

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

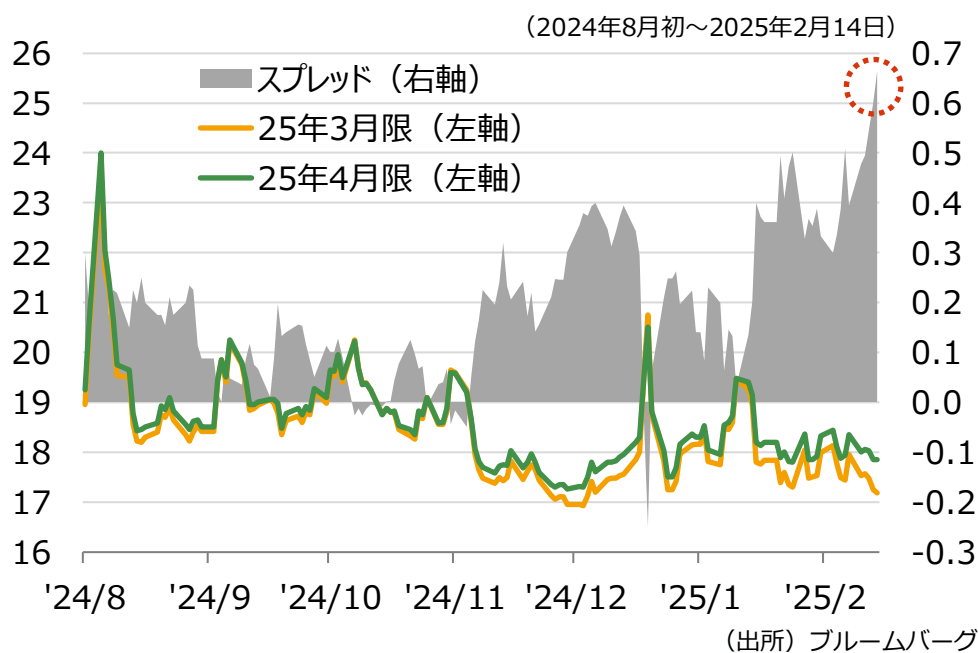
3

MAR. 2025

今月のチャート

4月に何かある

VIX指数先物の2025年3月限と4月限



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

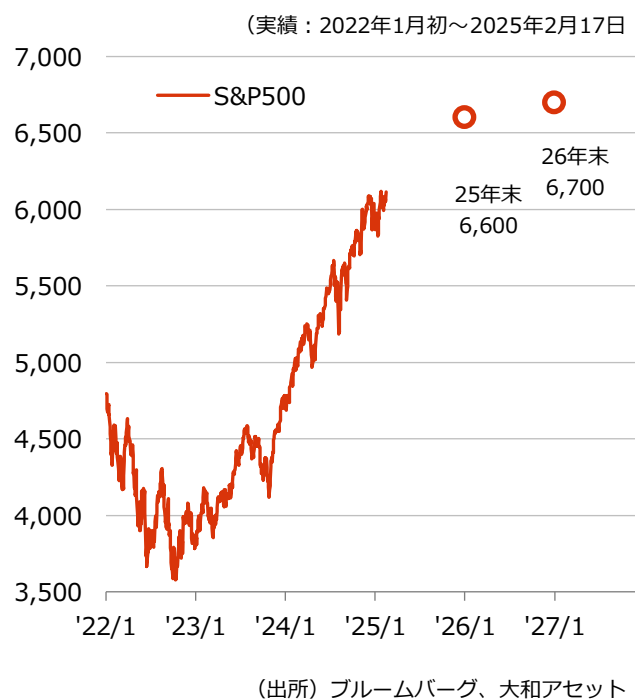
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

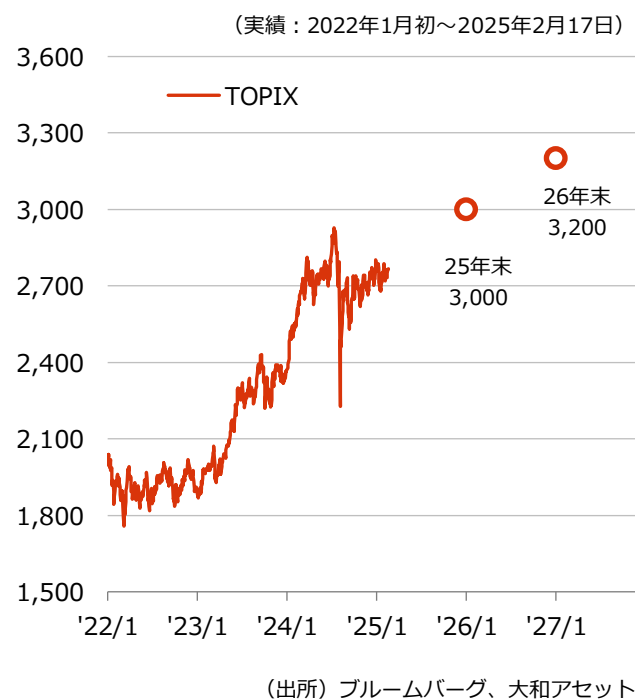
4月に備える時間帯

- 1 トランプ米大統領の就任後、関税政策等が矢継ぎ早に打ち出され、米貿易政策不確実性指数が一段と上昇した。この不確実性に対して、我々市場参加者はどのように対応すべきか。
- 1 短期的な観点での不確実性は低い。目先1カ月ほどは「執行猶予」期間であることや、関税政策の最終結果を予測することは困難で、それまでは「待ち」であるためだ。しかし、以降は不確実性が高くなっていく。VIX指数先物の2025年3月限と4月限のスプレッドは過去半年ほどで最大になっており、市場の織り込みは「4月に何かある」と考えていることを意味する。
- 1 過去1カ月の傾向として、ミーン・リバージョン（平均回帰）的な動きが見られた。一種の不確実性対応だと言えよう。ただし、こうした流れの持続性は懐疑的に見ている。相互関税の期限を迎える4月からが再スタートで、その中でリスク選好先を見極めていく方針である。

S&P500の推移と大和アセットの予想



TOPIXの推移と大和アセットの予想



世界経済・金融市場見通し

米貿易政策不確実性指数は一段と上昇

1月20日に米国大統領にトランプ氏が就任し、大統領選挙での公約である移民政策や関税政策等を矢継ぎ早に打ち出している。市場では「噂で売って事実で買う」と言うように、一般には事前の懸念の方が大きいことが多い。しかし、関税政策に関して、米貿易政策不確実性指数によれば1月に指数が一段と上昇し、残念ながらその懸念は杞憂ではなく現実の脅威であることが示唆される。この不確実性に対して、我々市場参加者はどのように対応するべきか。

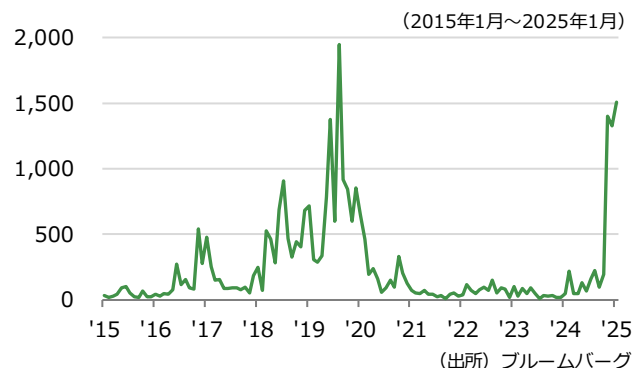
4月に何かある

逆説的ながら、短期的な観点での不確実性は低い。懸念された関税の即時導入は（対中国への追加関税を除けば）回避され、世界の貿易相手国に対する相互関税案は4月1日までに調査が完了するとしている。関税は取引のための材料でもあり、「トランプ減税」の財源のための税収増ありきではないのかもしれない。ただし、各国それぞれの最終結果を予測することは困難で、それまでは「待ち」であるために短期的にはボラティリティが低下する。実際に、米株式市場の不確実性を示すVIX指数はスポット（2025年2月限）が特に低くなっている。しかし、年後半の不確実性はトランプ大統領の就任前よりも高くなっている。とりわけ、VIX指数先物の25年3月限と4月限のスプレッドは過去半年ほどで最大になっており、市場の織り込みは「4月に何かある」と考えていることを意味する（関税発動の期限）。

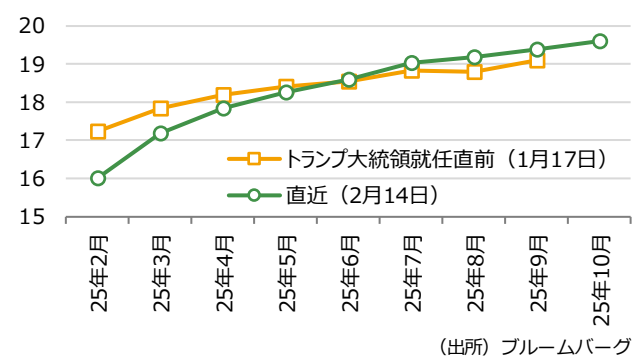
短期の不確実性は低く、長期は高い

つまり、ごく短期的な観点での不確実性は低く、やや長めの観点では高い。そうした中で、過去1カ月の傾向としてミーン・リバージョン（平均回帰）的な動きが見られた。例えば、世界株式でいえば欧州株、日本株では中小型株などだ。その背景にはこれも不確実性対応の一種と言え、これまで出遅れてきた（≒悪材料を織り込んでいる）ものほど相対的に打たれ強いということもあろう。ただし、こうした流れの持続性は懐疑的に見ている。相互関税の期限を迎える4月からが再スタートで、その中でリスク選好先を見極めていく方針である。

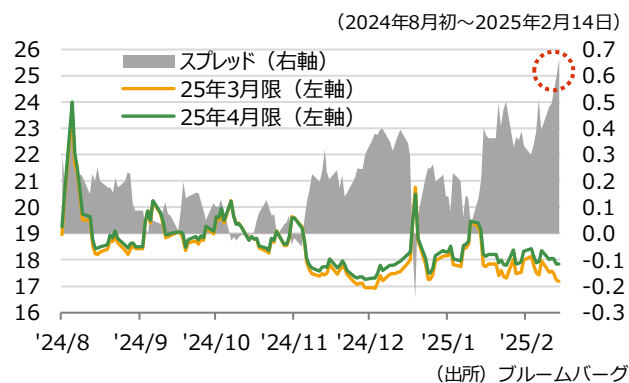
米貿易政策不確実性指数



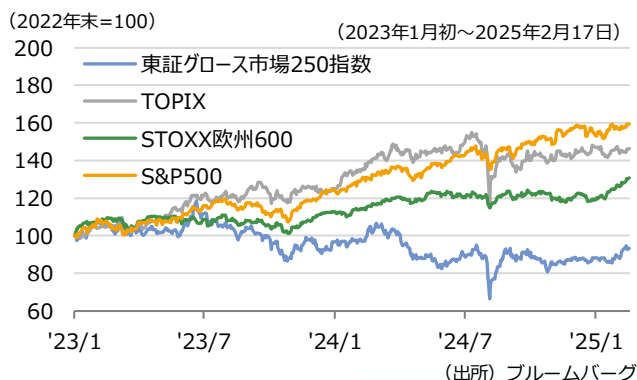
VIX指数先物の形状



VIX指数先物の2025年3月限と4月限



各国の株価指数



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	米国				潜在成長率程度の景気モメンタムの中、トランプ政権の政策は強弱どちらに影響するか。
	日本				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				景気は緩やかに回復も抑制要因を免れず、賃金の鈍化に連れてインフレ率は落ち着こう。
	カナダ				利下げの効果が多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。
	豪州				大幅な成長加速は期待できないが、利下げによって景気モメンタムは上向きに。
	インド				利下げと減税が追い風になり、「消費・投資」の加速に伴う景気回復局面と見込む。
	ブラジル				大幅利上げの効果が次第に表れ、経済成長率は巡航速度へ鈍化すると見込む。
	メキシコ				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				全人代で景気浮揚に繋がる財政刺激策が打ち出されるかに注目。ただ、期待は薄い。
	ベトナム				財政支出拡大の余地が大きい中、8%の成長率目標に向けた政府の景気対策に注目。

※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	米国				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				コスト増や関税など懸念材料多いが、需給環境は非常に良好で上昇傾向の継続を想定。
	欧州				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依然残る。
	インド				相互関税への懸念が落ち着けば、利下げと減税もあり、調整が行き過ぎとの見方が強まろう。
	中国				テック株は技術革新への期待や消去法により上値を試そうが、市場全体の上昇は見込まず。
	ベトナム				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	米国				変化は早いものの方向感乏しい展開を想定、景気・政策次第では中心レンジは上下へ。
	日本				直近の金利水準上昇で投資妙味が高まったと評価し、弱気からやや弱気に変更。
	欧州				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早晩2%割れへ。
	カナダ				利下げ停止でしばらく様子見へ。長期金利は主に3%台前半での推移が続く見込み。
	豪州				利下げ余地は大きくないが、緩やかな利下げによって長期金利のレンジが切り下がる展開に。
	インド				追加利下げへの期待が強い中、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				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。
	メキシコ				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				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。

リート	米国				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				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	米ドル				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				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				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				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。
	豪ドル				利下げ局面に入ったものの、当面の利下げ余地は小さく、豪ドルの下値は限定的に。
	インド・ルピー				為替レートの柔軟性が高まるも、潤沢な外貨準備を背景に、ルピー安継続は見込まず。
	ブラジル・レアル				金利面での魅力は高まる局面だが、外貨準備の積み上げでレアル高のペースは緩やかに。
	メキシコ・ペソ				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				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				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*1 2023年	2024年	予想値 2025年	2026年
米国	2.9	2.8	1.8	1.9
日本	1.5	0.1	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	6.4	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6・12月に各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10月の追加利上げに加え、2026年4月の予想を追加。各0.25%pt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の追加利下げを実施し、中銀預金金利1.5%で利下げ打ち止めと予想。
- 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 2023年末	2024年末	直近値 2月17日	予想値 2025年末	2026年末	実績値 2023年末	2024年末	直近値 2月17日	予想値 2025年末	2026年末
米国	5.25 ~5.50	4.25 ~4.50	4.25 ~4.50	3.75 ~4.00	3.75 ~4.00	3.9	4.6	4.5	4.2	4.2
日本	-0.10	0.25	0.50	0.75	1.00	0.6	1.1	1.4	1.3	1.3
ユーロ圏*3	4.50 4.00	3.15 3.00	2.90 2.75	1.65 1.50	1.65 1.50	2.0	2.4	2.5	1.8	1.8
カナダ	5.00	3.25	3.00	3.00	3.00	3.1	3.2	3.1	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	6.25	5.75	5.50	7.2	6.8	6.7	6.3	6.5
ブラジル	11.75	12.25	13.25	13.00	11.00	10.4	15.2	14.4	13.0	11.5
メキシコ	11.25	10.00	9.50	8.50	8.00	9.0	10.4	9.9	9.2	9.0
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	2月17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%	6,115	+4%	6,600	+12%	6,700	+2%
	NYダウ	37,690	+14%	42,544	+13%	44,546	+5%	48,300	+14%	49,000	+1%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,785	+18%	2,767	-1%	3,000	+8%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,895	+19%	39,174	-2%	43,000	+8%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	508	+6%	555	+9%	570	+12%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,645	+9%	22,960	-3%	27,000	+14%	31,000	+15%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.71	+16%	73.47	+14%	70.00	+8%	75.00	+7%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,267	+12%	1,273	+0%	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	2月17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%	25,464	+2%	27,000	+9%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,653	-9%	1,686	+2%	1,850	+12%	1,950	+5%

		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	2月17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%	152	-4%	141	-10%	135	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	159	-2%	145	-11%	142	-2%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	107	-2%	106	-3%	104	-2%
豪ドル		96	+7%	97	+1%	96	-1%	93	-4%	92	-1%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.83	+8%	1.74	-5%	1.68	-8%	1.69	+1%
ブラジル・レアル		29.1	+17%	25.5	-12%	26.5	+4%	25.2	-1%	24.1	-4%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.5	-1%	7.4	-2%	7.4	+0%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	20.8	-3%	18.8	-13%	18.0	-4%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.62	+6%	0.60	-3%	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

矢継ぎ早に打ち出される関税政策

トランプ政権は選挙戦で主張していた関税政策を本格化させつつある。①カナダ・メキシコに対する25%の関税、②2月4日に適用済みの中国に対する10%の追加関税、③4月初に適用予定ともされる相互関税の導入指示、などが挙げられる。交渉手段としての側面もあり、適用延期・中止もある。適用度合いや継続性などを踏まえながら、インフレ期待を中心に物価動向への影響が引き続き注目される。

関税リスクが高まる中でインフレ上振れ

1月の食品・エネルギーを除くコアCPIが前月比+0.4%と上振れたことは、市場参加者に上記の関税がもたらすインフレ・リスクを一時意識させた。財価格が同+0.3%と強く、関税発動に先駆けた駆け込み需要の可能性がある。また、振れの大きい項目を中心に住居費を除くサービス価格も同+0.8%と急伸した。価格改定の時期と重なったこともコア全体の伸び率を高める方向に作用したかもしれない。

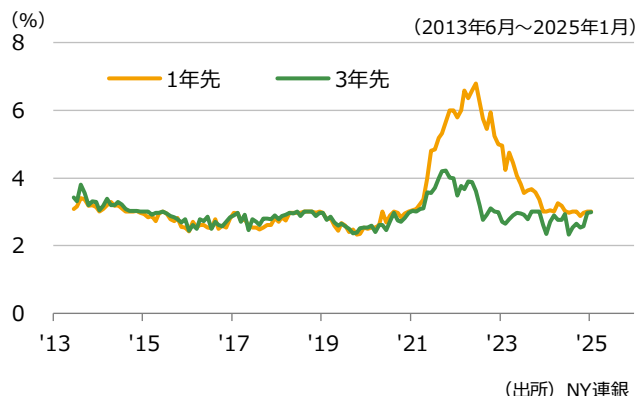
短期的に交錯する景気モメンタム

関税リスクの高まりは景気モメンタムをかく乱している可能性もある。1月ISM景況感指数は製造業が50.9と2022年以来となる50台を回復した一方、非製造業は52.8と前月の54.0から低下。ただし、どちらの回答者からも関税の事業活動への影響について明確な指摘はなかった。その他、1月小売売上高は全体的に大幅下振れ。他の統計との顕著な乖離があるものの、駆け込み需要の反動との見方がある。

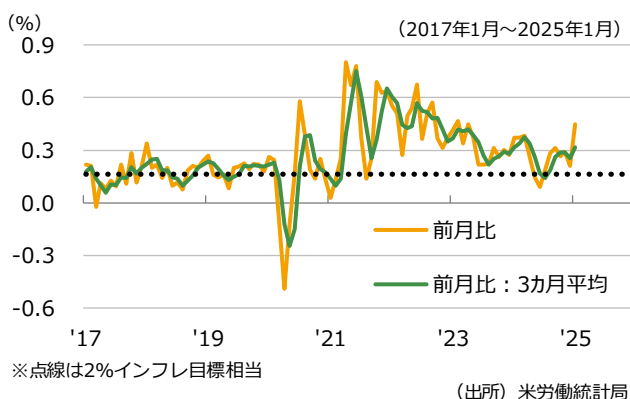
安定化する雇用情勢

消費の基調を成す雇用情勢は安定化に向かっている。1月の非農業部門雇用者数は前月差+14.3万人とやや弱かったものの、3カ月平均は同+20万人台と2024年半ばから持ち直している。失業率は4.0%と前月の4.1%から低下したほか、雇用環境の全体感を映すともいえる総賃金は前年同月比+5%程度で底堅さを示している。単月の振れこそあれど、雇用環境が安定化する中で消費を中心とする景気全体が大幅に悪化していくとは考え難い。

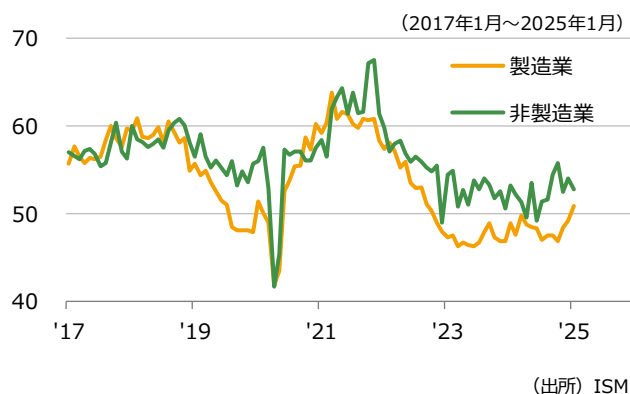
インフレ期待



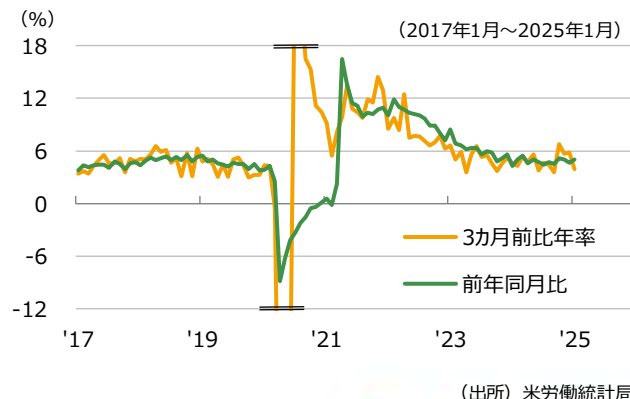
食品・エネルギーを除くコアCPI



ISM景況感指数



総賃金





株式

上値は重いが下値も堅いS&P500

S&P500は1月23日に最高値を更新。しかし27日、中国ディープシークが開発した低コスト生成AIが注目されると、エヌビディア等AI関連株を中心に急落。その後値を戻したが1月末2月初にはカナダ・メキシコに25%、中国に10%の追加関税を課す大統領令への署名を巡り再び急落した。しかしカナダ・メキシコへの関税適用が1カ月延期になると相場は回復。その後、複数の関税発動が取り沙汰されたが相場は底堅く推移、2月中旬に再び最高値に接近した。

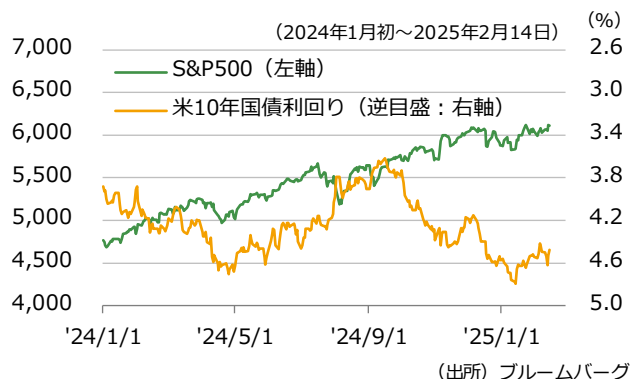
AIを軸とした成長路線は続こう

「米国製AIと伍する性能ながら、開発には高性能な半導体は不要で低コスト」な中国製AIによって、「米ハイテク企業のAIの牙城が崩されるのでは」との観測が浮上し、ショックに見舞われた株式市場だったが、その後、落ち着きを取り戻した。次の点が、AI関連企業の成長性への強気な見方を支えていると思われる。①仮に低コストAIが普及するなら、企業・個人にとってAI利用の敷居が低くなり、今後はAIを用いたサービスの需要拡大が期待できること。②サービス需要が拡大するならば、これに対応するためにデータセンターや半導体の需要も更に拡大すること。なお今後のAI市場については、AIを開発・強化する「学習」からAIを使ったアウトプット（回答、翻訳、画像生成、カスタマーサービス、営業支援、創薬、軍事作戦等のサービス）を行う「推論」に成長のけん引役がシフトすると予測されている。

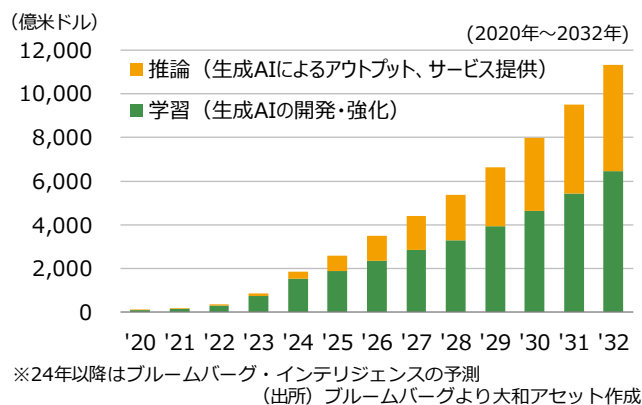
追加関税は影響を見極める時期

トランプ氏の大統領就任後、対カナダ・メキシコ・中国や鉄鋼・アルミ製品への追加関税の大統領令署名、相互関税を指示する覚書への署名等、関税を巡る動きが矢継ぎ早にあった。しかしインフレ再燃リスクをはらむ政策が浮上した割に、相場は意外と底堅い。（対中国を除き）いずれの関税も適用開始には時間的猶予があり、実際の運用の着地点を見極めたいとの市場参加者の思惑が、冷静な対応に繋がっていると思われる。今後、3月初旬以降に相次ぐ適用時期までは、神経質な相場展開が予想される。

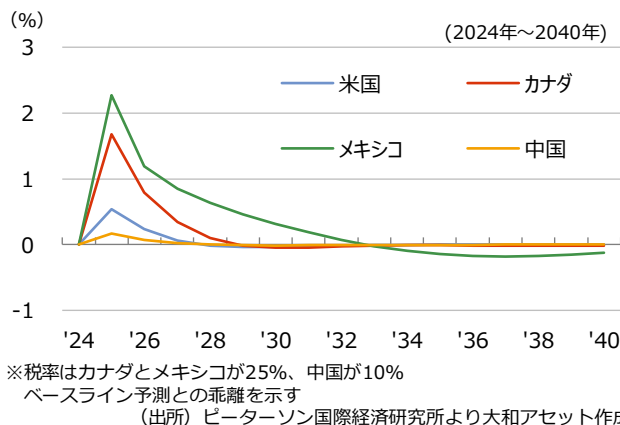
S&P500と米10年国債利回りの推移



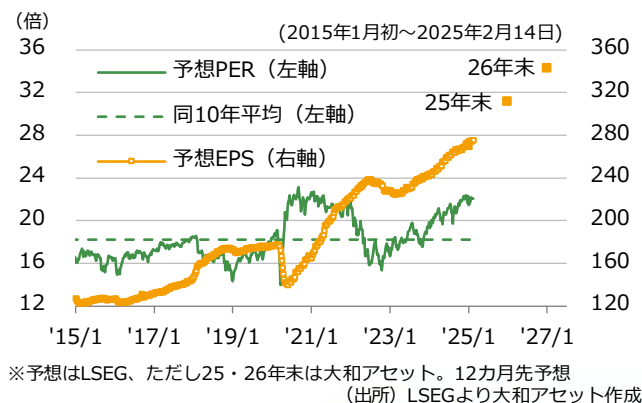
生成AIの市場予測



カナダ、メキシコ、中国に追加関税した場合のインフレ率



S&P500の予想EPSと同PER





金利

方向感を欠く展開が続くか

振れのある動きながら、年初からの金利は年限問わず方向感を欠く展開となっている。関税が金利に及ぼす影響は複雑だ。関税はインフレ・リスクを高める。2年など短期はCPIなど直接的な物価上昇の影響を受ける一方、10年など長期はインフレ期待を通じた間接的な影響が大きくなる。他方、関税はインフレ上昇を通じて景気減速リスクを高め、実質金利を低下させることになる。期待インフレの上昇と実質金利の低下が相殺し合う形となっている。

中銀は金融政策の調整を通じて、インフレ・リスクを本来抑制する。ただし、現在のFRBは利下げ局面にあるだけに、できることは追加利下げを先送りするぐらいである。もっとも、市場では利下げ着地点の切り上がり観測が強いだけに、利下げ期待の後退余地も限定的となっている。経済の急変に伴う政策スタンスの大幅な変化がなければ、長期金利は4.5%を中心に方向感の乏しい展開が続くだろう。

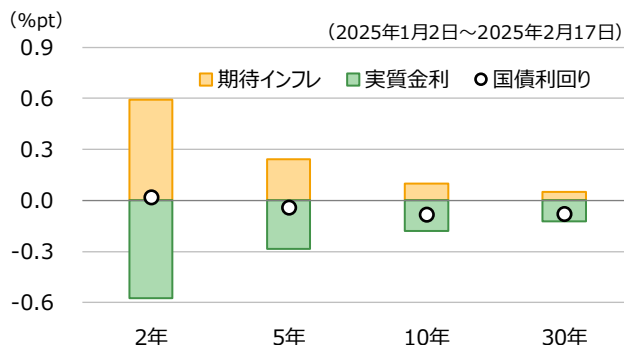
リート

不透明な環境下、優勝劣敗が続くそう

10-12月期決算発表では、高金利環境継続と先行きの景気不透明感の高まりから、優良物件を保有し、経営の質が高い銘柄で良好な決算が見られる。不透明な環境下、物件取得による外部成長機会の追求については市場の目線が高くなってきているようだ。

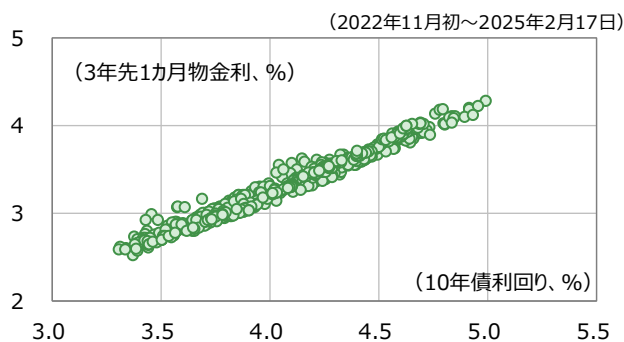
リート市場は関税政策の動向に左右される展開が続いている。産業施設では、高関税賦課の蓋然性が低下する局面で素直に上昇しているが、引き続き貿易停滞が招く物流スペース需要の低下懸念も頭に入れておきたい。一方、2025年はリート全体としてタイトな不動産需給を背景に高成長が見込まれる。特に、データセンターでは、大手ハイテク企業の決算説明会において積極的な設備投資計画が示されるなど、強い需要が窺える。演算処理の効率化によるデータセンター需要の鈍化が想起されていたが、AI利用コストの低下は、むしろAIの浸透を通じて需要底上げにつながるとの見方が台頭してきている。

期待インフレと実質金利：年初からの累計変化



(出所) ブルームバーグ

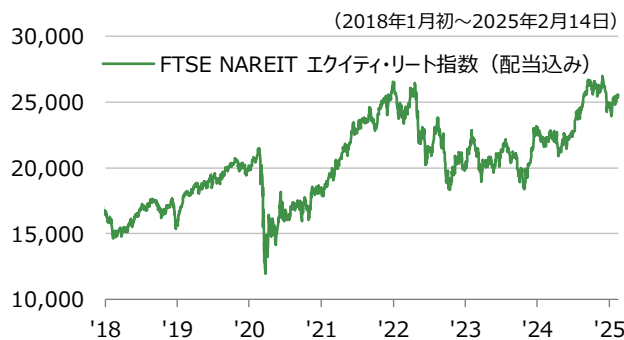
3年先1カ月物金利と長期金利



※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



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



経済

潜在成長率を上回る成長を維持

2024年10-12月期実質GDP成長率は前期比年率で+2.8%（7-9月期+1.7%）と伸びが大幅に加速。設備投資が堅調だったほか、輸入が減少したことで純輸出が大きくプラスに寄与した。潜在成長率（日銀の推計で0%台半ば）を上回る成長を維持しており、経済・物価は「オントラック」との見方をサポートする内容と言える。マイナス成長も予想されていた個人消費も前期比+0.1%と小幅ではあるが3期連続でプラス成長を維持している。しかし、内訳をみると耐久財が堅調な一方で非耐久財等は冴えない。植田日銀総裁が言うように食料品価格等の上昇が国民生活に強いマイナスの影響を与えている様子が窺える。先行きの個人消費には要注目。

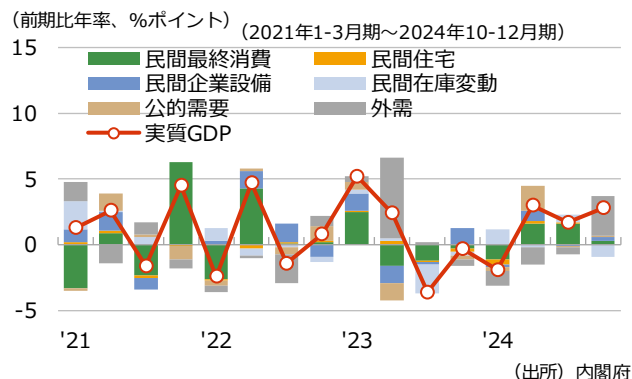
2025年春闘の動向に注目

2024年12月の現金給与総額は冬のボーナス等を反映して前年同月比+4.8%（11月+3.9%）と伸びが加速。実質賃金は同+0.6%（11月+0.5%）と2カ月連続でプラスを記録した。物価動向と共に実質賃金増加の持続性のカギを握るのが2025年の春闘の動向である。人手不足という構造的な変化に起因した側面もあり、大企業を中心に高水準の賃上げが見込まれている。一方で中小企業は賃上げ原資である利益が十分ではなく高水準の賃上げは厳しいとの見方も多い。たしかに「防衛的な賃上げ」は持続性という観点で望ましくないが、そうした状況が結果的に価格転嫁や効率化、事業や企業の再編を含めたビジネスモデルの変革等を促す圧力となり、生産性の向上に繋がる可能性も考えられる。

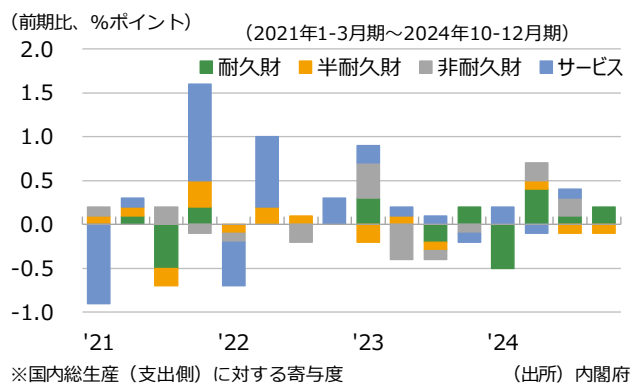
賃金コスト等を転嫁する動きも

1月の企業物価指数は前年同月比+4.2%（2024年12月+3.9%）と伸びが加速。1月は政府による補助金の段階的な縮小の影響でガソリンが上昇に寄与した側面もあるが、輸入物価指数（円ベース）が落ち着きを見せている局面でも企業物価指数が上昇している様子が窺える。昨年から続く米価格の高騰等の影響もあるが、それだけでなく賃金コスト等を転嫁する動きも影響していると考えられる。

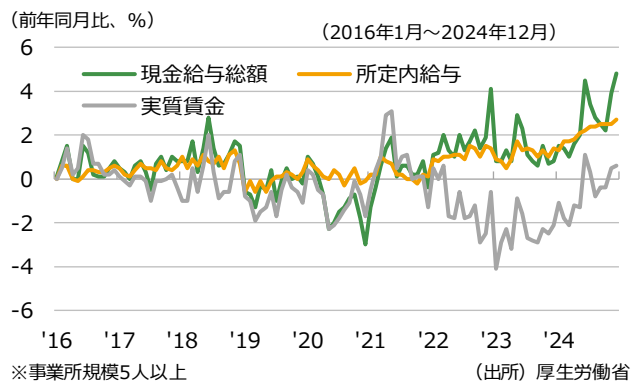
実質GDPと需要項目別寄与度



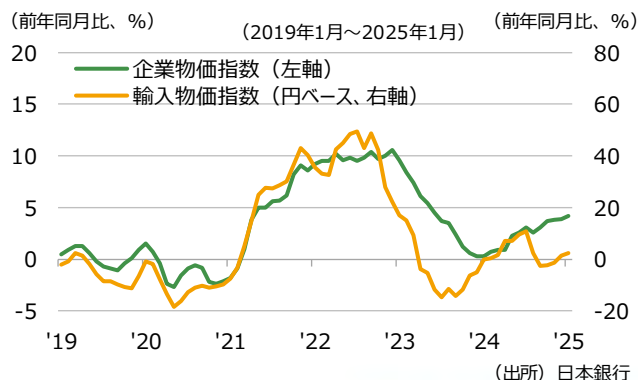
個人消費（実質）の推移



毎月勤労統計



企業物価指数と輸入物価指数





株式

引き続き材料難が継続

10-12月期の企業決算発表は、内需は人件費などコスト増で冴えないものが多い。外需も円安効果で見た目こそ悪くないものの需要は低調で実体は良くない場合が多く、好調な業種は金利上昇のメリットを受ける金融や、AI・ソフトウェア関連など一部の業種に限られる。予想EPSの伸びに頭打ち感が出ており、予想PERなどバリュエーションの拡大も期待し難く、しばらくは材料難の状況が続きそうだ。

生活関連物価の高騰

国内景気は実質賃金が改善傾向にあるが、コメや野菜価格の急騰、継続的な値上げ、ガソリン補助金の段階的縮小等の影響で生活関連物価が高騰している。最終需要に力強さはないものの、人手不足による供給制約でインフレ傾向が継続しそうだ。物価高が続けば今夏の参議院選挙で与党は苦戦を強いられる可能性が高いが、今後有効な対策が打たれるか。政治面の不透明感も株価の重しとなりそうだ。

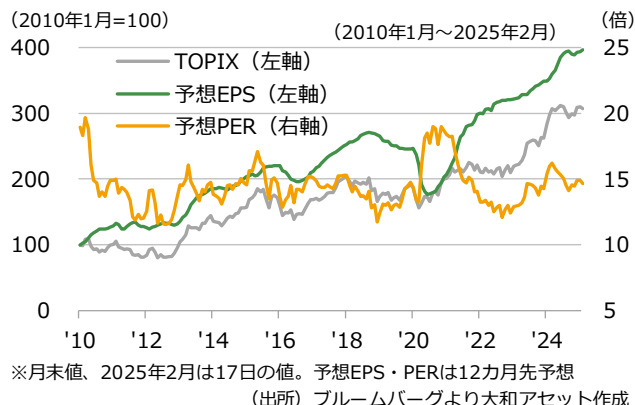
米政権の政策を巡る不透明感が強い

海外では、トランプ米政権の政策を巡る不透明感が強い。AI関連など一部を除き需要に力強さは見られず、関税引き上げなどトランプ政権の政策で短期的に景気が減速する可能性もあるほか、中国の需要も低迷したままである。ウクライナ・中東和平交渉の進展などから、インフレが沈静化し米国で利下げが進めば今後の景気浮揚も期待されるが、当面は外需企業は手掛けづらい状況が続くだろう。

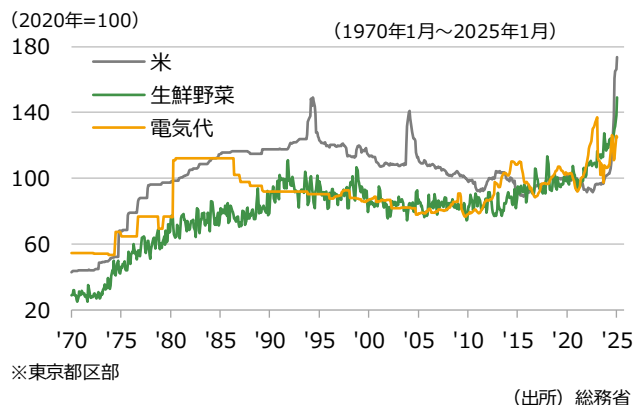
株主還元の拡大は継続か

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を受けて企業の株主還元姿勢が積極化している。足元では、円資産の割安感や国内の物価上昇傾向などから土地や株式などの資産や有力なコンテンツを保有する企業の株価が上昇しており、企業の資産面への注目が強まっている。

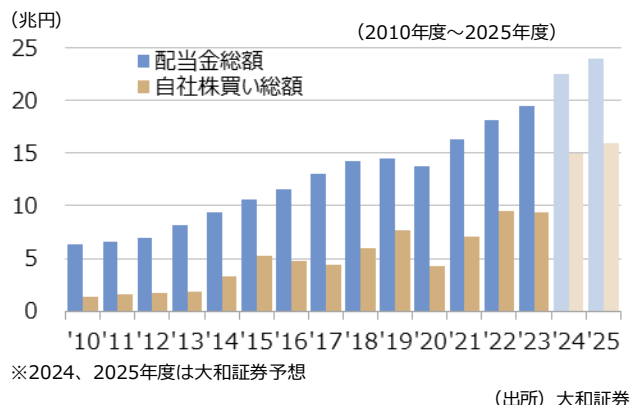
TOPIXの予想EPS・PER



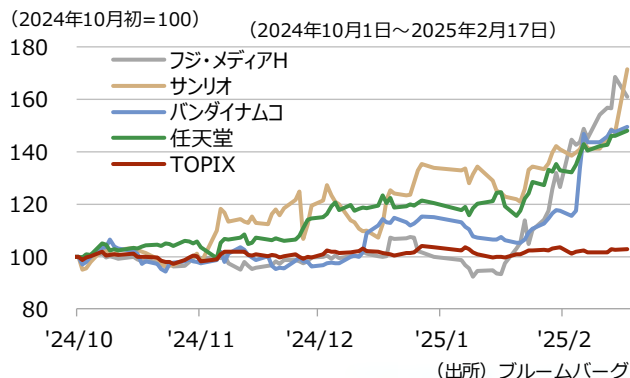
品目別消費者物価指数



年度別配当金・自社株買い総額



主な資産・コンテンツ保有企業の株価とTOPIXの推移





金利

利上げの最終到達点予想を上方修正

日銀は1月の金融政策決定会合で追加利上げを決定し、政策金利は17年ぶりに0.5%に到達した。1月の展望レポートでは「労働需給のひっ迫に焦点を当てた情勢判断を行うことが重要な局面になっている」と明記される等、構造的な人手不足を背景に利上げを継続する姿勢が窺われる。こうした日銀の政策スタンスや「オントラック」である足元の経済・物価情勢等を考慮して、当社予想を上方修正する。従来予想していた2025年10月の追加利上げに加え、2026年4月にも0.25%ptの追加利上げを決定し、利上げの最終到達点は1%になると予想。利上げの最終到達点の見通し引き上げに伴い、長期金利の見通しも25年末、26年末ともに従来の1.1%から1.3%に引き上げる。一方で、物価高の煽りを受けて消費がさらに減少したり、トランプ米政権の政策がグローバル経済を減速させるリスクが日銀の金融政策正常化を阻む可能性には注意が必要。

リート

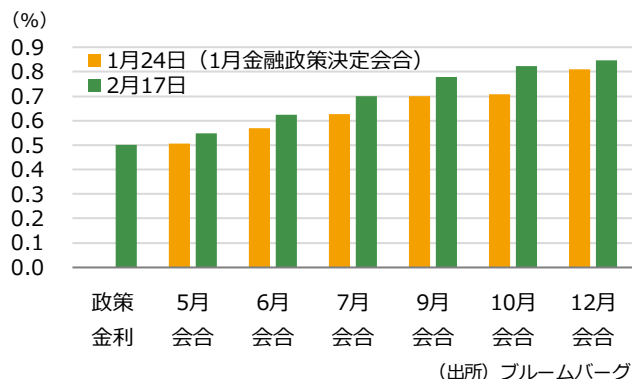
国内金利見通しに合わせ、見通しを修正

東証REIT指数の見通しを2025年末1,850（従来1,950）、2026年末1,950（同2,000）へそれぞれ修正した。主に国内長期金利見通しの上方修正に合わせ、要求利回り水準を引き上げたため。為替リスクがなく、実績配当利回りは5%弱、金利見通しが落ち着けばキャピタルゲインも期待できると予想しており、投資判断としては「強気」を維持。

TOBが相場反転のきっかけとなるか

2025年に入り、海外の投資ファンドによるTOB（公開買い付け）が2件発表され、J-REIT市場が割安な水準にあることが再認識されると同時に、従来とは異なる投資家からの投資が明らかになった。引き続きJ-REIT市場には割安な銘柄が多く、被買収リスクを意識して、賃料収入の増加を通じた利益成長のみならず、物件売却益による増配やバイバックなどが一段と進み、J-REIT市場が上昇することを期待。

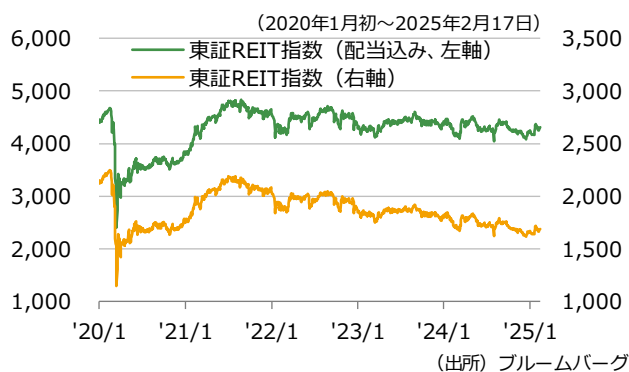
市場が織り込む政策金利の水準



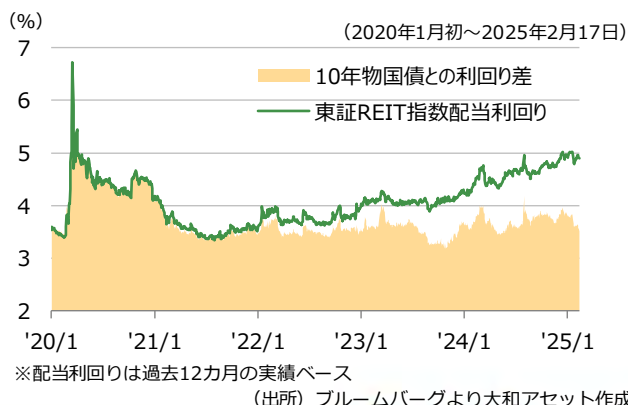
市場が織り込む利上げの最終到達点



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





経済

景気は緩やかに回復も抑制要因を免れず

ユーロ圏、英国とも2024年に入り景気は一旦持ち直したが、英国は年後半に、ユーロ圏は年終盤に景気が停滞してしまった。高インフレと金融引き締め効果の累積効果が景気停滞の主因と考えられる。今後はインフレ率の低下や供給制約の緩和、利下げ、通貨安等で景気は緩やかに回復すると見込む。しかし、世界経済の減速、緊縮財政、米政権による政策の不確実性等々が折々に景気抑制要因として働こう。

製造業は低迷、サービス業に依存

PMIはユーロ圏、英国とも製造業の悪化が顕著。特にユーロ圏は50を大幅に下回って久しい。英国は2024年中に一時50を上回ったが、10月以降は再び50割れに陥っている。サービス業はユーロ圏、英国とも比較的底堅いが、ともに緩やかな低下傾向にあり、力強さには欠ける。当面製造業の浮揚は見込めそうになく、サービス業による不安定な片肺飛行の状況が続こう。独仏の政治的停滞も悪材料。

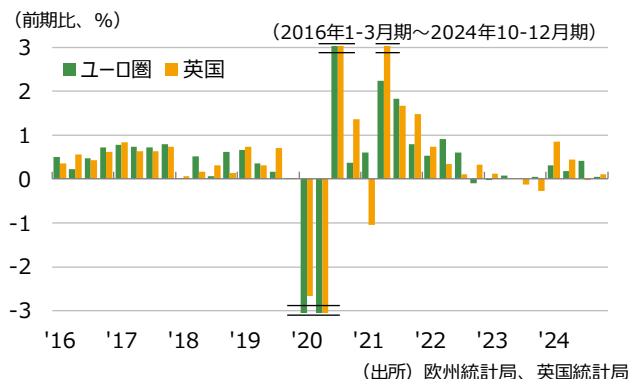
賃金鈍化でコアのインフレ率も安定化へ

消費者物価指数はユーロ圏、英国とも総合では前年同月比（以下同じ）+2%近傍に一旦は落ち着いたが、エネルギー価格の影響が大きく、短期的には上振れの公算。基調的な物価動向を示すコアはユーロ圏が+2%台後半、英国が+3%台後半である。目標値の2%への収れんの鍵を握るのは賃金だが、先行指標や需要動向から賃金の伸びは早晚鈍化が見込まれる。サービス価格を通じてコアの安定を促そう。

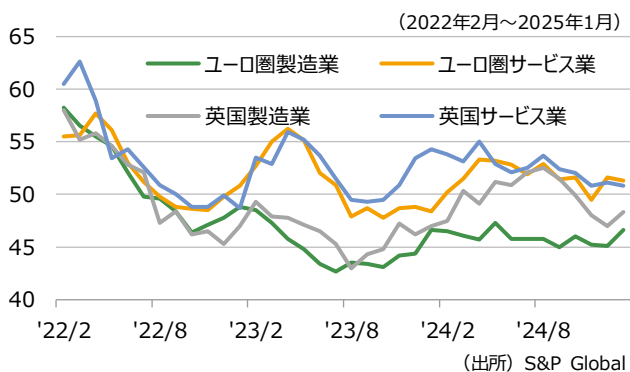
EUに対する米国の個別関税への懸念

トランプ米大統領は個別の国・地域への関税に関して、欧州に対しては「近いうちに」と発言したのみで、未だ具体的に言及していない。しかし、米国の対EU貿易収支は中国に次ぐ赤字額であり、いつ個別に関税が発動されてもおかしくない。一方、対英国貿易収支は黒字であり、英国は問題視されそうにない。勿論、個別でなくとも、特定費目への一律関税や相互関税の影響は国を問わず甚大で、いずれにせよ、米国の関税は欧州の景気下振れ要因である。

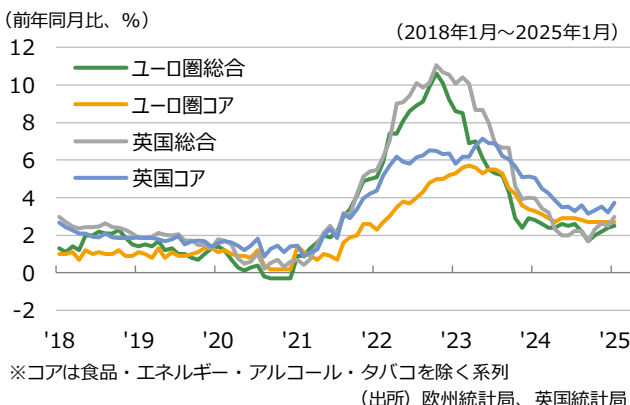
ユーロ圏・英国の実質GDP



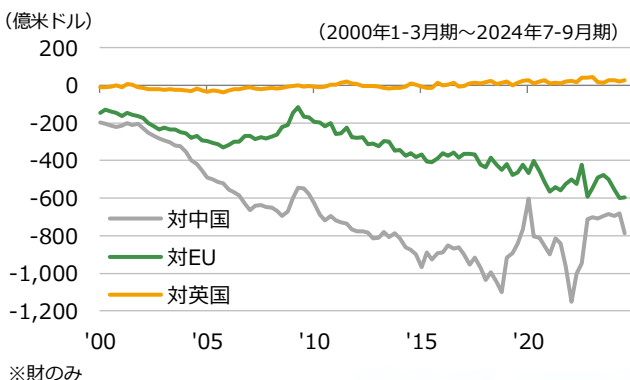
ユーロ圏・英国のPMI



ユーロ圏・英国の消費者物価指数



米国の貿易収支





株式

欧州株は騰勢を強め、最高値更新

1月中旬以降、STOXX欧州600は急激に騰勢を強め、1月下旬から2月中旬にかけて最高値を更新した。市場は次の点を好感したと考えられる。①ECBによる利下げ。②米国のトランプ政権による追加関税について想定以上の悪材料が「今のところ」出ていない。③ウクライナ戦争が和平に向けて動き出すと共に、経済を圧迫していた天然ガス価格が大きく下落。

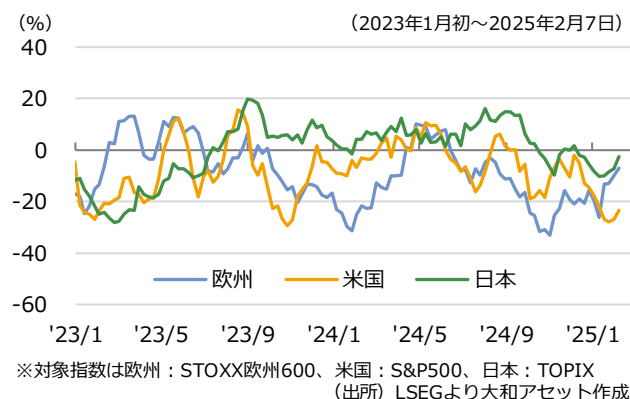
景気の停滞と米通商政策が懸念材料

STOXX欧州600の予想PERが過去10年平均を下回る13倍半ばに留まることや、同指数のリビジョン指数が過去1カ月間で急速にマイナス幅を縮小していること等、指標面でも注目すべき点はある。一方、欧州経済には停滞感が続いていることや、追加関税に関するリスクの顕在化はむしろこれからであることを考慮すると、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



欧米日株価指数のリビジョン指数（12ヵ月先予想EPS）



金利

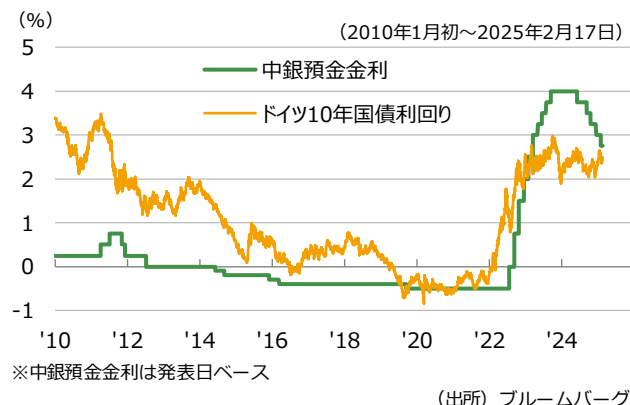
ECBは今年末1.5%まで利下げへ

ECBは2024年6月に利下げを開始し、9月以降は4会合連続で利下げを実施している。2025年末にインフレ率は2%に収れんするとのECBの見通しに揺らぎはなく、2025年6月まで会合毎の利下げを続け、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。長期金利はそこまでの利下げを織り込みつつ早晩2%を割り込もう。

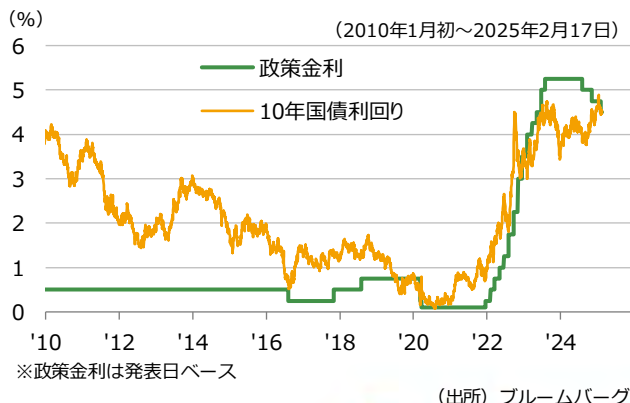
BOEは四半期毎の利下げを継続

BOEは2024年8月に利下げを開始し、四半期毎に利下げしている。2027年末にインフレ率は2%に収れんするとのBOEの見通しの下、インフレ率の高さを考慮しつつ、中立金利近辺とされる3%までは四半期毎の利下げを継続しよう。長期金利は一時5%に接近したがほぼ米国連れの動きであり、利下げを織り込みつつ2025年末には3%台に低下しよう。

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

労働需給の緩和が一巡

過去数カ月で雇用者数の増加ペースが速まり、失業率は2カ月連続で低下した。移民流入の抑制で労働供給の伸びが減速する一方、利下げの効果で労働需要は強まっている模様であり、2023年半ば以降の労働需給の緩和は一巡した公算が大きい。利下げの効果はすでに個人消費や住宅市場に表れていたが、経済の遅行指標たる労働市場にも見られ始めたことで、景気回復に向けた確度は高まったと言える。

トランプ関税が大きな不透明要因

しかし、トランプ米政権の関税政策は経済見通しにおける大きな不透明要因。2月4日に予定されていた米国による関税発動は延期されたものの、1カ月の猶予を与えられたに過ぎず、予断を許さない状況は続く。関税合戦による経済へのマイナス影響は、米国よりもカナダの方が大きくなる公算だが、財政政策によっては経済成長の予想経路も変わってくる。

金利

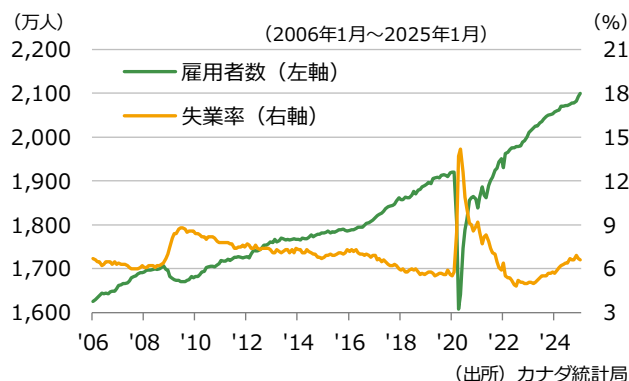
金融政策のスタンスは中立に

カナダ銀行は1月の金融政策決定会合で政策金利を3.25%から3.00%に引き下げることを決定。米国の関税による不確実性の高さなどを考慮し、今後の政策方針は示さなかった。政策金利はすでに中立金利の推計レンジ内に回帰しており、労働需給の緩和一巡、住宅価格の上昇、インフレ率の下げ止まりを背景に、当社は当面の政策金利据え置きを予想。

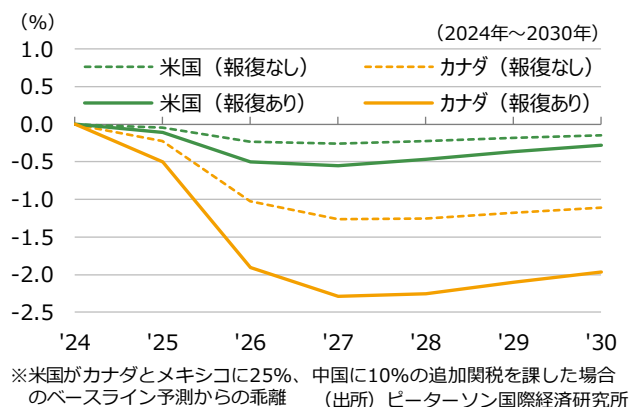
あらゆるシナリオを考慮する必要がある

仮に関税が発動された場合、カナダ・ドル安などによって米国よりもカナダの方がインフレ率は上振れる公算が大きい。また、財政政策によっては経済・インフレ見通しも変化するため、即時に利下げで対応するとは限らないだろう。一方、関税引き上げがズルズルと先延ばしされれば、投資の手控えが長引くことで、むしろ利下げしやすくなるとも言える。様々なシナリオを念頭に置くべき局面である。

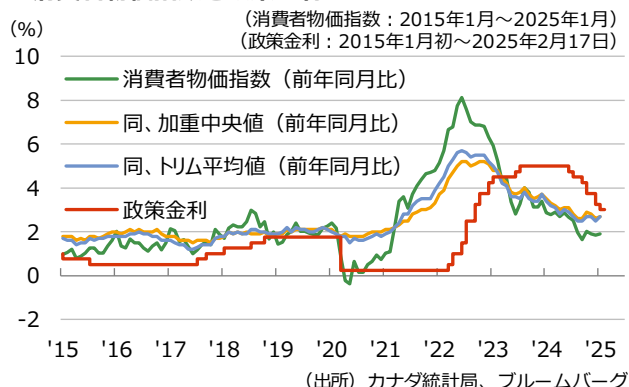
雇用者数と失業率



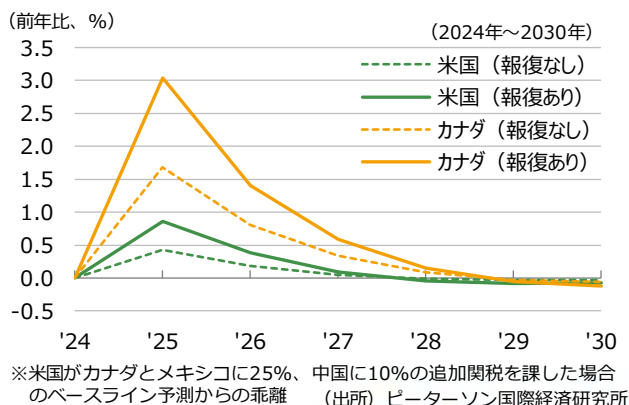
トランプ関税による米国とカナダの実質GDPへの影響



消費者物価指数と政策金利



トランプ関税による米国とカナダのインフレへの影響



経済

利下げで景気は上向く公算

個人消費の先行指標であるウェ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3カ月はほぼ横ばい。利下げ開始が近づく中で、家計・経済状況の先行きを示す項目が改善する一方、家計の実績（1年前との比較）を示す項目は低迷。そのため、実際の利下げで今後は家計の実績も改善し、指数全体が上昇しよう。利下げ余地が乏しいため、経済成長率の急加速は期待できないが、下振れリスクの軽減や景気モメンタムの改善を想定し、経済見通しを「やや弱気」から「中立」に引き上げた。

労働市場は堅調さを維持

労働市場は景気循環の影響をあまり受けず、雇用者数の堅調な増加が継続し、過去1年は失業率が4%前後で推移した。2月のRBA理事会では、失業率が従来に比べて上昇しない予想に修正された。こうした点も景気の下振れリスクが小さいことを示唆。

金利

利下げが開始されたが、今後は慎重に

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が確認され、RBAは2月18日の理事会で政策金利を4.35%から4.10%に引き下げることを決定した。もっとも、労働市場は堅調さを維持しており、RBAが昨年11月時点に比べて失業率の予想を下方修正するなど景気見通しは悪くない。また、早期の追加利下げには慎重な姿勢を示している。2月の利下げ開始は当社の想定通りであり、RBAの政策スタンスにも違和感がないため、政策金利の予想は今年末3.85%、来年末3.60%で据え置いた。

長期金利はレンジを切り下げる展開に

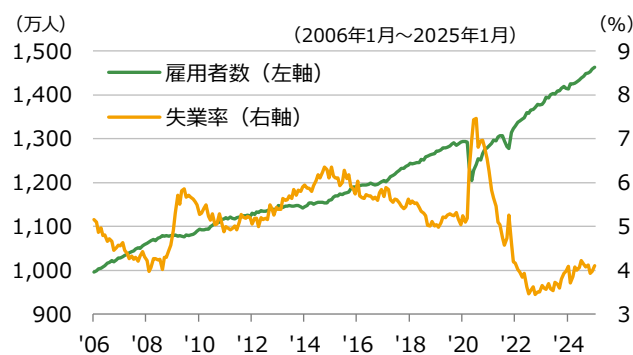
長期金利は、利下げに伴って徐々にレンジを切り下げる展開を想定。政策金利と同様に長期金利の低下余地も大きくはないが、水準は近年の中でも高い位置にあり、金利低下（価格上昇）も期待できる局面にあるため、債券の見通しは「やや強気」を維持。

消費者心理と個人消費



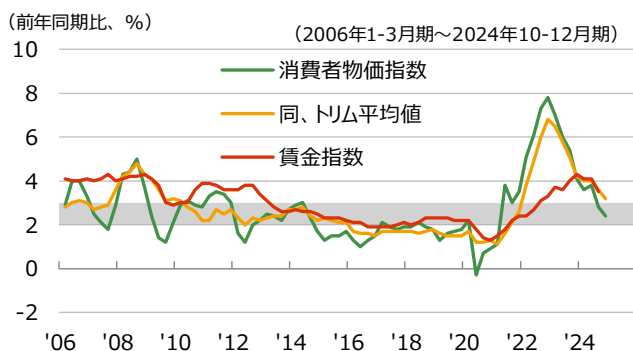
※消費者信頼感指数はウェストパック銀行発表のデータ
(出所) ウェストパック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

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



※賃金指数は2024年7-9月期まで ※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

利下げ、減税が景気回復を後押ししよう

インドは、世界でも数少ない「金融緩和」と「所得税減税」を同時に実施可能な国であり、すでに底打ちした景気回復を一段と後押しすることが期待される。トランプ減税とは異なり、財政規律を遵守した減税策も持続可能な観点から評価に値する。さらに、消費に関しては「所得税減税」に加えて、食品価格の低下が可処分所得を増加させ、消費を後押ししよう。引き続き、消費と投資の両輪による内需がインドの高成長を支え続けると見込む。

4月の追加利下げの可能性が高い

インフレ懸念が限定的な中、中銀は2月に約5年ぶりの利下げに踏み切った。中銀の声明文では、景気回復を見込むもそのペースは緩やかに留まる、との慎重な景気見通しが示された。これは追加利下げに向けた環境作りと考えられ、次回4月の会合でも追加利下げが行われる可能性が高いと見込む。

株式

足元の株価調整には行き過ぎ感も

昨年10月以降の株価調整は、バリュエーションにやや過熱感がある中、トランプ氏の米大統領当選が米ドル高及び新興国株式市場からの資金流出を促し、外国人投資家の売りが膨らんだことが主因である。インド経済や企業業績の下方修正も進んだものの、株価調整はファンダメンタルズ以上に進み、行き過ぎ感があるとも言える。トランプ米政権の相互関税関連の交渉には注意が必要だが、バリュエーションが低下したこともあり、センチメント悪化が一服すれば、インド株に買い戻しの余地はある。

今月号においては、NIFTY50指数の25年のEPS成長率予想を10%台後半から10%台前半へ下方修正し、年末時点の株価予想を引き下げた。但し、現時点の株価水準は売られ過ぎと判断する。年末まで約18%の上昇見通しは他国に比べて大きく、インド株見通しを「強気」へ引き上げる。

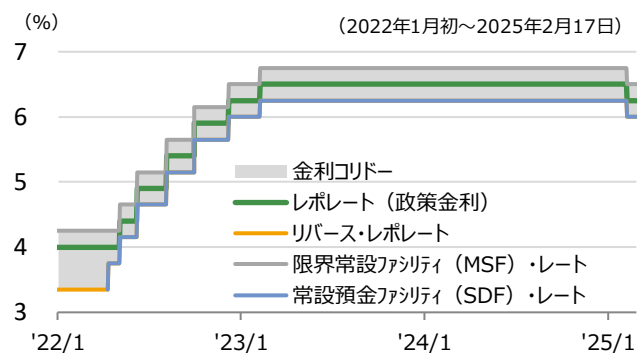
連邦政府の所得税減税策の一部の抜粋

年収	所得税現状	所得税減税後	減税額
80万ルピー	3万ルピー	0	3万ルピー
90万ルピー	4万ルピー	0	4万ルピー
100万ルピー	5万ルピー	0	5万ルピー
110万ルピー	6.5万ルピー	0	6.5万ルピー
120万ルピー	8万ルピー	0	8万ルピー
160万ルピー	17万ルピー	12万ルピー	5万ルピー
200万ルピー	29万ルピー	20万ルピー	9万ルピー
240万ルピー	41万ルピー	30万ルピー	11万ルピー

※240万ルピー以下の変化を抜粋 ※1ルピーは約1.8円

(出所) インド2025/26年度予算案

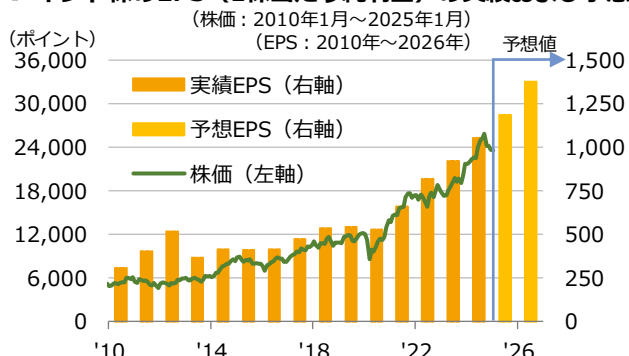
主要政策金利および金利コリドー



※金利コリドーとは、銀行間オーバーナイト金利の誘導目標レンジ

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インド株のEPS (1株当たり純利益) の実績および予想



※2025年度以降のEPS予想は2025年2月16日時点のブルームバーグ予想

※NIFTY50指数ベース ※株価は月末値

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

予想PER(株価収益率)の推移



※NIFTY50指数の予想PER

※過去5年平均 ※σは標準偏差

出所: ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ブラジルは景気減速の物価への波及待ち

ブラジルの経済活動指数（≒月次の実質GDP）の伸び率は、2023年前半の豊作による上振れを除けば、過去3年にわたって総合PMIと連動してきた。昨年終盤からPMIの低下が顕著であり、経済活動指数の更なる減速（悪化）を示唆する。金融引き締め効果が出てきたと言えよう。もっとも、今年1月に最低賃金が大幅に引き上げられており、景気減速がインフレ沈静化に波及するには時間を要しそうだ。

メキシコはトランプ関税が最大のリスク

トランプ米大統領は2月1日、メキシコに25%の輸入関税を課す大統領令に署名したが、実際の発動は先送りした。関税が発動された場合のメキシコ経済への影響は大きいと見られ、今後もメキシコが米国の麻薬や不法移民の対策に協力することで、大幅かつ広範な関税引き上げは回避されると見込む。ただし、状況は流動的であり、予断を持たずに見守りたい。

金利

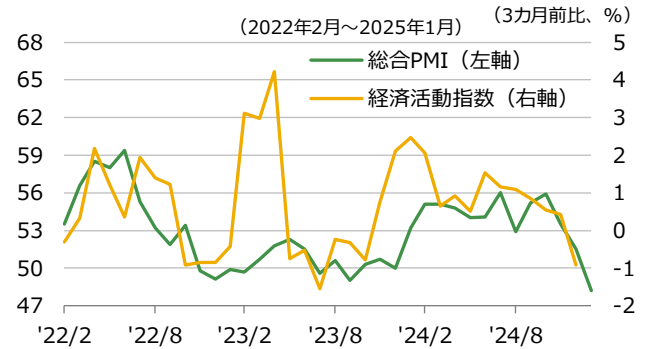
ブラジルの利上げ局面は続く見込み

ブラジル中銀は1月に政策金利を12.25%から13.25%に引き上げた。消費者物価指数（前年同月比）は1月に伸びが鈍化した。電気料金引き下げの寄与が大きく、これを除けば明確に加速。景気減速がインフレ沈静化に波及するには、なお時間を要するため、利上げ局面の継続が見込まれる。そのため、目先の国債利回りは高止まりしやすいとみる。もっとも、金利水準が高く、金利上昇の余地は限られることから、投資妙味は高まってきたと言えよう。

メキシコの利下げ局面は続く見込み

メキシコ銀行は0.25%ptずつ利下げしてきたが、2月は利下げ幅を0.5%ptに拡大。インフレ沈静化に加えて通貨安懸念の後退が背景にある模様で、為替の安定的な推移が続けば、次も0.5%ptの利下げが見込まれる。こうした状況を加味し、今年末と来年末の政策金利予想をいずれも0.5%pt引き下げた。

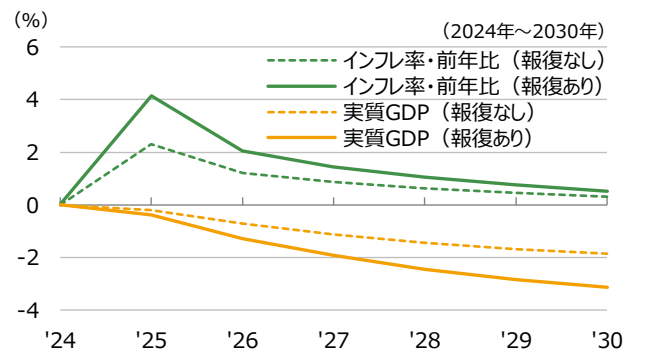
ブラジルの総合PMIと経済活動指数



※経済活動指数は2024年12月まで

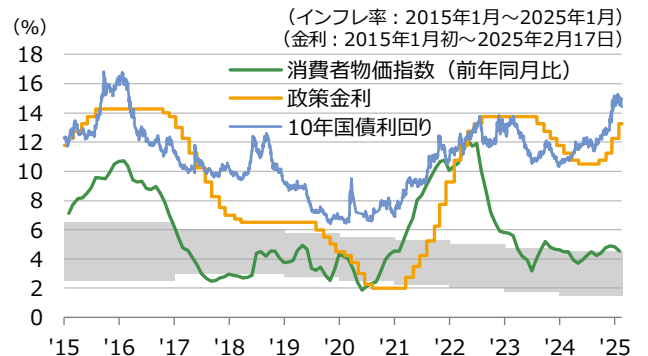
(出所) S&P Global、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

トランプ関税によるメキシコ経済への影響



※米国がカナダとメキシコに25%、中国に10%の追加関税を課した場合のベースライン予測からの乖離 (出所) ピーターソン国際経済研究所

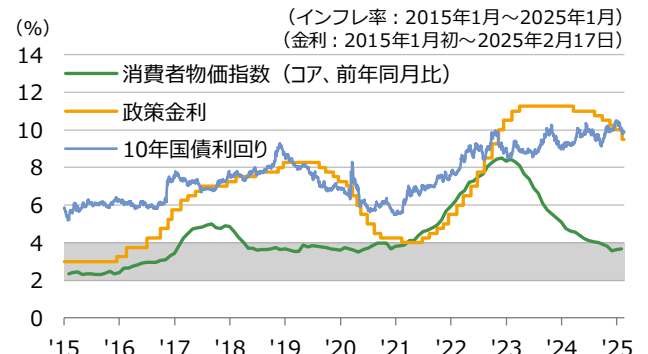
ブラジルのインフレ率と金利



※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

社会総与信の伸び率鈍化は一服

社会総与信を示す社会融資総量（ストックベース）の前年同月比には実質GDP成長率への先行性が見られ、特に1月は年上半期のGDP成長率を左右することで注目度が高い。同指標は12月以降伸び率鈍化が一服しており、景気減速に歯止めがかかるとの期待が浮上。但し、通貨供給量の伸び率からは金融環境が緩和的とは言えず、景気対策に関しては3月5日の全人代で発表予定の財政政策に注目。

不動産の不良債権処理先送りの悪影響

社会総与信の低迷の一因には、需要不足の他に、不動産関連の不良債権処理の先送りもある。預貸率は90年代末の大規模な国有企業改革以来の高水準を更新しており、融資拡大の余地は限定的。金融仲介機能の低下や、貸出態度の消極化、金融システムへの信頼低下による企業・消費者の慎重化を招き、経済に下押し圧力を加えると見込まれる。

株式

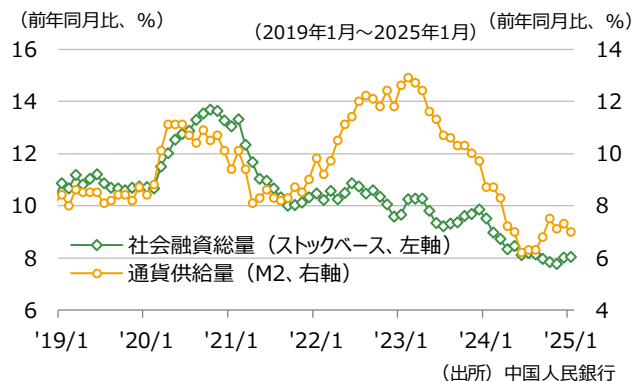
当面ハイテク株を再評価する動きが続くか

1月下旬のディープシーク・ショック以降、中国のハイテク株を見直す機運が高まった。ディープシークに続き、アリババの対話型AIやBYDの高度自動運転システムへの注力などが発表され、技術革新への期待が高まり関連企業の株価が急騰した。ディープシークなどのAI技術力には疑問が残るものの、技術革新の度合いが判明するまでには時間がかかることや、消去法で選好されやすいことから、ハイテク株の影響を一部受けるMSCI中国指数の株価目標値を引き上げる。また、相対的な強弱感に関しても「弱気」から「やや弱気」へ引き上げる。

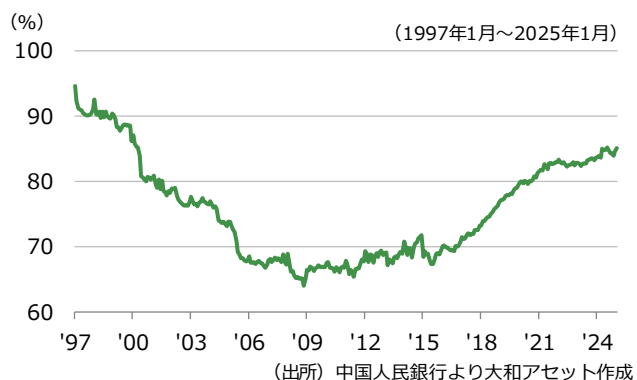
企業業績の顕著な改善は見込まれず

対話型AIやEV産業などの価格崩壊により、技術革新が企業業績の上方修正に繋がるとは依然見込めず。リビジョン指数も低調。株価は短期的に上値を試すも、中長期の上昇は依然期待できず。

マネー関連指標



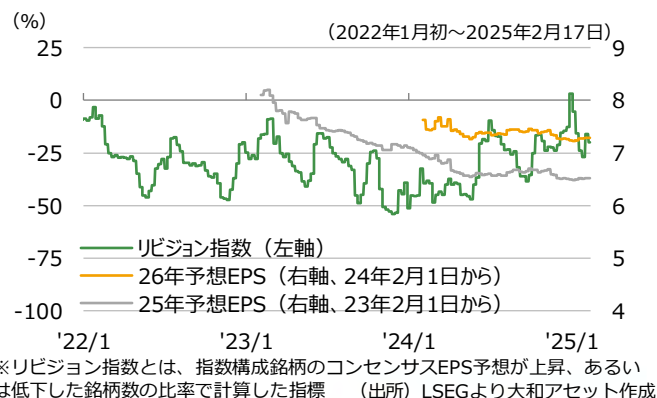
商業銀行の預貸率



各種株価指数の推移



MSCI中国指数の業績見通し





金利

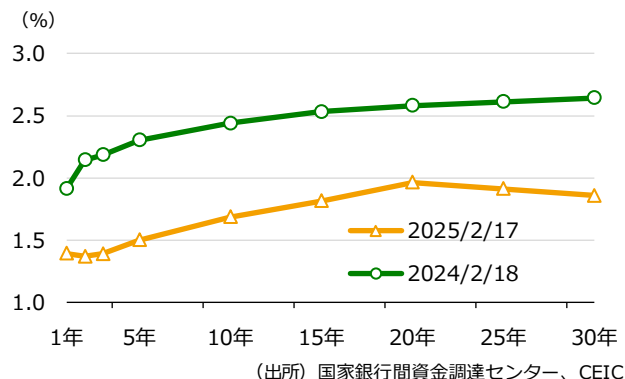
景気対策への期待は低く、質への逃避進む

過去1年は、不動産市況の悪化や当局の景気支援への関心の薄さから、景気低迷長期化への懸念が強まった。株価下落とともに、債券市場への資金逃避を受けイールドカーブ全般において金利が低下。10年国債利回りは確認可能な2000年以降の低水準を更新し続け、90年代のバブル崩壊後の日本を彷彿とさせる。3月5日開幕の全人代で、デフレと需要不足への対策として大規模な財政支出策が講じられなければ質への逃避により金利低下が継続しよう。

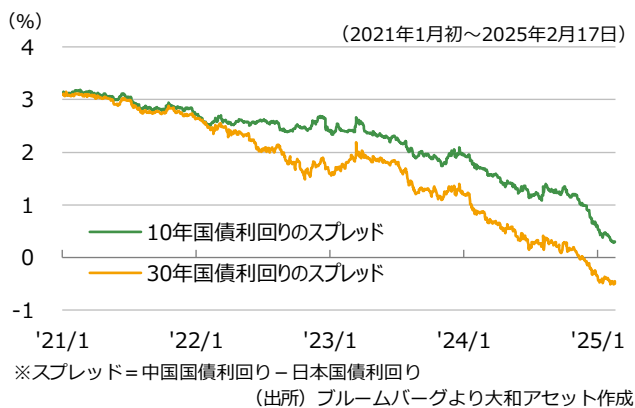
日本と中国の10年債利回りの逆転も目前

24年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」が象徴される出来事となった。足元では30年債に続き10年国債利回りの逆転も目前に迫っている。日銀の追加利上げ期待が高い中、全人代で発表される景気対策が乏しければ、日中国債利回りの逆転は一段と顕著になろう。

過去1年の本土国債のイールドカーブの変化



中国と日本の長期金利差の推移



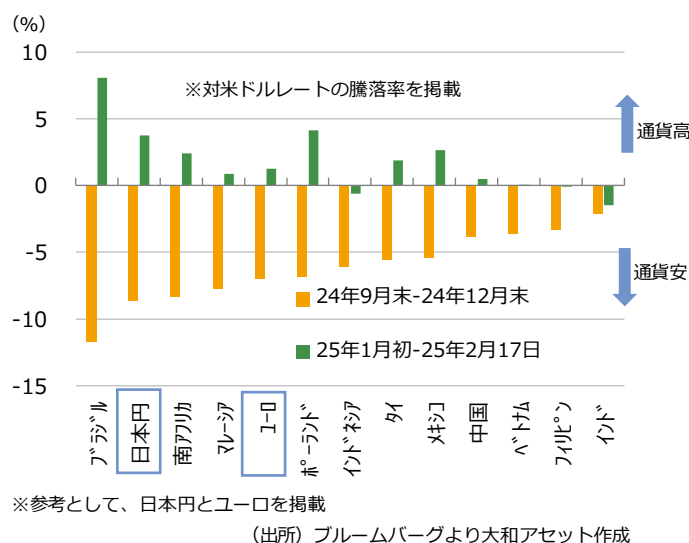
今月の新興国コラム

トランプ氏当選で上下に振れる新興国通貨

2024年10月以降、トランプ氏の米大統領当選見通しが世界的な米ドル高に繋がった。24年10月から年末までの各国通貨の対米ドル騰落率を見ると、財政懸念を抱えるブラジルや南アフリカ等は独自の懸念材料で大幅に売られた。しかし、先進国の日本円やユーロに比べ、その他の多くの新興国通貨は減価幅が限定的であった。年初来の反発局面で、増価幅が大きかったブラジル・レアルは大幅な介入が影響。一方、アジアの通貨の戻りが鈍いのは、24年10月以降の減価幅が小さかったためと考えられる。

特に、インド・ルピーは、年初来やや減価しているが、24年10月以降の米ドル高局面では底堅く推移し、他通貨をアウトパフォームした。潤沢な外貨準備を背景に、外部ショックへの耐性が示された。

24年10月以降の米ドル高局面での新興国通貨騰落率





米ドル

円高と米ドル安に振れる為替市場

最近1カ月間ほどは、米ドル円とクロス円（米ドル以外の通貨の対円為替）が下落している。米国など海外金利の低下と国内金利の上昇が円高に働き、リスクオンの円安を上回ったためである。米ドルは円以外の通貨に対しても下落した。米金利が今年1月をピークに反落したこととリスクオンが米ドル安に働いたためである。今後も、海外金利は中期的に低下基調を辿り、円高に作用していくと予想する。

実質金利差の縮小で米ドル安・円高に

米ドル円は今年1月に158円台で頭打ちとなったが、これは日米の名目金利差や実質金利差が縮小したことが原因である。2021年以降の日米10年実質金利差と米ドル円の相関からは、直近の実質金利差（2.34%）で米ドル円は147円程度となる計算に。リスクオンの円安圧力が働いているうちは米ドル円は日米金利差に見合う水準を上回りやすいが、金利差縮小につれて米ドル円は下落していくと見ている。

米国はインフレ期待上昇で実質金利低下

米国は関税を巡り期待インフレ率が上昇したが、実質金利は低下している。関税引き上げ分が価格転嫁されれば物価が上昇し、消費者の負担増となり個人消費が圧迫される。価格転嫁されなければ輸入企業の負担増となり利益減に作用する。つまり、関税はインフレ要因となるだけでなく、消費者や企業の負担を増やし景気減速要因となる。そのため、米国の実質金利は低下しやすい状況にあると考えられる。

日本はインフレ期待上昇で実質金利上昇

日本は期待インフレ率が上昇したが、実質金利もわずかながら上昇している。賃金コスト上昇や円安等による輸入コスト上昇の価格転嫁が企業に広がるなかで、期待インフレ率が上昇基調にある。そして期待インフレ率の上昇を背景に日銀の追加利上げ観測が高まり、実質金利が上昇している。米国に比べ日本は実質金利の低さもあり、実質金利の上昇余地は大きいと考えられる。今後も日米実質金利差の縮小につれて米ドル安・円高が進む可能性が高い。

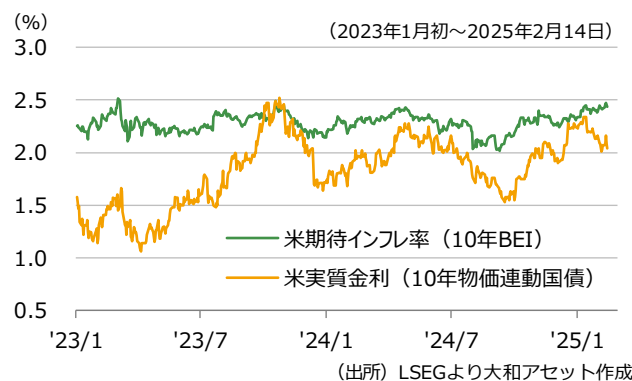
米ドル・円・他通貨の為替レート



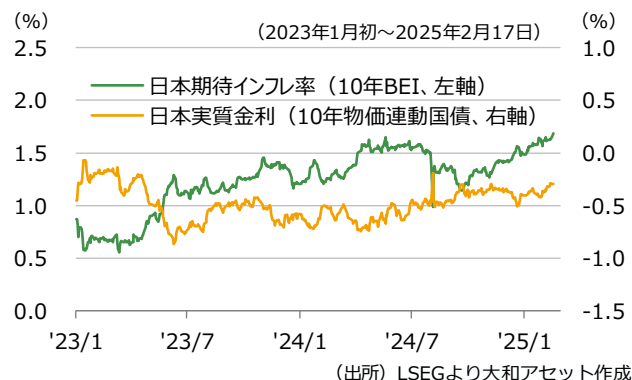
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



日本の期待インフレ率と実質金利





ユーロ

金利面からユーロ安・円高が進行へ

今年1月はユーロ圏のインフレ鈍化見通しと利下げ観測の一方で日銀の利上げ観測もあり、相対的な欧州金利低下とユーロ安・円高が進んだ。足元ではウクライナ戦争終結への思惑などから、欧州金利上昇とリスクオンによりユーロ高・円安に振れる場面もあった。今後は、欧州経済の弱さを背景に相対的な欧州金利低下とユーロ安・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

今年1月にかけては米国の利下げ鈍化観測による米金利上昇などからユーロ安・米ドル高が進んだが、その動きは一服している。今後、関税を引き上げる米国の方が欧州よりインフレ期待が高まりやすいだけでなく景気減速懸念も高まりやすいだろう。リスクオフはユーロ安要因となり得るが、米国に比した欧州の相対的な金利低下は限定的なものにとどまり、ユーロ安・米ドル高の進行は抑制されると予想する。

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドル円はレンジ推移が継続

カナダの金利低下と日本の金利上昇で両国の5年国債金利差は一段と縮小したが、カナダ・ドル円は過去半年程度の105～110円を中心としたレンジ推移が継続。日銀が追加利上げを模索する中でも、当社の想定通りカナダ銀行が利下げを停止すれば、カナダ・ドル円の下落余地は限られよう。ただし、米国の関税政策やそれに対するカナダの政策対応など、不透明要因が多いため、予断を持たずに注視したい。

豪ドル円は底堅い推移を想定

RBAの利下げを織り込む局面では豪ドル安に振れる場面もあったが、豪ドル円は大幅な下落とはならず。両国の大きな金利差やRBAの利下げ余地の小ささから、豪ドル円は底堅く推移すると見込む。なお、豪州経済は直接的に米国の関税政策の影響を受けづらいが、豪ドルは世界的なリスクセンチメントや中国人民元の動向に左右される可能性にも注意が必要。

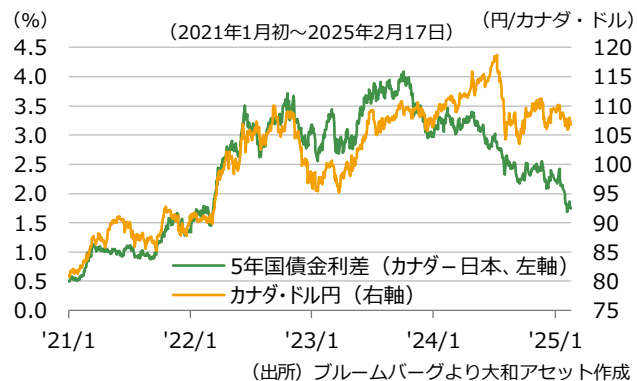
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



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

中国では、内外企業の海外移転が進む

直近の10-12月期の対内・対外直接投資をみると、資金流出が続いている。中国企業の製造業を中心とした海外への投資が政府から容認される中、中国企業と外国企業の双方で海外への生産拠点の移転が進んでいる。国際収支バランスの悪化を受け、中長期的に人民元安の圧力が強まろう。

インド、米関税策による売りは行き過ぎ

足元は、トランプ米大統領の関税政策がインドの金融市場のセンチメントを悪化させている。当初、インドは米国の輸入での比率が低く、標的にされないと見られていたが、トランプ大統領が発表した相互関税が懸念される。但し、これは交渉手段としての側面があることや、インドの対米輸出が輸出全体の18%に留まることから、米関税策の悪影響は限定的と考える。インドの株式・為替市場のネガティブな反応は行き過ぎで、買戻しの余地があると見る。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

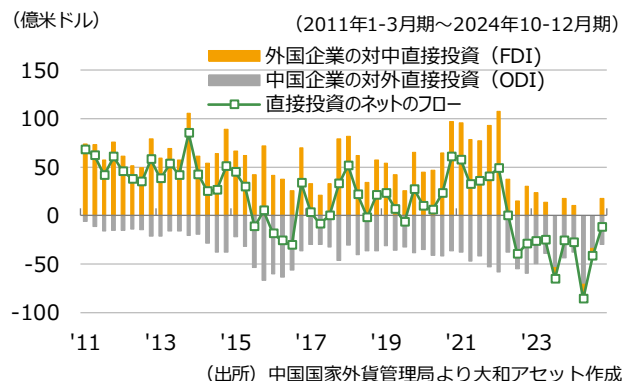
ブラジル・レアルは年初から大幅増価

ブラジル・レアル（対米ドル）は、年初からの増価傾向が継続。ブラジル中銀は利上げを続けており、依然としてレアルは金利面での魅力が高まる方向にある。ただし、今後は、中銀が昨年終盤にレアル買いの為替介入で取り崩した外貨準備の積み上げに動くことで、レアル買いのフローは一部吸収される可能性がある。レアルの見通しは「やや強気」を維持するが、レアル高のペースは緩やかになるだろう。

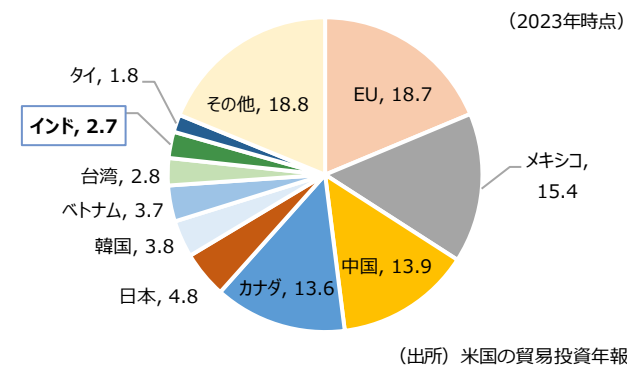
メキシコ・ペソは関税懸念でも底堅い

メキシコ・ペソは、トランプ米政権の関税引き上げ観測に上下しつつも、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月以降のペソ安で、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、最近の底堅さにつながっている模様。実際の関税引き上げが回避される限り底堅さを維持しよう。

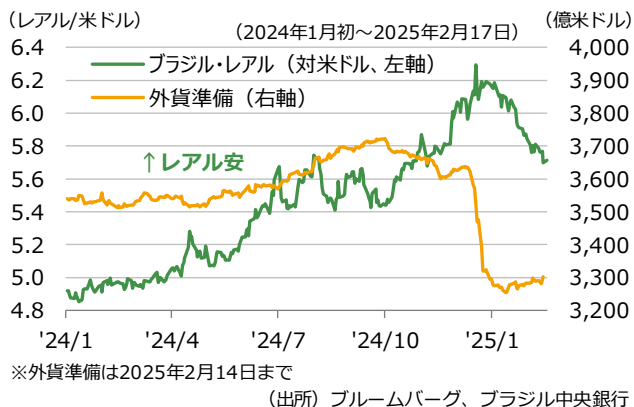
中国の対内・対外直接投資の推移



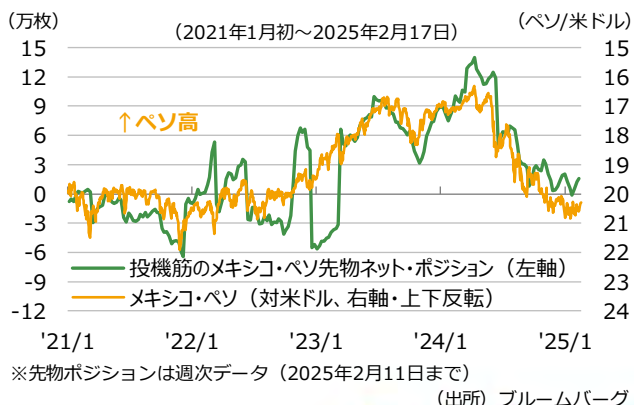
米国の国・地域別輸入構成比（通関ベース）



ブラジル・レアル（対米ドル）とブラジルの外貨準備



メキシコ・ペソの先物ポジションとメキシコ・ペソ





原油

オーバーシュートは短期間で沈静化

ロシア産原油の供給不安を背景に、WTI原油先物価格は1月半ばに80米ドルまで急騰したが、短期間で沈静化して足元では70米ドル台前半で推移している。トランプ米大統領が原油・天然ガスの増産を打ち出し、OPECなどに原油価格の引き下げを要請すると表明したことも沈静化に影響したと見られる。さらには、米国の関税政策が世界経済の悪化をもたらすとの懸念も下方圧力として働いた。

2025年は供給増加で価格弱含みへ

EIA、OPEC、IEAによる2025年の世界需給見通しが2月半ばに更新されたが、いずれも前月と比べ大きな変化はない。2026年にかけてOPECプラスによる自主減産縮小や、米国の増産などで供給量の増加が見込まれている。中国景気の減速懸念も拭えず、需給緩和は避けられないと考え、当社予想の2025年末WTI価格は65米ドルを据え置いている。

金

米ドル安、米政策の不透明感が押し上げ

金先物価格は1月以降ほぼ右肩上がりで推移し、2月中旬には2,960米ドル超の史上最高値を記録した。1月後半は米ドルが主要通貨に対して下落したことから、米ドルの代替資産として買われた。2月に入ると、トランプ米大統領の関税政策がインフレの再燃や経済成長の鈍化を招くリスクが懸念され、安全資産とされる金の逃避買いが加速した。

2024年4Qの総需要は過去最高

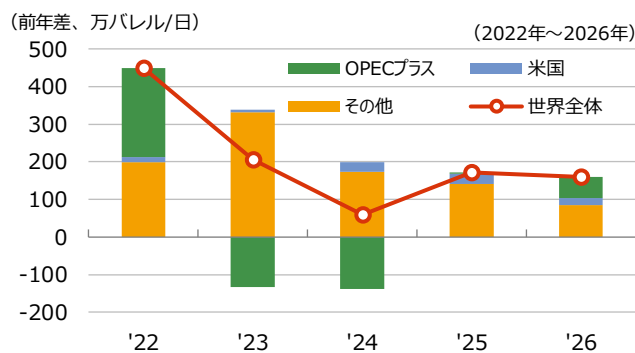
2024年10-12月期の金総需要（含む相対取引）は前年同期比+1%となり、四半期として過去最高を記録した。中央銀行の購入や、金ETFが資金流入に転じた投資分野がけん引役となった。一方、総需要の約4割を占める宝飾品分野は価格高騰が響き同▲12%に落ち込んだ。2025年は経済の不確実性を背景に、ETF投資や中央銀行の購入が需要をけん引し、宝飾品が低迷する構図は変わらないと考える。

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



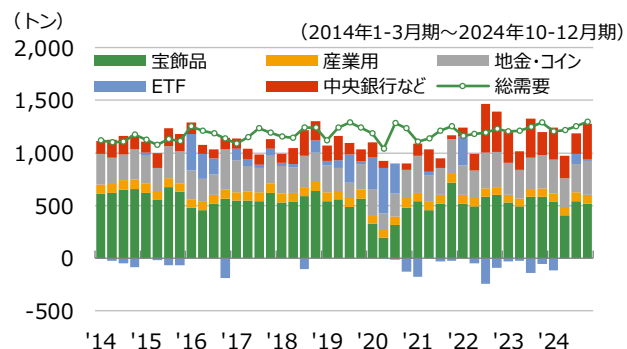
※2025年以降はEIAの予測
(出所) EIAより大和アセット作成

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※1年先1カ月金利は市場が織り込む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

金の需給バランス



(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	トランプ米大統領は、就任直後に対メキシコ、カナダ、及び中国への関税措置を打ち出した。ただし、対メキシコ、カナダは発動が1カ月延期された一方、対中国では10%の追加関税が発動された。中国を除く他国への関税が取引のための材料であると思われることに対して、対中国ではグローバルなサプライチェーンから中国を切り離すことが目的と考えられるなど、一線を画しているようだ。対する中国は米国への報復措置を打ち出し、世界経済の二大国による対立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	日銀の利上げに対するスタンスが先鋭化し、国内長期金利が上昇している。1月に公表された展望レポートでは「経済活動や物価・賃金のダイナミクスも、労働需給のひっ迫に焦点を当てた情勢判断を行うことが重要な局面になっていることを示唆している」とされ、労働需給のひっ迫（人手不足）を起点に追加利上げを継続していく方針のようだ。もっとも、いまだ消費が強いとは言えない中でコストプッシュインフレを理由とした利上げ継続は景気を下振れさせるリスクが大きいことや、金利上昇に伴う利払い費の増加が国家財政への不安を高めるなど、利上げに伴いリスクも増大することには注意が必要。

※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	3月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●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）	●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	●日銀金融政策決定会合（30-1日）	●ECB理事会（16-17日）	●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（16日）
	5月		●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（8日）	●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	●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（22日）	●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）	●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	●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）	●ECB理事会（23-24日） ●FOMC（29-30日）	●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		●BOE金融政策委員会（7日）	●メキシコ金融政策決定会合（7日） ●RBA理事会（12日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●ECB理事会（10-11日） ●FOMC（16-17日） ●BOE金融政策委員会（18日）	●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	●日銀金融政策決定会合（29-30日）	●EU首脳会議（23-24日） ●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（29-30日）	●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		●BOE金融政策委員会（6日）	●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	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●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）	●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	●日銀金融政策決定会合（月内） ●通常国会召集（月内）	●FOMC（27-28日）	●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）
	2月		●ECB理事会（4-5日） ●BOE金融政策委員会（5日） ●EU首脳会議（月内）	●メキシコ金融政策決定会合（月内） ●RBA理事会（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		2/17	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	0.50%	0.25	0.60	0.60
ユーロ圏	中銀預金金利	2.75%	-0.25	-1.25	3.25
カナダ	翌日物金利	3.00%	-0.25	-2.00	2.75
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	6.25%	-0.25	-0.25	2.25
ブラジル	セリック・レート	13.25%	1.00	2.00	2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	9.50%	-0.50	-1.75	3.50
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		2/17	1カ月	1年	3年
米国		4.48%	-0.15	0.20	2.51
日本		1.40%	0.19	0.66	1.17
ドイツ		2.49%	-0.05	0.09	2.26
カナダ		3.11%	-0.19	-0.48	1.19
豪州		4.45%	-0.04	0.26	2.24
インド		6.69%	-0.07	-0.41	0.02
ブラジル		14.43%	-0.77	3.58	2.89
メキシコ		9.89%	-0.48	0.58	2.09
中国		1.69%	0.03	-0.75	-1.09

		直近値	期間別変化率		
株価指数		2/17	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	6,115	2.0%	22.2%	39.6%
	NYダウ	44,546	2.4%	15.3%	29.8%
日本	TOPIX	2,767	3.3%	5.4%	43.3%
	日経平均株価	39,174	1.9%	1.8%	43.8%
欧州	STOXX600	555	6.1%	13.0%	19.6%
インド	NIFTY50指数	22,960	-1.1%	4.2%	32.7%
中国	MSCI中国	73.47	17.2%	37.3%	-13.4%
ベトナム	VN指数	1,273	1.9%	5.2%	-15.6%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		2/17	1カ月	1年	3年
米ドル		151.51	-3.1%	0.9%	31.8%
ユーロ		158.85	-1.1%	-1.8%	21.6%
カナダ・ドル		106.82	-1.1%	-4.1%	18.1%
豪ドル		96.31	-0.5%	-1.8%	16.6%
インド・ルピー		1.74	-3.3%	-3.7%	13.9%
ブラジル・リアル		26.53	3.0%	-12.3%	19.4%
メキシコ・ペソ		7.47	-0.7%	-15.2%	31.9%
中国人民元		20.84	-2.3%	-0.2%	14.9%
ベトナム・ドン		0.60	-3.4%	-2.7%	17.6%

		直近値	期間別変化率		
リート		2/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,464	2.5%	15.0%	6.1%
日本	東証REIT指数	1,686	2.6%	-1.7%	-12.0%

		直近値	期間別変化率		
商品		2/17	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		70.74	-9.2%	-10.7%	-22.9%
COMEX金先物価格		2,901	5.5%	43.3%	52.5%

※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

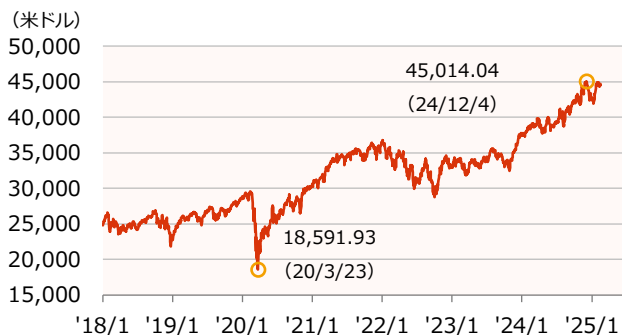
※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

（出所）ブルームバーグ

Daiwa Asset Management

株価指数

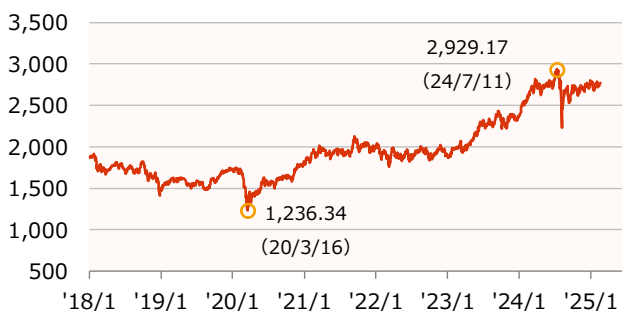
NYダウ



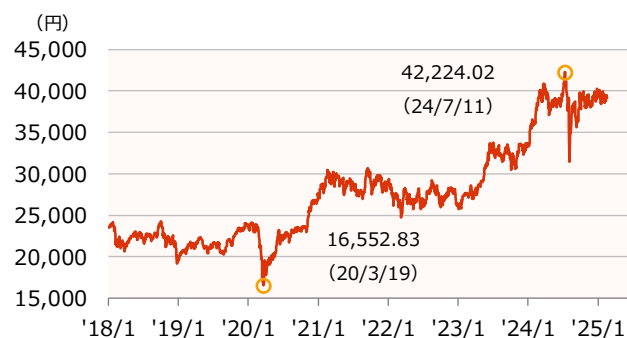
S&P500



TOPIX



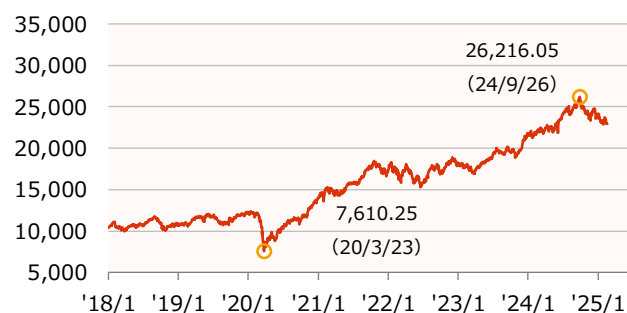
日経平均株価



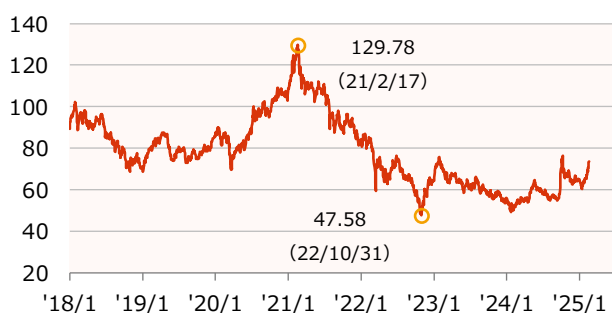
STOXX600



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2月17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



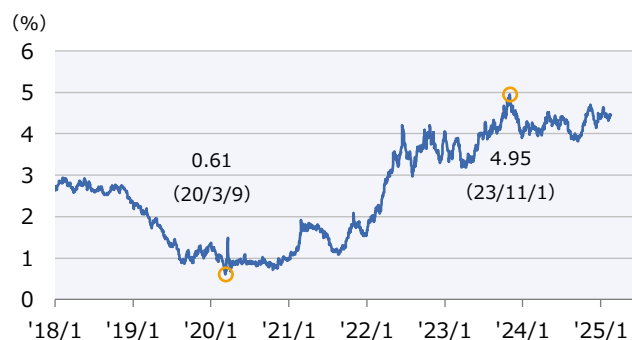
■ ドイツ10年国債利回り



■ 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2月17日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

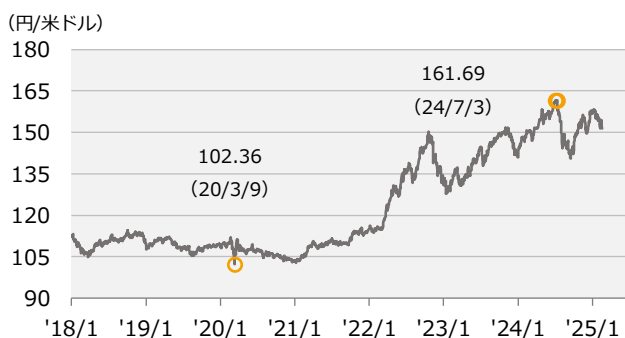
■ NAREIT指数（配当込み）



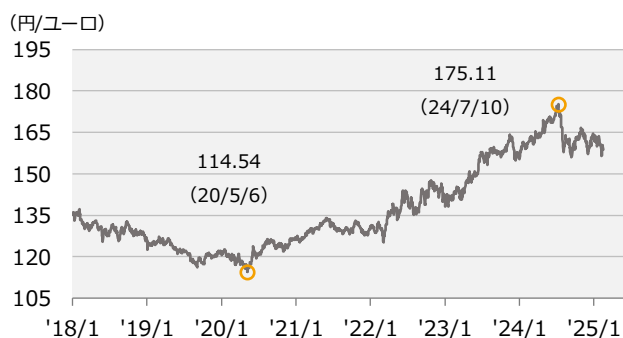
■ 東証REIT指数（配当なし）



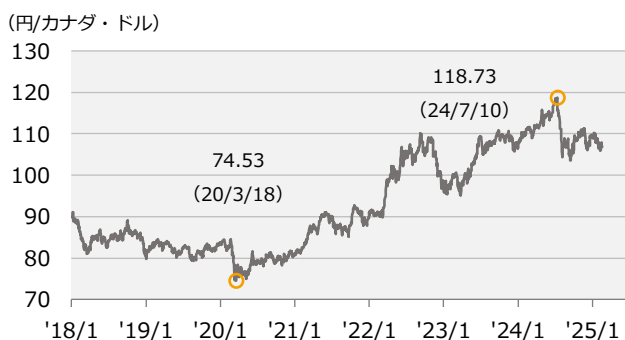
■ 米ドル円



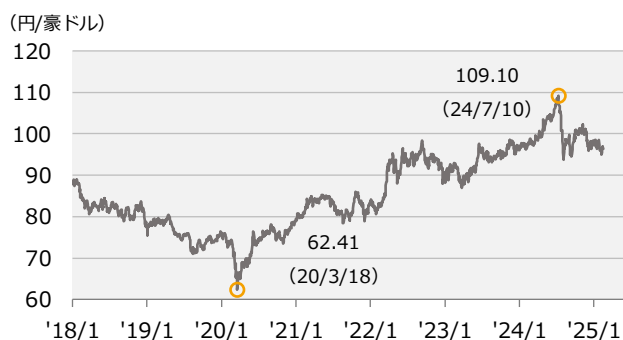
■ ユーロ円



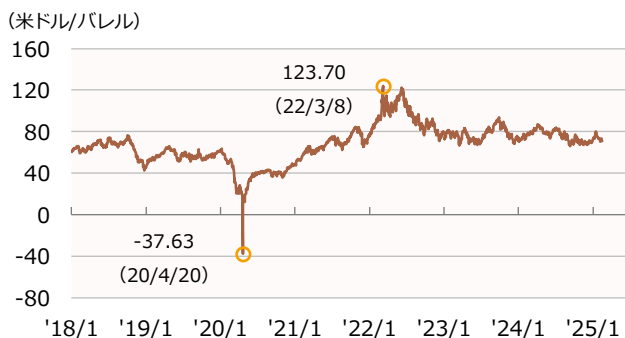
■ カナダ・ドル円



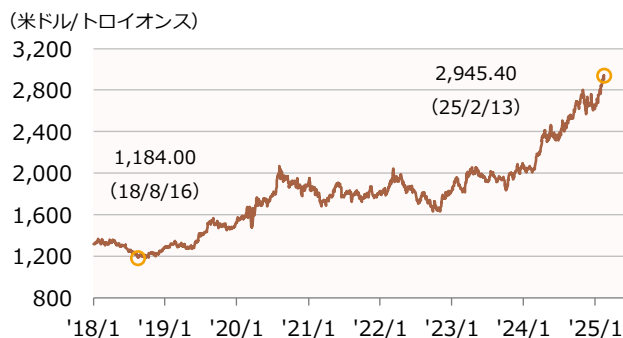
■ 豪ドル円



■ 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2月17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ください。また、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、それらはあ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：担保付補完貸出、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2月17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2月20日）