

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 2026

今月のチャート

市場は利上げを織り込むけれど

将来のFFレートの予想パス

(%)

4.0

3.5

3.0

2.5

2.0

市場は利上げを織り込む

FRBは政策を据え置く意向

次期FRB議長次第では更なる利下げ

市場織り込み

FOMC参加者

代替シナリオ

'25/12

'26/12

'27/12

'28/12

※市場織り込みはSOFR先物、代替シナリオは当社シナリオ

※2025年12月22日時点

(出所) FRB、ブルームバーグ、大和アセット

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・金利	17
インド 経済・株式	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	20
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

エンジンの再点火を待つ

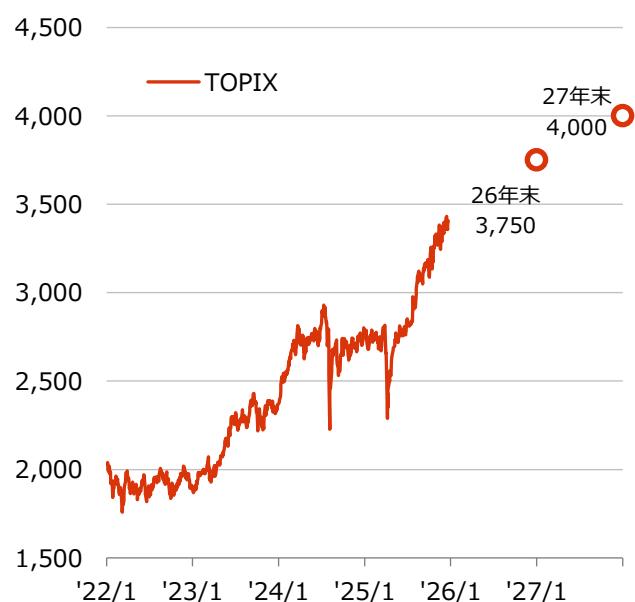
- IMFは2025年4月の世界経済見通しで、米国の関税政策の影響などを反映し、1月時点の予測を大幅に下方修正した。一方、世界株式市場は4月に暴落があったにもかかわらず、年間騰落率は+20.7%（12月22日時点）で、過去10年間で3番目の高い上昇率を記録した。
- ただし、過去2カ月は上昇が一服している。理由は「AI」と「金融緩和」という2大エンジンが停止しているためだ。過剰設備投資・巨額の資金調達への懸念から、市場では「AIバブル論」が意識されている。一方、「FOMO（乗り遅れることへの恐怖）」も根強い。AIビジネスの期待値が高いゆえに「バスから降りるリスク」は高く、エンジンの再点火を待ちたい。
- FRBは当面の政策を据え置く一方、長期的には中立金利に向けて利下げを継続する方針であることに対し、市場は2027年から利上げに転じるとの織り込みを行っている。その結果、長期金利は高止まりし、金融相場色が弱まっている。現状、市場はミスプライシングしていると考えており、その修正が起きたときがエンジン再点火のときだろう。

S&P500の推移と大和アセットの予想



※直近値は2025年12月22日。2026年末、2027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12月22日。2026年末、2027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・金融市场見通し

2025年の世界株式市場は好調

IMFは2025年4月の世界経済見通しで、米国の関税政策の影響などを反映し、1月時点の予測を大幅に下方修正した。一方、世界株式市場は4月に暴落があったにもかかわらず、年間騰落率は+20.7%（12月22日時点）で、過去10年間で3番目の高い上昇率を記録した。主な要因は3つある。第1に米国の関税政策の影響が当初想定ほど大きくなかったこと。特に「TACO（トランプ米大統領はいつも腰碎けになる）」と揶揄されたように、結果的に当初の強硬姿勢は穏健な対応に転じた。第2に当初の懸念が大きかったことなどから、各国で金融緩和が実施されたこと。第3にAIへの高い期待がAI・半導体関連銘柄を中心に株式市場全体を押し上げたことだ。

AIバブル論とFOMO

ただし、過去2カ月は上昇が一服している。理由は「AI」と「金融緩和」という2大エンジンが停止しているためだ。足元の市場でのAI関連のテーマは当初の成長力から信用力へとシフトし、その象徴が米オラクル社である。同社は巨額の資金調達への懸念からクレジットスプレッドが急拡大している。これらを背景に、市場では「AIバブル論」が意識される一方、「FOMO（乗り遅れることへの恐怖）」も根強い。2000年代前半のITバブル崩壊は、今となってはスピード調整的な動きだったとも見える。AIビジネスの期待値が高いゆえに「バスから降りるリスク」は高く、エンジンの再点火を待ちたい。

市場は2027年からの利上げを織り込む

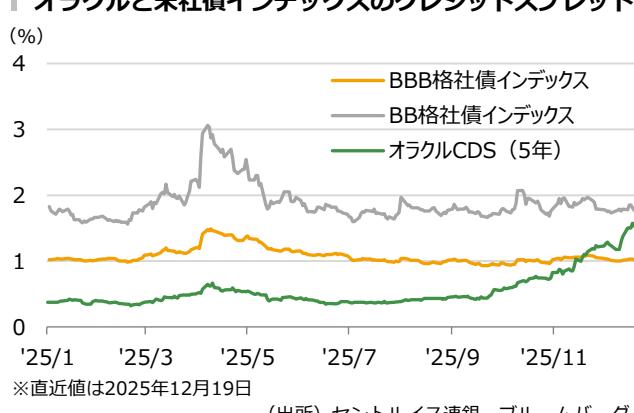
12月FOMCでは、当面の政策据え置きが示唆された一方、長期的には中立金利に向けて利下げを継続する方針が示された。中立金利到達後は同水準で政策を維持する見通しである。一方、市場は2027年から利上げに転じるとの織り込みを行っている。その結果、長期金利は高止まりし、金融相場色が弱まっている。もっとも、次期FRB議長には積極緩和派が選ばれる可能性が高く、代替シナリオでは政策金利が2.5%程度まで引き下げられる可能性もある。現状、市場はミスプライシングしていると考えており、その修正が起きたときがエンジン再点火のとき。

（執筆：調査部 山本徹）

世界株式の年間騰落率



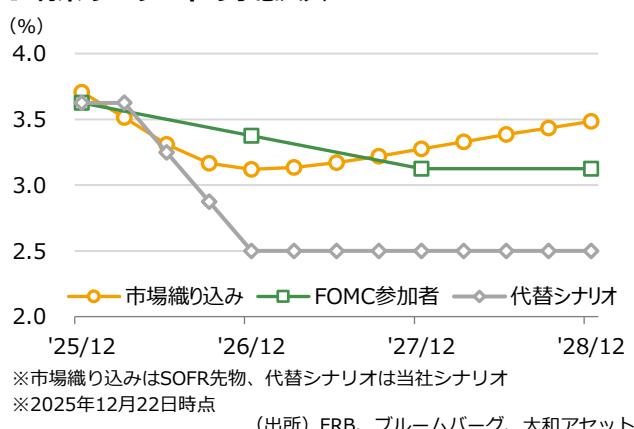
オラクルと米社債インデックスのクレジットスプレッド



ナスダック総合指数



将来のFFレートの予想パス



経済・主要資産の見通し（今後1年程度）

□ … 見通し変更前

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	弱気			利下げや財政政策が景気の下支えに、インフレは関税効果の一巡後に鈍化へ。
		中立	強気	一言コメント	
	日本				米関税政策や日中関係悪化の中でも、潜在成長率をやや上回る成長を維持。
	欧州				インフレの落ち着き、利下げ、堅調な雇用情勢等を背景に景気は当面底堅く推移。
	カナダ				USMCA見直しに向けた不確実性が採用や設備投資の抑制につながり、低成長継続へ。
	豪州				既往の利下げの効果などから景気回復期待が高まる。労働市場はひつ迫継続の見込み。
	ブラジル				拡張的な財政政策が消費を下支えするも、引き締め的な金融政策で低成長が続く公算。
	メキシコ				利下げの効果は期待されるが、USMCA見直しに向けた不確実性が経済活動を抑制。
	インド				所得税減税やGST減税などが奏功し、消費加速にけん引された高成長の継続を予想。
	中国				不動産不況の継続や消費刺激策の効果一巡を背景に内需は減速基調が継続する公算。
	ベトナム				米関税政策の影響は限定的、財政支出の拡大を背景に内需主導の高成長を期待。

※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	弱気			短期的な高値警戒感はあるが、AI関連株と追加利下げへの期待による上昇基調は継続。
		中立	強気	一言コメント	
	日本				高市政権への期待感、堅調な企業業績、好需給などから上昇トレンドの継続を想定する。
	欧州				米国株に対する成長力の相対的弱さは難点だが、株価に割高感がない点は安心材料。
	インド				景気や業績の改善期待が強まる中、印米通商交渉が進展すれば、上昇の勢いが強まろう。
	中国				景気減速懸念が重しだが、行き場のない個人マナーがテーマ型株に流入しやすいと見込む。
	ベトナム				利益確定の売りが当面出やすいが、堅調な経済動向や株式市場区分の格上げが下支え。

債券	米国	弱気			利下げは小休止、FRB議長人事や雇用・物価動向に注目もしばらくは横這い圏に。
		中立	強気	一言コメント	
	日本				経済・物価への影響を見極めつつ、段階的な利上げへ。長期金利は高止まりを想定。
	欧州				ECBの政策金利は据え置きが長期化。独の長期金利は早晚緩やかな低下基調へ。
	カナダ				将来的な利上げ転換を見据えつつ、当面は政策金利据え置き。長期金利はレンジ推移。
	豪州				景気回復とインフレ圧力上昇で2026年は利上げ転換へ。長期金利は4%台で推移。
	ブラジル				高い利息収入に加え、利下げ転換に向けて債券価格の上昇が期待できる局面。
	メキシコ				2026年前半にかけて緩やかな利下げ局面が継続。長期金利にも更なる低下余地あり。
	インド				インフレの低位推移、追加利下げの可能性などを受け、金利の低位推移継続を予想。
	中国				景気低迷が続くも、当局の景気対策が小粒に留まる中、長期金利のレンジ推移を予想。

リート	米国	弱気			キャッシュフロー成長の加速と資本コストの低下による付加価値の向上が評価されよう。
		中立	強気	一言コメント	
	日本				好調な不動産賃貸市況から増益継続を想定も、足元の上昇により適正なバリュエーション。

※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	弱気			景気減速懸念による米金利低下は米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。
		中立	強気	一言コメント	
	日本円				海外金利低下やリスクオフ、日銀利上げ観測は円高要因、財政悪化懸念は円安要因に。
	ユーロ				インフラ投資などの財政支出拡大はユーロ高要因だが、リスクオフはユーロ安要因に。
	カナダ・ドル				USMCA見直しの交渉が重しだが、将来的な利上げ転換を視野に米ドルで底堅く推移。
	豪ドル				2026年は米国との政策金利差が逆転し、先進国通貨内で堅調に推移する見込み。
	ブラジル・レアル				選挙懸念や需給要因によるレアル安が一巡し、利下げ転換への期待からレアル高に。
	メキシコ・ペソ				利下げ継続で金利面での魅力は低下するが、実需の資金フロー好転が下支え要因に。
	インド・ルピー				ファンダメンタルズは良好で、印米通商交渉の進展があれば、対米ドルで上昇に転じよう。
	中国人民元				貿易黒字拡大の限界や、レンジ上限近辺への到達による人民元の調整リスクに注意。
	ベトナム・ドン				高成長を背景にした輸入増や物価上昇から、中長期的には緩やかなドン安が見込まれる。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

■ 予想値引き上げ、() 内は前回値
■ 予想値引き下げ、() 内は前回値

経済・金利の予想値

	実質GDP (前年比、%)			
	実績値 2024年	予想値 2025年	2026年	2027年
米国	2.8	1.5	2.0 ← (1.6)	1.8
日本	▲0.2	0.6	0.8	0.8
ユーロ圏	0.9	1.4	1.4	1.4
カナダ	2.1	1.6 ← (1.3)	1.0	2.0
豪州	1.1	1.9 ← (1.6)	2.5	2.2
ブラジル	3.4	2.2	1.7	2.0
メキシコ	1.4	0.5	1.0	2.0
インド*1	6.5	7.0	7.3	7.3
中国	5.0	4.2	4.2	3.7
ベトナム	7.1	7.8 ← (7.0)	7.2	6.8



金融政策の見方

米国	<ul style="list-style-type: none"> 2026年は計0.50%ptの利下げを予想。3.00-3.25%で打ち止めへ。
日本	<ul style="list-style-type: none"> おおむね半年ごとに0.25%ptの利上げを予想。1.5%で打ち止めへ。 国債買入れ減額：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	<ul style="list-style-type: none"> 中銀預資金利は中立と目される2%に達し、景気、物価も安定していることから、政策金利は据え置きが長期化。 償還された保有債券を再投資せず。保有債券の売却もせず。

	政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2024年末	直近値 12月22日	予想値 2026年末	2027年末	実績値 2024年末	直近値 12月22日	予想値 2026年末	2027年末
米国*2	4.50	3.75	3.25	3.25	4.6	4.2	4.1	4.3
日本	0.25	0.75	1.25	1.50	1.1	2.1	2.0 ← (1.7)	2.0 ← (1.7)
ユーロ圏*3	3.00	2.00	2.00	2.00	2.4	2.9	2.4	2.2
カナダ	3.25	2.25	2.25	2.75 ← (2.25)	3.2	3.5	3.3 ← (2.8)	3.5 ← (3.2)
豪州	4.35	3.60	4.10 ← (3.60)	3.60	4.4	4.8	4.5 ← (4.3)	4.4
ブラジル	12.25	15.00	11.00	10.00	15.2	13.9	11.5	11.5
メキシコ	10.00	7.00	6.50	6.50	10.4	9.2	8.3	8.5
インド	6.50	5.25	5.00 ← (5.25)	5.00 ← (5.25)	6.8	6.7	6.3	6.5
中国	1.50	1.40	1.30	1.20	1.7	1.8	1.4	1.2
ベトナム	4.50	4.50	4.50 ← (4.25)	4.25	-	-	-	-

*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資金利、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

株価・リート・為替の予想値

■ 予想値引き上げ、() 内は前回値
 ■ 予想値引き下げ、() 内は前回値

		株価指数							
		実績値		直近値		予想値			
		2024年末	年間騰落率	12月22日	年初来騰落率	2026年末	年間騰落率	2027年末	年間騰落率
米国	S&P500	5,882	+23%	6,878	+17%	7,400	+8%	8,000	+8%
	NYダウ	42,544	+13%	48,363	+14%	50,000	+3%	54,000	+8%
日本	TOPIX	2,785	+18%	3,405	+22%	3,750	+10%	4,000	+7%
	日経平均株価	39,895	+19%	50,402	+26%	56,000	+11%	60,000	+7%
欧州	STOXX600	508	+6%	587	+16%	600	+2%	640	+7%
インド	NIFTY50	23,645	+9%	26,172	+11%	30,000 ← (31,000)	+15%	34,500 ← (35,350)	+15%
中国	MSCI中国	64.71	+16%	83.68	+29%	75	-10%	80	+7%
ベトナム	VN指数	1,267	+12%	1,751	+38%	1,940 ← (1,840)	+11%	2,200 ← (2,100)	+13%
		リート							
		実績値		直近値		予想値			
		2024年末	年間騰落率	12月22日	年初来騰落率	2026年末	年間騰落率	2027年末	年間騰落率
米国	NAREIT指数	24,843	+9%	25,523	+3%	32,000 ← (30,000)	+25%	35,300 ← (33,000)	+10%
日本	東証REIT指数	1,653	-9%	1,999	+21%	2,100 ← (2,000)	+5%	2,150 ← (2,100)	+2%
		為替 (対円)							
		実績値		直近値		予想値			
		2024年末	年間騰落率	12月22日	年初来騰落率	2026年末	年間騰落率	2027年末	年間騰落率
米ドル		157	+11%	157	-0%	146 ← (144)	-7%	142 ← (140)	-3%
ユーロ		163	+5%	185	+13%	168 ← (165)	-9%	162 ← (160)	-4%
カナダ・ドル		109	+3%	114	+4%	107 ← (104)	-6%	104	-3%
豪ドル		97	+1%	105	+7%	108 ← (104)	+3%	102 ← (101)	-6%
ブラジル・レアル		25.5	-12%	28.1	+10%	28.1 ← (27.2)	+0%	26.3 ← (25.0)	-6%
メキシコ・ペソ		7.5	-9%	8.7	+16%	8.1 ← (7.7)	-7%	7.7 ← (7.3)	-5%
インド・ルピー		1.83	+8%	1.75	-4%	1.72 ← (1.71)	-2%	1.67 ← (1.72)	-3%
中国 人民元		21.6	+9%	22.3	+3%	20.4 ← (19.3)	-9%	20.0 ← (19.0)	-2%
ベトナム・ドン*1		0.62	+6%	0.60	-3%	0.55	-9%	0.52 ← (0.51)	-5%

※2026年の年間騰落率は、直近値（2025年12月22日時点）から2026年末予想値の変化率

*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示



経済

景気悪化懸念は再び杞憂に

2025年も景気悪化懸念は杞憂だった。インフレ抑制に向けた金融引き締めに加え、①相互関税、②不法移民対策、などが新たな減速要因となり、一時は景気後退の可能性が高まった。しかし、関税率は当初の高率から低下し、コストは米国外でも吸収された。ただし、景気悪化は回避されたが、労働需要は弱まり、失業率は年初の4.0%から上昇している。

2026年もトレンド程度の成長へ

2026年実質GDPは潜在成長率の前年比+1.8%程度をやや上回る伸びが想定される。当社並びに市場の予想は同+2.0%、FRBの見通しは同+2.3%とさらに高い。年初は政府機関閉鎖の解除に伴う一時的な押し上げがある。また、FOMC内部で見解に相違があるが、金融政策は概ね正常化しつつある。住宅や自動車など金利敏感なセクター、また低所得層ではこれまでの景気下押し圧力の緩和が見込まれる。

財政政策は所得環境を下支えへ

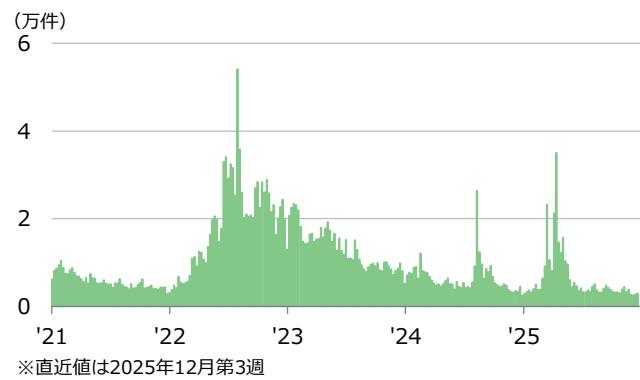
2025年7月に成立した大型減税・税制法案による景気押し上げ効果も期待される。個人向けでは、①児童税額控除の恒久化、②州・地方税控除の拡充、③新車ローン利子控除の導入、④チップや残業への時限的な課税廃止、が実施される。これらの措置は利下げとともに、金利負担や生活コストの重さで苦しむ低所得層の所得環境の改善に寄与すると見込まれる。低所得層の苦境はクレジットカードローンの延滞率上昇としてここ数年顕在化しているほか、サブプライム関連の企業破綻にも関連している。

インフレは再び鈍化方向へ

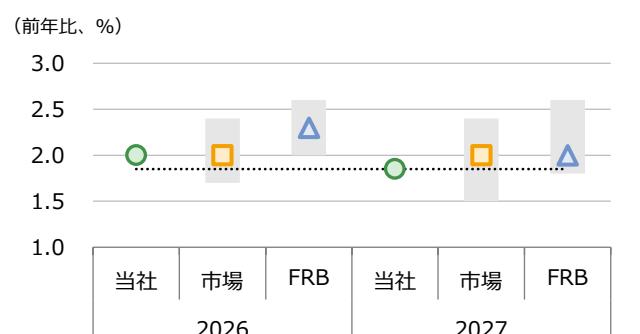
関税政策による財価格押し上げを主因に、インフレ率は前年同月比+3%程度で下げ渋っている。2%目標への進歩が乏しい中での利下げ再開は、将来的なインフレ懸念が燐る原因ともなっている。もっとも、新たな関税がなければ、関税効果は2026年4-6月期以降に剥落していく。また、サービス価格は、①離職率が2014年以来の低水準を記録していること、②求人に基づく募集資金が鈍化傾向にあること、を踏まえればインフレ抑制に寄与すると見込まれる。

(執筆：調査部 小池基生)

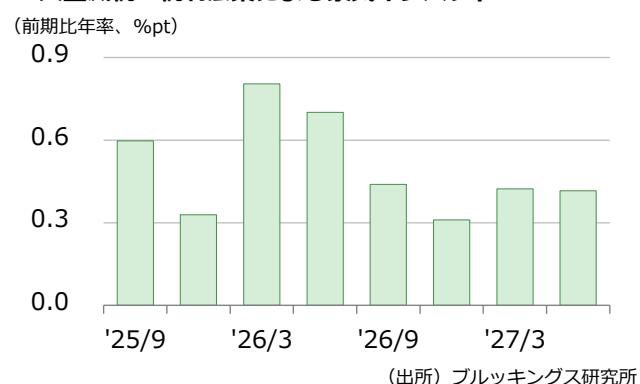
ニュースにおける「景気後退」の報道件数



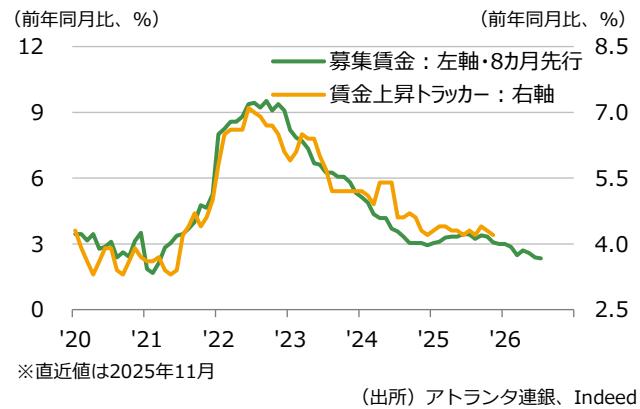
実質GDP見通し比較



大型減税・税制法案による景気インパクト



資金上昇トラッカーと募集資金





株式

S&P500は一時、史上最高値更新

S&P500はFRB高官のハト派発言等で利下げ期待が再び拡大したこと、11月20日を底に回復。12月10日終了のFOMC後の、パウエルFRB議長の記者会見がややハト派的に受け止められたこともあり、11日には史上最高値を更新した。しかしその後はオラクル決算を機に再び強まったAIインフラへの過剰投資懸念を受け、上値の重い場面もあった。

バリュー株の一角が相場をけん引

今回の相場回復局面でのけん引役は、従来からの相場の主役であるAI関連のハイテクグロース株ではなく、出遅れていた銀行株や輸送株等バリュー株の一角だった。これまでの上昇で高値警戒感が強まり、AIバブル論も台頭しているハイテクグロース株から、バリュー株への資金シフトが起こった模様である。

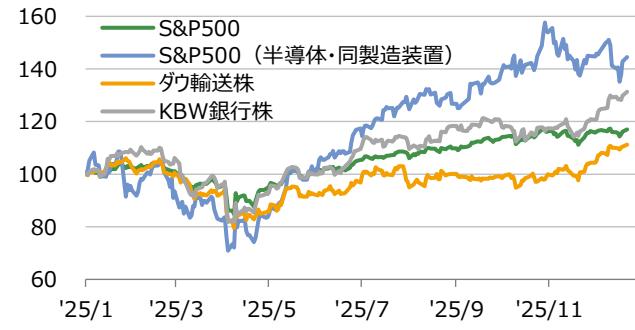
ハイテクグロース株への物色回帰を想定

もっともこうした物色変化は長期化しないと考えている。2013年以降、バリュー株とグロース株のパフォーマンスを比較すると、長期トレンドとしては後者が優位だった。一般的に金利上昇局面ではバリュー株が優位になると言われるが、（FRBが急ピッチな連続利上げを実施した時期と重なる）21年末から23年初までを除くと、バリュー株優位は3カ月を超えて続いている。特に23年初以降は金利が上昇・高止まりしているにもかかわらず、成長期待が高まった半導体関連株やマグニフィセント7を中心に、グロース株がバリュー株をアウトパフォームした。足元の相場はバリュー株優勢だが、こうした過去の趨勢や、FRBが緩やかながら利下げモードである点を鑑みると、バリュー株優位は比較的短期で終わる可能性が高い。足元、ハイテクグロース株かつAI関連株の中核である半導体関連株は株価が伸び悩む一方、四半期決算を終えたブロードコムやマイクロン・テクノロジーの予想利益の急伸により予想PERは24倍まで低下した。半導体関連株が今日の利益成長ステージに入った23年初以降の平均予想PER（27倍弱）を割り込んでおり、株価は再上昇をうかがう水準まで調整したと想定している。

（執筆：調査部 高橋卓也）

S&P500と主要株価指数

(2025年1月初=100)

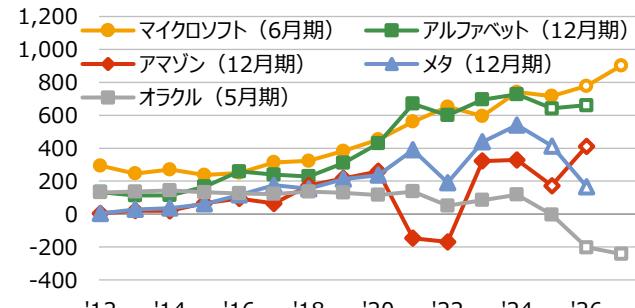


※直近値は2025年12月22日

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ビッグテック各社のフリーキャッシュフロー

(億米ドル)



※() 内は決算期。マーク白抜きの年はブルームバーグ予想（12月19日時点）

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500バリュー/グロース倍率と米10年国債利回り

(倍)

(%)



※直近は2025年12月22日

※S&P500バリュー/グロース倍率=S&Pバリュー指数÷同グロース指数の倍率
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500（半導体・同製造装置）の予想純利益と同PER

(倍)

(2017年1月初=100)



※予想（12カ月先ベース）はLSEG。直近値は2025年12月19日。

(出所) LSEGより大和アセット作成



金利

景気・物価動向、政治とのバランス

当社は2026年に計0.50%ptの追加利下げで打ち止めと想定。12月FOMCは次回の利下げ時期を未定としたが、FOMC参加者の見通しは利下げ余地を残す。タカ派のインフレ懸念が強く、当面はインフレ抑制の進捗確認が優先される。パウエル議長は5月で退任予定。新議長はトランプ政権と歩調を合わせ、利下げ志向が強い公算。FRBは経済だけでなく政治とのバランスも取りつつ、利下げ機会を窺うことになる。

利下げが予防的措置のため、利下げ開始後の10年金利は4%超で推移してきた。2026年も利下げ実施が近づく局面で低下圧力が働くことになる。他方、一連の利下げや財政政策が労働市場を始めとする景気モメンタムの持ち直しにつながれば、10年金利には上昇圧力が働く展開も考えられる。長期金利は景気・物価動向を睨みながら居所を探る展開となろう。なお、2026年は中間選挙が予定されているが、選挙前後は方向感が出にくい傾向もある。

(執筆：調査部 小池基生)

リート

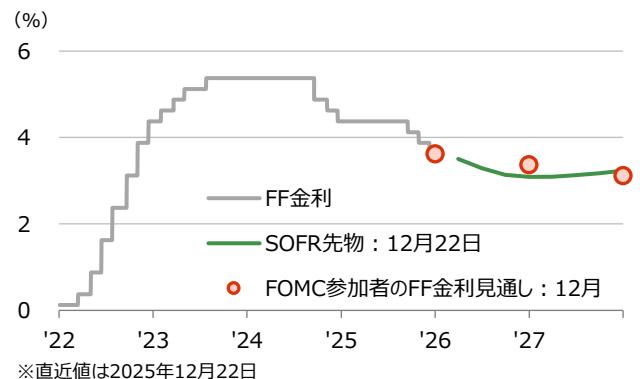
成長加速×バリュエーション拡大

キャッシュフロー成長の加速と、資本コスト低下を背景としたバリュエーション拡大の両面から強気の見通しへと変更した。

市場参加者の間では、移民抑制策の影響や労働市場悪化がリスク要因として意識される可能性はある。しかし、基本的には開発コストが上昇していることで物件供給が減少していくため、2026年以降はキャッシュフロー成長の加速を見込んでいる。バリュエーション面では、株式対比でのリートの割安さが際立っており、過去の類似局面ではその後にリートが大幅上昇した。長期金利は横ばい圏で推移しているものの、市場リスクプレミアムの低下と、リートの株式市況に対する感応度の低下が、資本コストの低下に寄与しているとみている。NAV比で割安なリートが散見されることから、合併や非上場化がバリュエーション拡大のきっかけとなることを期待している。

(執筆：調査部 中原佳祐)

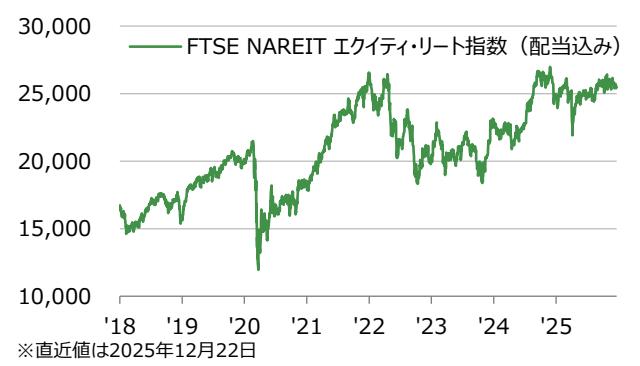
FF金利の実績と見通し



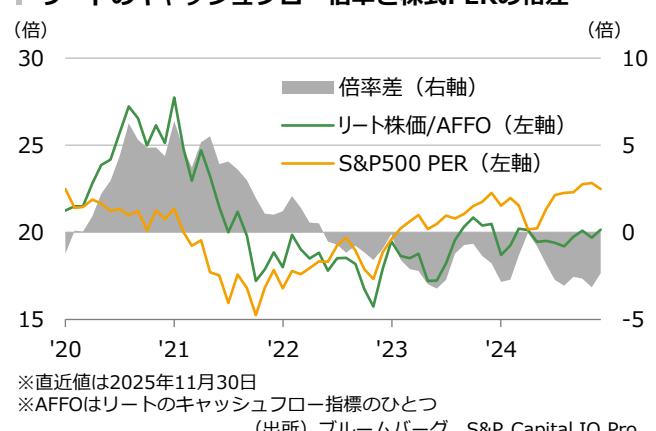
10年金利：中間選挙年の平均推移



FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



リートのキャッシュフロー倍率と株式PERの格差





経済

製造業改善続く、設備投資計画も堅調

12月調査日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが15と3四半期連続で改善し、非製造業は34と高水準を維持した。米関税政策による影響が懸念される自動車は小幅に低下したが、前回調査での見通しからは上方修正された。企業の設備投資計画も引き続き堅調であり、現時点では米関税政策による経済への下押し圧力は限定的であると言える。一方、先行きは自動車を中心に製造業で2025年度経常利益の大幅減が見込まれるほか、日中関係の悪化や大阪・関西万博終了の影響で、インバウンド消費の落ち込みが懸念される点には留意が必要である。

2025年度並みの賃上げモメンタム維持

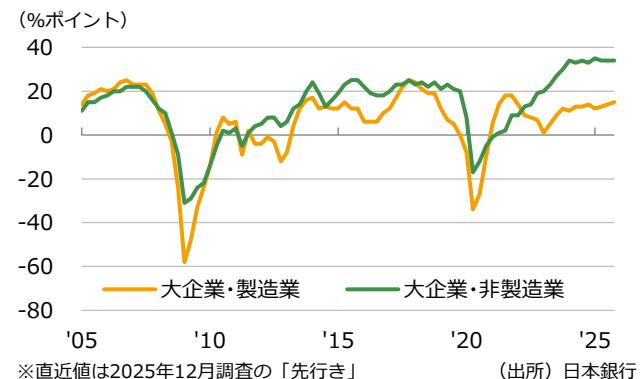
日銀短観の雇用人員判断DIでは、人口減少や少子高齢化を背景に、企業の人手不足が一段と深刻化していることが示された。特にサービス業を中心とする非製造業でその傾向が顕著である。2025年度の最低賃金引上げ額は全国加重平均で66円と過去最大を記録し、全都道府県で1,000円を超えた。こうした状況は、賃上げの裾野を広げる方向に作用する可能性が高いと考えられる。さらに、日銀が12月初めに公表した「2026年度賃上げスタンスの動向」では、米関税政策による企業収益への下押し圧力がある中でも、25年度並みの賃上げモメンタムが維持されていることが確認された。

市場の信認試す2026年度予算案

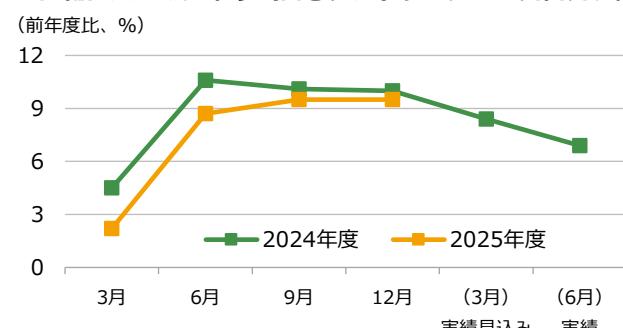
政府は2026年度の当初予算案の編成を進めている。一般会計の歳出総額は120兆円超と、過去最高だった2025年度予算を上回る見通しである。与党（自民・維新）は衆議院で辛うじて過半数を確保したもの、参議院ではなお過半数に届かない。予算案を確実に成立させるには、引き続き拡張財政を掲げる野党の協力が不可欠であり、歳出規模が拡大しやすい状況にある。歳入面では、2026年度与党税制改正大綱において、財源確保に先立ち多くの減税策が盛り込まれた。長期金利が2%に達し、利払費の増加懸念も高まる中、高市政権が掲げる「責任ある積極財政」の行方を見極める局面に入っている。

（執筆：調査部 弓庭さつき）

日銀短観（業況判断DI）



設備投資額の足取り（含むソフトウェア・研究開発、除く土地）



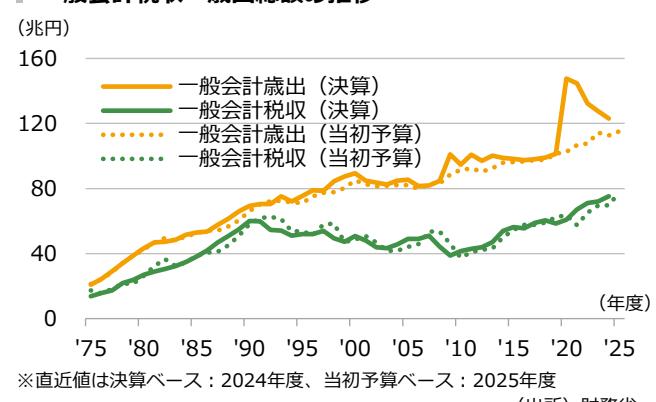
※全規模・全産業、横軸に初回調査（3月調査）から実績が確定する翌年6月調査までの6調査回を取り、毎年度の設備投資計画について、調査回毎の前年比の足取り（修正バターン）をグラフで示したもの。

(出所) 日本銀行

日銀短観（雇用人員判断DI）



一般会計税収・歳出総額の推移





株式

日経平均は横ばい、TOPIXは高値更新

10月までの急騰の反動に加え、AI関連への懐疑的な見方が台頭していることから、日経平均は上昇モメンタムを失い、5万円を挟んでの横ばい推移が続いている。一方で、より市場全体の値動きを反映するTOPIXは堅調な株価パフォーマンスとなっており、高値更新が続いている。マクロ・ミクロ・需給の構造変化を背景に、当社は引き続き日本株が中長期的な上昇相場のさなかにあると考えている。

収益モメンタムは良好

日本企業の収益モメンタムは好調だ。懸念された関税影響だったが、4-6月期および7-9月期業績はいずれもアナリスト予想を上回るポジティブサプライズとなり、業績の下振れリスクは後退し、来期業績への期待が高まっている。実際に業績予想は上方修正が優勢で、TOPIXの2026年度予想EPSは引き上げられている。見通しも良好で、2026年度は大幅増益が見込まれている。

バリュエーション・レンジの上方シフト

TOPIXのPERは過去レンジを上抜けた水準にあるが、当社は割高とは考えていない。前述した構造変化の進展を踏まえると、レンジが上方にシフトしている可能性が高いと見ている。当社は2026年末のTOPIX予想PERを16倍程度と見込んでいるが、構造変化が加速した場合には、PERが一段と上方シフトする可能性があると考えており、当社想定以上に日本株が上昇する展開もあり得る。

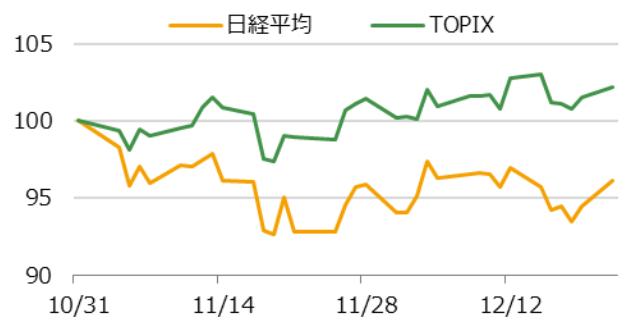
海外投資家の資金流入が加速するか

2025年4月以降、海外投資家による日本株への資金流入は増加傾向にある。日本株のROE上昇を好感して再評価がさらに進むと見込まれることに加え、当社が予想するように為替市場で円高が穏やかに進行すれば、米ドル建てリターンが向上し、グローバル投資家の目を引くだろう。日本株をアンダーウエイトしている投資家の「持たざるリスク」が高まる可能性もある。当社は、海外投資家の日本株ポジションはまだ軽く、流入余地は大きいと考えている。

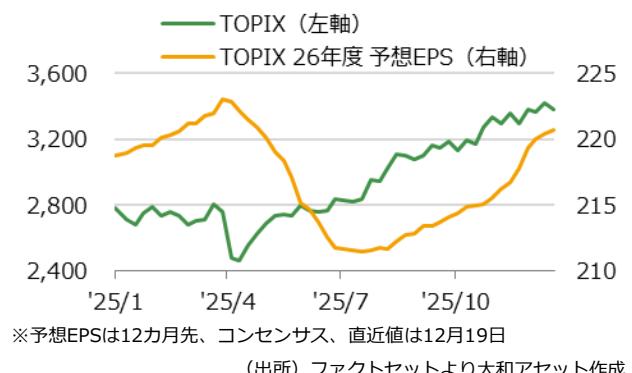
(執筆：調査部 建部和礼)

11月以降の日経平均とTOPIXの株価推移

(2025年10月31日を100として指数化)

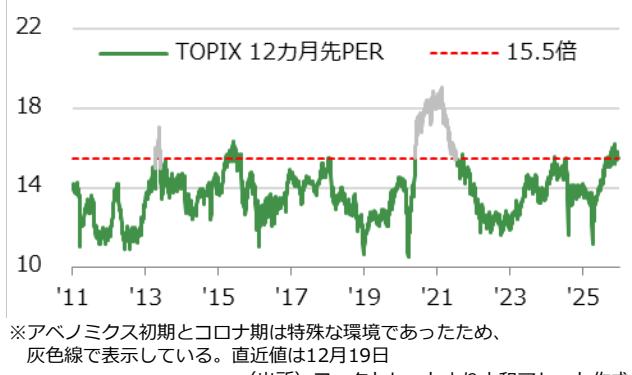


TOPIXの予想EPSは上方修正が続く



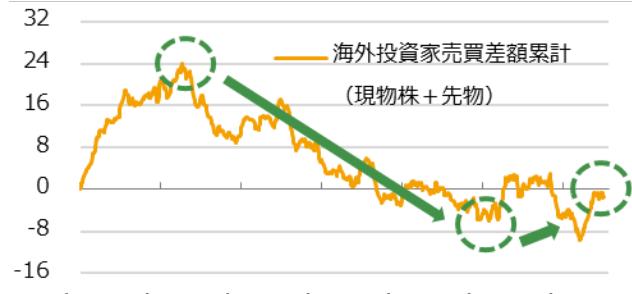
TOPIXのPERレンジが上方シフトの可能性

(倍)



海外投資家の日本株ポジションは軽い

(兆円)





金利

利上げ継続の構え「中立金利に距離」

日銀は12月金融政策決定会合で、市場予想通り、政策金利を0.75%へ引き上げることを決定した。声明文には、今回の決定の背景として、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持される可能性が高いことなどが記された。記者会見で植田総裁は「実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持される」との見解を示したほか、「中立金利の下限にはまだ少し距離がある」と述べ、利上げ路線の継続を示唆した。こうした日銀のスタンスを踏まえ、当社では今後おおむね半年ごとに利上げが実施され、最終的に1.5%で打ち止めになると見込む。市場の利上げの最終到達点見通しの上昇を踏まえ、長期金利見通しを上方修正した。2026年度当初予算案を巡り財政悪化懸念がくすぶる中、債券需給が再び悪化するリスクもあるが、2年先政策金利期待との関係を考慮すると、当面は長期金利が2%近傍で高止まりする展開が続くと想定。

(執筆：調査部 弓庭さつき)

リート

指数見通しを上方修正

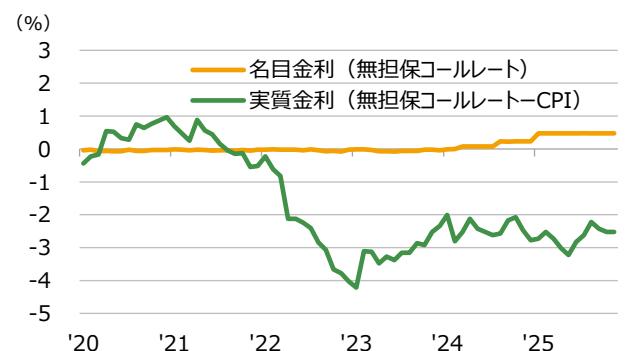
12月に入り、長期金利の上昇や公募増資による需給悪化懸念から東証REIT指数は1,950近辺まで調整したもの、中旬以降上昇に転じ、2,000付近まで回復した。

今回東証REIT指数の予想値を見直し、2026年末2,100（従来2,000）、2027年末2,150（同2,100）とした。足元の金利上昇による借入コストの増加というマイナス面はあるものの、想定以上に好調な賃貸市況を背景に利益成長の前提を引き上げた。加えて、今後の持続的な利益成長への期待からJ-REIT市場に求められるリスクプレミアムが低下したと判断し、見通しを上方修正した。

2026年の注目点は公募増資。公募増資による需給悪化懸念がある一方で、公募増資による1株当たり配当の成長がJ-REIT市場の成長ドライバーとなり得るため、市場がどちらをより重要視するかに注目している。

(執筆：グローバル資産運用部 新井一彦)

政策金利



※CPIは除く生鮮食品の前年同月比（消費税調整済み）、無担保コールレートは月末値、直近値は2025年11月
(出所) 総務省、ブルームバーグ

10年国債利回りと2年先1カ月物金利



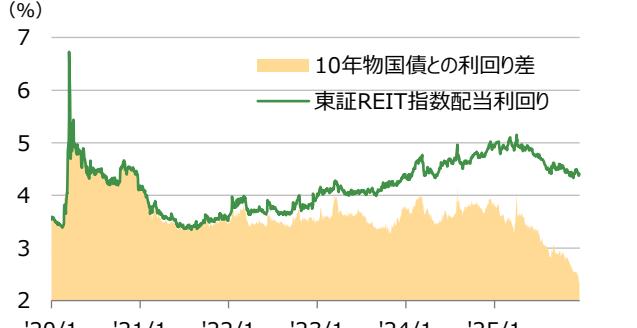
※2年先1カ月物金利は2年先政策金利期待に相当
※直近値は2025年12月22日
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移



※直近値は2025年12月22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12月22日
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ユーロ圏の景気は安定

ユーロ圏の景気の安定感が増している。2025年の実質GDPは7-9月期までを平均すると年率換算で1.3%増と潜在成長率並みで推移している。米国の関税政策は景気変動を一時的に拡大したに過ぎず、通商政策に係る不確実性は既に大きく低下した。インフレの落ち着き、利下げ、堅調な雇用情勢等を背景に景気は当面底堅く推移しよう。2026年には国防費とインフラ投資の増額も見込まれる。

PMIは緩やかな上昇基調

ユーロ圏のPMIは総合で2025年は緩やかな上昇基調を辿った。製造業の上昇が顕著で、拡大・収縮の分岐点となる50を一旦回復した。サービス業は年終盤に水準を上げた。国別ではイタリア、スペインが好調な一方、ドイツの製造業やフランスは停滞気味。しかし、今後ドイツは政府支出の増大が製造業の改善に寄与しよう。銀行の仲介機能も正常化しており、ユーロ圏の景気下振れリスクは小さい。

コアのインフレ率も早晚2%に収れんへ

ユーロ圏の消費者物価指数は総合で2025年3月以降前年同月比+1.9%～+2.2%で推移している。コアも過去7カ月は+2.3%か+2.4%で定着。賃金交渉の結果から、サービス価格の大半を占める賃金の伸びは改めて鈍化する公算が大きく、やがてサービス価格の伸びが鈍化し、コアのインフレ率も2%に収れんしよう。エネルギー価格の下落やユーロ高で、インフレの上振れリスクは大きく後退している。

英国のインフレ率は鈍化基調が明確に

英国の11月消費者物価指数は総合で前年同月比+3.2%と、再び鈍化基調が明確になってきた。賃金の伸びは早々に鈍化しており、それが物価に反映されつつある。公共料金や食品価格等の一過性の要因でインフレ率は7-9月期がピークとのBOEの想定に沿った推移である。また、直近10月の失業率は5.1%と、コロナ渦中の2021年1月以来の高水準に達しており、雇用情勢の悪化が懸念される。インフレ率は中期的に2%へ回帰する軌道にあると考える。

(執筆：調査部 松田寿隆)

ユーロ圏の実質GDP

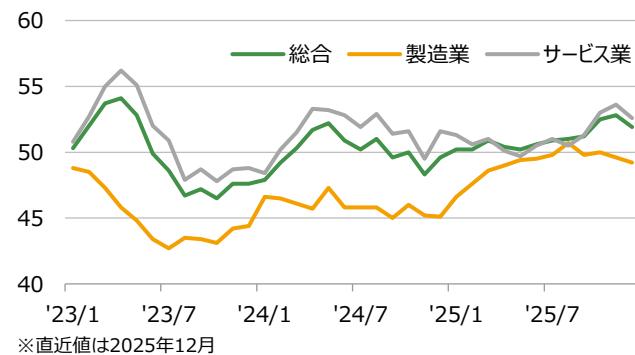


※水準は2019年10-12月期=100

※直近値は2025年7-9月期

(出所) 欧州統計局

ユーロ圏のPMI

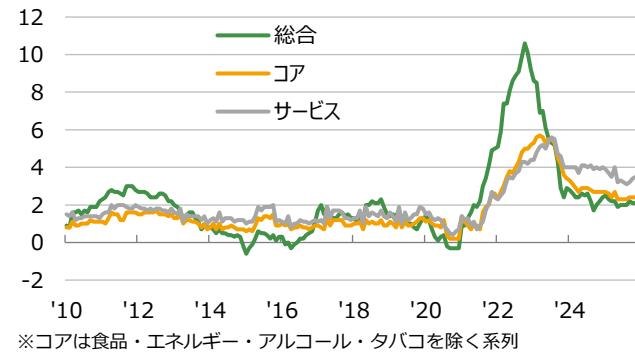


※直近値は2025年12月

(出所) S&P Global

ユーロ圏の消費者物価指数

(前年同月比、%)



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

※直近値は2025年11月

(出所) 欧州統計局

英国の消費者物価指数と雇用関連指標

(%)



※消費者物価指数と週平均賃金は前年同月比

※失業率と週平均賃金は3カ月移動平均

※直近値は消費者物価指数が2025年11月、失業率と週平均賃金が同10月

(出所) 英国統計局

Daiwa Asset Management



株式

STOXX欧州600は最高値更新

STOXX欧州600は11月下旬以降、堅調に推移した。FRBの利下げ期待の他、ウクライナ戦争停戦への期待が株高を後押し。12月18日のECBによる経済見通し引き上げや、（事前予想通りながら）BOEの利下げもリスクオンに働いた。19日には最高値を更新。セクター別では基礎資源、銀行、小売といった景気敏感株の上昇が目を引いた。

緩やかな上昇基調の継続を期待

過去1ヶ月のSTOXX欧州600は、FRBの利下げ期待という米国からの追い風に加え、地政学リスクの後退や欧州景気の先行き改善への期待といった独自要因による市場心理改善が株高に寄与した。企業業績面での力強い株高材料には乏しいが、内外環境の落ち着きや、米国株と異なりPER面での割高感がない点が相場の下支え材料である。緩やかな株価上昇の継続が期待されよう。

(執筆：調査部 高橋卓也)

金利

ECBの政策金利は据え置きが長期化

ECBは12月に4会合連続で政策金利を据え置いた。インフレ率は2026、2027年に2%をやや下回るも、2028年には2%に回帰との見通しで、金融政策はデータに基づき会合ごとに決定との方針。景気、物価は安定し、中銀預資金利も中立と目される2%に位置しており、政策金利は据え置きが長期化しよう。実質金利主導でのドイツの長期金利の最近の上昇は過大と思われる。早晚緩やかな低下基調へ転じよう。

BOEは後1回利下げ、長期金利は低下へ

BOEは12月に3会合振りに利下げを実施した。票決は僅差だったが、据え置きを支持する根拠のうち、高インフレの長期化で賃金や物価の決定行動が構造的に変化している可能性は早晚否定されよう。インフレ率は中期的に2%へ回帰する軌道にあり、BOEは2026年前半に政策金利を3.5%に引き下げる見込み。それに連れて長期金利は緩やかに低下しよう。

(執筆：調査部 松田寿隆)

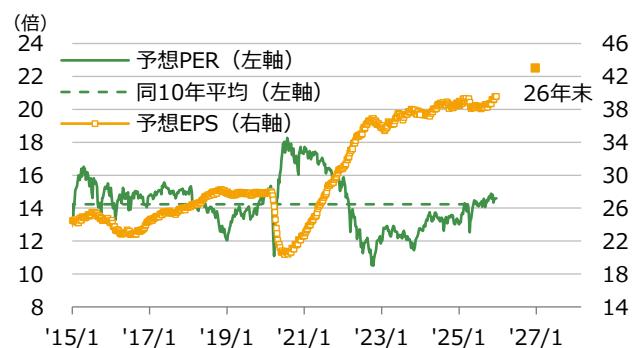
STOXX欧州600とセクター別指数

(2025年初=100)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

STOXX欧州600の12ヶ月先予想EPSと同PER



(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

通商交渉に関する不透明感が景気を抑制

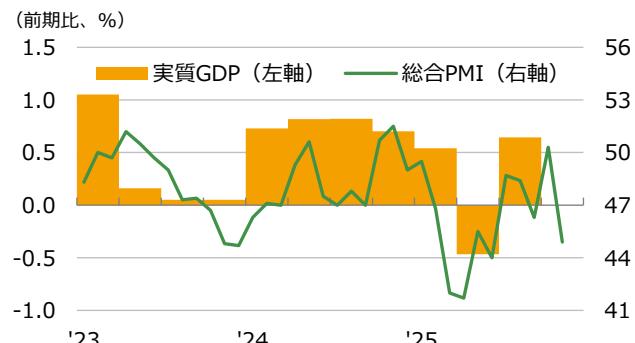
7-9月期の実質GDPは前期比+0.6%と堅調な結果になったが、関税の影響で変動が激しくなっている外需のプラス寄与が大きく、民間最終需要は同▲0.0%にとどまった。また、通商交渉に関する不透明感などが重しとなり、総合PMIは再び50を顕著に下回っている。更にカーニー首相は、米国による鉄鋼・アルミニウムなどの分野別関税はUSMCA見直しに組み込まれる見込みで、短期的に関税が引き下げられる可能性は低いと述べており、2026年7月のUSMCA見直しまで不透明感は晴れそうにない。

本格的な景気回復は2026年後半以降に

雇用者数は直近3カ月連続で市場予想を大きく上回り、失業率は8月の7.1%から11月には6.5%まで低下したが、PMIなどの先行指標に鑑みれば先行きは楽観視できない。USMCA見直しを経て、2026年後半以降の本格的な景気回復と失業率低下を見込む。

(執筆：調査部 岩手幸久)

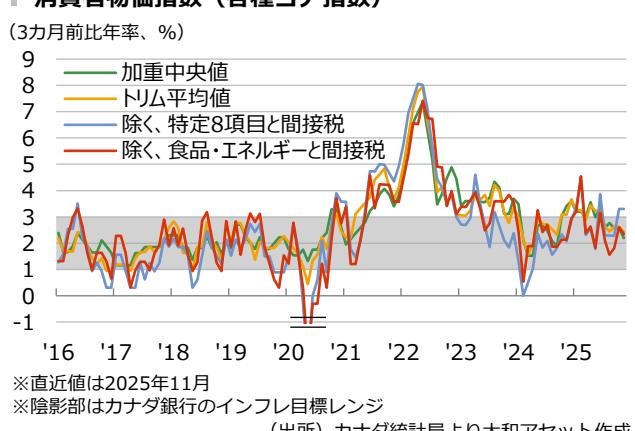
実質GDPとPMI



雇用者数と失業率



消費者物価指数（各種コア指標）



政策金利と10年国債利回り



金利

2027年の利上げ転換を予想

カナダ銀行は12月の金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決定。マクレム総裁は、労働市場の先行きに慎重な見方を維持したほか、投資中心の財政政策は需給双方の拡大に寄与するためインフレ見通しへの影響は中立だと示唆した。足元のインフレ率も落ち着いており利上げを急ぐ必要はない。他方、GDPの過去分が上方改定されたことで、2026年後半からの景気回復による需給ギャップの解消時期は従来の想定より早まるため、当社は利上げ転換の予想を2028年から2027年に前倒しし、2027年末の政策金利予想を2.25%から2.75%に引き上げた。

長期金利は3%台前半での推移を見込む

市場でも次の一手は利上げがコンセンサスとなっており、長期金利の3%割れは遠のいたとみられる。当面の長期金利は3%台前半での推移を見込み、2026年末と2027年末の予想値を上方修正した。

(執筆：調査部 岩手幸久)



経済

内需は広範囲に回復が進む

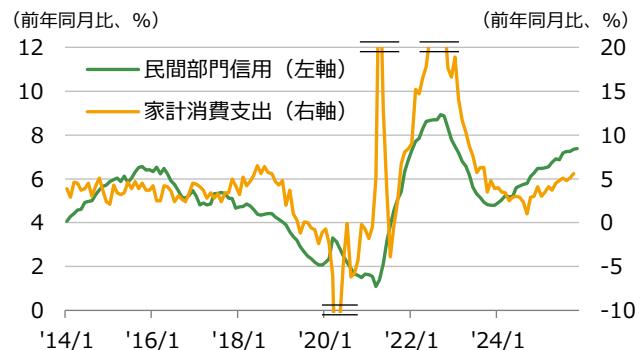
RBAの利下げなどを背景に民間部門の信用創造は堅調に増加し、住宅価格や個人消費の伸びが加速している。設備投資も回復しており、今後は更に米国とのアラース協定に伴う官民の投資拡大も期待される。他方、企業の人手不足が続いているほか、失業率の先行指標の1つとされる設備稼働率は反転上昇しており、労働市場のひっ迫継続が示唆される。

むしろ過度な景気過熱を抑制する必要に

労働市場のひっ迫が続く中で景気回復が鮮明になっており、インフレ圧力の広がりがうかがえる。市場は2026年の利下げ予想から一転、利上げを織り込んだが、足元の経済状況と今後の見通しに照らせば違和感はない。利上げ観測の高まりなどを背景にウエストパック消費者信頼感指数は11月の103.8から12月に94.5へ低下したものの、過度な景気過熱を抑制するための利上げはやむを得ないだろう。

(執筆：調査部 岩手幸久)

信用創造と個人消費の伸び



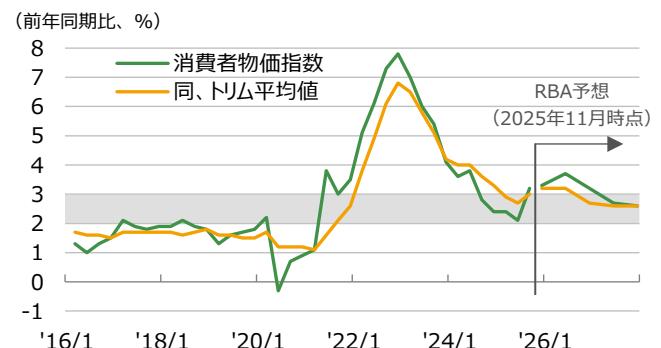
※直近値は民間部門信用が2025年11月、家計消費支出が2025年10月
(出所) RBA、豪州統計局

設備稼働率と失業率



※直近値は2025年11月
(出所) ナショナルオーストラリア銀行、豪州統計局

消費者物価指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ
※直近値は2025年7-9月期、予想は2025年10-12月期～2027年10-12月期
(出所) 豪州統計局、RBA

政策金利と10年国債利回り



※プロットは2026年末と2027年末の当社予想
※直近値は2025年12月22日
(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

ブラジルは低成長局面が継続

ブラジルでは、引き続き高金利政策が成長を抑制すると見込む。インフレ鈍化に加えて2026年1月から実施される所得税の非課税枠拡大による購買力の高まりが想定されるものの、個人消費を下支えする程度にとどまるだろう。信用創造は更なる伸び鈍化が見込まれ、2026年の実質GDPは前年比+2%を下回ると予想する。10月の大統領選挙に向けた追加の財政政策や不透明感が見通しの乱要因である。

メキシコは引き続き景気が低迷

メキシコの11月製造業PMIは47.3と50を顕著に下回り、景気低迷を示唆。米国からの追加関税は回避できた一方、議会は2026年1月から中国など貿易協定を結んでいないアジア諸国からの輸入品に最大50%の追加関税を課す法案を可決した。また、USMCA見直しに向けた不透明感が残る中で民間投資は抑制されやすく、当面は低成長が続くと見込む。

(執筆：調査部 岩手幸久)

ブラジルの民間信用残高と経済活動指数



メキシコの実質GDPと製造業PMI



金利

ブラジルは2026年3月の利下げを予想

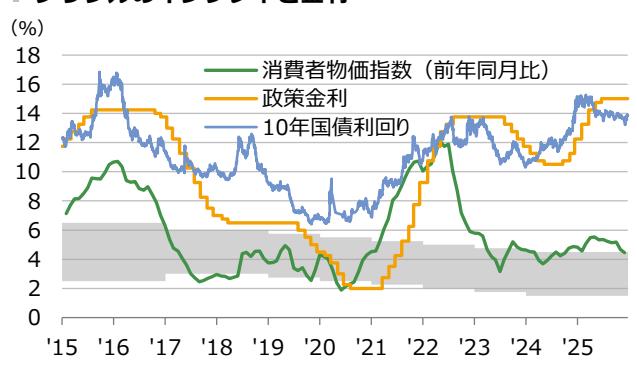
ブラジル中銀は12月の金融政策決定会合で政策金利を15%に据え置いたが、インフレ率の実績と見通しが低下する中で、今後の政策変更に柔軟な姿勢を示した。消費者物価指数（前年同月比）は11月に+4.46%と目標レンジ上限の4.5%を下回った。ベース効果で1月に加速した後、2月に4%を下回ったところで、直後の3月会合で利下げに踏み切ると予想。ブラジル国債は高い利息収入と価格上昇が期待できる局面にあり、見通しは「強気」を維持する。

メキシコは利下げ余地を探る局面に

メキシコ銀行は12月の金融政策決定会合で政策金利を7.25%から7.00%へ引き下げる決定。コアのインフレ率は目標レンジを上回って推移しているほか、最低賃金の大幅引き上げや対アジア関税引き上げによるインフレ圧力の持続が見込まれるため、今後はより慎重に利下げを進めることになろう。

(執筆：調査部 岩手幸久)

ブラジルのインフレ率と金利



メキシコのインフレ率と金利





経済

財政刺激、金融緩和の総動員で高成長継続

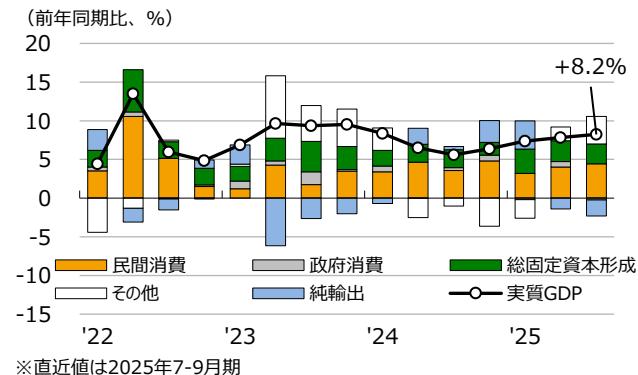
7-9月期実質GDPは前年同期比+8.2%と4-6月期（同+7.8%）から加速。需要項目別の伸び率を見ると、民間消費が同+7.9%、総固定資本形成が同+7.3%と内需が高成長をけん引する構図。12月5日には中銀が政策金利を0.25%pt引き下げたほか、流動性供給を強化し利下げによる景気浮揚効果を高めることも発表。財政刺激や金融緩和などを総動員した景気対策による、高成長の継続を見込む。

GST減税と可処分所得増で、消費加速

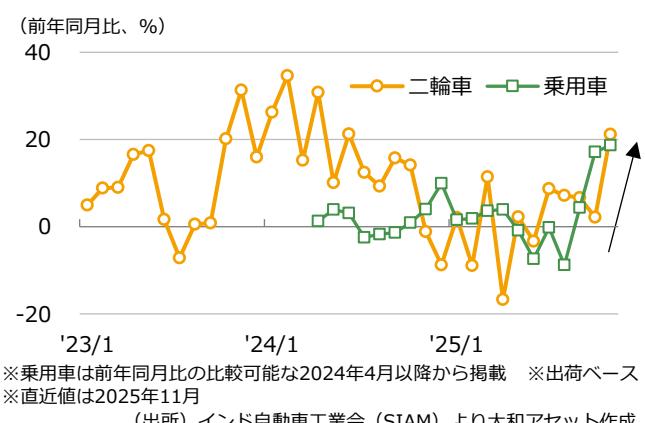
祝祭ディワリや結婚シーズンと、GST（物品・サービス税）減税が相乗効果を生み、耐久財を中心に消費が加速。乗用車や二輪車は減税による値下げが顕著で、足元では販売が好調である。今後は、25年4月の所得税減税や都市部の雇用環境の改善、農村部の順調な作付けなどにより、可処分所得の増加が期待され、民間消費の活況が続くと見込む。

（執筆：調査部 金春愛）

実質GDP成長率、需要項目別寄与度の推移



二輪車・乗用車の販売台数の伸び率

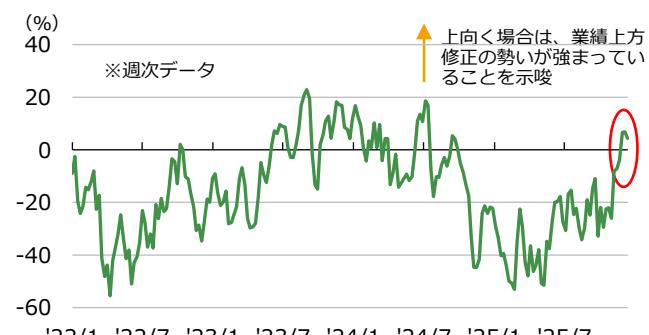


インド株のEPS（1株当たり純利益）の実績および予想

（ポイント）



リビジョン指数からみる企業業績見通しの動向



株式

業績回復が株上昇トレンドの再開を後押し

2025年のインド株は12月22日時点で約+10%の上昇に留まり、過去最高値の目前で足踏み状態。印米通商合意の遅延がセンチメントに悪影響を及ぼしているほか、名目GDPの伸び率の減速に伴い、企業業績の拡大ペースが鈍化したことが背景にある。しかし、2026年以降は中銀や政府による景気対策もあり、企業業績が顕著に加速し、EPS成長率は再び+10%台半ばへ加速すると見込まれる。割高感が薄れたこともあり、2026年には業績改善が中長期的な株価上昇トレンドの再開を後押しすると見込む。

業績改善の兆しが一段と強まっている

業績の上方／下方修正の勢いを示す指標であるリビジョン指数は約1年半ぶりの水準まで上昇し、企業業績の見直しが進んでいる。2025年に発表された財政刺激策や金融緩和の総動員が奏功し、本格的な業績改善が株価上昇を後押しすると見込む。

（執筆：調査部 金春愛）



経済

26年は前年の財政・金融政策方針を維持

12月中旬に開催された中央経済工作会议では、2026年の経済政策方針を定めた。財政・金融政策の方針を前年から据え置いたほか、重点課題には前年同様に内需の拡大を挙げた。前年との相違点では、「内巻式」競争への対策強化を示唆する需給不均衡との認識や地方政府の債務リスクへの危機意識が示されたことは好印象だが、不動産不況対策のトーンを弱めたことは期待外れ。なお、具体策の発表は26年3月の全人代へ持ち越される。

経済指標は景気対策の必要性を示唆

歯止めのかからない不動産不況が引き続き消費・投資の重しとなったほか、消費刺激策の効果が一巡したことでの11月小売売上高の前年比は約3年ぶりの低水準を記録。軟調な経済指標は景気対策の必要性を強く示唆する。不動産不況や消費の低迷を背景に、財政政策による需要の刺激が求められる状況にある。

(執筆：調査部 横道弘吉)

株式

更なる株価上昇には企業業績の改善が必要

足元では、中国の景気減速懸念が再浮上し、政府の景気低迷容認の観測も根強い中、これまで上昇幅が大きかったテックやヘルスケア産業を中心に利益確定の売りが出てる模様。ただ、テック企業のIPOの活況からは、AI投資や新質生産力（先端製造業）、ロボット産業などは引き続き消去法で選好されやすく、当面テック企業の下値は限定的と見込む。一方、一段の株価上昇には企業業績の改善が必要と考えており、当面はレンジ推移が続くと見込む。

企業業績の本格改善は、なお不透明

その企業業績に関して、目立った改善はみられず。約4年にわたる株価低迷を経て、2025年の中国株は顕著に上昇。AI投資ブームの波及に伴い、予想PERが+1σ程度まで切り上がったことが株価上昇に寄与。一方、予想EPSからみる企業業績の本格的な改善は見られず、更なる株価上昇余地は限定的と見込む。

(執筆：調査部 金春愛)

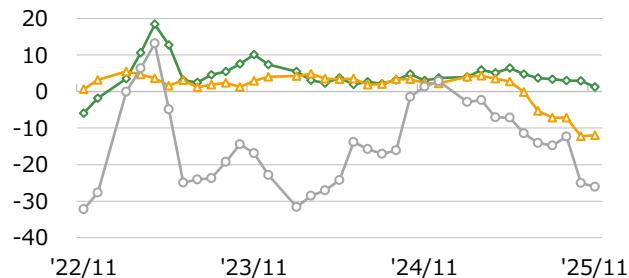
25年中央経済工作会议の注目点

声明文	解釈
現状認識：「供給過剰と需要不足の矛盾が顕著」	「内巻式」競争（企業間の不合理な過当競争）への対策強化が示唆される。
財政政策：「より積極的な財政政策」	前年の方針から据え置き。26年財政赤字は25年並みと解され、大規模な景気対策を示唆せず。
金融政策：「適度に緩和的な金融政策」	前年の方針から据え置き。もともと、既に金融緩和の余地は限定的。
重点分野①：「内需主導の堅持」	前年同様に内需の拡大を挙げる。消費刺激策の対象分野の拡充など具体策の発表が待たれる。
重点分野⑧：「不動産市場の安定」、地方政府の債務リスク解消	不動産不況対策のトーンを弱めるも、不動産不況を背景に高まる地方政府の債務リスクに言及。

(出所) 新華社より大和アセット作成

内需関連の経済指標

(前年同月比、%)



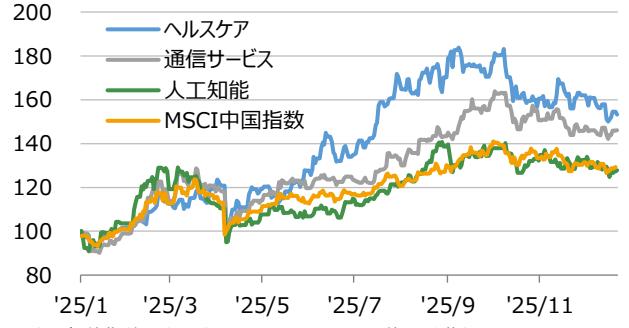
※1月は非開示で、2月は1-2月期の前年同期比

※直近値は2025年11月

(出所) 中国国家統計局より大和アセット作成

各種株価指数の推移

(2025年1月初=100)

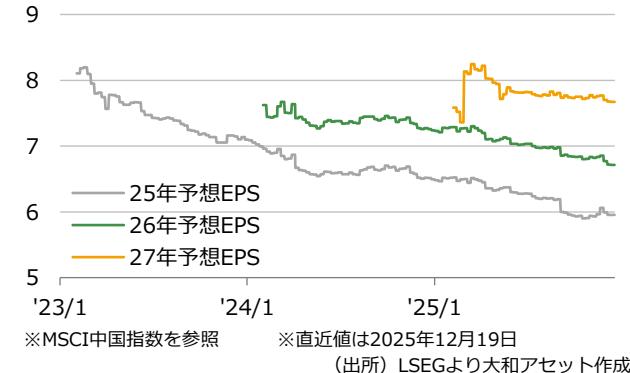


※人工知能指数は中国人民元ベースで、その他は香港ドルベース

※直近値は2025年12月22日

(出所) ブルームバーグ、WINDより大和アセット作成

中国企業の予想EPS（一株当たり純利益）



※MSCI中国指数を参照

※直近値は2025年12月19日

(出所) LSEGより大和アセット作成



経済・金融市場

2026年も新興国株優位の見通し

25年の新興国株価指数は、米利下げや世界的な米ドル安等、新興国株式市場にとっての適温相場環境を背景に、米S&P500対比でアウトパフォームが継続。26年前半も適温相場の継続により、新興国株への注目度は高いと見込む。韓国や台湾等の半導体関連企業には上昇余地が考えられる一方、米テック株の下落局面では投資のヘッジ（分散投資）としての役割も期待され、資金流入が続きやすそうだ。

泰・比では景気下振れを背景に追加利下げ

タイとフィリピンの中銀は、12月会合で景気の下振れを背景に追加利下げを実施したが、今後の利下げ余地が限定的であるとの見方を示した。一方で、インドネシア中銀は、通貨の安定を重視し政策金利を据え置くも、改めて利下げの再開を示唆。もっとも、3カ国の政策金利は既に中立的な水準に近く、26年の追加利下げは1回程度に留まる可能性が高い。

（執筆：調査部 金春愛、横道弘吉）

今月の新興国コラム

新興国株の高パフォーマンスが続く見込み

2025年の新興国の個別パフォーマンスを見ると、多くの国がS&P500をアウトパフォームし、好調な一年となった。韓国は驚異的な上昇率を記録したが、政権交代や株式市場の構造改革、半導体産業の飛躍などが重なったことが背景にある。その他、貴金属価格上昇の恩恵を受ける南アフリカ、利下げ（期待）の恩恵を受けるポーランドやブラジル、株式市場分類での格上げ期待が高まったベトナム等の株価上昇が目立った。このように裏付けのある株価上昇であるため、必ずしも過熱感が強いとは言えない。

2026年前半も、新興国にとって適温相場環境が続くと見込まれる中、EPSの2桁以上の上昇が見込まれるインド、ベトナム、韓国、台湾、南アフリカなどを中心に、株価の上昇余地はあると考えている。

（執筆：調査部 金春愛）

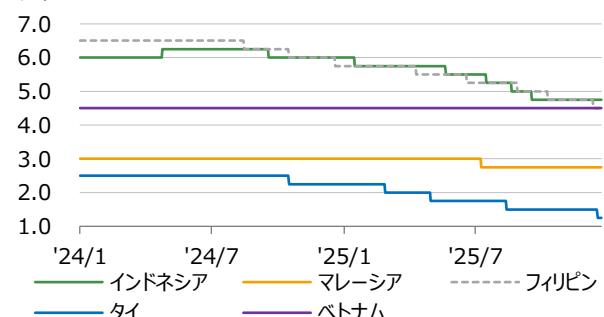
新興国株価指数の推移

（2025年1月初=100）



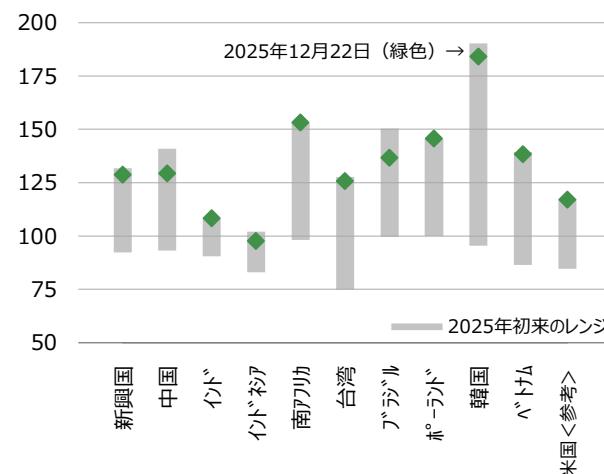
ASEAN各国の政策金利

(%)



2025年の新興国各国の株価騰落率

（2024年末=100）





米ドル

米ドル安を上回る円安で米ドル円が上昇

直近1ヶ月は他通貨（右図・25通貨）に対し円安と米ドル安が進み、米ドル円は小幅な変動にとどまった。日本の財政悪化懸念が円安に、リスクオンが円安と米ドル安に作用。国内金利と海外金利がともに上昇し、金利が為替に与えた影響は限定的だった。ただし、FRBが追加利下げを急がず、日銀が追加利上げを急がないとの見方などから、足元では米ドル安より円安が優勢となり、米ドル円はやや上昇。

金利差に見合わない円安に縮小の兆し

直近の日米実質金利差に見合う米ドル円は141～144円程度と見るが、現水準はそれを大きく上回る。主因は2025年後半にリスクオンの円安が続いたことだ。また、高市政権の財政拡張が日本の債券売りと円売りに働いたことも日米金利差のわりに円安が進んだ原因である。ただし、日米実質金利差に見合う水準からのかい離幅は11月下旬以降に縮小の兆しもあり、今後は円高・米ドル安に傾くと予想する。

米景気減速懸念により円高・米ドル安へ

米経済指標が市場予想を上回り米経済サプライズ指数が上昇したことがリスクオンの円安を支えてきたが、同指数は低下しつつある。米関税の引き下げによる景気へのプラス効果も一巡した可能性がある。米関税率は下がっても従前よりは高水準であるため、その悪影響が当面は残る可能性が高い。資産効果の低減と米ドル安の鈍化が景気減速要因となろう。米経済サプライズ指数が低下するにつれてリスクオンの円安が後退し、米ドル円が下落すると見ている。

商品安は米ドル円の下落を示唆

2025年後半は米金利が低下した一方でリスクオンが続いたことにより、商品高と円安・米ドル高が進んだ。商品指数と米ドル円には連動性が認められ、当面は市場のリスク許容度が両者の鍵を握りそうだ。最近はリスクオンが鈍化し、エネルギーを中心に商品市況に下落の兆しがある。景況感が弱まるにつれてエネルギー以外も含めて商品安が進むようになり、それと連動して円高・米ドル安が進むと考えている。

（執筆：調査部 亀岡裕次）

米ドル・円・他通貨の為替レート

(2025年初 = 100)



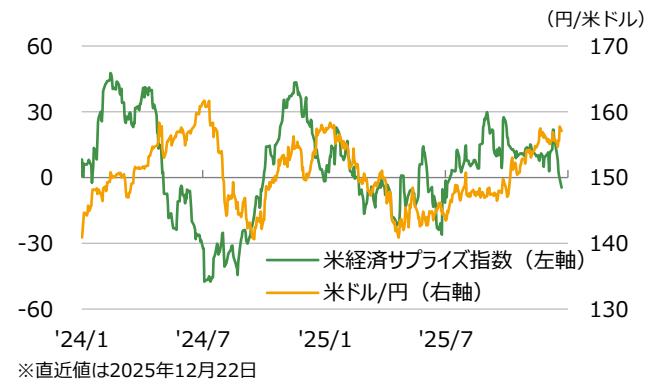
(出所) BIS、LSEGより大和アセット作成

日米実質金利差と米ドル円



(出所) LSEGより大和アセット作成

米経済サプライズ指数と米ドル円



(出所) LSEGより大和アセット作成

商品総合指数と米ドル円



(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

リスクオンや日本の財政悪化懸念によりユーロ高・円安が進んだ。最近は日独金利がともに上昇したため金利がユーロ円に与える影響は限定的だが、相対的な独金利低下・ユーロ安の余地はあると見ていている。今後、米関税引き下げ効果の一巡で主要国の景況感が頭打ちとなることによりリスクオンの円安圧力が後退し、ユーロ安・円高に転じると予想する。

ユーロ・米ドル相場は安定化へ

ユーロ高・米ドル安に振れた。FRBの追加利下げ観測が維持された一方でECBの追加利下げ観測が後退し、米金利に比べ独金利が上昇したことが一因だ。ただし、ユーロ圏の景況感とECBの利上げ観測は高まりにくく、金利面からのユーロ高・米ドル安の余地は小さいと考える。今後、世界的な景気減速懸念からリスクオフのユーロ安・米ドル高圧力が働くようになり、ユーロ・米ドルが安定化すると予想する。

(執筆：調査部 亀岡裕次)

カナダ・ドル、豪ドル

カナダ・ドルは底堅く推移する見込み

当面は米国が追加利下げを模索する一方、カナダは政策金利を据え置きつつも利上げ転換のタイミングを探るとみられ、金融政策の方向性はカナダ・ドル高（米ドル安）に作用しやすい。ただし、2026年7月のUSMCA見直しに向けては米国がカナダに強硬姿勢を示すことでカナダ・ドルの上値は抑制されるだろう。USMCA見直し後はカナダの景気回復と利上げ期待を背景にカナダ・ドル高の進行を見込む。

豪ドルは利上げで堅調に推移する見通し

2026年は豪州の利上げと米国の利下げで両国の政策金利差が逆転する見込み。キャリートレードで豪ドルが買われやすくなろう。投機筋の豪ドル先物ネットポジションは大幅な売り越しであり、豪ドルの買い戻し余地は大きい。また、豪州の年金基金による対米ドルヘッジ比率の引き上げなども想定される。豪ドルは0.74米ドル/豪ドルへ増価すると予想。

(執筆：調査部 岩手幸久)

独日5年国債金利差とユーロ・円相場



(出所) LSEGより大和アセット作成

独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



(出所) LSEGより大和アセット作成

加米10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

豪米政策金利差と豪ドル米ドル



(出所) ブルームバーグ、大和アセット



ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

ブラジル・レアルの見通しをやや強気に

2026年10月の大統領選挙でのルラ氏の再選懸念が強まり、12月のブラジル・レアルは軟調に推移。ただし、年末にかけて流動性が低下する中、代表的な新興国国債指数（J.P.Morgan GBI-EM Global Diversified）におけるブラジルの通貨比率低下を先取りするレアル売りという1年前と同様の需給要因も背景にあるようだ。逆に26年前半は同指数の通貨比率10%キャップの引き下げによりブラジルの通貨比率上昇が期待される。ブラジルは相対的な高金利が続くとみられる中、ルラ氏再選シナリオが大方織り込まれた現状からのレアル高余地は大きいと考え、レアルの見通しを「やや強気」に引き上げた。

メキシコ・ペソは実需のフローが下支え

メキシコ・ペソは、継続的な利下げによって金利面での魅力は低下したが、貿易赤字の縮小を主因に実需のフローが改善しており、底堅い推移を見込む。

（執筆：調査部 岩手幸久）

人民元、インドルピー

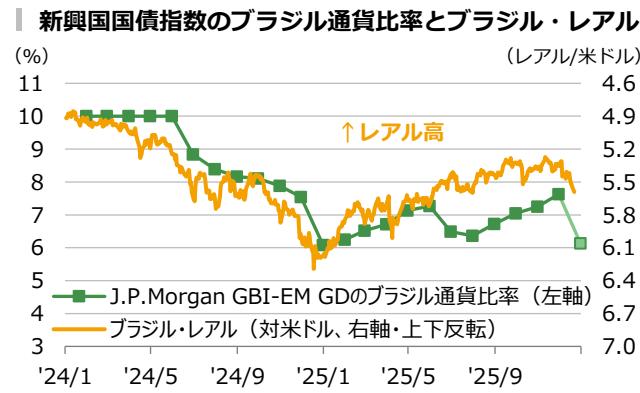
中国、一段の人民元高余地は限定的とみる

2025年は米国以外の国への輸出が拡大し、11月までの累計貿易黒字は1兆米ドルを突破。主に機械類の輸出がけん引し、中国製造業の発展を印象付けた。当面人民元高を後押しする要因になり得るが、継続的なキャピタルフライトに加え、人民元が対米ドルで近年のレンジ上限の7.0元／米ドル近辺まで上昇したため、人民元高の余地は限定的と見込む。

インド、金輸入の減少は安心材料

12月には対米ドルでルピーが過去最安値を更新。印米通商合意の遅延が主因。また、10月には祝祭日期間中の金輸入が過去最高を記録し、貿易赤字の拡大に繋がったことも影響。ただし、11月には金輸入が落ち着きを取り戻したため、安心材料となる。26年前半は、中銀によるルピー買い介入強化への期待や、インド国債のグローバル債券指数への組み入れ期待もあり、ルピー高の傾向を示すと見込む。

（執筆：調査部 金春愛）



メキシコの海外労働者送金と貿易収支

(12カ月移動平均、億米ドル)



中国の貿易統計



インドの金輸入

(億ルピー)





原油

ウクライナ和平協議の行方が相場を左右

世界的な供給過剰への警戒感や、ロシアとウクライナの和平合意への期待感を背景に、WTI原油先物価格は12月上旬にかけてほぼ60米ドルを下回る水準で推移し、12月半ばには一時55米ドルを割った。その後、米国がベネズエラを出入りする石油タンカーに対する封鎖措置を強化したため、両国の緊張が一段と高まり、相場が高騰する局面もあった。

原油在庫の増加が相場の下押し要因に

OPECプラスは2025年12月末で段階的増産（減産縮小）を一時停止するが、今後は原油在庫の増加が顕在化することから、相場の下押し圧力に対する警戒が高まっている。EIA予想では、2024年末のOECD商業在庫は前年末比▲1%だったが、25年末は同+6%、26年末は同+5%になる。当社では、WTI価格は26年前半に50米ドルまで低下し、26年末55米ドル、27年末60米ドルを見込んでいる。

（執筆：調査部 石曾根毅）

金

米利下げ、米ドル下落で価格上昇

11月下旬は、FRB高官のハト派的発言によって12月FOMCでの追加利下げ観測が広がり、金先物価格は上昇基調が続いた。連日の上昇の反動から、12月に入ると利益確定とみられる売りが膨らみ、もみ合いで推移。12月中旬はFOMCでの追加利下げの決定を受けて、米ドルが下落したこともあり、相場は大きく上昇した。2026年も米国の利下げ期待は継続するが、当社では金価格は26年半ば頃にピーク（4,800～4,900米ドル）に達し、26年末、27年末ともに4,600米ドルを予想する。

金ETFへの資金純流入は2カ月連続鈍化

世界の金ETFへの11月の資金純流入額は52億米ドル（前月比30億米ドル減）で、6カ月連続の純流入となった。しかし、過去最高だった9月から2カ月連続の鈍化となり、欧州が純流入に転じた一方、北米とアジアが大幅鈍化。国別では、中国がトップ。

（執筆：調査部 石曾根毅）

原油価格と原油在庫

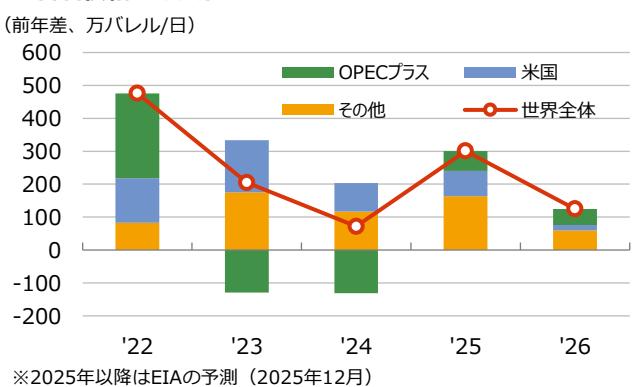


※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫

※直近値は価格 2025年12月22日、在庫 2025年11月末

（出所）ブルームバーグ、EIAより大和アセット作成

石油供給量の変化



※2025年以降はEIAの予測（2025年12月）

※直近値（実績）は2024年

（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

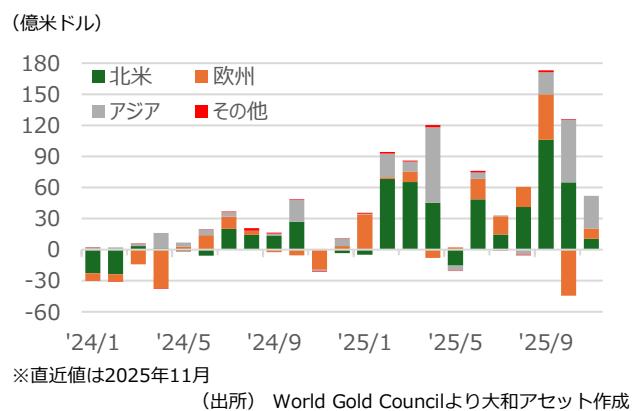


※1年先1カ月金利＝市場が織り込む1年先の政策金利

※直近値は2025年12月22日

（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



※直近値は2025年11月

（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
トランプ関税の影響	大	中	中	4月2日に米国が相互関税を発表して以来、世界経済を揺るがしてきた米関税政策は、8月初旬に暫定的な合意に達した。この動きは不確実性の一部緩和要因とみられる。最大の焦点であった中国との交渉では、トランプ米大統領が一時100%の追加関税を示唆したもの、最終的に米中双方が1年間の延長で合意し、当面の緊張は和らいた。ただし、過度な楽観は禁物である。今後も不確実性は残る。米最高裁が相互関税（IIEPA）を違憲と判断する可能性は否めず。また、関税収入を原資とした米国民1人あたり2,000米ドルの配当構想も浮上している。さらに、関税によるインフレ圧力はまだ顕在化していないが、今後発現する可能性が高く、金融政策には難しい舵取りが求められる。
米国離れ	中	大	大	トランプ政権の「米国第一」政策により、足元で「米国離れ」が進行しつつある。通商面では相互関税を一方的に押し付け、戦後の自由貿易体制を揺るがしている。安全保障ではウクライナ支援に消極的で、欧州は防衛費増額へと動いている。金融政策ではFRB議長の解任への言及や利下げの要求など、中央銀行の独立性を脅かす発言が目立つ。市場では4月に米株・米債・米ドルのトリプル安が発生し、5月には米国債がAAA格を失う格下げが行われた。最近では「ディバースメント・トレード（通貨価値切り下げを狙った取引）」が広がり、金価格が高騰している。短期的なショックは想定しないものの、長期的には米国資産・ドルの信認低下が資金フローを変える可能性がある。さらに、巨額投資を巡る「AIバブル論」や、評価の不透明性などから懸念が高まるプライベートクレジット市場のリスクが顕在化した場合、市場への影響は大きく、米国離れを加速させる要因となり得る。
日本の放漫財政	中	中	小	トランプ米政権の関税政策の影響により、日本経済には下振れリスクがある。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、実際に家計のセンチメントは弱含んでいる。国民の生活苦を背景に、与野党は経済対策を検討しているが、財源の裏付けがない景気刺激策には財政規律の緩みへの懸念が高まる。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「トランプ・ショック」の再来を懸念する声もある。さらに、7月の参議院選挙で与党が大敗したこと、財政規律の弛緩による日本国債の格下げリスクも高まっている。

※生起確率は向こう1年程度を基準に、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

2026年	1月	●日銀金融政策決定会合（22-23日） ●通常国会召集（月内）	●世界経済フォーラム（19-23日） ●FOMC（27-28日） ●ブルガリアがユーロ導入	●カナダ金融政策決定会合（28日） ●ブラジル金融政策決定会合（28日）
	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） ●米大統領一般教書演説（月内）	●メキシコ金融政策決定会合（5日） ●RBA理事会（3日）
	3月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（18-19日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（19-20日）	●RBA理事会（17日） ●カナダ金融政策決定会合（18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） ●中国第14期第4回全国人民代表大会（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●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（29日） ●ブラジル金融政策決定会合（29日）
	5月		●パウエルFRB議長任期満了（15日）	●RBA理事会（5日） ●メキシコ金融政策決定会合（7日）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●通常国会会期末（月内）	●ECB理事会（10-11日） ●FIFAワールドカップ（6月11日-7月19日） ●FOMC（16-17日） ●BOE金融政策委員会（18日） ●G7首脳会議（フランス、月内） ●EU首脳会議（18-19日）	●カナダ金融政策決定会合（10日） ●RBA理事会（16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）
	7月	●日銀金融政策決定（30-31日）	●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（15日）
	8月		●ジャクソンホール会議（月内）	●ブラジル金融政策決定会合（5日） ●RBA理事会（11日） ●メキシコ金融政策決定会合（6日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●ECB理事会（9-10日） ●FOMC（15-16日） ●BOE金融政策委員会（17日）	●カナダ金融政策決定会合（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（16日） ●RBA理事会（29日） ●メキシコ金融政策決定会合（24日）
	10月	●日銀金融政策決定会合（29-30日） ●TOPIX見直し・第二段階開始	●FOMC（27-28日） ●ECB理事会（28-29日） ●EU首脳会議（月内） ●G20首脳会議（米、月内）	●ブラジル大統領選挙（4日） ●カナダ金融政策決定会合（28日）
	11月		●米中間選挙（3日） ●BOE金融政策委員会（5日）	●RBA理事会（3日） ●ブラジル金融政策決定会合（4日） ●メキシコ金融政策決定会合（5日）
	12月	●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●FOMC（8-9日） ●ECB理事会（16-17日） ●BOE金融政策委員会（17日） ●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（7日） ●カナダ金融政策決定会合（9日） ●ブラジル金融政策決定会合（9日） ●メキシコ金融政策決定会合（17日）

■ 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅					直近値	期間別変化幅		
政策金利		12/22	1カ月	1年	3年	10年国債利回り	12/22	1カ月	1年	3年	
米国	FFレート（上限）	3.75%	-0.25	-0.75	-0.75	米国	4.16%	0.10	-0.36	0.48	
日本	無担保コール翌日物金利	0.75%	0.25	0.50	0.85	日本	2.09%	0.31	1.02	1.69	
ユーロ圏	中銀預金金利	2.00%	0.00	-1.00	0.00	ドイツ	2.90%	0.19	0.61	0.54	
カナダ	翌日物金利	2.25%	0.00	-1.00	-2.00	カナダ	3.46%	0.27	0.19	0.38	
豪州	キャッシュ・レート	3.60%	0.00	-0.75	0.50	豪州	4.79%	0.33	0.30	1.00	
ブラジル	セリック・レート	15.00%	0.00	2.75	1.25	ブラジル	13.92%	0.29	-0.24	0.94	
メキシコ	銀行間翌日物金利	7.00%	-0.25	-3.00	-3.50	メキシコ	9.18%	0.18	-1.22	0.34	
インド	レポ金利	5.25%	-0.25	-1.25	-1.00	インド	6.67%	0.15	-0.12	-0.64	
中国	7日物リバース・レポレート	1.40%	0.00	-0.10	-0.60	中国	1.84%	0.03	0.12	-1.04	
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	-1.50						

		直近値	期間別変化率					直近値	期間別変化率		
株価指数		12/22	1カ月	1年	3年	為替（対円）	12/22	1カ月	1年	3年	
米国	S&P500	6,878	4.2%	16.0%	80.0%	米ドル	157.05	0.4%	0.5%	18.7%	
	NYダウ	48,363	4.6%	12.9%	46.4%	ユーロ	184.69	2.5%	13.2%	31.7%	
日本	TOPIX	3,405	3.3%	26.0%	78.5%	カナダ・ドル	114.25	3.0%	5.0%	17.9%	
	日経平均株価	50,402	3.7%	30.2%	90.1%	豪ドル	104.56	3.6%	6.9%	18.4%	
欧州	STOXX600	587	4.4%	16.8%	37.3%	ブラジル・レアル	28.09	-2.9%	9.3%	9.6%	
インド	NIFTY50指数	26,172	0.4%	11.0%	44.4%	メキシコ・ペソ	8.73	3.2%	12.1%	29.0%	
中国	MSCI中国	83.68	1.6%	29.9%	30.2%	インド・ルピー	1.75	0.1%	-4.7%	9.6%	
ベトナム	VN指数	1,751	5.8%	39.2%	71.2%	中国人民元	22.30	1.2%	4.2%	17.7%	
						ベトナム・ドン	0.60	0.5%	-3.1%	6.7%	

		直近値	期間別変化率					直近値	期間別変化率		
リート		12/22	1カ月	1年	3年	商品	12/22	1カ月	1年	3年	
米国	NAREIT指数	25,523	-0.6%	3.6%	27.7%	WTI原油先物価格	58.01	-0.1%	-16.5%	-25.1%	
日本	東証REIT指数	1,999	-0.6%	23.1%	5.2%	COMEX金先物価格	4,469	8.6%	69.0%	149.0%	

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、

COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) ブルームバーグ

Daiwa Asset Management

株価指数

NYダウ



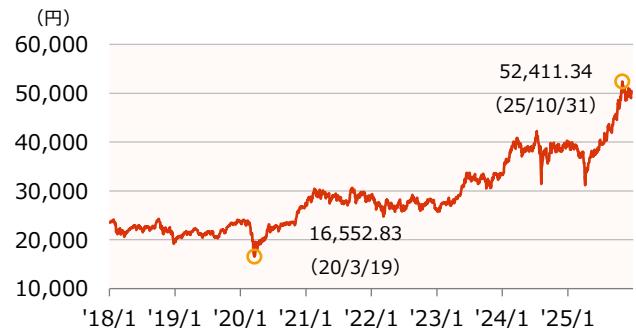
S&P500



TOPIX



日経平均株価



STOXX600



インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの直近値は2025年12月22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12月22日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

NAREIT指数（配当込み）



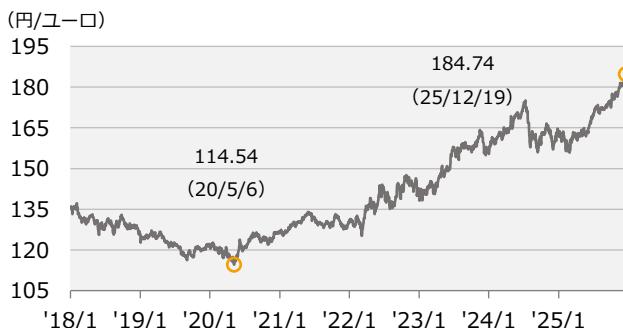
東証REIT指数（配当なし）



米ドル円



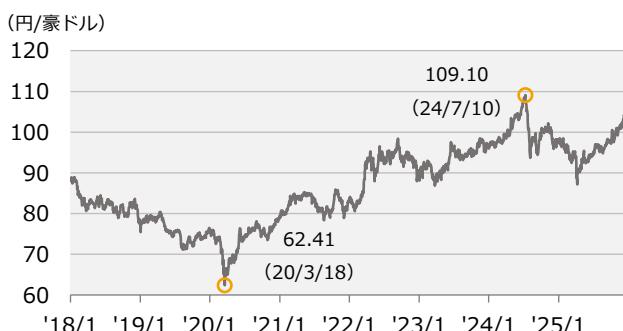
ユーロ円



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12月22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、記載する指標・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：欧洲中央銀行、ECDC：欧洲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：欧洲安定メカニズム、EU：欧洲連合、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、VIX：ボラティリティ指数、WGBI：世界国債インデックス、WHO：世界保健機関、WTO：世界貿易機関、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12月22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12月25日)