

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

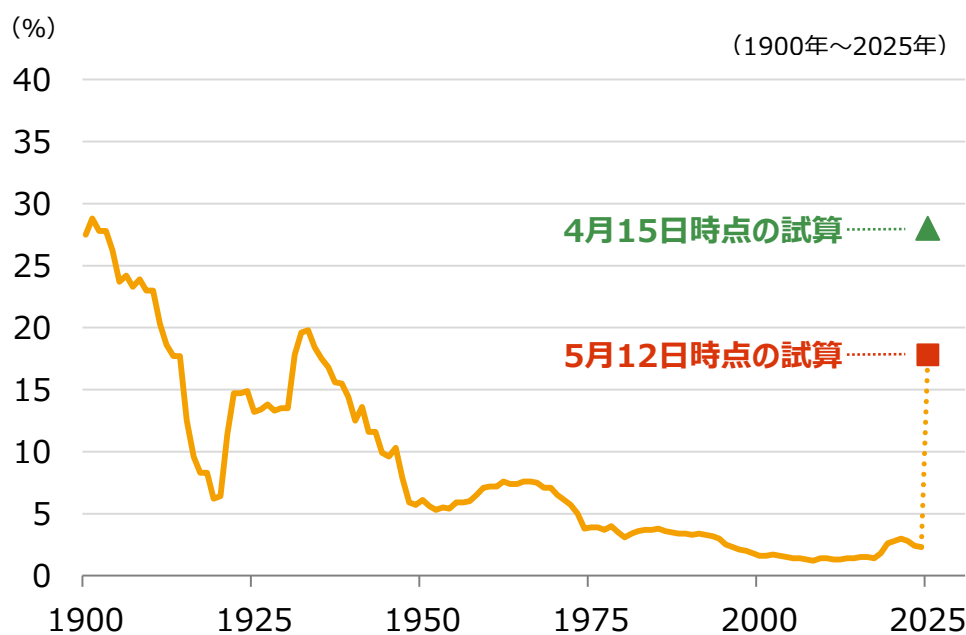
6

JUN. 2025

今月のチャート

関税は下がれどそれでも高い

米国の平均実効関税率



※2025年はイェール大学予算研究所の試算値

(出所) アメリカ国際貿易委員会、イェール大学予算研究所

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

目次

■ 概要

見通し要約	2
世界経済・金融市場見通し	3
経済・主要資産の見通し	4
経済・主要資産の予想値	5

■ 各国経済・金融市場見通し

米国 経済・株式・金利・リート	7
日本 経済・株式・金利・リート	10
欧州 経済・株式・金利	13
カナダ 経済・金利	15
豪州 経済・金利	16
インド 経済・株式	17
ブラジル・メキシコ 経済・金利	18
中国 経済・株式・金利、今月の新興国コラム	19
為替	21
原油・金	24

■ 付録

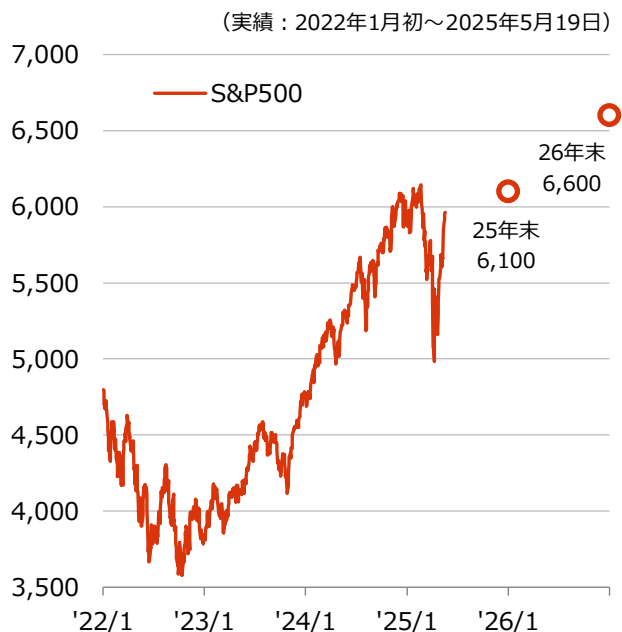
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

関税は下がれどそれでも高い

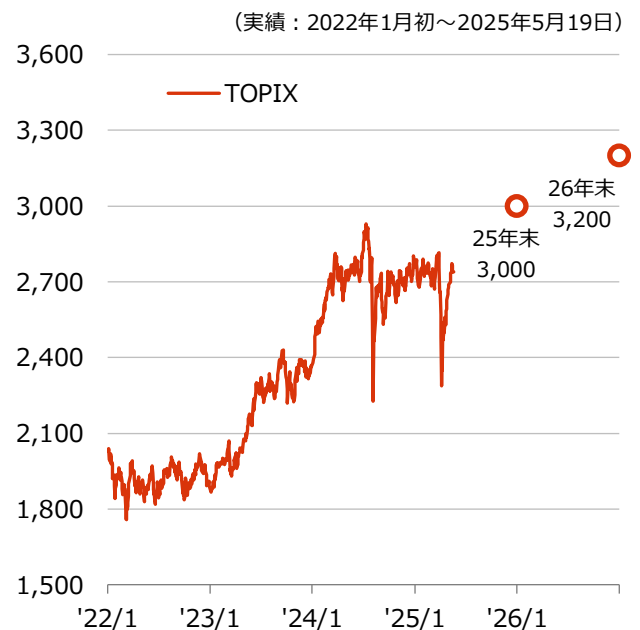
- 過去1カ月の金融市場での特徴の1つは、世界的に株価が「V字回復」したこと。米中通商交渉の合意などを受け、VIX指数から見る直近の不確実性は4月2日の相互関税発表直前と同程度となっている。市場が想定する相互関税率が4月2日以前に想定していたものと同程度であるならば、株価が4月2日以前の水準を回復するのは当然だとも言える。
- ただ、問題は解決したわけではなく、これから始まる。米イェール大学予算研究所の試算によれば米国の平均実効関税率は17.8%で、1934年以来の高水準であることには留意が必要だ。
- 4月の時点で、米企業は関税の価格転嫁をあまり行っていなかったようで、4月の米経済指標（ハードデータ）は堅調だった。しかし、これから価格転嫁が行われる。足元で関税の不確実性は一服した状況にあるが、実体経済の不確実性はこれから高まる。過去1カ月の株価はV字回復であったが先行きはやや慎重に見ており、関税の実体経済への影響を見極める方針である。

■ S&P500の推移と大和アセットの予想



(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



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

世界経済・金融市場見通し

株価はV字回復

過去1カ月の金融市場での特徴の1つは、世界的に株価が「V字回復」したこと。逆に言えば悲観のピークは4月8日だった。4月2日に米国が各国の相互関税率を発表し、金融市場はショックに見舞われた。その後、4月9日に相互関税のうち上乘せ部分は90日間の適用猶予（その間に各国と交渉）とし、5月上旬には米英、米中でそれぞれ関税交渉で合意した。とりわけ米中両政府は追加関税の115%の引き下げで合意し、市場にポジティブ・サプライズをもたらした。それをVIX指数先物の形状で見れば、4月・5月限の不確実性は大きく低下し、直近の不確実性は相互関税発表直前と同程度となっている。市場が想定する相互関税率が4月2日以前に想定していたものと同程度であるならば、株価が4月2日以前の水準を回復するのは当然だとも言える。ただ、問題は解決したわけではなく、これから始まる。

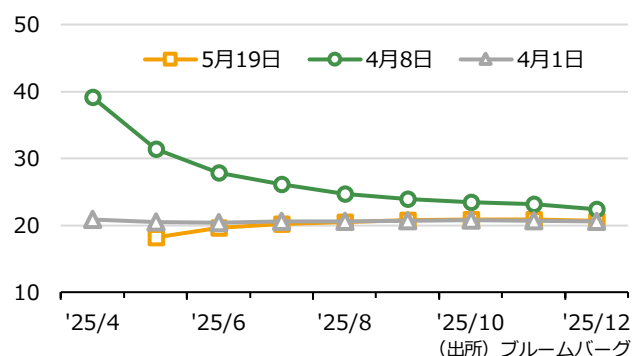
実体経済への影響はこれから

米イェール大学予算研究所の試算によれば、対英、対中の関税率が引き下げられたことで米国の消費者が直面する平均実効関税率は4月半ば時点の28%から17.8%（消費行動の変化後は16.4%）へ低下した。それでも1934年以来の高水準であることには留意が必要だ。株価がV字回復した理由の1つには、10%の一律関税の他、鉄鋼・アルミニウム製品や自動車に対する25%関税が既に賦課されている中で、4月の米経済指標で実績を集計するハードデータに目立った悪化が見られないこともあろう。ただ、米ウォルマート社が5月下旬から値上げを始める意向であるように、4月の時点で企業は関税の価格転嫁をあまり行っていないかったようだ。相互関税発動前の3月までに在庫の積み増しを積極化していたからだ。それゆえ経済指標も堅調だったと言えるが、これから価格転嫁が行われる。足元で関税（貿易政策）の不確実性は一服した状況にあるが、実体経済の不確実性はこれから高まる。実際に米国の経済政策不確実性指数はジリジリ上昇しており、その程度は新型コロナ禍直後に匹敵する。過去1カ月の株価はV字回復であったが先行きはやや慎重に見ており、関税の実体経済への影響を見極める方針である。

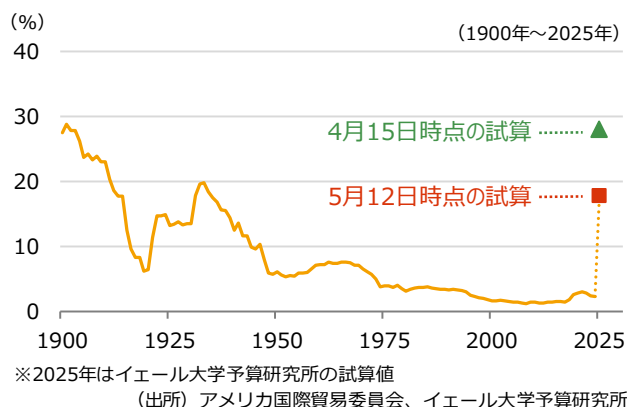
世界株式



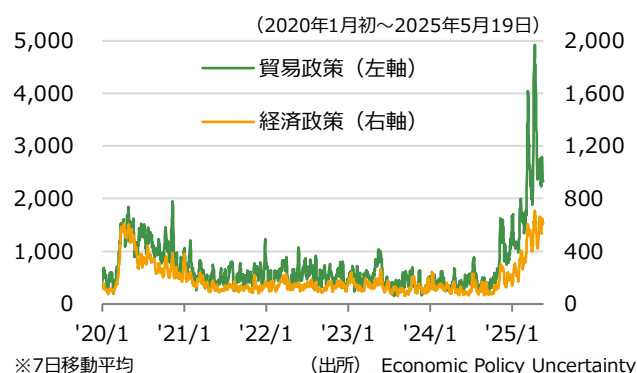
VIX指数先物の形状



米国の平均実効関税率



米国の不確実性指数



経済・主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済		米関税の影響	米関税の影響
米国			関税の引き上げを受けて2025年は景気減速。モメンタムは2026年に幾分持ち直しへ。
日本			物価高と米関税政策が懸念材料も、実質賃金の上昇に伴う消費回復に期待。
欧州			米関税政策等で景気は弱いまま。インフレ率は賃金の鈍化に連れて早晩落ち着こう。
カナダ			米関税率は高くないが、関税を巡る不確実性が成長を抑制。財政支援と利下げが下支え。
豪州			世界経済の減速が間接的に経済の重荷に。インフレ懸念の後退と追加利下げが下支え。
インド			内需主導型の経済で、米関税政策の影響は少なく、利下げと減税による景気回復が続こう。
ブラジル			トランプ関税の影響は小さいが、引き締めの金融政策による低成長が続く局面。
メキシコ			利下げの効果は期待されるが、景気復調には国内外の政治的な不透明感の後退が必要。
中国			米中間の高関税による混乱、景気対策期待の後退などで、景気の低空飛行を見込む。
ベトナム			米関税政策が重しも、財政支出の拡大が幾分相殺し、高成長継続を見込む。

※潜在成長率との比較や景気予メンタムの変化等を基に総合的に判断

株主	米国	日本	欧州	インド	中国	ベトナム
ハイテク主導の業績拡大や減税への期待で相場回復へ。関税を巡る不確実性はやや後退。						
円高や米関税引き上げなど懸念だが、需給環境は非常に良好で上昇傾向の継続を想定。						
株価は妥当な水準。財政拡張は追い風。一方、対米関税交渉の妥結には時間を要すか。						
米関税政策の避難先との見方や、景気・業績の改善期待もあり、上昇傾向継続を予想。						
米中交渉の好材料出尽くし感と、当局の強力な株買い支えの板挟みの中、レンジ推移か。						
米関税政策が重しも、景気回復やFTSEにおける株価指数区分の格上げ期待が下支え。						

債券	米国				インフレ抑制と景気下支えへの思惑が交錯する中、利下げの蓋然性が高まれば金利低下へ。
	日本				利上げ期待は米関税政策次第で揺れ動く。長期金利は方向感の乏しい展開を想定。
	欧州				欧米の貿易協議に依るが、ECBは2%で利下げ打ち止めに。独の長期金利は2%が下限。
	カナダ				インフレ率が顕著に加速しないことを確認して、利下げ再開へ。長期金利にも低下圧力。
	豪州				インフレ懸念の後退や堅調な経済などを考慮して追加利下げを模索。長期金利は低下へ。
	インド				高金利に加え、米関税政策次第で追加利下げに伴う長期金利の低下余地はあると予想。
	ブラジル				利上げは最終盤。高い利息収入に加えて、中期的に金利低下が期待できる局面に移行。
	メキシコ				政策金利が高い水準から緩やかに引き下げられる局面。金利低下の余地は残されている。
	中国				異次元の米中摩擦を受け、安全資産への逃避が強まり、長期金利が下限を試すと予想。

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

※現地通貨建ての期待リターン・リスク等を基に総合的に判断

為替	米ドル			景気悪化懸念による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。
	日本円			世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。
	ユーロ			利下げ観測とリスクオフがユーロ安要因となる一方、財政支出拡大がユーロ高要因に。
	カナダ・ドル			財政支出の拡大と関税交渉の進展が通貨高要因の一方、利下げ再開観測が重荷。
	豪ドル			米関税の影響は小さく利下げ余地は限定的。リスク回避姿勢の後退も豪ドル高要因。
	インド・ルピー			原油安による経常収支の改善期待や、証券投資の資金流入で対米ドルでルピー高か。
	ブラジル・レアル			実質金利の高止まりや貿易収支の改善、対内証券投資の拡大がレアル高要因に。
	メキシコ・ペソ			米国との交渉で関税の引き下げが期待され、対米ドルでペソ高の余地あり。
	中国人民元			米中摩擦や政治・経済的不安定化で、資金逃避が人民元安圧力を強める見込み。
	ベトナム・ドン			米関税政策に左右されやすいが、米ドルベッグ制で対米ドルの変動幅は抑制されよう。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

経済・金利の予想値

	実質GDP（前年比、%）			
	実績値 2023年	2024年	予想値 2025年	2026年
米国	2.9	2.8	1.4	1.0
日本	1.5	0.1	1.0	0.8
ユーロ圏	0.4	0.9	0.9	1.2
カナダ	1.5	1.5	1.5	1.5
豪州	2.1	1.1	1.6	2.5
インド ^{*1}	8.2	6.5	7.0	7.3
ブラジル	3.2	3.4	2.0	1.8
メキシコ	3.3	1.5	0.5	1.5
中国	5.2	5.0	4.0	4.2
ベトナム	5.1	7.1	6.5	7.2



金融政策の見方

米国

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

日本

- 2025年10月と2026年4月に各0.25%ptの追加利上げを予想。
- 6月会合での中間評価：2024年7月会合で決定した国債買入れの減額計画の見直しや2026年度方針を巡り議論。

ユーロ圏

- 2025年6月に中銀預金金利を2%に引き下げると予想。米国の相互関税率が20%から10%に引き下げられることを前提に、6月で利下げ打ち止め。
- 償還された保有債券は再投資せず。

	政策金利（%）					10年国債利回り（%）				
	実績値 2023年末	2024年末	直近値 5月19日	予想値 2025年末	2026年末	実績値 2023年末	2024年末	直近値 5月19日	予想値 2025年末	2026年末
米国	5.25 ~5.50	4.25 ~4.50	4.25 ~4.50	4.00 ~4.25	3.00 ~3.25	3.9	4.6	4.4	3.9	3.9
日本	-0.10	0.25	0.50	0.75	1.00	0.6	1.1	1.5	1.3	1.3
ユーロ圏 ^{*2}	4.50 4.00	3.15 3.00	2.40 2.25	2.15 2.00	2.15 2.00	2.0	2.4	2.6	2.2	2.2
カナダ	5.00	3.25	2.75	2.25	2.25	3.1	3.2	3.2	3.0	2.8
豪州	4.35	4.35	4.10	3.35	3.35	4.0	4.4	4.5	3.9	3.9
インド	6.50	6.50	6.00	5.25	5.25	7.2	6.8	6.3	6.0	6.0
ブラジル	11.75	12.25	14.75	14.00	11.00	10.4	15.2	14.0	13.5	11.5
メキシコ	11.25	10.00	8.50	8.00	7.50	9.0	10.4	9.4	9.0	8.8
中国	1.80	1.50	1.40	1.25	1.10	2.6	1.7	1.7	1.4	1.4
ベトナム	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-	-

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで（2024年は実績見込み）

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

（出所）実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

株価・リート・為替の予想値

		株価指数									
		実績値				直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	2024年末	年間騰落率	5月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	S&P500	4,770	+24%	5,882	+23%	5,964	+1%	6,100	+4%	6,600	+8%
	NYダウ	37,690	+14%	42,544	+13%	42,792	+1%	45,100	+6%	48,800	+8%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,785	+18%	2,738	-2%	3,000	+8%	3,200	+7%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,895	+19%	37,499	-6%	43,000	+8%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	508	+6%	550	+8%	570	+12%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	23,645	+9%	24,945	+6%	27,000	+14%	31,000	+15%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	64.71	+16%	74.47	+15%	70.00	+8%	75.00	+7%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,267	+12%	1,296	+2%	1,450	+14%	1,650	+14%

		リート									
		実績値				直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	2024年末	年間騰落率	5月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	NAREIT指数	22,848	+14%	24,843	+9%	25,124	+1%	27,000	+9%	29,700	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,653	-9%	1,725	+4%	1,850	+12%	1,950	+5%

		為替（対円）									
		実績値				直近値		予想値			
		2023年末	年間騰落率	2024年末	年間騰落率	5月19日	年初来騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米ドル		141	+8%	157	+11%	145	-8%	138	-12%	133	-4%
ユーロ		156	+11%	163	+5%	163	+0%	155	-5%	149	-4%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+3%	104	-5%	104	-5%	102	-2%
豪ドル		96	+7%	97	+1%	94	-4%	91	-6%	92	+1%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.83	+8%	1.70	-7%	1.70	-7%	1.69	-1%
ブラジル・レアル		29.1	+17%	25.5	-12%	25.6	+1%	25.2	-1%	24.1	-4%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.5	-1%	7.3	-3%	7.0	-4%
中国人民元		19.9	+4%	21.6	+9%	20.1	-7%	18.4	-15%	17.7	-4%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.62	+6%	0.56	-9%	0.56	-9%	0.54	-4%

*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

（出所）実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

巻き戻しが進む通商政策

米中両政府は115%の関税引き下げで合意し、通商政策の巻き戻しが進む。4月発表の34%の対中相互関税のうち、①10%の一律関税は維持、②上乗せ分の24%は90日間適用停止、となる。ただし、合成麻薬フェンタニル関連の20%のほか、個別品目への25%追加関税は維持される。合意継続を仮定する場合、平均実効関税率は4月推計時点の20%台半ばから10%台後半へと低下すると見込まれる。

在庫積み増しに動いた企業

1-3月期実質GDPは前期比年率▲0.3%と、2022年初以来となるマイナス成長となった。輸入と在庫の大幅増を踏まえると、企業は相互関税発表前に在庫を積み増していたようだ。他方、景気の基調を映す国内民間最終需要は同+3.0%と、2023年初から高い伸びが続く。ただし、個人消費が同+1.8%と前期から減速した一方、企業投資は同+9.8%と急反発しており、通商政策が影響した可能性がある。

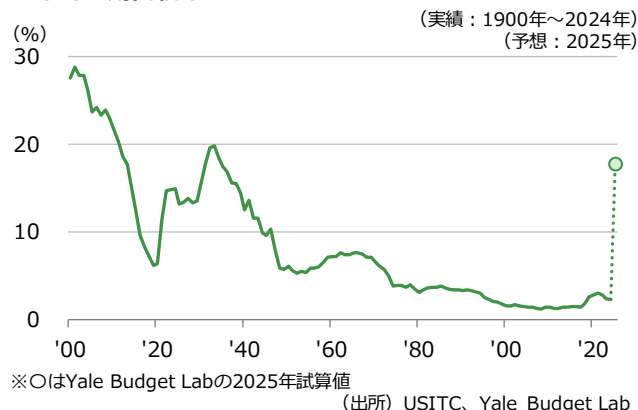
在庫積み増しでインフレ加速は当面回避

4月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と市場予想を下回った。財価格は同+0.1%と前月の▲0.1%から若干の加速に留まった。企業が在庫を積み増していた上に、10%の一律関税によるコスト増をサプライチェーン内で吸収したと見られ、相互関税による目立った影響は確認されなかった。物価の変化が乏しいため、長期インフレ期待もFRBが警戒するような上昇は見られなかった。

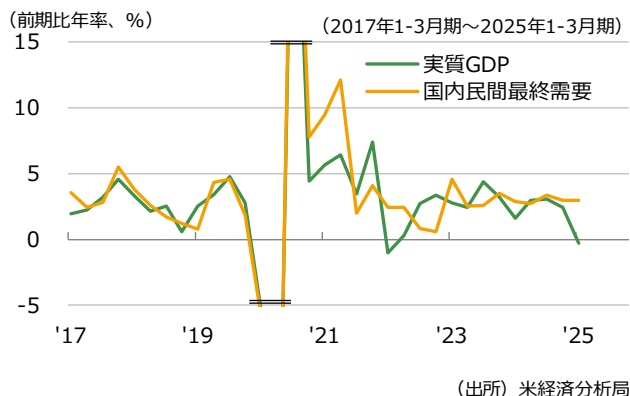
レイオフの動きは引き続き限定的

雇用環境もひとまず平穏を保っている。4月の非農業部門雇用者数は3カ月平均で+15.5万人と、巡航速度並みでの増加が継続しており、失業率は4.2%と4%超での横這い推移が続く。直近のベージュブックでは採用凍結やレイオフなどを準備する企業の声も報告されている。もっとも、新規失業保険申請件数からは、雇用環境の悪化を想起させるような持続的な動きは確認されない。

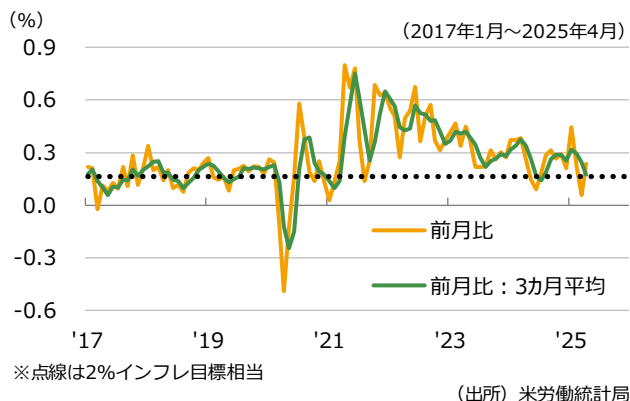
平均実効関税率



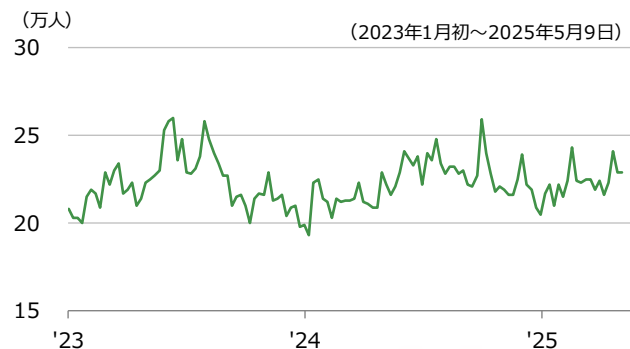
実質GDP



食品・エネルギーを除くコアCPI



新規失業保険申請件数





株式

米中休戦を織り込み米国株はV字回復

4月下旬以降の米国株は、米国株、米国債、米ドルのトリプル安再燃を警戒するトランプ政権から、対中姿勢の緩和など市場に配慮した言動が相次いだことで急回復。5月12日に米中が互いに課した関税率の想定以上の引き下げに合意すると騰勢を強めた。S&P500は2月19日の史上最高値から4月8日の直近安値までの下落幅の8割超を回復。ハイテク株の買戻しが上昇相場を主導した。貿易政策の不確実性指数は4月2日の相互関税の内容発表直前の水準を下回り、VIXも警戒水準の20を割り込んだ。

企業業績は下方修正ながら底堅い

株価回復の背景としては2025年第1四半期の決算発表が波乱なく進んだことも挙げられよう。S&P500構成銘柄の2025年通期の予想増益率（5月16日時点）は+8.5%。決算シーズン直前予想（4月1日時点）+10.5%に対して下方修正だが、小幅な下振れに留まった感がある。セクター別では「情報技術」や「コミュニケーション・サービス」といったハイテクセクターが高い予想増益率を示した。前者は下方修正ながら小幅に留まっており、後者は唯一の上方修正セクターとなっている。国境を越えて部材を調達することが少なく、関税政策の影響が比較的小さいサービス業的な銘柄が多く含まれることが、両者の堅調な予想の背景にあると考えられる。

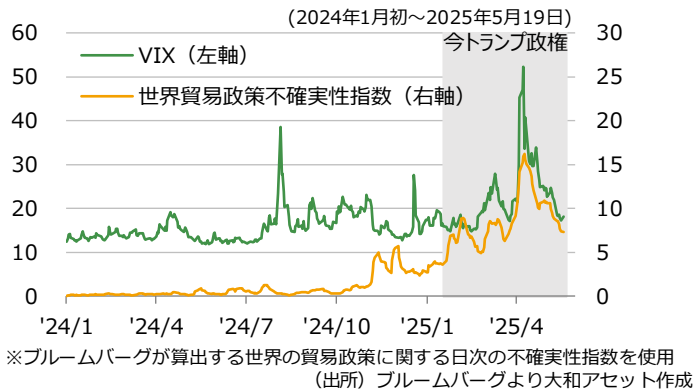
AI向け半導体需要は依然旺盛か

ハイテク株のもう一つの注目点が巨大プラットフォーム各社の2025年通期の設備投資額予想である。ディープシーク・ショックや関税政策による景気悪化が懸念されるなか、巨額投資が続く見通しとなっている。これはデータセンター用のAI向け半導体に対する需要が、依然旺盛なことの裏付けと言えよう。上述した通期の業績・設備投資予想は、関税政策の悪影響を十分織り込んでいない懸念はあるものの、相場の下支え要因になろう。当面の相場材料として、各国との関税交渉や減税法案の行方が注目されるが、前者は最大の山場である対中交渉が進展したことで、影響度は低下した可能性がある。

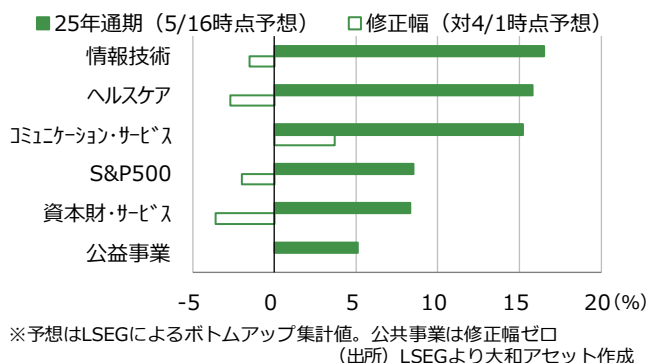
S&P500と200日移動平均線の推移



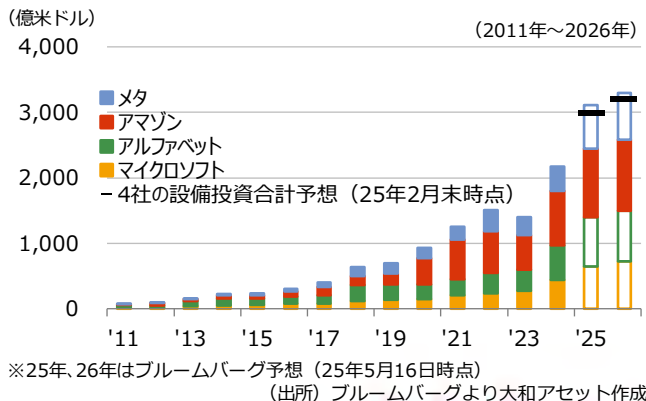
世界貿易政策不確実性指数とVIX



S&P500構成銘柄の25年通期予想増益率セクター別上位



巨大プラットフォーム4社の設備投資推移





金利

景気悲観論の後退と税制法案の進展

5月FOMCはFF金利の据え置きを決定。声明文は「経済見通しを巡る不透明感が一段と高まっている」とした上で、「失業の増加とインフレ加速のリスクが上昇した」と指摘しており、FRBのジレンマが滲む。その後は米中通商合意を受け、市場で通商政策に起因する景気悲観論の見直しが大きく進んだ。一方、4月経済指標の下振れを受けて、ディスインフレ環境が利下げ期待を再び高める動きもみられる。

議会では税制法案の審議が進んでいる。「トランプ減税」の恒久化に加えて、①各種税額控除の拡充、②社会保障を中心とする歳出削減、③最低4兆ドルの債務上限引き上げ、などが盛り込まれ、トランプ政権の方針をおおむね踏襲している。ただし、最終的な法案可決に向けて、修正含みである。2022年に英国が類似の政策を発表した際には「トラス・ショック」が発生。景気浮揚効果に加えて、債務残高の増加見通しに対する市場参加者の反応に注目。

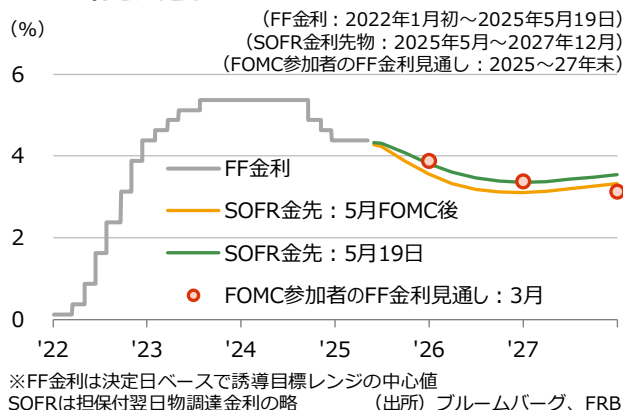
リート

実績堅調、25年の業績見通しも安定的

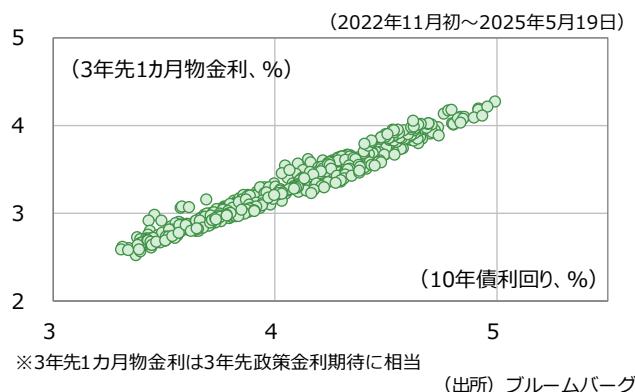
2025年1-3月期の決算発表では、冷蔵倉庫やホテル/リゾート、簡易住宅など一部の銘柄で需要縮小懸念から業績見通しが引き下げられたものの、全体としては底堅い物件需要とともに市場予想を上回る堅調な実績が確認され、業績見通しも維持されている。現政権下で再び不安定な市況が訪れる可能性があるが、バリュエーションの拡大がなかったとしても、年後半にかけては2026年のより高い業績成長見通しが徐々に織り込まれることに加え、年率4%程度の配当による上昇を想定する。

足元では景気の先行き不透明感から、通信、ヘルスケア、生活必需品テナントの入居する商業施設など、ディフェンシブなセクターが人気化している。これらは業績成長の変化が穏やかな分、外部環境の変化や不測の事態に際してバリュエーションが敏感に反応しやすく、外部環境が二転三転する中、割高感が高まる際には注意が必要だ。

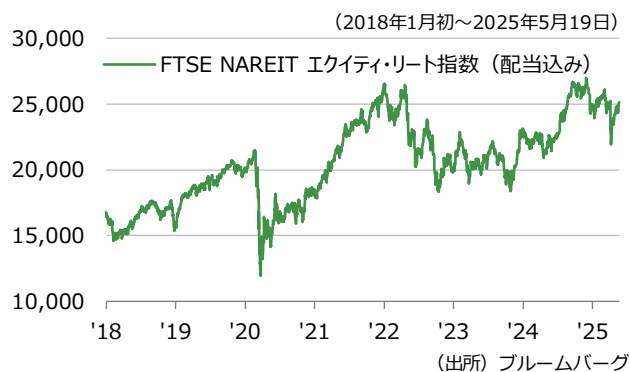
FF金利と見通し



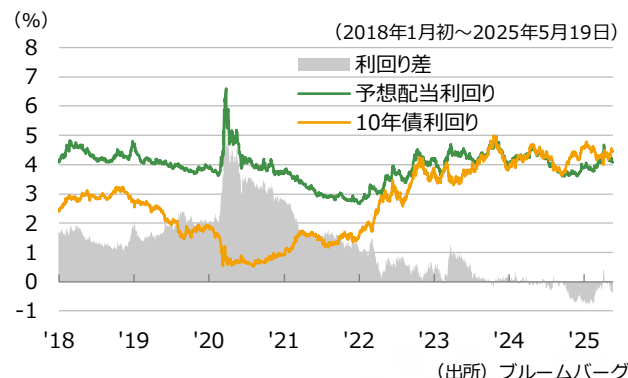
10年債利回りと3年先政策金利期待



FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差





経済

米関税リスクと賃上げの綱引き

2025年1-3月期実質GDP成長率は前期比年率で▲0.7%（2024年10-12月期+2.4%）と4四半期ぶりにマイナス成長となった。主因は前期の反動による輸入の増加で一時的な要因。先行きについては、2025年春闘では高水準の賃上げが実現しており、実質賃金の増加が消費を下支えすると見込まれる一方、米国の関税政策の影響が顕在化してくると考えられる。とりわけ物価高や米関税政策の影響で企業や家計のセンチメントが悪化している点には要注意。

米関税政策下の価格設定行動に注目

4月東京都区部CPIはコア（除生鮮食品）で前年同月比+3.4%（3月+2.4%）と伸びが大幅に加速。ただし、東京都の高等学校授業料無償化の影響が一巡したこと等、一時的な要因の影響が大きい点には留意が必要。例年4月は価格改定が行われやすい月だが、家賃を除きそうした動きは目立っていない。米関税政策を巡る不透明感が企業の価格設定行動に影響を及ぼしている可能性もある。引き続き米関税政策が国内物価に与える影響を注視したい。

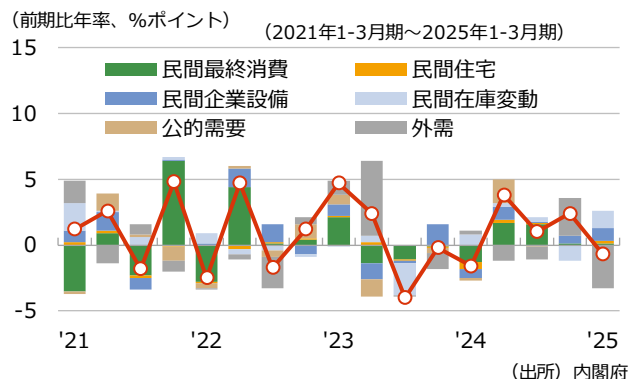
企業・消費者の慎重姿勢強まる

「街角景気」である4月景気ウォッチャー調査では現状判断DIが42.6（3月45.1）、先行き判断DIが42.7（3月45.2）と、それぞれ前月から低下。企業からは案件の後倒しや計画中止など、米関税政策の影響を懸念する声が聞こえる。消費者マインドに目を向けても、4月消費者態度指数は31.2（3月34.1）と悪化が続き、国内経済は力強さを欠く。

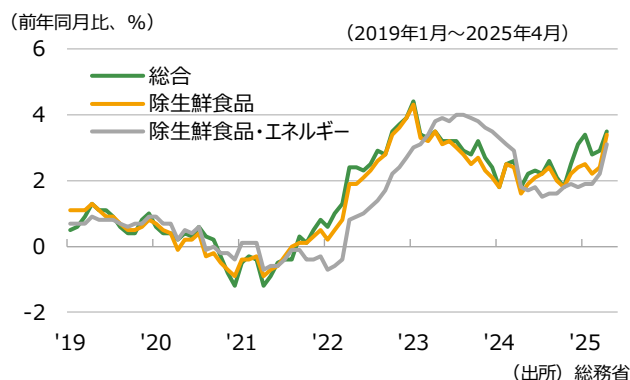
与野党で勢いを増す消費税減税論

7月に予定されている参院選を前に、物価高や米関税政策への対応を巡って経済対策が注目を集めている。野党各党に加え自民党内からも消費税減税を求める声が挙がっている。自民党執行部は現時点で慎重姿勢を崩していないものの、支持率の低下傾向を踏まえれば、減税路線への転換もあり得る。6月中には与野党の参院選公約や政府の「骨太の方針」が出揃う見通しであり、その内容には要注目。

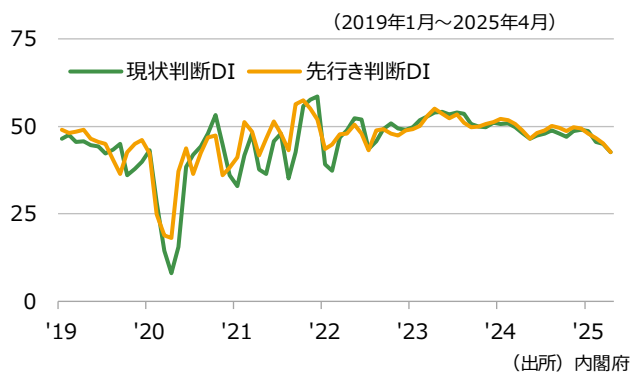
実質GDPと需要項目別寄与度



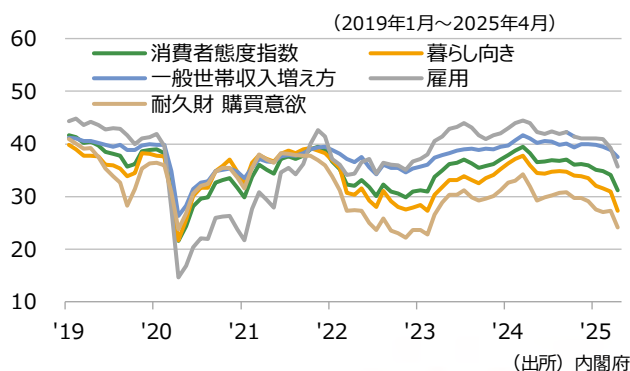
東京都区部CPI



景気ウォッチャー調査



消費動向調査





株式

懸念材料は多いが好材料も

米中双方の関税率が大幅に引き下げられるなど、米国の関税引き上げへの懸念は後退したが、10%の一律関税や品目別の関税は維持される見通しであり、米国では今後、価格転嫁による物価上昇や駆け込み需要の反動減などが懸念される。一方、来年度に大規模な減税が計画されており、10月以降の景気浮揚が期待されるほか、各国のインフレ沈静化・利下げによる景気下支え効果も期待される。

国内景況感悪化で参院選に暗雲

また、国内も米国の関税引き上げの影響が懸念されるほか、コメなど食品価格高騰や諸物価の上昇で景気の先行きへの不透明感が強まっている。物価高で国民の不満が募り内閣支持率は低下傾向で、6月の都議選や7月の参院選で与党は苦戦を強いられそうだ。ただし、野党は消費税減税を公約に掲げており、与党が大幅議席減となった場合でも、減税実施の可能性が高まればネガティブ視されない可能性も。

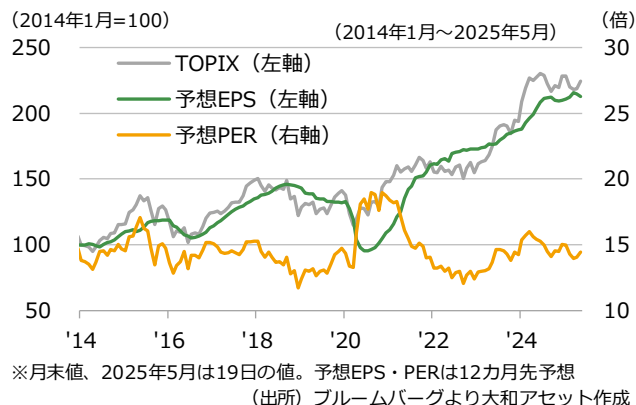
企業決算はやや低調

3月期決算企業の決算発表が出揃ったが、前期業績を押し上げた円安効果の剥落や米国を始めとした海外景気の不透明感、海外企業との競争激化、人件費などコスト増の影響で今期業績予想は全般的に冴えない。とりわけ関税の影響の大きい自動車が全体の利益を大きく押し下げている。ただし、自動車を除くと大幅な減益予想の企業はさほど多くはなく、トータルでは1桁%台の減益で踏みとどまりそうだ。

引き続き旺盛な株主還元が株価を下支え

業績は冴えない企業が多いが、株主還元強化の意欲はさらに勢いを増している。東証の要請や持ち合い解消の進展、アクティビストの保有増、資本効率の意識の高まり、競合他社の動向などが要因か。最近、自社株買いの発表件数の増加、1件当たりの規模の拡大が顕著に見られる。全般的に企業の財務余力は大きく、今後業績の伸びが多少鈍化してもこの傾向は継続し、株価を強力に下支えするであろう。

TOPIXの予想EPS・PER



今期経常増減益額の上位銘柄

(単位: 億円)

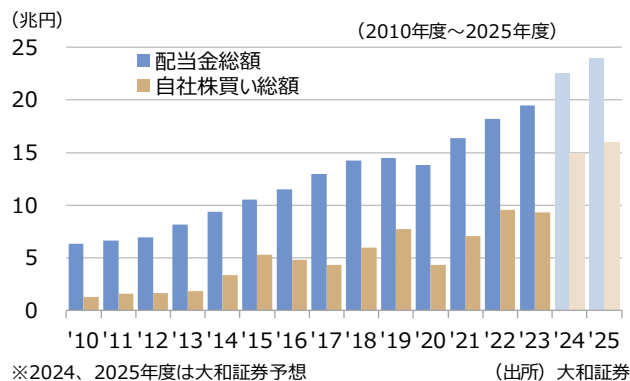
銘柄名	業種名	経常増益額	銘柄名	業種名	経常減益額
J T	食料品	3,872	トヨタ	輸送用機器	-20,046
E N E O S	石油・石炭	2,568	ホンダ	輸送用機器	-8,276
日本郵政	サービス業	2,054	I N P E X	鉱業	-3,418
電通グループ	サービス業	1,898	商船三井	海運業	-2,697
A G C	ガラス・土石	1,851	西武HD	陸運業	-2,516
N T Tデータ	情報・通信業	1,810	三菱商	卸売業	-2,434
キヤノン	電気機器	1,798	郵船	海運業	-2,359
デンソー	輸送用機器	1,650	日本製鉄	鉄鋼	-2,244
武田	医薬品	1,319	川崎汽	海運業	-2,031
アステラス	医薬品	1,188	ソニーG	電気機器	-1,937
富士通	電気機器	1,066	東京海上	保険業	-1,900
帝人	繊維製品	960	コマツ	機械	-1,628
ゆうちょ銀	銀行業	955	出光興産	石油・石炭	-1,588
N T T	情報・通信業	953	スズキ	輸送用機器	-1,502

※国内株式市場上場企業の前期実績と今期会社予想との比較

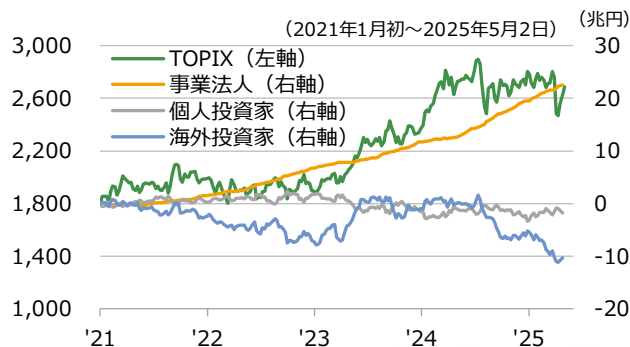
※今期会社予想がない場合は東洋経済予想を使用

(出所) QUICKより大和アセット作成

年度別配当金・自社株買い総額



TOPIXと投資部門別売買金額累計



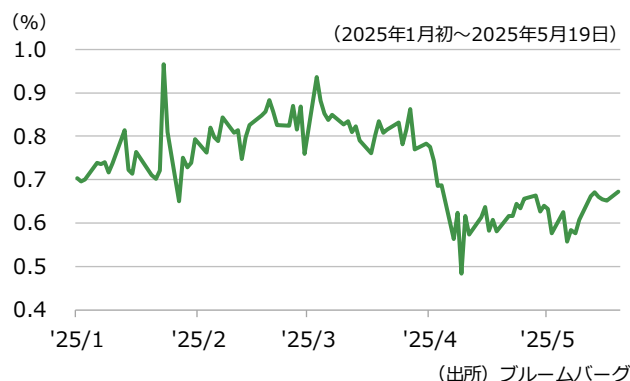


金利

揺れ動く市場の利上げ期待

先行きの日銀の金融政策は米国の関税政策が国内経済・物価に与える影響次第とも言え、各国の関税交渉の行方に注目が集まっている。そうした中で米中の貿易交渉が進展し、米関税政策による世界および日本経済のダウンサイドリスクが後退。これを受けて、市場では日銀による利上げ観測が再度高まり、市場の政策金利予想値（2025年末）は0.67%程度まで回復する等、当社予想（次回利上げ予想は25年10月）に近づく形となっている。ただし、5月の日銀金融政策決定会合で植田総裁が米関税の影響で経済が一旦「足踏み」する可能性に言及するなど、利上げペースの鈍化を示唆したこともあり、米相互関税の内容発表以前の水準には戻っていない。長期金利について、各国の関税交渉や経済動向を確認しながら方向感の乏しい展開を想定している。一方で、7月の参院選に向けた経済対策による財政悪化懸念が金利急騰を招くリスクには注意が必要だ。

市場の政策金利予想値（2025年末）



10年国債利回り



リート

J-REIT市場は底堅い推移

5月に入り、国内長期金利は1.4%台後半まで上昇しているが、J-REIT市場は底堅い推移が続いている。年初来で、長期金利が1.09%から1.48%まで上昇するなか、東証REIT指数（配当込み）は+6.2%上昇。賃貸市況の改善が進み、賃料増額が実現したことによる内部成長、自己投資口取得（バイバック）などによる需給の改善が評価されたようだ。

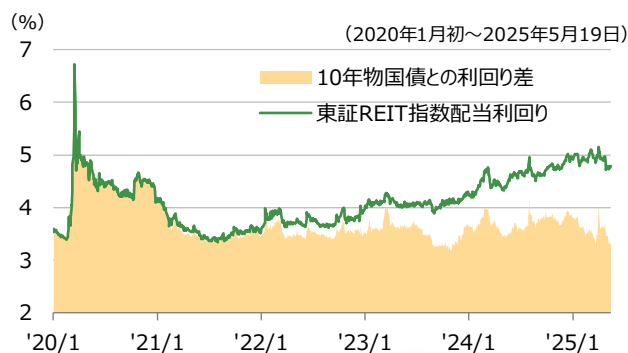
緩やかな上昇を期待

足元の決算発表では、バイバックを含めた資本コストを意識した経営に加えて、賃料増額・物件売却益を中心とした分配金成長への意識が高まっていることが確認された。金利上昇による借入コスト増などのマイナス要因に打ち勝ち、「成長」を目指す銘柄が増えている点を当社では評価。安定して高い利回りが期待されるJ-REITは投資対象として魅力的で緩やかに上昇することを期待。

東証REIT指数の推移



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

(出所) ブルームバークより大和アセット作成



経済

今後はユーロ圏の景気の弱さが明確に

ユーロ圏の1-3月期実質GDPは前期比+0.4%と、予想外に強かった。相互関税適用前の駆け込み需要が一因と思われるが、最近三四半期を均しても潜在成長率（前期比+0.3%程度）並みの伸び。しかし、アイルランドの極端な上振れの寄与がある点に留意。PMIは総合で50近傍に留まっており、GDPが示すような力強さはない。今後は特殊要因のはく落と米国の関税政策を受け、景気の弱さが明確になろう。

防衛費増額と独のインフラ投資に制約も

インフレ率の低下や金融引き締め効果の逡減に加え、ユーロ圏各国の防衛費増額と独のインフラ投資が景気の下支え要因として期待される。しかし、防衛費増額は財政事情から慎重な対応を余儀なくされる国も。独のインフラ投資も、政権運営の難しさから、規模はさほど大きくならず、実行にも時間を要しよう。ユーロ圏の2026年の実質GDP成長率の見通しを前年比+1.4%から+1.2%に引き下げた。

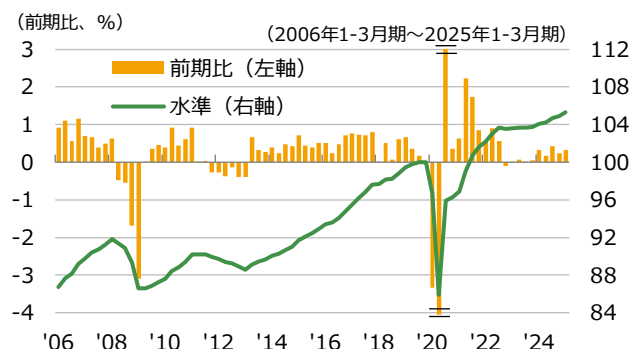
ユーロ圏のインフレ率は低下基調

ユーロ圏の消費者物価指数の伸びは総合、コアとも再び前年同月比+2%が間近に。暦要因等で月次の振れはあるが、1年超に亘り同+4%前後で推移していたサービス価格の伸びは再び鈍化基調を辿る公算が大きい。ECBは4月理事会で、賃金等に起因する域内のインフレ率の高さへの記述を声明文から削除した。ユーロ高、商品市況の下落、供給過多の国からの輸入増等もインフレ率の低下に寄与しよう。

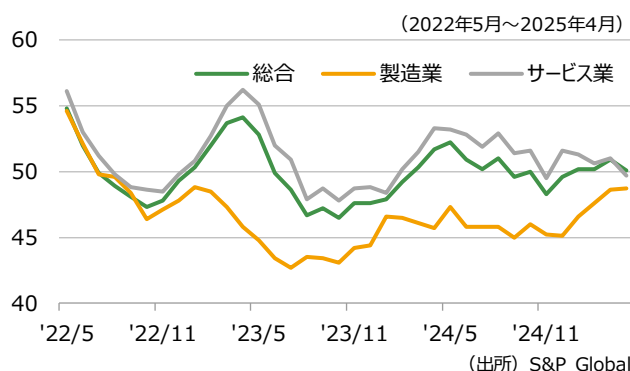
米英の貿易協定合意も英国景気は停滞

米英の貿易協定が合意に至り、個別製品の関税率が引き下げられた。相互関税の税率は最低の10%のまま。しかし英国にとっては、世界、特にEUの経済状況が重要で、米国の関税政策に起因する不確実性は依然高い。実質GDPは関税の適用前の駆け込み需要で1-3月期に上振れたが、4-6月期はその反動が懸念される。いずれにせよ、高金利、供給制約等で景気は停滞が続こう。インフレ率は年終盤に再び低下基調に転じる見通しで、景気の下支え要因に。

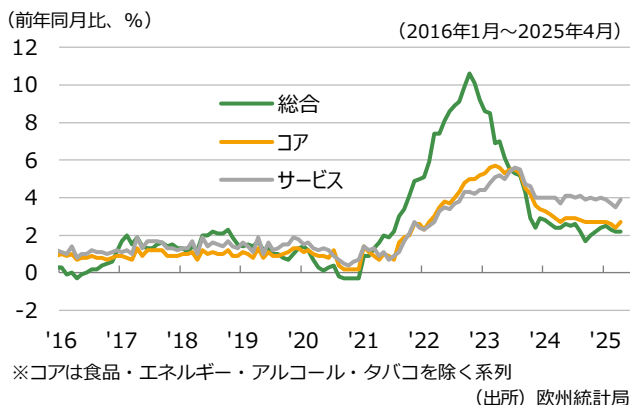
ユーロ圏の実質GDP



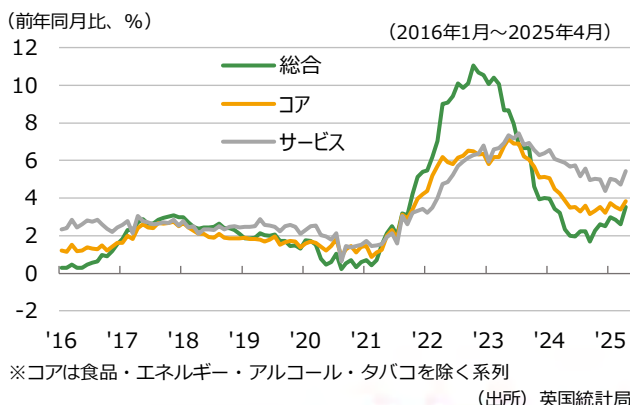
ユーロ圏のPMI



ユーロ圏の消費者物価指数



英国の消費者物価指数





株式

欧州株は米国株を追従し緩やかに回復

4月下旬以降のSTOXX欧州600は、トランプ米政権が対中貿易摩擦を緩和させる姿勢を示したことで、S&P500に追従する形で緩やかに上昇。5月8日の米英通商合意や、5月12日の米中関税大幅引き下げ合意もプラス材料となった。全面高の様相だったが、テクノロジー、自動車・部品など関税政策の影響が大きなセクターや、景気敏感株の上昇が目立った。

相互関税を巡る欧米間の交渉を注視

STOXX欧州600の予想PERは過去10年平均の水準に回復した。同構成銘柄の緩やかな増益見通しを勘案すると、足元の株価は妥当な水準と思われる。もっとも欧州株の当面の方向性は、相互関税の上乗せ税率を巡る欧米間の交渉次第と言える。他の主要国と比べて交渉が遅れていることや、報復措置も辞さないEU側の姿勢などは気がかりな点である。当面は神経質な相場展開が想定されよう。

金利

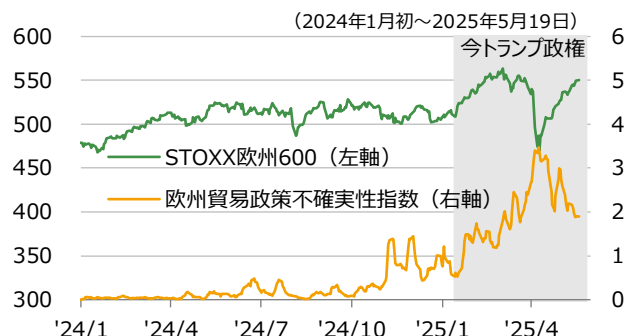
ECBは6月で利下げ打ち止めに

インフレ率の順調な低下と貿易に係る緊張の高まりを主因にECBは4月に6会合連続で利下げした。データに基づいて金融政策を決定することが今ほど必要なことはないというラガルド総裁は述べたが、中銀預金金利が中立金利のレンジの中心とされる2%に達する6月で利下げ打ち止めと見込む。ただし、米国の相互関税率が20%から10%に引き下げられることが前提。ドイツの長期金利は2%が下限に。

BOEは四半期毎の利下げを継続

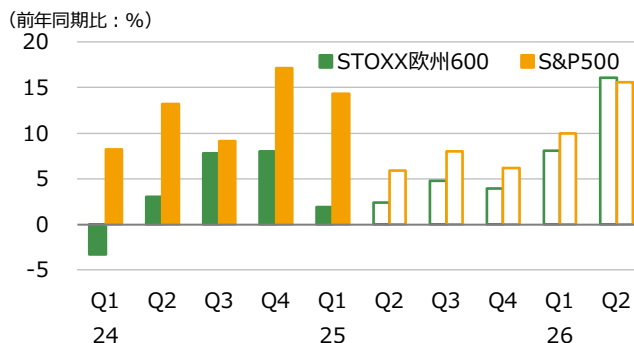
賃金の伸び率が鈍化しインフレ率は中期的に2%に収れんするとの一貫した見通しの下、BOEは昨年8月の利下げ開始から四半期毎に各0.25%ptの利下げを実施中。「漸進的で注意深い対応が適切」との方針に基づき、BOEは3%台前半と目される中立金利を念頭に現行ペースでの利下げを継続しよう。長期金利は2026年中に4%を下回ると見込む。

STOXX欧州600と欧州貿易政策不確実性指数



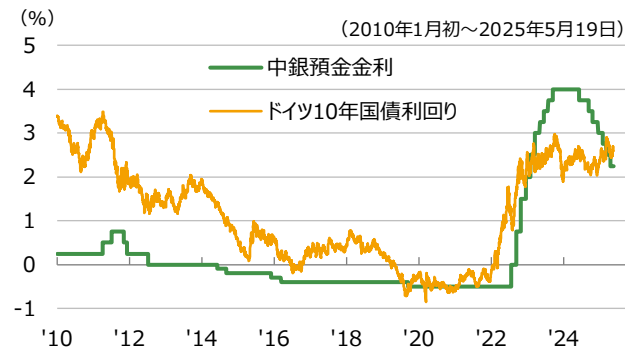
※ブルームバーグが算出する欧州の貿易政策に関する日次の不確実性指数を使用
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

STOXX欧州600とS&P500の増益率



※25Q2以降はLSEG予想。予想はSTOXX600が5/13、S&P500が5/16
(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



※中銀預金金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

英国の政策金利と長期金利



※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ



経済

関税の脅威が広がり労働市場は再び軟化

カナダでは米国の関税政策に伴う不確実性の高まりが経済活動を抑制。例えば、住宅販売が顕著に減少し、足元では住宅価格の下落ペースが加速している。また、雇用統計では、総選挙に伴う公的部門の一時的な雇用増にもかかわらず、4月の雇用者数が前月比微増にとどまり、失業率は3月の6.7%から6.9%へ上昇。利下げの効果で年初にかけて改善した労働市場だが、関税の脅威で再び軟化している。

総選挙後の財政政策と通商交渉に注目

一方、4月28日の総選挙を経て、カーニー首相の続投が決まったため、今後は財政政策による景気下支えと対米通商交渉の進展が期待される。早速、7月1日から個人所得税の最低税率を15%から14%に引き下げると発表された。通商交渉は6月15-17日のG7サミットが妥結に向けた時間的な目処になる。早くも消費者センチメントは持ち直している。

金利

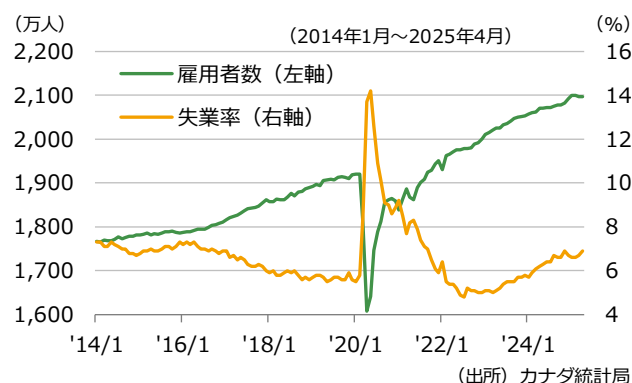
利下げ再開に向けて好悪材料が混在

関税の脅威が経済活動を抑制し、労働市場にまで波及する中、金融緩和による景気下支えが求められる。一方、消費者センチメントの急回復は利下げの緊急性を低下させるかもしれない。また、インフレ指標は足元の実績がやや強く出ている一方、市場のインフレ期待は落ち着いている。依然として関税を巡る不透明感は強く、指標の強弱もまちまちであるため、市場の利下げ観測は揺れ動きやすい状況。当社は引き続き年内残り2回（計0.5%pt）の利下げを予想するが、回数やタイミングは不確実性が高い。

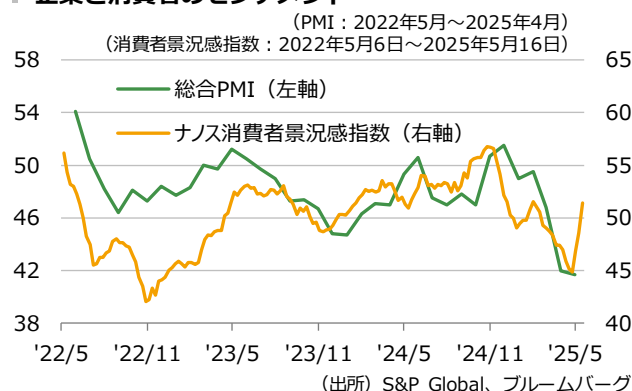
長期金利は緩やかな低下傾向へ

長期金利は、2023年10月の4.2%をピークに、利下げ期待と実際の利下げに伴ってレンジの上限を切り下げてきた。当面の追加利下げ、および関税交渉の進展に伴う国内外の不確実性（タムプレミアム）低下を背景に緩やかな低下傾向を辿ると見込む。

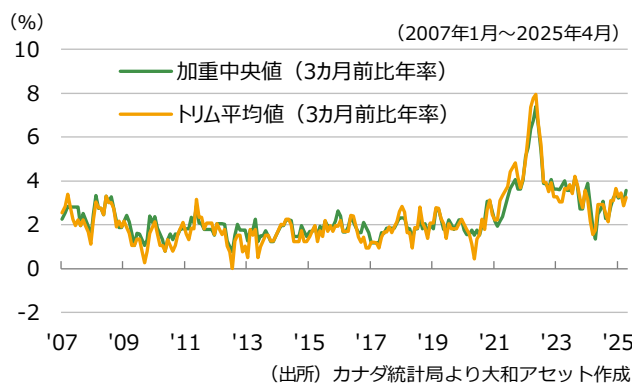
雇用者数と失業率



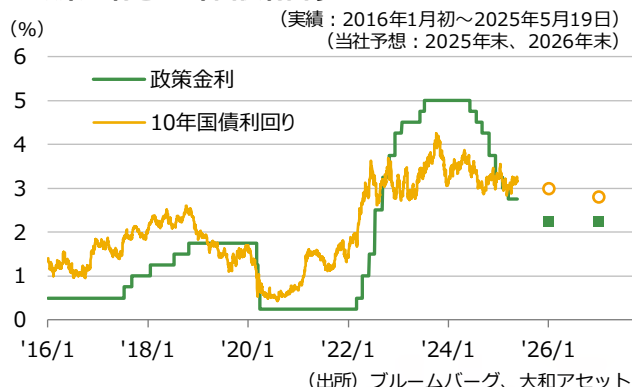
企業と消費者のセンチメント



消費者物価指数 (コア)



政策金利と10年国債利回り



経済

経済の下振れリスクは限定的

米国の豪州に対する相互関税は最低基準の10%であるため、今後引き下げられる期待は乏しいものの、豪州の対米輸出依存度は小さいため、経済への直接的な影響は限定的とみられる。ウエストバック消費者信頼感指数は、相互関税の詳細発表を受けて4月に低下したが、5月は持ち直しており、初期反応としての悲観論はひとまず和らいだようだ。さらに、米中が互いに関税を大幅に引き下げたことは、間接的な豪州経済の下振れリスクを低減させた。

労働市場は一時的な下振れを除けば堅調

4月の雇用者数は前月差+8.9万人と大幅増。過去2カ月の弱さは長期休暇からの職場復帰の遅れや自然災害などによる一時的な事象であったことが確認された。失業率は4%前後で推移し、労働需給の引き締まりを示す。総選挙後の財政政策や利下げの期待もあり、当面の労働市場は堅調を維持する見込み。

金利

RBAは追加利下げを決定

消費者物価指数のトリム平均値が1-3月期に前年同期比+2.9%と、インフレ目標レンジ内に回帰するなど、インフレ沈静化に向けて進展。RBAは5月20日の理事会で政策金利を4.10%から3.85%に引き下げることを決定した。豪州経済は堅調だが、海外要因による下振れ懸念は拭えず、また関税によるインフレ圧力が限定的であることに鑑みれば、追加利下げのハードルは低い。今年末と来年末の政策金利予想をいずれも3.60%から3.35%に引き下げた。

債券の「やや強気」見通しを継続

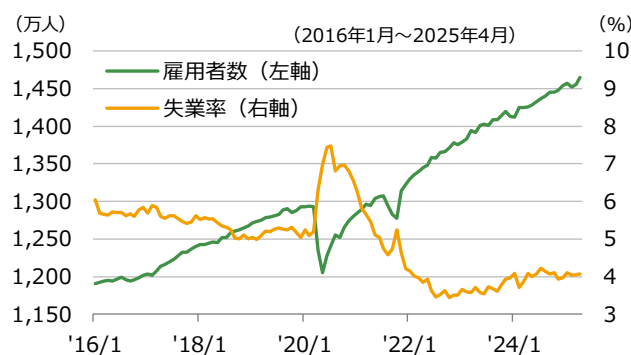
豪州の長期金利は、短期的に米国の長期金利に連動する動きとなっているが、今後は利下げに伴って金利も低下しやすくなり、レンジを切り下げる展開を想定する。金利の水準は近年の中でも高い位置にあるほか、中期的には低下方向での推移が見込まれるため、債券の見通しは「やや強気」を維持する。

消費者心理と個人消費



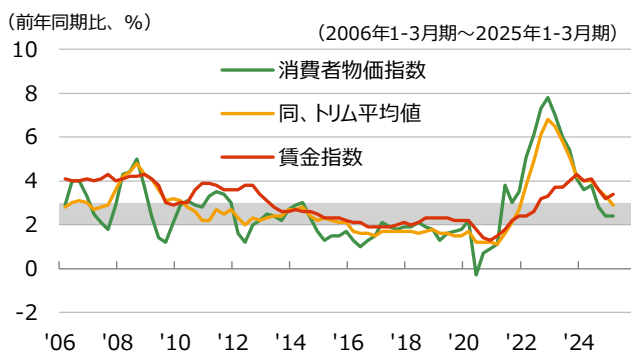
※消費者信頼感指数はウエストバック銀行発表のデータ
(出所) ウエストバック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



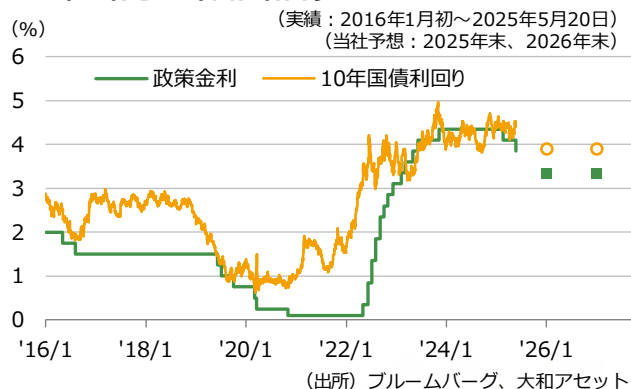
(出所) 豪州統計局

消費者物価指数と賃金指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) 豪州統計局

政策金利と10年国債利回り





経済

印米貿易協議は互惠関係の下で進む見込み

印米貿易協定交渉に関して、現地報道ではインド政府が米国との関税率の差を約13%から4%未満に縮小することを提案した模様。一方、トランプ米大統領はインド側が関税全撤廃を提案したと発言。今後の交渉から目が離せないが、2月の首脳会談で合意した「互惠関係」の下で交渉が進むだろう。主に、米国の資源と武器の輸入を含む2国間貿易協定の締結方針や、AI、半導体、防衛分野で協力する見込みで、印米関係の一層の深まりが期待される。

3大食材や原油価格の低位推移は好材料

CPIの先行指標となる3大食材の価格は約2年ぶりにそろって低水準。また、原油価格の低位推移や正常なモンスーン（雨季）降雨量が予想され、当面のCPI前年同月比伸び率は中銀の目標値+4%を下回って推移しよう。利下げの後押し材料になることに加え、可処分所得の増加による消費促進も期待される。

株式

先物ポジションは7カ月ぶりにプラス転換

世界的な「相互関税ショック」後、インドは米関税政策の避難先との見方が台頭。4月7日以降インド株は10%以上も急反発し、7カ月ぶりの高水準を記録。海外勢の動きを見ても、足元ではネットの株式先物ポジションが7カ月ぶりにプラスに転じる場面も。ネットのショートポジションの大幅な減少は弱気相場の終わりを示唆し、買い戻しが本格化する可能性もある。ポジティブなサインと考えられる。

印パ摩擦の局面でも概ね資金流入が継続

4月以降、世界がトランプ関税政策に翻弄されたり、インド・パキスタン軍事摩擦があった中でも、インド株は大幅に反発。2019年の印パ軍事衝突時に株式市場でのリスク回避行動が限定的だったことと同様に、今回の印パ軍事摩擦の中でも外国人投資家による株式市場への資金流入は概ね継続。需給環境は良好で約8カ月ぶりの史上最高値更新が視野に。

インドと米国の貿易状況

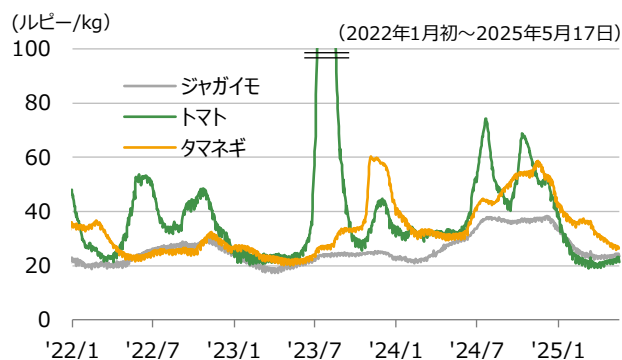
- 平均関税率:農産品5.7%、非農産品4.3% (2022年)
- 輸出金額: 912億米ドル (2024年)
- 主要な輸出品目 (2022年) 貴石および貴金属 (19%)
医薬品等の化学製品 (16%)



- 平均関税率:17% (2023年)
- 輸入金額: 418億米ドル (2024年)
- 主要な輸出品目 (2022年) 燃料 (40%)
貴石および貴金属 (16%)

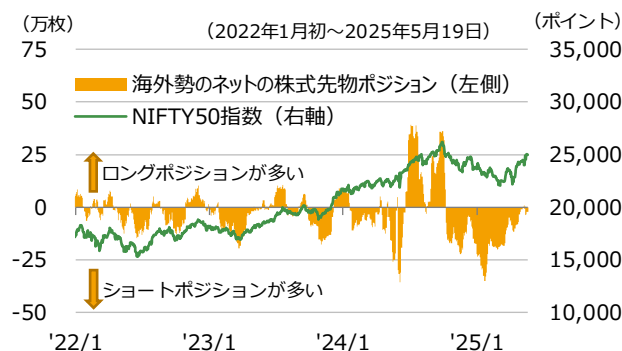
※平均関税率は最恵国待遇の単純平均
(出所) WTO、UN Comtrade、WITSより大和アセット作成

インドの3大主要食材の小売価格



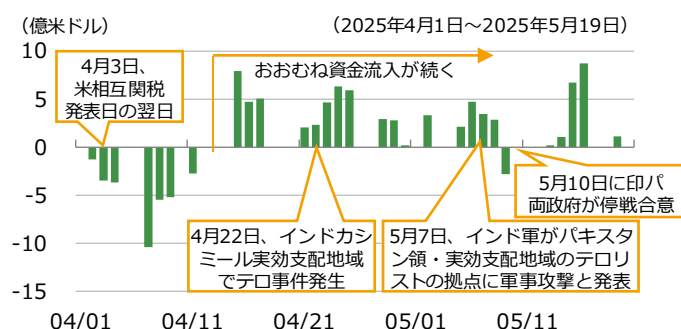
(出所) インド消費者関連事務局

海外勢のネットの株式先物ポジションと株価指数の推移



(出所) インド国立証券取引所より大和アセット作成

インド株式市場への外国人投資家の日次資金フロー



(出所) インド国立証券取引所、ブルームバーグ



経済

ブラジルのインフレ懸念は後退へ

ブラジルは関税に伴う輸入コスト上昇に限られるほか、年初からの通貨高や資源価格下落もあり、供給面からのインフレ懸念は後退。また、ブラジル中銀の積極的な利上げなどを背景に、民間の信用創造の伸びにピークアウト感が出ており、今後は時間差を伴ってサービス価格の伸び抑制に作用する見込み。

メキシコの企業心理は一段と悪化

米国のメキシコに対する不法移民・フェンタニル関税ではUSMCAに準拠した品目が対象外のほか、メキシコは相互関税の対象外ともなっており、メキシコの対米輸出の実効関税率は7%程度にとどまると試算される。しかし、製造業PMIは低下が続いており、4月は44.8と2021年2月以来の水準まで悪化した。特に輸出向け新規受注の落ち込みが大きいほか、受注を取り消す動きも指摘されており、今後はハードデータおよび経済全体への波及度合いに注目。

金利

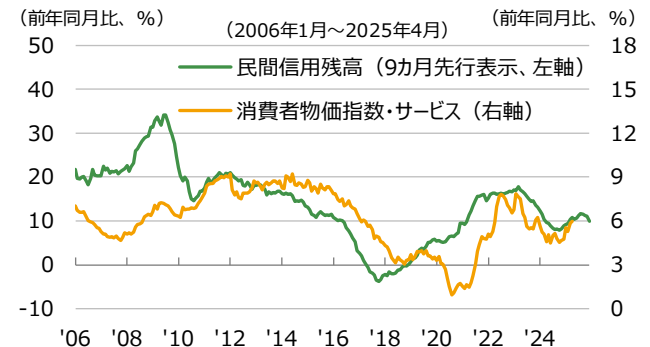
ブラジル債券の見通しを強気に引き上げ

ブラジル中銀は5月に政策金利を14.25%から14.75%に引き上げた。経済の減速感が見られる中、米国の関税政策に伴う世界経済の減速懸念や資源価格の下落によりインフレ見通しは下振れリスクも高まっており、今回の利上げは示唆しなかった。追加利上げはあったとしても0.25%ptとみられ、利上げ局面が最終盤に位置していることは確かだ。今年終盤以降の利下げも想定される中で中期的な金利の方向性は低下に転じた公算が大きく、ブラジル債券の見通しは「やや強気」から「強気」に引き上げた。

メキシコは0.5%ptずつの利下げを継続

メキシコ銀行は5月に政策金利を9.00%から8.50%に引き下げた。足元のインフレ率は若干上昇しているものの、金利の水準は依然として高く、関税による経済の下振れリスクも懸念される中、同行は次回も同じ幅の利下げを検討する旨を示した。

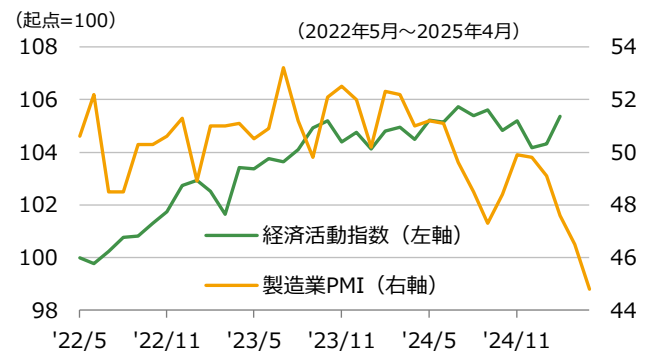
ブラジルの民間信用残高の伸びとサービスインフレ



※民間信用残高は2025年3月まで

(出所) ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院より大和アセット作成

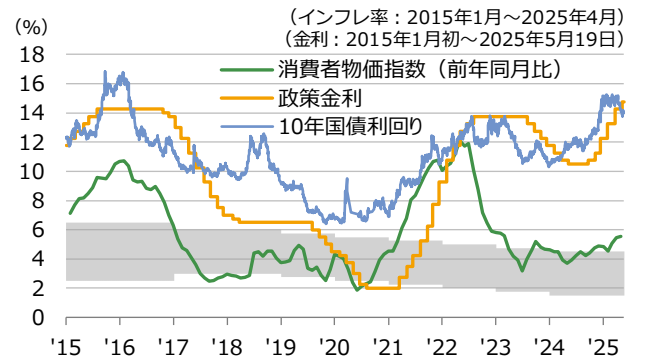
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2025年2月まで

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

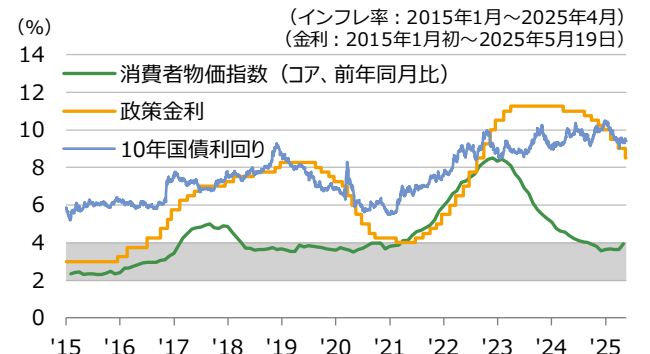
ブラジルのインフレ率と金利



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ

(出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

メキシコのインフレ率と金利



※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、メキシコ銀行



経済

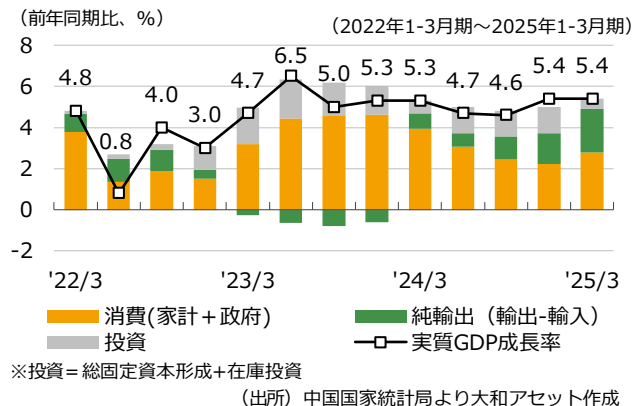
4-6月期の景気減速は不可避

2024年10-12月期以降の中国景気の持ち直しは、トランプ関税を警戒した駆け込み輸出が背景にある。25年1-3月期GDP成長率では純輸出が約4割も寄与。異次元の報復関税合戦を繰り広げた米中両政府は、5月12日に一転して関税引き下げに合意し、米国の対中追加関税は90日の猶予期間中は30%となった。ただし、米中交渉が今後難航する可能性や関税による混乱等により、25年4-6月期の景気減速は不可避。

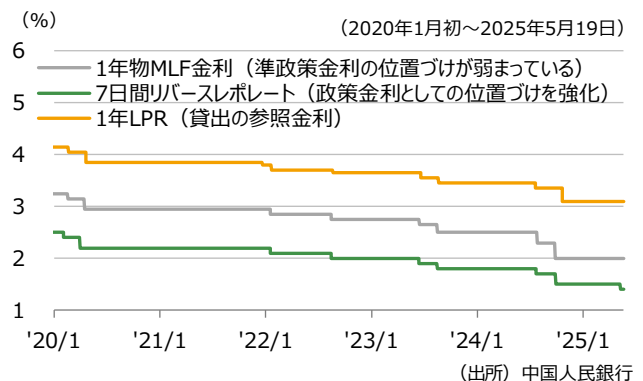
利下げによって景気対策期待が幾分後退

5月7日に中銀は一連の金融緩和を発表。政策金利の0.1%pt、預金準備率の0.5%ptの引き下げや一部の住宅ローン金利などを引き下げた。ただ、利下げ幅が限定的なことや利下げによって逆に大型景気対策期待が後退。当社では大型の景気対策発表を見込まず、米関税引き下げにもかかわらず25年の実質GDPの見通しは4.0%への上方修正に留めた。

四半期の実質GDP成長率および需要項目別寄与度



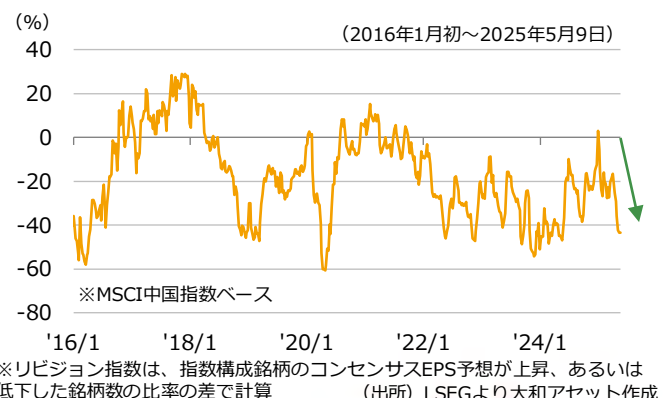
各種金融政策ツール



各種株価指数の推移



リビジョン指数からみる業績修正の動向



株式

目先は好材料が出尽くしたと想定

2024年10月以降、本土株式市場がほぼレンジ推移となる中、オフショア株式市場では外国人投資家の資金の出入りが激しく、上下に振れる展開。足元では、4月の米中関税合戦による下落分をほとんど取り戻す展開となっている。ただ、米中貿易交渉は今後難航する可能性が高く、当社は「好材料の出尽くし」を想定。景気対策期待の後退や決算がおおむね市場予想を下回ったこともあり、短期的な反発相場のなかで利益確定売りが出やすい局面を予想する。

企業業績の下方修正が増加

中国国内での慢性的な需要不足のため、値下げによる悪質な価格競争が続いており、企業業績の改善は依然として見込めず。2025年1-3月期の決算発表では市場予想に未達となった企業が多く、実際にリビジョン指数も急速に悪化している。足元の株価上昇に冷や水となる可能性には注意が必要。



金利

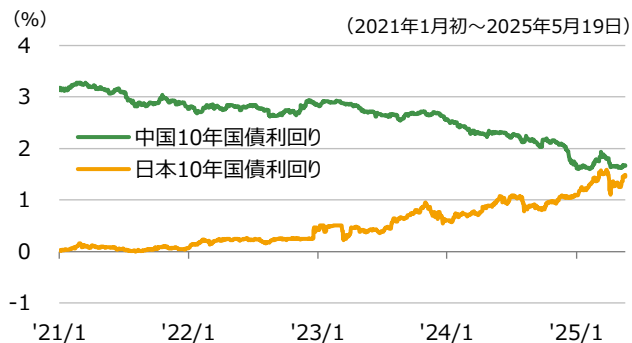
中国と日本の10年債利回りの逆転も目前

2024年11月中旬に30年国債利回りにおいて日中が逆転し、中国の「日本化」が象徴される出来事となった。足元では30年債に続き10年国債利回りの逆転も目前に迫っている。日本では日銀の追加利上げが期待される一方、中国は利下げサイクルを継続しているため、日中10年国債利回りの逆転は時間の問題だと言える。7月の政治局会議で大型景気対策が発表されなければ、中国の長期金利は低下トレンドを継続する可能性が高い。

金融緩和による景気下支えには限界

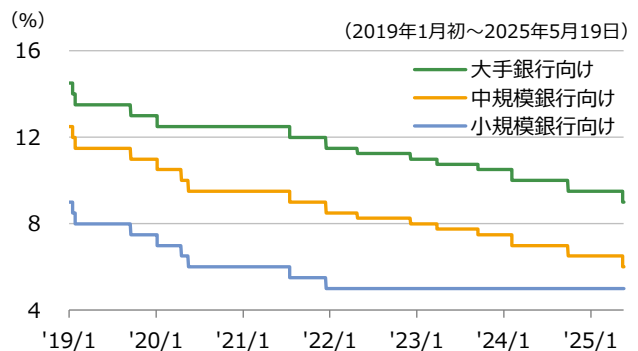
5月7日の金融緩和措置では、利下げとともに預金準備率も引き下げられるなど、多数の金融政策ツールを活用。しかし、需要不足やデフレの深刻化を改善するには力不足と見込まれる。追加的な利下げ余地が乏しいため、金融政策の限界が見えており、大規模な財政支出策が待たれる状況は変わらない。

中国と日本の長期金利の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

預金準備率の推移



(出所) 中国人民銀行

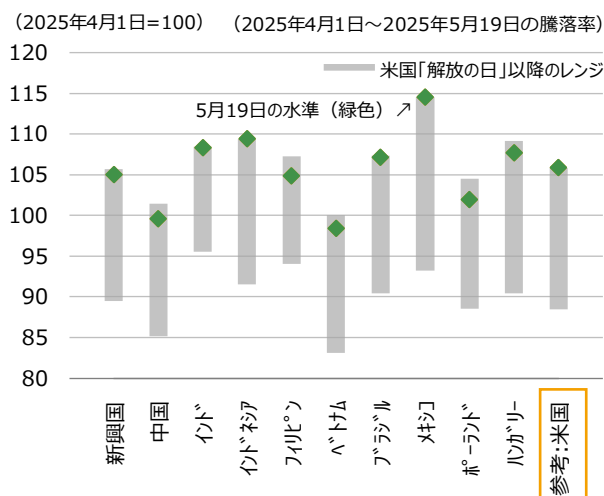
今月の新興国コラム

一部の新興国株はリスク回避局面でも好調

4月2日の米国の「解放の日」以降、世界の金融市場が揺れ動いた中で、一部の新興国の株価指数は米S&P500指数を上回る高パフォーマンスを記録。

相互関税発表後の世界的な株安の局面では、インド、フィリピン、メキシコなどの下落幅が相対的に限定的だった。また、相互関税のうち上乗せ部分の90日の適用猶予発表を受けたリスク選好の流れの中で、ベトナムを除いた個別の新興国の株価指数は、「解放の日」以前の水準を回復した。特に、インド、インドネシア、メキシコは引き続き米S&P500指数をアウトパフォームしている。米ドルへの信認の揺らぎ、構造的な米ドル安という資金フローの変化が予想される中で、資源国と内需主導の新興国の一部が資金フローの受け皿となろう。

米国「解放の日」以降の新興国株価の推移



※MSCI新興国株価指数ベース ※米国はS&P500指数、ベトナムはVN指数を掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



米ドル

リスクオンの円安と米ドル高

直近1カ月、世界的に株価が上昇するなかでリスクオンの円安が進み、米ドル円とクロス円が上昇。また、米関税を巡る懸念の後退が米ドル高に作用し、米ドルは円以外の通貨に対しやや上昇。通常リスクオンでは米ドル安になりやすいが、米経済の懸念後退を織り込む場合にはリスクオンの米ドル高となり得る。ただ米経済見通しがさらに改善してリスクオンの円安や米ドル高が進む可能性は低いと見ている。

実質金利差拡大と米ドル円上昇に限界

足元で日米実質金利差が拡大し、米ドル円が上昇。日銀のハト派的姿勢を受け日本の金利が低下し、米中関税合意を受け米国金利が上昇したためだ。直近の実質金利差に見合う米ドル円は144～148円程度と考えられ、実際の米ドル円はそのレンジ内にある。実質金利差拡大は続きにくいと見る。日本に比べ米国の期待インフレ率は低下傾向にあるため、実質金利も低下して米ドル安・円高に作用すると予想する。

米ドル円と米金利の順相関が低下

最近数カ月、米ドル円と米金利の順相関が低下した一方、米ドル円と米株価の順相関が続いた。米国売りの米国債安（金利上昇）・米株安・米ドル安や、その反動の米国債高（金利低下）・米株高・米ドル高があったため、米関税を巡る懸念の拡大・縮小が背景にある。ただ米関税懸念の変化が落ち着くとリスクオフの米金利低下やリスクオンの米金利上昇に戻り、米ドル円と米金利の順相関が高まるだろう。

商品指数と米ドル円の連動性

商品総合指数と米ドル円レートには連動性が認められる。商品高局面では米金利や米株価が上昇して米ドル高・円安に振れるケースが多く、商品安局面では米金利や米株価が下落して米ドル安・円高に振れるケースが多い。今後、トランプ米政権の関税率が現水準より下がる可能性が低いなかでは、先行きの世界経済見通しが改善を続ける可能性は低い。供給リスクが台頭しない限り商品総合指数は低迷しやすく、米ドル円も同様の推移になりやすいだろう。

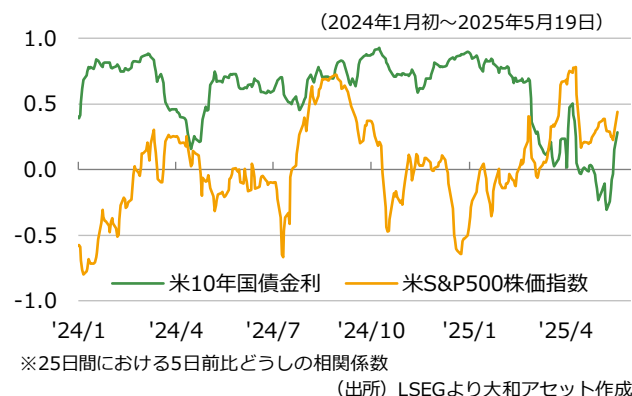
米ドル・円・他通貨の為替レート



日米実質金利差と米ドル円



米ドル円との相関係数 (25日間ベース)



商品総合指数と為替レート





ユーロ

ユーロ安・円高の進行を予想

このところユーロ円は堅調に推移。米国が相互関税の上乗せ分を90日間停止したことや、日銀のハト派的姿勢、米中の関税引き下げ合意がユーロ高・円安に作用したためだ。ただ、米関税率が現水準より下がる可能性が低いなかではリスクオンの円安が続きにくだろう。日本に比べドイツの金利が低下傾向となるなかでユーロ安・円高の進行を予想する。

ユーロ・米ドルは安定化へ

4月には相対的な独金利低下・米金利上昇に反してユーロ高・米ドル安が進んだ。米関税を巡る懸念がリスク回避の米国売りによる米国債安・米ドル安を招いたためだ。その後、米関税懸念が緩和して米国債高・米ドル高に転じる局面もあったが、さらなる懸念緩和と米ドル高の余地は限定的と見る。今後は欧州と米国の長期金利がいずれも低下傾向となるなかでユーロ・米ドルは安定化していくと予想する。

カナダ・ドル、豪ドル

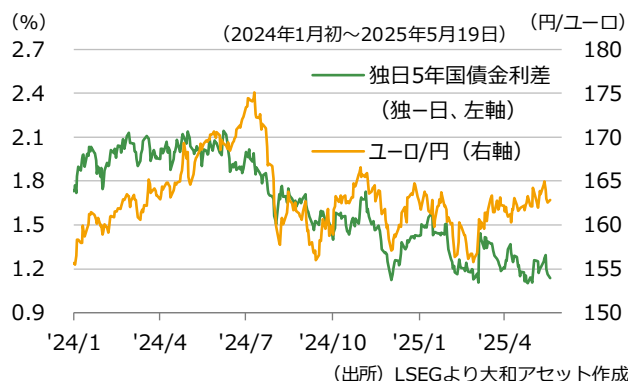
カナダ・ドルは目先の利下げ観測が重荷

4月にかけて進んだ米ドル安が一服し、この1カ月はカナダ銀行の利下げ再開の期待も高まり、カナダ・ドルは対米ドルで減価した。米国は利下げ再開まで時間を要する中、目先はカナダ銀行の利下げ観測がカナダ・ドルの上値を抑制しそうだ。ただし、年末にかけては米国の利下げ再開による米ドル安やリスク選好度の高まりが想定されるため、カナダ・ドルは米ドルや円に対して底堅く推移すると見込む。

豪ドルは金利対比売られ過ぎからの反動

世界的なリスク回避姿勢の後退や豪州の堅調な経済指標を受けて大幅利下げの期待が低下し、この1カ月で豪ドルは米ドルに対して増価。当面はRBAの利下げ観測が豪ドルの上値を抑制する場面もあるだろうが、米国との金利差対比で売られ過ぎたところからの反発余地は残されているとの評価で、豪ドルは米ドルや円に対して堅調に推移すると見込む。

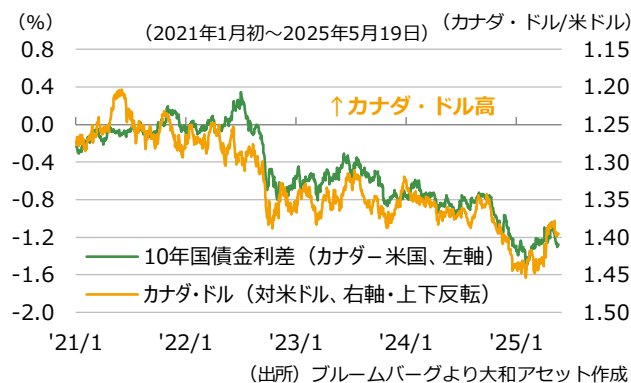
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



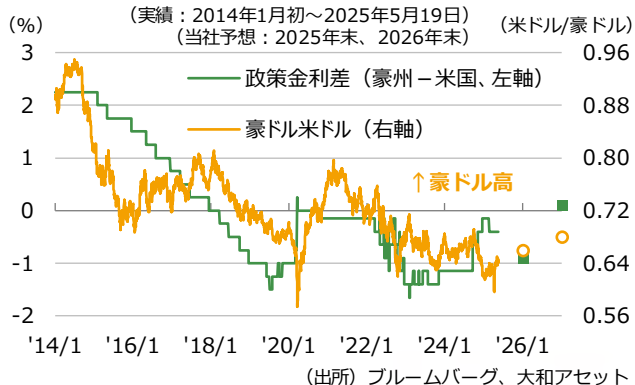
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



加米10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



豪米政策金利差と豪ドル米ドル





人民元、インド・ルピー

中国、資金逃避が人民元安圧力を強めよう

中国では、非正規の資金移動が含まれる「その他投資」と「証券投資」の合計で、キャピタル・フライトの規模を推定できる。2024年秋頃以降は、株式市場の資金流出が膨らみ、キャピタル・フライトの規模が2015年の人民元ショックを超過したとみられる。人民元安圧力はかつてなく高まっている。

インドの輸出の構造的な変化に注目

インドの輸出に構造変化が起きている。iPhoneの生産に代表されるハイテク商品の輸出増加のほか、IT技術面での強い競争力を武器に、関連するサービス輸出が増加。ソフトウェアの受注や、グローバル企業のインド国内での開発拠点の増加に伴い、サービス輸出が財輸出に迫る規模まで拡大している。インドの輸出競争力の高まりにより、中長期的には経常収支の改善への期待が高まり、ルピー高要因として働くことが見込まれる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

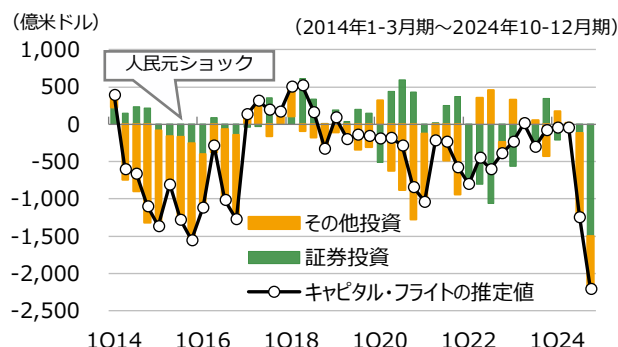
高金利と貿易収支改善がレアルを下支え

ブラジル中央銀行は高金利政策を当面維持する方針であり、政策金利から消費者物価指数（前年比）を引いた実質政策金利は高水準で推移すると見込まれる。ブラジル・レアルの金利面の魅力は相対的に高まる局面にありそうだ。また、米中貿易摩擦の狭間で、中国が大豆など農産物の輸入を米国からブラジルに切り替える動きが観測されており、貿易収支の改善もレアルの下支え要因になると期待される。

メキシコ・ペソの買い材料は残存

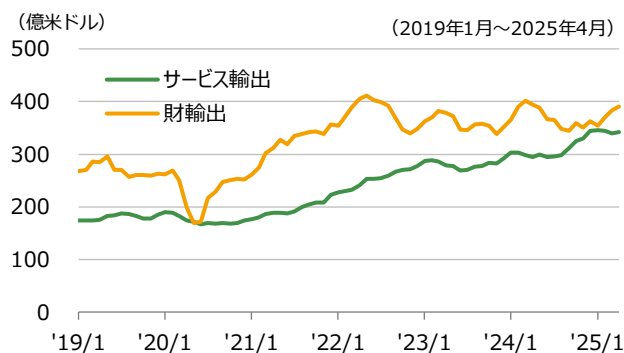
米国の対メキシコ関税が市場の懸念よりも小幅にとどまる中、メキシコ・ペソは対米ドルで堅調に推移。今後、自動車関税の引き下げなど追加的な好材料が出てくる可能性があり、引き続き19ペソ/米ドル程度までのペソ高を見込む。ただし、通貨高がメキシコ銀行の利下げを後押ししている部分もあり、やがては金利低下がペソの上値抑制に作用しそうだ。

中国のキャピタル・フライトの推定値



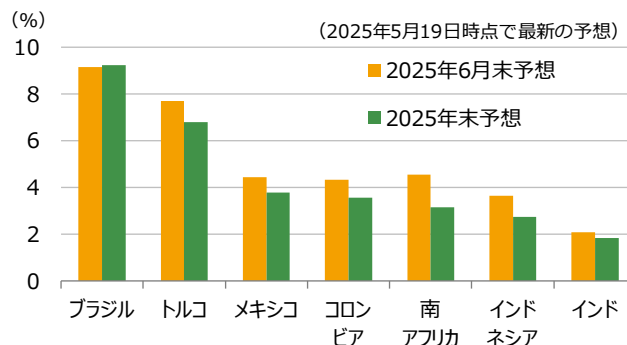
※キャピタル・フライトの推定値＝証券投資＋その他投資
(出所) 中国国家外貨管理局より大和アセット作成

インドの財とサービスの輸出の推移



※3カ月移動平均 (出所) インド商工省より大和アセット作成

各国の実質政策金利（市場予想）の変化



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

メキシコ・ペソの先物ポジションとメキシコ・ペソ



※先物ポジションは週次データ（2025年5月13日まで）

(出所) ブルームバーグ



原油

エネルギー需要への警戒感はやや後退

米政権による関税措置の不確実性は残るが、米中貿易摩擦の緩和を受けて世界景気減速に伴うエネルギー需要への警戒感はやや後退した。WTI原油先物価格は、米相互関税の発表で4月上旬に一時55米ドル台まで急落して以降、おおむね55～65米ドルのレンジで推移。他方、OPECプラスの増産加速や、イラン核合意協議の動向が下押し圧力となっている。

OPECプラスの増産加速を注視

OPECプラスは4月から増産（自主減産縮小）を開始した上、5月、6月の割当生産量を期初計画（3月公表）よりも大幅に引き上げた。市況低迷が続く状況下での増産幅拡大の背景には、①減産順守を狙った「懲罰的」措置、②シェア重視への戦略転換、③米国への便宜供与（価格低下）、などがあるとの見方が多い。世界景気減速による需要鈍化が懸念される中、需給バランスに与える影響を注視したい。

金

逃避買い縮小で金価格は下落

4月下旬以降の金先物価格は、利益確定の売りや、米関税を巡る貿易摩擦の緩和期待、米ドル高進行などを背景に、史上最高値の3,500米ドル超から一時3,100米ドル台まで下落した。5月初旬には一旦3,400米ドル台を回復したが、その後は米国が英国、中国との貿易交渉で合意に達したことにより、逃避的な金買いは縮小し再び下落に転じた。

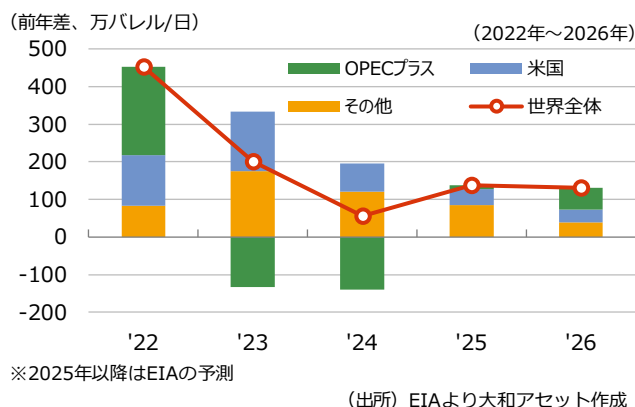
金ETFへ中国から資金流入が爆増

4月の金ETFは5カ月連続の資金流入となり、純流入額は112億米ドル、4月末の世界運用資産総額（AUM）は3,786億米ドル（前月末比+10%）と過去最高を更新した。アジアからの純流入額が65%を占め、その9割以上が中国である。北米は40%、欧州は純流出となった。米関税引き上げによる貿易摩擦が、経済成長鈍化の懸念や金融市場の混乱などを引き起こし、金取引の増加につながった。

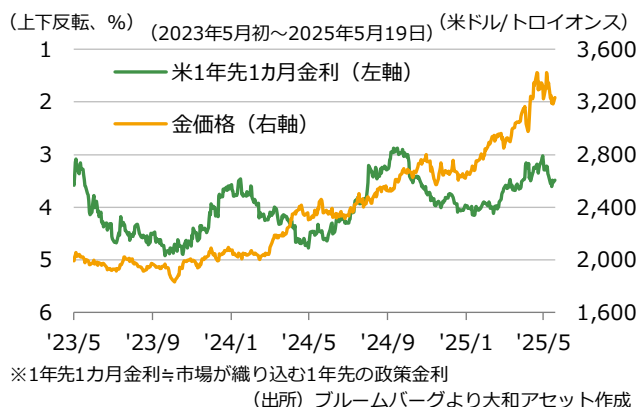
原油価格と原油在庫



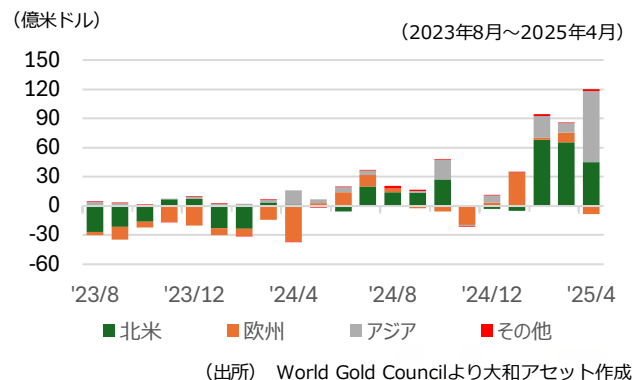
原油供給量の変化



市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



金ETFの地域別資金フローの推移



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
トランプ関税の影響	大	大	大	従来から当面のリスク要因の筆頭として挙げていた「トランプ米政権の政策運営」が現実のものとなった。4月2日にトランプ政権は世界各国に対する相互関税を発表。発表された相互関税は想定を上回る規模で、各国の株価は急落した。その後、トランプ政権は各国と関税の引き下げ交渉に応じるため相互関税のうち上乗せ部分の適用を90日間停止したほか、米英、米中でそれぞれ関税交渉に合意したことなどから、関税に対する不確実性は小康状態となっている。先行きは、①90日間の一時停止期間中に関税引き下げ交渉が成功するか否か、②関税による自国経済、及び世界経済減速の影響、次第で各国ごとに進むコースが変わり、米中を筆頭に経済及び金融市場の不確実性は高い。また、ここでは言及していないトランプ関税から派生するリスク要因も多い。
米国離れ	中	大	大	トランプ米政権による米国（トランプ氏自身）の利益のみを優先した政策運営により、足元では「米国離れ」の動きも垣間見られる。通商面では各国に対し一方的に相互関税を突き付けるなど第二次世界大戦後に構築された自由貿易体制を否定している。安全保障面ではウクライナ支援に消極的で欧州各国は防衛費の増額に動いている。金融政策面ではパウエルFRB議長の解任（あるいは利下げ要求）に言及するなど中央銀行の独立性を否定し、金融市場面では第2のプラザ合意（米ドル安誘導）と言われる「マールアラーゴ合意」も市場でささやかれている。これらを背景に、4月の相場混乱時には米国株安・米国債券安・米ドル安のトリプル安となった。5月には米国債の格下げもあり、最上位格付け（AAA格）を失った。短期的には米国離れによる「ショック」は想定していないが、長期的には米国資産、米ドルの信認低下などグローバルな資金の流れを変え得る。
米関税政策の日本経済への影響	中	中	小	トランプ米政権の関税政策の影響により、日本経済の下振れリスクが高まっている。4月に日銀は「消費者マインドの悪化が、所得から支出への前向きな循環を阻害するリスク」を指摘し、実際に家計や企業のセンチメントは弱含んでいる。政治面では、国民の生活苦を大義名分として与野党は経済対策を検討しているが、財源の裏付けのない選挙対策に放漫財政への懸念が高まる。国内30年金利は2000年以来的水準まで上昇しており、2022年の英国での「トラス・ショック」の再来が懸念される状況となってきた。また、7月に予定される参議院選挙での与党の大敗、自民党の下野も現実的なシナリオとなりつつある。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2025年	6月	●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（22日）	●ECB理事会（4-5日） ●G7首脳会議（カナダ、15-17日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●NATO首脳会議（23-24日） ●EU首脳会議（26-27日）	●カナダ金融政策決定会合（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（18日） ●メキシコ金融政策決定会合（26日）
	7月	●参議院議員（2019年改選）任期満了（28日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（23-24日） ●FOMC（29-30日）	●RBA理事会（8日） ●カナダ金融政策決定会合（30日） ●ブラジル金融政策決定会合（30日）
	8月		●BOE金融政策委員会（7日）	●メキシコ金融政策決定会合（7日） ●RBA理事会（12日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●ECB理事会（10-11日） ●FOMC（16-17日） ●BOE金融政策委員会（18日）	●カナダ金融政策決定会合（17日） ●ブラジル金融政策決定会合（17日） ●メキシコ金融政策決定会合（25日） ●RBA理事会（30日）
	10月	●日銀金融政策決定会合（29-30日）	●EU首脳会議（23-24日） ●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（29-30日）	●カナダ金融政策決定会合（29日）
	11月		●BOE金融政策委員会（6日）	●RBA理事会（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（5日） ●メキシコ金融政策決定会合（6日）
2026年	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●FOMC（9-10日） ●ECB理事会（17-18日） ●BOE金融政策委員会（18日） ●EU首脳会議（18-19日）	●RBA理事会（9日） ●カナダ金融政策決定会合（10日） ●ブラジル金融政策決定会合（10日） ●メキシコ金融政策決定会合（18日）
	1月	●日銀金融政策決定会合（月内） ●通常国会召集（月内）	●FOMC（27-28日）	●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	2月		●ECB理事会（4-5日） ●BOE金融政策委員会（5日） ●EU首脳会議（月内）	●メキシコ金融政策決定会合（月内） ●RBA理事会（3日）
	3月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（18-19日） ●BOE金融政策委員会（19日）	●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●RBA理事会（17日） ●メキシコ金融政策決定会合（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（29-30日） ●BOE金融政策委員会（30日）	●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		●G7首脳会議（フランス、月内）	●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●メキシコ金融政策決定会合（月内）

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		5/19	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.00	-1.00	3.50
日本	無担保コール翌日物金利	0.50%	0.00	0.40	0.60
ユーロ圏	中銀預金金利	2.25%	0.00	-1.75	2.75
カナダ	翌日物金利	2.75%	0.00	-2.25	1.75
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	-0.25	3.75
インド	レボ金利	6.00%	0.00	-0.50	1.60
ブラジル	セリック・レート	14.75%	0.50	4.25	2.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	8.50%	-0.50	-2.50	1.50
中国	7日物リバース・レポレート	1.40%	-0.10	-0.40	-0.70
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		5/19	1カ月	1年	3年
米国		4.45%	0.12	0.03	1.61
日本		1.49%	0.20	0.54	1.25
ドイツ		2.59%	0.12	0.07	1.64
カナダ		3.17%	0.04	-0.45	0.29
豪州		4.52%	0.24	0.31	1.14
インド		6.29%	-0.08	-0.80	-1.03
ブラジル		14.00%	-0.56	2.28	1.71
メキシコ		9.42%	-0.07	-0.28	0.60
中国		1.66%	0.01	-0.66	-1.15

		直近値	期間別変化率		
株価指数		5/19	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	5,964	12.9%	12.5%	52.9%
	NYダウ	42,792	9.3%	7.0%	36.9%
日本	TOPIX	2,738	7.0%	-0.3%	47.2%
	日経平均株価	37,499	8.0%	-3.3%	42.0%
欧州	STOXX600	550	8.6%	5.2%	28.5%
インド	NIFTY50指数	24,945	4.6%	10.9%	57.8%
中国	MSCI中国	74.47	9.1%	15.6%	13.2%
ベトナム	VN指数	1,296	6.3%	1.8%	4.4%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		5/19	1カ月	1年	3年
米ドル		144.86	1.9%	-6.9%	13.4%
ユーロ		162.82	0.5%	-3.8%	20.3%
カナダ・ドル		103.84	1.1%	-9.2%	4.2%
豪ドル		93.54	3.2%	-10.2%	3.8%
インド・ルピー		1.70	1.9%	-9.0%	3.5%
ブラジル・リアル		25.64	4.7%	-15.9%	-1.0%
メキシコ・ペソ		7.50	4.1%	-19.9%	17.0%
中国人民元		20.10	3.2%	-6.7%	5.9%
ベトナム・ドン		0.56	1.7%	-8.6%	1.1%

		直近値	期間別変化率		
リート		5/19	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,124	4.9%	11.3%	15.0%
日本	東証REIT指数	1,725	0.6%	-4.2%	-13.0%

		直近値	期間別変化率		
商品		5/19	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		62.69	-3.1%	-21.7%	-44.1%
COMEX金先物価格		3,234	-2.9%	32.5%	75.0%

※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

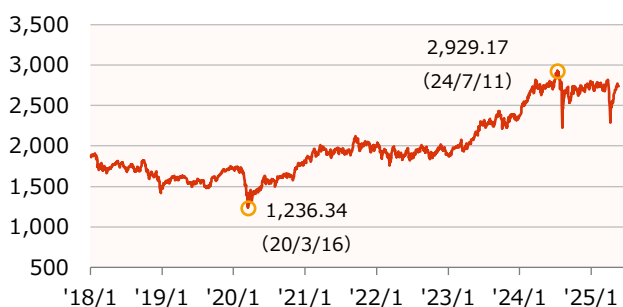
NYダウ



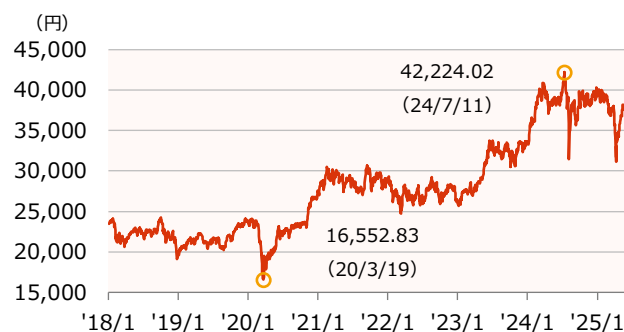
S&P500



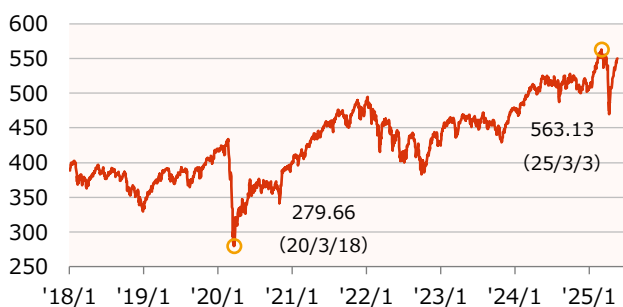
TOPIX



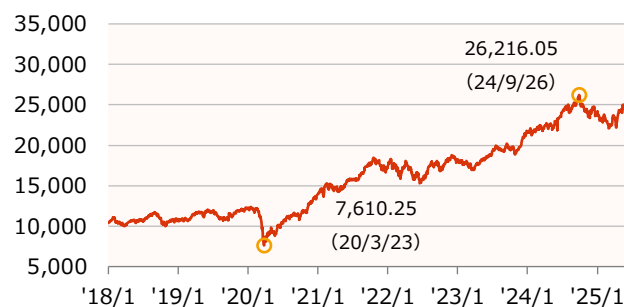
日経平均株価



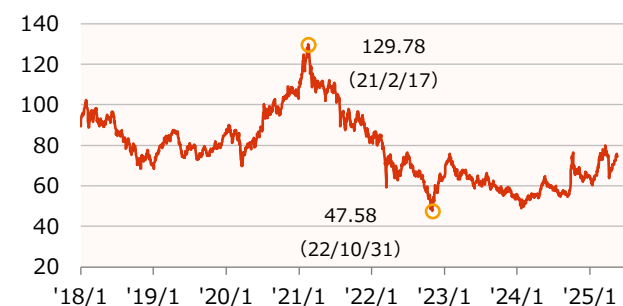
STOXX600



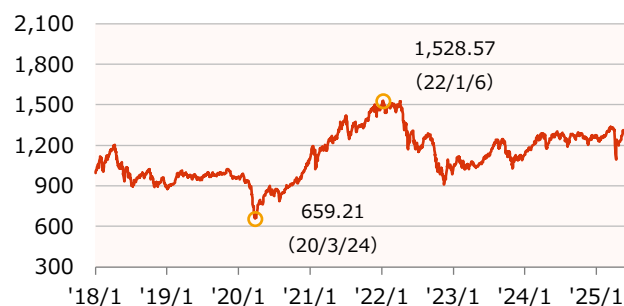
インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの期間は2018年1月初～2025年5月19日

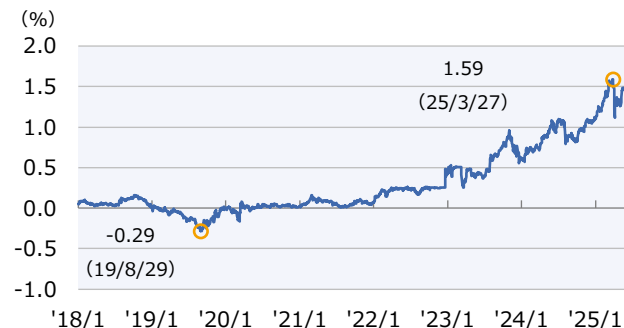
(出所) ブルームバーグ

長期金利

■ 米国10年国債利回り



■ 日本10年国債利回り



■ ドイツ10年国債利回り



■ カナダ10年国債利回り



■ 豪州10年国債利回り



■ インド10年国債利回り



■ ブラジル10年国債利回り



■ 中国10年国債利回り



※グラフの期間は2018年1月初～2025年5月19日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

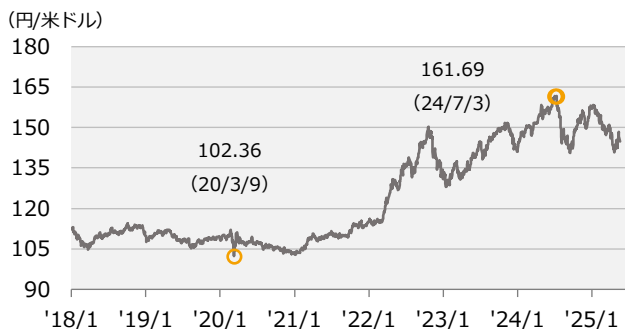
■ NAREIT指数（配当込み）



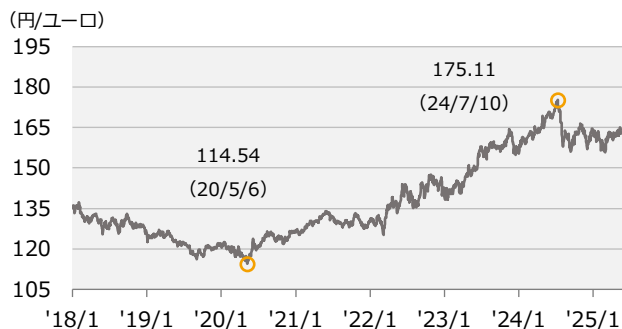
■ 東証REIT指数（配当なし）



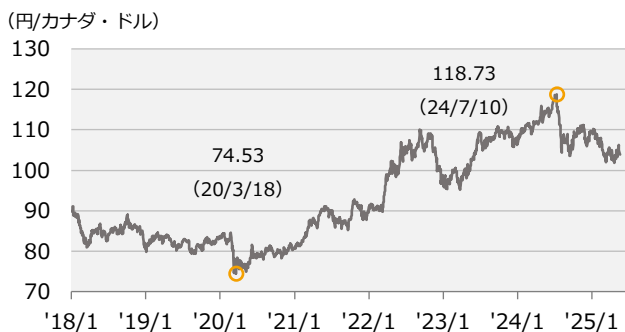
■ 米ドル円



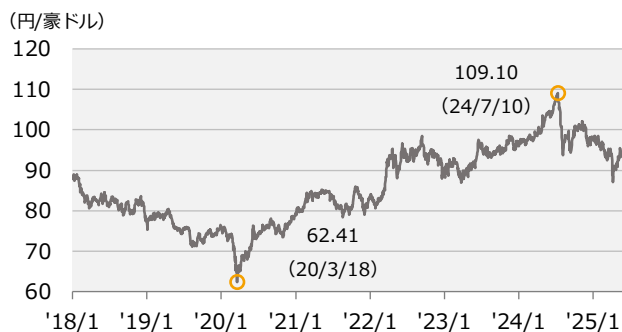
■ ユーロ円



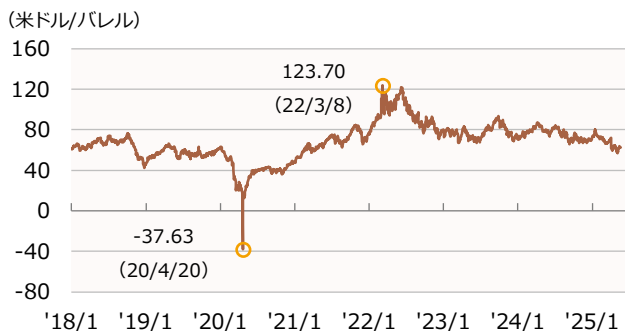
■ カナダ・ドル円



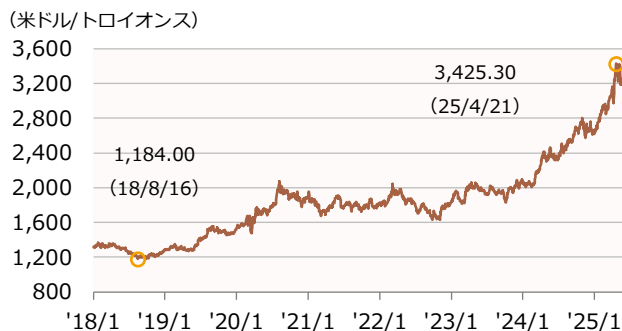
■ 豪ドル円



■ WTI原油先物価格



■ COMEX金先物価格



※グラフの期間は2018年1月初～2025年5月19日

（出所）ブルームバーグ

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NAV：純資産価値、NBER：全米経済研究所、NISA：少額投資非課税制度、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2025年5月19日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2025年5月22日)