情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

12 DEC. 2024

今月のチャート

トランプトレードの負の側面

| 米2年国債利回りと米ドルインデックス





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

• • • • 27

• • • • 28

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

チャート集

見通し要約

トランプトレードの光と影

- 1 米国大統領・議会選挙は「トリプルレッド」となった。これにより政策の実現可能性が大いに 高まる。トランプ氏の志向する政策の1つには減税などの拡張財政があり、2016年同様に市場 の初期反応は景気加速期待による株高だった。これはトランプトレードの光の部分だと言える。
- トランプ氏の選挙公約には減税の他に関税引き上げや不法移民抑制などがあり、新政権でこれ らの政策が実行されるとインフレ再燃が懸念される。その象徴が米金利高と米ドル高で、最終 的には米国経済が減速する可能性もある。これはトランプトレードの影の部分だと言える。
- I トランプ氏は自身の成果として米国株高を最も志向しているとも考えられる。選挙公約を実現 することが米国株安をもたらすならば、選挙公約を反故にすることも考えられる。先行きの世 界経済・金融市場は良くも悪くもトランプ新政権の政策次第だと言え、現時点での合理的な予 測は困難であるが、トランプトレードが再度「光」となることを期待したい。

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

米国大統領・議会選挙はトリプルレッド

米国大統領・議会選挙では、トランプ氏の勝利に加え、上下院ともに共和党が制する「トリプルレッド」となった。これにより政策の実現可能性が大いに高まる。トランプ氏の志向する政策の1つには減税などの拡張財政があり、2016年の大統領選挙で勝利した際には、直後から景気加速期待が株高をもたらした(トランプトレード)。その記憶もあり、今回も市場の初期反応は株高だった。これはトランプトレードの光の部分だと言える。ただし2016年時とは異なり、今回は賞味期限は短く、一時は上昇していた株式市場も足元では下落に転じている。

トランプトレードの光と影

トランプ氏の選挙公約には減税の他に、関税引き 上げや移民抑制などがある。しかし減税は景気を過 熱させ、関税引き上げは輸入物価の上昇、不法移民 抑制は労働力不足による賃金上昇、といずれもイン フレ要因だと考えられる。コロナ禍以降のインフレ も収まりつつあり、FRBは9月に利下げを開始した。 しかしトランプ新政権で前述の政策が実行されると インフレ再燃が懸念される。その象徴が米金利高と 米ドル高で、最終的には米国経済が減速する可能性 もある。これはトランプトレードの影の部分だと言 える。とりわけ影の部分が強く出るのが新興国。比 較的多くの新興国が米国の利下げ開始に合わせるよ うに利下げを開始した。共通するのは米金利高を背 景とした自国通貨安(米ドル高)の回避。米国が利 下げに転じることで新興国も利下げを行うことがで きるようになるはずであったが、状況が変わった。 加えて米国による関税引き上げは相手国の報復関税 引き上げをもたらすことで、世界経済が減速するこ とをIMFも警告している。トランプトレードの中で 新興国株の下落が際立つのはこのためだ。もっとも、 トランプ氏は自身の成果として米国株高を最も志向 しているとも考えられる。選挙公約を実現すること が米国株安をもたらすならば、選挙公約を反故にす ることも考えられる。先行きの世界経済・金融市場 は良くも悪くもトランプ新政権の政策次第だと言え る。現時点での合理的な予測は困難であるが、トラ ンプトレードが再度「光」となることを期待したい。

世界株式



■ 世界株式(2016年の米国大統領選挙前後)



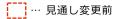
│ 米国のインフレ期待(2年BEI)



│ 米2年国債利回りと米ドルインデックス



表の見方



経済・主要資産の見通し(今後1年程度)

強気 一言コメント 弱気 中立 経済 米国 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。 物価水準は高止まりも、実質賃金のプラス転換に伴う消費回復に期待。 日本 利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で緩やかな回復も、景気下振れリスクは大きい。 欧州 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。 カナダ 豪州 実質賃金上昇や財政支援で底堅いが、利下げ転換と本格的な景気回復はまだ先。 インド 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。 足元の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。 ブラジル 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。 メキシコ 中国 景気浮揚に繋がる財政刺激策は打ち出されず、景気は低空飛行が続こう。 ベトナム 電子製品関連の輸出が好調で、不動産市場も回復しつつあり、7%に近い高成長を予想。

※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	米国	利下げと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	内外の政治リスク、コストプッシュインフレ再燃は重しだが、好需給で上昇トレンド継続を想定。
	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相場の重しに。
	インド	米ドル高が一服すれば海外資金の流出が一段落し、買戻しが入りやすいと見込む。
	中国	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	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	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	次回利上げは24年12月を想定。長期金利は来年末にかけて緩やかに上昇すると予想。
	欧州	2025年は四半期毎の利下げへ。ドイツの長期金利は2025年中1%台後半で推移。
	カナダ	当面の連続利下げを想定するが、市場は織り込み済みで長期金利の低下余地は限定的。
	豪州	長期金利は先進国内で最高水準。2025年から緩やかな利下げで長期金利は低下へ。
	インド	近い将来の利下げ開始期待と米金利高止まりの板挟みの中、レンジ推移を見込む。
	ブラジル	目先は利上げ継続で金利は高止まりしやすい。来年半ば以降は再び利下げ転換が視野に。
	メキシコ	政策金利が高い位置から緩やかな利下げが続けられる局面であり、投資妙味が高い。
	中国	中銀が金利低下をけん制する介入を強めると見込み、金利のレンジ推移を見込む。
リート	米国	実質金利低下と見直し買い気運、良好な不動産ファンダメンタルズから上昇を想定。
	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。
ı		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。
ı		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。
ı		カナダ・ドル		目先は積極的な利下げが通貨安に作用。来年前半の利下げ停止で反発する展開を想定。
ı		豪ドル		相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。
ı		インド・ルピー		世界的な米ドル高の進行にもかかわらず、概ね底堅く推移。底力が示され、安心材料。
ı		ブラジル・レアル		主要国に逆行する利上げで実質金利が上昇。財政の不透明感が和らぎレアルは反発へ。
ı		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。
ı		中国人民元		景気低迷の長期化等が重しで、米ドル安局面でも上値が重い展開を見込む。
		ベトナム・ドン		米ドルペ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

経済・金利の予想値

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GD	P(前年比、	%)	
	実績値 2023年	予想値 2024年	2025年	2026年
米国	2.5	2.7	1.8	1.9
日本	1.7	0.2	1.2	0.9
ユーロ圏	0.4	0.7	1.4	1.6
カナダ	1.2	1.0	2.2	2.0
豪州	2.0	1.4	1.6	2.5
インド ^{*1}	8.2	6.8	6.8	7.0
ブラジル	2.9	2.8	2.0	2.4
メキシコ	3.2	1.5	2.0	2.2
中国	5.2	4.6		4.2
ベトナム	5.1	6.8		7.2

*	*;*	**		
*	×	÷	٠.	7
*	`*`	*^;		





金融政策の見方

米国	年内は1回、2025年は4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250億ドル、MBSを同300億ドル圧縮。
日本	・2024年12月、2025年4月に各0.25%pt の追加利上げへ。・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	年内は12月も続けて、2025年中は四半期毎に0.25%ptの利下げを予想。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2025年以降停止。

	政策金利	(%)				10年国債	利回り	(%)		
	実績値 2023年末	直近値 11月19日	予想値 2024年末	2025年末	2026年末	実績値 2023年末	直近値 11月19日	予想値 2024年末	2025年末	2026年末
米国	5.25 ~5.50	4.50 ~4.75	4.25 ~4.50	3.25 ~3.50	3.25 ~3.50	3.9	4.4	4.1	3.8	3.8
日本	-0.10	0.25	0.50	0.75	0.75	0.6	1.1	1.0	1.1	1.1
ユーロ圏*2	4.50 4.00	3.40 3.25	3.15 3.00	2.15 2.00	1.65 1.50	2.0	2.3	2.0	1.8	1.8
カナダ	5.00	3.75	3.50	3.00	3.00	3.1	3.3	3.1	3.2	3.2
豪州	4.35	4.35	4.35	3.85	3.60	4.0	4.6	4.3	4.1	3.9
インド	6.50	6.50	6.50	5.75	5.75	7.2	6.8	6.8	6.5	6.5
ブラジル	11.75	11.25	11.75	10.50	9.50	10.4	12.8	12.2	11.0	10.5
メキシコ	11.25	10.25	10.00	9.00	8.50	9.0	9.9	9.6	9.2	8.8
中国	1.80	1.50	1.50	1.10	1.10	2.6	2.1	2.0	1.6	1.4
ベトナム	4.50	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。

株価・リート・為替の予想値

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

		株価指数	株価指数											
		実績値 2023年末	年間 騰落率	直近値 11月19日	年初来 騰落率	予想値 2024年末	年間騰落率	2025年末	年間 騰落率	2026年末	年間騰落率			
米国	S&P500	4,770	+24%	5,917	+24%	6,200	+30%	6,600	+6%	6,700	+2%			
不凹	NYダウ	37,690	+14%	43,269	+15%	45,500	+21%	48,300	+6%	49,000	+1%			
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,710	+15%	2,850	+20%	3,200	+12%	3,400	+6%			
山本	日経平均株価	33,464	+28%	38,414	+15%	40,000	+20%	43,000	+8%	45,000	+5%			
欧州	STOXX600	479	+13%	501	+5%	530	+11%	570	+8%	600	+5%			
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,519	+8%	25,200	+16%	30,000	+19%	33,000	+10%			
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.70	+16%	60.00	+7%	65.00	+8%	60.00	-8%			
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,205	+7%	1,300	+15%	1,550	+19%	1,750	+13%			

		リート									
		実績値 2023年末	年間 騰落率	直近値 11月19日	年初来 騰落率	予想値 2024年末	年間 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%	26,146	+14%	27,300	+19%	30,400	+11%	33,400	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,682	-7%	1,900	+5%	1,950	+3%	2,000	+3%

	為替(対	円)								
	実績値 2023年末	年間 騰落率	直近値 11月19日	年初来 騰落率	予想値 2024年末	年間騰落率	2025年末	年間 騰落率	2026年末	年間騰落率
米ドル	141	+8%	155	+10%	148	+5%	136	-8%	133	-2%
ユ –ロ	156	+11%	164	+5%	157	+1%	142	-10%	142	+0%
カナダ・ドル	106	+10%	111	+4%	110	+3%	106	-4%	104	-2%
豪ドル	96	+7%	101	+5%	101	+5%	98	-3%	96	-2%
インド・ルピー	1.70	+7%	1.83	+8%	1.76	+3%	1.68	-5%	1.71	+2%
ブラジル・レアル	29.1	+17%	26.8	-8%	27.4	-6%	27.1	-1%	25.6	-6%
メキシコ・ペソ	8.3	+24%	7.7	-7%	7.6	-9%	7.2	-5%	7.4	+3%
中国人民元	19.9	+4%	21.4	+7%	20.4	+3%	18.6	-9%	17.7	-5%
ベトナム・ドン*1	0.58	+5%	0.61	+4%	0.59	+1%	0.54	-8%	0.54	+0%

^{*1} ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

経済

大統領選はトランプ氏のあっけない勝利

異例・混迷尽くしの大統領選はあっけない幕切れだった。現地時間11月5日に投開票が行われ、共和党候補のトランプ前大統領が民主党候補のハリス副大統領を破り、4年ぶりの大統領返り咲きとなった。同日投開票の議会選挙でも共和党が上下両院の過半数を獲得することが確実となった。トランプ氏が訴えてきた関税強化や不法移民対策など、賛否両論ある政策アジェンダが進展する可能性が高まる結果だ。

経済の好調さは変わらず

7-9月期実質GDPは前期比年率+2.8%と、4-6月期と遜色ない高成長となった。景気モメンタムを映す民間最終需要は同+3.2%と4四半期連続で同+3.0%前後の高い伸びが続く。一部の家計を除き、実質賃金の増加が消費の力強い拡大を支えている。政治的不透明感が払拭された上に、金融引き締めからもひとまず転換しており、景気の先行指標とされるISM製造業景況感指数の反転も期待されよう。

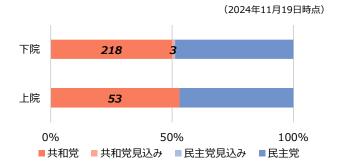
雇用情勢は悪天候で基調が見えず

FRBの責務の1つである最大雇用に関して、悪天候の影響で労働市場の基調は当面把握し難い。10月の非農業部門雇用者数は前月差+1.2万人と大幅に下振れたが、悪天候に伴う就業不能者が51.2万人と例年対比で極端に膨らんだ影響が如実だ。他方、失業率は4.1%と前月から変わらず。また、新規失業保険申請件数の目立った上昇は見られておらず、雇用環境が弱含み始めたとは引き続き考え難い。

インフレは下げ渋りも利下げを妨げず

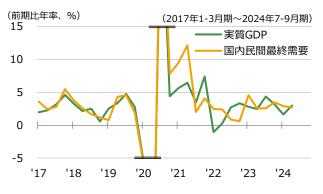
FRBのもう1つの責務である物価の安定に関して、10月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%だった。財価格と住居費を除くサービス価格が鈍化した一方、住居費が反発した。パウエルFRB議長は「住居費の鈍化を注意深く見守っている」とし、インフレ抑制の実現時期は住居費次第との見方を示唆した。他の高官も多少上下する可能性に留意しつつもインフレ抑制の見通し自体を変えておらず、12月追加利下げの可能性は高いだろう。

議会選挙結果



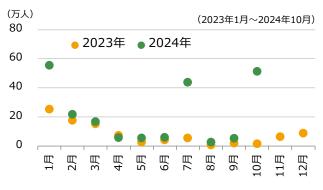
(出所)AP

実質GDP



(出所)米経済分析局

■ 悪天候に伴う就業不能者



(出所) 米労働統計局

| 食品・エネルギーを除くコアCPI



(出所) 米労働統計局



株式

大統領選後、S&P500は最高値更新

11月5日投開票の大統領選まで弱含んだS&P500だが、共和党トランプ候補の当選確実や、大統領選・議会選の結果がいわゆるトリプルレッドになりそうだとの見通しが伝わると騰勢を強め、11日に終値で初めて6,000を超えた。減税や規制緩和といったトランプ氏の経済政策への期待から、景気敏感株とハイテク株が共に上昇した。しかしその後、景気の底堅さや、輸入関税引き上げなどトランプ経済政策がはらむインフレリスクへの懸念から金利が上昇。ハイテク株等が売られ相場上昇は一服した。

S&P500の予想値を引き上げ

S&P500の予想値を上方修正する。2024年末: 6,000→6,200、2025年末: 6,400→6,600に引き上げ。2026年末を6,700に据え置きとする。トランプトレードの影響で足元上昇している点を勘案し、想定PERを引き上げた。EPSの予想増益率は24~27年にかけてハイテク株をけん引役に10~10%台半ばとする従来の見通しを維持。投資判断は「やや強気」を継続する。

持続が期待されるトランプトレード

11月中旬にトランプトレードが一服したのは、 明らかとなった新政権の閣僚候補が、対中関税引き 上げや移民規制強化に前向きな陣容であったことで、 インフレ再燃への懸念が高まり、金利上昇を促した のが一因である。今後も輸入関税や移民問題へのト ランプ政権の取り組みが、折に触れ株式相場の足枷 となる可能性があろう。一方、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。基本的には前回の政権時同様、トリプ ルレッドの下で減税が立法化されていく過程を好感 し、S&P500は25年末にかけて上昇すると想定する。 ハイテク株については、金利上昇・高止まりには警 戒が必要であろう。さわさりながら、AIサービスを 提供する巨大プラットフォーマーのデータセンター 投資が巨額化する中、AI関連等のハイテク株が相場 をけん引していく構図は不変と想定している。

S&P500の推移



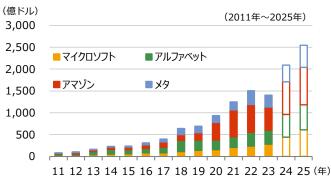
S&P500の予想EPSと同PER



▶ トリプルレッドが成立した大統領選前後のS&P500



■ 巨大プラットフォーマーの設備投資推移



※資本支出を設備投資と表記。24年、25年はブルームバーグ予想 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



金利

トランプ新政権の金融政策への影響は?

11月FOMCは市場予想通り、0.25%ptの追加利下げを決定し、FF金利を4.50-4.75%へ引き下げた。FOMC直前の大統領選ではトランプ氏の当選が決まっていたものの、パウエルFRB議長は「法案が実際に可決されてから」政策判断に考慮するとし、新政権に対して予断を持たない姿勢を示すに留まった。

債券市場では新政権発足を先取りする動きが早速 見られる。①不法移民対策や対中を中心とする関税 強化は直接的な、②「トランプ減税」の延長は景気 刺激を通じた間接的な、インフレ押し上げ要因とさ れる。2%インフレの実現にただでさえ時間が掛 かっており、利下げペースの鈍化や利下げ着地点の 上方シフトが取り沙汰されている。もちろん、政策 の優先順位や成立時期によって経済への影響は強弱 どちらにも作用し得る。年明け以降は新政権の出方 を窺う中で、市場参加者のみならずFRBの金融政策 見通しも揺れ動く可能性は十分に考えられる。

リート

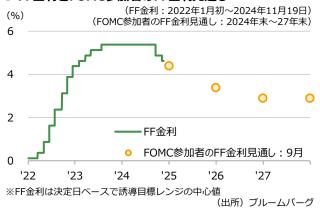
相場上昇の継続を想定する

7-9月期決算発表では市場予想を下回ったリートは少なかった。堅調な業績を受けて、10月以降の金利上昇局面に際しても、リートは底堅く推移している。市場ではトランプ政権下での政策の不確実性が意識される一方、データセンターやヘルスケアなどの分野における長期的な需要増加は不確実性の影響を受けにくい点でディフェンシブ性があり、選好されやすいとみている。

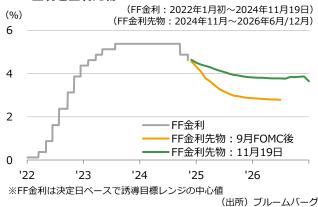
不動産のファンダメンタルズは健全

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FOMC参加者のFF金利見通し



FF金利と金利先物



▼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

個人消費が実質GDP増加に大きく寄与

7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率で+0.9% (4-6月期+2.2%) と2四半期連続でプラス成長。 日銀が推計する潜在成長率(0%台後半)並みの速 度で経済は走っており、概ね日銀の見通しに沿った 進展が続いていると言える。項目別では、主に個人 消費が押し上げに寄与。品質不正による出荷停止の 影響が緩和して自動車の購入が回復したことや、南 海トラフ地震に関する臨時情報が発表されたことを 受けて、食料品などを防災備蓄として買い求める動 きがあったことなどが影響した。また、ホームメイ ド・インフレの指標とも言えるGDPデフレーターは 前年同期比+2.5%(4-6月期+3.1%)と8四半期連 続でプラスの伸びを維持している。

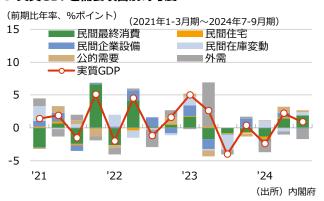
2025年春闘の動向等に注目

9月の現金給与総額は賃金の基調を表す共通事業 所ベースで前年同月比+2.9%(8月+3.5%)と高 水準の伸びを維持。実質賃金は同▲0.1%(8月 ▲0.8%) と2カ月連続で減少しているものの、マイ ナス幅は小幅に留まっており、日銀の見通しに沿っ た進展が続いているという見方に影響はないだろう。 先行きは、①25年春闘の動向、②最低賃金引上げ による賃金全般への影響、などに注目。連合は25 年春闘に向けた基本構想において「5%以上」の賃 上げを、さらに大手企業との格差是正のために中小 企業には「6%以上」を要求する模様。経団連も賃 上げ定着は社会的責務であるとするなど、経営側も 賃上げに積極的な姿勢を見せている。

10月全国CPIは早期利上げ観測を支持

10月全国CPIは、総合で前年同月比+2.3%(9月 +2.5%)と伸びが鈍化。政府による電気・ガス代 の補助金が23年10月に縮小された影響で前年比で のエネルギー価格の伸びが鈍化したことが寄与した。 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%(9月+1.3%)と伸び が加速。10月は価格改定月であり、人件費等のコ ストをサービス価格に転嫁する動きが加速した模様。 今回のデータは、市場で浮上している円安対策とし ての早期の追加利上げ観測を支持しよう。

| 実質GDPと需要項目別寄与度



GDPデフレーター



毎月勤労統計



| 消費者物価指数



株式

米大統領選挙通過後は安定的に推移か

米大統領選挙はトランプ氏が勝利し、米議会選挙も上下両院で共和党が過半数を確保し「トリプルレッド」となった。過去の大統領選通過後のTOPIXは、景況感が悪化に向った局面以外では不透明感の解消などから堅調に推移した。米国の包括的な関税引き上げの影響や移民抑制が景気の下押し要因となる可能性はあるものの、減税や規制緩和の効果などが期待される。また、世界的にコストプッシュインフレは沈静化傾向で各国が利下げを開始しており、景気が大きく落ち込む状況ではないと見る。また、ウクライナ停戦交渉の進展や化石燃料の増産により資源価格が軟調に推移する可能性が高く、さらなるコストプッシュインフレの沈静化や各国の利下げ効果が景気を下支えすると想定する。

国内政治・経済面からは材料難

国内要因では、先の衆議院選挙で与党が大幅に議席を減らし過半数割れとなり、政治面での先行き不透明感が強い。また、円安の再進行やコメ価格の上昇など再度コストプッシュインフレ傾向が強まり、賃上げの進展にもかかわらず内需は盛り上がりに欠ける。7-9月期企業決算も円安効果の一服、人件費等諸コストの上昇、中国景気の不振などから冴えないものが多く、12カ月先予想EPSもやや頭打ち感が出てきた。一方、割安な円資産に着目した中長期の海外投資家の資金流入や企業のコーポレートガバナンス改革、株主還元強化の動きは続いており、良好な株式需給が株価を下支えすると想定する。

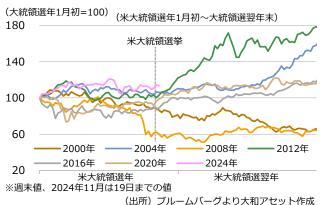
自社株買い、新NISA等需給改善に期待

様々な不透明要因があるが、需給環境は非常に良好である。東証の要請やアクティビストの影響などから企業は株主還元を拡充しており、今年度の自己株取得枠の設定金額は10月までで約11.7兆円と既に昨年度の実績を上回っている。買付けの実施は9月期中間決算発表後の10月下旬以降に増加する傾向があり、年末にかけて需給の改善が期待される。また、来年初には新年分のNISA資金の流入が見込まれるなど個人投資家の資金流入も期待される。

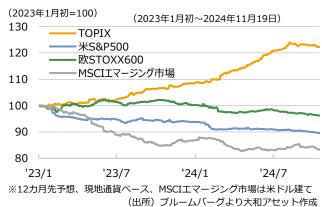
▼ TOPIXの予想EPS・PER



| 米国大統領選年初来の株価推移(TOPIX)



▲各国・地域の主要株価指数の予想EPS



| 年度別自己株取得枠の設定金額



11 '12 '13 '14 '15 '16 '17 '18 '19 '20 '21 '22 '23 '24

※年度累計は2023年度まで

(出所) 東海東京証券より大和アセット作成

金利

円安対策としての追加利上げ観測が再燃

日銀は10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。展望レポートでは、概ね日銀の見通しに沿った進展が続いていることが記された。前回会合以降、植田総裁は米国をはじめとする海外経済の下振れリスクなどを懸念し、追加利上げの判断について「時間的な余裕はある」と述べてきたが、そうした表現は今後使わないと明言した。後述の要因もあり、次回12月会合での追加利上げの可能性は十分にあり得ると言えよう。

米大統領・議会選挙において、大統領府、上下院全てを共和党が制する「トリプルレッド」となる中、トランプ次期大統領の政策によるインフレ懸念の高まりなどもあり、米金利は振れを伴いながらも上昇してきた。日米金利差の拡大を背景に為替市場では一時1米ドル=156円台に到達するなど円安が一段と進行しており、再度円安対策としての追加利上げ観測が高まっている。

リート

J-REIT市場は金利上昇が嫌気され下落

米国大統領選挙後に米国金利が上昇したこともあり、国内金利が上昇したことが嫌気され、J-REIT市場は下落し、東証REIT指数は一時1,650台まで下落した。決算発表銘柄の業績予想からは引き続き好調な業績が確認され、先行きの改善も期待されている。

割安との判断を継続。今後の上昇を想定

J-REITが保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあるなかでの指数下落により、配当利回りは実績ベースで4.7%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倍台前半まで下落し、割安感が強く、反発が期待される。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したり、自己投資口取得(バイバック)の発表も増えている。業績の改善と資本政策の改善を踏まえて、割安と判断し、今後の上昇を想定する。

| 米ドル円と10年BEI



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



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ユーロ圏の景気下振れリスクは大きい

ユーロ圏、英国とも2024年に入り景気はそれぞれ停滞、後退から脱した。しかし、ユーロ圏は緩慢な回復に留まっている。英国は増勢が鈍化しているが、個人消費、設備投資は好調で、実状は必ずしも悪くない。ユーロ圏、英国とも利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で景気は底堅い推移を見込む。しかし、世界経済の減速や地政学的リスクの高まりを要因にユーロ圏の景気下振れリスクは大きい。

ユーロ圏のPMIは景気停滞を示唆

ユーロ圏のPMIは総合で9月が49.6、10月が50.0 と景気停滞を示唆する水準。製造業が50を大幅に下回り続けるなか、サービス業も最近半年は低下基調で推移。国別では総合でドイツが4カ月連続、フランスが過去17カ月中15カ月で50を下回った。仮に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、ドイツを中核とする欧州の景気への打撃は大きい。財政政策の余地が限られるだけになおさら。

インフレ率は早晩2%へ収れん

ユーロ圏、英国とも消費者物価指数の伸びは鈍化基調で、9月は前年同月比+2%を下回った。食品・エネルギー等を除くコアの伸びは、概ね順調に鈍化している英国に対して、ユーロ圏では最近半年ほど2%台後半のまま。しかし、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がユーロ圏で2%に急接近している。ユーロ圏、英国ともインフレ率は早晩目標値の2%へ収れんしよう。

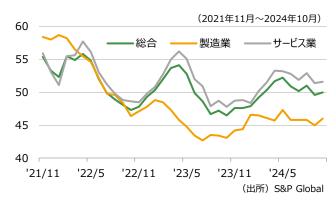
ユーロ圏のサービス価格は改めて鈍化へ

消費者物価指数のうち財価格の伸びはユーロ圏、 英国ともコロナ前と同程度に落ち着いた。一方、 サービス価格の伸びは依然高く、ユーロ圏では前年 同月比+4%近傍での推移が丸1年続いている。失業 率がユーロ発足来最低であることと整合的だが、需 要の弱さに鑑みれば、まもなく失業率が反転上昇し、 賃金、サービス価格の伸びは改めて鈍化すると見込 む。英国では失業率が緩やかに上昇しており、サー ビス価格の伸びは引き続き鈍化基調で推移しよう。

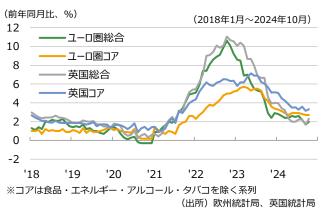
実質GDP



| ユーロ圏のPMI



消費者物価指数



Ⅰ サービス価格と失業率



(出所) 欧州統計局、英国統計局

株式

トランプ氏当確や中国経済対策を憂う

過去1カ月間のSTOXX欧州600は下落基調。10月 末、米大統領選を前にした先行き不透明感や、失望 決算だった米AMDが下げを主導したハイテク株安 を受け、下げ足を速めた。米大統領選でトランプ氏 が当確となった後は、同氏の掲げる関税引き上げが 欧州及び中国経済に与える悪影響を懸念した売りが 足枷に。中国当局が発表した経済対策の規模が期待 外れだった点も中国関連株下落に繋がった。

米国による関税引き上げが懸念材料

STOXX欧州600の予想PERは13倍前半。過去10 年平均を下回る水準まで調整した。悪化が続いてい た予想EPSのリビジョン指数には、底打ち感が見え 始めている。一方、経済的繋がりが強い中国経済が、 今後、トランプ通商政策の矢面に立たされることで、 欧州経済のマクロ環境は悪化する懸念がある。その ため欧州株への強気な投資判断は難しいと判断する。

金利

ECBも2025年は四半期毎の利下げへ

ECBは6月に利下げを開始した。7月は据え置きも、 9、10月と連続で利下げし、12月も利下げが濃厚。 2025年は四半期毎の利下げ(各0.25%pt)を見込 む。インフレ率が2%を下回る状況が長期化しそう な程に景気が悪化しない限り、連続利下げの可能性 は低い。BOEは8月に利下げを開始し、11月に追加 利下げを実施した。景気は相対的に強く、連続利下 げのハードルは高い。四半期毎の利下げを見込む。

ドイツの長期金利は1%台後半へ

いわゆる中立金利までの利下げは淡々と実施され よう。ECBの政策金利は2025年末に2%に達した後、 2026年も2回の利下げで1.5%が到達点と見込む。 それを織り込みドイツの長期金利は早晩低下に転じ、 2025年中は1%台後半で推移しよう。英国はコアの インフレ率の低下余地が大きく、長期金利は2025 年末までに3%台前半への低下を見込む。

I STOXX欧州600の推移



│ リビジョン指数(12カ月先予想EPS)



'23/1 '23/4 '23/7 '23/10 '24/1 '24/4 '24/7 '24/10 ※対象指数は日本: TOPIX、米国: S&P500、欧州: STOXX欧州600 (出所) LSEGより大和アセット作成

| ユーロ圏と英国の政策金利



トイツと英国の10年国債利回り



経済

ソフトデータは景気回復を示唆

カナダ銀行は今年すでに4回(計1.25%pt)の利下げを実施しており、ソフトデータは改善が鮮明になっている。例えば、ナノス消費者景況感指数は顕著に上昇し、個人消費の回復を示唆する格好に。また、PMIは製造業に続いてサービス業も好不況の境目とされる50を回復した。更なる利下げが景況感改善の前提となってるため、追加利下げが不要という訳ではないが、年末から来年にかけての内需を中心とした景気回復の確度が高まっていると言えよう。

ハードデータも一部で回復の兆し

住宅販売件数が10月に前月比7.7%増となるなど 金利に敏感なハードデータにも回復の兆しが見える。 経済の遅行指標である労働市場では、失業率の上昇 傾向が反転したとは言い切れず。ただし、解雇の増 加は限定的であり、移民(労働供給)の急増が一服 することで失業率の大幅な上昇は回避される見込み。

金利

利下げの到達点が意識される局面に

カナダ銀行は10月会合で政策金利を4.25%から3.75%に引き下げることを決定した。しかし、インフレ率の低下傾向には一服感が出ており、次回12月の会合では利下げ幅を0.25%ptに縮小する公算が大きい。また、同行が中立金利と推計する2.25~3.25%のレンジに政策金利が近づいているほか、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、利下げの到達点が意識される局面に入ってきた。そのほかのハードデータでも景気回復が確認されれば、来年の前半に利下げが停止されよう。

長期金利は3%台前半を中心とした推移

米長期金利は9月下旬以降に大きく上昇したが、 目先の利下げ継続の確度が高いカナダでは長期金利 が3%台前半で比較的安定した推移を続けた。逆に 来年は利下げ停止や景気回復が意識される中で、カ ナダの長期金利は相対的に下がりづらい展開を想定。

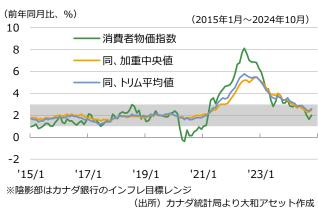
|消費者心理と個人消費



住宅販売件数と失業率



消費者物価指数



| 政策金利と10年国債利回り



経済

循環的には景気底打ちの局面か

ウエストパック消費者信頼感指数が顕著に上昇し、 当面の個人消費の底堅さを示唆。循環的には景気が 底を打った公算が大きい。もっとも、消費者信頼感 指数の水準は依然として低いほか、上昇には7月か らの所得税減税や物価高対策(電気代や家賃の補助 など)の効果だけでなく、金利見通しの改善が寄与 している模様であり、本格的な景気回復(潜在成長 率並みかそれ以上の成長)を示唆するものではない。

引き締め的な金融政策が成長加速を抑制

①潜在成長率を下回る成長による需給ギャップのプラス解消、②労働市場の軟化、③インフレ圧力の後退、が実現してRBAが利下げを進めることで、本格的な景気回復が見えてくるはずである。足元で労働市場のひつ迫緩和に停滞感が出ている点は懸念材料だが、①の方向性自体は崩れていない。引き締め的な金融政策が成長加速を抑制する局面は続こう。

金利

欧米中銀に遅れて来年はようやく利下げ

RBAによるインフレ率の見通しは上方修正が続いていたが、最近は微修正にとどまっている。一時的な要因に影響されづらい基調的なインフレ率(トリム平均値)は緩やかながらも低下傾向が続いており、来年にはインフレ目標(2~3%)への回帰が見込まれる。2022年以降の金融引き締め度合いは他の先進国に比べて弱かったため、利下げ余地は小さいものの、来年にはようやく利下げに踏み切るだろう。

長期金利は低下余地が拡大

9月半ば以降、主に米国に連れる形で長期金利は 大幅に上昇。今後も米金利の影響を受けやすいと見 込む。ただし、豪州では市場の利下げ織り込みが当 社の予想(1回当たり0.25%ptで、来年2回、再来 年1回)と整合的な水準まで後退したため、ここか らは長期金利の低下余地が大きいと判断。豪州債券 の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

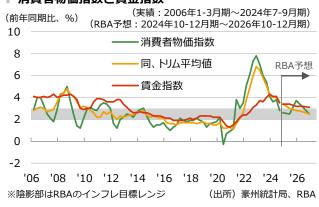
|消費者心理と個人消費



雇用者数と失業率



消費者物価指数と賃金指数



| 政策金利と10年国債利回り



経済

景気モメンタムはやや鈍化も、依然高水準

好調な景気モメンタムにやや鈍化の兆しが見られるが、高金利の影響のほか、総選挙による政府支出の減少も影響。連邦政府の支出は5-7月に急減し、景気への下押し圧力となった。しかし、8月以降はモディ政権3期目の始動に伴い、中央政府の支出が加速し、投資を後押しする見通しである。消費者信頼感指数も依然として高水準にあり、今後も「消費と投資の両輪」による高成長が続くと期待される。

近い将来の利下げ開始が見込まれる

10月CPIが前年同月比+6.2%と、中銀の許容範囲である2-6%を上回ったが、前年の比較対象が低いことが伸び率を押し上げた側面もあり、今後伸び率が落ち着く可能性が高い。そのため、市場予想に反して12月に政策金利が据え置かれたとしても、次の2月の会合で利下げが開始される可能性は高い。

株式

過熱感が後退し、投資妙味が高まる

9月下旬まで5週連続で史上最高値を更新したインド株は、10月以降下落。世界的に急速な米ドル高(海外への資金流出を促しやすい)が進む中、上昇スピードが急だったインド株に利益確定と見られる売りが拡大。その結果、12カ月先PERは10月に過熱感を示した水準から、足元は過去5年の平均近辺まで切り下がり、過熱感は後退。景気や業績見通しは高水準からやや鈍化したものの、概ね底堅いため、インド株の投資妙味は高まったと考える。

国内投資家は大幅に買い越し

今年10月、世界的に米ドル高が進む中、外国人 投資家はインド株式市場から大幅に資金を引き揚げ た。一方で、国内投資家は押し目買いの好機と捉え た模様で、主に投資信託を通じて外国人投資家によ る資金流出に拮抗する規模で買い越した。国内投資 家の明るい景気見通しの裏付けと言えよう。

| 月次のインド連邦政府の財政支出



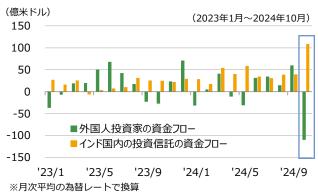
■ インドの政策金利の推移と四半期ベースの予測値



■ インド株およびPER(株価収益率)の推移



| 主要投資家の株式市場における資金フロー



(出所) インド証券取引委員会、IIFより大和アセット作成





経済

ブラジルは高成長から減速、だが底堅い

ブラジル経済は、今年前半の年率5%近い高成長 から7-9月期に前期比年率4%程度へと減速した模 様だが、巡航速度を上回ったまま。消費者ローンの デフォルト率が上昇し、個人消費が減速するなど金 利上昇の影響は見られるが、労働市場は引き続き堅 調。拡張的な財政政策も続いており、金利上昇に対 する経済全体の感応度が低下しているようだ。過度 な高成長とインフレの抑制には財政引き締めも必要。

メキシコは成長加速、先行きは不透明

メキシコの7-9月期実質GDPは、前期比+1.0%と 過去3四半期の同ゼロ%程度から持ち直した。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。米トランプ次期政権の不法移民対策 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

ブラジルは利上げの長期化を意識

ブラジル中銀は11月に2会合連続となる利上げを 決定。利上げ幅を0.5%ptに拡大した。同行は公的 債務の安定化が不透明なことで中立金利が上昇し得 ると指摘したほか、インフレ期待の更なる高まりが 金融引き締めサイクルの長期化につながる可能性に 言及。利上げ幅の更なる拡大というより、利上げ回 数の増加によって政策金利の到達点が高くなること が意識された。電気料金上昇への懸念は後退してい るため、拡張的な財政政策が修正されれば、利上げ 停止が意識されやすく長期金利の上昇も一服しよう。

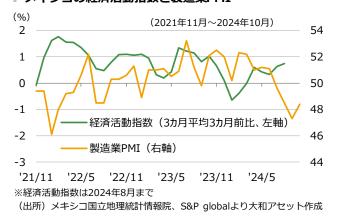
メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

メキシコ銀行は11月に3会合連続となる利下げを 決定。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0.25%ptずつの利下げを継続 する公算が大きい。財政赤字の縮小見通しも示され たため、長期金利に低下圧力がかかりやすいとみる。

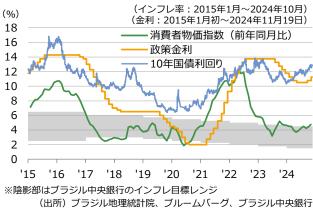
│ ブラジルの消費者ローン・デフォルト率と失業率



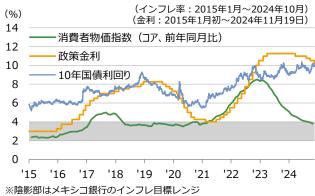
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



│ 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



(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

景気浮揚に繋がる財政刺激策は発表されず

9月下旬以降に発表された金融緩和や株価対策については、景気浮揚効果が薄いとみられ、焦点は財政政策に移った。しかし、米大統領選後の11月8日に行われた全人代常務委員会(国会に相当)では、トランプ氏当選にも拘らず、消費刺激などの財政の景気浮揚策は発表されず、失望感に繋がった。今後は、12月の中央経済工作会議が注目されるが、中国政府の景気支援への本気度は高くないと見込む。

経済指標の持続的な改善は見込みにくい

10月には不動産販売と小売売上高の前年同月比が回復したが、持続的な改善は見込みにくい。小売売上高は、10~11月の「独身の日」オンラインセールの統計において、今年は初めて10月の販売額がセール終了日の11月ではなく10月に計上され、前年同月比を押し上げた。不動産販売の回復も主に1級都市に限られ、息切れする可能性もある。

株式

景気刺激策への期待剥落で株価に調整圧力

焦点の財政刺激策への期待が空振りし、当局の景気刺激の本気度が依然低いとの見方が強まったことや、不動産問題の出口がまだ見えないことを受け、株式市場では調整圧力が強まった。本土の株式市場ではレンジ推移となっているが、株価対策として中銀が金融機関に株買い資金を直接に提供すると9月に発表したため、介入が下支えしていると考えられる。一方で、中国当局の影響が薄い海外では調整が進み、9月下旬の急騰前の水準に接近。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

9月下旬の中国株急騰の場面では、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。実際、 デフレ環境の中、企業業績の顕著な改善は見込みづ らい。

■全人代常務委員会会議で発表された財政政策

項目	影響
地方政府債務上限を6兆 元引き上げ、地方政府の隠 れ債務の借り換えを支援	地方政府の隠れ債務について、中央政府が担保する地方債として債務転換することを意味し、地方政府の財政破綻によるシステミックリスクの回避に寄与。地方政府の利払い負担も軽減される。ただ、景気浮揚には繋がらない
地方政府専門債に対して、 毎年8,000億元で、5年計 4兆元の地方政府の借り換 え枠を設ける	近年、毎年4兆元程度の地方政府専門債の発行枠が発表されているが、その調達資金の用途が隠れ債務の借り換えに拡大したに過ぎず、地方政府の財政余力の拡大には繋がらない

(出所) 各種報道より大和アセット作成

主要経済指標の推移



| 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

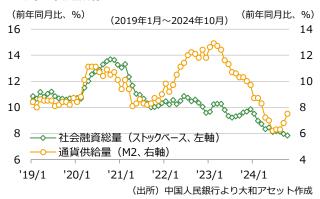
金融緩和も実体経済への効果は限定的

9月下旬以降、中銀の金融緩和を受け、足元では 通貨供給量の底入れが確認された。今後も年内に預 金準備率の引き下げが期待されるなど、緩和的なマ ネー環境が続こう。しかし、2022年のように通貨 供給量が増えても、総与信を示す社会融資総量の前 年同月比伸び率が鈍化傾向を継続する可能性は高い。 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と見込む。

中銀の介入強化で金利低下に一旦歯止めか

10月末に中銀は、公開市場操作で初めてセカン ダリーマーケットから直接に国債を買い取る形でリ バース・レポを実施し、流動性を供給した。国債を 担保にしたリバース・レポに比べて、国債の所有権 が中銀に移るため、今後中銀はこれらの国債を売却 するなど、市場への介入を強めることが可能となる。 当面、金利は低下がけん制されレンジで推移しよう。

マネー関連指標



本土債券市場の国債、準国債と社債の利回り推移



今月の新興国コラム

米ドル高が一服すれば新興国株に投資妙味

米ドル指数と新興国株価には負の相関が見られる。 米ドル指数の下落は、世界的に米ドル安の進行を意 味し、新興国通貨高の期待とともに、新興国株式市 場への資金流入を促し、バリュエーションが押し上 げられやすくなるためである。

10月のグローバル金融市場では、米大統領選挙 でトランプ氏が再選することを先行して織り込み、 世界的に急速な米ドル高を招いたため、外国人投資 家による新興国株式市場からの大幅な資金引き上げ に繋がった。しかし、今後は急速な米ドル高が一服 する可能性があり、新興国の中ではトランプ氏当選 の影響が相対的に低いインド、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



米ドル

米ドル高と円安の同時進行に変化の兆し

今年10月以降、米ドルは円以外の他通貨に対し上昇し、他通貨は円に対し上昇。米ドル高と円安の同時進行により米ドル円が上昇した。米金利上昇が米ドル高に働き、他国の金利上昇やリスクオンが円安に働いてきた。ただ、米大統領選後は米ドル高が進む一方で円安は一巡している。トランプ関税を懸念した国々の金利低下やリスクオフのほか、米金利上昇によるリスクオフが円高に作用しているためだ。

実質金利差拡大に比べ米ドル円が上昇

今年9月以降、日米実質金利差の拡大とともに米ドル円が上昇した。ただ、実質金利差の拡大幅のわりには米ドル円の上昇幅が大きい。これは米株高などが進むなかでリスクオンの円安・米ドル高圧力が強まったことによる。米大統領選後には米国の期待インフレ率だけでなく実質金利も上昇し、日米実質金利差が拡大した。だが、リスクオンが後退してリスクオフに転じると、米ドル円は下落しやすくなる。

商品指数はリスクオフの円高を示唆か

商品指数と米ドル円(及びクロス円)には連動性がある。商品高局面は海外金利上昇やリスクオンによる円安、商品安局面は金利低下やリスクオフによる円高が進みやすい。今年9月から米ドル円は上昇してきたが、商品指数は10月以降に下落している。米ドル高の影響だけでなく、米関税引き上げによる世界景気への懸念から商品安に傾いているならば、海外金利上昇やリスクオンによる円安は進みにくい。

米ドル高→米経済指標悪化→米ドル安

今年10月から米金利上昇・米ドル高が進んだ。 米経済指標改善のほか、トランプ次期政権下の減税 や関税引き上げが米国の財政赤字拡大やインフレ率 上昇を招くとの見方が要因だ。ただ、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2カ月後に当たる12月以降に発表される米経済 指標は市場予想を下回りやすい。それによる米経済 サプライズ指数の低下は、米ドル安を促すだろう。

│ 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

リスクオフのユーロ安・円高に転換

ユーロ円はリスク許容度との連動性が高く、リス クオンでユーロ高・円安、リスクオフでユーロ安・ 円高になりやすい。今年9~10月は独日金利差が小 動きの中でリスクオンのユーロ高・円安が進んだが、 米大統領選後は欧州株安とともにリスクオフのユー 口安・円高に転じた。米国の関税引き上げが欧州経 済にマイナスに働くとの懸念が影響しているようだ。

ユーロ安・米ドル高は一服へ

ユーロ・米ドルは独米金利差との連動性が高い。 今年9月以降、FRB利下げ観測の弱まりによる米金 利上昇や、米国の財政赤字拡大やインフレを見込ん だ米金利上昇により、独金利は相対的に低下しユー 口安・米ドル高が進行。最近は米関税引き上げによ る欧州経済の悪化懸念が欧州金利低下とユーロ安に 作用している。ただ、目先は米経済指標が予想外に 弱まることによりユーロ安・米ドル高は一服しよう。

ドル、 カナダ・

豪ドルはリスク回避姿勢の後退待ち

豪州と米国の長期金利差は拡大傾向だが、米大統 領選挙に伴う為替市場のリスクオフや米ドル高を受 けて、過去1カ月で豪ドル安・米ドル高が進行。今 後、米ドル高一服の局面では、利下げ開始が遅いと みられる豪ドルが買い戻されやすくなろう。もっと も、米次期政権の対中強硬姿勢で折に触れてリスク オフの豪ドル売りに見舞われる可能性が高く、金利 差と整合的な水準までの豪ドル高は難しいだろう。

カナダ・ドルの反発は利下げ停止待ち

過去1カ月では、米国で利下げ織り込みが後退し た一方、カナダでは引き続き積極的な利下げが織り 込まれており、米国とカナダの金利差拡大に伴って カナダ・ドル安圧力が強まった。ただし、来年前半 にはカナダが米国に先駆けて利下げを停止する可能 性が高いため、両国の金利差縮小に伴い、来年は力 ナダ・ドルが対米ドルで増価する展開を想定する。

│ 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



■ 豪米10年国債金利差と豪ドル米ドル



■ 加米金利差とカナダ・ドル(対米ドル)



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

人民元、インド・ルピー

中国人民元が対円で過去最高水準に接近

2024年は当局の監視強化もあり、人民元対米ドルレートは概ね7.0~7.3元/米ドルのレンジで推移。今後も、景気減速懸念や米中摩擦と当局の人民元安阻止の綱引きの中、対米ドルでレンジ推移を継続しよう。一方、対円では足元の円安により、約30年ぶりの人民元高・円安だった今年6月の水準に接近。中国から日本への資金流出を促しやすい状況にある。

インド為替、米ドル高局面で底力を発揮

インド・ルピーの対円レートは9月中旬を境にルピー高に転じた。特に、10月には世界的に米ドル高が進行し、外国人投資家の大幅な資金引き上げにも拘らず、ルピーは対米ドルで底堅い推移を見せ、底力を発揮した。潤沢な外貨準備高というセーフティネットが奏功。今後も対円では米ドル円の動向に左右されるが、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すと言えそうだ。

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

当面、ブラジル中銀はインフレ率の高まり以上に利上げを進めると予想されており、同国の実質政策金利は来年前半にかけて上昇する見込み。トランプトレードに伴う米ドル高が一服する局面では、実質金利の高いブラジル・レアルが選好されやすくなるだろう。今回、ブラジル・レアルの今後1年程度の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

メキシコ・ペソの減価余地は限定的に

米大統領選挙に向けて、メキシコ・ペソ(対米ドル)のインプライド・ボラティリティ(IV、予想変動率)が高まるとともにペソ安が進行。しかし、選挙を通過するとIVが急低下した。過去、IVが急騰後に低下した局面では、しばらくペソが横ばいで推移した後に増価する傾向があった。IVが再び上昇する要因として米トランプ次期大統領の不規則発言には要注意だが、ひとまずペソ安の余地は限定的だろう。

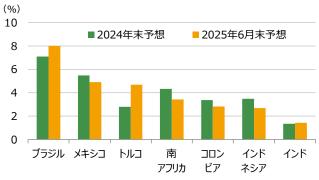
□ 中国人民元の対米ドル、対円レートの推移



■ インド・ルピー対円相場の変動要因の分解



■ 各国の実質政策金利(市場予想)の変化



※実質政策金利=政策金利-消費者物価指数(前年比) (出所)ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

│ メキシコ・ペソ(対米ドル)の推移とIV



(出所) ブルームバーグ





原油

中東・ウクライナ情勢が市場の焦点

10月下旬のイスラエルによるイランへの報復措 置で石油や核施設への攻撃が控えられたため、WTI 原油先物価格は67米ドル台に下落した。11月に入 ると、価格は反撃を巡るイランの動向に敏感に反応 し72米ドルまで上昇も、米ドル高の進行や中国経 済の先行き懸念などを材料に66米ドル台まで再び 下落。原油市場での当面の関心は、今後のイランの 出方や緊迫化するウクライナ情勢と見ている。

2025年は供給過剰で市況低迷へ

2025年は供給過剰による市況低迷を見込み、当 社は25年末のWTI原油価格を65米ドルと予想。10 月にはEIA、OPEC、IEAの3機関が揃って世界需要 見通しを下方修正したが、需給面では供給増加も懸 念材料である。来年にはOPECプラスが1月から増 産に転じることや、米国をはじめ非OPEC加盟国の 増産拡大で、価格に下方圧力が加わることになろう。

金

米大統領選の結果にネガティブな反応

米国の利下げ期待の高まりを背景に、金先物価格 は10月下旬に史上初となる2,800米ドルを記録した。 しかし、米大統領選挙でトランプ氏の当選が確実視 されると、米利下げ期待の後退と米ドル高が進行し、 米ドルの代替資産としての金に対して売り圧力が強 まった。11月中旬には金相場は6営業日続落し、一 時2,550米ドル割れとなった。

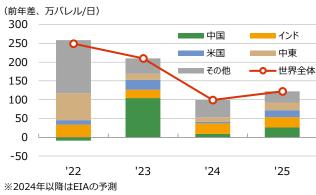
金ETFへの資金流入が需要を押し上げ

2024年7-9月期の金総需要は前年同期比+5%、 OTC(取引所外)取引を除くベースでは微減。総需 要増加の主因は金ETFへの継続的な資金流入であり、 流入超は10月まで6カ月連続となっている。また、 産業用や地金・コイン需要も増加した。一方、中央 銀行の購入や宝飾品需要は減少しており、市況高騰 などによる需要家の購買意欲減退も影響していると 考えられる。

原油価格と原油在庫



原油消費量の変化



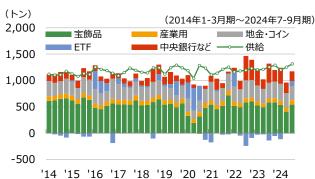
(出所) EIAより大和アセット作成

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



(出所) ブルームバーグ

■ 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

	生			市場への影響
リスク要因	起 確 率	先進国	新興国	コメント
米トランプ新政権の 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	9月末に中国当局は広範な景気刺激策を発表し、中国株が急騰するなど市場での期待が高まった。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、11月8日発表の財政政策では市場が期待する景気浮揚に繋がる財政刺激策は発表されなかった。「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、トランプ氏の対立をエスカレートさせる姿勢は、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4月の金融政策決定会合で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	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、米トランプ新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。

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2024	年

- ●日銀金融政策決定会合(18-19日)
- ●大納会(30日)
- ●ECB理事会(12日)
- ●FOMC (17-18日)
- ●BOE金融政策委員会(19日)
- ●EU首脳会議(19-20日)
- ●RBA理事会(10日)
- ●カナダ金融政策決定会合(11日)
- ●ブラジル金融政策決定会合(11日)
- ●OPECプラス閣僚級会合(上旬)
- ●メキシコ金融政策決定会合(19日)

- ●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)
- ●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)
- ●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

3月

1月

12月

- ●BOE金融政策委員会(6日)
- ●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)

- ●日銀金融政策決定会合(18-19日)
- ●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)
- ●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)

- ●日銀金融政策決定会合(30-1日) 4月
- ●ECB理事会(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)
- ●G7首脳会議(カナダ、月内)
- ●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)
- ●日銀金融政策決定会合(16-17日)
- ●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)
- ●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

6月

- ●参議院議員(2019年改選)任期満了 ●ECB理事会(24日) (28日) ●日銀金融政策決定会合(30-31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)

- ●日銀金融政策決定会合(18-19日)
- ●ECB理事会(11日)
- ●RBA理事会(12日)
- ●カナダ金融政策決定会合(17日)

9月

- ●FOMC (16-17日) ●BOE金融政策委員会(18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)

- ●日銀金融政策決定会合(29-30日)
- ●FOMC (28-29日)
- ●カナダ金融政策決定会合(29日)

10月

- ●ECB理事会(30日)

11月

●EU首脳会議 (月内)

●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)

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		11/19	1カ月	1年	3年
米国	FFレート(上限)	4.75%	-0.25	-0.75	4.50
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	3.25%	0.00	-0.75	3.75
カナダ	翌日物金利	3.75%	-0.50	-1.25	3.50
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.00	4.25
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50
ブラジル	セリック・レート	11.25%	0.50	-1.00	3.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.25%	-0.25	-1.00	5.25
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

	直近他	期間別変化幅			
10年国債利回り	11/19	1カ月	1年	3年	
米国	4.40%	0.31	-0.04	2.85	
日本	1.07%	0.09	0.31	0.99	
ドイツ	2.34%	0.16	-0.25	2.68	
カナダ	3.33%	0.21	-0.34	1.68	
豪州	4.56%	0.26	0.10	2.75	
インド	6.85%	0.03	-0.37	0.50	
ブラジル	12.83%	0.06	1.79	1.10	
メキシコ	9.88%	-0.03	0.41	2.40	
中国	2.10%	-0.02	-0.56	-0.83	

古、仁体

#8888

期間別亦化玄

		直近値	期間別変化	匕率	
株価指数		11/19	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	5,917	0.9%	31.1%	25.9%
	NYダウ	43,269	0.0%	23.8%	21.5%
日本	TOPIX	2,710	0.8%	13.3%	32.6%
	日経平均株価	38,414	-1.5%	14.4%	29.1%
欧州	STOXX600	501	-4.6%	9.8%	3.0%
インド	NIFTY50指数	23,519	-5.4%	19.2%	32.4%
中国	MSCI中国	64.70	-5.0%	12.7%	-29.4%
ベトナム	VN指数	1,205	-6.2%	9.4%	-17.0%
·	·				

	但近他	期间別发化率			
為替(対円)	11/19	1カ月	1年	3年	
米ドル	154.66	3.4%	3.4%	35.7%	
ユーロ	163.86	0.8%	0.4%	27.3%	
カナダ・ドル	110.82	2.3%	1.6%	22.9%	
豪ドル	101.02	0.7%	3.6%	22.5%	
インド・ルピー	1.83	3.0%	2.0%	19.3%	
ブラジル・レアル	26.81	1.8%	-12.1%	32.0%	
メキシコ・ペソ	7.69	2.3%	-11.5%	40.5%	
中国人民元	21.36	1.4%	3.0%	19.8%	
ベトナム・ドン	0.61	2.5%	-1.3%	21.0%	

古话值

		直近値	期間別変化	上 率	
リート		11/19	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	26,146	-1.7%	29.5%	4.3%
日本	東証REIT指数	1,682	-0.8%	-8.4%	-18.3%

	直近値 期間別変化率				
商品	11/19	1カ月	1年	3年	
WTI原油先物価格	69.39	0.2%	-8.6%	-8.8%	
COMEX金先物価格	2,631	-3.6%	31.2%	41.9%	

[※]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

株価指数



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11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



トイツ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11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



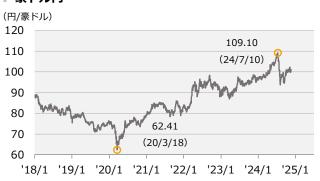
| ユーロ円



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11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、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2024年11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11月22日)