

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

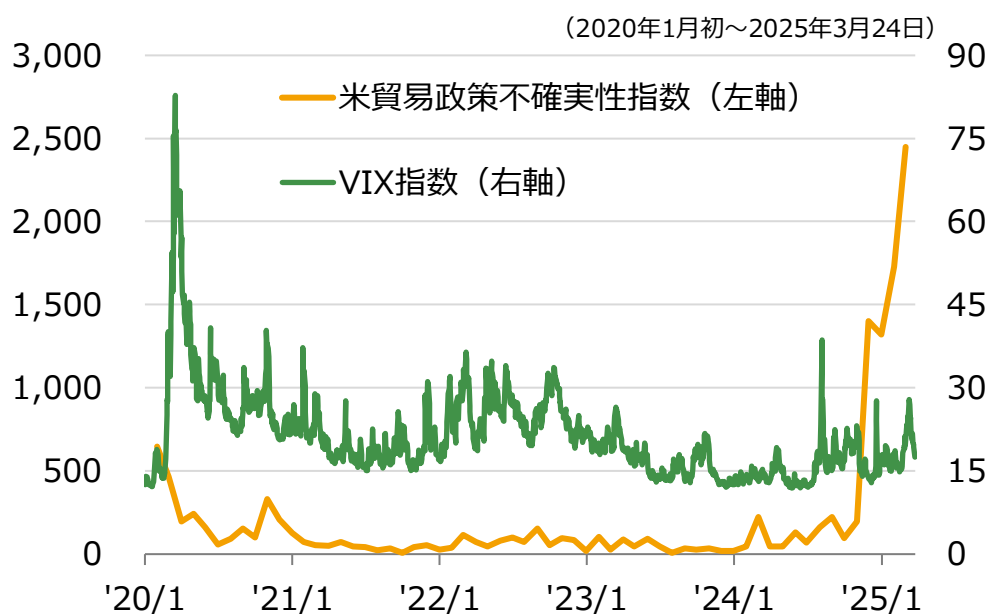
4

APR. 2025

今月のチャート

両者の不確実性を混同しないことが肝要

経済の不確実性と金融市場の不確実性



※米貿易政策不確実性指数は月次データ
2025年2月まで

(出所) Economic Policy Uncertainty
ブルームバーグ

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

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

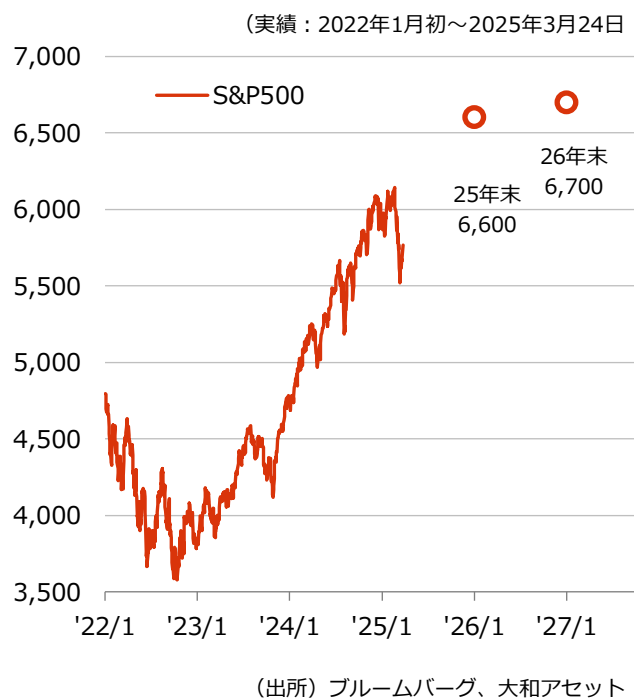
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

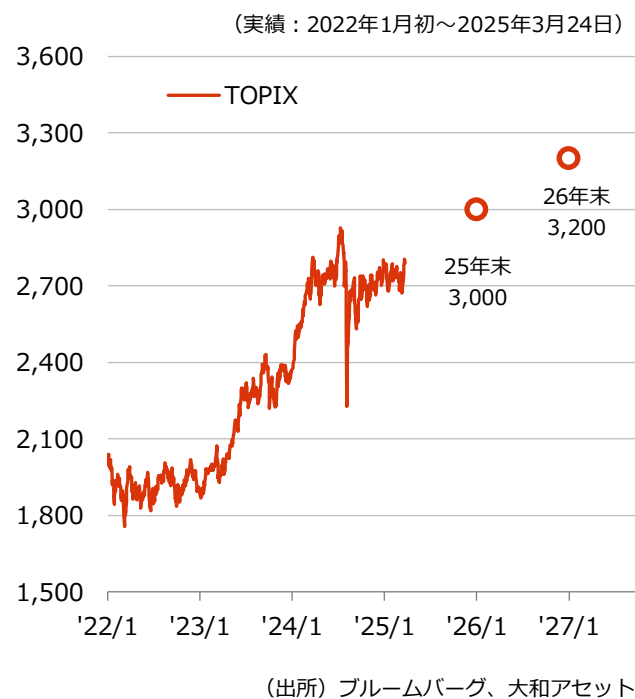
経済の不確実性と金融市場の不確実性

- 過去1カ月ほどの世界の株式市場では、とりわけ米国株が調整色を強めた一方、欧州株や中国株は堅調だった。金なども選好された。一言でいえば「トランプ銘柄」の回避。もっとも、2025年は、年前半には関税などの悪材料が多い、逆に年後半には減税などの好材料が多い、というのは当社の基本シナリオでもあり、大枠としてはサプライズではない。
- 4月2日に米国による相互関税の発表が予定され、世界経済の不確実性が高まっている。ただし4月2日は不確実性の始まりで、同時に不確実性の終わりだとも言える。何らかの発表があることで何が起こるかかわからないという不確実性は低下する。過去1カ月の米国株の調整は経済の不確実性を織り込んだものと言え、金融市場の不確実性は足元で低下傾向にある。両者の不確実性を混同しないことが肝要だろう。また相互関税発表後には市場でのテーマが「減税」へシフトすることで米国株の優位性が再度高まるなど、リスク資産の再評価が行われよう。

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

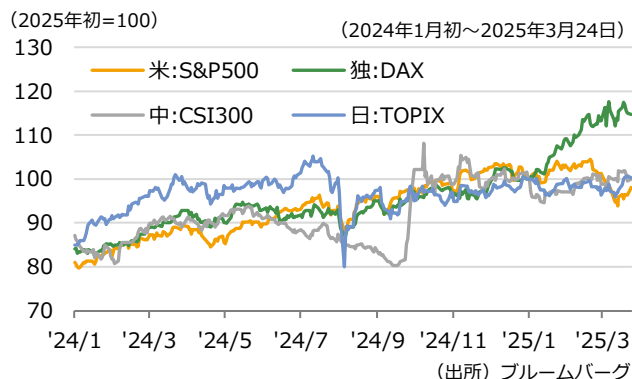
年前半に悪材料・年後半に好材料

過去1カ月ほどの世界の株式市場では、とりわけ米国株が調整色を強めた一方、欧州株や中国株は堅調だった。金なども選好された。一言でいえば「トランプ銘柄」の回避で、市場参加者にとってトランプ米政権の政策運営について当てが外れたことがあろう。1つは関税政策などは「取引」のための交渉材料だと当初は思われたこと。しかし、実際には徴税することが目的化しているように思える。もう1つは「トランプ・プット」が存在しないことが明らかとなったこと。第1次トランプ政権では、株価は自らの成績表だとして株価を意識した政策運営が行われた。しかし第2次政権では「我々は非常に大きなことを行っているので過渡期がある」とし、短期的には経済的な痛みを容認する姿勢を示した。ただし、ここからうかがえることは、関税は「トランプ減税」のための財源作りであること、先行きの減税を控えているがゆえに目先の市場の混乱を重視していないことである。2025年は、年前半には関税などの悪材料が多い、逆に年後半には減税などの好材料が多い、というのは当社の基本シナリオでもある。

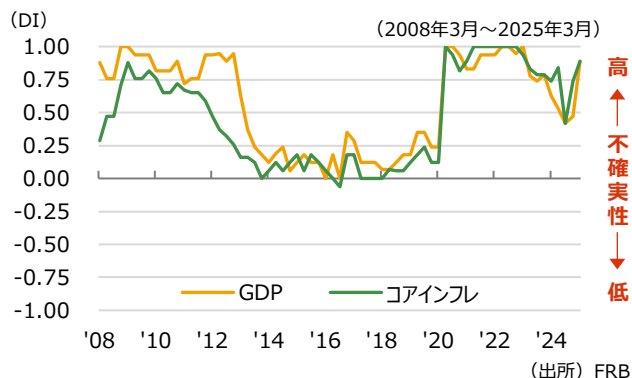
経済の不確実性と金融市場の不確実性

4月2日に米国による相互関税の発表が予定され、世界経済の不確実性が高まっている。3月FOMCでは、経済・インフレの不確実性が高まり、かつ経済は下振れ方向、インフレは上振れ方向のリスクが急激に高まっていることが示された。ただし4月2日は不確実性の始まりで、同時に不確実性の終わりだとも言える。年初来、社内で検討し続けてきたことはリスク資産の選好先。しかしトランプ米政権の不確実性は高く、積極的な投資先を見つけれずにきた。しかし4月2日に何らかの発表があることで各国や各業界への影響を検討できるようになり、何が起こるかかわからないという不確実性は低下する。過去1カ月の米国株の調整は経済の不確実性を織り込んだものと言え、金融市場の不確実性は足元で低下傾向にある。両者の不確実性を混同しないことが肝要だろう。また相互関税発表後には市場でのテーマが「減税」へシフトすることで米国株の優位性が再度高まるなど、リスク資産の再評価が行われよう。

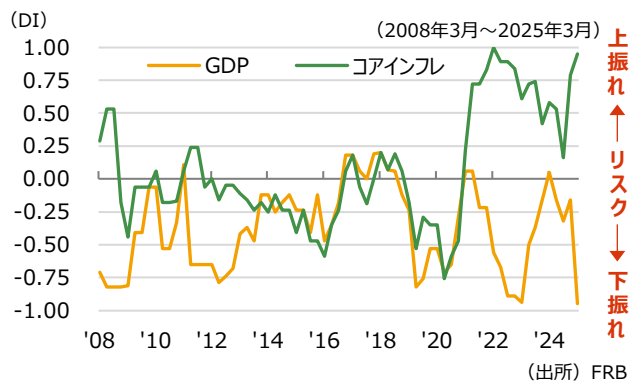
世界株式



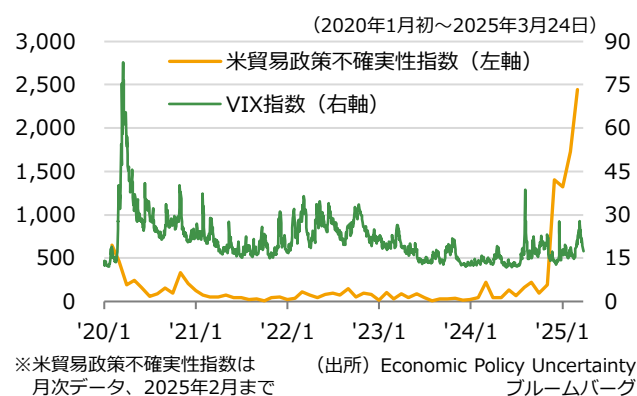
FOMC参加者の想定する不確実性の程度



FOMC参加者の想定するリスクの方向



経済の不確実性と金融市場の不確実性



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				潜在成長率前後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。 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。 不確実性の増大で脆弱な景気回復に。賃金の鈍化に連れてインフレ率は早晩落ち着こう。 利下げによる景気回復は米国の関税政策で頓挫。財政政策も流動的で先行き不透明に。 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。
	日本				
	欧州				
	カナダ				
	豪州				
	インド				
	ブラジル				
	メキシコ				
	中国				
	ベトナム				

※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				足元の不確実性は高いが、ハイテク主導の業績拡大、減税への期待による上昇を想定。 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。 株価にやや割安感あり。財政拡張も追い風。ただし米国との貿易摩擦激化の懸念が残る。 利下げと減税による景気・業績の改善が期待され、割安感もあり、株価の戻り基調を予想。 市場全体はレンジ推移も、テック株は技術革新や全人代での政策等への期待で上値試しが。 景気回復の他、4月FTSEにおける株価指数区分の格上げ期待を受け、上昇基調を継続が。
	日本				
	欧州				
	インド				
	中国				
	ベトナム				

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・物価次第では中心レンジは上下へ。 直近の金利上昇で投資妙味が高まるも、日銀の早期利上げに対する警戒も根強い。 ドイツの財政拡張でECBは2%で利下げ打ち止めに。ドイツの長期金利は2%が下限。 利下げ停止でしばらく様子見へ。長期金利は主に3%前後での推移が続く見込み。 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。 追加利下げへの期待が強い中、長期金利は引き続き約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。 日中の長期金利逆転が目前。ただ当面は政府の景気対策を見極めるため、レンジ推移が。
	日本				
	欧州				
	カナダ				
	豪州				
	インド				
	ブラジル				
	メキシコ				
	中国				

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。 直近の上昇により想定リターンがやや低下。他資産との比較のなかでやや強気に引き下げ。
	日本				

※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				景気悪化懸念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。 世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。 利下げ観測とリスクオフがユーロ安要因となる一方、財政支出拡大がユーロ高要因に。 利下げ停止がカナダ・ドルの下支え要因になると想定。ただし、対米関係が不透明要因。 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。 目先は中銀の長期の為替スワップ政策が奏功し、米ドル安局面でルピー高が進みやすい。 利上げで金利面の魅力が高まる局面だが、年初からのレアル高を受けて見通しを引き下げ。 関税懸念が相応に織り込まれた水準からの揺り戻しにより、対米ドルでペソ高の余地あり。 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				
	ユーロ				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	インド・ルピー				
	ブラジル・レアル				
	メキシコ・ペソ				
	中国人民元				
	ベトナム・ドン				

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

経済・金利の予想値

	実質GDP（前年比、%）			
	実績値 2023年	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	0.8	1.2	1.7
カナダ	1.5	1.5	1.8	2.0
豪州	2.1	1.1	1.6	2.5
インド ^{*1}	8.2	6.5	7.2	7.0
ブラジル	3.2	3.4	2.0	1.8
メキシコ	3.3	1.5	1.0	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。
- ・バランスシートを縮小：米国債を月額50億米ドル、MBSを同350億米ドル圧縮。

日本

- ・2025年10月と2026年4月に各0.25%ptの追加利上げを予想。
- ・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4・6月に各0.25%ptの追加利下げを実施し、中銀預金金利2%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停止したまま。

	政策金利（%）					10年国債利回り（%）				
	実績値 2023年末	2024年末	直近値 3月24日	予想値 2025年末	2026年末	実績値 2023年末	2024年末	直近値 3月24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	4.3	4.2	4.2
日本	-0.10	0.25	0.50	0.75	1.00	0.6	1.1	1.5	1.3	1.3
ユーロ圏 ^{*2}	4.50 4.00	3.15 3.00	2.65 2.50	2.15 2.00	2.15 2.00	2.0	2.4	2.8	2.2	2.2
カナダ	5.00	3.25	2.75	2.75	2.75	3.1	3.2	3.1	3.0	3.0
豪州	4.35	4.35	4.10	3.85	3.60	4.0	4.4	4.4	4.1	3.9
インド	6.50	6.50	6.25	5.75	5.50	7.2	6.8	6.6	6.3	6.5
ブラジル	11.75	12.25	14.25	14.00	11.00	10.4	15.2	15.0	13.5	11.5
メキシコ	11.25	10.00	9.50	8.00	7.50	9.0	10.4	9.5	9.0	8.8
中国	1.80	1.50	1.50	1.25	1.10	2.6	1.7	1.8	1.4	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（2024年は実績見込み）

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

（出所）実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

株価・リート・為替の予想値

		株価指数									
		実績値 2023年末	年間 騰落率	2024年末	年間 騰落率	直近値 3月24日	年初来 騰落率	予想値 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%	5,768	-2%	6,600	+12%	6,700	+2%
	NYダウ	37,690	+14%	42,544	+13%	42,583	+0%	48,300	+14%	49,000	+1%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,785	+18%	2,791	+0%	3,000	+8%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,895	+19%	37,608	-6%	43,000	+8%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	508	+6%	549	+8%	570	+12%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,645	+9%	23,658	+0%	27,000	+14%	31,000	+15%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.71	+16%	76.91	+19%	70.00	+8%	75.00	+7%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,267	+12%	1,330	+5%	1,450	+14%	1,650	+14%

		リート									
		実績値 2023年末	年間 騰落率	2024年末	年間 騰落率	直近値 3月24日	年初来 騰落率	予想値 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%	25,081	+1%	27,000	+9%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,653	-9%	1,709	+3%	1,850	+12%	1,950	+5%

		為替（対円）									
		実績値 2023年末	年間 騰落率	2024年末	年間 騰落率	直近値 3月24日	年初来 騰落率	予想値 2025年末	年間 騰落率	2026年末	年間 騰落率
米ドル		141	+8%	157	+11%	151	-4%	141	-10%	135	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	163	+0%	151	-7%	145	-4%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	105	-4%	106	-3%	104	-2%
豪ドル		96	+7%	97	+1%	95	-3%	93	-4%	92	-1%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.83	+8%	1.76	-4%	1.68	-8%	1.69	+1%
ブラジル・レアル		29.1	+17%	25.5	-12%	26.2	+3%	25.2	-1%	24.1	-4%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.5	-0%	7.4	-2%	7.4	+0%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	20.7	-4%	18.8	-13%	18.0	-4%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.62	+6%	0.59	-5%	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

相互関税導入前に再び高まる景気懸念

米国一人勝ち論が2月下旬を境に、米景気悲観論へと急転した。相互関税に象徴される関税政策が懸念として根強くある中、アトランタ連銀の1-3月期GDP推計値が大幅なマイナス成長を示唆していることが影響していよう。大統領選後における関税適用前の駆け込み需要に伴う反動も一部にあるとは言え、他の推計値よりも極端に弱い。景気の底堅さが再評価されるのは、4月末公表のGDP統計に持ち越しか。

関税のインフレへの影響は一時的か

関税政策が実体経済に及ぼす影響として、FRBはまず物価動向に注目している。関税によるインフレ押し上げ効果は一時的とされ、静観の構えを崩さない。とはいえ、インフレを関税要因と非関税要因に分解して精査することは困難を伴う。また、報復関税が実施される場合、関税が断続的に発動されるリスクもある。目先は相互関税の詳細が焦点となるとともに、諸外国の反応も慎重に見守るべきだろう。

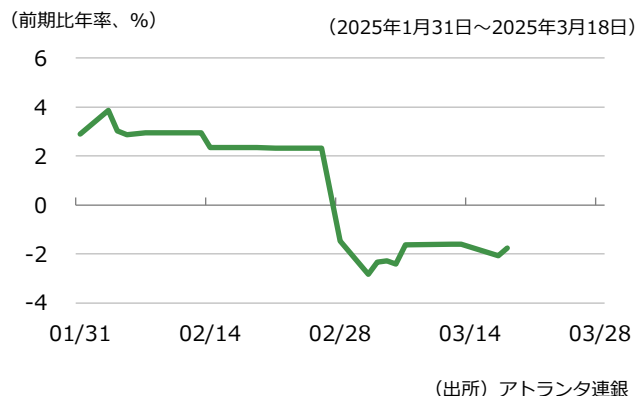
おおむね平穏を保つインフレ期待

関税は一時的にせよインフレを押し上げることから、FRBは物価動向よりもインフレ期待の安定度合いに焦点を当てている。コロナ後の高インフレ局面で揺らぎかけた経緯を鑑みれば、関税政策でインフレ期待が再び不安定化し始めれば、FRBも行動を余儀なくされる可能性がある。一部の統計で極端な動きはみられるものの、FRBは現時点で家計および市場のインフレ期待をおおむね安定的と評価している。

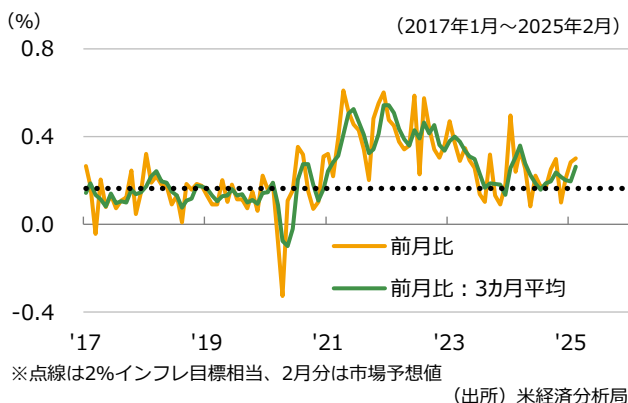
上昇含みの失業率？

FRBは景気動向にも注意しており、とりわけ労働市場を注視している。総じてみれば足元は均衡状態に近く、冒頭で触れた景気が失速などに陥っていない限り、雇用環境が急激に悪化するリスクは小さいと言える。目先の労働市場はノイズ含みで、連邦政府でのレイオフなどが失業率の上昇を招く可能性がある。ただし、法廷闘争に絡む事案も散見されるほか、全米規模で見ると新規失業保険申請件数の目立った増加につながっているわけでもない。

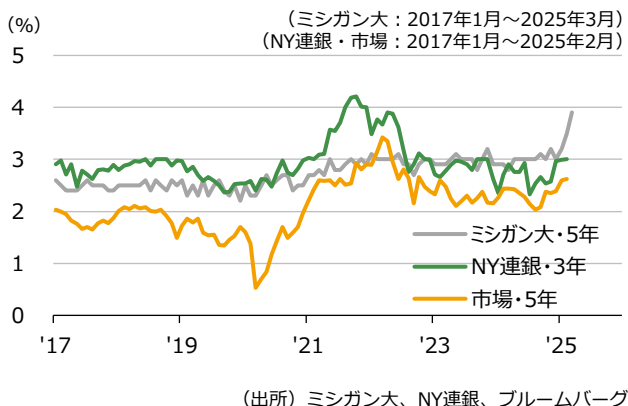
アトランタ連銀GDPNow：1-3月期



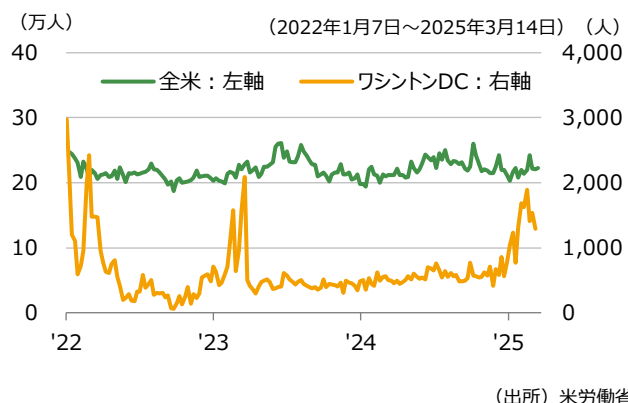
食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーター



インフレ期待



新規失業保険申請件数





株式

S&P500はいわゆる調整局面入りに

過去1カ月のS&P500は大きく下落した。トランプ大統領は、3月4日にカナダ・メキシコへの25%追加関税を予告通り適用。10日のメディア出演では、関税引き上げによる景気後退入りの可能性を明確に否定しなかった。トランプ氏が示した関税政策への躊躇ない姿勢は、市場の不安心理を煽ることになった。更に、この時期に前後して発表された経済指標のうち、センチメントに左右されるソフトデータが、関税政策等への不安を反映して軒並み悪化。景気後退懸念が台頭し、相場下落に拍車をかけた。S&P500は10日に下値支持線である200日移動平均線を割り込み、13日には前月19日の最高値からの下落率が▲10%超となり、調整局面入りとなった。

急落局面は一巡か

3月中旬以降のS&P500は反発基調となり、24日には200日移動平均線を回復した。背景として次の点が挙げられる。①13日に25日移動平均線の▲8%乖離の水準まで下落し、相場急落時のテクニカル面での反発目処に達したこと。②今回の下落を主導した大手ハイテク株の予想PERが24年におけるレンジ下限まで低下したこと。③19日終了のFOMCが量的引き締めペース減速を決定する等、ややハト派寄りだったこと。なお、S&P500の予想EPSの年初と直近のコンセンサス予想を比較すると25年1-3月期は▲4.1%、25年通期では▲1.4%と小幅減額に留まっている。企業業績は依然、堅調と言える。

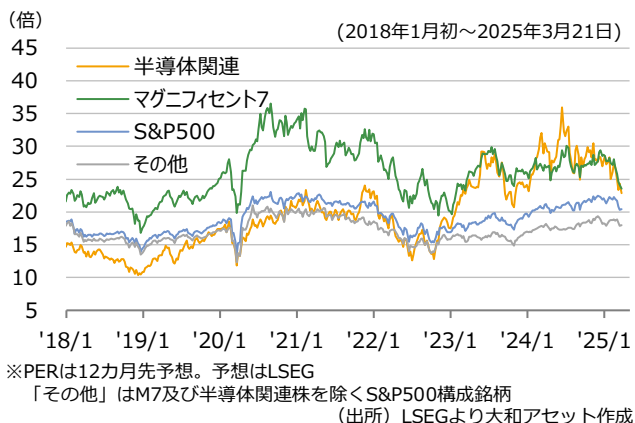
相場の不確実性が低下するか否か注目

一方、トランプ大統領が10日に見せた、目先の景気より関税を重視する姿勢は、相場の本格回復への足枷になっている。回復のきっかけとしては以下のケースが想定される。①相互関税の発動が予定されている4月2日以降、関税政策について一巡感が強まる。②関税政策が原因で大統領の支持率が急落することが誘い水となり、同政策が緩和される。③トランプ減税の法制化議論の進展。それぞれの事柄が株式市場の不確実性を低下させる方向に動くか否かが、相場の行方を左右すると思われる。

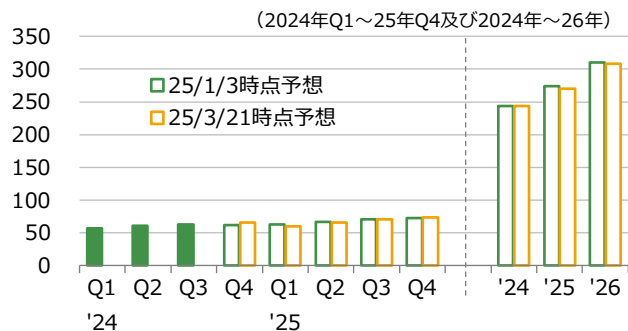
S&P500と各種移動平均線の推移



S&P500内のハイテクセクターの12ヵ月先予想PER



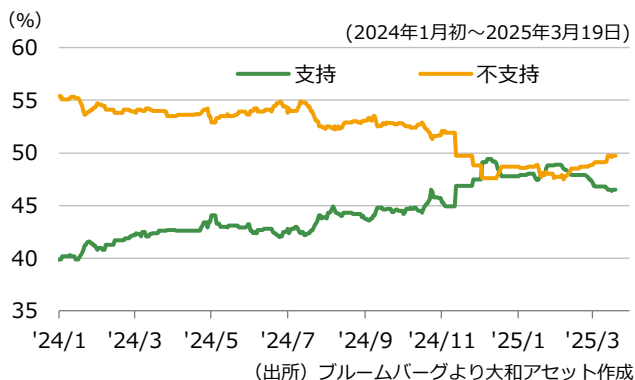
S&P500のEPSに関するコンセンサス予想の比較



※予想はLSEG

(出所) LSEGより大和アセット作成

トランプ氏の支持率





金利

FRBは景気・インフレリスクを両睨み

FRBは3月FOMCでFF金利を据え置いた一方、市場の混乱を避けるための「技術的」措置として、保有する国債の縮小ペースを月額250億米ドルから4月以降月額50億米ドルへ減額することを決定した（住宅ローン担保証券は月額350億米ドルの縮小ペースを維持）。パウエル議長は「政策調整を急ぐ必要はない」と従来のスタンスを踏襲するとともに、注目されたFOMC参加者のFF金利見通しも予測期間全体で大きな変化はなく、追加利下げ見通しを維持。

FOMC参加者の経済見通しに対するリスク・バランスは極端化しており、まさにスタグフレーション・リスクに瀕している。金融政策は一度にどちらか一方にしか対応し得ない以上、①目標からの乖離の程度、②目標回帰までに要する時間、を精査した上で優先順位を定めながら慎重に対応せざるを得ない。景気・物価を巡るFRB内外のリスク・バランスの変化に応じて、長期金利も上下していこう。

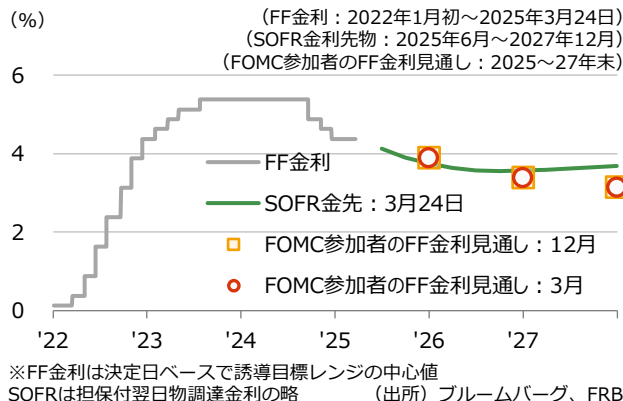
リート

景気不透明感の影響度合いを確認

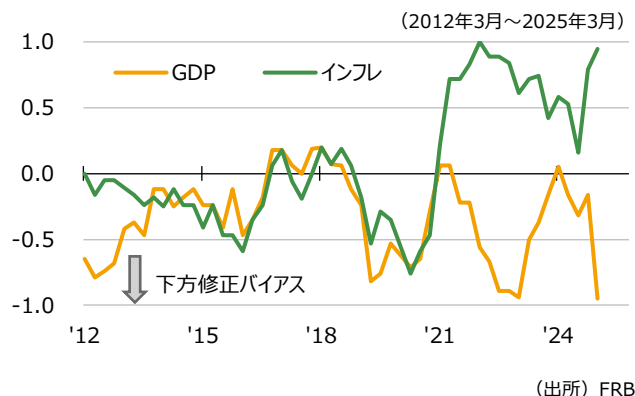
足元で、年初来リターンが株式市場を上回っている。株式市場は通常1年程度先の業績を織り込む。一方でREITは、契約期間が比較的に長いこともあり、景気動向の変化が1年以上の遅れをもって業績に影響を及ぼす。そのためREITは短期の景況感の影響を受けにくく、むしろ景気見通し悪化時の金利低下がサポート要因となる傾向がある。

この状況に変化が訪れるのかを確認する上で、4月半ばに始まる1-3月期決算発表では、景気不透明感の高まりが景気敏感セクターの賃貸借契約の進捗にどの程度影響を及ぼしているかに注目が集まると考えている。ただし、開発期間の長期化やコスト上昇による採算悪化から新規物件供給が減少し、不動産需給がタイト化しており、その結果REITのファンダメンタルズが堅調であるという大枠に変わりなく、引き続き、景気ディフェンシブ性の高いセクターも含めて堅調なリターンを想定している。

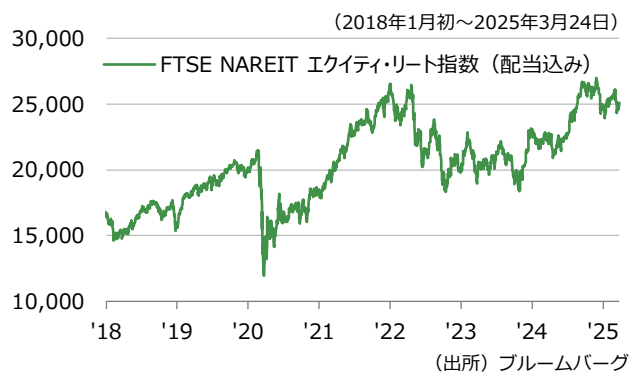
FF金利と実績



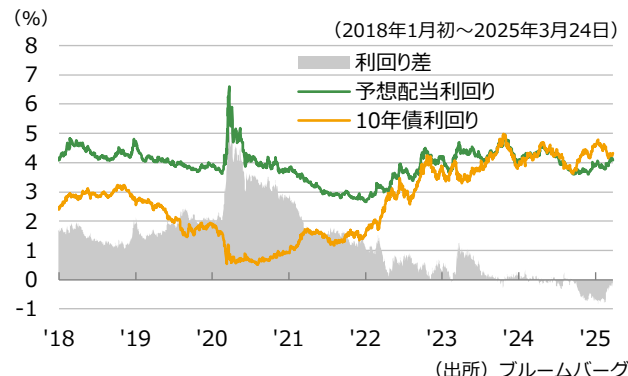
FRB見通しに対するリスク・バランスDI



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

25年春闘を受けた実質賃金の増加に期待

2025年春闘の第1回回答集計結果によると、構造的な人手不足や好調な企業業績等を背景に、平均賃上げ率は5.46%（2024年5.28%）と大方の予想通り昨年に続き高い賃上げが実現した。規模別にみると、大企業、中小企業の賃上げ率は各5.47%（24年5.30%）、5.09%（24年4.42%）となっており、昨年からの伸び幅では中小企業（0.67%pt）が大企業（0.17%pt）を上回った。連合が公表した25年春闘の平均要求賃上げ率（大企業が6.09%、中小企業が6.57%）通りとはいかないものの、大企業と中小企業の賃金格差には改善の兆しが見える。物価動向にも左右されるがこうした好調な25年春闘を受けて、実質賃金が持続的に増加していくこと、それに伴い個人消費が回復することが期待される。

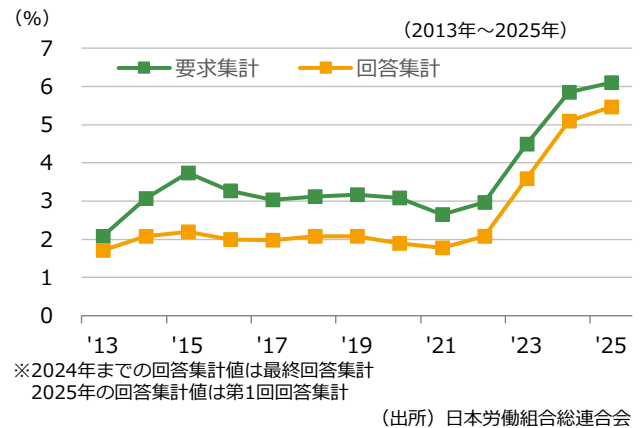
コメ等の食料品価格の高騰が続く

2月の消費者物価指数はコア（生鮮食品を除く総合）で前年同月比+3.0%（1月+3.2%）と日銀の物価目標である2%を大きく上回る伸びが続いている。輸入物価（円ベース）に落ち着きが見られる一方、コメ等の食料品価格の高騰が続いていることなどが背景にある。また、昨年の春闘で高水準の賃上げが実現した結果、主として人件費を反映するサービス価格の緩やかな上昇が続いており、日銀の言う「賃金と物価の好循環」が強まる形となっている。しかし、消費者にとって身近な食料品等の価格高騰が続けば、消費マインドがより一層低迷するほか、購買力にも負の影響を与え得る点には注意が必要。

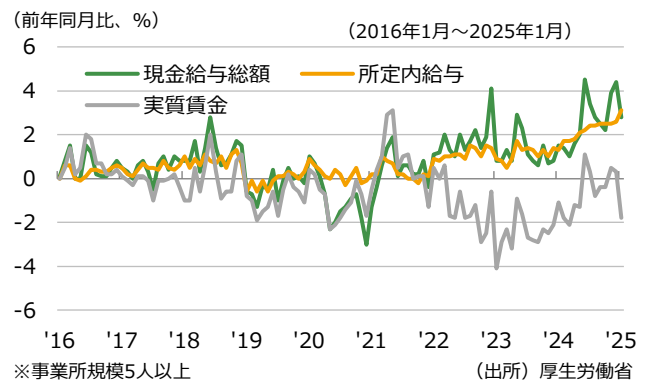
物価高による家計の節約志向は根強い

2月の景気ウォッチャー調査によると、現状判断DIが45.6（1月48.6）、先行き判断DIが46.6（1月48.0）と共に低下。内閣府の基調判断（現状）は「このところ弱さがみられる」との文言が加わり下方修正された。内訳では雇用関連が上昇した一方、家計動向関連と企業動向関連が低下しており、コメ等の食料品価格や光熱費の高騰が家計の節約志向を依然として強めているとのコメントが散見された。

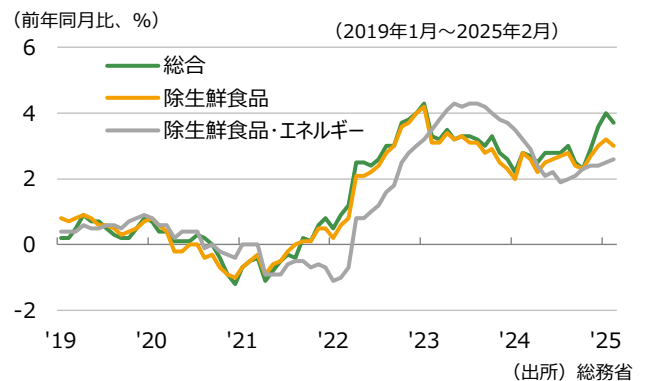
春闘（賃上げ状況の推移）



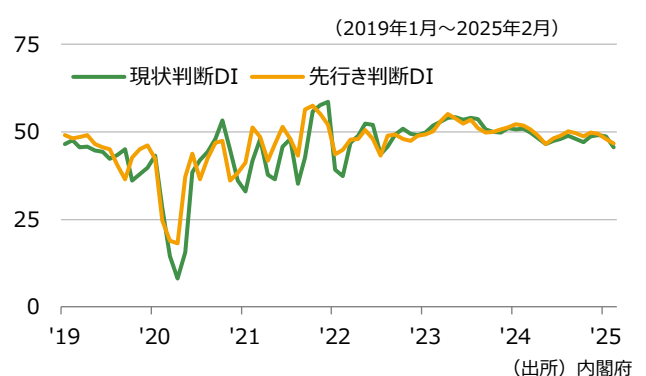
毎月勤労統計



消費者物価指数



景気ウォッチャー調査





株式

予想EPSは改善傾向

TOPIXの12カ月先予想EPSは拡大傾向が続いている。金利上昇が追い風の銀行・保険や、国土強靱化や供給網再構築など需要が旺盛な建設の一部、DXやAI投資増でIT関連などが好調である。自己株式の取得・償却による株数の減少も予想EPSを押し上げている。トランプ米政権の関税政策の影響など不透明感が強く、人件費などコスト増が企業の重しの状況だが、予想EPSの拡大傾向は継続しそうだ。

生活関連物価の高騰

米や野菜の価格急騰、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おり、経済指標の悪化が目立つ。政府は備蓄米の放出で米価高騰の沈静化を図っているが、根本的には高齢化や人手不足による供給減が価格高騰の主因と思われ、米価の下落があっても一時的であろう。物価高への不満等で政局の不透明感が強まったが、そもそもの期待値が低く政権の不安定化は悪材料視されていない。

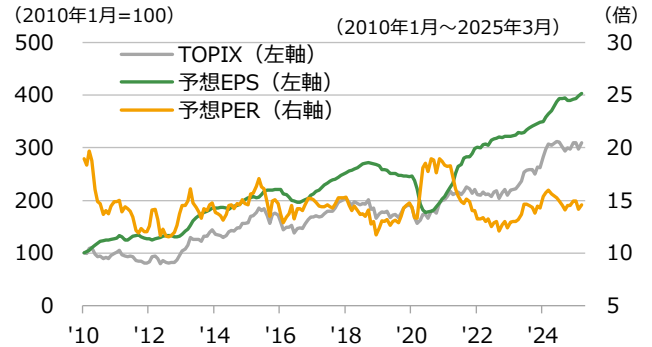
インフレ継続か

連合集計の春闘賃上げ率は昨年水準を上回る見込みで、企業は人件費上昇分を価格転嫁する可能性が高い。また、今月発表された公示地価も上昇率が加速しており、日本経済はインフレ局面へと移行している。物価上昇は名目の企業収益を押し上げるため、内需関連、特に銀行・保険などの業績改善が期待される。海外ではデysinフレ傾向の国が多く、日本のバリュー株に注目が集まりやすい環境にある。

自社株買いが株価を下支え

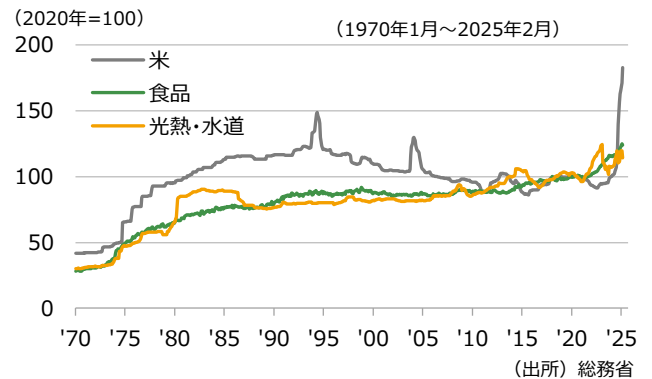
株式需給は非常に良好である。とりわけ東証の要請や持ち合い解消の進展、アクティビストの大量保有の増加などを受けて企業の株主還元姿勢が積極化している。従前は海外投資家の売買動向に市場が左右されることが多かったが、最近は自社株買いが株価を下支えし、海外投資家の売り越しにもかかわらず上昇傾向を維持している。国内外の政治情勢など不透明感が強い中、株価の底堅さが際立っている。

TOPIXの予想EPS・PER



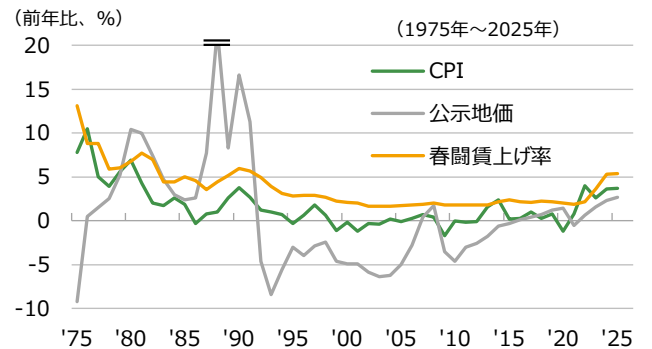
※月末値、2025年3月は24日の値。予想EPS・PERは12カ月先予想
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

品目別消費者物価指数



(出所) 総務省

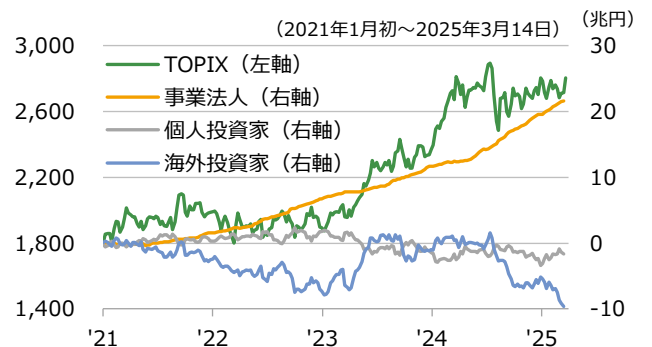
物価・地価・賃金



※公示地価は全国全用途平均。2025年の春闘賃上げ率は3月19日連合発表値
※CPIは全国総合、2025年は2月の前年同月比

(出所) 総務省、国土交通省、厚生労働省、連合から大和アセット作成

TOPIXと投資部門別売買金額累計



※現物と主要な先物取引（ミニ先物を含む）の売買金額の累計。週次データ
(出所) ブルームバーグ、QUIICKより大和アセット作成

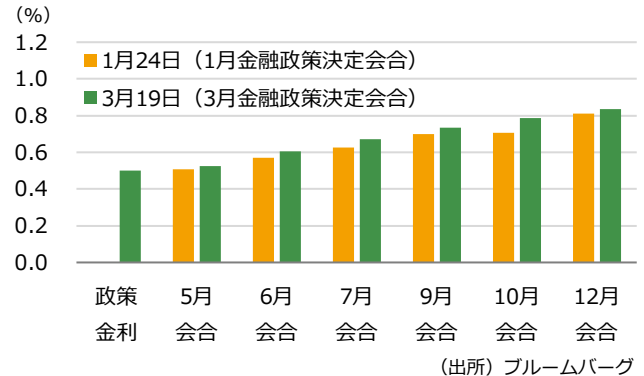


金利

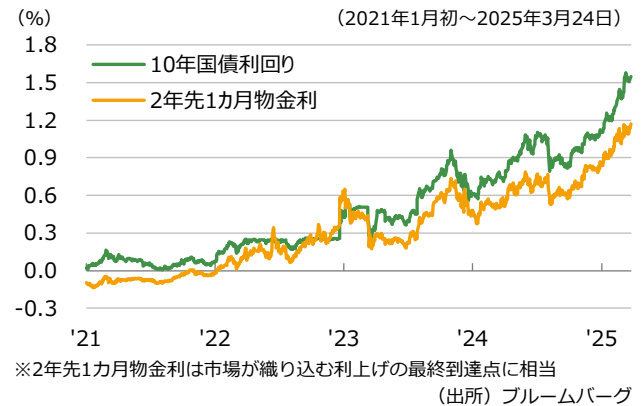
個人消費や米国の通商政策の動向に注目

日銀は3月の金融政策決定会合で市場予想通り、政策金利の据え置きを決定。植田総裁は米国の通商政策がどのような姿になるのか、それが日本経済・物価にどのような影響を与えるのかを見極める必要があることを指摘した。先行きの金融政策運営について、日銀は利上げ路線を維持している。2025年春闘も好調な滑り出しとなるなど、経済・物価情勢は概ね「オントラック（想定通り）」であり、次回追加利上げは25年10月との予想を維持。しかし、足元でコメ等の食料品価格の高騰が家計の節約志向を強めている様子もうかがえ、消費の低迷が深刻化した場合や、米国の通商政策が日本経済に与える負の影響が大きい場合には、追加利上げは難しくなるだろう。利上げの時期や最終到達点を見極めるうえで、個人消費や米国の通商政策の動向に引き続き注目。長期金利の見通しは25年末、26年末ともに1.3%で変更なし。

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と長期金利



リート

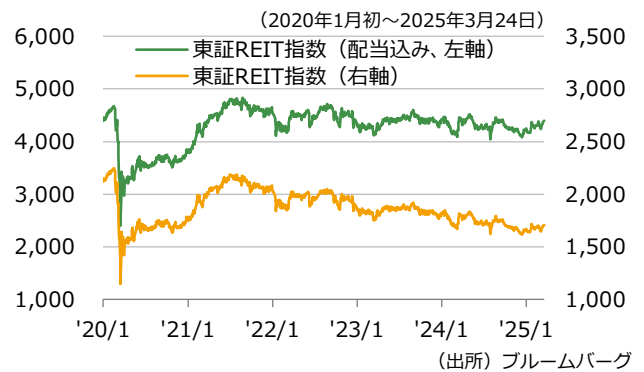
J-REIT市場は3月中旬以降上昇

東証REIT指数は3月上旬に1,650を割れる水準まで下落したのち、中旬以降上昇に転じ、1,700台を回復。3月は決算発表と同時に4件の自己投資口取得（バイバック）の発表があるなど、従来に増して資本コストを意識した経営への意識が高まっていることが好感された。

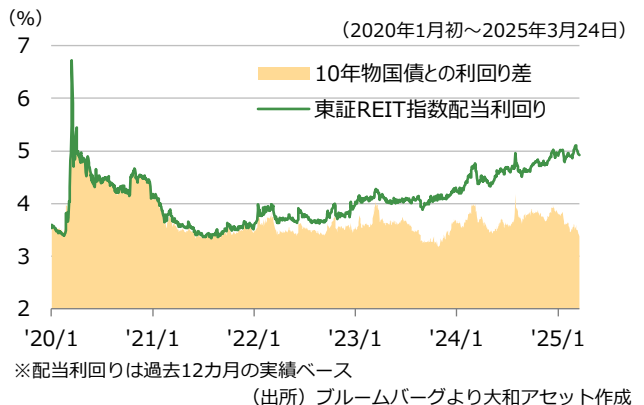
投資判断を「やや強気」に引き下げ

東証REIT指数の見通しは2025年末1,850、2026年末1,950で維持するが、今回投資判断を「やや強気」に引き下げた。足元のJ-REIT市場上昇で、キャピタルリターンの一部が具現化し、トータルリターンの期待値がやや低下したため。いまだに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引き続き期待。

東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





経済

不確実性の増大で脆弱な景気回復に

ユーロ圏、英国とも2025年中は脆弱な景気回復に留まろう。インフレ率の低下、金融引き締めの上乗効果の逓減、供給制約の緩和等が景気の下支え要因となる一方、既に景気が停滞している中での不確実性の増大、具体的にはトランプ米政権の関税政策やウクライナ情勢を巡る混乱等が景気の下押し要因として働く。ドイツ、EUによる財政支出の拡大は政策の大転換だが、景気への即効性は期待し難い。

PMIはユーロ圏の景気停滞を示唆

3月PMIはユーロ圏で製造業が上昇しサービス業が低下、英国で製造業が低下しサービス業が上昇と、対照的な結果となった。米国の関税政策を巡る思惑や、ドイツの財政政策の大転換などが一時的に影響している可能性も否めず、慎重に解釈したい。総合ではユーロ圏が50.4と依然として50を辛うじて上回る程度。英国は52.0と昨年9月以来の高水準だが、昨年後半はPMI程にGDPが強くなかった点には留意。

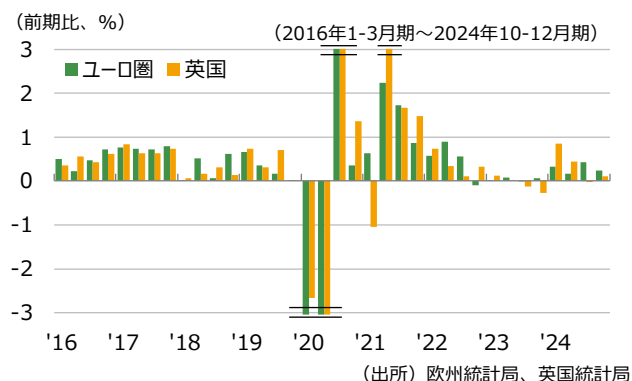
賃金と共にサービス価格の伸びも鈍化へ

ユーロ圏の消費者物価指数に動意が見られる。2月サービス価格は前年同月比（以下同じ）+3.7%と、2024年4月と並び、2023年11月以降の4%前後のレンジの下限に達した。ECBが公表している賃金トラッカーに拠れば、2025年中に賃金の伸びは大幅な鈍化が見込まれる。連れてサービス価格の伸びも鈍化しよう。コアも2月は+2.6%と、今次低下局面の最低であり、2%への収れんが期待される。

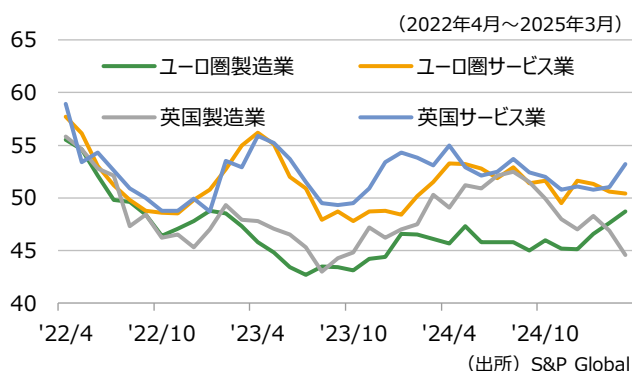
ドイツの財政政策の大転換

ドイツは「債務ブレーキ」の修正により国防費とインフラ投資を大規模に増額する方針を決めた。国防費のうちGDP比1%を上回る金額と、インフラ投資基金として今後12年間で5,000億ユーロを債務ブレーキの適用外とする。トランプ米大統領がウクライナ支援に消極的なことや、製造業を中心にドイツの景気低迷が長期化していることから、財政が健全なドイツが先鞭をつけた。しかし、国防費の内訳やインフラ投資の実施時期など不確定要素は多い。

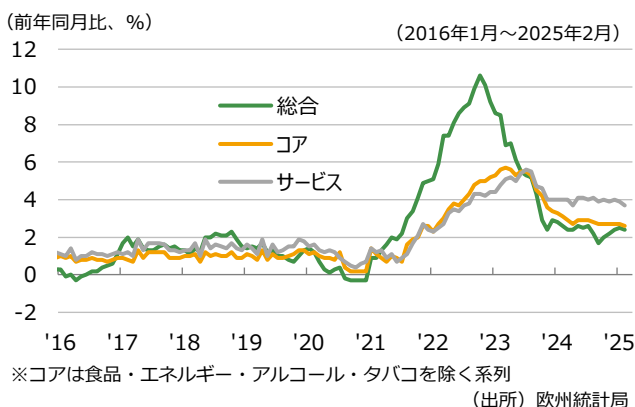
ユーロ圏・英国の実質GDP



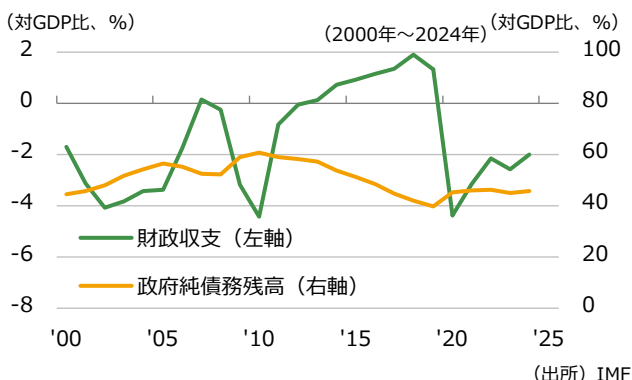
ユーロ圏・英国のPMI



ユーロ圏の消費者物価指数



ドイツの財政収支と政府純債務残高





株式

関税で売られ再軍備で買い戻される

3月3日にSTOXX欧州600は最高値を更新。しかし3月4日にトランプ米政権がカナダ・メキシコに追加関税を適用したと伝わると、「次の標的」と目される欧州株は軟調に推移した。3月中旬以降はドイツでの、国防費等の拡大に向けて財政規律を緩和するための憲法改正案の動き（18日に下院可決）を好感。最高値からの下落幅の5割弱を回復した。

米関税政策とEUの反応を注視

ドイツの財政政策が拡張に向けて転換したことは、同国及び欧州経済の停滞脱却を後押しする、と株式市場はやや前のめりな期待を寄せている。一方、トランプ米政権による賦課が検討されているEUへの追加関税や相互関税は、米欧間の貿易摩擦激化の引金となる懸念をはらんでいる。4月2日以降に明らかになる米国の関税政策とEUの反応を注視し、不確実性の振幅を見極める必要があるだろう。

金利

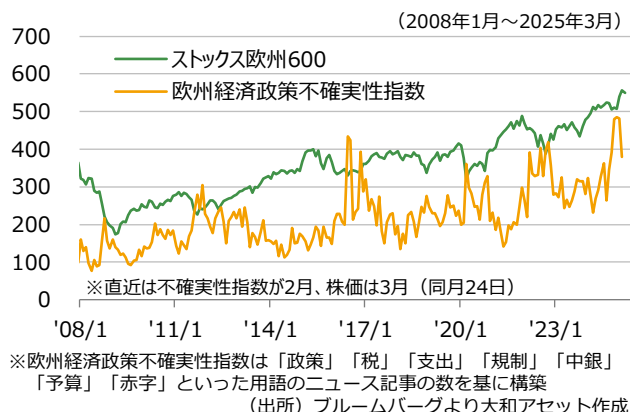
ECBは2%で利下げ打ち止めへ

ユーロ圏の景気は停滞し、基調的なインフレ率は今にも低下するところだが、ドイツによる財政政策の大転換に加えて、EU全体としても国防費の増加の方針で合意を得た。「金融引き締め具合は有意に低下しつつある」とのECBの判断にも鑑みれば、現在2.5%の中銀預金金利を中立金利近辺とされる2%まで引き下げたところで、利下げ打ち止めと見込む。ドイツの長期金利は中期的にも2%が下限に。

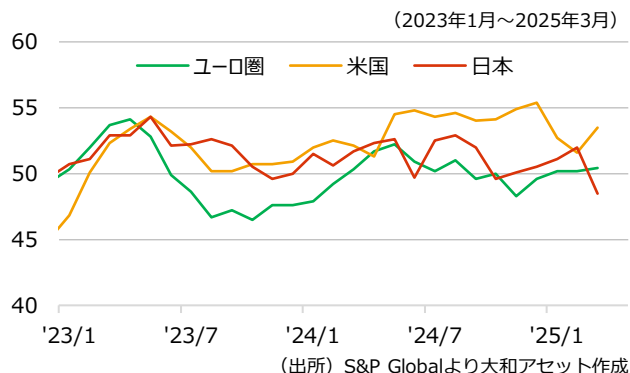
BOEは四半期毎の利下げを継続

英国の景気は停滞したまま。インフレ率はエネルギー価格や官製価格の影響で一時的に上振れているが、2025年終盤以降低下に転じ、2027年末には2%に収れんするとのBOEの見通しである。現在4.5%の政策金利は中立金利近辺とされる3%よりかなり高く、当面は四半期毎の利下げを継続しよう。長期金利は米国との比較からも現水準がほぼ上限。

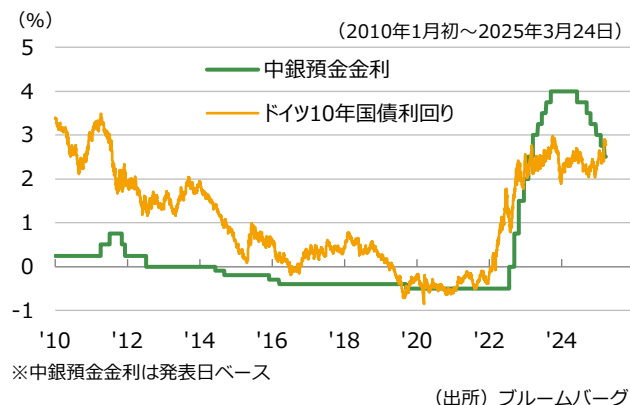
STOXX欧州600と欧州経済不確実性指数



欧米日の総合PMI



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

経済は回復軌道に乗っていたが…

昨年来の利下げの効果が浸透することで、今年の成長率加速は確度の高いシナリオと考えていた。実際、昨年終盤から年初にかけての経済指標は、市場やカナダ銀行の予想を上回る速度での回復を示した。

関税の脅威が経済を下押し

しかし、関税引き上げによるコスト増だけでなく、不確実性の高まりも影響し、早くも関税の脅威が経済を下押ししている。主に中小企業の経営状況や将来の期待を示すCFIBビジネスバロメーター指数は、世界金融危機やコロナショックの時を下回る水準まで低下。また、家計が高額の買い物を手控える動きもうかがえ、回復過程にあった住宅市場も足元では失速の様子。他方、今後は財政面での支援が想定されるため、上下双方向にリスクが大きい。今年の成長率予想を前年比+2.2%から+1.8%に引き下げ、経済見通しは「やや強気」から「中立」に変更した。

金利

物価よりも景気を重視して利下げを決定

カナダ銀行は3月の金融政策決定会合で政策金利を3.00%から2.75%に引き下げることを決定。当社は様々なシナリオを考慮しつつも、1月での利下げ停止を予想していたが、米国の関税引き上げに対して通貨安が進まず、インフレよりも景気を重視して利下げできる状況となったことが想定外であった。

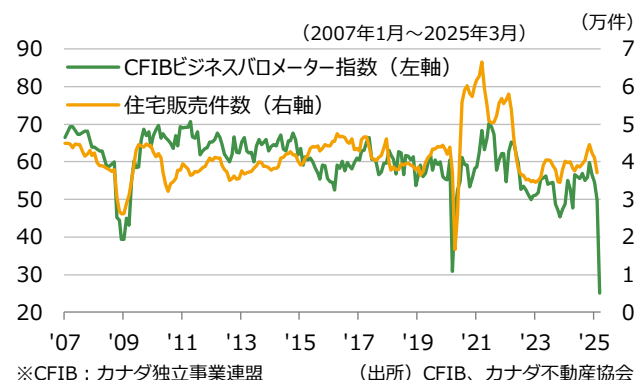
今後の利下げは難しくなる見込み

もっとも、企業と家計のインフレ期待は上昇に転じており、2月消費者物価指数は総合・コアともに伸びが明確に加速した。関税による経済の負の影響は財政政策で対処せざるを得ず、物価の安定が最優先事項であるカナダ銀行にとっては、追加利下げに慎重にならざるを得ないだろう。当面の政策金利の据え置きを想定し、政策金利の予想は今年末と来年末を3.00%から2.75%に引き下げ、10年国債利回りの予想はいずれも3.2%から3.0%に引き下げた。

マネーストックの伸びと実質GDP成長率



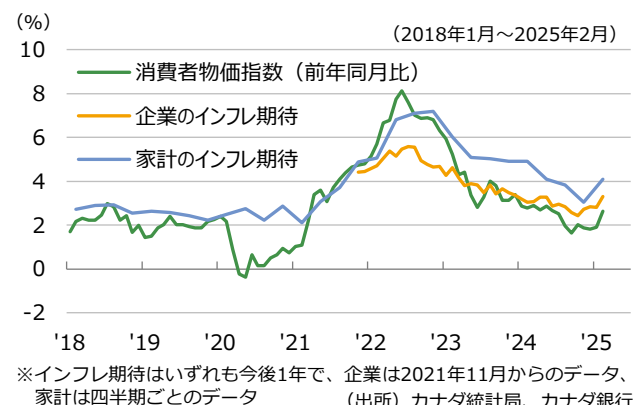
企業センチメントと住宅販売件数



政策金利と10年国債利回り



インフレ指標



経済

利下げ開始で消費者心理は更に上昇

2月の利下げを受けて、ウエストパック消費者信頼感指数は3月に約3年ぶりの水準まで上昇。個人消費の下振れリスクが更に後退したことを示唆する。もっとも、水準はまだ分水嶺の100を下回っている。また、依然としてインフレ率がRBAの目標を上回っていることや、景気モメンタムの改善を背景に、RBAは追加利下げに慎重な姿勢を維持するだろう。市場の織り込みに比べて利下げが進まないことで、経済成長率の加速も緩やかなものにとどまると想定。

労働市場は堅調さを維持する見込み

2月の雇用者数は、前月差▲5.28万人と市場の増加予想に反して減少した。もっとも、これは高齢労働者の職場復帰が極端に少なかったことが主因とされており、失業率など労働市場のひっ迫感を示す指標は悪化していない。3月以降は雇用者数が増加基調で推移し、労働市場は堅調さを維持すると見込む。

金利

RBAは追加利下げに慎重な姿勢を維持

RBAは2月に政策金利を4.35%から4.10%に引き下げた。その際、市場の織り込み通り年内残り2回（計0.5%pt）の利下げを実施すれば、インフレ率は見通し期間内に目標の中心値である2.5%まで戻らないとの予測を示した。その後もRBA高官からは市場の過度な利下げ期待をけん制する発言が聞かれる。当社の予想はRBAの見方と整合的であるほか、豪州経済は米国の関税政策による影響も小さいため、引き続き今年は残り1回の利下げにとどまると予想。

長期金利はレンジを切り下げる展開に

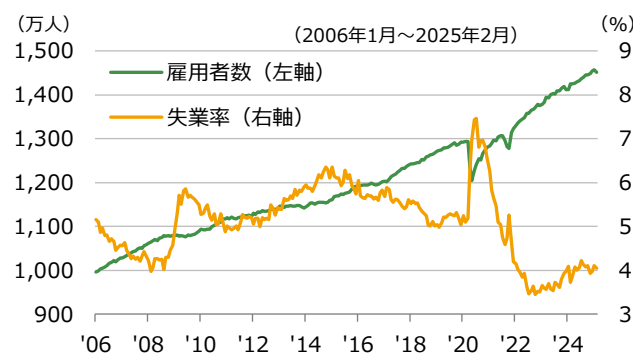
長期金利は、市場の過度な利下げ織り込みが後退する局面で上昇する場面もあるだろうが、中期的には利下げに伴って徐々にレンジを切り下げる展開を想定する。政策金利と同様に長期金利の低下余地も大きくはないが、水準は近年の中でも高い位置にあるため、債券の見通しは「やや強気」を維持する。

消費者心理と個人消費



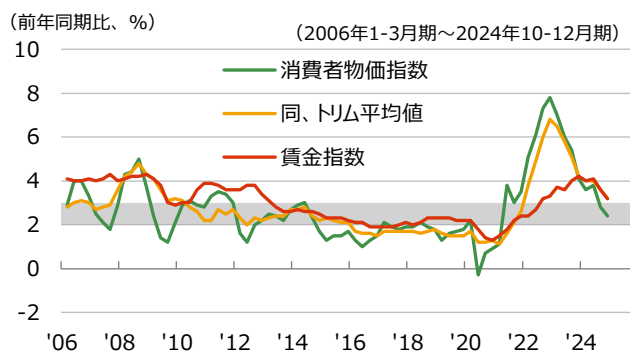
※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表のデータ
(出所) ウエストパック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

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

利下げ、減税が景気回復を加速させよう

2024年10-12月期GDPは、前年同期比+6.2%と、4四半期ぶりに伸びが加速（7-9月期は同+5.4%から同+5.6%へ上方修正）した。10月末のディワリ（ヒンドウ教の祭典）前後に祝祭シーズンでの消費が拡大したほか、政府支出の回復によりインフラ投資が加速するなど、総じて内需の寄与が大きかった。今後は、世界でも数少ない「金融緩和」と「所得税減税」を同時に実施する国として、内需主導で景気回復が加速すると見込む。米国の関税政策の影響が相対的に抑制されるとの期待も特筆すべき点。

雇用の増加が消費回復を促進する見込み

モディ政権3期目が発足して以来、政府は予算案で雇用創出等による抜本的な所得向上策を推進。足元、都市部の雇用環境を示すナウクリ・ジョブ・スピーク指数が約2年ぶりの高水準へ上昇。農村部に比べ遅れている都市部の消費回復を後押ししよう。

株式

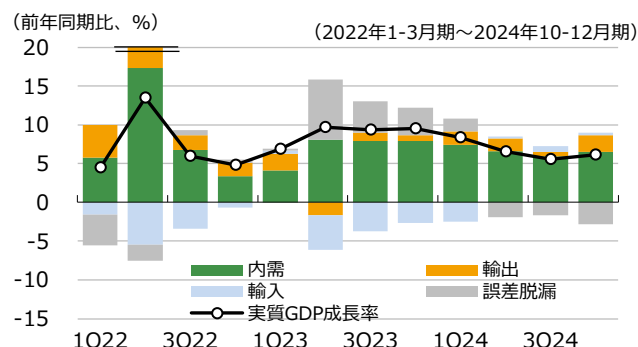
業績の下方修正一巡が株価の上昇を促そう

足元では景気回復や業績の下方修正一巡の期待が強まっている。株価指数の方向性を見る上での参考指標となるリビジョン指数（業績の上方／下方修正の勢いを示す指標）も上向きに転じ、株価の底打ちの可能性を示唆。米国の相互関税に関しては、インドは米国からの輸入品に課す関税を引き下げることに対応し、米国の対印関税の大幅な引き上げを回避する見込み。輸入関税の引き下げは中長期的には製造業の競争力増強を促すと予想される。

米関税政策の影響薄や割安感で投資妙味

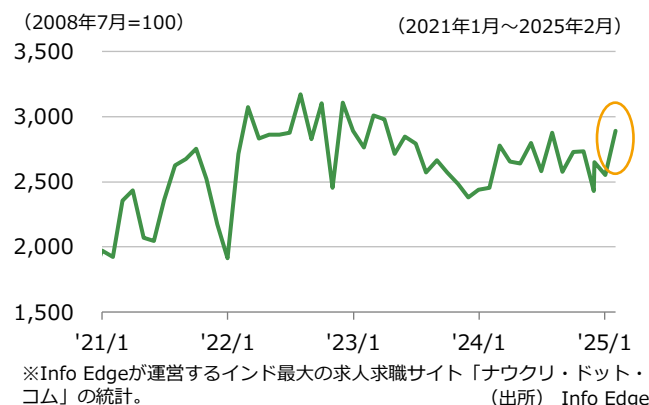
トランプ米政権の相互関税発動により一時的に上下に振れる可能性は残るものの、経済および株式市場の内需主導の構図はインドの強みと言えそうだ。バリュエーションも過去5年間の平均を下回る水準まで顕著に低下しており、インド株の投資妙味は一段と高まっていると言える。

実質GDP成長率と需要項目別寄与度

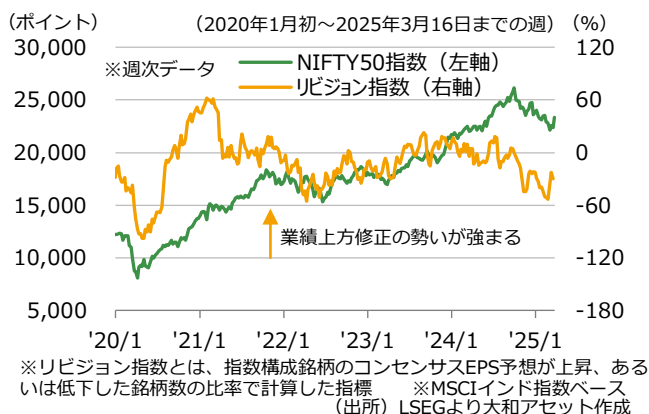


※内需は最終消費、総固定資本形成、在庫等変動、貴重品支出の合計
(出所) インド統計・事業実施省より大和アセット作成

代表的な企業採用指数-ナウクリ・ジョブ・スピーク指数



企業業績見直し変更の動向



12カ月先予想PER（株価収益率）の推移





経済

ブラジルでは成長減速の兆候が各所に

ブラジルでは成長減速の兆候が各所に広がっている。利上げ転換後も底堅く推移していたFGV消費者信頼感指数でさえ、足元で急低下しており、当面の個人消費減速を示唆する。一方、長期のインフレ期待が上昇しており、インフレ率が早期に沈静化する見込みは小さくなった。そのため、引き締めの金融環境が長期化し、今後の低成長が長引く公算が大きくなったと判断。来年の成長率予想を引き下げた。

メキシコ経済は関税懸念が付きまとう

米国は3月4日、メキシコからの輸入品に対する25%の追加関税を発動したが、直後にUSMCA準拠の品目は関税の対象外とした。状況はなお流動的だが、米大統領や米商務長官がメキシコの対応を称賛しており、大幅かつ広範な関税引き上げは回避されると予想。ただし、不確実性の高さが経済成長を抑制するとの見方から今年の成長率予想を引き下げた。

金利

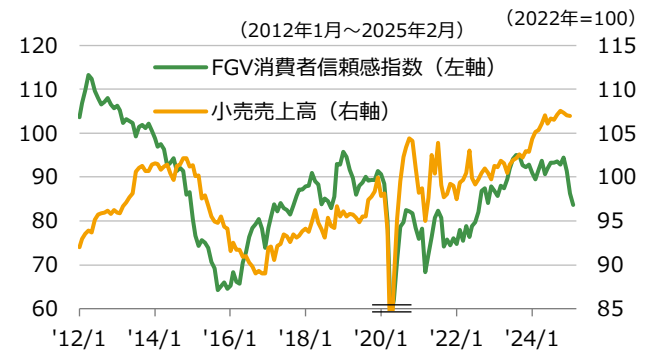
ブラジルは利上げ幅縮小へ

ブラジル中銀は3月に政策金利を13.25%から14.25%に引き上げた。成長減速の兆候が出ており、中銀は次回の利上げ幅縮小を示唆。今年半ばの利上げ停止が視野に入っており、長期金利の上昇余地は限られよう。一時の過度なインフレ懸念が和らぐ中、利上げの到達点に関する市場の見方（15.00%）は変わっていないが、来年末のインフレ率予想が上昇しており、利下げ転換は遠のいた印象。今年末の政策金利予想を13.00%から14.00%に引き上げた。

メキシコは利下げしやすい環境が継続

メキシコ銀行は2月に政策金利を10.00%から9.50%に引き下げたが、3月も同幅の利下げが予想される。足元で通貨の堅調さと利下げ織り込みの進展が併存しており、利下げを進めやすい環境にあると言える。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0.5pt引き下げた。

ブラジルの消費者信頼感指数と小売売上高

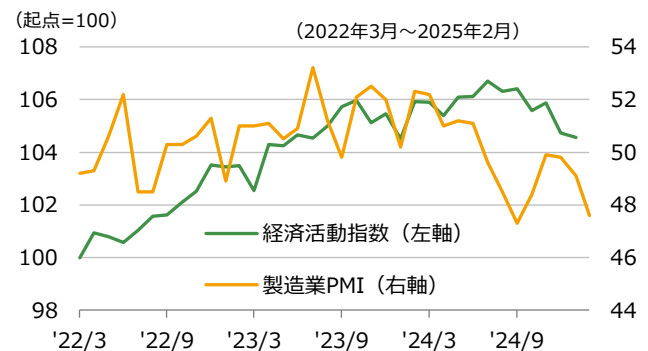


※FGV：ジェトゥリオ・ヴァルガス財団

※小売売上高は2025年1月まで

(出所) FGV、ブラジル地理統計院

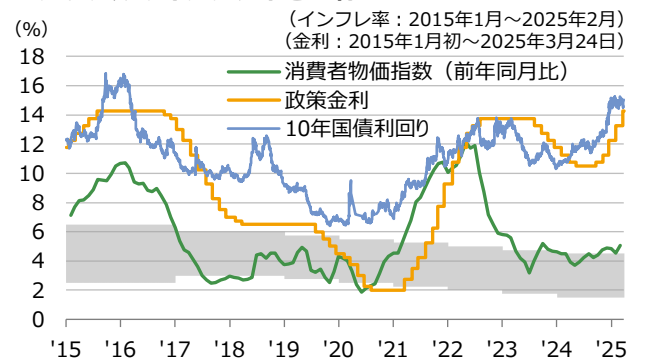
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2025年1月まで

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P Globalより大和アセット作成

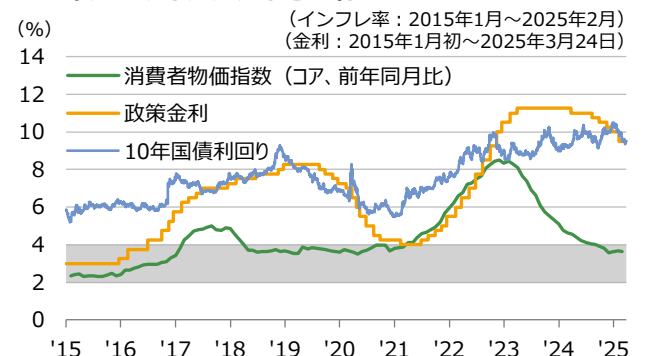
ブラジルのインフレ率と金利



※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

内需拡大への期待は幾分高まっている

3月5-11日の全人代で、政府は2025年予算案の発表に加え、政府活動報告および2025年の政策運営の概要を発表。総じて、景気対策関連の財政支出は市場予想を下回り、具体策も乏しく、景気低迷から脱出できる可能性を高める内容ではない。一方、政策運営の重点項目において、24年には3位だった内需拡大が今年は最優先項目へ格上げされ、需要喚起への期待は幾分高まった。近年、政策運営項目が不発に終わり形骸化する傾向も強まっているが、子育て支援発表や税制改革への期待などが、内需減速に歯止めをかける期待は当面高まりやすいと考える。

米中摩擦の激化は依然大きな懸念材料

米中摩擦が一段と激化し、関税・規制の応酬合戦が続いている。4-6月の米中首脳会談の可能性が取り沙汰されており、その時期までは交渉のカードを確保するために両政府が強硬策を強める可能性も。

株式

技術革新期待や政府支援がテック株を支え

1月下旬頃のディープシークやアリババの生成AIに続き、直近1カ月程度は高速充電による「BYDショック」、百度の次世代生成AIモデルの発表等が好感され、技術革新への期待が一段と高まった。さらに全人代では今後の政策方針に関して「新質生産力（先端製造業関連造語）」の強化や、約1兆元（約20兆円）の国家創業投資誘導基金の設立が発表され、テック企業への政府支援強化が見込まれる。

株価急騰も多くのテック銘柄に割安感残る

もっとも、本土上場のCSI300指数やテック企業の株価の反応は鈍く、政策期待や技術革新等への懸念は残る。米政府による先端半導体の対中輸出規制がテック企業に打撃を与えるなど、米中摩擦も引き続き懸念材料である。しかし、短期的には米テック企業に比べて依然割安であるため、当面中国テック株に上昇余地があると見込む。

全人代で発表された政策運営重点項目のキーワード

	2024	2025
1.	新質生産力、先進的な製造業	消費押し上げ、全面的な内需拡大
2.	科学教育興国戦略、科学強国	新質生産力、先進的な製造業
3.	消費押し上げ、内需拡大	科学教育興国戦略、イノベーション
4.	資源配分における市場の役割重視	国有企業、地方政府税制等改革
5.	対外開放の水準を引き上げる	高水準の対外開放（サービス業等）
6.	システミックリスクの防止	システミックリスクの防止
7.	農村の全面的振興を推進	農村の全面的振興を推進
8.	（中小都市）を対象とした新型都市化、西部大開発や東北振興策	（中小都市）を対象とした新型都市化、西部大開発や東北振興策

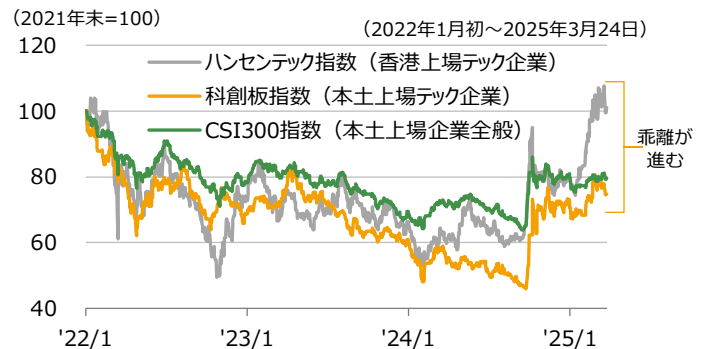
（出所）2024年、2025年の政府活動報告

トランプ米政権2期目の米中貿易摩擦の主要な経過

日付	米政府の動き	中国政府の動き
2月1日	中国、カナダ、メキシコからの輸入品に関税を課す大統領令に署名	—
2月4日	10%の対中追加関税を発動	①石炭やLNGなど80品目に最大15%の関税を上乗せする方針を発表 ②タングステンなどのレアメタルの輸出を規制 ③PVHやイルミナなどの米企業を“信頼できない事業体のリスト”に追加 ④IT大手グーグルも調査
2月10日	鉄鋼とアルミニウムへの25%の一律関税を発表	石炭やLNG等80品目に最大15%の関税発動
2月27日	中国への追加関税をさらに10%上乗せすると表明	—
3月4日	2月27日発表の追加関税を発動	小麦や鶏肉、大豆などの740品目の農産物に最大15%の追加関税を発表；米企業3社からの大豆の輸入を停止；米企業15社に輸出規制等
3月10日	—	3月4日の発表内容を発動
3月12日	2月10日発表の関税を発動	—

（出所）各種資料より大和アセット作成

各種株価指数の推移



※CSI300指数、科创板指数は中国人民元ベースで、ハンセンテック指数は香港ドルベース
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

ATMX関連銘柄の年初来騰落率とバリュエーション

企業	2024年平均PER（倍）	2025年3月24日のPER（倍）	年初来株価騰落率
アリババ	9.0	13.7	61.2%
テンセント	15.2	17.9	23.0%
バイドゥ	9.1	9.7	13.1%
JDドットコム	8.3	9.1	22.5%
メイトワン	17.3	18.4	9.2%
BYD	15.3	20.9	51.3%
シャオミ	23.5	40.1	65.2%
参考：アルファベット	20.3	18.6	▲11.4%

※参考として、米アルファベットを掲載 ※PERは12カ月先PERを掲載
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



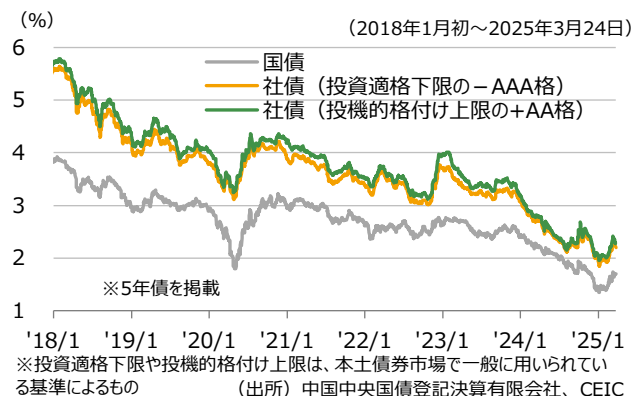
金利

債券市場は全人代政策をさほど評価せず

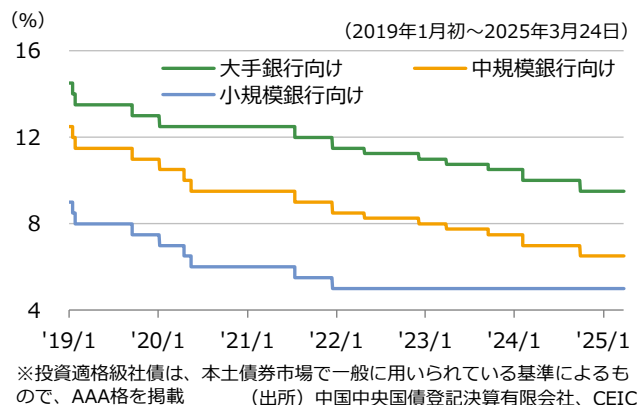
全人代で発表された景気対策により、より積極的な財政政策や、4-6月期以降の預金準備率引き下げによる景気下支えの効果が期待され、債券市場は金利上昇に転じた。ただ、金利水準は依然2024年9月下旬に当局が株価・景気対策を発表した時を下回っている。景気対策が市場期待を下回り、市場参加者は全人代の景気対策をさほど大きく評価していないことを浮き彫りにした。

具体的には、国有商業銀行の資本増強に5,000億元の特別国債を発行することは銀行システムリスクの抑制に寄与しよう。一方で、消費促進規模は3,000億元に留まり、失望感に繋がった。景気対策はようやく正しい方向へ向かい始めたと言えるものの、支援規模は限定的であり、不動産や地方政府債務などの問題への抜本的な解決には程遠いと言わざるを得ない。

■ 本土債券市場の国債、社債の利回り推移



■ 預金準備率の推移



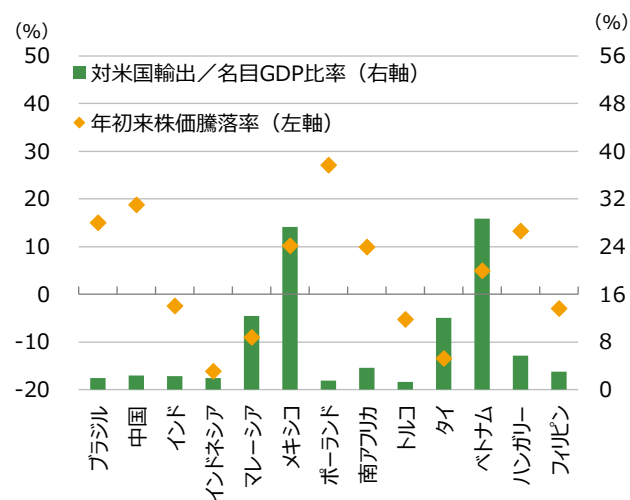
今月の新興国コラム

年初来の株価騰落率と目先の注目点

年初来のMSCI新興国株価指数は5.6%上昇し、米S&P500種指数をアウトパフォームしたが、国別ではまちまちな動きとなった。トランプ政権の関税政策を巡る懸念が根強い中、米国への輸出が多いとみられるASEANのマレーシア、タイなどは大きく下落。一方、ウクライナ停戦時の恩恵が期待される東欧や、割安感が強いラテンアメリカ、技術革新への再評価が進む中国のテック銘柄を中心に上昇。

当面は、トランプ米政権の関税政策を見極める必要があるが、不確実性が後退すれば米関税政策による勝ち組と負け組の選別で、インドやインドネシアなどに買戻しが進む。また、4月20日のウクライナ停戦の可能性や、4月8日のFTSE株価指数分類におけるベトナムの格上げの可能性が目先の注目材料。

■ GDPに占める対米国輸出の割合、年初来の株価騰落率



※株価騰落率は2024年末～2025年3月24日、MSCI新興国指数ベースでベトナムはVN指数

※GDPに占める対米輸出の割合は2024年時点

(出所) 米国情勢調査局、CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成



米ドル

相対的な金利動向による米ドル安と円安

最近1カ月間、米ドルは円以外の通貨に対し下落（米ドル安）。米金利が低下した一方で欧州金利が上昇したため。クロス円（米ドル以外の通貨の対円為替）は上昇（円安）。これも欧州金利上昇によるところが大きい。米ドル円は米ドル安の後に円安が進んだ。相対的な金利動向が為替を左右しており、今後は欧米金利に比べ国内金利が上昇することにより、米ドル円やクロス円は円高に傾くと予想する。

実質金利差の縮小で米ドル安・円高に

米ドル円は今年1月以降に下落してきたが、日米の名目金利差や実質金利差が縮小したことがその背景にある。3月には一時、米国の実質金利が日本に比べわずかに上昇したが、米国の期待インフレ率が低下傾向にあるなかで実質金利は再び低下しつつある。一方、日本は期待インフレ率も実質金利も上昇傾向にある。今後も日米の実質金利差は引き続き縮小傾向を辿り、米ドル円は下落していくと見ている。

米経済指標による米ドル安圧力は緩和へ

為替は経済に影響を与え、経済は為替に影響を与える。米ドル高に2カ月ほど遅れて米経済サプライズ指数は低下（米経済指標が市場予想を下回る）してきたが、5月にかけては米ドル安の影響で米経済サプライズ指数は上昇しやすくなると見られる。当面は、米経済指標が市場予想を下回るケースが減り、上回るケースが増えることにより、米ドル安圧力が緩和する（または米ドル高圧力が働く）と見ている。

米国の通貨高、日本の通貨安が目立つ

実質実効為替を比較すると、過去20年平均に比べ近年の上昇が顕著なのが米国、下落が顕著なのが日本だ。トランプ米大統領は日本や中国が通貨を押し下げ続ければ米国は極めて不利になるとし、関税で埋め合わせをしている。また、米国は各国の税率や非関税貿易障壁などの要素に基づき相互関税の関税率案を提示するとしている。日本は中国や韓国以上に通貨安が目立つので、米国の対日関税率が高まるリスクや円安是正要求を受けるリスクは大きい。

米ドル・円・他通貨の為替レート



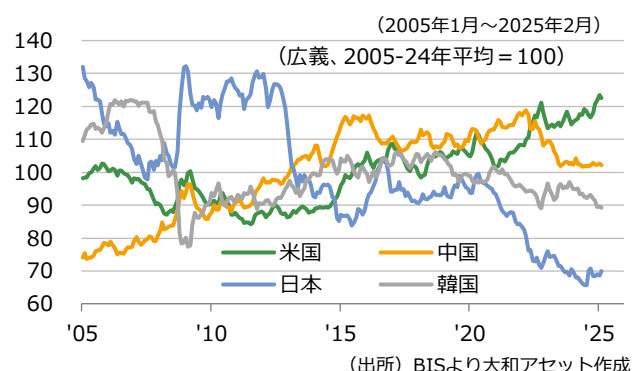
日米実質金利差と米ドル円



米ドル指数変化率と米経済サプライズ指数



実質実効為替レート





ユーロ

ユーロ安・円高に傾くと予想

ドイツの財政支出拡大期待から欧州金利が上昇し、ユーロが対円で上昇した。だが、財政支出の拡大が経済にプラスに作用するまでには時間がかかる一方、最近の長期金利上昇が経済にマイナスに作用するリスクがあるため、欧州経済の急回復は見込みがたい。今後、日本の長期金利が底堅く推移するなかで、相対的な欧州金利低下とユーロ安・円高に傾くと予想。

ユーロ・米ドルはレンジ相場へ

ドイツの財政支出拡大期待による欧州金利上昇が欧州経済にマイナスに作用するリスクから、欧州経済の急回復は見込みがたい。米関税政策は欧州と米国の双方にマイナスに作用するだろう。3月に欧州の長期金利は米国に比べ上昇したが、すでに相対的上昇は止まりつつある。今後、欧州と米国の長期金利はいずれも上昇しにくいなかで、金利差の変動が抑制され、ユーロ・米ドルは安定化していくと予想。

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドル円の下値は限定的に

カナダの利下げ期待や日本の利上げ期待を背景にカナダと日本の5年国債金利差が一段と縮小し、カナダ・ドル円は3月前半に2023年以来的の水準まで下落した。今後はカナダの金利低下余地と日本の金利上昇余地が限られるとの見通しの下、カナダ・ドル円の下値も限られると予想。また、米国の関税政策によるカナダ経済の下押し圧力への対応として、政府が従来の財政健全化を過度に重視する姿勢から転換すれば、カナダ・ドル高が進む展開も考えられる。

豪ドルは市場センチメント改善に期待

この1カ月で豪米長期金利差が拡大（相対的に米金利が低下）したが、米国の関税懸念による市場センチメントの悪化などが豪ドルの上値を抑制。今後も揺れ動く市場センチメントに豪ドルが敏感に反応するとみられるが、米国との金利差に見合う水準に向けて段階的に豪ドル高・米ドル安が進むと見込む。

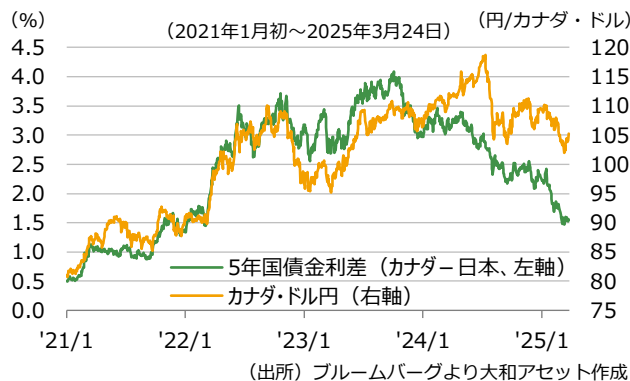
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



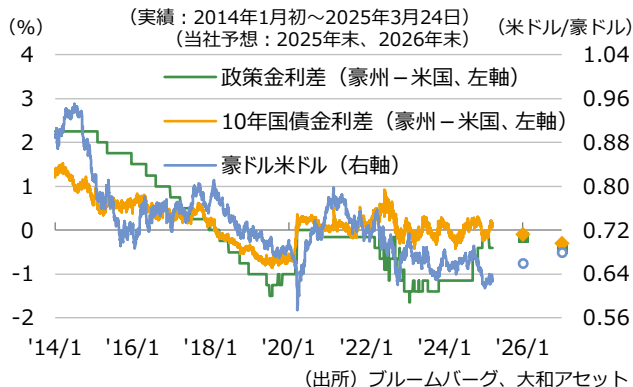
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



加日5年国債金利差とカナダ・ドル円



豪州と米国の金利差と豪ドル米ドル





人民元、インド・ルピー

中国、昨年後半の輸出加速は一巡

1-2月の輸出金額は前年同月比+2.3%となり、2024年後半の同+10%前後から急減速。2024年下半年の輸出の加速は米関税引き上げに備えた駆け込みの動きであったことが示された。外国企業や中国企業の中国離れ、旅行収支赤字幅拡大に加えて、輸出の減速が新たな人民元安要因になろう。

インド、世界第2位のスマホ生産国に成長

インドのITや電子製品生産などにおける競争力の高まりを印象付ける統計が増えている。過去7年間でインドはスマホ生産を約30倍拡大し、2024年には世界第2位のスマホ生産国に成長。IT産業を中心としたサービス収支においても黒字幅が180億米ドルに達し、財収支の赤字幅を上回った。これらはいずれも中長期的なルピー高要因と言える。足元では中銀の為替スワップ政策によってルピーの流動性が強化され、米ドル安局面でルピー高が進んでいる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

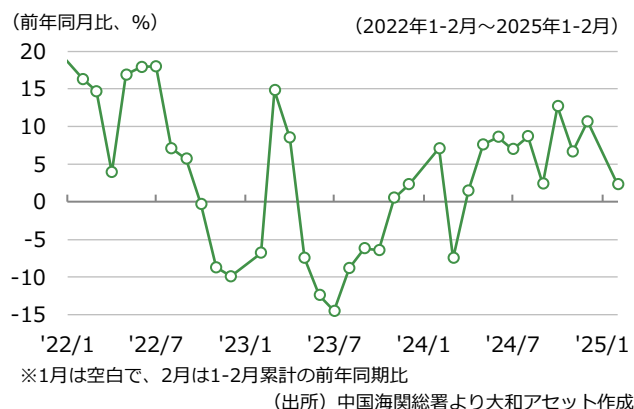
ブラジル・レアルは増価ペースが鈍化

ブラジル・レアル（対米ドル）は年初から大きく増価したが、足元でそのペースは鈍化。利上げによって金利面での魅力が高まる方向にあるが、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いており、レアル買いのフローは一部吸収されているようだ。今年末の予想値である5.6レアル/米ドルに近づいたこともあり、レアルの見通しを「やや強気」から「中立」に変更。

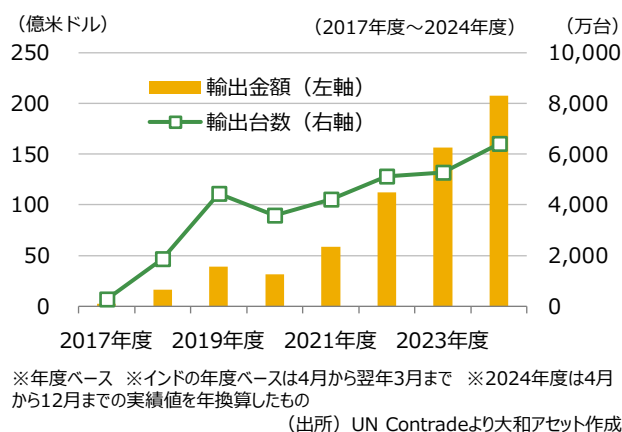
メキシコ・ペソに対する見方が好転

米国はメキシコに対して、USMCAに準拠した品目の関税引き上げを先送りし、トランプ米大統領やラトニック米商務長官がメキシコの対応を称賛したほか、相互関税の懸念も小さい。こうしたことから、投機筋のメキシコ・ペソ先物ポジションは買い越し幅が拡大するなど、メキシコ・ペソに対する見方が好転した。依然として見直し買いが進む余地はある。

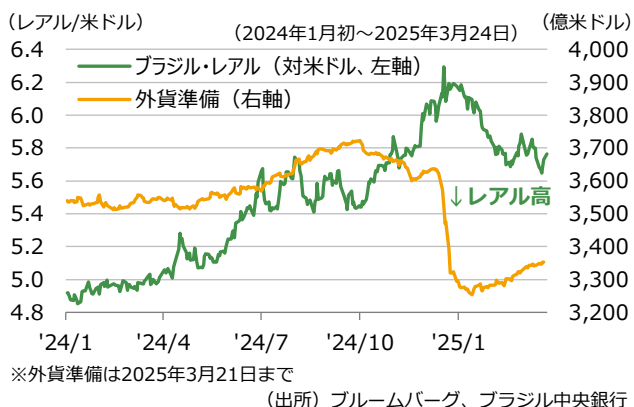
中国の輸出の推移（米ドルベース）



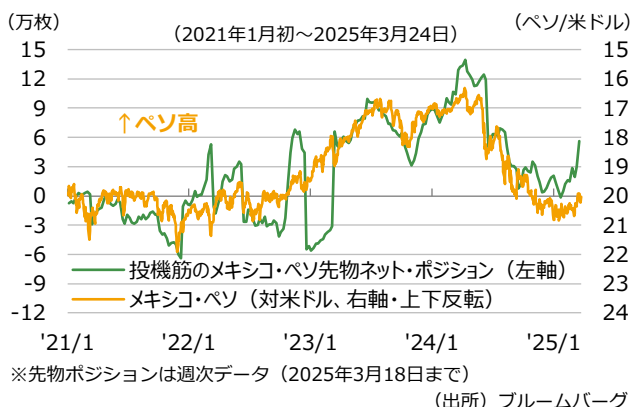
インドのスマホの輸出台数および金額



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

需給バランスの悪化懸念で市況軟化

2月米消費者信頼感指数の大幅低下をきっかけに、WTI原油先物価格は2月後半から下落し3月上旬には一時65米ドル台を付けた。OPECプラスが4月からの増産計画の決定事項を再確認したと発表し下落に拍車がかかった。その後も米政権による関税強化措置の発動を背景に、世界景気の先行きやエネルギー需給の悪化に対する警戒感が相場を圧迫した。

OPECプラスの増産は予定通り4月開始へ

OPECプラスの増産（減産縮小）計画は過去3度延期された。今回は予定通り4月開始が見込まれるが、声明では「市場の状況に応じて一時停止あるいは撤回もありうる」と言及、計画通りに遂行できるかが注目される。世界経済の行方に不透明感が強く需給悪化懸念があるが、需要面では高成長が続くインド、景気刺激策が期待される中国に加え、環境規制緩和が見込まれる米国がけん引役となる見通し。

金

史上初の3,000米ドルの大台に

金先物価格は2月下旬に米ドルの上昇や利益確定の売りなどを背景に下落したが、3月に入り反転・上昇し、3月半ばに史上初の3,000米ドルに達した。市況高騰の背景は、低下基調にあった米ドルの代替資産として買われたことや、米関税政策が貿易摩擦を引き起こし世界経済の悪化を招くとの懸念から、安全資産として資金が流入しているためである。

金ETFへの資金流入が急増

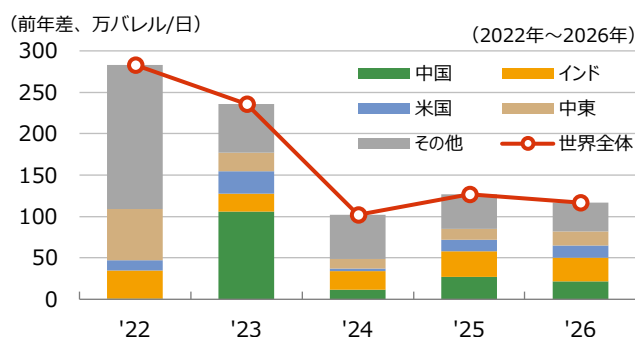
2月の金ETFは世界全体で多額の資金流入となった。純流入（流入－流出）は総額94億米ドル（前月比3.1倍）と急増し純流入は3カ月連続となった。2月末の運用資産総額（AUM）は過去最高の3,062億米ドル（前月末比+4%）に達した。米金利の低下や米ドル安が押し上げ要因となった北米が、純流入総額の約72%を占めた。中国がけん引したアジアは全体の約24%と高い比率となった。

原油価格と原油在庫



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

原油消費量の変化



※2025年以降はEIAの予測

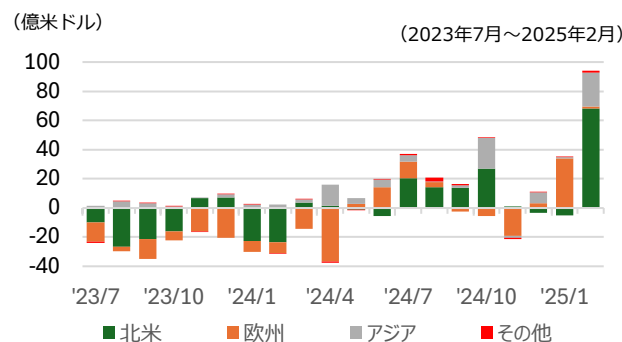
(出所) EIAより大和アセット作成

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＝市場が織り込む1年先の政策金利
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金ETFの地域別資金フローの推移



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
トランプ米政権の政策運営	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	1月末の「ディープシーク・ショック」以降、ハイテク株を中心に中国株が堅調だ。また、3月の全人代では政府活動報告において「新質生産力」の強化が言及され、先端技術分野を中心に期待が高まっている。他方で慢性的な需要不足や不動産問題、米国の関税政策の影響が懸念される点などには変わらない。政府の景気下支え策により中国経済が回復していく可能性がある一方、景気対策不足で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両面のリスクがある。
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、カナダは発動の1カ月延期やUSMCA準拠品目への適用が延期された一方、対中国では当初の10%の追加関税に加え、さらに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の面があることに対して、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して考えられるなど、一線を画しているようだ。それに抗して中国は米国への報復措置を打ち出すなど、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模様だ。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	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） ●カナダ総選挙（28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）
	3月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（18-19日） ●BOE金融政策委員会（19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）

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		3/24	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.00	-1.00	4.00
日本	無担保コール翌日物金利	0.50%	0.00	0.40	0.60
ユーロ圏	中銀預金金利	2.50%	-0.25	-1.50	3.00
カナダ	翌日物金利	2.75%	-0.25	-2.25	2.25
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	-0.25	4.00
インド	レボ金利	6.25%	0.00	-0.25	2.25
ブラジル	セリック・レート	14.25%	1.00	3.50	2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	9.50%	0.00	-1.50	3.00
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		3/24	1カ月	1年	3年
米国		4.33%	-0.07	0.14	1.96
日本		1.55%	0.12	0.80	1.32
ドイツ		2.77%	0.29	0.45	2.24
カナダ		3.06%	-0.01	-0.38	0.67
豪州		4.40%	-0.04	0.37	1.63
インド		6.63%	-0.08	-0.47	-0.21
ブラジル		15.05%	0.24	4.02	3.14
メキシコ		9.52%	-0.24	0.26	1.03
中国		1.83%	0.03	-0.48	-0.97

		直近値	期間別変化率		
株価指数		3/24	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	5,768	-3.6%	10.2%	27.6%
	NYダウ	42,583	-2.0%	7.9%	22.7%
日本	TOPIX	2,791	2.0%	-0.8%	40.8%
	日経平均株価	37,608	-3.0%	-8.0%	33.8%
欧州	STOXX600	549	-0.8%	7.7%	21.2%
インド	NIFTY50指数	23,658	4.9%	7.1%	37.4%
中国	MSCI中国	76.91	2.4%	40.8%	4.9%
ベトナム	VN指数	1,330	2.0%	3.8%	-11.2%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		3/24	1カ月	1年	3年
米ドル		150.70	0.7%	-0.5%	23.2%
ユーロ		162.78	3.9%	-0.5%	21.0%
カナダ・ドル		105.25	0.2%	-5.4%	7.7%
豪ドル		94.73	-0.4%	-4.0%	3.0%
インド・ルピー		1.76	1.8%	-3.2%	10.1%
ブラジル・レアル		26.15	0.8%	-13.7%	3.1%
メキシコ・ペソ		7.52	2.9%	-16.7%	23.5%
中国人民元		20.74	0.4%	-1.0%	8.3%
ベトナム・ドン		0.59	0.1%	-3.9%	10.6%

		直近値	期間別変化率		
リート		3/24	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,081	-1.9%	12.8%	1.3%
日本	東証REIT指数	1,709	1.6%	-6.0%	-13.9%

		直近値	期間別変化率		
商品		3/24	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		69.11	-2.2%	-14.3%	-38.5%
COMEX金先物価格		3,044	2.7%	39.5%	54.7%

※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）

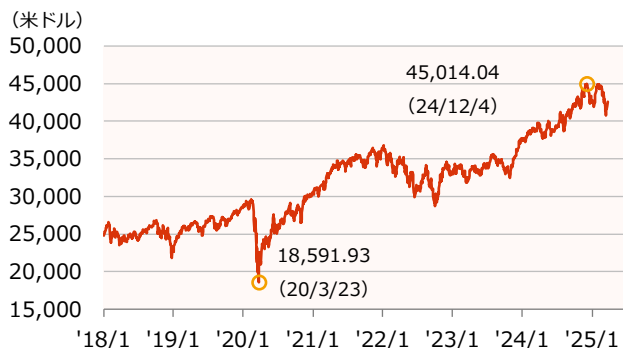
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

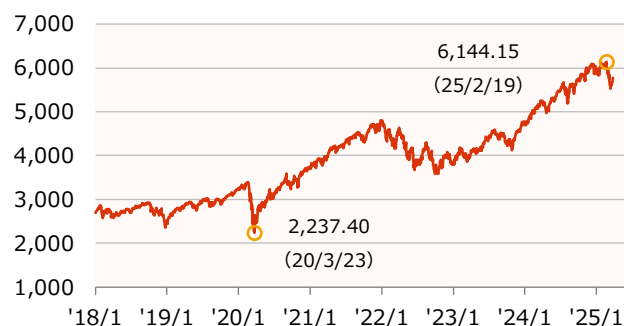
（出所）ブルームバーグ

株価指数

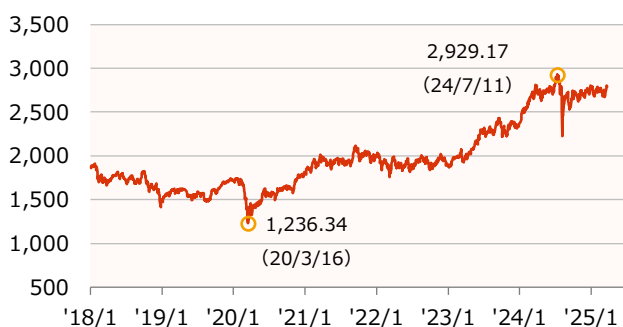
NYダウ



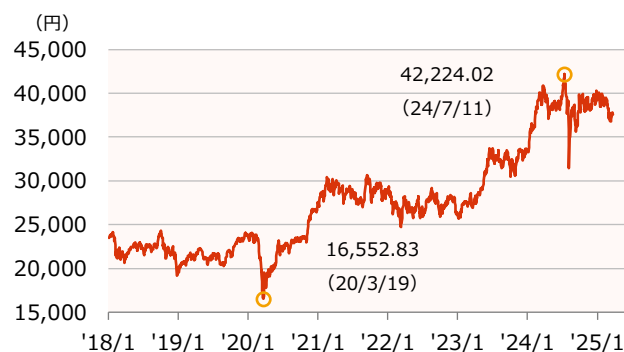
S&P500



TOPIX



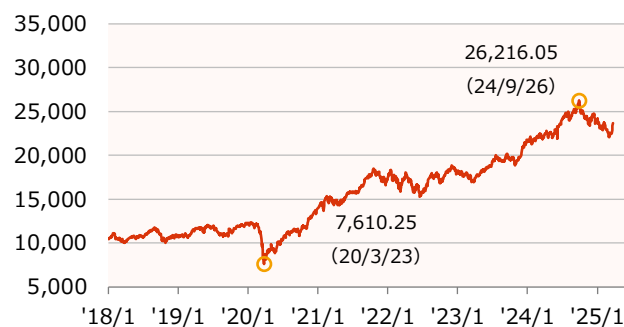
日経平均株価



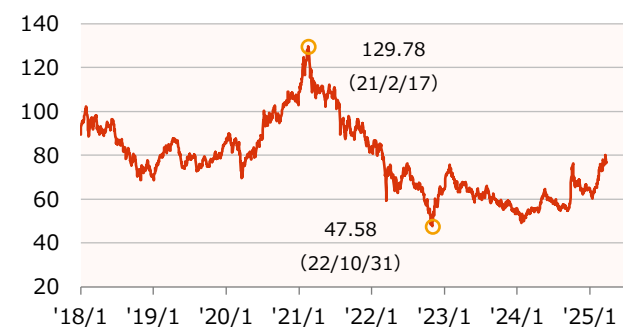
STOXX600



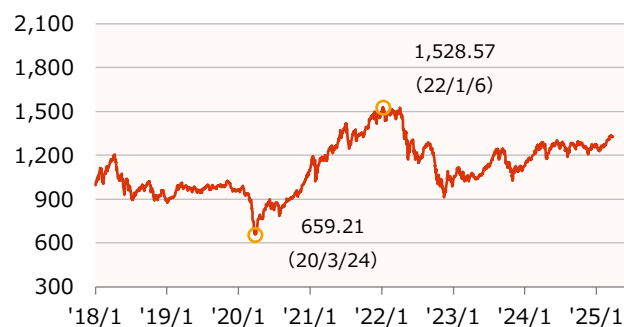
インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの期間は2018年1月初～2025年3月24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3月24日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

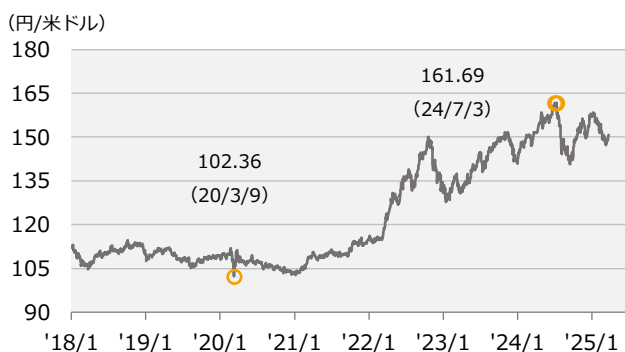
■ NAREIT指数（配当込み）



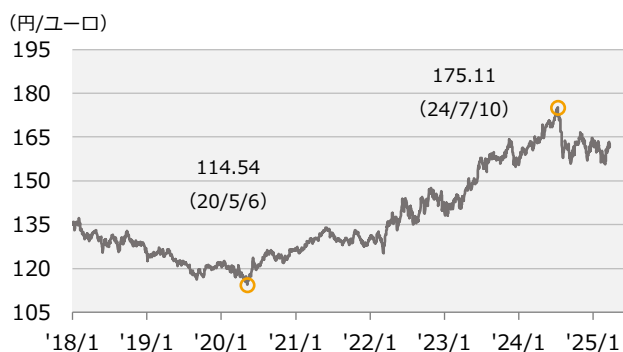
■ 東証REIT指数（配当なし）



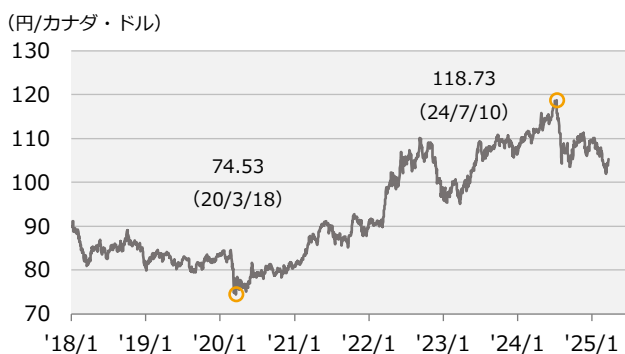
■ 米ドル円



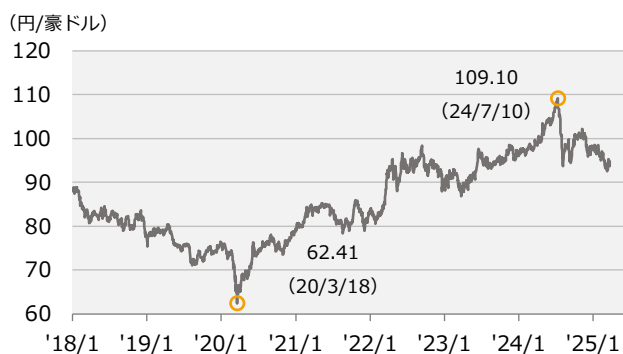
■ ユーロ円



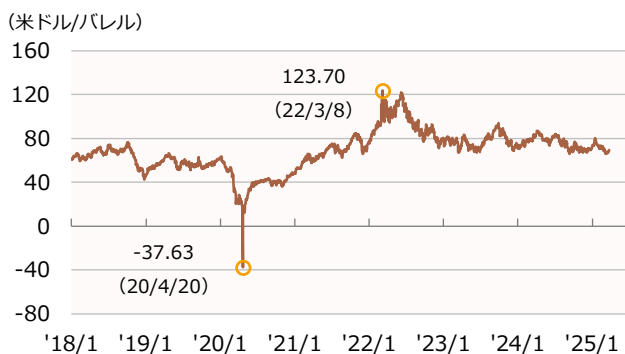
■ カナダ・ドル円



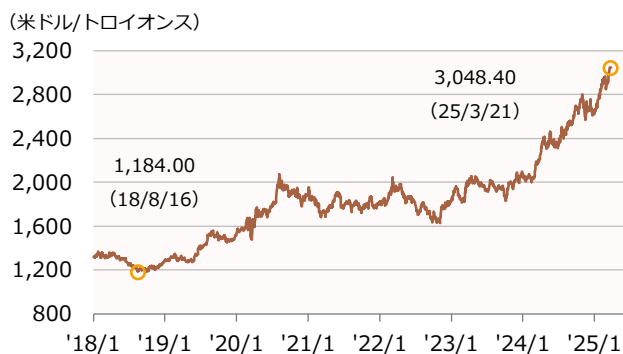
■ 豪ドル円



■ 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3月24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、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3月24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3月27日)