

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2025年1月



01 2024年の振り返り

29 市場データ一覧

03 世界経済・金融市場見通し

30 主要金融資産のパフォーマンス

05 各国経済見通し

31 主要な政治・経済日程

19 市場見通し

## ① 2024年の振り返り

2025年1月

## 世界経済

## 前半：インフレ収束で各国景気は持ち直しへ

2024年前半の世界経済は、米欧のインフレ率が順調に低下し2%台に近づくなど、物価安定が鮮明となるなか、底堅い消費に支えられサービス業がけん引する形で景気が持ち直す流れでした。中国では小刻みながら追加の金融緩和や住宅市場でこ入れなど内需刺激策に支えられ景気が底堅く推移、日本も春闘で5%賃上げが実現し、消費が安定感を増しつつ、景気は回復基調を保ちました。

## 後半：景気面で米国一人勝ちの構図が鮮明に

年後半に入り、各国の景況感格差が目立つ展開となりました。欧州では欧州議会選での極右勢力台頭や英国の政権交代、フランスで3度の首相交代やドイツの連立政権崩壊など政治不安定化に伴う民間心理悪化もあり、独仏主導で景気減速感が強まりました。一方、米国は安定した雇用環境を背景に、消費主導の景気回復基調は変わらず、その安定感が際立つ環境となりました。（瀧澤）

## 金融市場

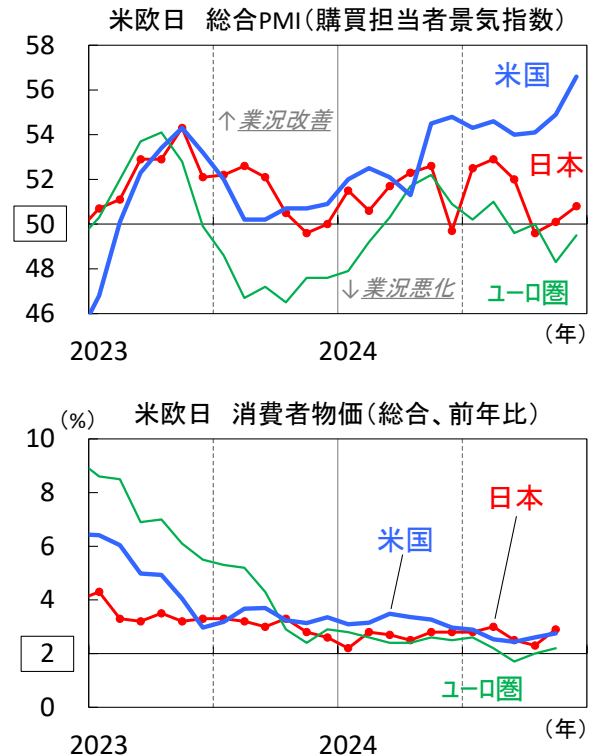
## 前半：米利下げ期待で株式堅調、円安も加速

2024年前半の金融市場は、世界的な景気回復で緩やかな金利上昇が続くなか、日経平均株価が初の4万円に達するなど株高が続きました。4月にイスラエル・イラン間の越境攻撃で中東情勢に一時緊張が走りましたが、米欧利下げ期待に支えられ、株式は平静さを保ちました。他方、3月に日銀がマイナス金利を解除も、その後の追加利上げに慎重姿勢を見せたことで円安が加速しました。

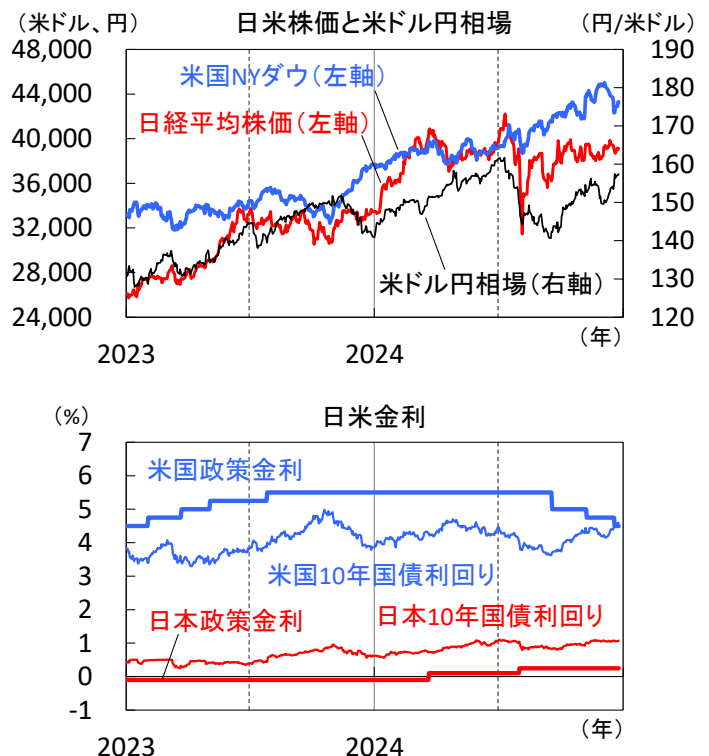
## 後半：株式市場で米国の強さが際立つ展開に

年後半は、夏場に日銀による予想外の利上げで円高・株安が急伸するなど一時大荒れとなりました。ただし9月の米国利下げ開始、11月米大統領選挙の予想外の早期決着などが好感され株高基調に回帰しました。一方、日本株は自公連立与党が衆院選で敗北、政策運営への不安で上値を重くしました。米景気強気論が高まるなか、秋以降の為替市場では、米ドル高が加速しました。（瀧澤）

【図1】 2024年は各国で物価は安定も景気に温度差



【図2】 米国の利下げ開始後は米国主導で株高持続



## ① 2024年の振り返り

2025年1月

## ● 2024年の主な出来事

		金融・財政政策および市場動向	政治・国際情勢など
1月	24日	中国人民銀が預金準備率引き下げ(▲0.50%)を発表	1日 能登半島地震発生 2日 羽田空港地上衝突事故発生 3日 イラン南東部でイスラム国(IS)による爆破テロ事件発生 13日 台湾総統選挙で与党・民進党の頼清徳氏が勝利 15-18日 イランがシリア、イラク北部、パキスタンに越境攻撃
2月	9日 22日	S&P500が史上初の5,000ポイント台に到達 日経平均株価が34年2カ月ぶりに史上最高値更新(終値3万9,098円68銭)	14日 インドネシア大統領選挙で与党プラボウォ氏が勝利 16日 ロシアの反体制派ナワリヌイ氏が獄中で死去 26日 フランス・マクロン大統領「仏軍のウクライナ派兵排除せず」
3月	4日 5-11日 19日	日経平均株価が史上初の4万円台に到達 中国全人代で2024年の成長率目標を5%前後に設定 日銀がマイナス金利政策を撤廃	13日 2024年春閣集中回答日(満額含む高水準の回答相次ぐ) 17日 ロシア大統領選挙でプーチン大統領が圧勝(通算5選) 22日 ロシアのモスクワ郊外でテロ事件発生
4月	12日 29日	中国政府が家電・自動車など消費財買い替え推進策を発表 日本政府・日銀が円買い米ドル売り介入(5.9兆円)	1日 イスラエルが在シリアのイラン大使館空爆 4日 自民党が政治資金問題で所属議員39名の処分を決定 10日 韓国国会選挙で野党「共に民主党・民主連合」が大勝 13日 イランがイスラエル領内にミサイルやドローン攻撃 19日 イスラエルがイラン領内に報復攻撃
5月	1日 17日 17日	日本政府・日銀が円買い米ドル売り介入(3.9兆円) 中国人民銀が住宅ローン金利と頭金比率引き下げを発表 NYダウが史上初の4万米ドル台に到達	19日 イラン・ライシ大統領がヘリコプター墜落事故で死去 29日 南アフリカ総選挙で与党・アフリカ民族会議が過半数割れ
6月	5日 6日 18日 19日 26日 28日	カナダ中銀が利下げ開始(▲0.25%) ECBが利下げ開始(▲0.25%) 米半導体大手エヌビディアの時価総額が世界トップに ブラジル中銀が金利据え置きを決定(8会合ぶり) 円相場が1米ドル160円台に下落 三村財務官が就任(神田氏が退任)	2日 メキシコ大統領選挙で与党・国家再生運動のシェインバウム氏が勝利 4日 インド下院総選挙(開票)で与党・インド人民党が単独過半数割れ 6-9日 欧州議会選挙でEUに懐疑的な右派・極右勢力が伸張 19日 欧州委員会がフランス・イタリアなど7カ国に財政規律是正に向けた過剰赤字手続き(EDP)を勧告 30日 フランス下院選挙(第1回)で極右・国民連合がトップに
7月	3日 4日 11日 11日 12日 22日 24日 31日	円相場が一時1米ドル161円95銭(今年最安値)に下落 TOPIXが34年7カ月ぶりに史上最高値更新(終値2,898.47) 日経平均株価が最高値4万2,224円、TOPIXが最高値2,929.17(ともに終値) 日本政府・日銀が円買い米ドル売り介入(3.2兆円) 日本政府・日銀が円買い米ドル売り介入(2.4兆円) 中国人民銀が最優遇貸出金利(LPR)引き下げ(▲0.10%) カナダ中銀が利下げ(▲0.25%) 日銀が利上げ(+0.25%)、長期国債買入れ減額を決定	4日 英国下院総選挙で野党・労働党が過半数獲得し政権交代 5日 イラン大統領選挙(決選)で改革派のベゼシュキアン氏が勝利 7日 フランス下院選挙(決選)で左派連合が最大勢力に 13日 米国トランプ前大統領が選挙集會中に銃撃される 21日 米国バイデン大統領が大統領選挙撤退を表明 26日 バリ五輪開幕(~8月11日) 28日 ベネズエラ大統領選挙でマドゥロ大統領が再選、抗議デモ拡大 30日 イスラエルがレバノンへの空爆でヒズボラ司令官を殺害 31日 イスラエルがイラン訪問中のハマス最高幹部ハニヤ氏を殺害
8月	1日 5日 6日 7日 14日 23日	英中銀が利下げ開始(▲0.25%) 日経平均株価が過去最大の下落幅を記録(前日比▲4,451円) 日経平均株価が過去最大の上昇幅を記録(前日比+3,217円) 内田日銀副総裁「市場が不安定な状況での利上げはない」 ニュージーランド中銀が利下げ開始(▲0.25%) パウエルFRB議長がジャクソンホール会合で「政策を調整する時が来た」と発言し利下げ開始を示唆	6日 ウクライナ軍がロシア・クルスク州に越境攻撃開始 14日 岸田首相が自民党総裁選不出馬を表明 22日 米民主党がハリス副大統領を大統領候補に指名
9月	4日 12日 18日 18日 24日	カナダ中銀が利下げ(▲0.25%) ECBが利下げ決定(▲0.25%) FOMCが利下げ開始(▲0.50%) ブラジル中銀が利上げ開始(+0.25%) 中国人民銀が幅広い金融緩和と不動産市場支援策を発表(預金準備率引き下げ(▲0.50%)など)	21日 フランスでバルニエ新内閣発足 24日 米格付け大手ムーディーズが米国の格下げ警告 27日 自民党総裁選挙で石破氏が勝利 27日 イスラエルがレバノンのヒズボラ最高指導者ナスララ氏を殺害 29日 オーストリア議会選挙で極右・自由党が第1党に
10月	9日 12日 15日 17日 21日 23日	ニュージーランド中銀が利下げ(▲0.50%) 中国財政省が財政政策の骨格を発表 日経平均株価が3カ月ぶりに4万円台を回復 ECBが利下げ(▲0.25%) 中国人民銀がLPR引き下げ(▲0.25%) カナダ中銀が利下げ(▲0.50%)	1日 石破首相誕生 1日 イスラエルがレバノンに地上侵攻開始 16日 ウクライナ・ゼレンスキー大統領が「勝利計画」発表 23日 米国が北朝鮮兵のロシア派遣を確認 26日 イスラエルがイランの軍事施設を空爆 27日 衆議院選挙で自民・公明の連立与党が過半数割れ
11月	5日 7日 7日 8日 11日 27日	東証の株式取引時間延長(+30分)開始 FOMCが利下げ(▲0.25%) 英中銀が利下げ(▲0.25%) 中国政府が地方政府隠れ債務の借り換え実施を発表 S&P500が史上初の6,000ポイント台に到達 ニュージーランド中銀が利下げ(▲0.50%)	5日 米国大統領選挙でトランプ氏、上下両院選挙で共和党が勝利 6日 ドイツ・ショルツ首相が財務相を解任し連立政権が崩壊 9、11日 ロシアと北朝鮮両国が「包括的戦略パートナーシップ条約」批准 19-20日 ウクライナが米・英国製長距離ミサイルで露領攻撃 19日 露プーチン大統領が核ドクトリン(核抑止力の国家指針)改定 21日 ロシアがウクライナに新型中距離ミサイル「オレシニク」発射 25日 トランプ米次期大統領が就任直後の中国、カナダ、メキシコへの関税引き上げを宣言 26日 米国がイスラエルとレバノンの停戦合意発表 28日 ジョージア・コバヒゼ首相がEU加盟手続きの凍結を宣言
12月	11日 11日 12日 12日 18日 18日	ナスダック総合指数が史上初の20,000ポイント台に到達 カナダ中銀が利下げ(▲0.50%) 中国中央経済工作会議で「より積極的な財政政策」と、「適度に緩和的な金融政策」方針を発表 ECBが利下げ(▲0.25%) FOMCが利下げ(▲0.25%) NYダウが10日続落(1974年以来)	2日 米政府が対半導体規制強化(装置メーカーなどへの輸出制限) 4日 韓国尹大統領が非常戒厳を宣言(5日に解除) 4日 仏バルニエ内閣の不信案可決で総辞職 8日 シリアの反政府勢力が首都制圧(アサド政権崩壊) 9日 中国当局が米エヌビディアを独占禁止法の疑いで調査開始 14日 韓国尹大統領の弾劾成立 16日 ドイツ議会でショルツ首相の信任投票を否決 23日 フランスでバイル新内閣発足

注) FRB：連邦準備理事会、FOMC：連邦公開市場委員会、ECB：欧州中央銀行、EU：欧州連合。2024年12月26日時点の情報に基づく。

出所) 各種情報より当社経済調査室作成

巻末の「本資料に関してご留意いただきたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

Mitsubishi UFJ Asset Management

## ② 世界経済・金融市場見通し

2025年1月

## 世界経済

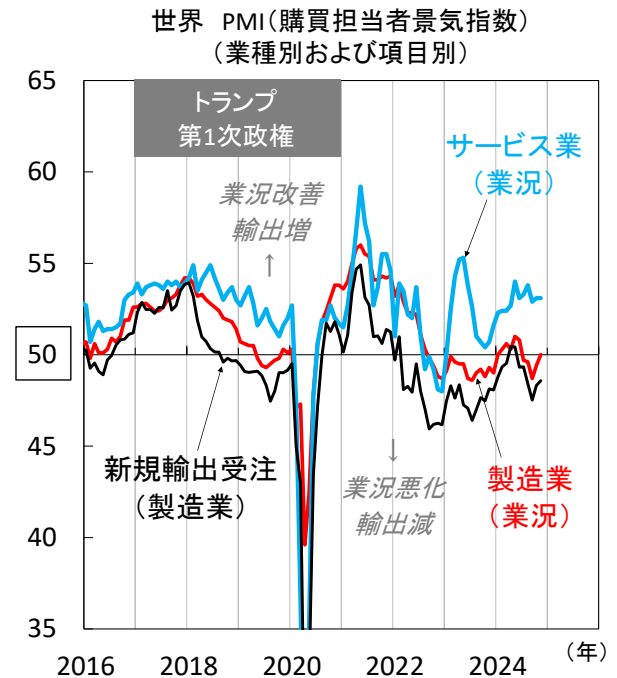
## 12月も景気堅調な米国だが、製造業は低迷

12月の主要国景気は米国の強さが際立つ状況です。12月購買担当者景気指数（PMI、改善・悪化の境目50）速報を見ると、総合ベースで米国が56.6と3カ月連続上昇、日本50.8とユーロ圏49.5との差を広げました。ただし製造業に限れば米国は48.3と低迷、日本49.5、ユーロ圏45.2と各国とも苦しんでおり、雇用・インフレ安定に支えられたサービス業主導の景気回復構造に変化はないようです。

## 製造業低迷下でのトランプ関税発動に注意

2025年、米トランプ第2次政権発足直後は、関税強化など大統領令で対応可能な政策が先行する可能性があります。第1次政権（2017-20年）での制裁関税は景気堅調下での発動でしたが、今回は製造業低迷下での発動となる懸念もあります（図1）。製造業の鍵を握る中国は受注・輸出が回復傾向なだけに、前半は対米貿易摩擦激化で製造業の復調が遅れるリスクに要警戒です。（瀧澤）

【図1】世界的な製造業不振が続くなか、トランプ関税強化による悪影響に要警戒



注) PMIは50が業況改善・悪化の境目。  
直近値は2024年11月。

出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

## 金融市場

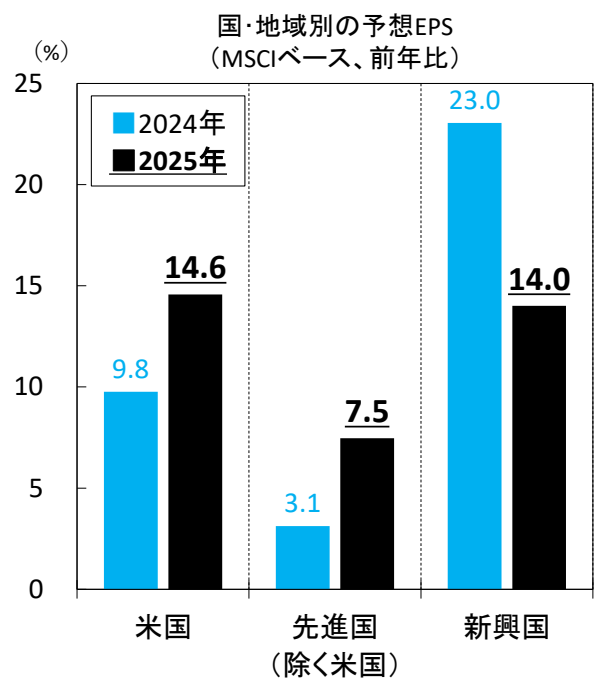
## 12月の金融市場はトランプ復権後への警戒感も

12月の金融市場は、米利下げ観測の後退に伴い金利が上昇、株価が上値を重くする展開でした。2025年発足のトランプ第2次政権の顔ぶれが固まるにつれ、関税や移民規制など、足元の景気・物価安定を崩しかねない政策の実現性を意識し始めた模様です。また同政権発足後、ウクライナや中東情勢が変化する可能性や、欧州での独仏政治不安などの不透明感も株式に重しとなりました。

## 2025年株高持続に向け米景気安定が最低条件

トランプ新大統領の政策が米国内外また景気・物価にどう影響するか予測は困難です。また同大統領の発言などで市場に動揺が広がる場面も十分想定されます。景気の足腰の強さやショックへの耐性の面で、足元は米国に一日の長があります。2025年、期待通りグローバルな業績回復色が強まるかは、何よりもまず米国景気が安定感を保てるか否かが焦点となりそうです（図2）。（瀧澤）

【図2】2025年は世界的な企業業績回復を期待、だが米国主導の構図が続く可能性も示唆



注) 米国：MSCI USA、先進国（除く米国）：MSCI WORLD ex USA、新興国：MSCI EM（すべて米ドルベース）。  
値はI/B/E/S集計（2024年12月25日）。

出所) MSCI、LSEGより当社経済調査室作成

## ② 世界経済・金融市場見通し

2025年1月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
日本	0.9	1.5	▲ 0.2	1.4
米国	2.5	2.9	2.6	1.8
ユーロ圏	3.5	0.4	0.7	0.8
オーストラリア	4.1	2.0	1.0	2.1

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	3.0	5.2	4.8	4.2
インド	7.0	8.2	6.3	6.4
ブラジル	3.0	3.2	3.0	2.0
メキシコ	3.7	3.3	1.6	1.4

注) 2022-2023年は実績・推計、2024-2025年が当社経済調査室見通し。

## ● 金融市場（6カ月後）見通し



## 株式

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	39,568	38,000-44,000
TOPIX	2,767	2,650-3,050

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	43,326	41,500-47,500
S&P500	6,038	5,750-6,550
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	504	480-560
ドイツDAX®指数	19,849	18,800-21,600



## 債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	1.085	0.9-1.5
米国	4.584	3.8-5.0

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.323	1.8-2.8
オーストラリア	4.440	4.0-5.0



## 為替(対円)

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	157.99	141-159
ユーロ	164.65	148-166
オーストラリアドル	98.28	89-103
ニュージーランドドル	88.77	80-94

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.8524	1.70-1.90
メキシコペソ	7.811	6.70-7.90
ブラジルレアル	25.563	23.5-27.5



## リート

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 東証REIT指数	1,665	1,550-1,850

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,839	1,800-2,100



## 原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	69.62	70-90

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2024年12月26日(直近日休場の場合は前営業日の値)。

出所) S&amp;P、Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し－日本

2025年1月

## 日本経済

日銀短観の大企業製造業業況判断は改善  
日銀は12月会合で政策金利を据え置き

## 日銀短観の大企業製造業業況判断DIは改善

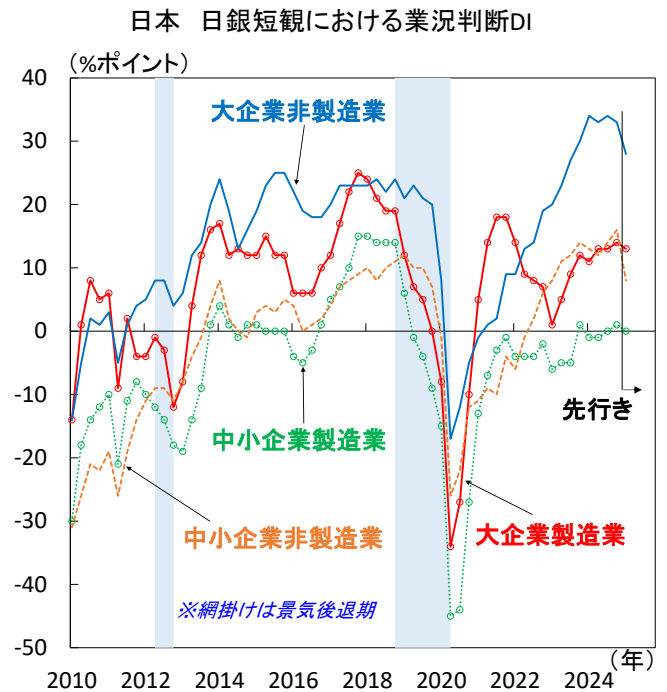
12月日銀短観の業況判断DIは大企業製造業が+14（前回+13）と2四半期ぶりに改善、大企業非製造業は+33（同+34）と2四半期ぶりに悪化しました（図1）。一方、中小企業製造業は+1（前回±0）、中小企業非製造業は+16（同+14）とともに改善しました。先行きについては製造業、非製造業ともに悪化が見込まれています。

11月の鉱工業生産は前月比▲2.3%（10月+2.8%）と3カ月ぶりに減少しました（図2）。生産予測指数の伸びを考慮すると先行き2カ月は緩やかに増加し、一進一退の動きが続く見込みです。11月の消費者態度指数は36.4と10月の36.2から改善（図3）。また、11月の景気ウォッチャー調査で、現状判断DIは前月比で1.9ポイント上昇し49.4となりました。消費者マインドに改善の兆しがみられるなか、2025年はサービス支出を中心に個人消費が上向き、GDP成長率を押し上げるかが焦点となりそうです。

## 2025年は日銀の段階的な利上げが見込まれる

日銀は2024年12月18-19日の金融政策決定会合で市場の事前予想通り無担保コール翌日物金利を0.25%程度に据え置くことを決定。同時に公表された金融政策の多角的レビューでは「引き続き、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、金融政策を運営していくことが適切」と述べました。基調的な物価上昇率が徐々に高まると見られる中、2025年は日銀の金融政策正常化が一段と進むとみられます（図4）。

11月の消費者物価コア（生鮮食品除く総合）は前年比+2.7%と、前月の同+2.3%から伸び率が拡大しました（図5）。物価がエネルギー代を中心に高止まりする中、日銀の物価安定目標であるインフレ率2%の達成を見据え、2025年にGDPギャップがプラスに転じ、政府がデフレ脱却を宣言できるかが焦点です。また、10月の名目賃金は前年比+2.2%と前月の同+2.5%から伸び率が縮小しました（図6）。名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金は同▲0.4%となりました。連合は2025年春闘において全体では5%、中小企業では6%の目安で賃上げ要求を行う予定です。2025年は実質賃金前年比がプラスで定着し、所得増加が消費に波及するかが焦点です。（本江）

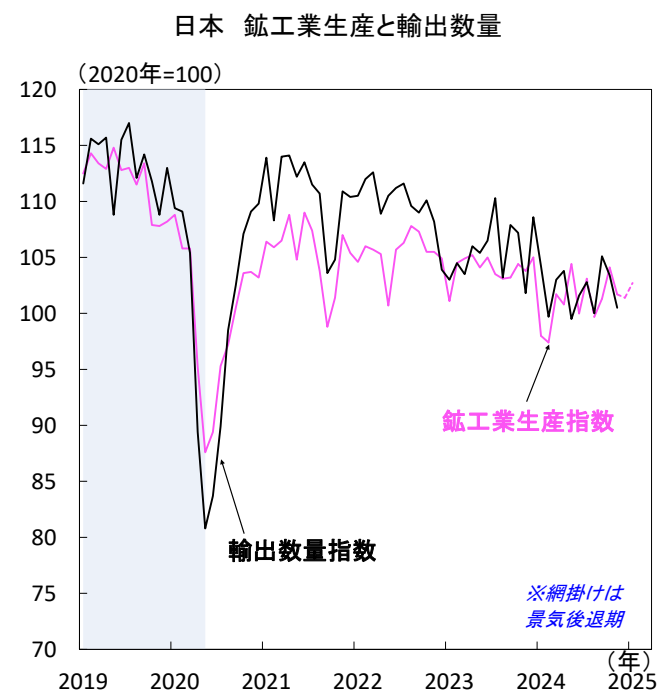
【図1】日銀短観の大企業製造業業況判断DIは改善  
先行きは悪化見通し

注) 直近値は2024年12月の最近および先行き。業況判断DIは「良い」-「悪い」。

網掛けは景気後退期。

出所) 日本銀行、内閣府より当社経済調査室作成

【図2】鉱工業生産は3カ月ぶりに減少



注) 直近値は2024年11月。鉱工業生産は2024年12月-2025年1月の製造工業生産予測の伸び（2024年12月は経済産業省補正值）で延長。

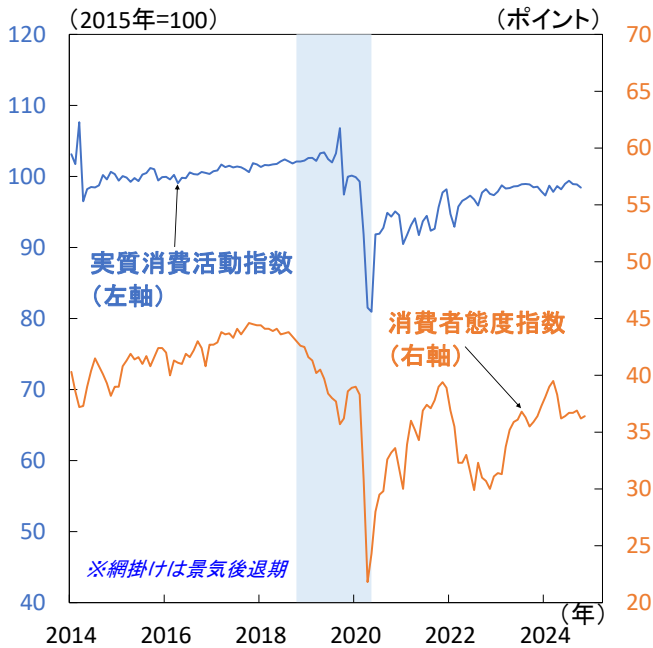
出所) 財務省、経済産業省、内閣府より当社経済調査室作成

### ③ 各国経済見通しー日本

2025年1月

【図3】2025年は消費者マインドが改善し、  
非耐久財消費が上向くか

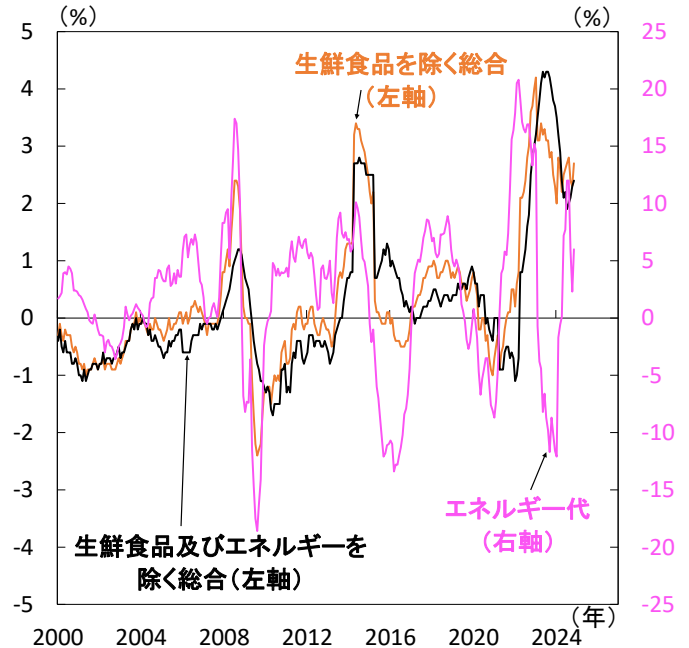
日本 消費活動指数と消費者態度指数



注) 直近値は消費活動指数が2024年10月、消費者態度指数は同年11月。  
出所) 内閣府、日本銀行より当社経済調査室作成

【図5】全国消費者物価コアは伸び率加速  
2025年はデフレ脱却が明確になるかが焦点

日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2024年11月。対象は全国。  
出所) 総務省より当社経済調査室作成

【図4】物価の基調的上昇率は徐々に高まると予想

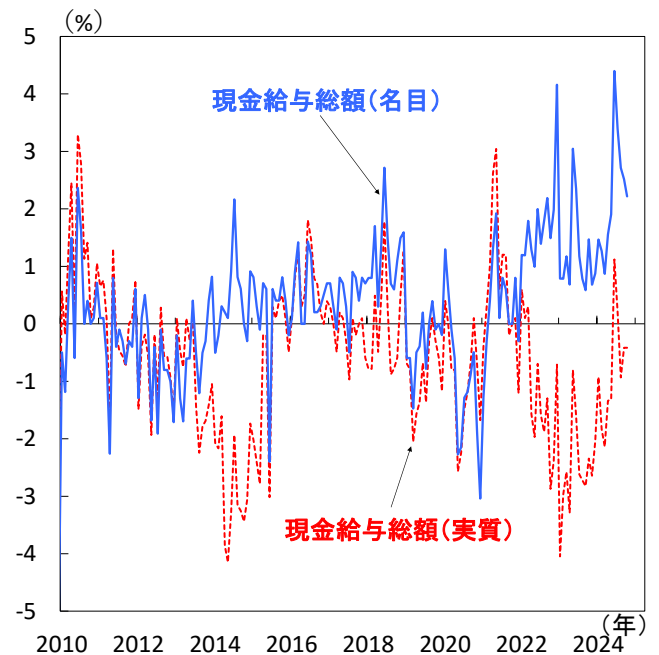
日本 日銀の経済・物価見通し

	(前年比、%)		
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費者物価 (除く生鮮食品・ エネルギー)
2024年度	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.4 ~ +2.5 <+2.5>	+1.9 ~ +2.1 <+2.0>
前回(7月)	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.5 ~ +2.6 <+2.5>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2025年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
前回(7月)	+0.9 ~ +1.1 <+1.0>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2026年度	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>
前回(7月)	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>

注) 2024年10月「経済・物価情勢の展望」。  
<>内は政策委員見通しの中央値。赤色は上方修正、青色は下方修正。  
出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

【図6】2025年は実質賃金前年比がプラスで定着するか  
今後の春闘に注目

日本 現金給与総額(前年比)



注) 直近値は2024年10月。  
出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し－米国

2025年1月



## 米国経済

## 2024年は米経済は順風満帆、一方、2025年は政策次第で暗雲も

### 2024年も堅調な景気拡大が続いた米国

2024年の米国経済は年を通して好調を維持しました。堅調な個人消費に支えられ、実質国内総生産(GDP)は10期連続のプラスを維持(図1)。2022年の年初来燻っていた米経済が景気後退に陥るとの懸念はほぼ払拭された模様です(図2)。一方、物価上昇率は年を通して鈍化傾向にあり、物価上昇圧力の大きな要因となっていた住居費は11月消費者物価指数では前月比+0.2%と落ち着きつつあります。低下していた食品など財価格が足元上昇しつつあるものの、先行きもサービス物価の鈍化を主要因として全体で鈍化トレンドを維持するとみています。

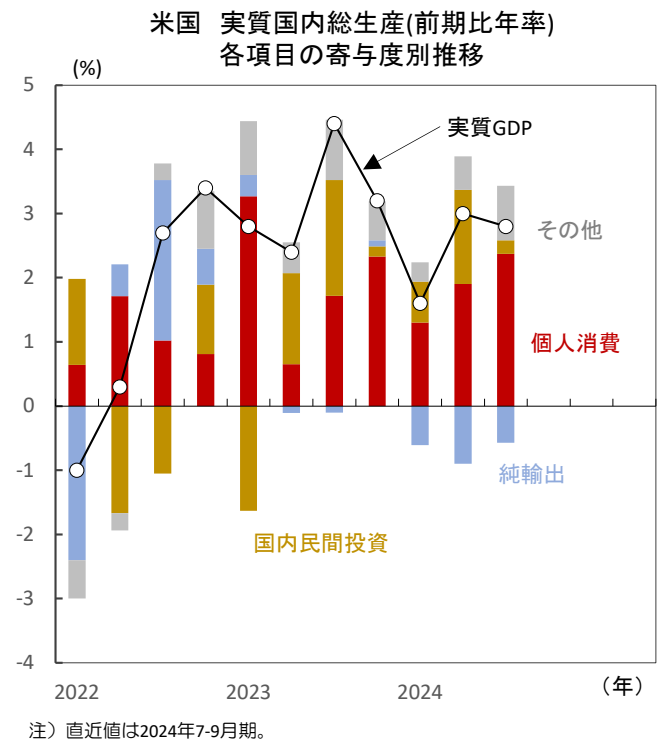
### 金融政策はややタカ派も、不確実性残る

米連邦準備制度理事会(FRB)は2024年9月の連邦公開市場委員会(FOMC)にて0.5%ptの利下げを決定。その後、11月、12月に各0.25%ptの利下げを実施し、コロナ禍以降の金融引き締め局面から姿勢を大きく転換しています(図3)。しかしながら米景気が堅調を保つなか、2025年は利下げペースの大幅な鈍化が見込まれます。ただし、2025年のFOMCで投票権を持つ地区連銀総裁にはタカ派とハト派が入り混じっていることや(図4)、トランプ新政権の政策が景気に及ぼす影響が不透明なことを踏まえると、金融政策の見通しには不確実性が残ります。

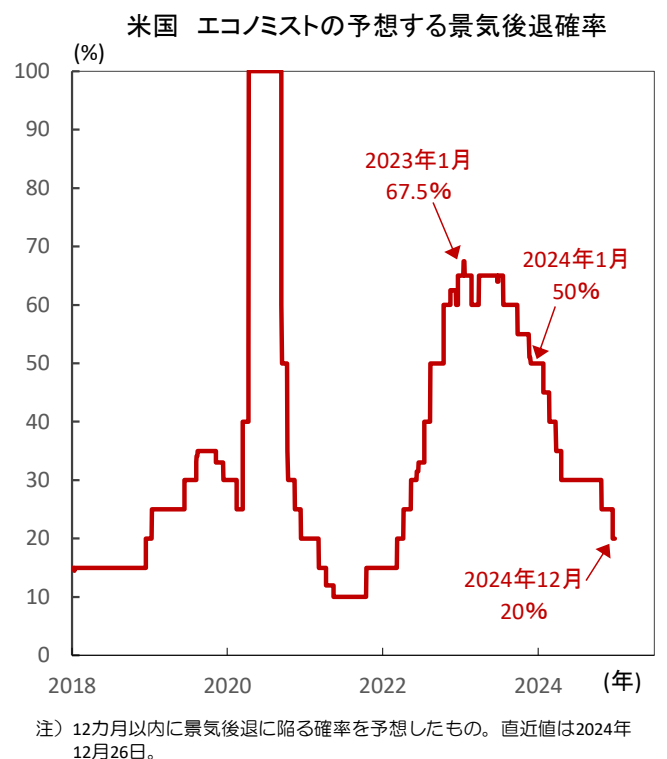
### 2025年はトランプ劇場再演に右往左往か

2025年1月に発足するトランプ政権では減税政策などが国内景気に恩恵をもたらすとの期待から中小企業などの景況感は急上昇しています(図5)。一方、移民の厳格化や関税の引き上げは、短期的に経済成長を下押しする懸念があります。現時点の金融市場では極端な政策リスクは織り込まれておらず、むしろトランプ新大統領が支持率に配慮して、国内景気を下押しかねない政策は控えめな実行にとどめると楽観視している模様です。ただし、今回は上下院両方の議会で共和党が優勢であり、閣僚人事もトランプ氏の政策意向を十分に反映した人選と思われる。実際に関税政策などが実行されれば経済成長を下押し、物価には上昇圧力がかかると予想されます(図6)。実施される政策によっては金融政策も大きな影響を受けると考えられ、トランプ新政権の一挙手一投足に目が離せないでしょう。(清水)

【図1】2024年も米景気拡大は好調が持続



【図2】米景気腰折れ懸念はほぼ払拭される



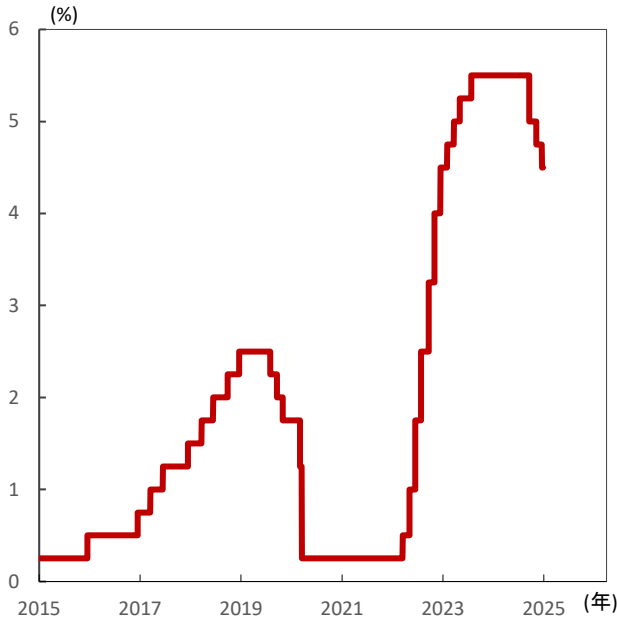


### ③ 各国経済見通し - 米国

2025年1月

【図3】2024年は計1.0%の政策金利引き下げ

米国 政策金利

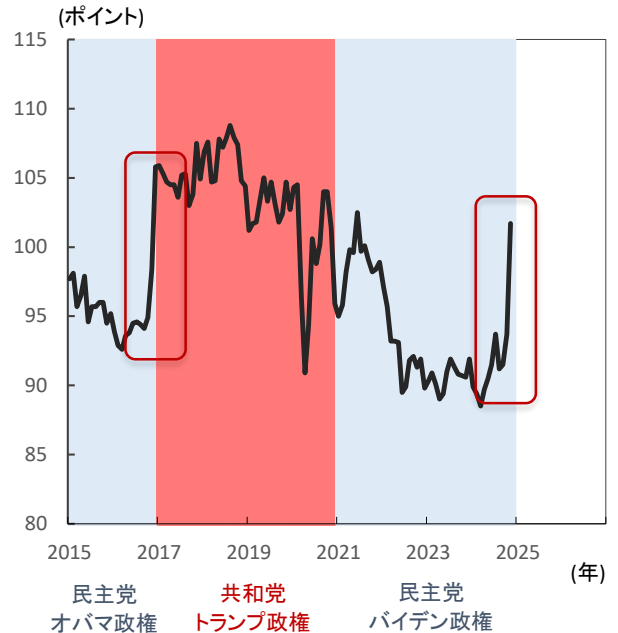


注) 政策金利レンジの上限を表示。直近値は2024年12月26日

出所) 米FRBより当社経済調査室作成

【図5】トランプ新政権への期待で景況感が急改善

米国 全米独立企業連盟(NFIB)景況感



注) 直近値は2024年11月

出所) 米NFIB、各種資料より当社経済調査室作成

【図4】2025年投票権持つ地区連銀総裁は政策姿勢が多様

米国 FOMCにおける投票権を有する参加者 (2024年、2025年)

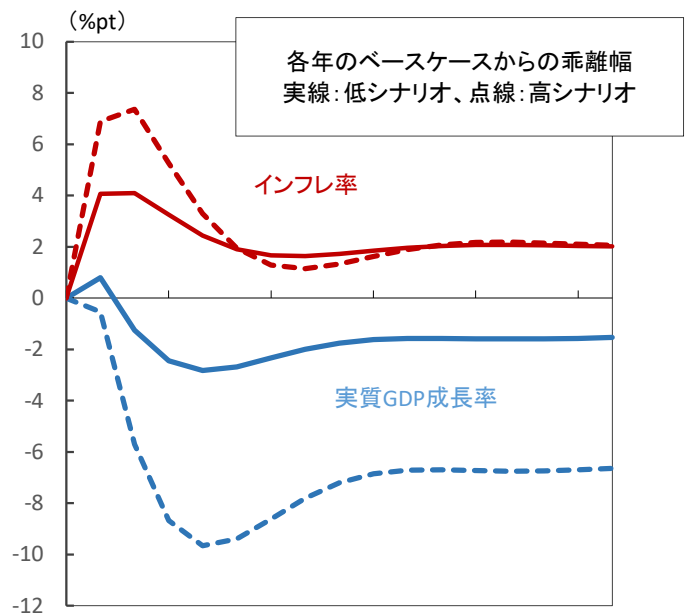
①常に投票権あり			②1年ごとの持ち回りで投票権あり			
役職/地区	氏名	政策姿勢	投票権 (年)	地区	氏名	政策姿勢
FRB 議長	ジェローム H. パウエル	中立	2024	クリーブランド	ベス・M・ハマック	ややタカ派
FRB 副議長 銀行監督	マイケル S. パー	ややハト派		リッチモンド	トーマス・パーキン	ややタカ派
FRB 副議長	フィリップ N. ジェファソン	中立		アトランタ	ラファエル W. ポスティック	中立
FRB 理事	ミシェル W. ボウマン	タカ派		サンフランシスコ	メアリー・C. デイリー	ややハト派
FRB 理事	リサ D. クック	ハト派	2025	セントルイス	アルベルト・ムサレム	タカ派
FRB 理事	クリストファー J. ウォラー	ややタカ派		カンザスシティ	ジェフリー・シュミッド	ややタカ派
FRB 理事	アドリアナ・クグラ	ハト派		ボストン	スーザン M. コリンズ	中立
ニューヨーク	ジョン C. ウィリアムズ	中立		シカゴ	オースタン・ゲールズビー	ハト派

注) 政策姿勢はタカ派、ややタカ派、中立、ややハト派、ハト派の5段階で評価。Bloombergの評価を使用。2024年12月20日時点。

出所) 米FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

【図6】トランプ新政権の政策により景気に大きな影響も

米国 トランプ政策が景気・物価に与える影響



注) 高シナリオは①830万人の不法移民労働者の国外追放、②中国の製品に追加関税60%とそれ以外の国に10%関税を賦課(報復関税あり)、③FRBの独立性低下を想定。低シナリオは高シナリオ比で政策が緩められたケース(①830万人→130万人、②報復関税なし、③なし)。

出所) 米PIEより当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し－欧州

2025年1月

## 欧州経済

インフレ懸念が和らぐ一方、  
景気下振れリスクに懸念

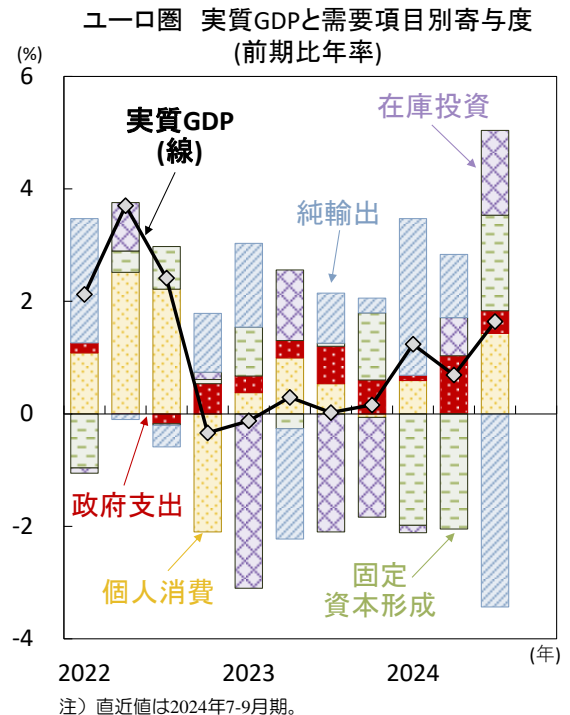
## 低成長が長期化へ、強まる景気先行き懸念

ユーロ圏の2024年7-9月期実質GDPは前期比年率+1.6%と4-6月期から伸び率が加速しました。所得環境の改善やインフレ減速、パリ五輪の開催等を背景に、個人消費が増加したほか、知的財産投資を中心に固定資本形成も大幅増。堅調な内需が景気回復をけん引しました(図1)。

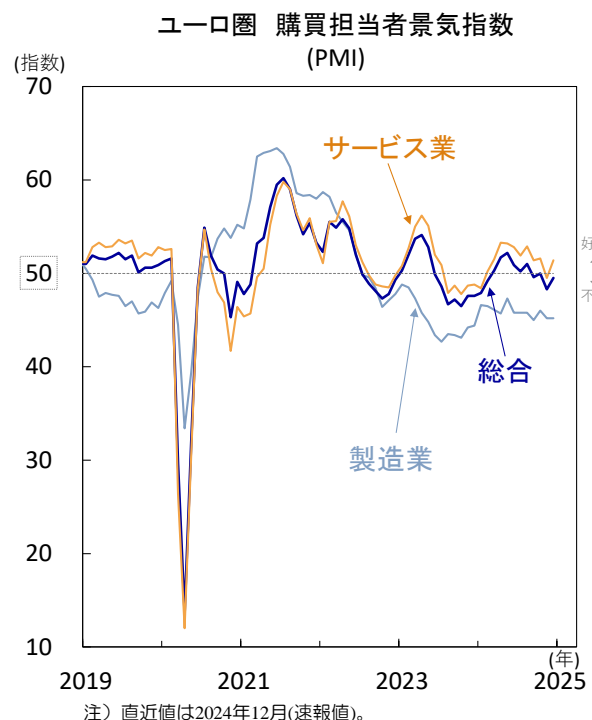
しかし、先行きを巡っては楽観し難い状況が続いています。ユーロ圏の12月総合購買担当者景気指数(PMI)は49.5と、11月値からは改善も、依然中立水準である「50」を下回り、景気停滞を示唆(図2)。サービス業PMIは51.4と大きく上昇して、域内の景気回復を支える同部門の底堅さを示しました。一方で、製造業PMIは44.5へ一段と低下し、深刻な製造業不振を反映。また、ユーロ圏の12月消費者信頼感指数(速報値)は、予想以上の低下を示しました(図3)。独仏政局や米トランプ新政権政策等を巡る不透明感が強い中、2025年年明け以降も企業・消費者マインドが圧迫される状況は続き、ユーロ圏景気は再び減速基調を強め、低成長に留まる可能性が高いとみられます。

ECBは3会合連続で利下げ、  
利下げ幅の一段の拡大には未だ慎重

欧州中央銀行(ECB)は12月政策理事会で、3会合連続となる0.25%ptの利下げを決定しました。同時に公表されたECBスタッフ経済見通しでは成長率を引き下げ、インフレ率は小幅に下方修正(図4)。景気下振れリスクへの懸念を強める一方、インフレに関しては着実に鈍化すると予想しました。ラガルド総裁は、注視する賃金(図5)・利益・生産性(図6)の3つの要素はいずれも正しい方向に向かっているとの見解を示し、物価目標回帰への自信の強まりが窺えます。声明文では先行きを巡って、政策金利を「十分に制約的な水準に維持」との文言を削除し、目先の利下げ継続を示唆しました。しかし、先行き不透明感が強い中、データ次第の政策運営姿勢は変わっていません。サービスインフレの強さへの懸念は残し、一段の利下げ幅拡大には未だ慎重とみられます。会合毎に0.25%ptペースで利下げを継続するとみられるものの、景気・物価の下振れリスクが高まれば、利下げ幅拡大の可能性も残り、景気・物価動向を見極める展開が続きそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 7-9月期は堅調な内需が  
景気回復をけん引

出所) 欧州統計局(Eurostat)より当社経済調査室作成

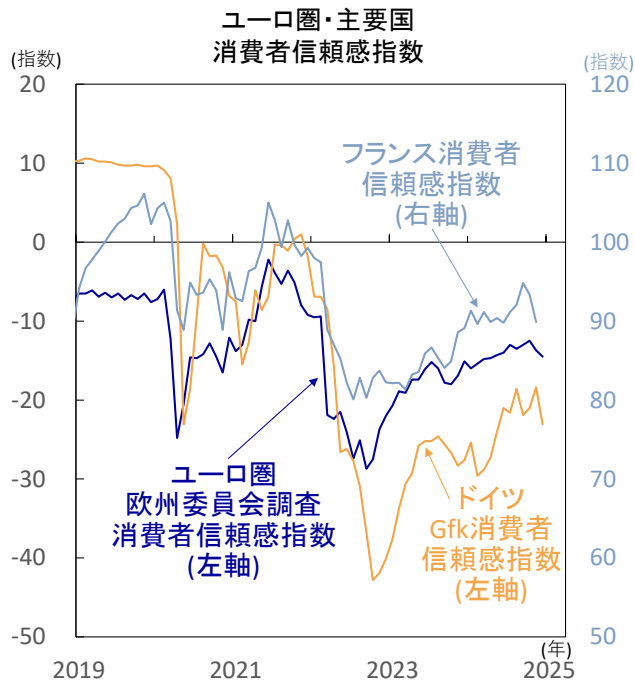
【図2】ユーロ圏 12月総合PMIは引き続き「50」割れ、  
サービス業は回復も、製造業は低調

出所) S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し－欧州

2025年1月

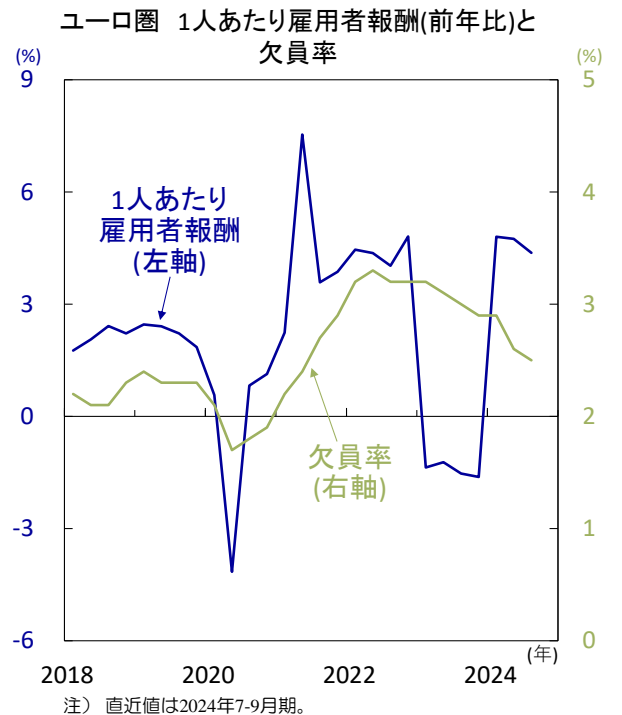
【図3】ユーロ圏 先行き不安から消費者マインドは再び悪化へ、景気回復を支える個人消費に懸念



注) 直近値はユーロ圏・ドイツが2024年12月、フランスが同年11月。

出所) 欧州委員会、GfK、INSEEより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 ECBは賃金上昇率・欠員率ともに、物価目標復帰へ正しい方向に進んでいると評価



注) 直近値は2024年7-9月期。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 ECBは成長率見通しを下方修正し、景気下振れリスクへの懸念強める

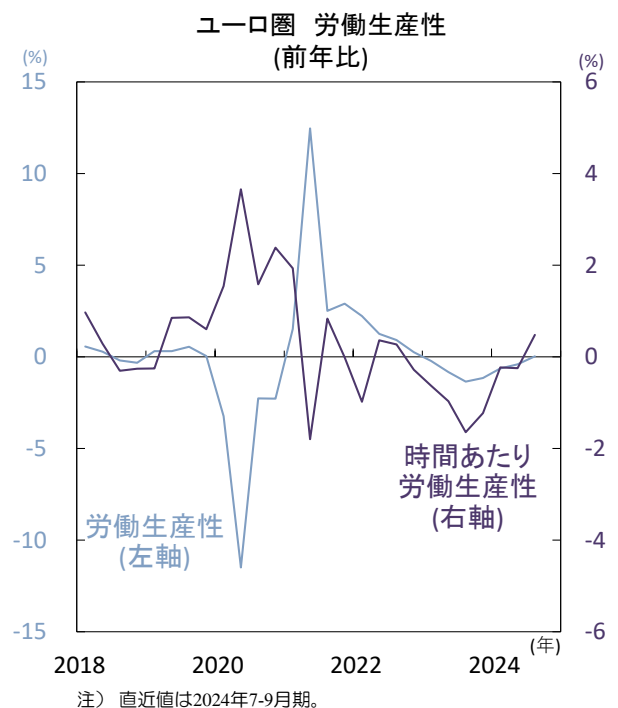
## ECB スタッフ経済見通し

	2024年	2025年	2026年	2027年
<b>実質GDP成長率(前年比、%)</b>				
2024年12月	↓+0.7	↓+1.1	↓+1.4	+1.3
(2024年9月)	+0.8	+1.3	+1.5	-
<b>インフレ率(総合、前年比、%)</b>				
2024年12月	↓+2.4	↓+2.1	+1.9	+2.1
(2024年9月)	+2.5	+2.2	+1.9	-
<b>インフレ率(コア、前年比、%)</b>				
2024年12月	+2.9	+2.3	↓+1.9	+1.9
(2024年9月)	+2.9	+2.3	+2.0	-
<b>単位労働コスト(前年比、%)</b>				
2024年12月	↑+4.7	+2.6	↓+2.0	+2.0
(2024年9月)	+4.5	+2.6	+2.1	-
<b>企業利潤(前年比、%)</b>				
2024年12月	↓▲0.9	↑+2.0	↑+2.0	+2.4
(2024年9月)	+0.2	+1.6	+1.6	-

注) ↑: 上方修正、↓: 下方修正

出所) 欧州中央銀行(ECB)より当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 労働生産性は改善へ、労働コストの上昇圧力緩和に期待



注) 直近値は2024年7-9月期。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通しーオーストラリア

2025年1月



## オーストラリア(豪)経済

## 豪中銀は政策金利を据え置くも 政策スタンスを軟化

### 実質GDPは低めの伸びにとどまる

豪州の7-9月期実質GDP前期比は、4-6月期からは上向いたものの低い伸びに留まりました(図1)。内訳をみると、個人消費は小幅に減少しており、民間住宅投資は増加するも民間設備投資は引き続き減少するなど民間需要の弱さが目立ちました。一方、公的需要は成長率を引き続き押し上げており、輸入が減少したことで純輸出はプラスに寄与しました。足元の消費者マインドは改善しており(図2)、堅調な雇用環境が続いていることから(図3)、個人消費は回復基調にあるとみています。

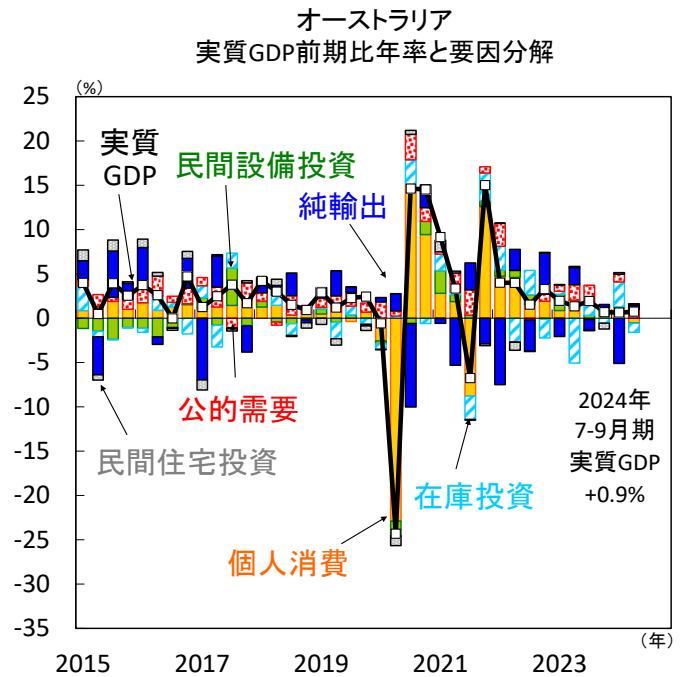
また、民間設備投資は底堅い推移が見込まれることから、今後もGDP成長率は上向き見通しです。ただし、高金利や米国の通商政策を巡る不透明感から、回復は緩やかになると考えられます。特にこれまでの金融引き締めが成長率回復の足かせとなっており、金融緩和への転換が期待されます。10-12月期GDPも低調となれば、豪中銀が利下げ転換に踏み切る要因になるとみています。

### 豪中銀は政策スタンスを軟化

豪中銀は12月の金融政策決定会合において、政策金利を9会合連続で4.35%に据え置きました。声明文では、「一部のインフレ上振れリスクは緩和した」とインフレリスクが後退したとの認識を示した上で(図4)、「インフレが目標に向けて持続的に推移する事に対する確信をいくらか得つつある」との見方を示しました。さらに利上げ再開を選択肢の一つとしていた「あらゆる選択肢を排除しない」との文言を削除し次の政策変更は利下げである事を示唆したといえます。声明文は総じてハト派的であり、早期利下げの可能性を示すものとなりました。

金融市場の豪中銀利下げ観測は強まり、2025年4月会合までの利下げ開始を織り込んでいます(図5)。利下げ転換後、政策金利が中立金利とされる3.5%前後まで段階的に0.25%幅の利下げが継続される見通しです。利下げ観測の強まりに加え、トランプ米次期政権が大幅な対中関税を課す事により、最大の貿易相手国である中国の経済が悪化し豪州経済も悪影響を免れないとの懸念から、長期金利は下ぶれる展開となりそうです(図6)。(向吉)

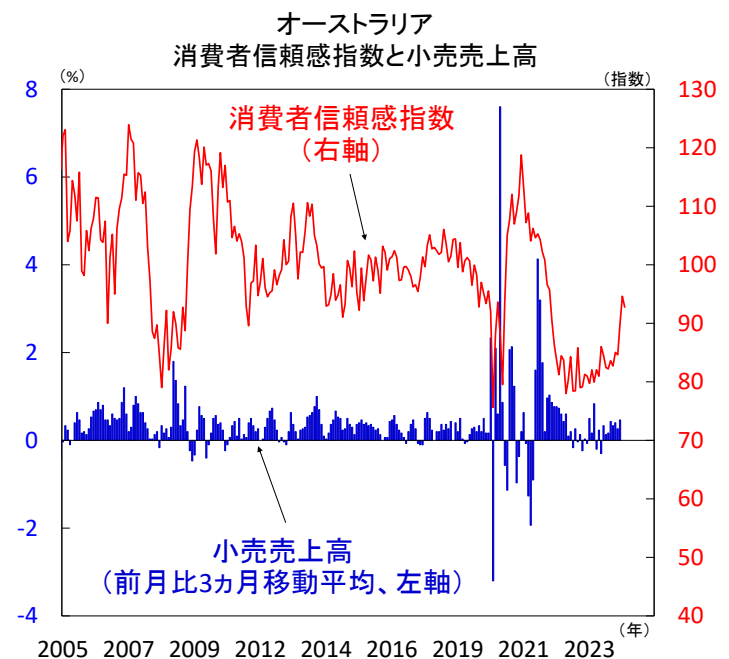
【図1】GDP成長率は上向きも個人消費は低迷



注) 直近値は2024年7-9月期。

出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図2】消費者マインドが改善し消費は回復基調へ



注) 直近値は消費者信頼感指数が2024年12月、小売売上高が同年11月。

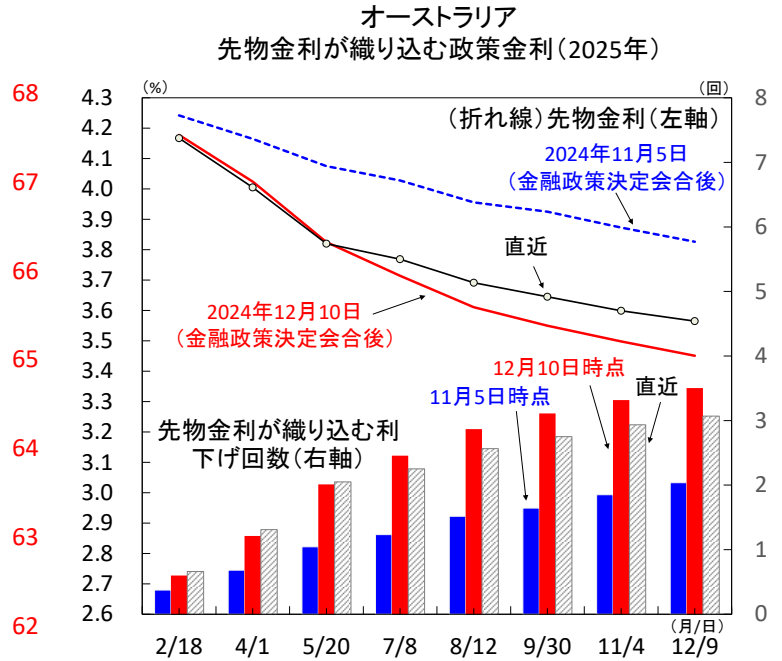
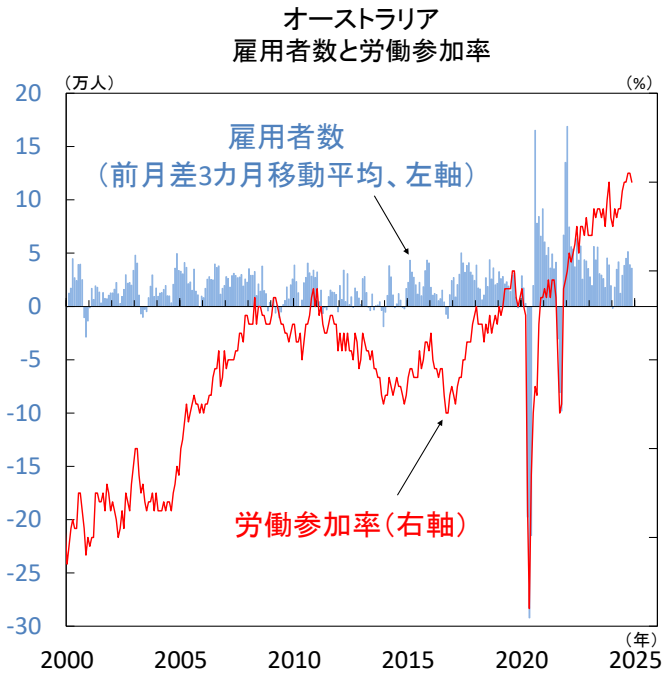
出所) ウェストバック銀行、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

### ③ 各国経済見通しーオーストラリア

2025年1月

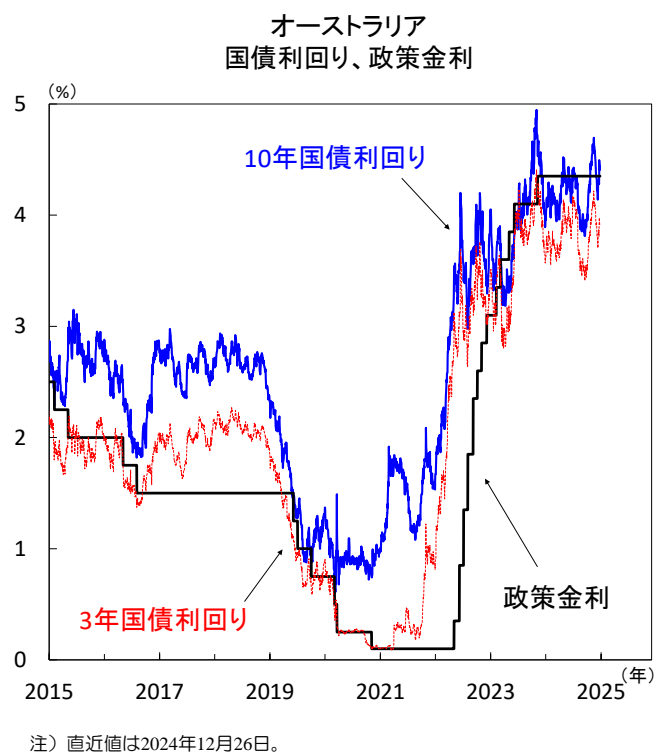
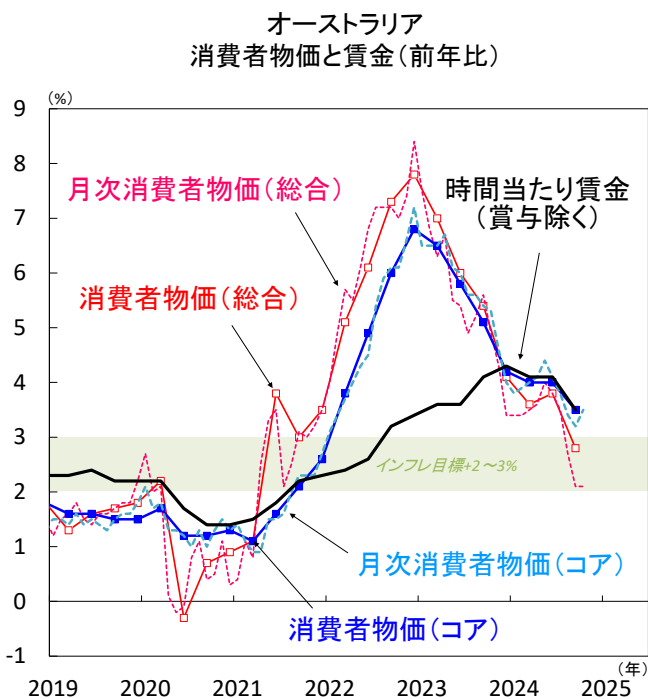
【図3】労働参加率が上昇基調にあり雇用環境は堅調

【図5】豪中銀の早期利下げ観測が強まる



【図4】一部のインフレ指標が豪中銀の物価目標圏内へ

【図6】利下げ観測が強まるなか金利は下ぶれ



## ③ 各国経済見通し－中国

2025年1月

## 中国経済

## 2025年は内需拡大を最優先とした政府、成長率目標は5%前後と前年並みに設定か

## 2025年の内需拡大に向け政策支援を鮮明に

中国政府は2024年12月11-12日の中央経済工作会議（翌年の政策方針を決定）で「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」の方針を示し、財政・金融政策両面から景気浮揚を図る姿勢を強調しました。2025年3月5日開幕の全人代（全国人民代表大会）で発表する成長率目標は+5.0%前後と、2024年と同程度になるとみられますが、目標下限にとどまった2024年（当社予想は+4.8%）から一段の減速を避けたい思惑も感じられます（図1）。

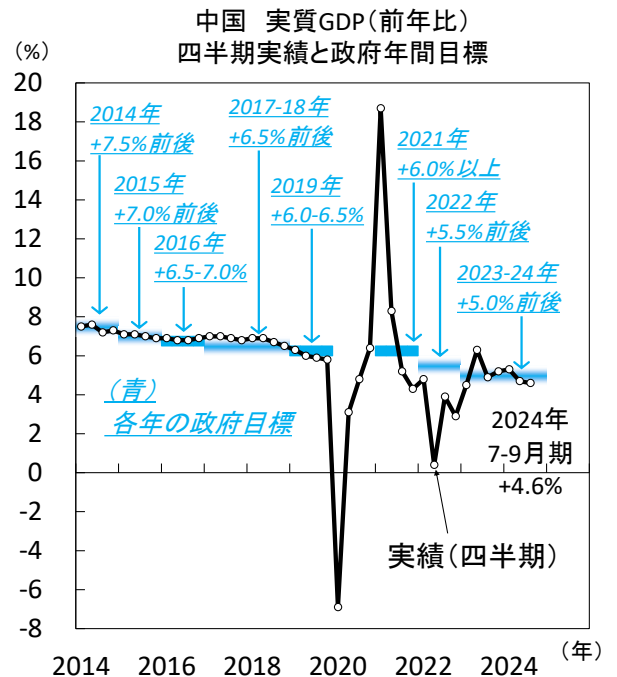
2025年の重点政策9項目では、内需拡大を第1項目に引き上げ（2024年は第2項目）、表現も「消費を強力に拡大し、投資効率を向上させ、内需を全面的に拡大」と強めました（2024年は「国内需要を着実に拡大」）。直近2024年11月の月次指標を見ても、消費や投資など内需の伸びは安定も力強さを欠いており（図2）、米トランプ新政権発足ならびに制裁関税を含めた対米貿易摩擦のリスクを見据え、内需回復を急ぐ姿勢が垣間見られます。

## 内需低迷の根本にある不動産不況は持続中

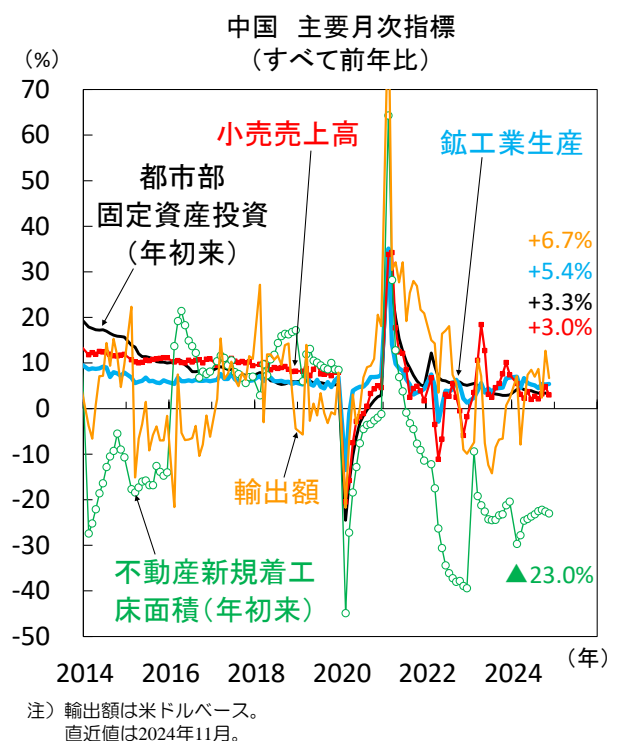
財政政策では、財政赤字比率引き上げ（2024年目標はGDP比3%）と同時に、超長期特別国債（同1.0兆元）や地方政府特別債券（同3.9兆元）の発行増を明言、低空飛行が続くインフラ投資などの支援に乗り出す姿勢を見せています（図3）。金融政策では、2024年2月と9月に預金準備率を引き下げたものの、肝心の資金需要自体が伸び悩むなど金融緩和効果は限定的です（図4）。9月の幅広い金融緩和措置発表時、一段の準備率引き下げも示唆しましたが、同時に強力な内需喚起策も必要といえます。

内需回復には消費、すなわちそれを左右する不動産市場の安定が急がれます。2024年来の住宅市場支援策を背景に、住宅販売床面積はようやく底打ち、家電買い替え奨励なども手伝い、住宅関連小売の回復も顕著です（図5）。ただし、住宅販売は新築に限れば前年割れが続き、価格も下落傾向で消費者心理の重しになっています（図6）。もう一段の景気刺激策が必須の情勢です。（瀧澤）

【図1】 2024年の成長率は5%に達しなかった模様、2025年に向けさらなる減速の回避を目指す



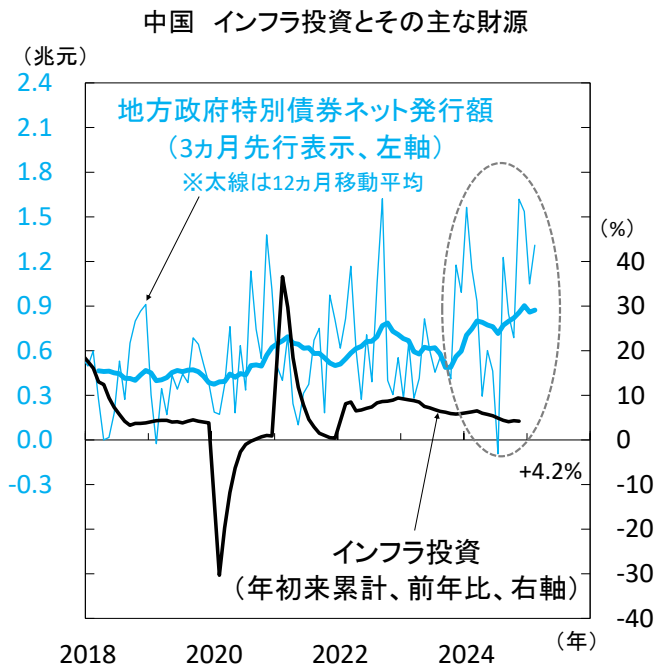
【図2】 内需は総じて安定も力強さを欠く状態、輸出は堅調だがトランプ政権発足後に不安も



## ③ 各国経済見通し－中国

2025年1月

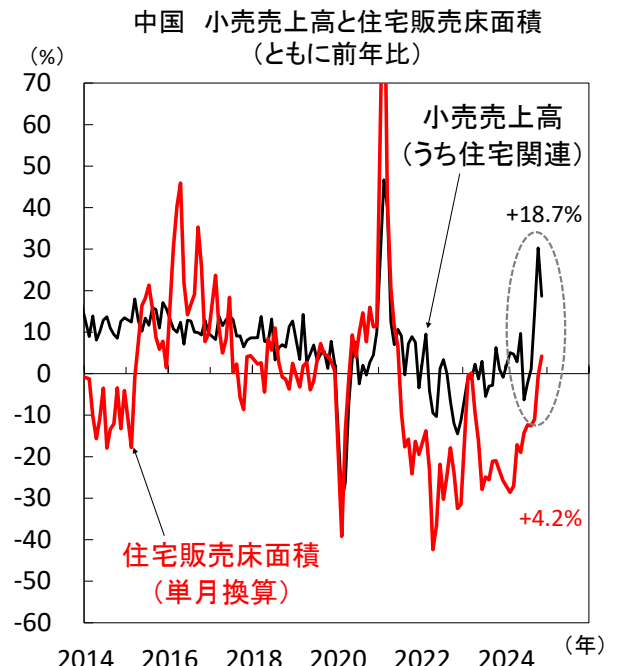
【図3】 地方政府特別債券発行額は増加基調も、  
インフラ投資回復に向け一段のてこ入れが必須



注) インフラは電力除くベース。  
直近値は2024年11月。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当社経済調査室作成

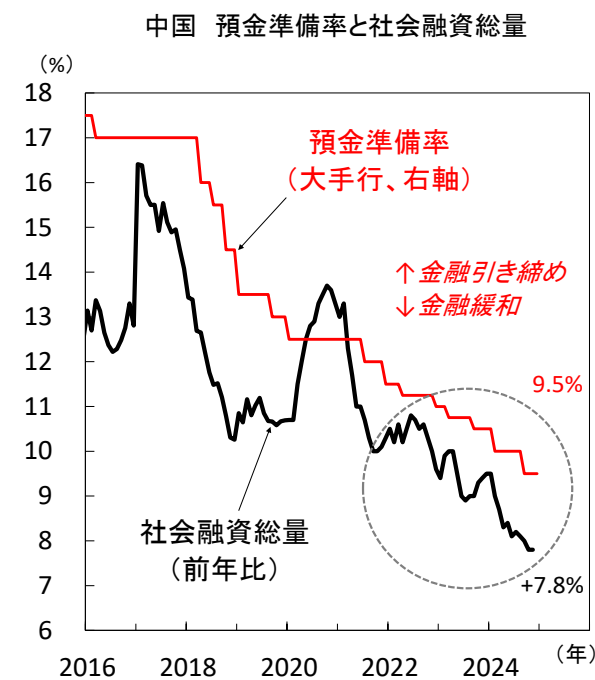
【図5】 住宅販売床面積は単月ベースで前年比プラスに、  
家電買い替え策も奏功し住宅関連消費は回復



注) 小売売上高(住宅関連)は家電、家具、建材・園芸用品の合算値で  
各項目の前年比を金額で加重平均した値。  
直近値はすべて2024年11月。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

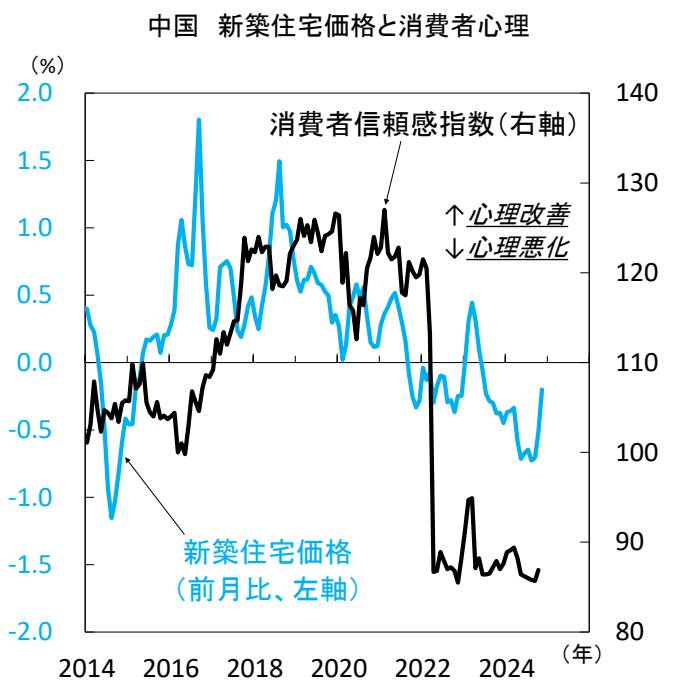
【図4】 人民銀行は小刻みな金融緩和を続けるも、  
資金需要盛り上がりず景気支援効果は限定的



注) 直近値は社会融資総量が2024年11月、預金準備率が同年12月。

出所) 中国人民銀行より当社経済調査室作成

【図6】 新築住宅の価格はいまだ下落基調、  
消費者の先行き不安を長引かせる一因に



注) 新築住宅価格は70都市平均。  
直近値は消費者信頼感指数が2024年10月、  
新築住宅価格が同年11月。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し—インド

2025年1月



## インド経済

## 予想以上の景気鈍化は利下げを促すのか

## 市場予想を下回った7-9月期のGDP成長率

堅調だったインドの景気が失速しています。7-9月期の実質GDPは前年比+5.4%(4-6月期+6.7%)と7期ぶりの+6%台割れ(図1)。需要側では、民間消費や固定資本投資などの内需が勢いを失いました。民間消費は同+6.0%(同+7.4%)へ鈍化しました。雨季の降雨量が回復し農業生産が伸びるとともに農村部家計の消費が持ち直したものの、堅調だった都市部家計の消費が失速。コロナ感染期に積み上がった過剰貯蓄ストックが取り崩され、賃金や家計向け融資の伸びが鈍った影響です。政府消費は同+4.4%(同▲0.2%)へ反発。選挙期間入りに伴って前期に落ち込んだ政府の経常歳出が持ち直しました。固定資本投資は同+5.4%(同+7.5%)へ鈍化。選挙期間が終わっても公共投資が回復せず、好調だった民間住宅投資も勢いを失いました。外需では、総輸出が同+2.8%(同+8.7%)へ鈍化し、総輸入は同▲2.9%(同+4.4%)へ落ち込みました。

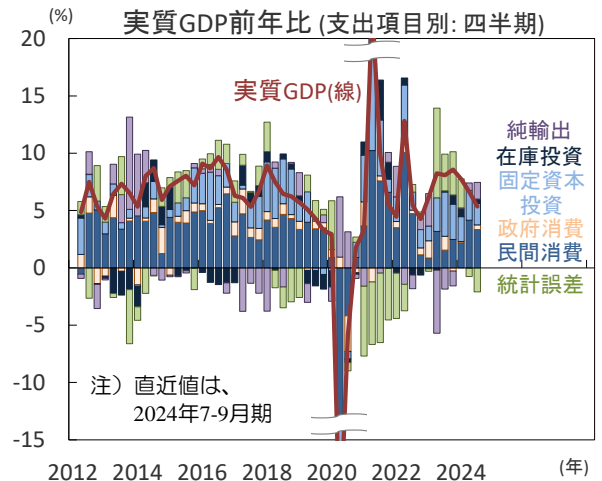
生産側から算出された実質総付加価値(GVA)も同+5.6%(同+6.8%)へ、民間部門の動向を示すコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)も同+5.3%(同+7.3%)へ鈍化。製造業や鉱業の軟調さが目立ちました。

## 製造業や建設業が鈍化、鉱業や公益も軟調

農林漁業は同+3.5%(同+2.0%)へ加速(図2)。前期に北部を襲った熱波が収まり、恵まれた降雨量の下で農作物の生産が持ち直しました。鉱業は同▲0.1%(同+7.2%)へ落ち込み、公益も同+3.3%(同+10.4%)と勢いを失いました。熱波の影響で前期に急増した空調用の電力需要が鈍化し、発電用石炭の採掘も失速。南部を襲った大雨の影響で鉱業部門の採掘活動も落ち込みました。製造業は同+2.2%(同+7.0%)へ鈍化。同部門の付加価値を押し上げてきた投入価格(一次産品価格等)低下の影響が一巡したことに加え、都市部家計の耐久消費財需要が軟化しました。

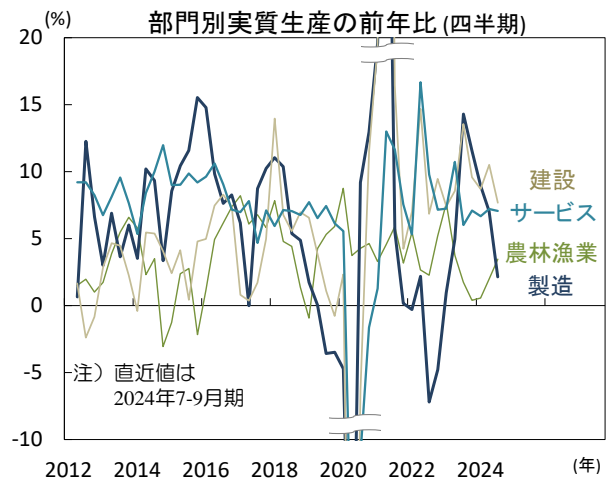
建設業は同+7.7%(同+10.5%)へ減速。選挙期間入りに伴う新規公共投資の停止措置から前期に落ち込んだ公的投資は未だ回復せず、これまで好調だった民間住宅投資も勢いを失った影響です。サービス部門は同+7.1%(同+7.2%)と堅調。金融・不動産等が同+6.7%(同+7.1%)、公共サービス等も同+9.2%(同+9.5%)へ鈍化したものの、流通・宿泊・運輸・通信が同+6.0%(同+5.7%)へ加速しました。

【図1】民間消費や固定資本投資など内需が減速



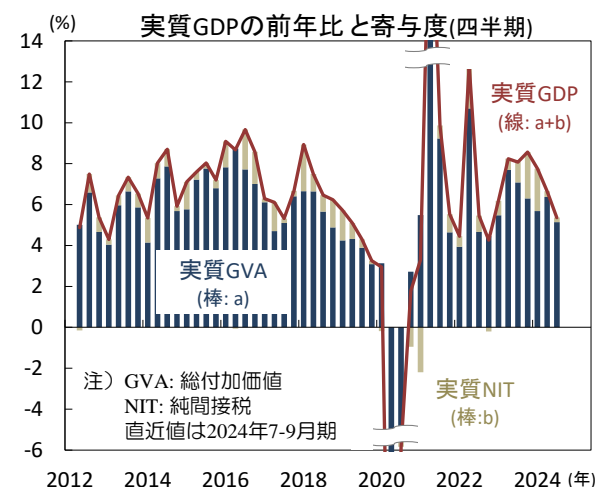
出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図2】サービス部門は堅調だが、製造業が軟調



出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図3】GDPを押し上げた純間接税(NIT)は足元で鈍化



出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成



## ③ 各国経済見通し—インド

2025年1月

## 物価沈静化を待ち2月より利下げ開始か

## ■ 今後は成長率が加速も力強さを欠く見込み

7-9月期の成長率の弱さは、(a)一時的な要因、(b)技術的な要因、(c)都市部家計の消費や民間投資の弱さによるもの。(a)は南部の大雨や選挙後の公共投資の遅れ、(b)は純間接税(NIT、図3)の上振れや前年同期の景気加速からの反動(ベース効果)などです。今後は(a)や(b)の影響が薄れて成長率が上向くものの、(c)ゆえに力強い加速は望めません。当面は乾季作物の収穫が進み農業生産と農村部家計の消費を支え、公共投資も年度末の来年3月にかけて勢いを増す見込み。一方、都市部の家計消費と民間投資は引き続き軟調でしょう。今年度(～2025年3月)のGDP成長率は+6.3%(昨年度+8.2%)へ鈍化すると予想されます。

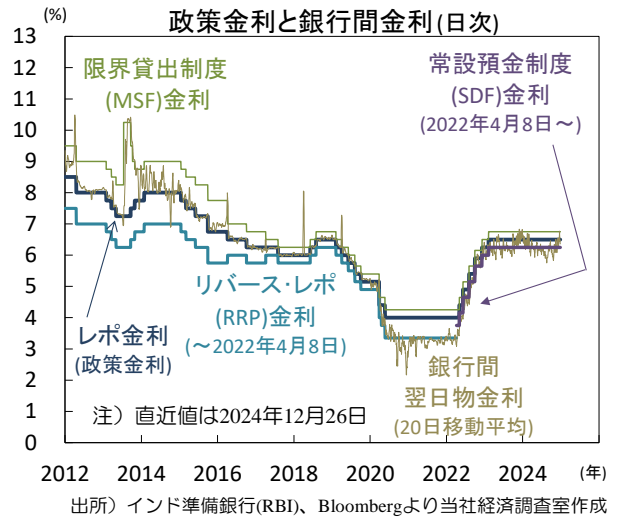
景気が鈍化する中、当局は政策金利を据え置き物価の沈静化を待っています。12月6日、インド準備銀行(RBI)は政策金利を6.5%に維持。据え置きは2023年4月以来11回連続です(図4)。政策は4対2で決定。外部委員2名が0.25%ptの利下げを主張しました。政策スタンスは「中立」と、前回10月に「緩和の縮小」から変更したスタンスを維持。近い将来の利下げの可能性を排除しませんでした。

## ■ 当局は2月より小幅な利下げを開始する見込み

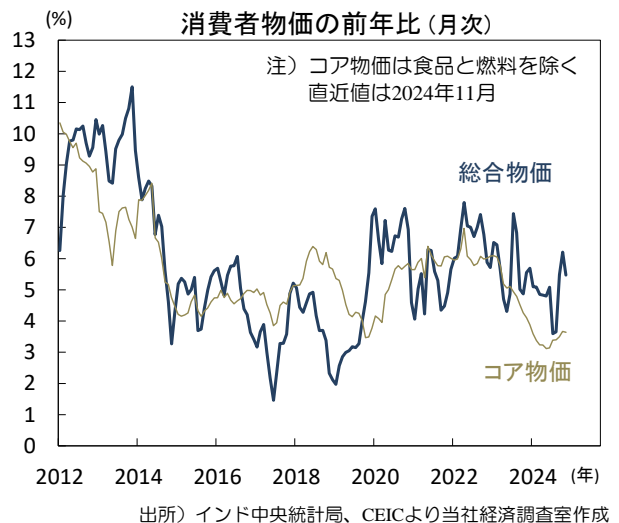
RBIは預金準備率(RRR)を4.5%→4.0%へ引き下げて、1.16兆ルピーの流動性を供給。ドル売り介入による資金吸収や12月半ばの法人税納税に伴う資金のひっ迫を和らげるためとみられます。同行は、足元の経済指標等を受けて今年度の景気見通しを引き下げ、物価見通しを引き上げました(GDP成長率+7.2%→+6.6%、総合消費者物価上昇率+4.5%→+4.8%)。会合の3週間前に公表された10月の総合消費者物価の前年比は+6.2%と目標上限(+6%)を突破(図5)、野菜価格の高騰によります。声明は、同時多発的に生じるショックが物価とインフレ期待を押し上げるリスクが引き続きあることを示したとしました。

もっとも、会合の翌週に公表された11月の総合消費者物価は同+5.5%(10月+6.2%)へ低下(図5)。前月に急伸したトマトが同+41.7%(同+161.0%)へ鈍化しました。猛暑に伴う害虫の発生や大雨の影響で高騰していた同価格は沈静化し、収穫の進展で玉ねぎ価格も下落(図6)。足元ではジャガイモ価格が高止まるものの、2025年1-3月期にかけて野菜価格は低下するでしょう。RBIは、食品物価の沈静化を確認しつつ2025年2月より同年半ばにかけて累計0.5%ptの小幅な利下げを行うと予想されます。(入村)

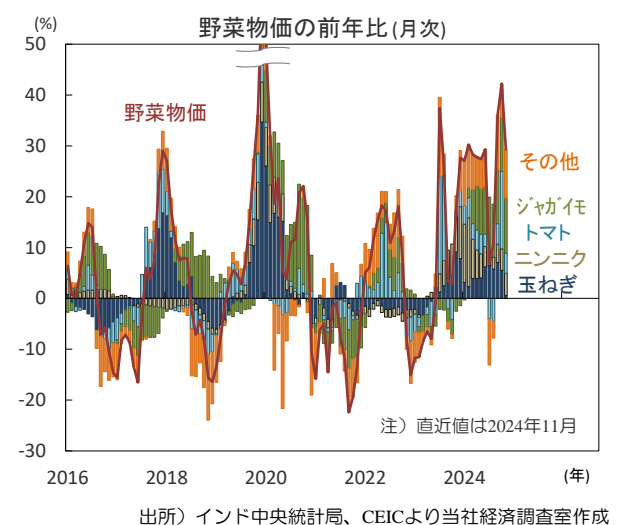
【図4】 2023年4月より11回連続で金利を据え置き



【図5】 10月に急伸した総合物価は11月にやや鈍化



【図6】 天候不順等に伴って大きく変動する野菜物価



## ③ 各国経済見通し—トルコ

2025年1月

## トルコ経済

大幅利上げの影響から、  
景気は当面減速が続く想定

## 利上げの影響で景気後退局面入り

急速な利上げにより景気が減速しています。2024年7-9月期実質GDPは前年同期比+2.1%(4-6月期+2.4%)と鈍化(図1)。季節調整済前期比は▲0.2%(同▲0.2%)と2四半期連続のマイナス成長となり景気後退局面入りしました。

需要側では、民間消費支出(非営利法人消費除く)は前年同期比+3.1%(同+1.5%)と加速した一方、固定資本投資は同▲0.8%(同+0.8%)と減速。トルコ中央銀行(TCMB)は2023年6月から2024年3月にかけて、わずか10会合で41.5pt(8.5%→50.0%)の急速な政策金利引き上げを実施。高い政策金利が積極的な投資を抑制した模様です。政府消費支出も同▲0.9%(同▲0.4%)と減速しました。外需もグローバルな景気減速により総輸出が同+0.8%(同+0.9%)と鈍化。内需の弱さを理由に総輸入が同▲9.6%(同▲5.8%)と軟化したことで純輸出はGDPにプラスに寄与しましたが、政治的不透明感の高まる欧州中心に先行きのグローバルな景気減速が懸念されるなか、更なる輸出の鈍化が景気を下押しリスクに警戒です。

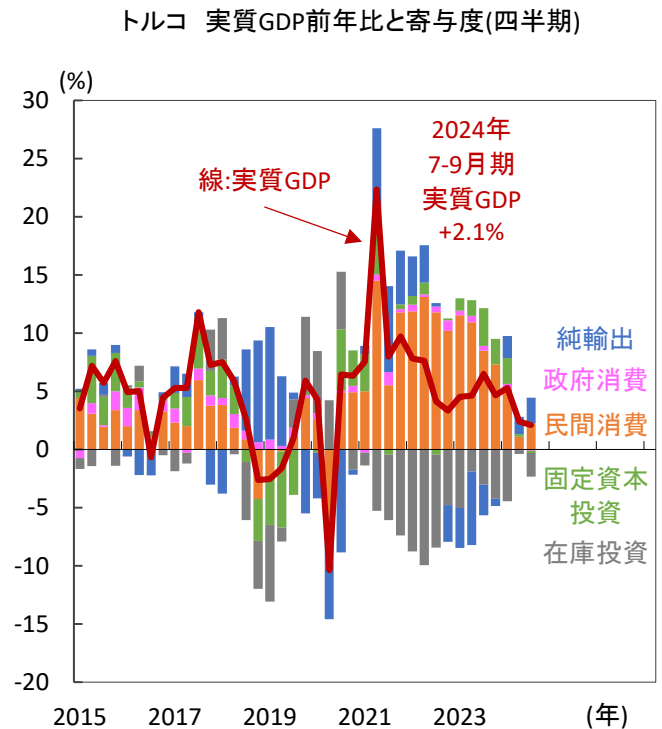
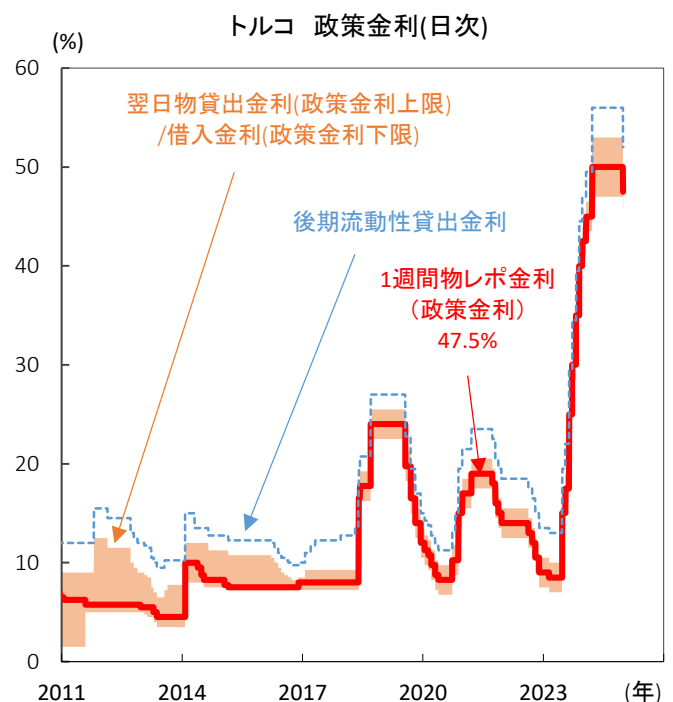
生産側では、製造業の同▲2.8%(同▲2.7%)、サービス業の同+1.4%(同+3.2%)を始めとする多くの業種で減速。高い政策金利が幅広く生産活動を抑制した模様です。

## 高い政策金利水準が景気の重しに

政策金利が高い水準に留まるなか、当面景気減速が続く見込みです。10月の実質小売売上高は前月比+0.2%(9月+2.5%)と鈍化。オーディオやハードウェアなど家庭用機器の同+0.4%(同+3.0%)、医薬品・化粧品の前▲2.1%(同+1.6%)を中心に幅広い項目が鈍化しました。当面、高いインフレ率に伴う実質所得の目減りが消費を下押しするでしょう。また、10月鉱工業生産も同▲0.9%(同+1.6%)と減速。自動車・トレーラーが同▲2.3%(同+10.2%)、コンピューター・電気機械が同▲18.2%(同+20.2%)へ反落した影響です。また、家計消費の鈍化により耐久消費財は同+0.3%(同+3.0%)と伸び率が縮小しました。

インフレの安定化に向けてTCMBが金融引き締め姿勢を維持することが想定されるなか、景気は当面減速を余儀なくされる見込みです。2024年のGDP成長率は+3.0%、2025年は+3.2%程度に留まるものとみられます。

【図1】民間消費と固定資本投資の鈍化が景気下押し

【図2】12月会合で利下げ実施も、  
政策金利は高い水準に留まる

## ③ 各国経済見通し—トルコ

2025年1月

## 景気とインフレの鈍化を受けて、トルコ中銀は利下げを実施

### 緩やかなインフレの鈍化基調が継続

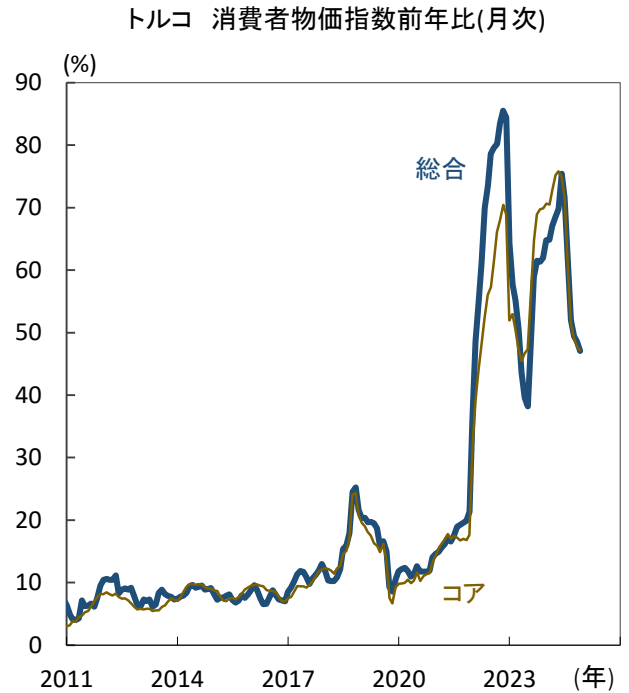
TCMBによる積極的な金融引き締め政策が奏功し、インフレの鈍化が続いています。11月の総合物価指数は前年比+47.1%(10月+48.6%)と減速(図3)。原油を始めとする資源価格の落ち着きによりエネルギーが同+46.1%(同+59.4%)と軟化し同物価を押し下げました。また、変動の大きいエネルギーや飲料などを除いたコア物価指数も同+47.1%(同+47.8%)と鈍化しました。粘着性が高く下げ渋っていたサービスも同+67.9%(同+69.8%)と鈍化しており、需要の鈍化がインフレ圧力を抑え始めた模様です。総合、コア共に伸び率は50%と高く、鈍化ペースは緩やかではあるものの、2024年5月をピークに6カ月連続で減速を続けており、着実にインフレが収束しつつあります。景気が後退局面入りするなか、TCMBはインフレ鈍化基調の安定化を確認するまで金融引き締め政策を維持すると表明。5%のインフレ目標達成に向けて時間を掛けながら目指していくものとみられます。

### 利下げ決定もリラ相場は安定した値動き

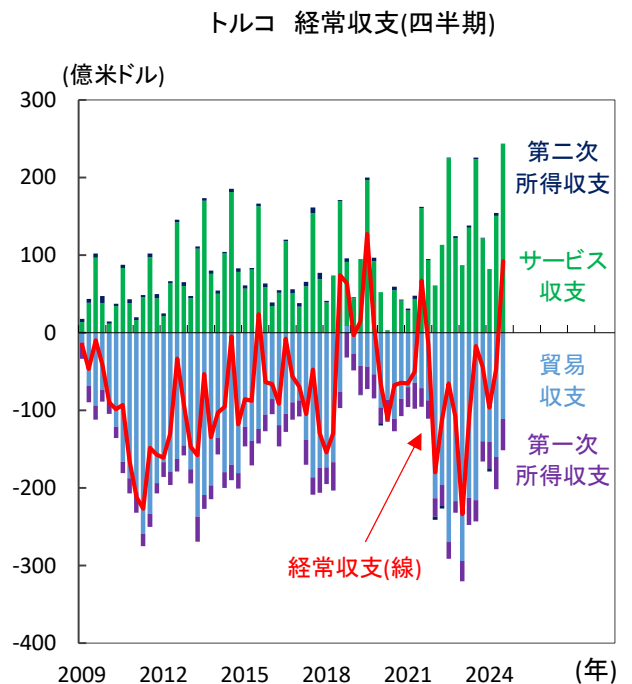
TCMBは12月の金融政策決定会合で2.5%ptの利下げを決定。2024年3月に50.0%へ政策金利を引き上げて以降、8会合連続で据え置かれていました。声明文では金融引き締めスタンスが内需の抑制やインフレ期待の改善などを通じてインフレ鈍化基調が強化されたと評価。一方、インフレ鈍化が停止するリスクはあると指摘しており、「月次インフレの基調的な傾向が大幅かつ持続的に低下するまで金融引き締めスタンスを維持する」としました。また、インフレ見通しに重点を置き、会合ごとに慎重に決定を下すともしており、次回会合での追加利下げを確約しないタカ派姿勢が確認されたことで会合後のリラ相場は落ち着いた値動きをみせました。

TCMBは利下げを実施したものの、長らく低迷の続くリラ相場には転換が期待されます。通貨安を理由に海外からの来訪客が増加したことでサービス収支が改善。経常収支は2021年9月来となる黒字に転換しました(図4)。また、2024年は厳格な金融政策や外貨準備の積み上げを理由に大手格付会社Fitchが2度にわたり自国通貨建て、外貨通貨建て双方の長期国債の格上げを発表(B→B+→BB-)。投資環境改善期待から海外投資家の資金流入が続いています。実質政策金利(政策金利-1年先期待インフレ率)がプラスを維持するなか、更なる資金流入拡大への期待がリラ相場を支える想定です。(北村)

【図3】総合、コア共にインフレ指標は鈍化基調を維持



【図4】サービス収支改善により経常黒字化



## ④ 市場見通し－株式

2025年1月

## 世界

## 12月の株式市場は全体で上値の重い展開に

12月の株式市場は各国で明暗の分かれる展開となりました（12月26日時点、図1上・下）。米国は金利上昇、欧州は独仏政治不安などが重しとなり、海外株は上値の重い展開でした。他方、中国は2025年に向けた当局の積極的な金融緩和・財政出動方針を下支えに底堅く推移、台湾も米ナスダック総合指数が史上初の2万ポイントに到達するなど、ハイテク株堅調の流れにも乗り強含みました。

## 2025年にセクター・ローテーションはあるか

2025年、市場のけん引役が2024年のグロース・大型株から変わるかが焦点です。鍵はトランプ新政権の政策による企業業績への影響で、所得・法人減税や規制緩和などのプラス面、関税や移民規制などのマイナス面のどちらが目立つか次第でしょう。前者なら景気回復のすそ野拡大で小型・バリュー株が復調、後者なら大型株やディフェンシブ性の高い銘柄の優勢が予想されます。（瀧澤）

## 日本

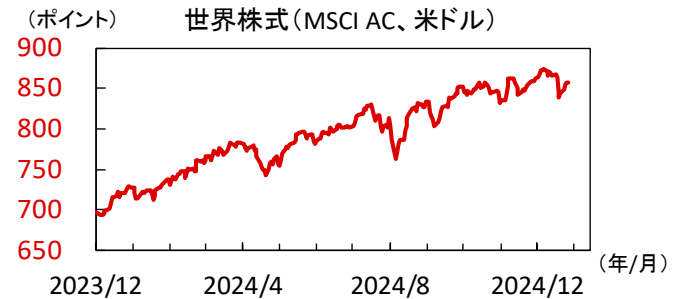
## 日経平均株価は米国株の上昇を受け堅調

12月（～26日）の日経平均株価は+3.56%と上昇しました。米国株が6日に最高値を更新したことが株価の上昇要因となり、日経平均株価は12日に40,000円を越す展開となりました。また、米国半導体関連株が堅調だったことも国内株を押し上げました。18-19日の日銀金融政策決定会合で利上げが見送られ為替市場にて円安が1ドル=158円近辺まで進行したことを受けて株価は上昇しました。

## 2025年の株価は堅調となる見込み

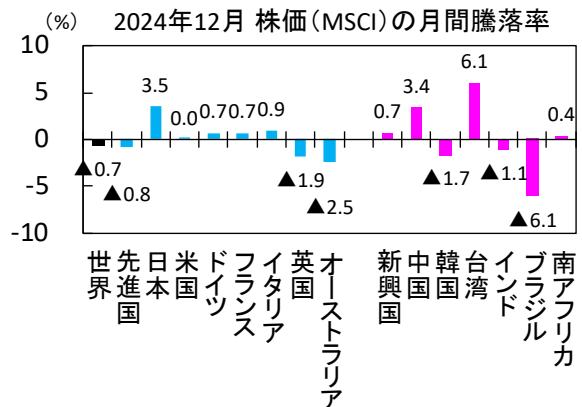
2024年後半は、外国人投資家の日本株売りが拡大しました。一方、自社株買いや半導体関連株上昇を背景に株価は堅調に推移しました。TOPIXの予想一株当たり純利益（EPS）は拡大する一方、予想株価収益率（PER）は2024年初から足元にかけて15倍前後で推移しており株価に割高感はないとみています。2026年にかけて増益基調が維持されれば株価上昇余地はあると考えられ2025年に最高値を更新する可能性があるかとみています。（本江）

【図1】12月の株式は金利上昇に押される地合いに



注) 直近値は2024年12月26日。

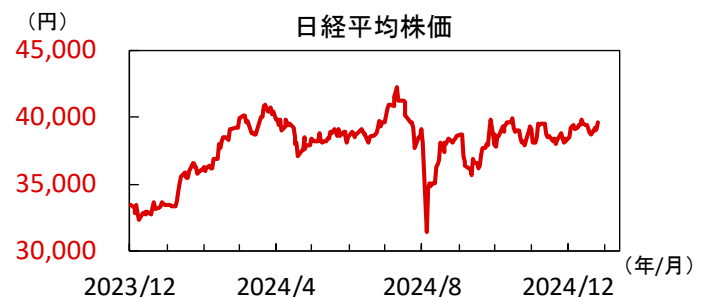
出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成



注) 現地通貨（地域別は米ドル、中国は香港ドル）ベース。値は2024年12月26日。

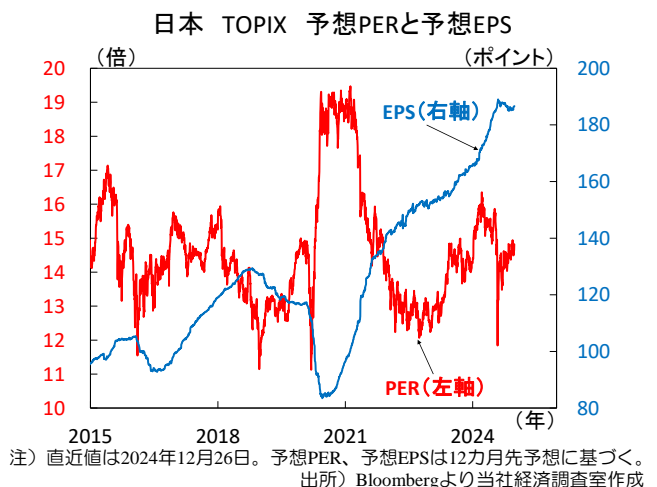
出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】予想EPSが拡大し予想PERは低水準で推移



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年12月26日。予想PER、予想EPSは12カ月先予想に基づく。出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－株式

2025年1月



## 米国

## 12月米FOMCのタカ派姿勢等を嫌気

12月のNYダウは前月比▲3.5%と下落、18日には50年ぶりとなる10営業日連続下落を記録しました。11月の米大統領選以降はトランプ次期政権の政策期待から株価が堅調に推移していた事もあり利益確定売りが出やすい中、12月米連邦公開市場委員会(FOMC)のタカ派姿勢やヘルスケア大手ユニテッドヘルス・グループの幹部射殺を受けた同社株価の急落が投資家心理を冷やしました。

## トランプ政策の行方が焦点

米国株は上値の重い展開を予想します。2025年はトランプ政策の行方が焦点とみます。株式市場はAIやエネルギーなど規制緩和への期待を強める一方、景気にネガティブな関税や移民規制等は縮小されるとの見方も根強いいため、大統領就任日前後は市場ボラティリティが高まる可能性に注意が必要です。FRBもインフレ警戒姿勢を緩められないとみられ、トランプ政策や金融政策を巡る不確実性低下が米国株上昇に不可欠とみます。(田村)



## 欧州

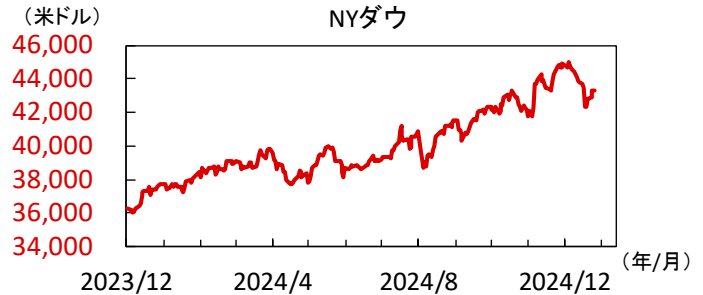
## ECBによる利下げ加速への期待が剥落

12月のストックス・ヨーロッパ600指数は▲1.3%(~26日)と下落。月初は、景気先行懸念の強まりから、欧州中央銀行(ECB)が利下げ幅を拡大し、利下げ到達点がより低水準になるとの観測から上昇が継続。しかし、ECBが12月政策理事会で利下げ加速への慎重姿勢を覗かせたことから下落に転じ、米国の来年の利下げペース鈍化が示唆されると、リスク回避姿勢が一段と強まりました。

## 懸念材料は多く、上値余地は限定的か

ECBは12月政策理事会で当面の利下げ継続を示唆。景気・物価の下振れを受けた利下げ幅拡大の可能性も残り、引き続き、株式相場を下支えしそうです。一方で、域内景気の回復力の弱さや、独仏の政局不安、米次期政権の保護主義的な政策等を背景に、上値余地は限定的とみられます。加えて、2025年1月20日には米大統領就任式を控え、就任直後の大統領令の多発や強気な政策運営姿勢等を受けた相場の不安定化には注意が必要です。(吉永)

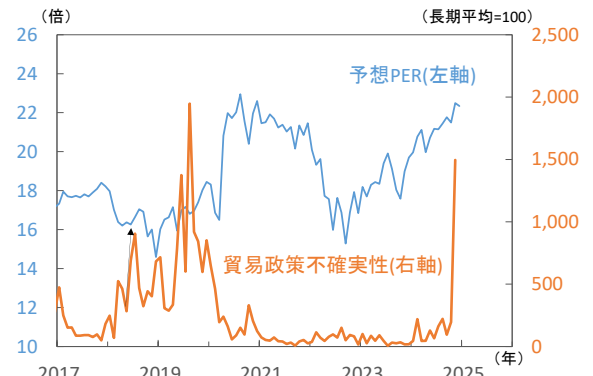
【図3】 トランプ政策は市場ボラティリティを高めるか



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

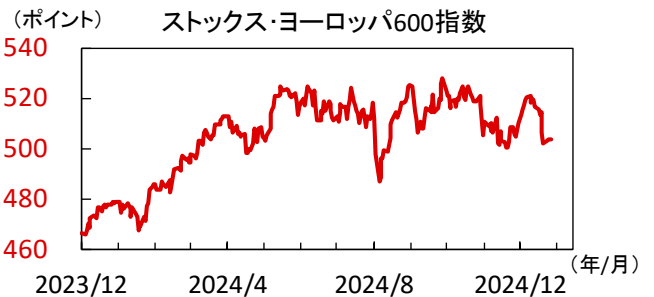
米国 S&amp;P500の予想PER、貿易政策不確実性指数



注) 直近値は予想PERが2024年12月、12カ月先予想を使用。貿易政策不確実性指数が同年11月。

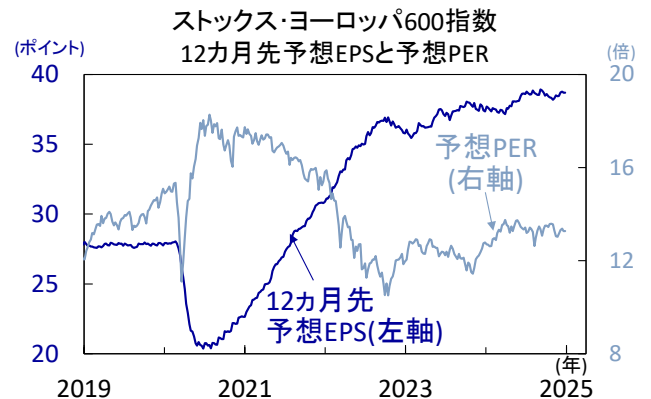
出所) Bloomberg、ベーカー、ブルーム&amp;テイビスより当社経済調査室作成

【図4】 欧州企業のEPSの成長ペースは緩慢か



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年12月19日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－債券

2025年1月

## 世界

## 12月の債券市場は金利上昇に直面し軟調

12月の債券市場は総じて軟調でした（12月26日時点、図1上・下）。米連邦公開市場委員会（FOMC）で2025年の利下げペース減速が示唆され米金利が上昇、欧州も含めた世界的な金利上昇に押された印象です。他方、日本国債は日銀の利上げ慎重姿勢を受け、金利上昇が限定的にとどまり底堅さを見せました。対照的に中国は10年国債利回りが2%を割り込むなど金利低下が目立ちました。

## 2025年は米欧の財政政策の行方も焦点に

欧州は製造業不振による景気悪化、独仏政治混迷、ウクライナ情勢不安など逆風の強い環境です。2024年12月発足の仏バイル新政権（同年3回目の首相交代）、2025年2月総選挙後の独新政権とともに、景気低迷打破に向け追加の財政出動は不可避の情勢です。債券市場は米欧の利下げ政策と同時に、財政政策（米トランプ新政権も財政拡張が濃厚）の行方にも神経質となりそうです。（瀧澤）

## 日本

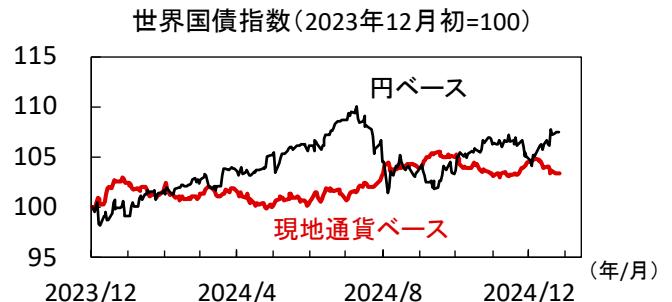
## 根強い利上げ観測から長期金利は上昇

12月（～26日）の10年国債利回りは+0.04%ptと上昇。12月11日に日銀の関係筋が、足元の経済・物価情勢が見通し通りであることを確認してから利上げしても問題ないと認識している旨の報道があり、2024年12月の利上げ観測が弱まったことから長期金利は低下。しかし根強い利上げ観測から長期金利は上昇。その後、会合で利上げが見送られた事を受けて長期金利は低下しました。

## 2025年1月の追加利上げ観測残る

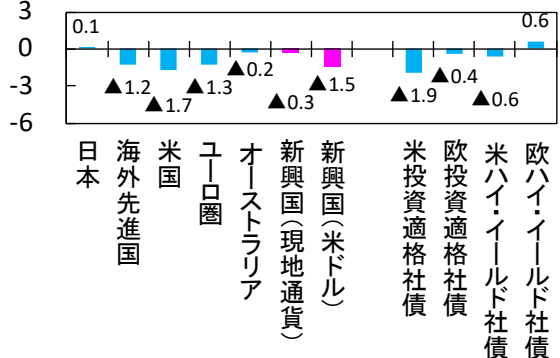
日銀は2024年12月の会合にて政策金利の据え置きを決定しました。また、2025年1月会合の前である1月14日に氷見野良三副総裁が懇談会で講演する予定であると発表。1月の決定会合の直前に政策委員が懇談会を開く事は異例であり市場では1月の利上げ観測が根強く残っています。2025年は日銀の金融政策正常化は一段と進むとみられ、追加利上げ見通しと国債保有によるストック効果の縮小で長期金利は今後上昇するとみています。（本江）

【図1】12月の債券市場は米国国債中心に低調



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。直近値は2024年12月26日。  
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2024年12月 主要債券指数の月間騰落率



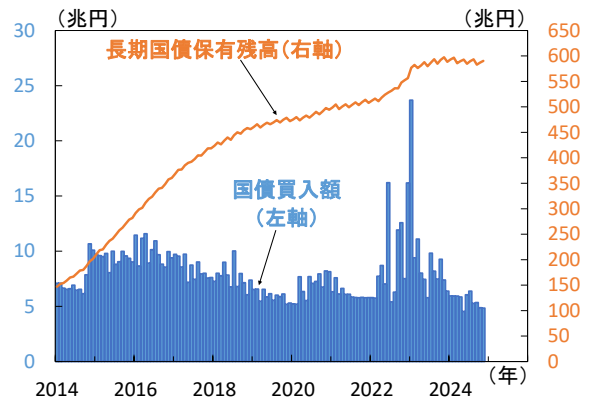
注) 現地通貨ベース。対象指数は28頁をご参照。値は2024年12月26日。  
出所) FTSE、ICE、JPモルガン、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】国債保有によるストック効果は縮小見込み



注) 直近値は2024年12月26日。  
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

日本 日銀の国債買入額と長期国債保有残高



注) 直近値は2024年11月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－債券

2025年1月



## 米国

## 米長期金利は一時4.6%台に上昇

12月の米10年国債利回りは前月から大幅に上昇しました。堅調な米景気指標やトランプ次期政権の政策不透明感を背景にインフレ再燃への警戒感が根強いなか、12月米連邦公開市場委員会(FOMC)では2025年の利下げペース鈍化が示唆されました。米連邦準備理事会(FRB)の想定外のタカ派姿勢が嫌気された事で米国債売りに拍車がかかり、同利回りは一時4.6%を上抜ける展開となりました。

## インフレ鈍化の持続性が焦点

米金利は緩やかな低下を予想します。FRBが重視する基調インフレ率の11月コアPCEデフレーターは前年比+2.8%と前月から横ばいも、高止まるサービス物価は労働市場の正常化や住居費鈍化に伴い減速するとみまます。ただし、FOMC参加者が懸念を強めるように堅調な米景気やトランプ政策によるインフレ上振れリスクも根強く、2025年は2%物価目標に向けたインフレ鈍化の持続性が焦点となり金利の方向性を決定するとみまます。(田村)



## 欧州

## ECBの利下げ加速観測は後退

12月の欧州主要国金利は11月末の水準から上昇。欧州中央銀行(ECB)は12月政策理事会で0.25%ptの利下げを決定し、利下げ幅は維持。先行きの利下げ継続を示唆する一方、データ次第の慎重な利下げ姿勢は変わらず、市場では利下げ加速観測が大きく後退しました。加えて、米連邦準備理事会(FRB)も2025年の利下げペースの鈍化を示唆し、欧州主要国の金利上昇につながりました。

## 景気・物価の下振れリスクを見極める展開か

フランスの少数与党による新政権は引き続き困難な政策運営を余儀なくされるも、市場では既にその状況を想定し、仏独債利回り差の拡大余地は限られる見込み。またECBによる利下げ加速観測は後退し、足元、短期金融市場では2025年前半にかけて会合毎に0.25%ptの利下げを続け、利下げ到達点を中銀預金金利1.75~2.0%とする見方が大勢。景気・物価の下振れリスクが大きく高まらなければ主要国金利は現行水準での推移を続けそうです。(吉永)

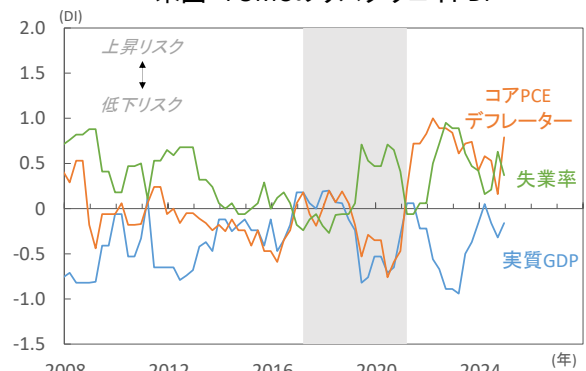
【図3】インフレ上振れリスクへの警戒感が強まる



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

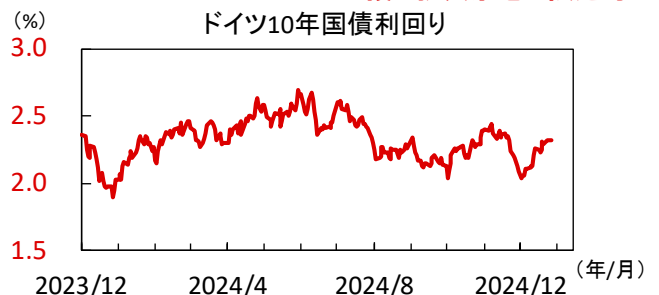
## 米国 FOMCのリスクウェイトDI



注) FOMC参加者の経済見通しに対するリスクがどちらの方向に傾いているかを示す、(上方向と答えた人数-下方向と答えた人)÷参加者数。網掛け部分は第1期トランプ政権期間。

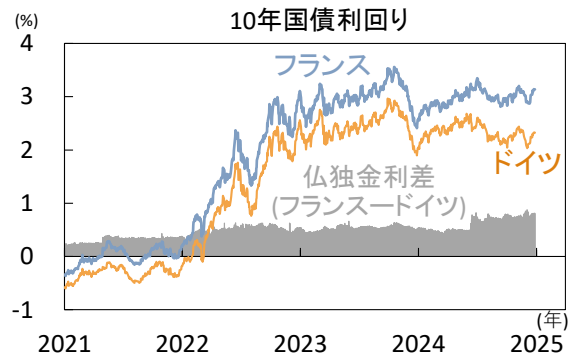
出所) 米FOMCより当社経済調査室作成

【図4】 独仏利回り差は高止まりも、一段の拡大余地は限定的か



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

ドイツ・フランス  
10年国債利回り

注) 直近値は2024年12月26日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－為替

2025年1月

## 世界

## 12月の為替市場は引き続き米ドルが強含む

12月の米ドル指数（対主要6通貨）は11月末比+2.2%と引き続き米ドル全面高となりました（12月26日時点、図1上・下）。NZドルは軟調。同国の2024年7-9月期実質GDPが2期連続の前期比マイナスと景気が悪化、2025年も大幅な利下げが続くとの見方が響いている印象です。ブラジルレアルも軟調。同国中銀がレアル買い介入を実施も、同国財政悪化に対する根強い懸念が重しとなりました。

## 2025年も米ドル高が続くかは米新政権次第

先進国の金融政策は利下げ方向も、足元は利下げに慎重な米国・英国、利下げ継続姿勢のユーロ圏、利下げ加速のカナダ・NZと微妙な温度差もみられます。各国の景況感格差を素直に反映した動きといえますが、米トランプ政権の動き次第で軌道修正を迫られる懸念もあります。米国一人勝ちが続けば米ドル高の想定ですが、トランプ氏による米ドル高けん制などには要注意です。（瀧澤）

## 米ドル

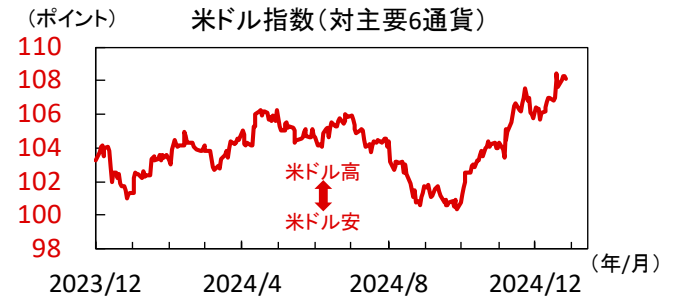
## ドル堅調、円安ドル高が加速

12月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、米ドル円は上昇しました。12月米連邦公開市場委員会(FOMC)の政策金利見通し(中央値)は2025年の利下げペース鈍化を示唆するタカ派的な内容となり、米金利上昇が米ドルを押し上げました。一方、12月日銀政策決定会合では植田総裁が利上げに慎重なハト派姿勢を示し、日米金利差拡大が意識される中で円安米ドル高が進みました。

## 日米金利差は容易に埋まらない可能性も

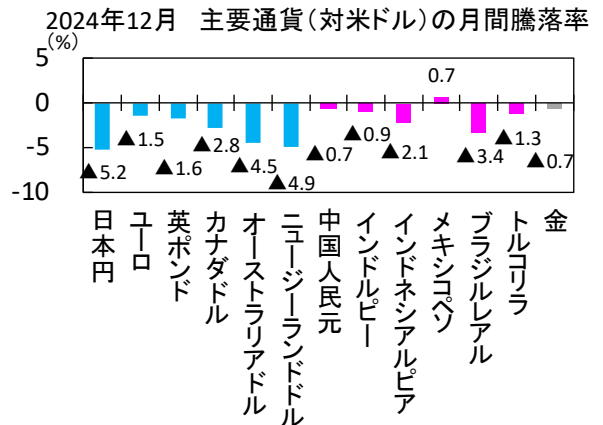
米ドルは底堅い展開を予想します。2024年は世界経済の米国一強が際立つ年となりました。米国では堅調な株式市場を背景に家計純資産が過去最高を更新しており、2025年も消費主導で底堅い景気が見込まれます。ただし、トランプ政策が景気や金融市場に不確実性をもたらす可能性に注意が必要です。他方、日本では賃金と物価の好循環の持続性を見極めるべく、日銀は利上げに慎重な姿勢を示しています。日米金利差が埋まらないとの見方から円安が加速するリスクに注意が必要です。（田村）

【図1】12月の為替市場は米ドル&gt;その他通貨&gt;円



注) 直近値は2024年12月26日。

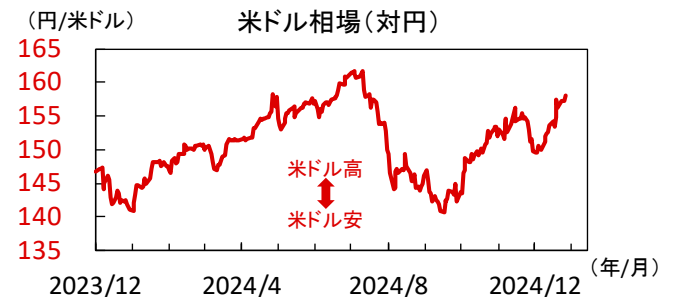
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

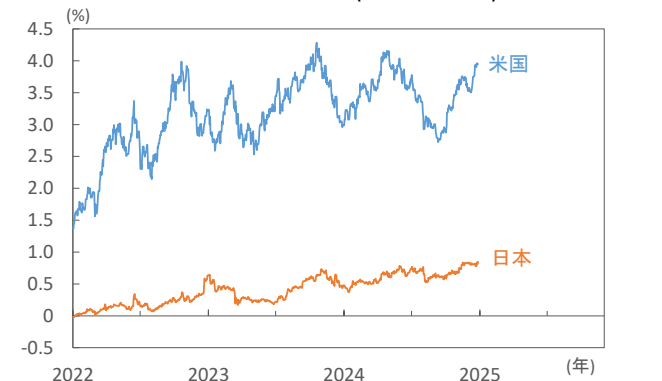
【図2】日米政策金利予想のギャップが拡大



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

日米政策金利予想(2年先1カ月)



注) 直近値は2024年12月26日。OISレート(変動金利と固定金利を交換)を使用、2年先1カ月は景気に対して中立な政策金利水準の代理的な指標。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



## ④ 市場見通し－為替

2025年1月

## ユーロ

## 米FRBのタカ派姿勢を受けてユーロ安が継続

12月のユーロ(～26日)は対ドルで▲1.5%と下落基調が継続。欧州中央銀行(ECB)の利下げ幅拡大観測は後退も、米12月連邦公開市場委員会(FOMC)でタカ派姿勢の強まりが確認され、ユーロ安が進行。域内景気への先行き懸念や独仏の政治混迷も引き続きユーロ相場の重しとなりました。一方、日銀が追加利上げに対する慎重姿勢を示したことから、対円では+3.94%とユーロ高となりました。

## ユーロ相場は引き続き反発材料に欠ける展開か

ECBはデータ次第の利下げ姿勢を保ち、景気・物価の不振に伴う利下げ幅拡大の可能性は残ります。また、フランスでは新政権が樹立も、少数与党による困難な議会運営は変わらず、ドイツでは2025年2月に総選挙が予定され、域内2大経済国の政局混迷への懸念は継続。米トランプ新政権の政策不透明感ものしかかり、2025年前半にかけて、ユーロ相場は軟調な推移が続きそうです。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

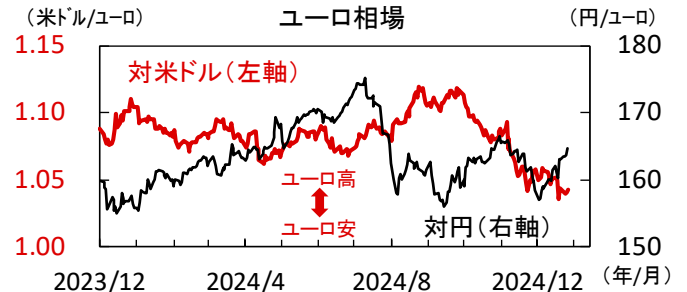
## 豪ドルは対米ドルで2年2カ月ぶりの安値

12月の豪ドル(～26日)は対米ドルで▲4.5%と下落。19日には一時1豪ドル=0.62米ドルを割り込み2022年10月以来の豪ドル安水準に。トランプ米次期政権で想定される対中強硬策を巡る中国経済への懸念や、10日の豪中銀の金融政策決定会合でのハト派化に伴う早期利下げ観測高まりで豪ドルは軟化、更に17-18日の米FOMCの結果がタカ派的であった事が一段と豪ドルを下押ししました。

## 豪ドルはしばらく安値圏での推移へ

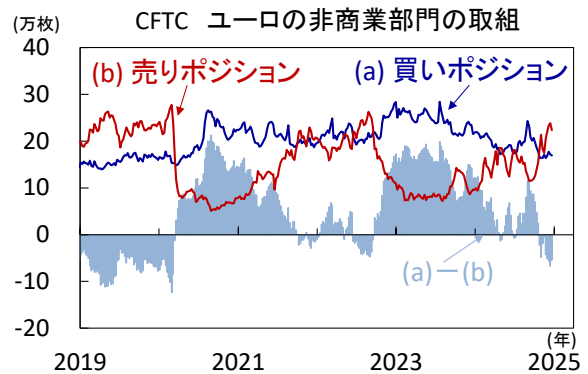
トランプ米次期政権の政策実行を控えて、豪中銀がハト派的に、米FRBがタカ派的に政策スタンスを変化させた事で、豪ドル安米ドル高が進み易くなっています。また、米政権が対中関税を引き上げる事により最大の貿易相手国である中国の経済悪化が豪州経済に波及するとの懸念もくすぶっています。豪中銀の2025年2月利下げ開始は時期尚早とみるも、米中貿易摩擦への不安は根強く豪ドルは安値圏での推移が続く見通しです。(向吉)

【図3】ユーロ売りは相応に進み、下値は限られるも反発材料には欠ける展開か



注) 直近値は2024年12月26日。

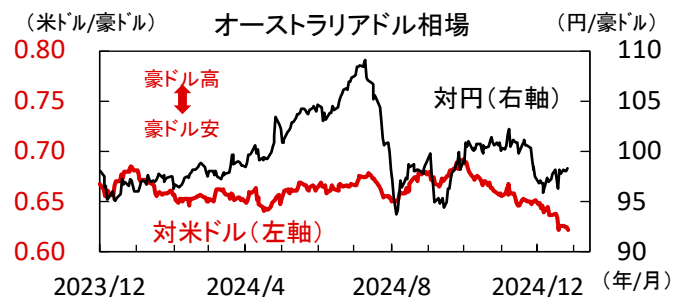
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年12月20日。

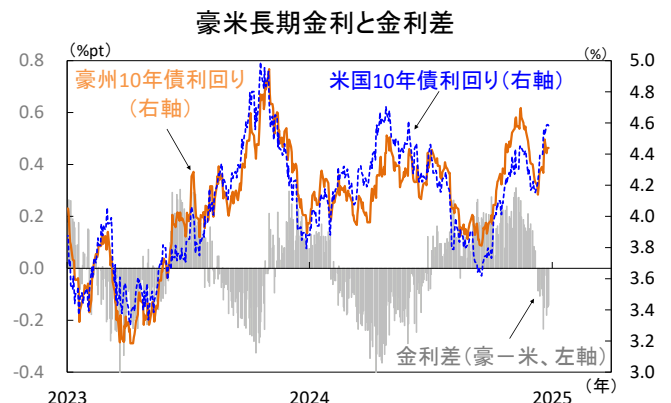
出所) LSEGより当社経済調査室作成

【図4】長期金利は豪金利が米金利を下回る



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－為替

2025年1月


 ニュージーランド(NZ)ドル

### 予想以上に深刻な景気後退を受け軟化

12月のNZドル(～26日)は対米ドルで▲4.9%と下落。19日には2022年10月以来のNZドル安水準をつけるなど軟調でした。トランプ米次期政権で想定される対中強硬策を巡る中国経済への懸念が重しとなりました。19日公表の7-9月期NZGDPは予想以上のマイナス成長となり、NZドルは売られる展開。また、17-18日の米FOMCの結果がタカ派的であった事がNZドル安に拍車をかけました。

### 7-9月期GDPは2四半期連続のマイナス成長

7-9月期の実質GDPは前期比▲1.0%(年率換算▲3.9%)と2四半期連続で減少し、想定以上の落ち込みをみせました。各需要項目は軒並み弱く、高金利が足かせとなり民間消費や総固定資本形成の不振が目立ちました。NZ中銀は政策金利を速やかに中立水準近辺まで引き下げ、金融政策の緩和を急ぐと考えられます。2025年2月の次回金融政策決定会合でも0.50%の大幅利下げが予想され、NZドルは弱含む展開が続きそうです。(向吉)


 インドルピー

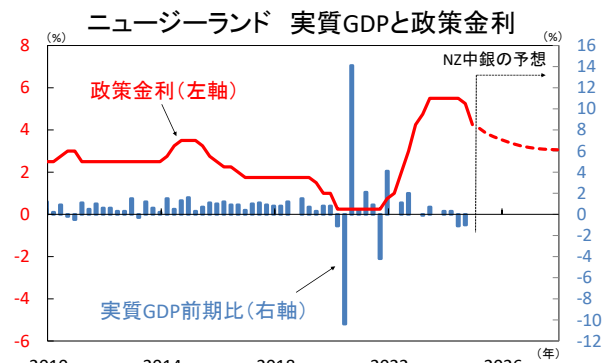
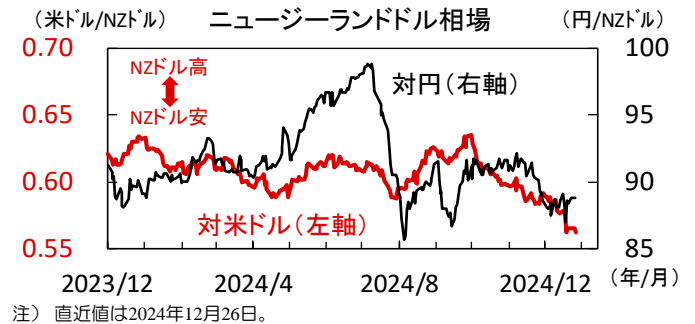
### ルピー相場下落を容認し始めた当局

ルピーは12月初より26日に対米ドルで▲0.9%と主要新興国通貨の平均並みの騰落率。当局は、引き続き市場介入によって日々の相場変動を抑えたものの、ドル高局面での緩やかなルピー安を容認し始めた模様です。当局は2023年初より市場介入を活発化しルピーの対ドル相場を安定化。ユーロや人民元が下落する中でルピーの実質実効相場(REER)が上昇し、割高感も台頭していました。

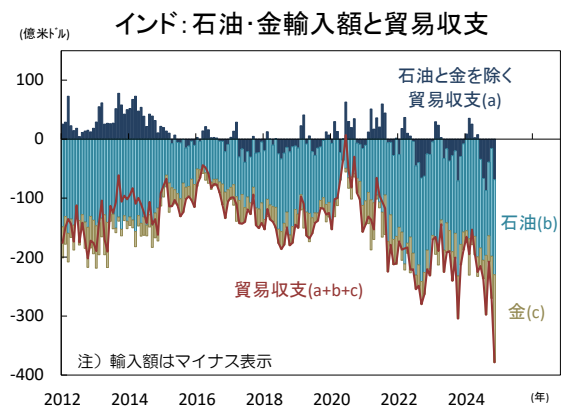
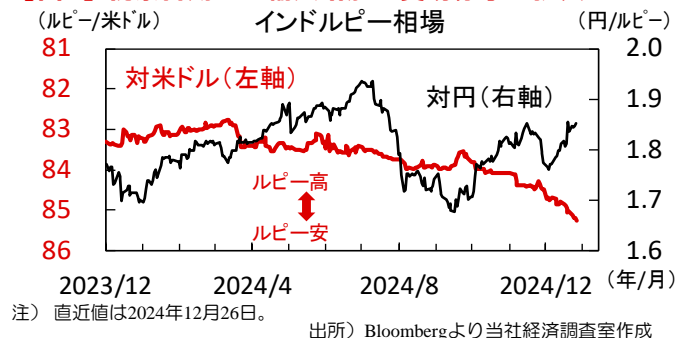
### ルピー相場は当面底堅い展開を見込む

12月10日にはインド準備銀行(RBI)のダス総裁が任期満了で退任しマルホトラ財務次官が新総裁に就任。新総裁の下で、従来からの為替相場運営が改められたとの観測も絶えません。11月には祝祭日期の金輸入の拡大から貿易赤字が拡大(金輸入関税引き下げの影響も)。しかし、1-3月期には経常収支が季節的に改善します。同収支はサービス収支主導で構造的にも改善。当局の相場運営方針の変更に伴って日々の相場変動を増しつつも、ルピーは当面相対的に底堅く推移すると予想されます。(入村)

### 【図5】GDPは弱くNZ中銀の大幅利下げが見込まれる



### 【図6】祝祭日期の金輸入増加で貿易赤字が拡大



## ④ 市場見通し－為替

2025年1月

## メキシコペソ

## 政治的不透明感が高まるなかで底堅く推移

ペソは12月1日から26日にかけて対米ドルで+0.7%上昇。米国のトランプ次期政権による不法移民や関税を巡る政策動向を見極めるなか底堅く推移しました。メキシコ中銀(Banxico)は12月の金融政策決定会合で4会合連続となる0.25%ptの利下げを決定(10.25%→10.00%)。声明文では米政治の不確実性の高まりや景気の下振れリスクを指摘しつつ、インフレ見通しを上方修正するなど緩やかな利下げ姿勢を維持したこともペソの支えとなりました。

## ペソは当面底堅く推移する見込み

米国のトランプ次期政権の政策動向やシェインバウム政権の財政運営など国内外の政治的不透明感が意識されますが、米国が利下げ局面入りするなか、相対的に高い実質金利がペソを支えるものとみています。労働市場の軟化や景気減速によるインフレの鈍化が意識されるものの、Banxicoは緩やかな利下げ姿勢を維持する想定。ペソは当面底堅く推移するものとみられます。(北村)

## ブラジルレアル

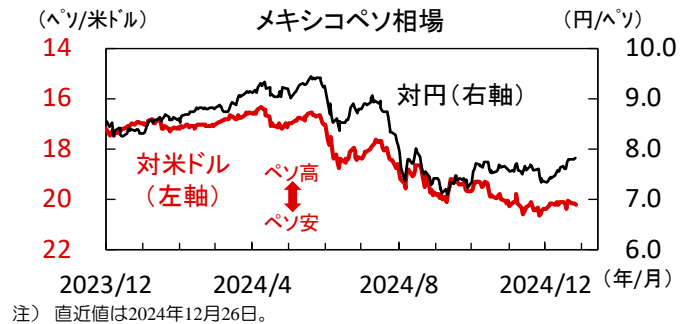
## 財政悪化懸念がレアルの重しに

レアルは12月1日から26日にかけて対米ドルで▲3.4%と軟調でした。ブラジル中銀(BCB)は12月の金融政策決定会合でインフレの再加速を理由に1.00%ptへと利上げ幅を拡大。しかし、財政悪化を巡る懸念がレアルの重しとなり、対米ドルでの過去最安値を一時的に更新しました。また、堅調な米景気指標を背景とした米早期利下げ期待の後退もレアルを下押しした模様です。

## ブラジル中銀の金融引き締め姿勢が支えに

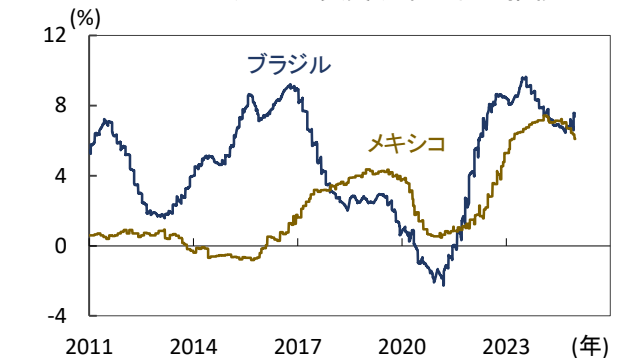
内需の堅調さに起因したインフレ再加速が意識されるなか、BCBはインフレ上振れリスクの大きさに言及。当面金融引き締め姿勢が維持されると見込まれ、高い実質金利がレアルを支える想定です。ただし、財政悪化や主要取引先である中国の不動産市場低迷による景気減速が懸念されており、財政健全化の遅れや輸出の鈍化はレアルの重しとなる見込みです。(北村)

【図7】12月にペソは対米ドルで+0.7%上昇



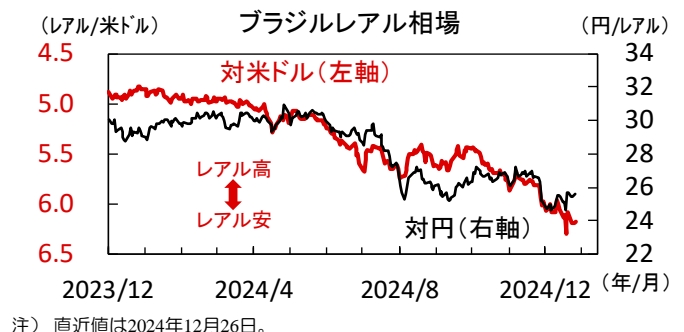
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



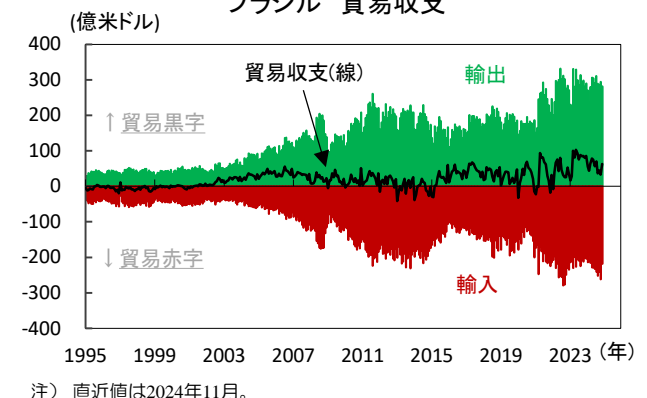
出所) メキシコ中央銀行、ブラジル中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

【図8】12月にレアルは対米ドルで▲3.4%下落



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ブラジル 貿易収支



出所) ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通しーリート

2025年1月

## 日本

## 植田日銀総裁のハト派姿勢を好感

12月の東証REIT指数は前月比+0.2%と上昇、用途別ではホテル・小売が堅調に推移しました。中旬に控えた日米金融政策決定会合への警戒感が高まり、リート価格は軟調な展開が続きました。しかし、12月日銀政策決定会合では市場予想通り政策金利が据え置かれるも、植田日銀総裁が追加利上げに慎重なハト派姿勢を示した事を受け、下旬にかけてリート価格は持ち直しに転じました。

## 日銀金融正常化を睨んだ展開が継続か

日本リートは上値の重い展開を予想します。日銀は足元の経済物価情勢を見通しに沿っていると判断しており、2025年も利上げ継続の流れは不変でしょう。政策金利をどの水準まで引き上げるかは不透明であり、金利先高観が重しとなり得ます。他方、保有物件の稼働率や含み益等を踏まればリートは割安圏にあり、日銀政策見通しやインフレ環境での賃料動向などリート市場を取り巻く不透明感の払拭が価格反発の鍵とみまます。(田村)

## 米国

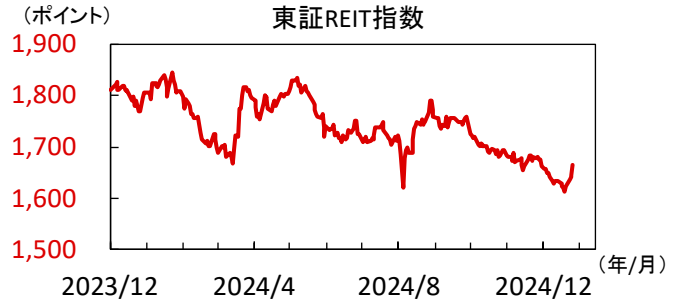
## 米長期金利上昇で軟調な展開

12月のS&P米国リート指数は前月比▲6.9%と下落、セクター別では倉庫や電気通信等が軟調に推移しました。堅調な米景気指標やトランプ次期政権の政策不透明感を背景にインフレ再燃への警戒感が根強いなか、12月米連邦公開市場委員会(FOMC)でタカ派姿勢が示され、米長期金利が大幅に上昇しました。利下げ期待で底堅さを保っていた米国リートは大きく売られる展開となりました。

## 再びインフレ動向が焦点に

米国リートは上値の重い展開を予想します。12月FOMCの政策金利見通し(中央値)が示唆する2025年の利下げ回数は4回→2回とペース鈍化が見込まれています。米連邦準備理事会(FRB)はインフレ色の強いトランプ政策に身構え、インフレ警戒姿勢を強めるとみています。堅調な米景気は保有物件の賃料収入を下支えする一方、バリュエーション面での割安感は乏しく、再び強まるインフレへの懸念を払拭出来るかが鍵とみまます。(田村)

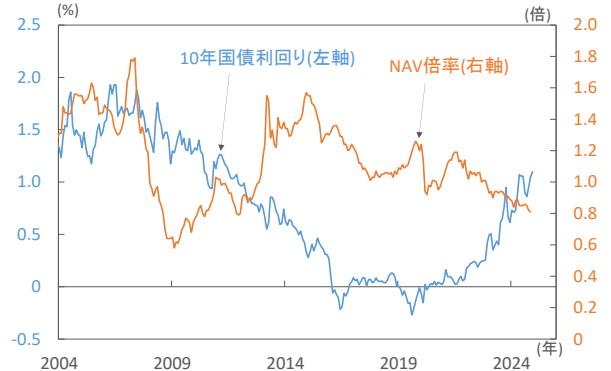
## 【図1】2025年は割安圏からの脱却となるか



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

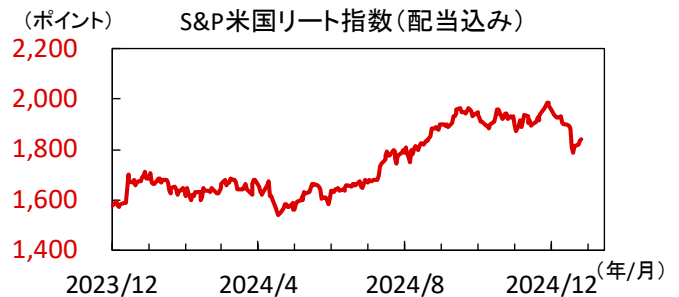
## 日本 NAV倍率と10年国債利回り



注) 直近値は10年国債利回りが2024年12月26日。NAV倍率は同年11月、投資口価格÷1口当たり純資産価値でPBR(株価純資産倍率)に相当、J-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。

出所) ARES、Bloombergより当社経済調査室作成

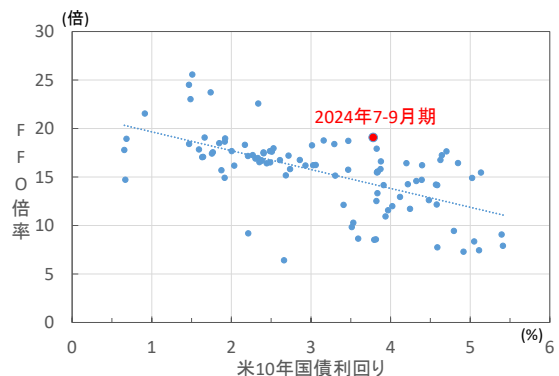
## 【図2】金利高止まりはリーートの逆風



注) 直近値は2024年12月26日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 米国 リートのFFO倍率と米国債利回り



注) 直近値は2024年7-9月期、四半期ベース。FFO倍率はリート価格÷FFO(賃料収入からどの程度キャッシュを得たかを示す)、PER(株価収益率)に相当。出所) 米NAREIT、Bloombergより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－原油

2025年1月

## 原油

中東情勢の悪化で原油価格上昇  
需要増加期待で価格上昇圧力残る

## 中東情勢への懸念の高まりから価格は上昇

12月の原油価格(WTI先物)は、月初1バレル68米ドル近辺でスタートしました(図1)。イランが11月に誓約したウラン濃縮度の引き上げ停止を破棄したことを、6日に国際原子力機関(IAEA)が発表しました。中東における地政学リスクが高まり、価格は上昇しました。また11日、トランプ米次期政権で国家安全保障問題担当大統領補佐官となるマイク・ウォルツ氏がイランに対し最大限の圧力をかけると述べ、同政権1期目の対イラン強硬策に回帰する方針を示しました。米国とイランの関係悪化から、13日に価格は71米ドル台まで上昇しました。

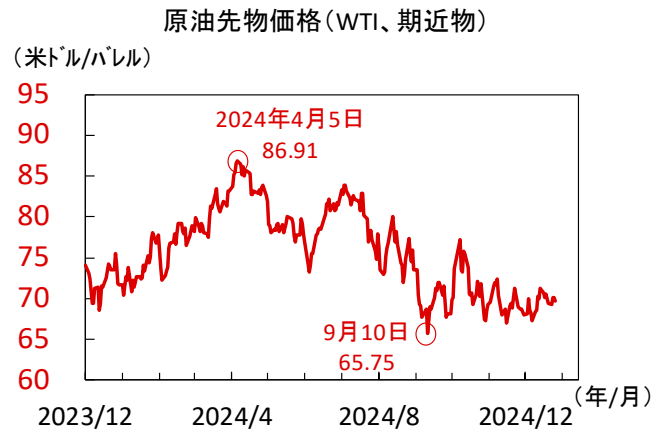
17-18日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では利下げが行われた一方、2025年の利下げペース減速が示唆されました。米国景気への不確実性が高まり、原油の需要縮小懸念が生じたことから原油価格は68米ドル台まで下落しました。他方、中国の中央経済工作会議で景気刺激策の方針が発表され、需要増加期待が高まったことから、足元に向け価格は70米ドル近辺で推移しました。

## 需要増加期待から原油価格は上昇圧力残る

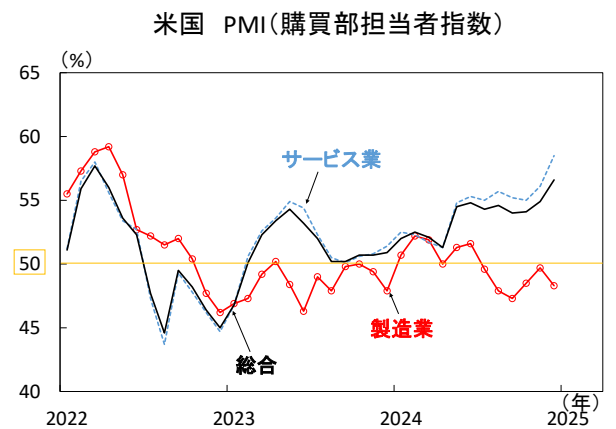
米中の景気回復期待が根強い中、世界的に原油の需要が増加する可能性があります。米国では12月中旬に発表された12月PMI指数がサービス業主導で堅調だったことから景気回復期待が高まっています(図2)。中国は12月24日、「2025年は年金や医療保険の補助金を引き上げ、消費財の買い替え政策を拡大することで、消費に対する財政支援を強化する」と発表。原油需要拡大への期待が高まる中、今後の追加景気対策に注目が集まります。

12月5日、OPECプラスによる共同閣僚監視委員会(JMMC)と第38回閣僚級会合が開催され、2025年末まで実施予定であった公式減産措置等を2026年末まで延長するとともに、自主的な減産措置の段階的緩和期間を12カ月間から18カ月間へと拡大することで合意しました(図3)。次回の閣僚級会合は2025年5月28日に開催される予定です。OPECプラスの減産動向に注目が集まります。また、トランプ米政権発足後の中東情勢変化に伴う原油価格への影響も引き続き要警戒です。(本江)

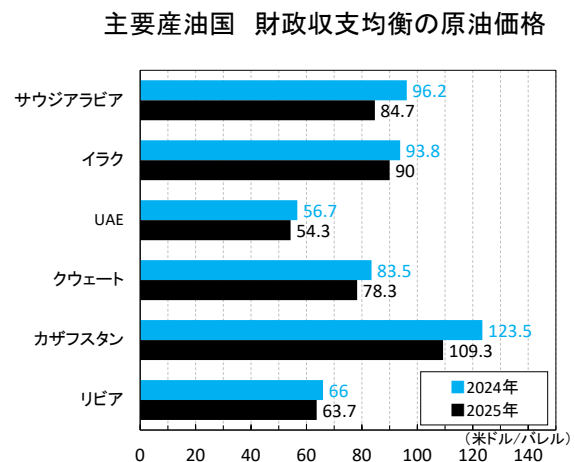
## 【図1】中東の地政学リスクの高まりで原油価格上昇



## 【図2】米国の景気回復期待高い



## 【図3】一部の産油国は足元の原油価格低迷を警戒か



## ⑤ 市場データ一覧

2025年1月

注) 直近値は2024年12月26日

株式 (単位:ポイント)		直近値	11月末	騰落率%	為替(対円) (単位:円)		直近値	11月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)	39,568.06	38,208.03	3.56	米ドル	157.99	149.77	5.49	
	TOPIX	2,766.78	2,680.71	3.21	ユーロ	164.65	158.41	3.94	
米国	NYダウ(米ドル)	43,325.80	44,910.65	▲ 3.53	英ポンド	197.90	190.79	3.73	
	S&P500	6,037.59	6,032.38	0.09	カナダドル	109.67	106.95	2.54	
	ナスダック総合指数	20,020.36	19,218.17	4.17	オーストラリアドル	98.28	97.51	0.80	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	503.81	510.25	▲ 1.26	ニュージーランドドル	88.77	88.61	0.19	
ドイツ	DAX®指数	19,848.77	19,626.45	1.13	中国人民元	21.641	20.654	4.78	
英国	FTSE100指数	8,136.99	8,287.30	▲ 1.81	インドルピー	1.8524	1.7743	4.40	
オーストラリア	S&P/ASX200指数	8,220.86	8,436.23	▲ 2.55	インドネシアルピア(100ルピア)	0.9760	0.9448	3.30	
香港	ハンセン指数	20,098.29	19,423.61	3.47	タイバーツ	4.6267	4.3621	6.07	
中国	上海総合指数	3,398.08	3,326.46	2.15	マレーシアリング	35.230	33.765	4.34	
インド	S&P BSE SENSEX指数	78,472.48	79,802.79	▲ 1.67	ブラジルリアル	25.563	25.109	1.81	
ブラジル	ボベスパ指数	121,077.50	125,667.83	▲ 3.65	メキシコペソ	7.811	7.351	6.25	
先進国	MSCI WORLD	3,778.70	3,810.14	▲ 0.83	南アフリカランド	8.384	8.298	1.04	
新興国	MSCI EM	1,084.69	1,078.57	0.57	トルコリラ	4.48	4.31	3.92	
新興アジア	MSCI EM ASIA	602.33	595.97	1.07	ロシアルーブル	1.5894	1.4064	13.01	

国債利回り (単位:%)		直近値	11月末	騰落幅%	政策金利 (単位:%)		直近値	11月末	騰落幅%
日本	10年物	1.085	1.050	0.035	日本	無担保コール翌日物金利	0.25	0.25	0.00
米国	10年物	4.584	4.170	0.414	米国	FF目標金利(上限値)	4.50	4.75	▲ 0.25
ドイツ	10年物	2.323	2.088	0.235	ユーロ圏	リファイナンスレート	3.15	3.40	▲ 0.25
英国	10年物	4.575	4.242	0.333	英国	バンクレート	4.75	4.75	0.00
カナダ	10年物	3.296	3.086	0.210	カナダ	オーバーナイト・レート	3.25	3.75	▲ 0.50
オーストラリア	10年物	4.440	4.340	0.100	オーストラリア	キャッシュレート	4.35	4.35	0.00
ニュージーランド	10年物	4.476	4.382	0.094	ニュージーランド	キャッシュレート	4.25	4.25	0.00
中国	10年物	1.717	2.028	▲ 0.311	中国	1年物最優遇貸付金利	3.10	3.10	0.00
インド	10年物	6.783	6.743	0.040	インド	レポレート	6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物	7.024	6.854	0.170	インドネシア	7日物リハース・レホ金利	6.00	6.00	0.00
ブラジル	10年物	14.891	13.409	1.482	ブラジル	SELIC金利誘導目標	12.25	11.25	1.00
メキシコ	10年物	10.413	10.007	0.406	メキシコ	オーバーナイト・レート	10.00	10.25	▲ 0.25
南アフリカ	10年物	10.305	10.138	0.167	南アフリカ	レポレート	7.75	7.75	0.00
トルコ	10年物	27.520	27.400	0.120	トルコ	1週間物レポ金利	47.50	50.00	▲ 2.50

リート (単位:ポイント)		直近値	11月末	騰落率%	商品 (単位:ポイント)		直近値	11月末	騰落率%
日本	東証リート指数	1,665.00	1,662.14	0.17	原油	WTI先物(米ドル)	69.62	68.00	2.38
米国	S&P米国REIT指数	1,838.78	1,974.74	▲ 6.88	金	COMEX先物(米ドル)	2,638.80	2,657.00	▲ 0.68
欧州	S&P欧州REIT指数	727.48	773.16	▲ 5.91	工業用金属	ブルームバーグ商品指数	142.74	145.24	▲ 1.73
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	1,263.46	1,311.81	▲ 3.69	穀物	ブルームバーグ商品指数	31.76	31.18	1.86

注) 株式は現地通貨(MSCIは米ドル)ベース、リートは現地通貨ベース(米国・欧州・オーストラリアは配当込み指数)、商品は米ドルベース。  
 FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。  
 直近値および前月末値のデータがない場合(休場など)、それぞれ前営業日の値を表示。

出所) MSCI、S&amp;P、Bloombergより当社経済調査室作成

## ⑥ 主要金融資産のパフォーマンス

2025年1月

## ● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、%）

注）基準日：2024年12月26日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	年初来
株式	国・地域別	日本	3.5	5.2	20.2				3.5	5.2	20.2	20.2
		海外先進国	▲ 0.3	3.8	24.0	▲ 0.7	2.2	22.3	4.8	12.2	34.4	34.4
		米国	0.1	5.5	28.4	0.1	5.5	28.4	5.5	15.5	40.4	40.4
		ユーロ圏	0.7	▲ 2.6	9.5	▲ 0.8	▲ 9.1	3.2	4.7	0.9	15.2	15.2
		新興国	1.8	▲ 3.7	14.3	0.7	▲ 7.1	8.9	6.2	2.9	20.9	20.9
	業種別	IT(情報技術)	4.5	8.9	37.9	4.2	8.1	36.8	9.7	18.1	48.8	48.8
		エネルギー	▲ 8.4	▲ 2.5	0.3	▲ 9.2	▲ 4.9	▲ 1.9	▲ 3.7	5.1	10.1	10.1
		素材	▲ 6.2	▲ 10.2	▲ 3.0	▲ 7.6	▲ 13.9	▲ 6.8	▲ 2.1	▲ 3.9	5.2	5.2
		ヘルスケア	▲ 4.6	▲ 8.8	2.7	▲ 5.2	▲ 10.7	0.9	0.3	▲ 0.7	12.9	12.9
		金融	▲ 2.5	7.6	28.3	▲ 3.4	4.6	24.9	2.1	14.6	36.9	36.9
リート	先進国				▲ 6.8	▲ 8.3	4.5	▲ 1.3	1.7	16.6	16.6	
	日本	0.2	▲ 3.0	▲ 3.9				0.2	▲ 3.0	▲ 3.9	▲ 3.9	
	米国	▲ 6.9	▲ 5.7	9.0	▲ 6.9	▲ 5.7	9.0	▲ 1.4	4.2	21.1	21.1	
	新興国				▲ 2.3	▲ 6.0	3.2	3.2	4.0	15.2	15.2	
国債	円ヘッジなし	日本	0.1	▲ 1.5	▲ 4.1				0.1	▲ 1.5	▲ 4.1	▲ 4.1
		海外先進国	▲ 1.2	▲ 1.5	1.5	▲ 2.0	▲ 4.8	▲ 1.3	3.5	5.2	10.7	10.7
		米国	▲ 1.7	▲ 3.2	0.5	▲ 1.7	▲ 3.2	0.5	3.8	6.8	12.5	12.5
		ユーロ圏	▲ 1.3	▲ 0.0	2.0	▲ 2.7	▲ 6.7	▲ 3.9	2.8	3.3	8.1	8.1
		オーストラリア	▲ 0.2	▲ 1.6	1.3	▲ 4.8	▲ 11.9	▲ 7.7	0.7	▲ 1.9	4.3	4.3
		新興国(現地通貨)	▲ 0.4	▲ 0.5	5.3	▲ 1.5	▲ 6.6	▲ 2.0	4.0	3.4	10.1	10.1
		新興国(米ドル)				▲ 1.4	▲ 2.0	6.5	4.1	8.0	18.5	18.5
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 1.4	▲ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.5
		新興国(米ドル)							▲ 1.9	▲ 3.4	0.4	0.4
	物価連動国債	先進国				▲ 3.0	▲ 6.3	▲ 3.1	2.5	3.7	8.9	8.9
新興国					▲ 2.6	▲ 8.3	▲ 14.7	2.9	1.7	▲ 2.7	▲ 2.7	
社債	投資適格	先進国				▲ 1.9	▲ 4.0	1.3	3.6	6.0	13.3	13.3
		日本	0.0	▲ 0.7	▲ 0.6				0.0	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.6
		米国	▲ 1.8	▲ 2.9	2.7	▲ 1.8	▲ 2.9	2.7	3.7	7.1	14.7	14.7
		欧州	▲ 0.4	0.9	4.7	▲ 1.8	▲ 5.9	▲ 1.3	3.6	3.8	10.5	10.5
		新興国(米ドル)				▲ 1.0	▲ 1.6	4.9	4.5	8.4	16.9	16.9
	ハイ・イールド	先進国				▲ 0.6	▲ 1.2	7.5	4.8	8.8	19.5	19.5
		米国	▲ 0.6	0.0	8.0	▲ 0.6	0.0	8.0	4.9	10.0	20.1	20.1
		欧州	0.6	1.8	8.1	▲ 0.9	▲ 5.1	1.9	4.5	4.7	13.9	13.9
		新興国(米ドル)				▲ 0.4	▲ 0.2	11.5	5.1	9.8	23.5	23.5
		転換社債	先進国				▲ 1.9	▲ 0.4	8.2	3.6	9.6	20.2
	新興国				2.2	▲ 4.2	4.8	7.7	5.8	16.8	16.8	
商品	総合				0.2	▲ 1.2	4.6	5.7	8.8	16.6	16.6	
	金				▲ 0.7	▲ 0.0	27.2	4.8	10.0	39.2	39.2	
	原油				3.0	5.2	10.5	8.5	15.2	22.5	22.5	
他	MLP				▲ 7.7	4.4	23.8	▲ 2.2	14.4	35.8	35.8	
	バンクローン				0.5	2.2	8.8	5.9	12.2	20.9	20.9	

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場との合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。

株式 日本: MSCI JAPAN、海外先進国: MSCI KOKUSAI、米国: MSCI USA、ユーロ圏: MSCI EMU、新興国: MSCI EM (全て配当込み)、業種別: MSCI WORLD

リート 先進国・日本・米国: S&P先進国(または日本・米国) REIT指数、新興国: S&P新興国REIT指数(全て配当込み)

国債(円ヘッジなし) 日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア: FTSE世界国債インデックス(国・地域別)、海外先進国: FTSE世界国債インデックス(除く日本)、新興国(現地通貨建て): J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国(米ドル建て): J.P. Morgan EMBI Global Diversified

国債(円ヘッジあり) 海外先進国: FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ・円ベース)、新興国: J.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)

物価連動国債 先進国: ブルームバーグ・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーグ・バークレイズ新興国物価連動国債インデックス

社債(投資適格) 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、

欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index

社債(ハイ・イールド) 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、

欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index

転換社債 先進国: ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国: ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index

商品・金・原油: ブルームバーグ商品(または金・原油)指数、MLP: Alerian MLP Total Return Index、バンクローン: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより当社経済調査室作成

## ⑦ 主要な政治・経済日程

2025年1月

## ● 2025年1月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
12/30	31	1/1	2	3
(米) 11月 中古住宅販売 仮契約指数 (米) 12月 シカゴ 購買部協会 景気指数	(米) 10月 S&P500インデックス/ ケース・シャー住宅価格指数 (中) 12月 製造業PMI(政府) (中) 12月 非製造業PMI(政府)		(米) 11月 建設支出 (欧) 11月 マネーサプライ(M3) (中) 12月 製造業PMI(財新)	(独) 12月 失業者数 (米) 12月 ISM製造業景気指数
6	7	8	9	10
(米) 11月 製造業受注(確報) (欧) 1月 Sentix投資家信頼感指数 (英) 12月 新車登録台数	(日) 12月 マネタリーベース (米) 11月 貿易収支 (米) 12月 ISMサービス業景気指数 (欧) 11月 失業率 (豪) 11月 住宅建設許可件数	(日) 12月 消費者態度指数 (米) FOMC議事録 (12月17-18日分) (米) 12月 ADP雇用統計 (欧) 12月 ユーロ圏景況感指数 (独) 11月 製造業受注 (伯) 11月 鉱工業生産	(日) 11月 毎月勤労統計 (日) 12月 工作機械受注 (米) 11月 卸売在庫(確報) (独) 11月 貿易統計 (独) 11月 鉱工業生産 (伯) 11月 小売売上高 (中) 12月 生産者物価 (中) 12月 消費者物価	(日) 11月 家計調査 (日) 11月 景気先行指数 (米) 12月 労働省雇用統計 (米) 1月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (仏) 11月 鉱工業生産 (印) 11月 鉱工業生産 (伯) 12月 消費者物価(IPCA)
13	14	15	16	17
(中) 12月 貿易統計	(日) 11月 経常収支 (日) 12月 銀行・信金貸出動向 (日) 12月 景気ウォッチャー (米) 12月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 12月 生産者物価 (伊) 11月 鉱工業生産 (豪) 1月 消費者信頼感指数	(日) 12月 マネーストック (米) ベージュブック (地区連銀経済報告) (米) 12月 消費者物価 (米) 1月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (欧) 11月 鉱工業生産 (英) 12月 消費者物価 (英) 12月 生産者物価 (中) 12月 鉱工業生産 (中) 12月 小売売上高 (中) 12月 都市部固定資産投資	(日) 12月 国内企業物価 (米) 12月 輸出入物価 (米) 12月 小売売上高 (米) 1月 NAHB住宅市場指数 (英) 11月 鉱工業生産 (英) 12月 RICS住宅価格 (豪) 12月 雇用統計	(米) 12月 住宅着工・許可件数 (米) 12月 鉱工業生産 (英) 12月 小売売上高
20	21	22	23	24
(日) 11月 機械受注 (日) 11月 第3次産業活動指数 (米) 大統領・副大統領就任式	(独) 1月 ZEW景況感指数 (英) 11月 失業率(ILO基準)	(米) 12月 景気先行指数 (豪) 12月 景気先行指数	(日) 日銀金融政策 決定会合(～24日) (日) 12月 貿易統計	(日) 植田日銀総裁定例記者会見 (日) 12月 消費者物価(全国) (日) 1月 製造業PMI (日) 1月 サービス業PMI (米) 12月 中古住宅販売件数 (米) 1月 製造業PMI(速報) (米) 1月 サービス業PMI(速報) (米) 1月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (欧) 1月 サービス業PMI(速報) (英) 1月 Gfk消費者信頼感指数
27	28	29	30	31
(米) 12月 新築住宅販売件数 (独) 1月 ifo景況感指数	(日) 12月 企業向けサービス価格 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～29日) (米) 11月 S&P500インデックス/ ケース・シャー住宅価格指数 (米) 12月 耐久財受注 (米) 12月 製造業受注(速報) (米) 1月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (豪) 12月 NAB企業景況感指数	(米) パウエルFRB議長記者会見 (米) 12月 卸売在庫(速報) (欧) 12月 マネーサプライ(M3) (加) 金融政策決定会合	(米) 10-12月期 実質GDP(1次速報) (米) 12月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (欧) 10-12月期 実質GDP(速報) (欧) 12月 失業率 (独) 10-12月期 実質GDP(速報)	(日) 12月 労働関連統計 (日) 12月 鉱工業生産(速報) (日) 12月 小売売上高 (米) 12月 個人所得・消費 (米) 1月 シカゴ購買部協会 景気指数 (独) 1月 失業者数 (中) 1月 製造業PMI(財新)

注) (日) 日本、(米) 米国、(欧) ユーロ圏、(独) ドイツ、(仏) フランス、(伊) イタリア、(英) 英国、(豪) オーストラリア、(加) カナダ、(中) 中国、(印) インド、(伯) ブラジル、を指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成



## ⑦ 主要な政治・経済日程

2025年1月

## ● 2025年の主要な政治・経済日程

	米国	日本	欧州	オーストラリア(豪)
1月	28-29日 FOMC	23-24日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	30日 ECB理事会	
2月				17-18日 金融政策決定会合
3月	18-19日 FOMC(+経済見通し) パウエルFRB議長 半期定例議会証言	18-19日 日銀金融政策決定会合	6日 ECB理事会(+経済見通し)	31-1日 金融政策決定会合
4月		30-1日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	17日 ECB理事会	
5月	6-7日 FOMC			19-20日 金融政策決定会合
6月	17-18日 FOMC(+経済見通し)	16-17日 日銀金融政策決定会合	5日 ECB理事会(+経済見通し)	
7月	29-30日 FOMC パウエルFRB議長 半期定例議会証言	30-31日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	24日 ECB理事会	7-8日 金融政策決定会合
8月	未定 ジャクソンホール会合			11-12日 金融政策決定会合
9月	16-17日 FOMC(+経済見通し)	18-19日 日銀金融政策決定会合	11日 ECB理事会(+経済見通し)	29-30日 金融政策決定会合
10月	28-29日 FOMC	29-30日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	30日 ECB理事会	
11月				3-4日 金融政策決定会合
12月	9-10日 FOMC(+経済見通し)	18-19日 日銀金融政策決定会合	18日 ECB理事会(+経済見通し)	8-9日 金融政策決定会合

	米国	日本	欧州	その他
1月	1日 連邦債務上限対応期限 6日 選挙人投票集計結果公表 20日 大統領・副大統領就任式	未定 通常国会召集	1日 ポーランドがEU議長国に 26日 ベラルーシ大統領選挙	1日 南アフリカがG20議長国に 1日 ブラジルがBRICS議長国に 28日 中国春節
2月		24日 立憲民主党党大会	7日 ウクライナ戒厳令 ・総動員令期限 23日 ドイツ総選挙	未定 G20財務相・中銀総裁 会議(南アフリカ) 24日 ロシアのウクライナ侵攻 から3年
3月	14日 2025年度暫定予算期限 未定 大統領一般教書演説 未定 2026年度予算教書発表	9日 自民党党大会 12日 春闘集中回答日 月末 2025年度予算成立期限 月末 東証上場維持基準の 経過措置順次終了開始	20-21日 EU首脳会議	5日 中国全人代開幕
4月		13日 未定 大阪・関西万博開幕 ラピダス北海道工場 試作ライン稼働開始		
5月				12日 フィリピン議会選挙 未定 G7首脳会議(カナダ) 未定 豪総選挙実施期限
6月		未定 骨太方針閣議決定	26-27日 未定 EU首脳会議 ポーランド大統領選挙	24-26日 NATO首脳会議(オランダ) 未定 OPECプラス閣僚級会合 未定 エチオピア議会選挙 未定 G20財務相・中銀総裁 会議(南アフリカ)
7月		22日 東京都議会議員任期満了 28日 参議院議員任期満了	1日 デンマークがEU議長国に 11日 モルドバ総選挙実施期限	
8月		15日 戦後80年 月末 2026年度予算概算要求		
9月	月末 2026年度予算成立期限	未定 自民党役員人事	8日 ノルウェー総選挙	
10月			15日 EU加盟国がEUに 2026年度予算案提出 23-24日 EU首脳会議	20日 カナダ総選挙実施期限 未定 カタール議会選挙 未定 エジプト議会選挙 未定 G20財務相・中銀総裁 会議(米国)
11月				16日 チリ大統領・議会選挙 未定 G20首脳会議(南アフリカ) 未定 COP30(ブラジル) 未定 ASEAN首脳会議(マレーシア) 未定 APEC首脳会議(韓国)
12月		18日 未定 日韓国交正常化60周年 2026年度予算案 ・税制改正大綱閣議決定	18-19日 EU首脳会議	未定 OPECプラス閣僚級会合 未定 香港立法会選挙 未定 中国中央経済工作会議

注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU:欧州連合、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、NATO:北大西洋条約機構、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP:国連気候変動枠組条約締結国会議、BRICS:ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカの総称。予定は変更される場合があります。

出所) 各種情報より当社経済調査室作成

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」  
および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

Mitsubishi UFJ Asset Management



## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2024年12月27日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

## 本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。

TOPIX（東証株価指数）、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。

ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。

STOXXリミテッドはストックส์・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。

FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとし、FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。

MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU、MSCI EM ASIAに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

FTSE世界国債インデックス、FTSE世界国債インデックス（除く日本）、FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）のデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

ICE BofAML Global Corporate Index、ICE BofAML Japan Corporate Index、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML Global High Yield Index、ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJアセットマネジメントは許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、J.P. Morgan GBI-EM Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複製、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2024 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。

ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的権利を有しています。

ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

S&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。



## 三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY