沢な外貨準備高を背景に、ダス元中銀総裁の下でインド・ルピーは過去2年間対米ドルで横ばいで推移。だが、12月就任のマルホトラ新中銀総裁は為替レートに柔軟性を持たせる考え方をもち、足元の米ドル高局面でルピーの対米ドルがやや減価した理由の1つに。但し、外貨準備を費やす介入を減らすことは長期的な為替安定に寄与すると評価できる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

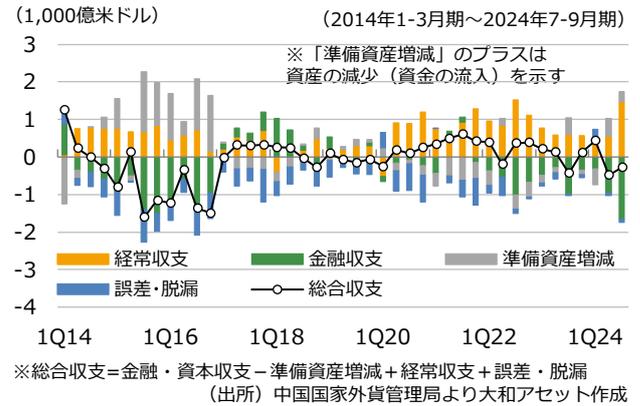
ブラジル・レアルは負の循環から脱出か

ブラジル・レアル安は昨年未までで一服し、足元では米ドルに対して反発。市場のインフレ期待も低下に転じており、財政悪化懸念の高まり→通貨安→インフレ期待上昇→金利上昇→財政悪化懸念の高まり、という負の循環はひとまず止まった模様。ブラジル中銀の積極的な利上げによって投機的なレアル売りが難しくなる中、財政健全化に向けて更なる進展が見られれば、逆の循環に至る可能性が高いため、依然としてレアルの反発余地は大きいと言えよう。

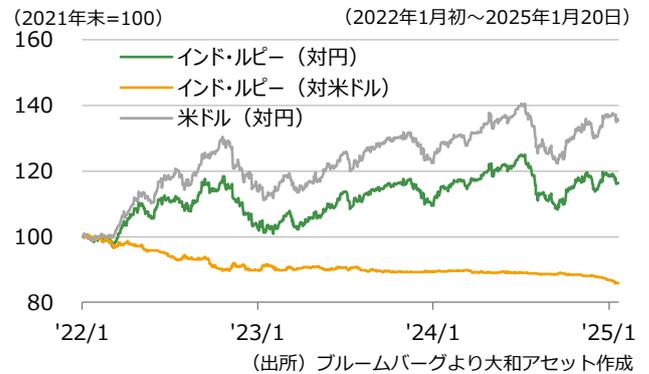
メキシコ・ペソは関税懸念でも底堅い

メキシコ・ペソは、トランプ米政権の関税引き上げ観測に振らされつつも、米大統領選挙後はおおむね20~21ペソ/米ドルのレンジで推移。昨年6月以降のペソ安により、買いに偏っていた投機筋のポジションが中立化するなど、多くの投資家が身構えていたことが、足元の底堅さにつながっている模様。

中国の総合収支およびその内訳



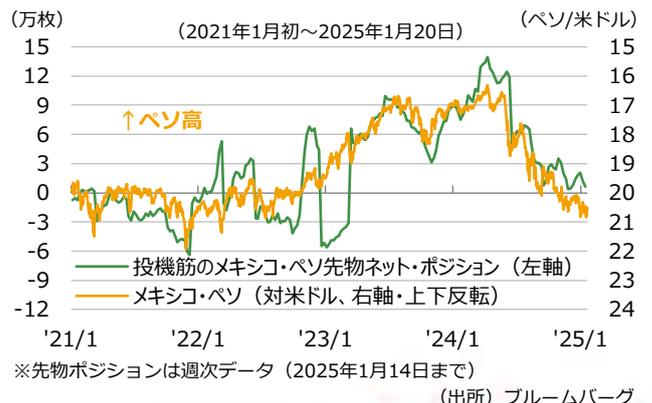
インドの為替レートの推移



ブラジル・レアル (対米ドル) とブラジルの2年BEI



メキシコ・ペソの先物ポジションとメキシコ・ペソ





原油

対ロシア追加制裁で5カ月ぶりの高値

WTI原油先物価格は12月下旬から反発し、1月半ばには約5カ月ぶりの高値となる80米ドルまで上昇した。1月初は中国の経済回復への期待や、欧米での気温低下による暖房用需要の増加観測などが相場を押し上げた。10日に米政権がロシア石油産業を対象に新たな経済制裁を発表、その後は供給減少への警戒感から、価格は大幅に上昇した。

ロシア産原油の供給減少の影響を注視

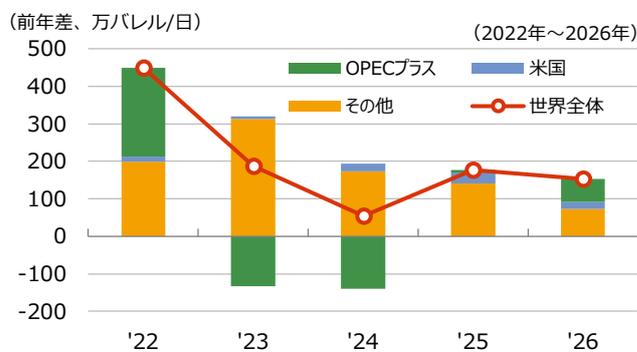
米政権によるロシア石油産業への制裁強化で、露産原油の供給減少による影響が注目される。追加制裁の対象は石油大手2社に加え、タンカー（183隻）、商社、保険会社などで海上輸送の取締り強化が狙い。OPECプラスの増産計画や米国等非OPEC諸国の供給増を勘案すれば、直近の価格高騰はオーバーシュートと見る。露産原油輸出先の約9割を占めるであろう中国・インドの動向に注目したい。

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

原油供給量の変化



※2024年以降はEIAの予測

(出所) EIAより大和アセット作成

金

米ドル下落で金買い膨らむ

1月の金先物価格は上昇基調が継続して、中旬には2,750米ドルを回復。イスラエルとイスラム組織ハマスとの停戦合意で中東地域の緊張緩和が進んだ一方で、米ドルが下落したことから米ドルの代替資産とされる金を買う動きが優勢となった。ただし、トランプ米大統領の政策を巡る不透明感は強く、基調継続による目先の上値余地は限定的と見る。

中央銀行による金購入が回復基調

中央銀行の金純購入（総購入－総売却）が回復基調にあり、昨年8月（8トン）に落ち込んだ純購入量は9-11月で月平均47トンまで増加した。大きく相場が下落した11月には、高値買いを控えていた中銀が購入に動いたと見られ、中国人民銀行の残高は7カ月ぶりに増加した。2024年1-11月の純購入量のトップはポーランド（90トン）、次いでトルコ、インド、中国である。

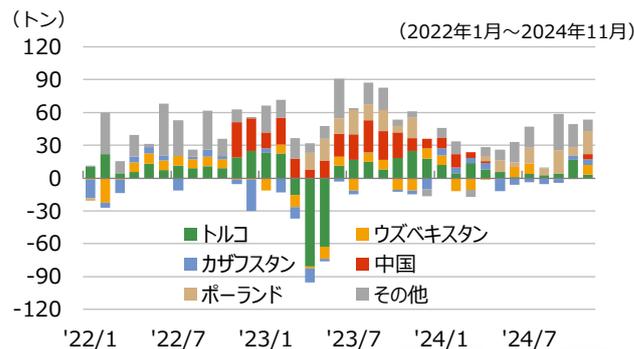
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※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

各中銀の金純購入量推移



(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	トランプ氏が米国大統領に正式に就任した。同氏は大統領当選後に10%の対中追加関税を就任初日に課す意向を示していたが、実際には就任初日の対中関税発動は見送られた。しかし、当初の「交渉モード」ともされ、近い将来の関税発動の可能性は高い。その場合、中国サイドは報復を行うと考えられ、米中貿易戦争の一段の激化が懸念される状況は変わっていない。
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。2025年1月には前年末のハト派姿勢から一変してタカ派化した。こうした政策運営スタンスの変化は市場のボラティリティを高めている。
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、トランプ米政権の政策次第では、ウクライナ情勢を含め、当地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 2月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (6日) ●ドイツ総選挙 (23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 (5-6日) ●FOMC (18-19日) ●BOE金融政策委員会 (20日) ●EU首脳会議 (20-21日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●中国全人代 (月内) ●カナダ与党自由党党首選挙 (9日) ●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) ●ラマダン終了 (29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 (16-17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) 	<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) ●豪州総選挙実施期限 (17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 (4-5日) ●G7首脳会議 (カナダ、15-17日) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19日) ●NATO首脳会議 (23-24日) ●EU首脳会議 (26-27日) 	<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 (23-24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 (10-11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"> ●EU首脳会議 (23-24日) ●FOMC (28-29日) ●ECB理事会 (29-30日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ総選挙実施期限 (20日) ●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 (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (18日) ●EU首脳会議 (18-19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)
2026年 1月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (27-28日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値 期間別変化幅			
政策金利		1/20	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.00	-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%	0.00	-1.00	3.50
カナダ	翌日物金利	3.25%	0.00	-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%	0.00	0.50	3.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.00%	0.00	-1.25	4.50
中国	7日物リバース・レポレート	1.50%	0.00	-0.30	-0.60
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		直近値 期間別変化幅			
10年国債利回り		1/20	1カ月	1年	3年
米国		4.63%	0.10	0.50	2.82
日本		1.20%	0.14	0.53	1.05
ドイツ		2.53%	0.24	0.18	2.55
カナダ		3.28%	0.00	-0.21	1.44
豪州		4.48%	-0.02	0.18	2.49
インド		6.76%	-0.03	-0.42	0.15
ブラジル		15.09%	0.93	4.31	3.75
メキシコ		10.36%	-0.04	1.07	2.69
中国		1.68%	-0.04	-0.83	-1.05

		直近値 期間別変化率			
株価指数		1/20	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	5,997	1.1%	23.9%	33.8%
	NYダウ	43,488	1.5%	14.9%	25.3%
日本	TOPIX	2,711	0.3%	8.0%	39.9%
	日経平均株価	38,903	0.5%	8.2%	40.1%
欧州	STOXX600	524	4.3%	11.6%	8.4%
インド	NIFTY50指数	23,345	-1.0%	8.2%	31.5%
中国	MSCI中国	63.89	-0.8%	26.7%	-26.5%
ベトナム	VN指数	1,250	-0.6%	5.8%	-14.7%

		直近値 期間別変化率			
為替（対円）		1/20	1カ月	1年	3年
米ドル		155.62	-0.4%	5.1%	36.4%
ユーロ		162.09	-0.6%	0.4%	25.6%
カナダ・ドル		108.73	-0.1%	-1.4%	19.1%
豪ドル		97.65	-0.2%	-0.1%	18.4%
インド・ルピー		1.80	-2.0%	0.9%	17.5%
ブラジル・リアル		25.82	0.4%	-14.1%	22.6%
メキシコ・ペソ		7.59	-2.5%	-12.5%	36.6%
中国人民幣		21.41	0.1%	3.9%	18.9%
ベトナム・ドン		0.62	0.4%	2.4%	22.6%

		直近値 期間別変化率			
リート		1/20	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	24,835	0.8%	11.3%	1.0%
日本	東証REIT指数	1,639	0.9%	-9.7%	-10.9%

		直近値 期間別変化率			
商品		1/20	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		77.88	12.1%	6.1%	-10.4%
COMEX金先物価格		2,749	3.9%	34.2%	49.0%

※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

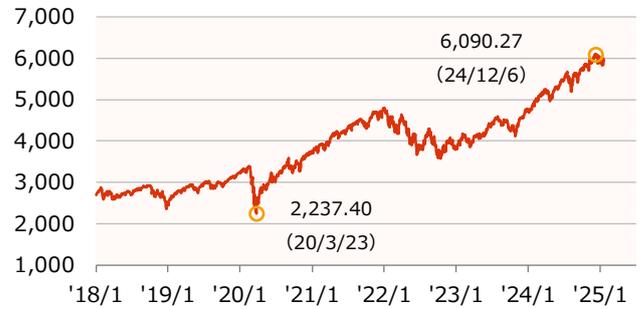
（出所）ブルームバーグ

株価指数

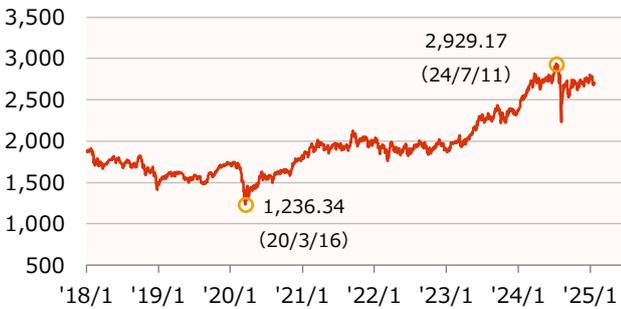
NYダウ



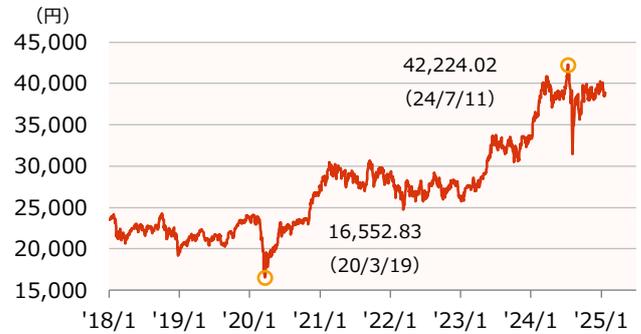
S&P500



TOPIX



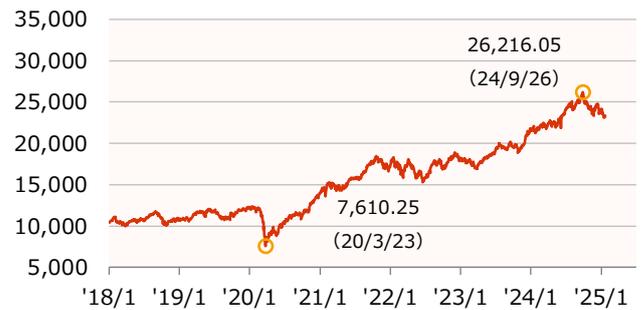
日経平均株価



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～2025年1月20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～2025年1月20日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

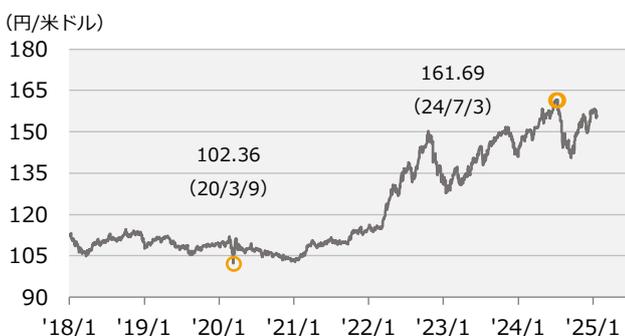
■ NAREIT指数（配当込み）



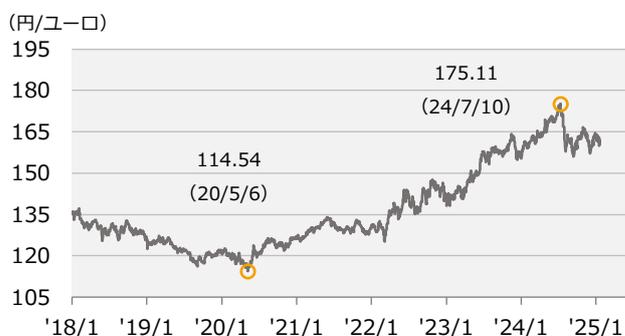
■ 東証REIT指数（配当なし）



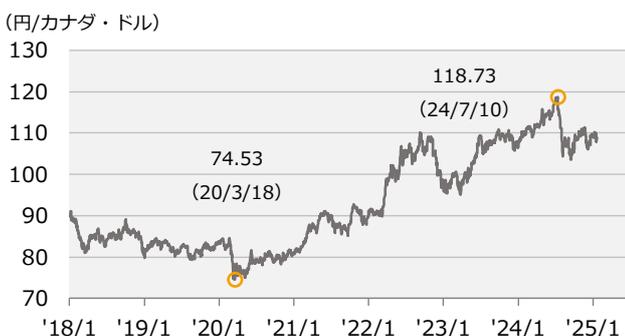
■ 米ドル円



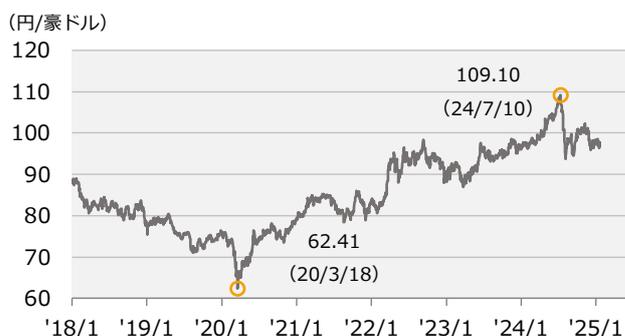
■ ユーロ円



■ 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～2025年1月20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2025年1月20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：2025年1月23日)