

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

8

AUG. 2025

今月のチャート

関税は上がれど株価も堅調

米国の平均実効関税率とMSCI世界株価指数



※直近値は2025年7月18日。関税率はイエール大学予算研究所の試算

(出所) イエール大学予算研究所、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
ブラジル・メキシコ 経済・株式	17
インド 経済・金利	18
中国 経済・株式	19
新興国 経済・金融市場、今月の新興国コラム 為替	20 21
原油・金	24

■ 付録

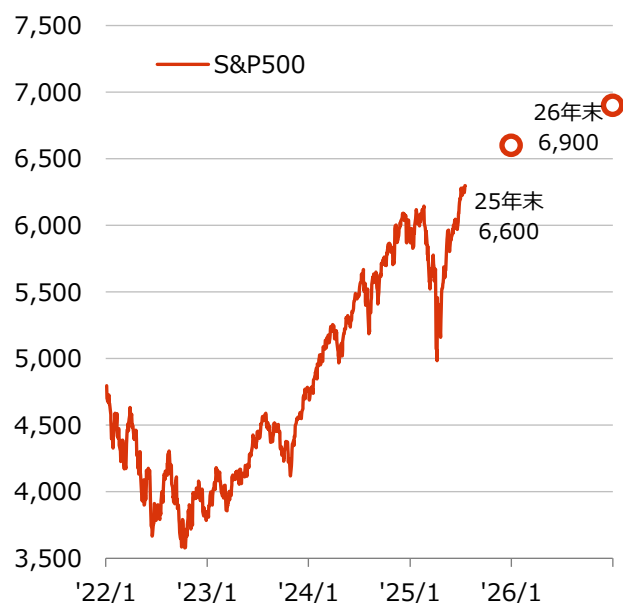
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

楽観かつ慎重

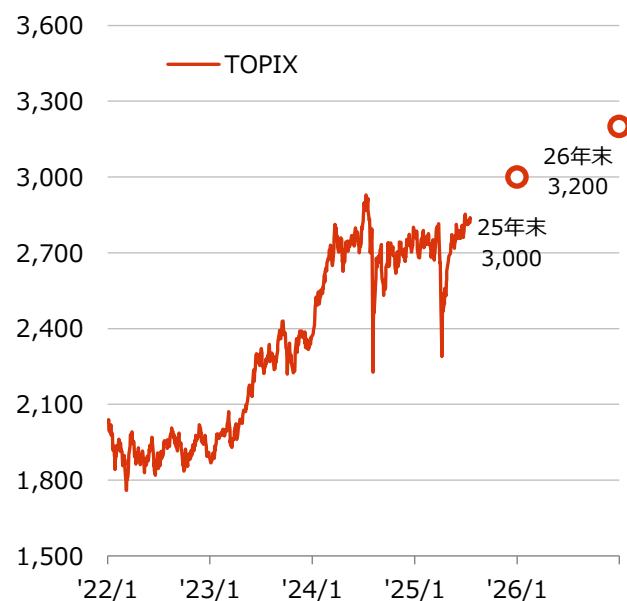
- 過去1カ月の金融市場の特徴の1つは、先進国の債券市場で「自警団」が活動したこと。米国での「トランプ減税」や日本での「バラマキ合戦」、欧州を中心とした防衛費の増額など、拡張的な財政政策が財政悪化への懸念を呼び起こし、超長期金利の上昇が目立った。
- 「相互関税インフレ」も発生した。関税によって物価が上昇したのではなく、関税の率が上昇した。米イェール大学予算研究所の試算によれば、米国の平均実効関税率は7月14日時点で20.6%まで上昇しており、今後の展開次第では4月2日の水準に迫る可能性もある。
- 債券市場が警鐘を鳴らしている中でも株式市場が底堅く推移したのは、関税による景気・インフレへの影響がまだ顕在化していないなど、「いいとこ取り」ができる環境だからだ。ただし、8月1日からは相互関税の上乗せ部分の適用が始まり、関税の価格転嫁は第二章に入る。当社もトランプ米政権の政策に対する警戒を緩めつつあるが、引き続き慎重にも見ている。

■ S&P500の推移と大和アセットの予想



※直近値は2025年7月18日。2025年末、2026年末は当社予想
(出所) ブルームバーグ、大和アセット

■ TOPIXの推移と大和アセットの予想



※直近値は2025年7月18日。2025年末、2026年末は当社予想
(出所) ブルームバーグ、大和アセット

世界経済・金融市場見通し

債券市場の見方と株式市場の見方

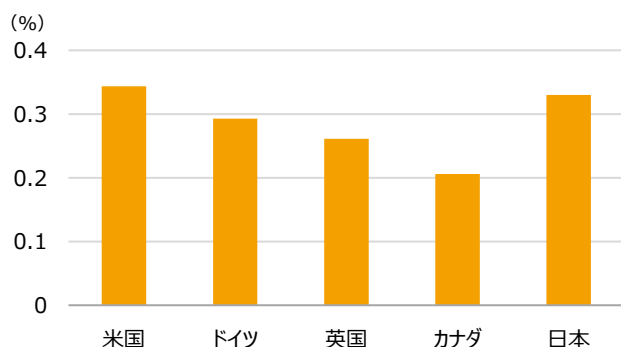
過去1カ月の金融市場の特徴の1つは、先進国の債券市場で「自警団」が活動したこと。7月4日の米国の独立記念日に成立した「トランプ減税」の恒久化や日本での参院選を控えた「バラマキ合戦」、欧州を中心とした防衛費の増額など、拡張財政が財政悪化への懸念を呼び起こし、超長期金利の上昇が目立った。この間には「相互関税インフレ」も発生した。関税によって物価が上昇したのではなく関税の率が上昇した。例えば、EUの関税率は4月2日時点の20%から30%に、ブラジルは10%から50%に上昇した。トランプ米大統領は各国に課す10%の一律関税を15%もしくは20%に引き上げる可能性も示唆した。米イェール大学予算研究所の試算によれば、米国の平均実効関税率は7月14日時点で20.6%まで上昇しており、今後の展開次第では4月2日の水準に迫る可能性もある。これらの動きを反映し、債券市場が警鐘を鳴らしているにもかかわらず、株式市場は底堅く推移した。恐怖指数と呼ばれるVIX指数も4月とは対照的に低位で安定している。

楽観かつ慎重

株式市場が「能天気」だと言い切れるわけではない。米議会予算局の試算によれば「トランプ減税」により今後10年間で米国の財政赤字は3.4兆米ドル拡大する見通しだ。ただし、この試算には「トランプ関税」による税収増は織り込まれていない。安定財源とは言えないためだ。しかし足元の米国は「関税収入大国」となっており、安定財源化しているため、もはや撤廃困難という見方さえもある。そうすると債券市場はいったい何を懸念しているのか。現時点では、関税によるインフレはまだ顕在化していない。7月に発表された6月の米CPIでは、コア指数の前月比が+0.2%と、落ち着いた動きが続いている。景気も大崩れしておらず、「いいとこ取り」ができる環境だ。ただし、8月1日からは相互関税の上乗せ部分の適用が始まり、関税の価格転嫁は第二章に入る。FRBはインフレの上振れを警戒しており、株式市場が期待する早期利下げも「確実」とは言い切れない。当社もトランプ米政権の政策に対する警戒を緩めつつあるが、引き続き慎重にも見ている。

(執筆：調査部 山本徹)

各国の10年金利と30年金利のスプレッド変化

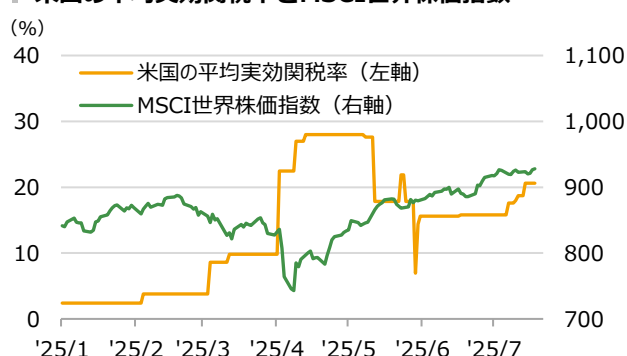


※2025年初から7月18日までの変化幅

※スプレッドは主に財政懸念等を反映

(出所) ブルームバーク

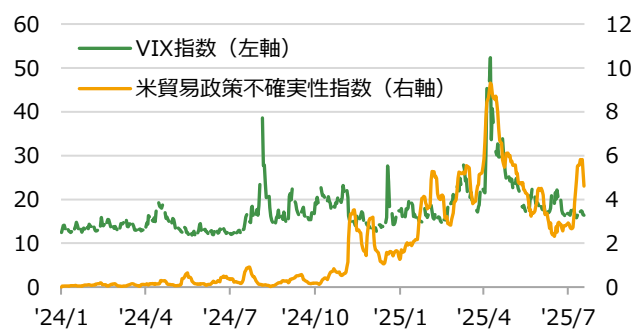
米国の平均実効関税率とMSCI世界株価指数



※直近値は2025年7月18日。関税率はイェール大学予算研究所の試算

(出所) イェール大学予算研究所、ブルームバーク

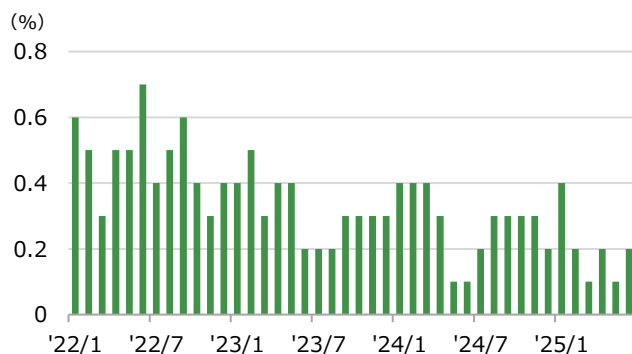
VIX指数と米貿易政策不確実性指数



※直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーク

米国のコア消費者物価指数 (前月比)



※直近値は2025年6月

(出所) 米労働省

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					関税の引き上げを受けて2025年は景気減速。モメンタムは2026年に持ち直しへ。
	日本					物価高と米関税政策が懸念材料も、実質賃金の上昇に伴う消費回復に期待。
	欧州					米国の関税政策等で景気は当面停滞。インフレ率は賃金の鈍化に連れて落ち着こう。
	カナダ					関税を巡る不確実性が経済活動を抑制。関税率の大幅引き下げへの期待も後退。
	豪州					世界経済の減速が間接的に経済の重荷に。インフレ懸念の後退と追加利下げが下支え。
	ブラジル					トランプ関税の影響は小さいが、引き締め的な金融政策による低成長が続く局面。
	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。
	インド					内需主導型の経済で、米関税政策の影響は少なく、利下げと減税による景気回復が続こう。
	中国					景気対策期待の後退に加え、過剰生産能力の抑制方針が新たな景気減速要因になろう。
	ベトナム					米関税政策が重しも、財政支出の拡大が幾分相殺し、高成長継続を見込む。

※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					ハイテク主導の業績拡大期待で高値更新へ。高関税適用による今後の物価高には要警戒。
	日本					円高や米関税引き上げなど懸念だが、需給環境は非常に良好で上昇傾向の継続を想定。
	欧州					株価は妥当な水準。財政拡張は追い風。一方、対米関税交渉の着地の行方は要注目。
	インド					米関税政策の避難先との見方や、景気・業績の改善期待もあり、上昇傾向継続を予想。
	中国					総合指数のレンジ推移継続も、テーマ型株への見直し機運が高まり、投資妙味に注目。
	ベトナム					米関税政策が重しも、景気対策やFTSEにおける株価指数区分の格上げ期待が下支え。

債券	米国					利下げの蓋然性が高まれば金利低下へ、景気持ち直しの動きが強まれば金利上昇へ。
	日本					利上げ期待は米関税政策次第で揺れ動く。長期金利は方向感の乏しい展開を想定。
	欧州					中立金利に達したためECBはいったん利下げ打ち止め。独の長期金利は2%台前半へ。
	カナダ					インフレ率が顕著に加速しないことを確認して、利下げ再開へ。長期金利にも低下圧力。
	豪州					インフレ懸念の後退で目先は利下げしやすい環境。長期金利に更なる低下余地あり。
	ブラジル					利上げは終了。高い利息収入に加えて、中期的に債券価格の上昇が期待できる局面。
	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。金利低下の余地は残されている。
	インド					6月の大幅な金融緩和後は当面利下げの効果を見極める段階にあり、レンジ推移と予想。
	中国					米中貿易交渉がこれ以上大幅に進展する可能性は低く、長期金利のレンジ推移を予想。

リート	米国					タイトな不動産需給を背景とした業績拡大による上昇を見込む。
	日本					賃料増額や不動産売却益による増配を背景に緩やかな上昇を見込む。

※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。
	日本円					世界的景気減速下の海外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。
	ユーロ					財政支出拡大や利下げ停止がユーロ高要因になる一方、リスクオフがユーロ安要因に。
	カナダ・ドル					財政支出の拡大と関税交渉の進展が通貨高要因の一方、利下げ再開観測が重荷。
	豪ドル					米関税の影響は小さく利下げ余地は限定的。リスク回避姿勢の後退も豪ドル高要因。
	ブラジル・レアル					相対的な金利の高まりがレアル高に作用。対内証券投資の拡大もレアル高要因に。
	メキシコ・ペソ					過度な関税懸念は後退。金利低下も進んでおり、更なるペソ高の余地は限定的に。
	インド・ルピー					原油安や対米輸出の増加による貿易収支の改善がルピーの対米ドルレートを支えよう。
	中国人民元					米中摩擦や政治・経済の不安定化で、資金逃避の流れが再び強まる可能性に注意。
	ベトナム・ドン					中銀は外需セクター支援で一定の通貨安を許容するも、更なるドン安の余地は限定的か。

※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、() 内は前回値
… 予想値引き下げ、() 内は前回値

	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	1.5 ← (1.4)	1.6 ← (1.0)
日本	1.4	0.2	0.6	0.8
ユーロ圏	0.5	0.9	1.0 ← (1.2)	1.0 ← (1.2)
カナダ	1.5	1.5	1.3 ← (1.5)	1.0 ← (1.5)
豪州	2.1	1.1	1.6	2.5
ブラジル	3.2	3.4	2.2	1.5 ← (1.8)
メキシコ	3.3	1.5	0.5	1.0 ← (1.5)
インド ^{*1}	9.2	6.5	7.0	7.3
中国	5.2	5.0	4.0	4.2
ベトナム	5.1	7.1	6.8 ← (6.5)	7.2



金融政策の見方

米国

- 2025年12月に0.25%ptの追加利下げを予想。利下げは3.00-3.25%で打ち止めへ。
- バランスシートの縮小：米国債を月額50億米ドル、MBSを同350億米ドル圧縮。

日本

- 2026年4月、2027年4月に各0.25%ptの追加利上げを予想。
- 国債買入れの減額計画：2026年4月以降は四半期ごとの減額幅を原則として現行の約4,000億円から約2,000億円に圧縮。

ユーロ圏

- 貿易交渉の進展にも依るが、中銀預金金利が中立水準の2%に達したことから、いったん利下げ打ち止めと想定。
- 償還された保有債券は再投資せず。

	政策金利 (%)					10年国債利回り (%)				
	実績値 2023年末	2024年末	直近値 7月18日	予想値 2025年末	2026年末	実績値 2023年末	2024年末	直近値 7月18日	予想値 2025年末	2026年末
米国 ^{*2}	5.50	4.50	4.50	4.25	3.25	3.9	4.6	4.4	3.9	4.1 ← (3.9)
日本	-0.10	0.25	0.50	0.50	0.75	0.6	1.1	1.5	1.4	1.5
ユーロ圏 ^{*3}	4.00	3.00	2.00	2.00	2.00	2.0	2.4	2.7	2.2	2.2
カナダ	5.00	3.25	2.75	2.25	2.25	3.1	3.2	3.6	3.0	2.8
豪州	4.35	4.35	3.85	3.35	3.35	4.0	4.4	4.3	3.9	3.9
ブラジル	11.75	12.25	15.00	14.50	11.00	10.4	15.2	14.1	13.0	11.5
メキシコ	11.25	10.00	8.00	7.50 ← (8.00)	7.00 ← (7.50)	9.0	10.4	9.5	9.0	8.8
インド	6.50	6.50	5.50	5.50	5.50	7.2	6.8	6.3	6.3	6.3
中国	1.80	1.50	1.40	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 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 米国の政策金利はFF金利誘導目標の上限

*3 ユーロ圏の政策金利は中銀預金金利、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

Daiwa Asset Management

表の見方

… 予想値引き上げ、() 内は前回値

… 予想値引き下げ、() 内は前回値

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 7月18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%	6,297	+7%	6,600 ← (6,100)	+12%	6,900 ← (6,600)	+5%
	NYダウ	37,690	+14%	42,544	+13%	44,342	+4%	46,800 ← (45,100)	+10%	48,900 ← (48,800)	+4%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,785	+18%	2,834	+2%	3,000	+8%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,895	+19%	39,819	-0%	43,000	+8%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	508	+6%	547	+8%	570	+12%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,645	+9%	24,968	+6%	27,000	+14%	31,000	+15%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.71	+16%	78.62	+21%	70.00	+8%	75.00	+7%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,267	+12%	1,497	+18%	1,550 ← (1,450)	+22%	1,700 ← (1,650)	+10%
		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 7月18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%	24,947	+0%	27,000	+9%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,653	-9%	1,813	+10%	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 7月18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%	149	-5%	138	-12%	133	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	173	+6%	157	-4%	151	-4%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	108	-1%	104	-5%	102	-2%
豪ドル		96	+7%	97	+1%	97	-0%	91	-6%	92	+1%
ブラジル・レアル		29.1	+17%	25.5	-12%	26.7	+5%	26.0	+2%	24.6	-5%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.9	+5%	7.3	-3%	7.0	-4%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.83	+8%	1.72	-6%	1.70	-7%	1.69	-1%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	20.7	-4%	18.4	-15%	17.7	-4%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.62	+6%	0.57	-8%	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

関税率は再び上昇傾向に

平均実効関税率が足元で再び変動している。①鉄鋼・アルミニウム関税の引き上げ、②相互関税率の見直し、③メキシコ・カナダへの関税率見直し、④銅関税の導入、などがある。米国は8月1日の期限まで各国と通商交渉を実施中だが、これまでの合意内容を踏まえると、相互関税率の大幅引き下げに動いていないのが実情だ。また、以前から示唆されてきた医薬品や半導体などへの関税発表が近々あるか。

景気見通しを小幅に引き上げ

相互関税率の通達を受けて、景気見通しを上方修正した。足元で上昇傾向にあるとは言え、平均実効関税率は4月ほどに高率ではなく、景気下押し圧力は当初の想定より幾分弱まることになる。また、トランプ減税の恒久化が含まれる大型税制法案の成立を受け、2026年は2025年を上回る成長を見込む。ただし、今後の中国などとの通商交渉次第では、平均実効関税率が変化する可能性がある。

関税の影響が幾分顕在化

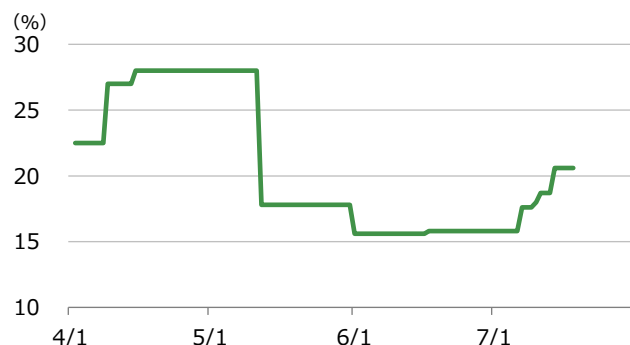
6月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と、5月の同+0.1%から若干加速した。もっとも、子細に見ると財価格は同+0.2%と5月の同0.0%から加速。また、衣料品や娯楽用品など輸入依存度が高い製品での価格上昇が目立っており、関税の影響が見え始めたと言える。ベージュブックによれば、インフレは「夏後半までに」より加速し始める可能性が高く、関税政策の着地点が見えるにつれ、価格転嫁が進む可能性あり。

当面は採用も解雇も抑制か

6月非農業部門の雇用者数は3カ月平均値で前月差+15.0万人と、堅調な増加が続いている。労働参加率は月ごとの変動があるものの、失業率も4%強で安定している。また、増加傾向が見られていた失業保険の継続受給者数も、200万人前後で高止まりながらも足元では落ち着きを見せている。通商政策などの不透明感が残る中、企業は採用・解雇のどちらも慎重に判断している様子が見える。

(執筆：調査部 小池基生)

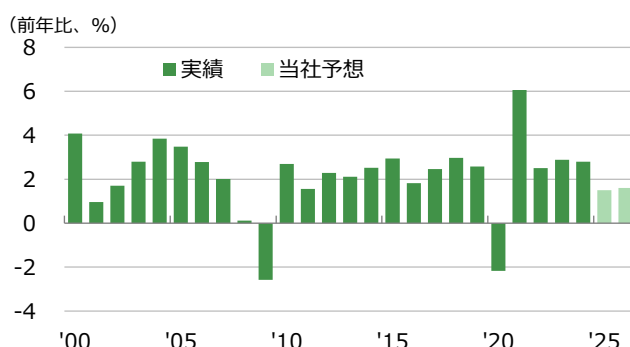
平均実効関税率



※直近値は2025年7月14日

(出所) イェール大学予算研究所

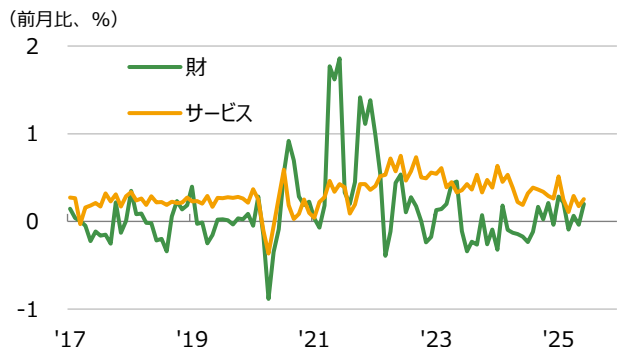
実質GDP



※直近値(実績)は2024年

(出所) 米商務省、大和アセット

コアCPI



※直近値は2025年6月

(出所) 米労働統計局

失業率と労働参加率



※直近値は2025年6月

(出所) 米労働統計局



株式

S&P500は約4カ月ぶりに最高値を更新

S&P500は6月23日のイスラエル・イラン両国の停戦合意を機に大きく上昇。27日には約4カ月ぶりに史上最高値を更新した。7月7日を皮切りにトランプ大統領は各国に対して相互関税の新たな税率を連日のように通告したが、S&P500は騰勢を鈍化しつつも最高値圏を維持。通期売上高見通しを上方修正した台湾TSMCの2025年第2四半期決算が発表された17日にも最高値を更新した。

25年末の想定株価を6,600に上方修正

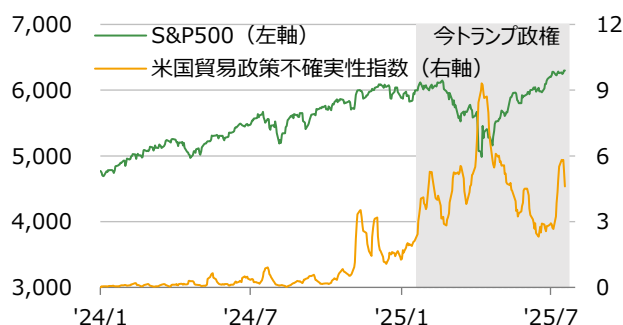
S&P500の想定株価を引き上げる。25年末を従来6,100→今回6,600、26年末は従来6,600→今回6,900とする。投資スタンスは「やや強気」を継続。想定予想PER（従来20倍台半ば→今回22倍超）を引き上げた。足元のS&P500の予想PERは22倍前半。24年末や25年2月につけた直近ピークとほぼ同水準である。一方、マグニフィセント7（M7）や半導体関連株に関しては、足元の予想PERには24年のピークと比べると依然上昇余地がある（24年ピーク→25年7月18日の比較、M7:30倍強→27倍台半ば、半導体関連:36倍弱→30倍弱）。加えて25年第2四半期のハイテク株決算には、TSMCの好決算が示唆するように、AI向け半導体需要を追い風とした業績拡大への期待感がある。以上の点からS&P500はハイテク株主導のもう一段の上昇があると考えられる。

トランプ関税の影響は引き続き要警戒

足元の米株高の背景には、①上記のハイテク株高に加え、②いわゆるTACO（トランプ氏は高関税率を吹っかけるが、いずれ腰砕けとなり妥協する）や、③関税がある程度上昇しても、インフレや景気への悪影響は限定的なこと、④年内2回程度の利下げ、それぞれに対する市場の期待がある。ただし今後、各国への高関税が実際に適用されるにつれ、企業の価格転嫁が進み、物価が想定以上に上昇した場合、③④に対する期待は後退する恐れがある。6月CPIでは財価格等で緩やかながら一部価格転嫁の兆しが現れている、との見方もある。引き続きトランプ関税が物価と景気に与えるリスクには注意を要したい。

（執筆：調査部 高橋卓也）

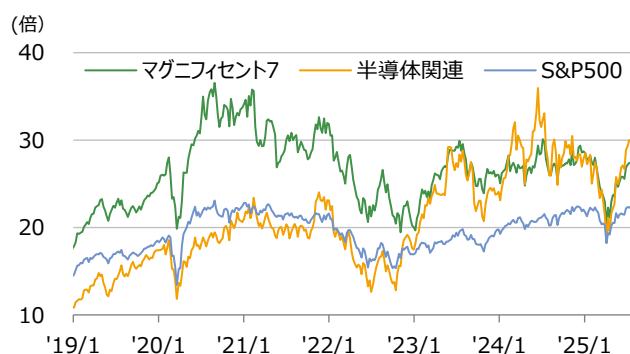
S&P500と米国貿易政策不確実性指数



※直近値は2025年7月18日

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500とハイテク株の予想PER

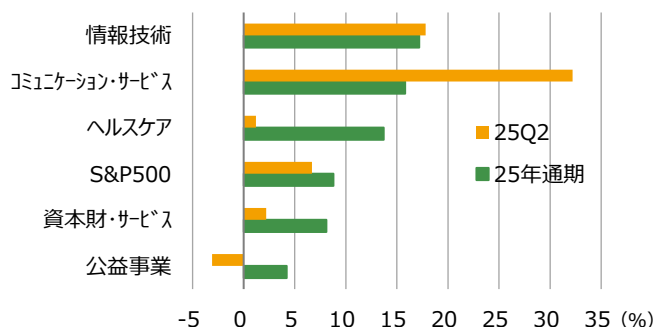


※PERは12カ月先予想。予想はLSEG

※直近値は2025年7月18日

（出所）LSEGより大和アセット作成

S&P500構成銘柄のセクター別予想増益率上位

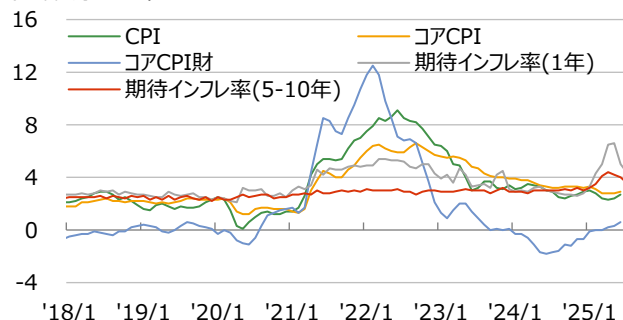


※予想はLSEG（7月18日時点）

（出所）LSEGより大和アセット作成

CPIとミシガン大学期待インフレ率

（前年同月比：％）



※直近値はCPIが2025年6月、期待インフレ率が同7月

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



金利

揺れる利下げ期待

9月利下げ期待が再び揺れている。タカ派FOMCメンバーのハト派化などを背景に9月利下げ期待は一時完全に織り込まれた。だが、その後、相互関税率の見直しや関税の影響が物価指標で見え始めたことで、織り込みは6割程度に後退している。9月FOMCでの利下げの有無は、関税が目先の物価指標に及ぼす影響次第と言えよう。

長期金利を考える上で、目先の政策金利期待が最重要ではないものの、足元では連動傾向にある。利下げ開始期待の揺らぎが、利下げ到達点観測にも影響を及ぼしているからだ。もっとも、昨年末から見れば、長期金利は4%台でのレンジ推移に過ぎない。従来から指摘しているように、市場参加者の金融政策観が定まらないうちは、長期金利は方向感を欠いた展開が続く公算が大きい。なお、景気見通しの引き上げと合わせて、2026年末の10年債利回り見通しを幾分引き上げた。

(執筆：調査部 小池基生)

リート

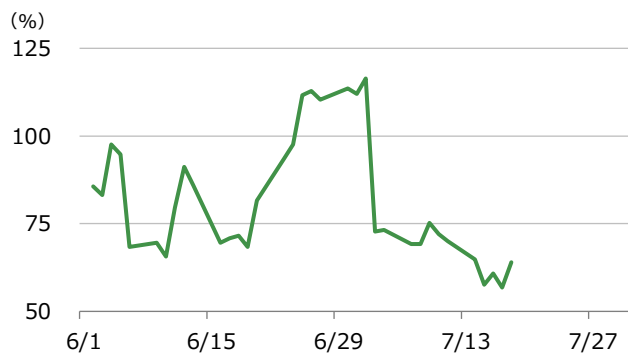
不法移民対策の影響は様々

不法移民の取り締まりは、人件費の上昇を通じて建設コストを押し上げ、既存不動産の価値を相対的に高める方向に作用する。一方、ホテル/リゾートなどの労働集約型セクターでは、必要な労働力の確保に支障をきたす可能性がある。加えて、労働者は同時に消費者でもあるため、労働人口の減少は地域経済に対して広範な影響を及ぼすと考えられる。

直近発表された産業施設の第2四半期決算では、相互関税による貿易量の縮小が物流倉庫需要に与える影響は、当初の懸念ほど大きくないことが示唆された。物流コストの中でも特に大きな割合を占める、倉庫から最終配送先への配送費を抑えるためには、在庫を複数の拠点に分散して保管することが効果的である。一方で、今後は不法移民の取り締まり強化により、倉庫で働く人材の確保が困難になる可能性がある。そのため、テナント側には、拠点数を維持しようとする動機があると考えられる。

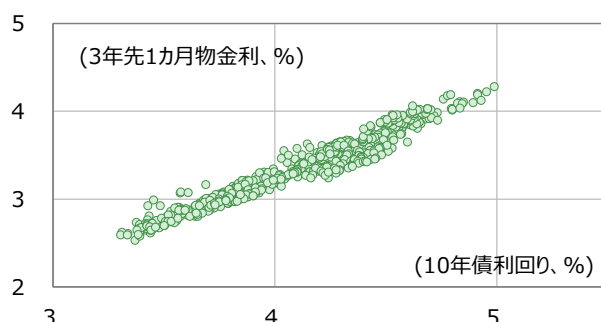
(執筆：調査部 中原佳祐)

9月FOMC利下げ確率



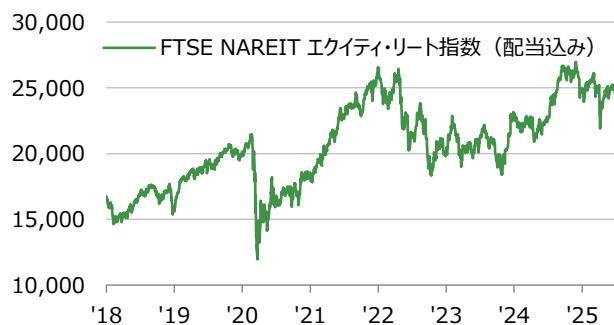
(出所) ブルームバーグ

3年先政策金利期待と10年債利回り



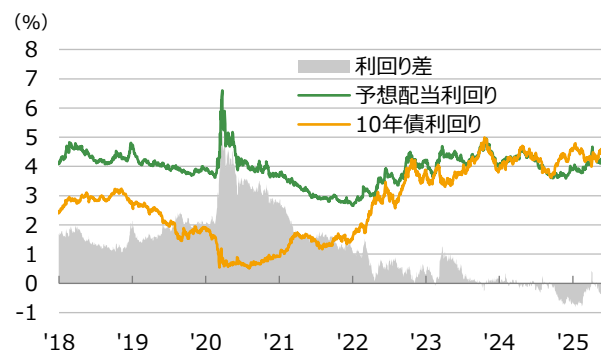
(出所) ブルームバーグ

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

米関税圧力下でも景況感は堅調

6月調査日銀短観の業況判断DI（最近）は、米国の関税政策の影響が懸念される中、大企業・製造業は13、非製造業は34と良好な水準を維持した。業種別では、自動車の景況感が低下する一方、調査期間中に関税率が大幅に引き上げられた鉄鋼業は改善。設備投資計画も堅調な見通しが続いており、構造的な人手不足に起因した省力化・効率化ニーズの高まり等が背景にあるとみられる。不確実性の高い状況が長期化することで、先行きは国内経済への悪影響が懸念されるものの、日銀短観は総じて日銀の利上げ路線を支持する内容と言える。

円安と需給逼迫が促す物価上振れリスク

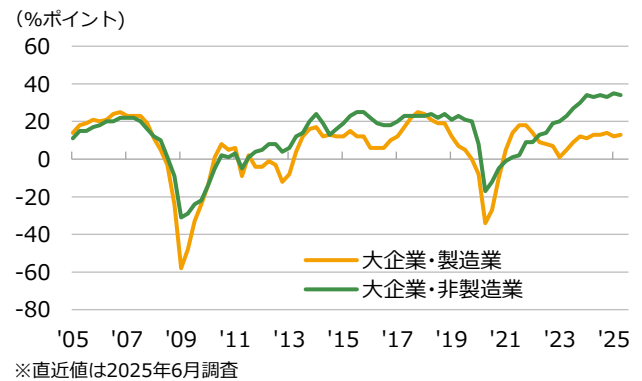
植田日銀総裁は6月時点で、物価には上下双方向のリスクがあるとしつつも、米関税政策による下振れリスクの方が大きいとの見解を示した。しかし、足元では再度円安が進行しており、輸入物価の上昇を通じた上振れリスクも強まっている。さらに、労働需給の引き締めりがより鮮明となる中、企業による積極的な賃金・価格設定行動も根強い模様で、6月の消費者物価指数の一般サービスは前年同月比+1.9%（5月+1.7%）と人件費を価格に転嫁する動きに加速感が見られた。食料品の高騰が続く中、市場の期待インフレ率も上昇傾向にあり、基調的な物価動向への影響に引き続き注目。

参院選で加速する政局の不確実性

第27回参院選で与党は過半数を割り込み、求心力の低下が顕著となった。石破首相は続投の意向を示しているが、党内では不満が強まっており、進退に注目が集まる。今後は①少数与党の継続、②与党による連立政権の拡大、③野党の結集による政権交代といったシナリオが想定される。ただし、野党の候補者調整や政策協議が不十分なため、即時の政権交代の可能性は低く、当面は政策協調や連立を前提とした政治体制が続く見通しである。野党が公約に掲げた消費税減税などの財政拡張的な政策が通りやすくなることが見込まれる。

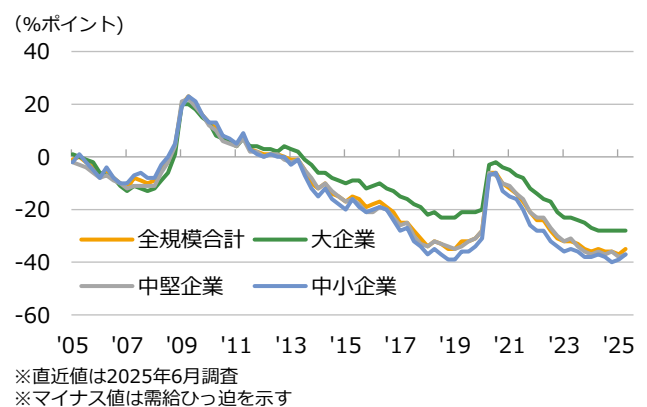
(執筆：調査部 弓庭さつき)

日銀短観（業況判断DI）



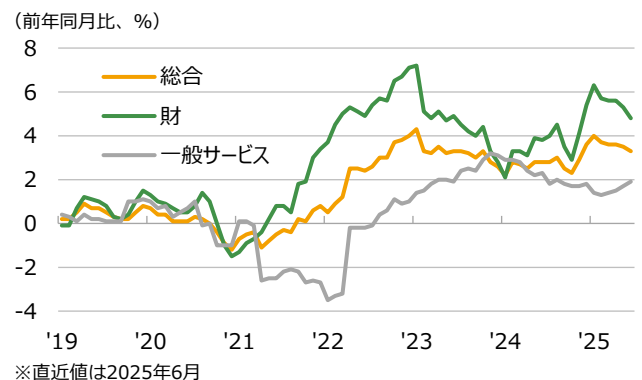
(出所) 日本銀行

日銀短観（雇用人員判断DI・全産業）



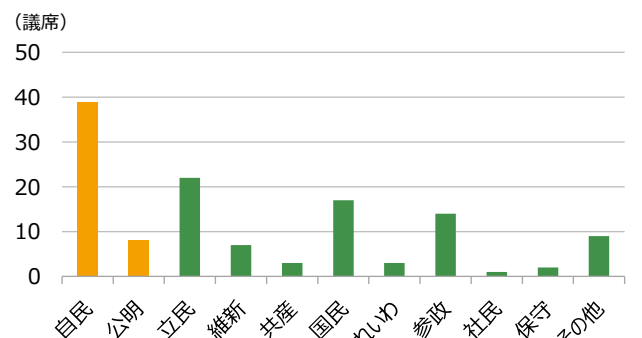
(出所) 日本銀行

消費者物価指数



(出所) 総務省

第27回参議院議員選挙での各党の獲得議席数



(出所) 各種報道より大和アセット作成



株式

与党参院選大敗、衆参両院で過半数割れ

7月20日の参院選で自公は非改選と合わせて122と大幅に議席数を減らし、衆参両院で過半数割れとなった。石破首相は自身の続投を表明したが、少数与党での政権運営は多難で、自党内の反発も強く政局は流動的だ。ただし、従前の期待も低く株式市場への影響は限定的と見る。今後の状況は非常に読み難く不透明感が強いが、減税や新政権への期待が高まれば市場が好感する可能性もある。

懸念材料は多い

政治の不透明感が強い中、米国では今後関税引き上げ前の駆け込み需要の反動減が本格化すると見られ、市場は景気動向に対してやや楽観に傾き過ぎている感がある。また、国内では物価高が継続し5カ月連続で実質賃金が前年比減少するなど景況感が冴えないほか、円安効果の剥落などから企業業績の伸びも頭打ち傾向となっている。

海外投資家が13週連続の買い越し

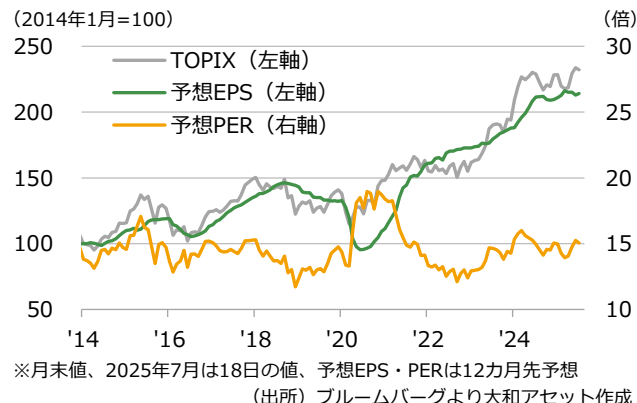
ただし需給環境は非常に良好である。昨夏以降、累計で約10兆円売り越した海外投資家が、4月の米相互関税発表以後は買い越しに転じ、現物で15週連続で買い越している。米ドル資産からの資金シフトや、非常に割安な円資産の見直しの動きなどが進んでいるようだ。年間約20兆円程度と過去最高ペースの企業の自社株買いと合わせて、良好な需給環境が相場を下支えする状況に変わりはないと見られる。

内需優位の展開継続か

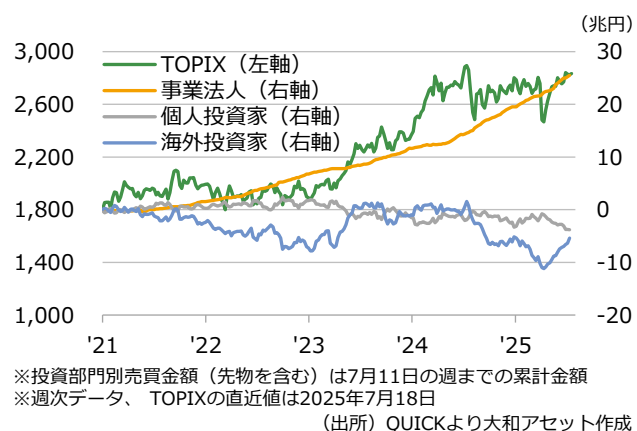
例年、夏場にかけて米金利が低下し円高となりやすい季節性があり、米ドルの不人気や日米の金融政策の方向性の違いもあり円高進行を警戒すべき局面にある。米関税の影響から外需企業は、AI・半導体など一部の企業を除き非常に厳しい環境にある。一方、内需企業は、価格転嫁を進めやすい状況にあるほか、円高による仕入れコスト低減の効果も期待され、内需優位の展開が継続すると見る。

(執筆：調査部 富樫賢介)

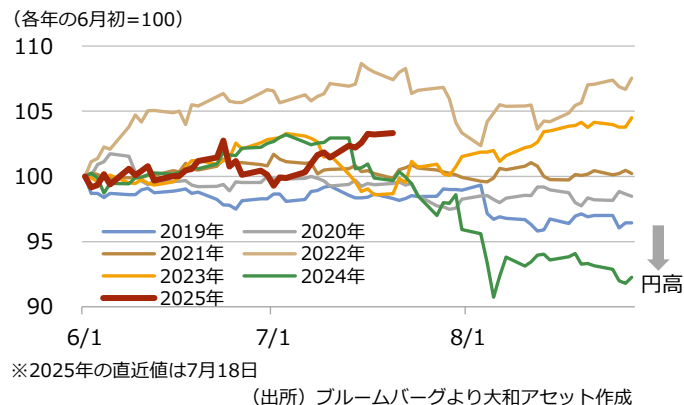
TOPIXの予想EPS・PER



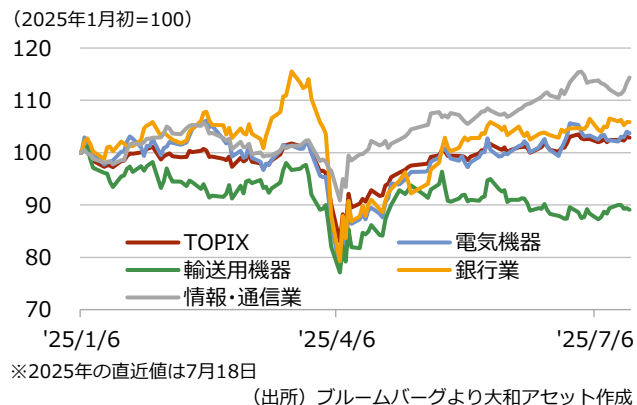
TOPIXと投資部門別売買金額累計



米ドル円相場



TOPIXと東証業種別株価指数





金利

見通しは維持も、財政リスク等が残る

内外の金融経済を取り巻く環境は大きく変化した。一時1ドル=149円台を付ける等、円安も進行しており、国内経済・物価への影響が懸念される。こうした状況を踏まえ、7月の日銀金融政策決定会合で公表される展望レポートでは、成長率見通しの下方修正や物価見通しの上方修正が検討される可能性がある。ただし、米関税政策による影響の見極めにはなお時間を要すると考えられ、現時点で当社の金融政策見通しに変更はない。参院選では与党が大敗し、財政拡張的な政策を掲げる野党が勢力を拡大した。もっとも、結果はおおむね想定内であり、財政悪化への懸念はひとまず後退。現時点で長期金利見通しに変更はないが、政治の不透明感が高まる中、財政の持続可能性に乏しい政策が続けば、財政規律への懸念が再燃し、「日本売り」に繋がる恐れがある。

(執筆：調査部 弓庭さつき)

リート

J-REIT市場は上昇

7月に入り、国内長期金利が一時1.6%付近まで上昇するなか、J-REIT市場は上昇した。賃貸市況が好調で、稼働率の改善・賃料増額による分配金成長、自己投資口取得（バイバック）などによる需給改善も追い風となっている。J-REITは主に国内の不動産を賃貸しており、米関税政策の影響を受けにくい資産として期待されているようだ。

緩やかな上昇を期待

今後もホテルやオフィス、住宅などを中心に賃料増額が続くことが期待される。市場の関心は、金利上昇の悪影響から、いかに賃料上昇を実現し利益を成長させていくかに移りつつある。一口当たり分配金・利益の具体的な成長目標を明示するなど、市場の期待に応える銘柄が増えている。安定した高い利回りに加え、今後の成長が期待されるJ-REITは投資対象として魅力的で緩やかな上昇を期待する。

(執筆：グローバル資産運用部 新井一彦)

30年国債利回り

(%)



※直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーグ

10年国債利回り

(%)



※直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移

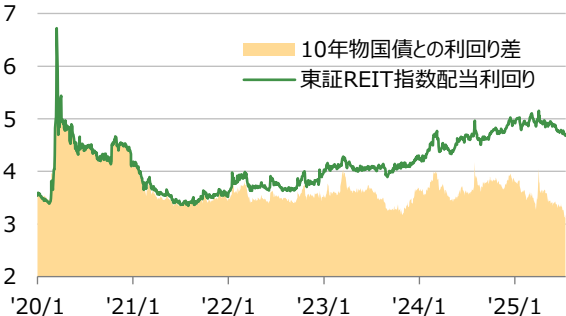


※直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移

(%)



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

※直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ユーロ圏の景気は当面停滞

ユーロ圏の1-3月期実質GDPは前期比+0.6%の高成長を記録した。固定資本形成、輸出が堅調で、米国の相互関税適用前の駆け込みの影響が大きい。実際、3月の輸出と貿易黒字の額は単月としてはユーロ圏発足来最大であった。当面はその反動と関税の直接的影響で、景気は停滞する可能性が高い。米国が通告した30%の相互関税率を前提に、一両年の実質GDP成長率の見通しを0.2%pt引き下げた。

景気の過度な下振れは回避

ユーロ圏のPMIは2025年に入り製造業が上昇し続けている一方、サービス業は50近傍で軟調に推移している。インフレ率の低下や累計2%ptの利下げの効果に加え、今後はユーロ圏各国の防衛費増額とドイツのインフラ投資が景気の下支え要因として期待されるため、景気の過度な下振れは回避されよう。ただし、貿易や地政学上の不確実性は高く、自律的な景気の好循環は見通し難い。

ユーロ圏のインフレ率は2%近傍で安定

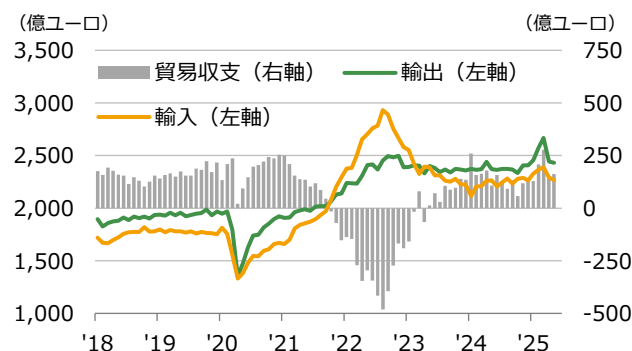
ユーロ圏の6月消費者物価指数は総合、コアでそれぞれ前年同月比+2.0%、+2.3%と、2%に収れんしてきた。賃金の伸びの鈍化に連れて、サービス価格も早晩落ち着こう。需要の軟化、エネルギー価格の下落、ユーロ高、供給過多の国からの輸入増等もあり、基調的なインフレ率は2%近傍で安定すると見込む。米国の関税政策に伴う供給制約の強まりが、局所的な価格高騰を誘発し得るリスクには留意。

英国は雇用悪化でインフレ率は早晩低下

英国の6月消費者物価指数は総合、コアでそれぞれ前年同月比+3.5%、+3.7%と、インフレ目標の2%を上回る。しかし、最近の上振れは公共料金の引き上げ等の一過性の要因もあり、BOEの想定範囲内。雇用者数の減少や失業率の上昇基調は明確で、賃金の伸びが再び鈍化基調にあることから、インフレ率は早晩低下すると見込む。景気は米国の関税による直接的な影響こそ限られるにせよ、ユーロ圏の景気が停滞する中では緩やかな回復に留まろう。

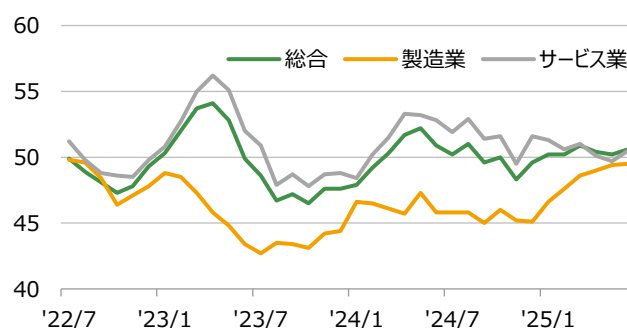
(執筆：調査部 松田寿隆)

ユーロ圏の輸出入と貿易収支



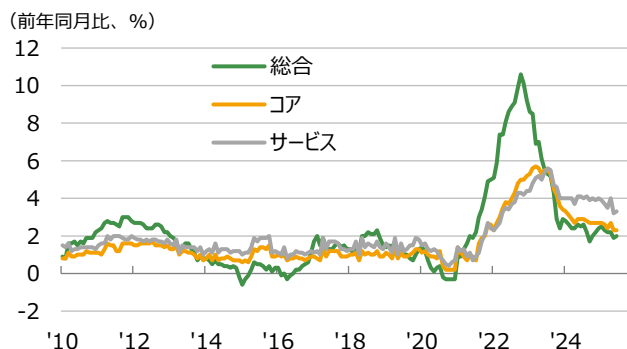
(出所) 欧州統計局

ユーロ圏のPMI



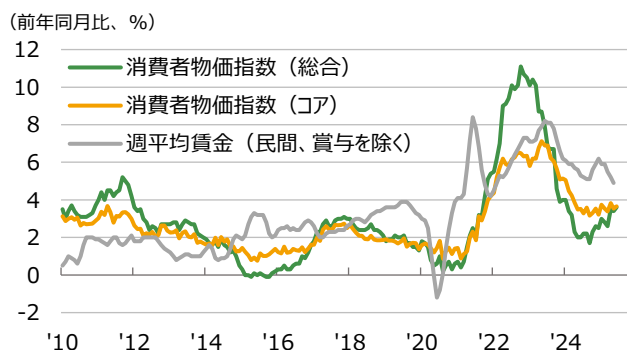
(出所) S&P Global

ユーロ圏の消費者物価指数



(出所) 欧州統計局

英国の消費者物価指数と週平均賃金



(出所) 英国統計局



株式

通商交渉への楽観で上昇し失望で下落

STOXX欧州600は6月23日のイスラエル・イラン両国の停戦合意を機に上昇基調に。その後、米国による対EU相互関税の上乗せ税分の適用停止期限である7月9日が迫る中、交渉妥結への楽観的見方を追い風に騰勢が続いた。ところが12日に米国は新たに30%の関税率を通告。通告に先駆けて楽観論が後退した11日以降、相場は下落基調に転じた。

通商交渉の着地に要注目

STOXX欧州600の予想PERは過去10年平均の水準で推移している。資源エネルギー関連企業等が足枷となり、米国株と比較して業績が伸び悩む見通しである点を勘案すると、足元の株価は妥当な水準と思われる。一方、8月1日に適用が予定されている新関税率については、税率を15%に引き下げる方向で米国との交渉が進んでいると報道されている。依然、事態は流動的だが交渉の行方を注目したい。

(執筆：調査部 高橋卓也)

金利

ECBの利下げはいったん打ち止め

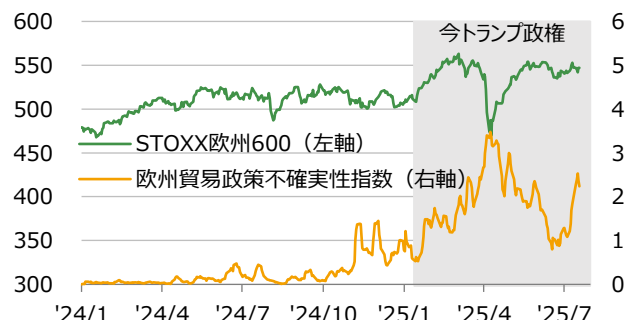
ECBは6月に7会合連続で利下げし、中銀預金金利を2%に引き下げた。2%はECBが中立と考える水準。中期的なインフレ目標の達成を視野に、ラガルド総裁は「現在の政策金利は『良い位置』にある」と述べた。貿易交渉の進展にも依るが、ECBの利下げはいったん打ち止めと想定する。ドイツの長期金利は期待インフレ率の低下を受けて2%台前半のレンジへ移行しよう。リスクは財政悪化懸念の高まり。

BOEは現行の四半期毎の利下げを継続

インフレ率は中期的に2%に収れんするとの見通しの下、BOEは昨年8月から四半期毎に各0.25%pt、累計1%ptの利下げを実施した。現在の政策金利は4.25%。「漸進的で注意深い対応」との方針に基づき、3%台前半と目される中立金利に達するまでは現行ペースでの利下げを継続しよう。長期金利は利下げを受けて2025年中に4%に接近すると見込む。

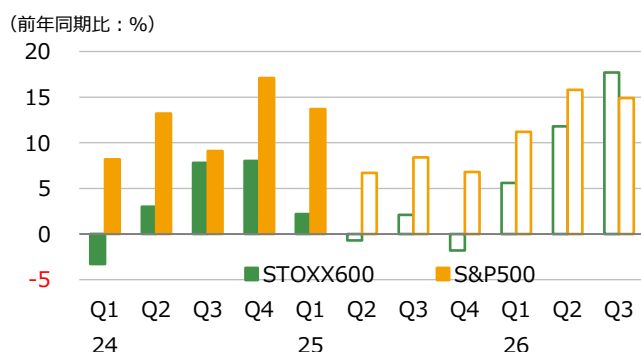
(執筆：調査部 松田寿隆)

STOXX欧州600と欧州貿易政策不確実性指数



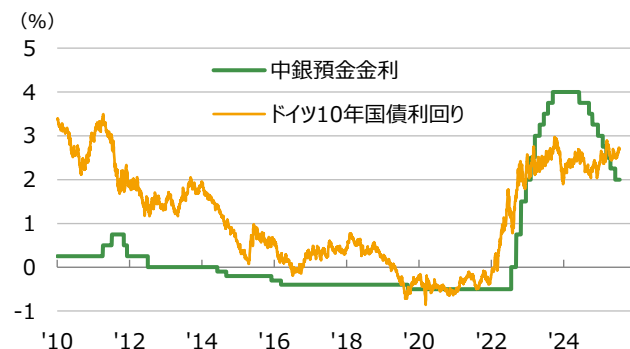
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

STOXX欧州600とS&P500の増益率



(出所) LSEGより大和アセット作成

ユーロ圏の政策金利とドイツの長期金利



(出所) ブルームバーグ

英国の政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ



経済

トランプ関税が経済活動を抑制

トランプ関税による不確実性の高さがカナダの経済活動を抑制しており、実質GDPは4-6月期に前期比マイナス成長に転じた可能性が高い。雇用統計は2月から5月まで弱い結果が続いていたが、6月の雇用者数は前月から8.3万人増加し、失業率は5月の7.0%から6.9%へ低下した。もっとも、他の軟調な経済指標に鑑みれば、6月雇用統計の強さは一過性の公算が大きい。年後半も低成長が続く見込み。

関税引き上げは経済の更なる下押し要因

トランプ米大統領は対カナダ関税を8月1日より25%から35%に引き上げると通知した。USMCA準拠品は引き続き関税の対象外となる模様で、実効関税率は約10%から14%へ上昇する見込み。米国にとって関税収入が貴重な財源になっており、関税撤廃の期待は乏しいため、今年の成長率予想を1.5%から1.3%に、来年を1.5%から1.0%に引き下げた。

(執筆：調査部 岩手幸久)

金利

カナダ銀行は足元で様子見姿勢

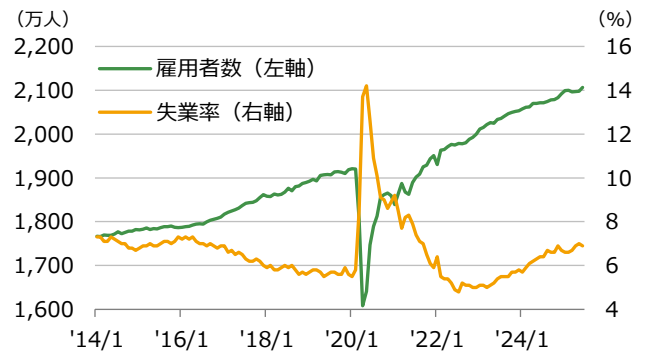
カナダ銀行は、関税に伴う先行き不確実性の高さや足元のインフレ高止まりを背景に、直近2回の金融政策決定会合で政策金利を据え置き、様子見姿勢を示した。関税の率や影響が依然として不透明な中、7月末の会合も政策金利の据え置きが確実視される。

利下げ再開を織り込み金利は低下へ

消費者のインフレ期待を品目別に見ると、関税の影響を受けやすい自動車の上昇が目立つ一方、生活必需品や家賃の上昇は限定的。これは広範囲にインフレ期待が高まった2021～2022年とは明確に異なる。幅広い品目で実際の物価上昇が抑制されていることを確認できれば、利下げが再開される公算が大きく、引き続き年内残り2回（計0.5%pt）の利下げを予想する。秋には予算案も公表され、国債発行に係る不透明感の後退も期待されるため、年末にかけて長期金利には低下圧力がかかりやすくなる。

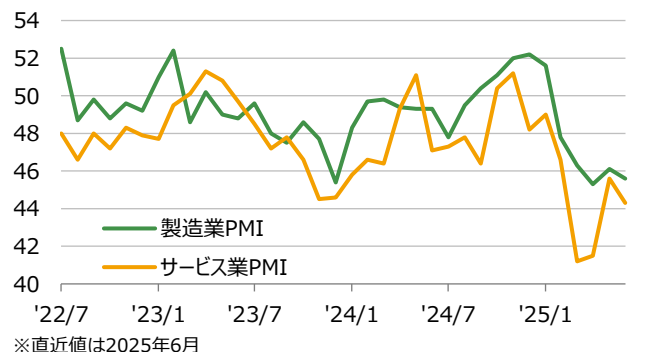
(執筆：調査部 岩手幸久)

雇用者数と失業率



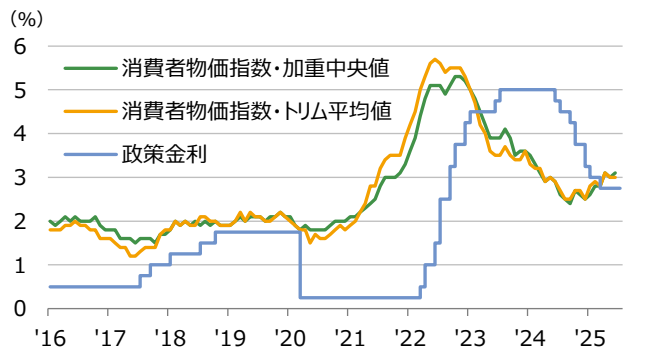
(出所) カナダ統計局

PMI



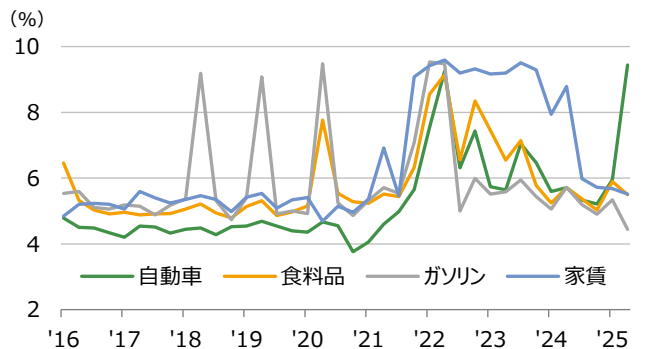
(出所) S&P Global

消費者物価指数と政策金利



(出所) カナダ統計局、ブルームバーグ

品目別の消費者インフレ期待（今後1年）



(出所) カナダ銀行より大和アセット作成



経済

関税引き上げの直接的な影響は限定的

豪州は米国による相互関税上乗せの対象外だが、トランプ米大統領は基本税率を10%から引き上げる方針を示しており、これは豪州も対象になる模様。もっとも、豪州の対米輸出依存度は極めて小さいため、基本税率の15%への引き上げであればGDPの直接的な下押し効果は0.1%ptにも満たない試算になる。今年ならびに来年の成長率予想は据え置いた。

雇用統計の弱さは一過性の公算

6月の雇用者数は前月から0.2万人の増加にとどまり、失業率は5月の4.1%から2021年11月以来となる4.3%まで上昇した。世界経済の不確実性は残るものの、利下げによる内需の回復期待は強く、雇用を削減する動機は乏しいだろう。PMIなどのソフトデータでは労働市場の堅調さが示唆されており、今回の雇用統計は多分に単月の振れによる一過性の弱さだと考えられる。7月以降のデータを確認したい。

(執筆: 調査部 岩手幸久)

金利

8月RBA理事会で追加利下げへ

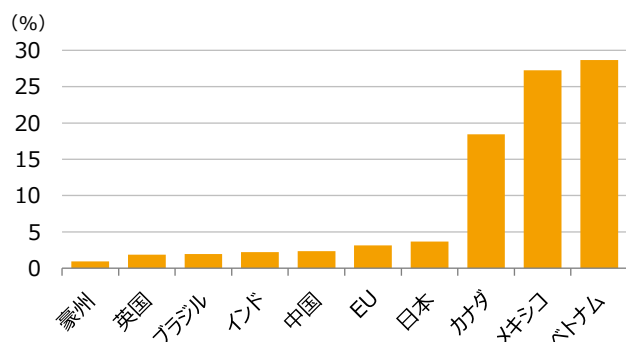
RBAは7月理事会で政策金利を3.85%に据え置くことを決めた。市場は利下げを予想していたため、金利は上昇。もっとも、利下げの方向性に変わりはなく、4-6月期消費者物価指数（7月30日発表）を確認して8月理事会で利下げを決める公算が大きい。6月雇用統計の弱い結果を受けて市場は9月の追加利下げも相応に織り込んでいるが、四半期ごとの消費者物価指数を重視するRBAの姿勢に鑑みれば、四半期ごとの利下げ（8月の次は11月）が基本線になる。今年末の政策金利予想は3.35%で据え置く。

長期金利には更なる低下余地

今後も緩やかな利下げが進むことで豪ドルの調達コストが低下し、長期金利には低下圧力が加わりと見込む。豪州は他の先進国に比べて軍事費拡大ならびに財政悪化の懸念が乏しく、相対的な買い安心感もある。豪州債券の見通しは「やや強気」を維持。

(執筆: 調査部 岩手幸久)

各国・地域の対米輸出額（対名目GDP比）



※2024年時点

(出所) CEICより大和アセット作成

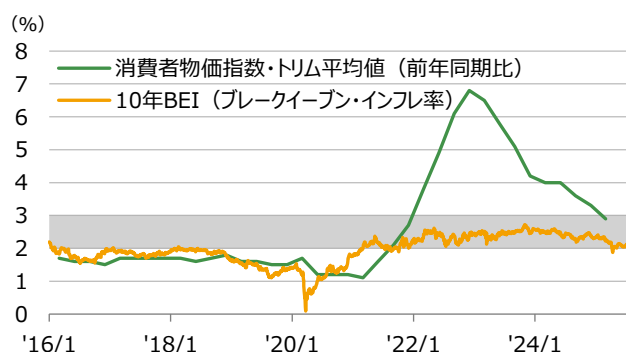
雇用者数と失業率



※直近値は2025年6月

(出所) 豪州統計局

インフレ率とインフレ期待

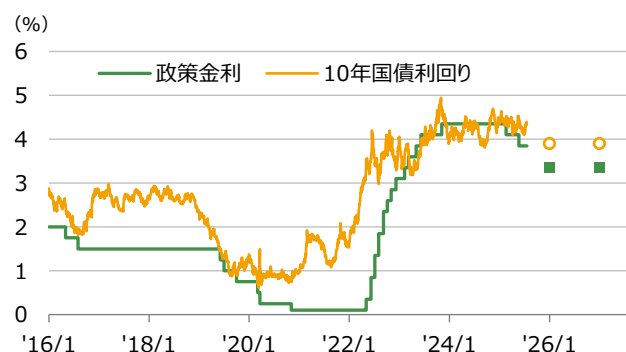


※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ

※直近値は消費者物価指数が2025年1-3月期、BEIが2025年7月18日

(出所) 豪州統計局、ブルームバーグ

政策金利と10年国債利回り



※直近値は2025年7月18日、プロットは2025年末と2026年末の当社予想

(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

ブラジルは関税引き上げにも耐え得る

米国はブラジルへの相互関税を8月1日より10%から50%に引き上げると通知。今後の交渉次第で関税率は上下に変動する余地が大きい。ブラジルの対米輸出依存度は低いため、50%への関税引き上げを前提としても、来年の成長率予想を前年比+1.8%から+1.5%へ下方修正する程度にとどまる。もっとも、既往の利上げの効果が始まっており、景気のパフォーマンスが下方であることに変わりはない。

メキシコの関税引き下げ期待は残るが…

米国は対メキシコ関税を8月1日より25%から30%に引き上げると通知。もっとも、USMCA準拠品は引き続き関税の対象外となる模様で、実効関税率は約7%から8%台半ばへの上昇にとどまる見込み。対メキシコ関税は30%より低くなる公算が大きいものの、上記の関税引き上げを前提に来年の成長率予想を前年比+1.5%から+1.0%に引き下げた。

(執筆：調査部 岩手幸久)

金利

ブラジル長期金利の上昇余地は限定的

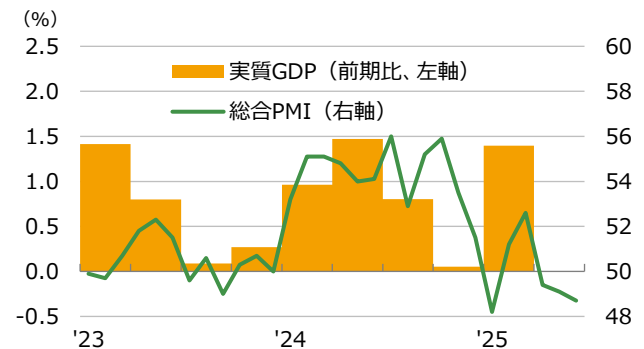
米国の対ブラジル関税引き上げ通知などを受けて長期金利は上昇。ただし、対米輸出品の国内への振り向けがデシインフレ要因となるほか、通貨安が限定的であるため、利上げ再開の可能性は低い。長期金利の更なる上昇は限られよう。当面は高い利息収入が金利変動のバッファとなるほか、利下げが近づく局面では金利低下（価格上昇）も期待できるため、ブラジル債券の見通しは「強気」を維持する。

メキシコの利下げ局面は継続

メキシコ銀行は6月に政策金利を8.50%から8.00%へ引き下げた。インフレ率はやや上昇しているが、年初からの通貨高や関税による経済の下押しが今後のインフレ抑制に作用する見込み。次回以降は利下げ幅が0.25%ptに縮小するだろうが、利下げ局面は継続する可能性が高まったため、今年末と来年末の政策金利の予想を各0.5%pt引き下げた。

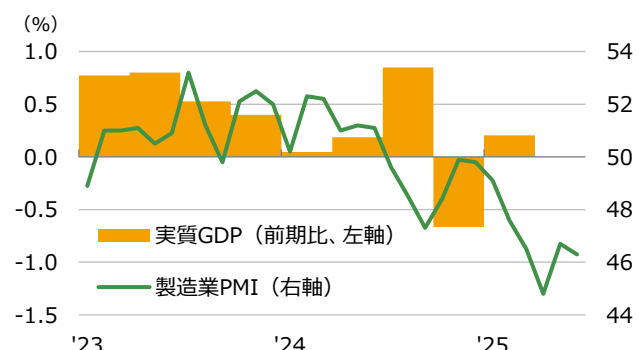
(執筆：調査部 岩手幸久)

ブラジルの実質GDPと総合PMI



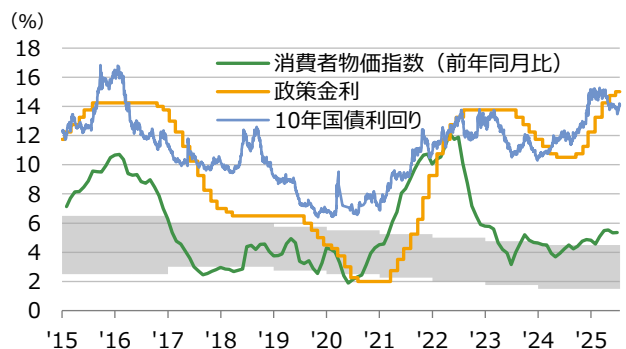
※直近値は実質GDPが2025年1-3月期、総合PMIが2025年6月
(出所) ブラジル地理統計院、S&P Globalより大和アセット作成

メキシコの実質GDPと製造業PMI



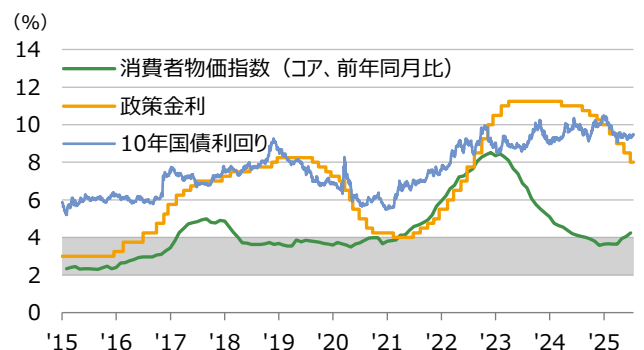
※直近値は実質GDPが2025年1-3月期、総合PMIが2025年6月
(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P Globalより大和アセット作成

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
※直近値はインフレ率が2025年6月、金利が2025年7月18日
(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
※直近値はインフレ率が2025年6月、金利が2025年7月18日
(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

PMIの改善が景気回復の加速を示唆する

6月PMIは、製造業が14カ月ぶり、サービス業が10カ月ぶりの高水準となった。両指標とも、堅調な国内外の需要を追い風に新規受注が大幅に増加。また現地報道によると、製造業PMIでは雇用項目が大きく上昇するなど、雇用の好転が確認された。昨年6月に発足した3期目のモディ政権が注力した様々な雇用対策が実を結び始めたとみられる。雇用改善による消費や景気の加速が期待される。

モンスーンが示唆する農村部好景気の展望

インドでは、年間降雨量の75%以上がモンスーン（雨季）の6～9月に集中する。降雨量が平年を顕著に下回る場合、農作物の不作による農家の所得減少や食料品価格の上昇など、経済への影響は大きい。2025年は平年を若干上回る降雨量が予測され、農作物不作の可能性は低い。この安心材料が年後半の消費を中心とした景気回復を後押しすると見込む。

（執筆：調査部 金春愛）

株式

国営銀行の規制緩和が株式市場の追い風

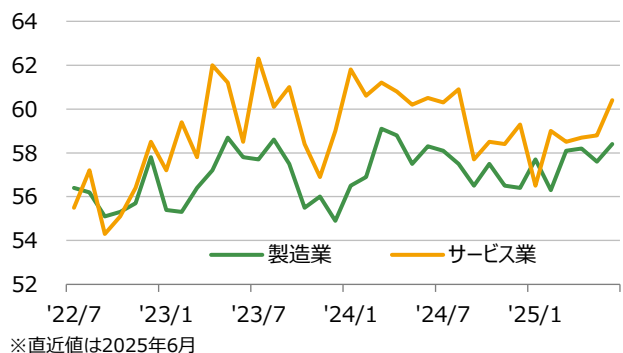
直近のNIFTY50指数は節目の25,000を上回り、過去最高値の更新が視野に入る。金融緩和と減税を同時に実行し景気・企業業績の加速が期待され、世界でもファンダメンタルズの底堅さが際立つ。更に、中銀は国営銀行の大型改革にも踏み出した。10月1日からのプロジェクト・ファイナンスの引当金規制の緩和が発表され、現在は外資参入比率の引き上げも議論中。不良債権処理の進展で2022年以降国営銀行株が大幅に上昇したが、今回の改革が銀行株を中心にインド株全般を押し上げると期待される。

企業純利益対GDP比率は16年ぶりの高水準

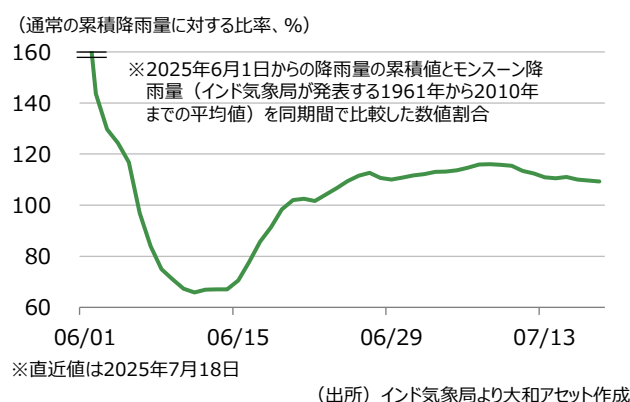
インド企業の純利益対GDP比率が6.4%と、16年ぶりの高水準を記録。企業の収益力と財務健全性が示された。今後は、投資増加や雇用創出、賃金引き上げへの期待も高まり、景気の好循環と資本市場の活性化が期待される局面と考える。

（執筆：調査部 金春愛）

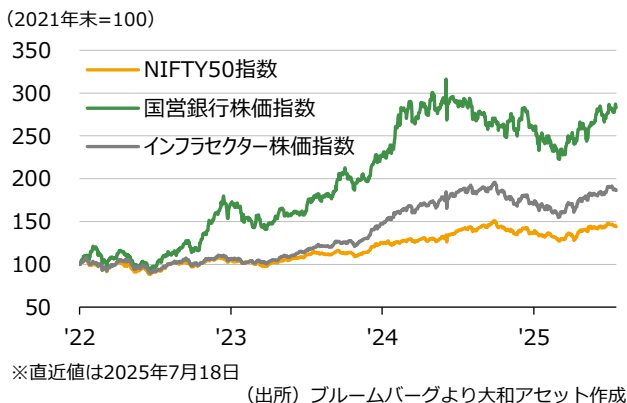
インドの購買担当者景気指数（PMI）の推移



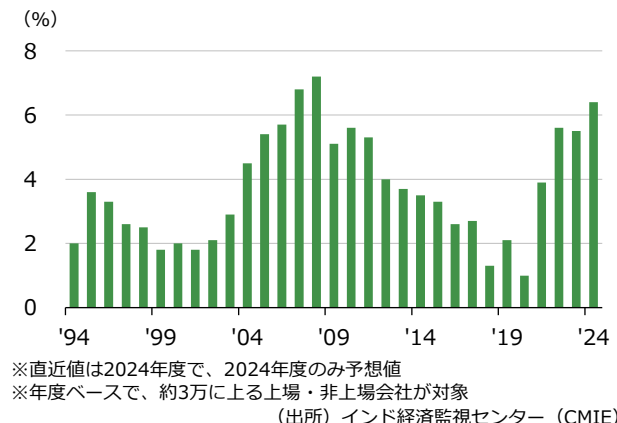
2025年のモンスーン（雨季）降雨量



総合指数およびセクター別の株価指数の推移



企業純利益対名目GDPの比率





経済

年後半の顕著な景気減速を見込む

トランプ関税を背景に、対米駆け込み輸出が2024年10-12月期以降のGDPの持ち直しをけん引し、25年4-6月期も純輸出が約3割を寄与。また、消費財買い替え促進策も下支えした。しかし、これは内需・外需の先取りにもなる。また、堅調なGDPが追加景気対策の期待を後退させたほか、政府は過剰生産能力や過度な価格競争の抑制を指示。今後は生産抑制による景気下押し圧力が新たに加わるだろう。7月下旬の政治局会議で追加景気対策が発表されなければ、顕著な景気減速は不可避の見込み。

鉱工業生産は今後減速する可能性が高い

25年3月以降鉱工業生産は好調だが、乗用車の生産拡大や、大規模な設備更新策による機器類等の生産加速が主因。ただ、年後半には買い替え補助金の枯渇が予想され、EV生産の減速などを受け、鉱工業生産の高い伸び率も今後息切れする可能性が高い。

(執筆：調査部 金春愛)

株式

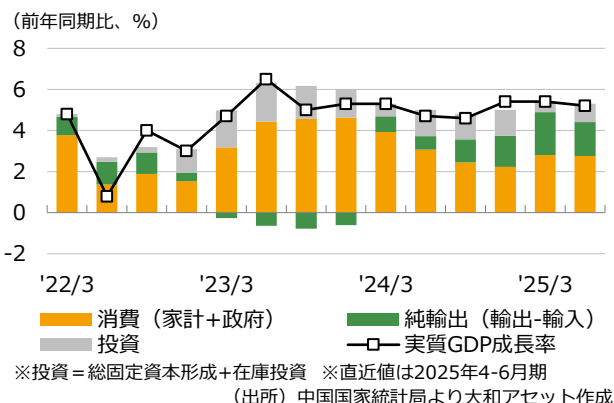
テーマ型株が総合指数を大幅に上回る

中国株指数として一般的にみられる総合指数のCSI300指数（本土株式市場）、MSCI中国指数（オフショア上場銘柄が中心）は、当社の見通しに沿ってレンジ推移を継続。ただ、ヘルスケアは先月号で取り上げた後も一段と上昇するなど、テーマ型株価指数の大幅な上昇も見逃してはいけない。

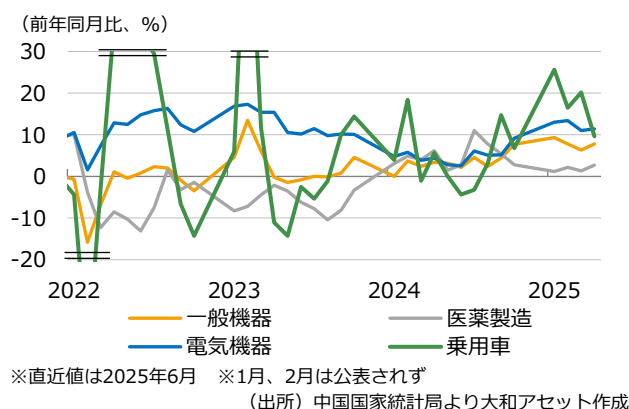
特に、1月以降ディープシーク・ショックで上昇した中国ハイテク関連株は、足元で再び上昇傾向が強まっている。1月のディープシーク・ショックが中国で「AIプラス」政策加速の起爆剤となったと見られることが背景にある。「AIプラス」はデジタル化に留まらず、AI実装に焦点を当て、AI技術をあらゆる産業、応用分野に結びつける段階への本格的な突入を意味する。2015年に「インターネットプラス」政策が発表された後、テンセントやアリババの急速な成長が見られたように、今後「AIプラス」による中国テック企業の価値見直しは注目に値する。

(執筆：調査部 金春愛)

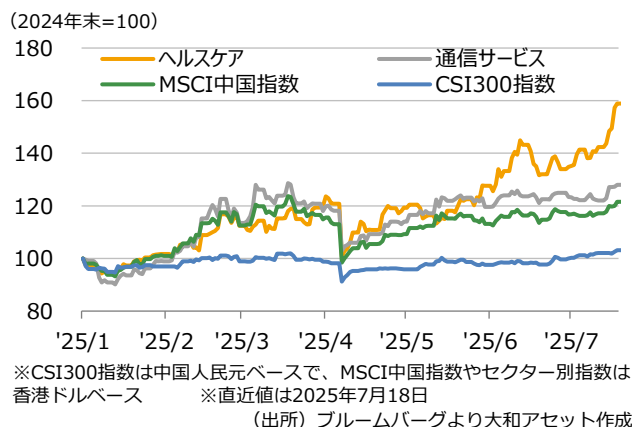
四半期の実質GDP成長率および需要項目別寄与度



鉱工業生産のサブ項目中、ハイテク関連産業の推移



各種株価指数の推移



中国人工知能株価指数の推移





経済・金融市場

米ドル指数の反転の中でも新興国株は上昇

直近1カ月は米ドル指数の反転高にもかかわらず、MSCI新興国株価指数は米S&P500を上回るパフォーマンスを継続している。特に、ハイテク株の上昇や企業統治改革を好感した韓国や台湾が大幅に上昇。ベトナムも10%程度上昇。当面は米関税政策に警戒したいが、米ドル指数が低位推移する中、新興国株式市場を取り巻く環境は概ね良好で、上下動しながらもレンジを切り上げて行くと見込む。

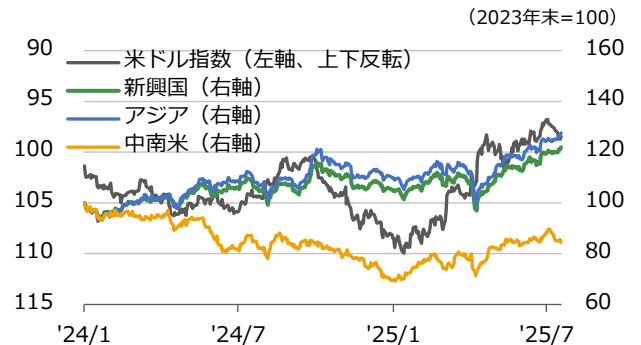
(執筆：調査部 金春愛)

ベトナムVN指数は史上最高値更新が目前に

ベトナムの4-6月期GDPが前年同期比+7.96%と上振れたことから、25年の成長率予想を上方修正。また、米越貿易合意の発表による先行き不透明感の低下等から、25・26年末の株価予想値を引き上げた。堅調な経済指標や米越貿易合意、海外資金の流入等を受けて株価は史上最高値更新が目前に。一方、株価上昇はやや急ピッチでスピード調整には要注意。

(執筆：調査部 横道弘吉)

新興国株価指数と米ドル指数の推移

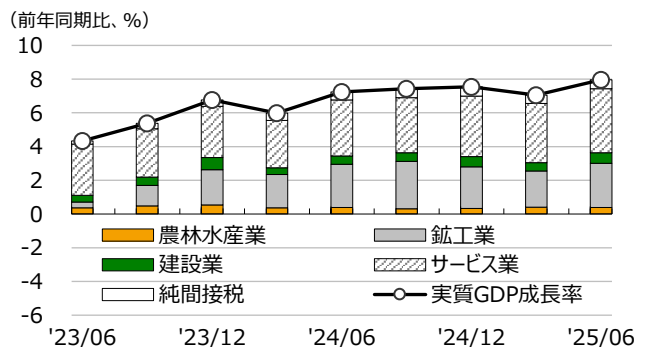


※直近値は2025年7月18日

※MSCI新興国指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ベトナムの実質GDP成長率とその内訳



※直近値は2025年4-6月期

(出所) ベトナム統計総局より大和アセット作成

今月の新興国コラム

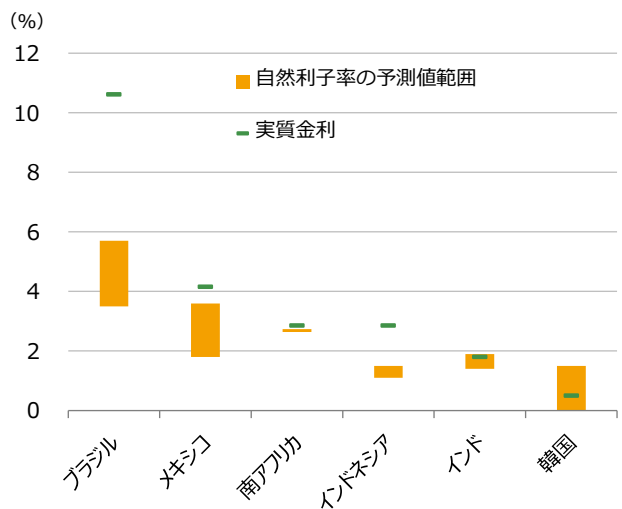
自然利子率からみる新興国の利下げの余地

自然利子率は景気への影響が緩率的でも引き締めるでもない、景気に中立的な実質利子率で、OECDが6月に公表した経済見通しの中で、各国中銀のモデル試算値を集計して発表した。公表された新興国の中では、韓国を除く多くの新興国の実質政策金利が自然利子率を上回るか、その予測値範囲の上限に近い。今後実質政策金利が自然利子率に収束すると考えられるため、ここからは各国の利下げ余地が示唆されている。

特に、6月に大幅な利下げに踏み切ったインドで利下げ打ち止めが警戒されているが、自然利子率の観点では0.25%pt程度の追加利下げの余地がある。その他、ブラジルでは自然利子率を大幅に上回る実質金利により物価抑止効果が期待されており、インドネシアやメキシコでも追加利下げの余地が大きいことが示唆されている。

(執筆：調査部 金春愛)

主要新興国の自然利子率と実質金利



※自然利子率は景気へ中立的な実質利子率で、景気への影響が緩率的でも引き締めるでもない。OECDが各国中銀のモデル試算値を集計したもの
※実質金利は、2025年7月18日時点の政策金利および2026年10-12月期の消費者物価に関するブルームバーグ予想に基づいて計算

(出所) OECD、ブルームバーグより大和アセット作成



米ドル

円安の進行と米ドルの反発

5月以降、他通貨（右図では25通貨）に対し円安と米ドル安が進んできたが、7月には米ドル高に転じ、米ドル円の上昇が進んでいる。リスクオンの円安から日本の財政懸念による円安に変化しつつ円安が進む一方、米金利低下から米金利上昇への変化が米ドルを押し上げている。ただし、財政懸念による円安は一服するだろうし、8月に米関税上乘せ分が発動されるとリスクオフの円高に傾きやすいと見る。

米ドル円は米金利と連動する傾向に

米ドル円と米株価は順相関から逆相関に転じる一方、米ドル円と米金利は順相関が強まっている。6月までは米金利低下・米株高（リスクオン）のなかで円安と米ドル安が拮抗していたが、7月は米金利上昇・米株高鈍化のなかで米ドル円が上昇しており、米金利と同じ方向に米ドル円が動くようになった。リスク許容度を映す米株価の変動が小さくなると、米金利の変動に応じて米ドル円が推移しやすくなる。

日米実質金利差縮小で米ドル安・円高へ

最近1カ月間は日米10年実質金利差がさほど大きく変化しないなかで、米ドル円が上昇した。直近の実質金利差に見合う米ドル円は142～147円程度と考えられ、実際の米ドル円はその水準を上回る。円安方向に振れた要因はリスクオンや日本の財政懸念と見られる。ただし、関税の影響で米国の景気減速感が強まることにより、日米実質金利差は一段と縮小して米ドル安・円高の要因になると見ている。

商品指数と米ドル円の上昇余地は限定的

商品高局面は米金利上昇やリスクオンに傾くケースが多く、米ドル高・円安が進みやすい傾向にある。6月に中東情勢の緊迫化による供給懸念で原油が高騰した際はリスクオフもあり円安が抑制されたが、中東情勢の落ち着きで原油が反落した後も商品指数は堅調に推移しており、米ドル円が上昇しやすい状況にある。ただし、米関税上乘せ分が発動されると世界的に需要見通しが弱まり商品安に転じる可能性が高く、米ドル安・円高が進みやすくなるだろう。

（執筆：調査部 亀岡裕次）

米ドル・円・他通貨の為替レート



※25通貨の為替レートを2022年4月取引高で加重平均
※直近値は2025年7月18日

（出所）BIS、LSEGより大和アセット作成

米ドル円との相関係数（25日間ベース）



※25日間における5日前比どうしの相関係数

※直近値は2025年7月18日

（出所）LSEGより大和アセット作成

日米実質金利差と米ドル円



※直近値は2025年7月18日

（出所）LSEGより大和アセット作成

商品総合指数と為替レート



※直近値は2025年7月18日

（出所）LSEGより大和アセット作成



ユーロ

ユーロ安・円高への転換を予想

ユーロ高・円安が一段と進んだ。米相互関税上乗せ分の適用停止延長やECBの利下げ停止観測、ドイツの財政支出拡大期待、欧州の景気指標改善などが円安やユーロ高に作用したためだ。ただし、8月に米関税上乗せ分が発動されればリスクオンの円安は続きにくいだろう。欧州金利が日本に比べ低下していくなかでユーロ安・円高に転換すると予想する。

ユーロ安・米ドル高へと変化

5月の米中関税引き下げ合意時には短期的に米ドル高に振れたが、その後はユーロ高・米ドル安が進行。通常のパターン通り、リスクオンが米ドル安に作用したことが一因だ。ただし、7月にはユーロ安・米ドル高に振れている。米金利上昇が米ドル高に働いたことに加え、リスクオンの米ドル安が弱まったためである。米関税上乗せ分が発動されるとユーロが対米ドルで一段と下落しやすいと見ている。
(執筆：調査部 亀岡裕次)

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドルは利下げ再開観測に注意か

関税引き上げ懸念と利下げ観測後退が相殺し、カナダ・ドル（対米ドル）は足元でも底堅く推移。市場はカナダ銀行の利下げ再開をさほど織り込んでいないため、利下げ観測の高まりがカナダ・ドル安に作用しやすい点には注意したい。ただし、年末から来年にかけては米国の利下げも想定されるため、カナダ・ドルは対米ドルで方向感の乏しい展開を予想。

豪ドルは対米ドルで底堅い推移を想定

RBAによる予想外の利下げ見送りなどを受けて、豪ドル（対米ドル）は4月以降の増価傾向が継続。目先の利下げ観測が豪ドルの上値を抑制するだろうが、市場は当社の予想より積極的な利下げを織り込んでおり、利下げによる豪ドル安の余地は限定的とみる。米ドル離れの思惑が残存すると予想される中、豪州はトランプ関税の影響が相対的に小さいこともあり、豪ドルは対米ドルで底堅く推移すると見込む。
(執筆：調査部 岩手幸久)

独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



加米10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



豪米政策金利差と豪ドル米ドル





ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

ブラジル・レアルは高金利が下支え

米国によるブラジルへの相互関税引き上げ通知を受けて、ブラジル・レアル（対米ドル）は年初からの上げ幅を縮小。ただし、ブラジルの対米輸出依存度は低いこと経済全体への影響は小さい。また、ブラジルの政策金利は15%と高く、インフレ率を引いた実質政策金利は他国に逆行して今後高まる見込みで、投機的なレアルの売り仕掛けは抑制されよう。高金利を背景にレアルは底堅く推移すると見込む。

メキシコ・ペソは金利低下が重荷に

メキシコ・ペソは、メキシコと米国との通商交渉の進展や全般的な米ドル安を背景に、年初から対米ドルで堅調に推移してきた。だが、メキシコ・ペソの強さがメキシコ銀行の利下げを後押しし、相対的な金利面での魅力は低下。米国との関税交渉は好材料を大方織り込んだ模様であり、今後のメキシコ・ペソは対米ドルで方向感に欠ける展開になると予想。

（執筆：調査部 岩手幸久）

人民元、インドルピー

中国、国を跨ぐ資金は4四半期連続で流出

国を跨ぐ資金フローを表す総合収支は、2025年1-3月期に4四半期連続でマイナス。米国向けの駆け込み輸出により貿易黒字および経常黒字が大幅に上振れしたが、証券投資の売り越しや工場撤退、資金逃避等による金融収支の資金流出によって相殺された。人民元安の圧力は強いが、当面当局は人民元の対米ドルでのレンジ推移を誘導すると予想する。

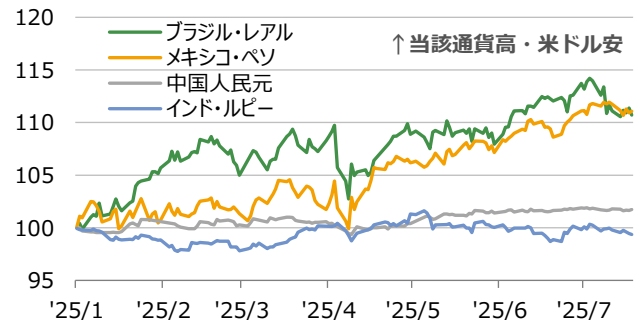
インド、関税混乱の中、対米輸出が加速

トランプ氏の米大統領当選後、インドの対米輸出が急増。米中摩擦の「漁夫の利」が証明される事例である。特に、電子製品などの輸出が増加。インド産医薬品も米国内でのジェネリック医薬品の約9割を占め、医薬品低価格化に寄与しているため、医療コストを下げたいトランプ大統領がインド医薬品を締め出す可能性は低いと見込む。高付加価値製品の輸出拡大は中長期的にインド・ルピーの支え要因に。

（執筆：調査部 金春愛）

各新興国通貨の対米ドルレート

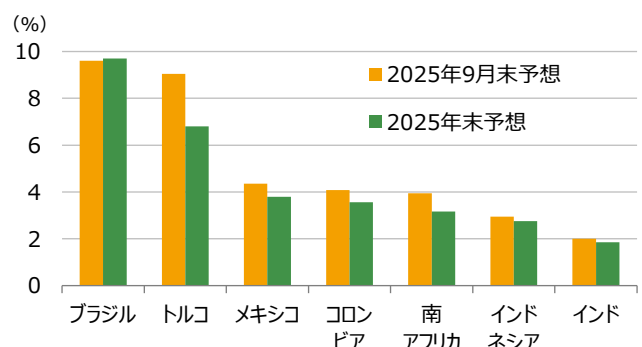
（2024年末=100）



※直近値は2025年7月18日

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

各国の実質政策金利（市場予想）の変化

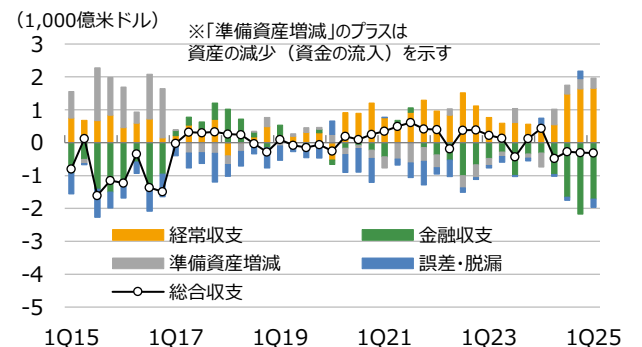


※実質政策金利＝政策金利－消費者物価指数（前年比）

※2025年7月21日時点で最新の予想

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

中国の総合収支およびその内訳

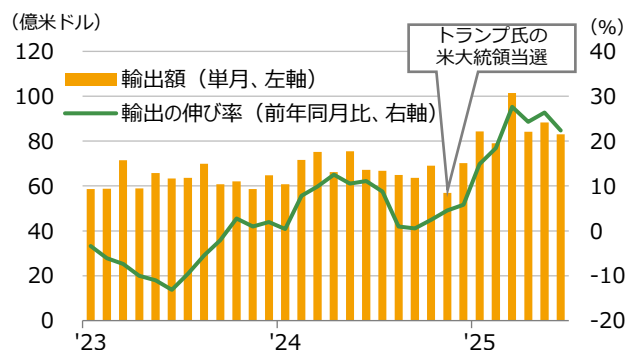


※総合収支＝金融・資本収支－準備資産増減＋経常収支＋誤差・脱漏

※直近値は2025年1-3月期

（出所）中国国家外貨管理局より大和アセット作成

インドの米国向け輸出の推移



※直近値は2025年6月

※前年同月比は3カ月移動平均ベース

（出所）インド商工省より大和アセット作成



原油

急落後は地政学リスクの高まりで反転

6月下旬に急落したWTI原油先物価格は、7月に入ると上昇基調に転じ、おおむね65～70米ドルのレンジで推移している。イランが国際原子力機関（IAEA）への協力停止を表明したことによる地政学リスクの高まりや、米国の新たな対ロシア制裁によるロシア産原油の供給減少が意識されたことなどが短期的な相場の押し上げ要因となった。

加速するOPECプラスの増産ペース

OPECプラスの増産（自主減産縮小）は、当初計画を大幅に上回るペースで進行している。5～7月の各月割当増産量は計画の3カ月分、8月は4カ月分で合意した。9月も8月と同規模で合意するとの見方が優勢で、その場合は当初1年半の予定だった増産割当（日量220万バレル）がわずか6カ月で完了することになる。足元の原油需要は比較的堅調だが、先行きの供給過剰懸念は拭えない。

（執筆：調査部 石曽根毅）

金

中東情勢や米関税措置が相場を左右

金先物価格は、6月下旬にはイスラエルとイランの停戦合意を受け、中東情勢の緊迫化懸念が後退して下落したが、7月に入ると比較的狭いレンジでの横ばい推移となった。米ドル高の進行が売り圧力となった一方で、イランのIAEAへの協力停止表明や、米国の新たな関税措置による世界経済への先行き懸念などから、安全資産としての需要が増加した。

再び純流入に転じた金ETF投資

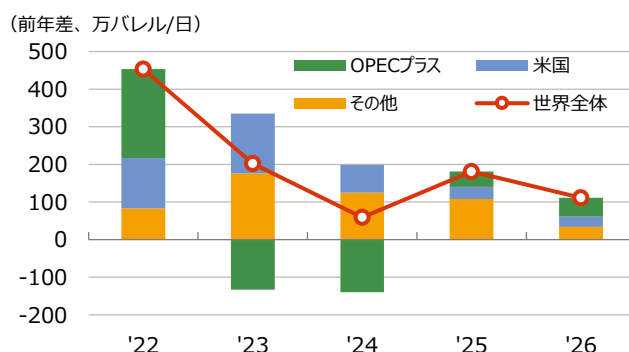
6月のETF投資は純流入に転じた。純流入額は76億米ドルとなり、月末の世界運用資産総額（AUM）は過去最高を記録した。流入をけん引したのは北米（48億米ドル）で、中東情勢の緊迫化が安全資産への需要を高めたと見る。中央銀行の積極的な購入も継続しており、5月はカザフスタン、トルコ、ポーランドが上位を占め、売却ではシンガポールがトップとなった。

（執筆：調査部 石曽根毅）

原油価格と原油在庫



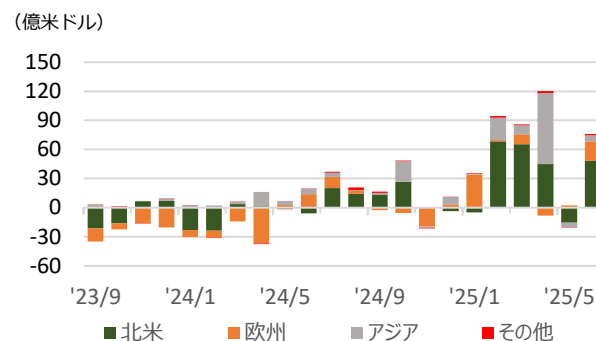
原油供給量の変化



市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



金ETFの地域別資金フローの推移



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
トランプ関税の影響	大	大	大	従来から当面のリスク要因の筆頭として挙げていた「トランプ米政権の政策運営」が現実のものとなった。4月2日にトランプ政権は世界各国に対する相互関税を発表。発表された相互関税は想定を上回る規模で、各国の株価は急落した。その後、トランプ政権は各国と関税の引き下げ交渉に応じるため相互関税のうち上乗せ部分の適用を90日間停止したほか、米英、米中でそれぞれ関税交渉に合意したことなどから、関税に対する不確実性は小康状態となっている。しかし、8月1日からは相互関税の上乗せ部分の適用が始まり、関税の価格転嫁は第二章に入る。また、相互関税の率が上昇する「相互関税インフレ」もあり、実際、米国の平均実効関税率の見通しはジリジリと上昇している。先行きの不確実性は引き続き高いが、最近では「TACO（トランプ米大統領はいつも尻込みする）」とも言われ、過剰に反応することも新たなリスクとなっている。
米国離れ	中	大	大	トランプ米政権による米国（トランプ氏自身）の利益のみを優先した政策運営により、足元では「米国離れ」の動きも垣間見られる。通商面では各国に対し一方的に相互関税を突き付けるなど第二次世界大戦後に構築された自由貿易体制を否定している。安全保障面ではウクライナ支援に消極的で欧州各国は防衛費の増額に動いている。金融政策面ではパウエルFRB議長の解任（あるいは利下げ要求）に言及するなど中央銀行の独立性を否定し、金融市場面では第2のブラザ合意（米ドル安誘導）と言われる「マールアラゴ合意」も市場でささやかれている。これらを背景に、4月の相場混乱時には米国株安・米国債券安・米ドル安のトリプル安となった。5月には米国債の格下げもあり、最上位格付け（AAA格）を失った。短期的には米国離れによる「ショック」は想定していないが、長期的には米国資産、米ドルの信認低下などグローバルな資金の流れを変え得る。
米関税政策の日本経済への影響	中	中	小	トランプ米政権の関税政策の影響により、日本経済の下振れリスクが高まっている。4月に日銀は「消費者マインドの悪化が、所得から支出への前向きな循環を阻害するリスク」を指摘したが、実際に家計や企業のセンチメントは弱含んでいる。国民の生活苦を大義名分として与野党は経済対策を検討しているが、財源の裏付けのない景気刺激策に放漫財政への懸念が高まる。日本の30年国債利回りは一時、過去最高水準を更新し、2022年に英国で起きた「トラス・ショック」の再来を懸念する声もある。また、7月の参議院選挙で与党が大敗したことで、財政規律の弛緩による日本国債の格下げリスクも燃える。

※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	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） ●冬季五輪（イタリア、6-22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（3日）
	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） ●RBA理事会（17日） ●メキシコ金融政策決定会合（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（29-30日） ●BOE金融政策委員会（30日）	●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		●G7首脳会議（フランス、月内）	●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●メキシコ金融政策決定会合（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●ECB理事会（11-12日） ●FOMC（16-17日） ●BOE金融政策委員会（18日） ●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（16日） ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	7月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●ECB理事会（22-23日） ●FOMC（28-29日） ●BOE金融政策委員会（30日）	●カナダ金融政策決定会合（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		7/18	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.00	-1.00	2.75
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	2.00%	0.00	-1.75	2.50
カナダ	翌日物金利	2.75%	0.00	-2.00	0.25
豪州	キャッシュ・レート	3.85%	0.00	-0.50	2.50
ブラジル	セリック・レート	15.00%	0.00	4.50	1.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	8.00%	-0.50	-3.00	0.25
インド	レポ金利	5.50%	0.00	-1.00	0.60
中国	7日物リバース・レポレート	1.40%	0.00	-0.40	-0.70
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		直近値		期間別変化幅	
10年国債利回り		7/18	1カ月	1年	3年
米国		4.42%	0.02	0.21	1.43
日本		1.54%	0.09	0.50	1.30
ドイツ		2.70%	0.20	0.26	1.48
カナダ		3.57%	0.24	0.19	0.50
豪州		4.34%	0.09	0.10	0.90
ブラジル		14.12%	0.15	2.12	0.51
メキシコ		9.50%	0.14	-0.43	0.39
インド		6.31%	0.04	-0.66	-1.13
中国		1.67%	0.03	-0.60	-1.12

		直近値		期間別変化率	
株価指数		7/18	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	6,297	5.3%	13.6%	64.4%
	NYダウ	44,342	5.1%	9.0%	42.7%
日本	TOPIX	2,834	0.9%	-1.2%	49.8%
	日経平均株価	39,819	2.4%	-0.8%	48.6%
欧州	STOXX600	547	1.2%	6.4%	31.0%
インド	NIFTY50指数	24,968	0.6%	0.7%	53.4%
中国	MSCI中国	78.62	4.9%	35.7%	11.8%
ベトナム	VN指数	1,497	11.2%	17.5%	27.3%

		直近値		期間別変化率	
為替（対円）		7/18	1カ月	1年	3年
米ドル		148.81	2.5%	-5.4%	7.7%
ユーロ		173.00	3.8%	0.9%	23.5%
カナダ・ドル		108.41	2.3%	-5.6%	1.7%
豪ドル		96.83	2.5%	-8.2%	2.9%
ブラジル・リアル		26.66	0.9%	-6.2%	4.9%
メキシコ・ペソ		7.94	4.0%	-9.4%	17.6%
インド・ルピー		1.72	2.8%	-8.1%	-0.3%
中国人民元		20.74	2.8%	-4.3%	1.2%
ベトナム・ドン		0.57	2.2%	-8.5%	-3.4%

		直近値		期間別変化率	
リート		7/18	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	24,947	-0.1%	3.5%	17.6%
日本	東証REIT指数	1,813	1.6%	3.7%	-7.3%

		直近値		期間別変化率	
商品		7/18	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		67.34	-10.4%	-18.7%	-34.4%
COMEX金先物価格		3,358	-1.5%	34.0%	94.3%

※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

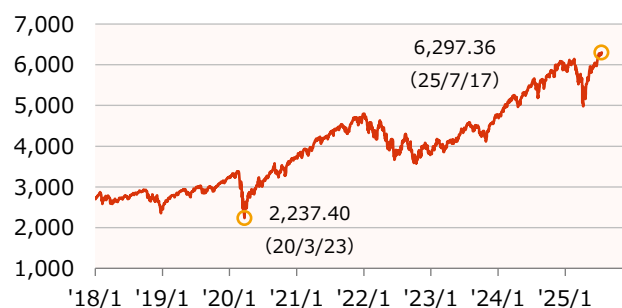
（出所）ブルームバーグ

株価指数

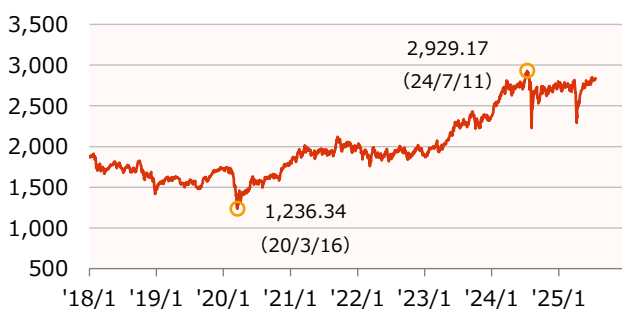
NYダウ



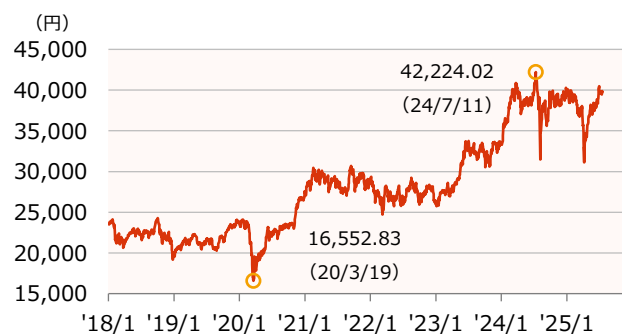
S&P500



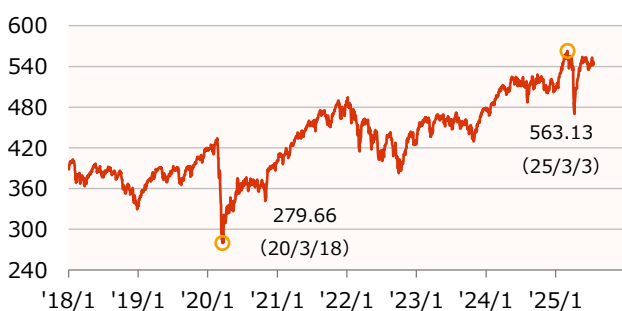
TOPIX



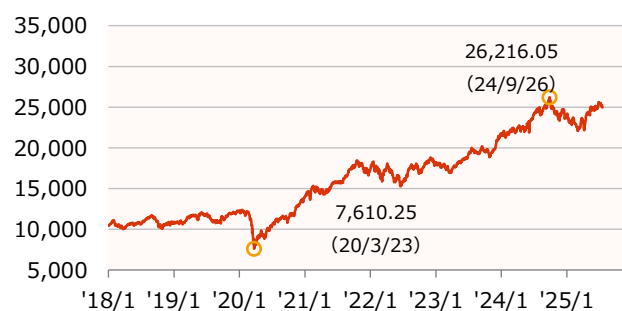
日経平均株価



STOXX600



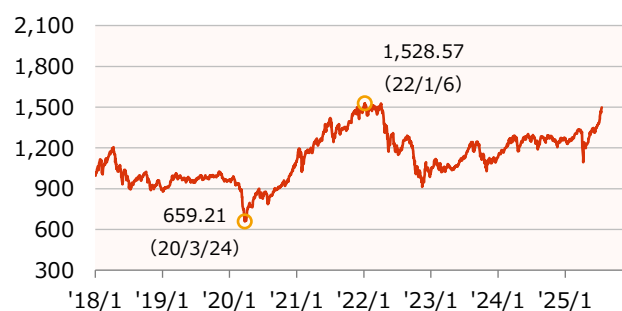
インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの直近値は2025年7月18日

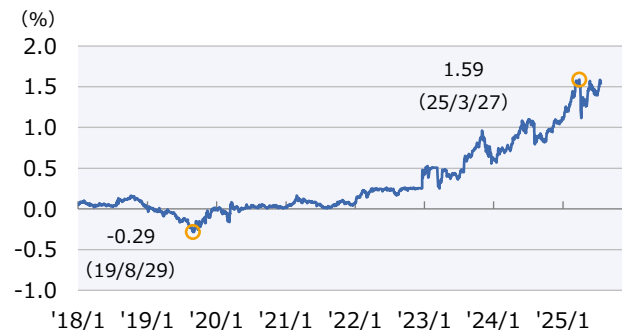
(出所) ブルームバーグ

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



■ ブラジル10年国債利回り



■ インド10年国債利回り



■ 中国10年国債利回り



※グラフの直近値は2025年7月18日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

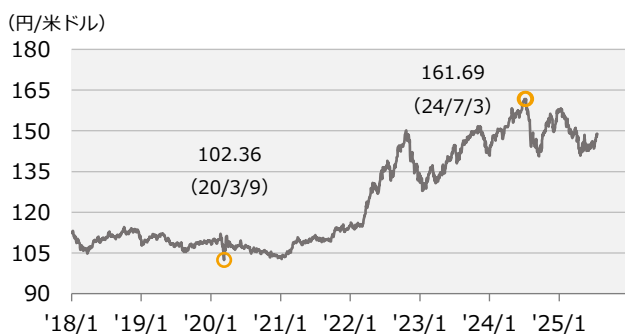
NAREIT指数（配当込み）



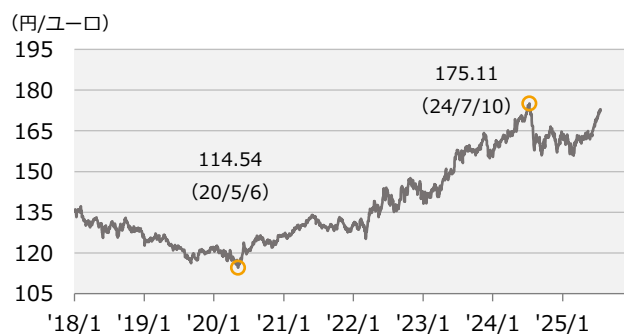
東証REIT指数（配当なし）



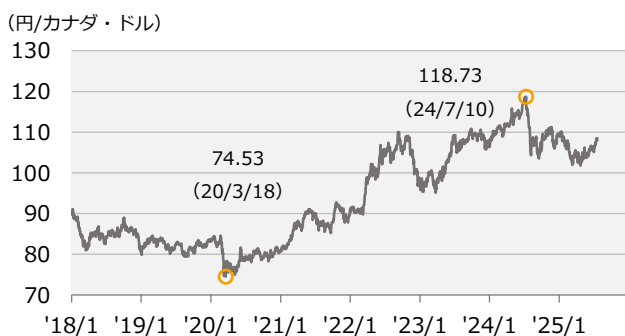
米ドル円



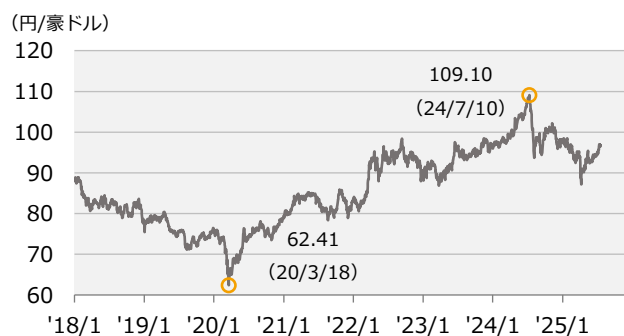
ユーロ円



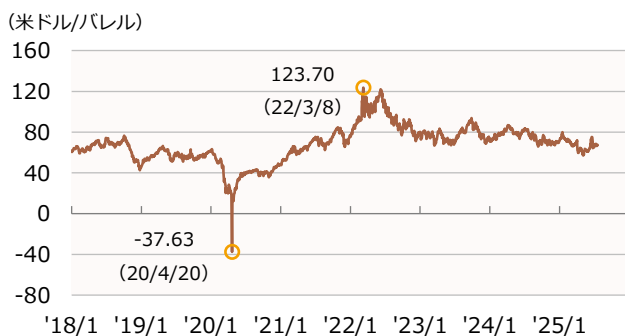
カナダ・ドル円



豪ドル円



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの直近値は2025年7月18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。
- 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、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、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、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、JPX：日本取引所グループ、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、SOFR：担保付翌日物調達金利、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7月18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7月24日)