

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

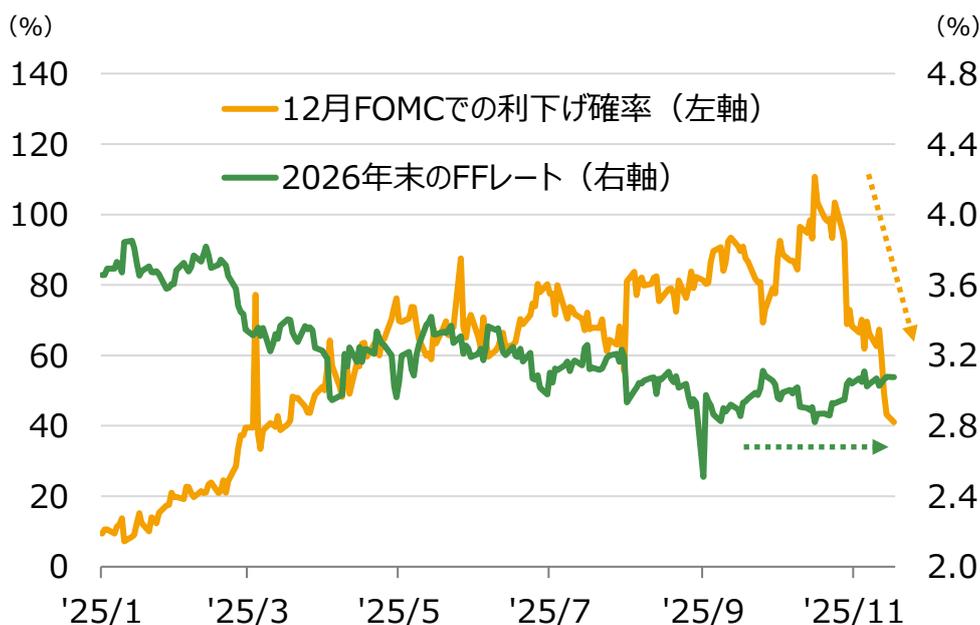
# 12

DEC. 2025

## 今月のチャート

### 大局的な見通しに変わりはない

市場が織り込む12月利下げ確率と2026年末のFFレート



※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

# 目次

## ■ 概要

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

## ■ 各国経済・金融市場見通し

|                             |          |
|-----------------------------|----------|
| 米国 経済・株式・金利・リート             | 7        |
| 日本 経済・株式・金利・リート             | 10       |
| 欧州 経済・株式・金利                 | 13       |
| カナダ 経済・金利                   | 15       |
| 豪州 経済・金利                    | 16       |
| ブラジル・メキシコ 経済・金利             | 17       |
| インド 経済・株式                   | 18       |
| 中国 経済・株式                    | 19       |
| 新興国 経済・金融市場、今月の新興国コラム<br>為替 | 20<br>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

### 目先にとらわれず大局観を持って

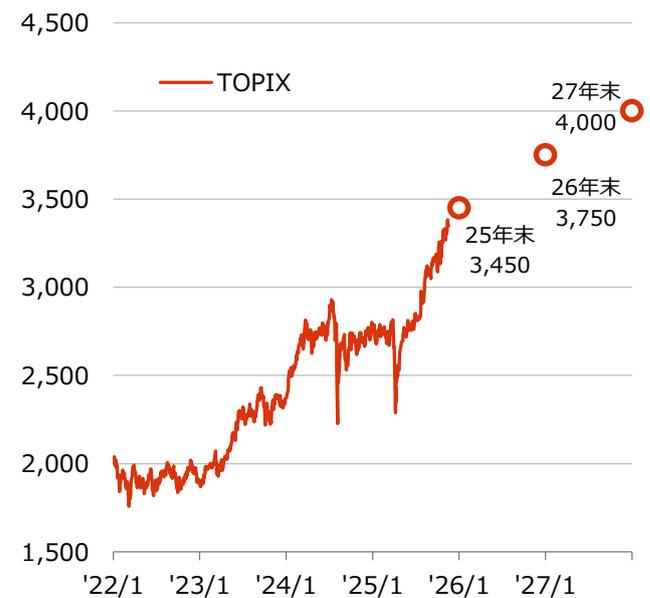
- 過去1カ月の金融市場の特徴として、①AIバブル懸念が続いていること、②12月FOMCでの利下げ観測が不透明になったこと、が挙げられる。とりわけ、これら2要因は米国株上昇の主要な原動力であり、世界の株式市場にも大きな影響を及ぼしている。
- AIバブル懸念は、過剰設備投資への警戒感が続く中で、巨額の社債発行によって一段と注目を集めた。これを受け、AI関連銘柄のクレジットスプレッドの拡大が見られる。ただし、これらは信用力の悪化というよりも、これまで格付け対比でタイトだった水準が格付け並みにリプライシングされていると評価すべきだろう。
- 12月FOMCでの利下げは、10月FOMC前までは確実視されていたものの、直近では市場の織り込み度合いが50%を下回っている。一方、利下げの最終地点に関する見通しは過去1カ月で大きく変化しておらず、先行きの利下げ観測という大局的な見通しは維持されている。

■ S&P500の推移と大和アセットの予想



※直近値は2025年11月17日。2025年末、2026年末、2027年末は当社予想  
(出所) ブルームバーグ、大和アセット

■ TOPIXの推移と大和アセットの予想



※直近値は2025年11月17日。2025年末、2026年末、2027年末は当社予想  
(出所) ブルームバーグ、大和アセット

# 世界経済・金融市場見通し

## 2大原動力への懸念

過去1カ月の金融市場の特徴として、①AIバブル懸念が続いていること、②12月FOMCでの利下げ観測が不透明になったこと、が挙げられる。とりわけ、これら2要因は米国株上昇の主要な原動力であり、世界の株式市場にも大きな影響を及ぼしている。

## AIの成長ストーリーは健在

AIバブル懸念は、過剰設備投資への警戒感が続く中で、巨額の社債発行によって一段と注目を集めた。9月のオラクルの総額180億米ドル（発行時の為替レートで約2兆6,800億円）に続き、10月末にはメタ・プラットフォームズが総額300億米ドル（約4兆6,000億円）、11月初にはアルファベットが米ドル建てとユーロ建てで総額250億米ドル程度（約3兆8,500億円）といった巨額の起債を行った。これを受け、直近では特にオラクルのクレジットスプレッドが拡大している。ただし、これらは信用力の悪化というよりも、これまで格付け対比でタイトだった水準が格付け並みにリプライシングされていると評価すべきだろう。AI関連株は急ピッチで上昇してきたため、短期的な調整局面にあるが、AIの成長ストーリーは依然として健在と考えている。

## 金融相場ストーリーも健在

12月FOMCでの利下げは、10月FOMC前までは確実視されていたものの、直近では市場の織り込み度合いが50%を下回っている。これは複数のFRB高官が12月FOMCでの利下げに慎重な姿勢を示しているためだ。一方、利下げの最終地点に関する見通しは過去1カ月で大きく変化していない。こうした慎重姿勢の背景には、米政府機関の閉鎖により政府統計が発表されず、データ不足で判断が困難という事情がある。つまり、次回の12月FOMCに限ったものであり、先行きの利下げ観測という大局的な見通しは維持されている。特に、来年5月に任期満了となるパウエルFRB議長の後任には、トランプ米大統領の意向を反映した積極緩和派が選任される可能性が高い。当社では引き続きFRBの利下げの最終地点を3%（2026年末）と想定しており、金融相場のストーリーも依然として健在と考えている。

（執筆：調査部 山本徹）

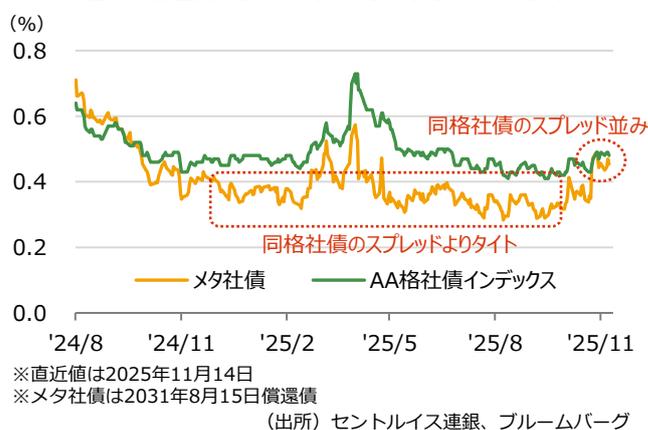
### マグニフィセント7指数とS&P500



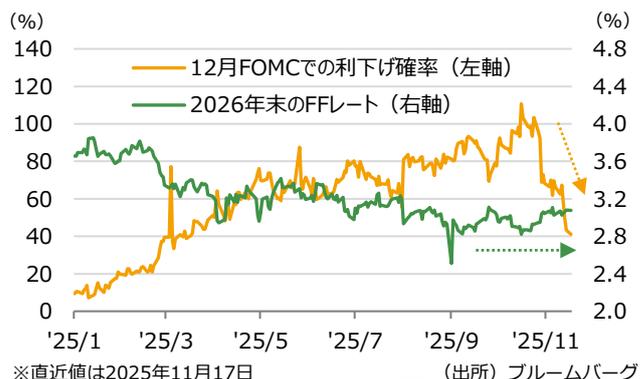
### オラクルCDS (5年) のスプレッド



### メタとAA格社債インデックスのクレジットスプレッド



### 市場が織り込む12月利下げ確率と2026年末のFFレート



# 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   |  | 弱気 | 中立 | 強気 | 一言コメント                                   |
|------|--|----|----|----|--|
| 米国   |  |    |    |    | 政府機関閉鎖が目先のかく乱要因に、2026年はトレンド並みの景気拡大へ。     |
| 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   |  |    |    |    | 物価の安定、金利の低下、堅調な雇用情勢等を要因に景気は当面底堅く推移。      |
| カナダ  |  |    |    |    | USMCA見直しに向けた不確実性が採用や設備投資の抑制につながり、低成長継続へ。 |
| 豪州   |  |    |    |    | 既往の利下げの効果などから景気回復期待が高まる。労働市場はひっ迫継続の見込み。  |
| ブラジル |  |    |    |    | トランプ関税の影響は小さいが、引き締め的な金融政策によって低成長が続く局面。   |
| メキシコ |  |    |    |    | 利下げの効果は期待されるが、USMCA見直しに向けた不確実性が経済活動を抑制。  |
| インド  |  |    |    |    | 予想を上回る広範囲のGST減税により消費回復が加速し、高成長継続を予想。     |
| 中国   |  |    |    |    | 内需・外需ともに減速が見込まれるほか、過剰生産能力の抑制が新たな景気減速要因に。 |
| ベトナム |  |    |    |    | 米関税政策の影響は限定的、財政支出の拡大を背景に内需主導の高成長を期待。     |

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

| 株式   |  | 弱気 | 中立 | 強気 | 一言コメント                                    |
|------|--|----|----|----|---|
| 米国   |  |    |    |    | 短期的高値警戒感はあるが、AI関連株と追加利下げへの期待による上昇基調は継続。   |
| 日本   |  |    |    |    | 高市政権への期待感、堅調な企業業績、好需給などから上昇トレンドの継続を想定する。  |
| 欧州   |  |    |    |    | 米国株に対する成長力の相対的弱さは難点だが、株価に割高感がない点は安心材料。    |
| インド  |  |    |    |    | 景気や業績の改善期待に加え、印米通商交渉の進展もみられ、上昇基調を見込む。     |
| 中国   |  |    |    |    | 割高感に注意が必要だが、行き場のない個人マネーがテーマ型株に流入しやすいと見込む。 |
| ベトナム |  |    |    |    | 当面利益確定の売りが出やすいが、堅調な経済動向や株式市場区分の格上げが下支え。   |

| 債券   |  | 弱気 | 中立 | 強気 | 一言コメント                                   |
|------|--|----|----|----|--|
| 米国   |  |    |    |    | 景気モメンタムの復調やFRB議長人事が明確になるまで長期金利は横這い推移へ。   |
| 日本   |  |    |    |    | 利上げ期待は米関税政策の影響次第で揺れ動く。長期金利は高止まりを想定。      |
| 欧州   |  |    |    |    | ECBの利下げ局面は一巡。独の長期金利はインフレ期待の低下で緩やかな低下基調へ。 |
| カナダ  |  |    |    |    | 景気見通しは芳しくないが、金融政策は様子見姿勢に。長期金利はレンジ推移を見込む。 |
| 豪州   |  |    |    |    | 景気回復期待が高まり、利下げは打ち止め。長期金利はおおむねレンジ推移を想定。   |
| ブラジル |  |    |    |    | 高い利息収入に加え、利下げ転換に向けて債券価格の上昇が期待できる局面。      |
| メキシコ |  |    |    |    | 2026年前半にかけて緩やかな利下げ局面が継続。長期金利にも更なる低下余地あり。 |
| インド  |  |    |    |    | 米利下げ期待や低インフレを受け、年内の追加利下げおよび金利の低位推移を予想。   |
| 中国   |  |    |    |    | 景気低迷が続くも、当局の景気対策が小粒に留まる中、長期金利のレンジ推移を予想。  |

| リート |  | 弱気 | 中立 | 強気 | 一言コメント                                    |
|-----|--|----|----|----|---|
| 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  |  |    |    |    | 好調な不動産賃貸市況から増益継続を想定も、足元の上昇により適正なバリュエーション。 |

※現地通貨建ての期待リターン・リスク等を基に総合的に判断

| 為替       |  | 弱気 | 中立 | 強気 | 一言コメント                                     |
|----------|--|----|----|----|--|
| 米ドル      |  |    |    |    | 景気減速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      |  |    |    |    | 海外金利低下やリスクオフ、日銀利上げ観測が円高要因で、リスクオンは円安要因に。    |
| ユーロ      |  |    |    |    | リスクオフや利下げ再開観測がユーロ安要因となるが、財政支出拡大はユーロ高要因に。   |
| カナダ・ドル   |  |    |    |    | 利下げ停止はカナダ・ドルの下支え要因だが、米国対比で低い金利がカナダ・ドル高を抑制。 |
| 豪ドル      |  |    |    |    | 2026年前半の米国との政策金利差逆転を視野に、対米ドルで堅調に推移する見込み。   |
| ブラジル・レアル |  |    |    |    | 相対的な金利の高止まりがレアル高に作用。対内証券投資の拡大もレアル高要因に。     |
| メキシコ・ペソ  |  |    |    |    | 利下げ継続で金利面での魅力は低下するが、実需の資金フロー好転が下支え要因に。     |
| インド・ルピー  |  |    |    |    | 中銀が通貨安を容認しない姿勢を明確に示したことで、対米ドルで底打ちの可能性大。    |
| 中国人民元    |  |    |    |    | 貿易黒字が資金逃避を相殺する構図が崩れれば、人民元安圧力が強まるリスクに注意。    |
| ベトナム・ドン  |  |    |    |    | 高成長を背景にした輸入増や物価上昇から、中長期的には緩やかなドン安が見込まれる。   |

※通貨パフォーマンスの相対比較

# 経済・金利の予想値

表の見方

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

|       | 実質GDP (前年比、%) |                |                |                |
|-------|---------------|----------------|----------------|----------------|
|       | 実績値<br>2024年  | 予想値<br>2025年   | 2026年          | 2027年          |
| 米国    | 2.8           | 1.5            | 1.6            | 1.8            |
| 日本    | 0.2           | 0.6            | 0.8            | 0.8            |
| ユーロ圏  | 0.9           | 1.4 ←<br>(1.2) | 1.4 ←<br>(1.2) | 1.4 ←<br>(1.2) |
| カナダ   | 1.5           | 1.3            | 1.0            | 2.0            |
| 豪州    | 1.1           | 1.6            | 2.5            | 2.2            |
| ブラジル  | 3.4           | 2.2            | 1.7            | 2.0            |
| メキシコ  | 1.5           | 0.5            | 1.0            | 2.0            |
| インド*1 | 6.5           | 7.0            | 7.3            | 7.3            |
| 中国    | 5.0           | 4.2            | 4.2            | 3.7            |
| ベトナム  | 7.1           | 7.0            | 7.2            | 6.8            |



## 金融政策の見方

|             |  |
|-------------|--|
| <b>米国</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>12月に0.25%ptの追加利下げを予想も、26年1月FOMCへの後ずれリスクが高まっている。</li> <li>利下げは2026年中に3.00-3.25%で打ち止めへ。</li> </ul>                |
| <b>日本</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>2025年12月から半年ごとに0.25%ptの追加利上げを予想。</li> <li>国債買入れ減額：2026年4月以降は四半期ごとの減額幅を原則として現行の約4,000億円から約2,000億円に圧縮。</li> </ul> |
| <b>ユーロ圏</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>中銀預金金利は中立と目される2%に達し、景気、物価も安定していることから、利下げ局面は一巡。</li> <li>償還された保有債券を再投資せず。保有債券の売却もせず。</li> </ul>                  |

|        | 政策金利 (%)      |               |                    |                  |                  | 10年国債利回り (%)  |               |                |                |                |
|--------|---------------|---------------|--------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
|        | 実績値<br>2024年末 | 直近値<br>11月17日 | 予想値<br>2025年末      | 2026年末           | 2027年末           | 実績値<br>2024年末 | 直近値<br>11月17日 | 予想値<br>2025年末  | 2026年末         | 2027年末         |
| 米国*2   | 4.50          | <b>4.00</b>   | 3.75               | 3.25             | 3.25             | 4.6           | <b>4.1</b>    | 3.9            | 4.1            | 4.3            |
| 日本     | 0.25          | <b>0.50</b>   | 0.75               | 1.25             | 1.50             | 1.1           | <b>1.7</b>    | 1.6            | 1.7            | 1.7            |
| ユーロ圏*3 | 3.00          | <b>2.00</b>   | 2.00               | 2.00             | 2.00             | 2.4           | <b>2.7</b>    | 2.4            | 2.4            | 2.2            |
| カナダ    | 3.25          | <b>2.25</b>   | 2.25               | 2.25             | 2.25             | 3.2           | <b>3.2</b>    | 3.0            | 2.8            | 3.2            |
| 豪州     | 4.35          | <b>3.60</b>   | 3.60 ←<br>(3.35)   | 3.60 ←<br>(3.35) | 3.60 ←<br>(3.35) | 4.4           | <b>4.5</b>    | 4.2 ←<br>(3.9) | 4.3 ←<br>(3.9) | 4.4 ←<br>(4.1) |
| ブラジル   | 12.25         | <b>15.00</b>  | 15.00 ←<br>(14.50) | 11.00            | 10.00            | 15.2          | <b>13.7</b>   | 13.0           | 11.5           | 11.5           |
| メキシコ   | 10.00         | <b>7.25</b>   | 7.00               | 6.50             | 6.50             | 10.4          | <b>8.9</b>    | 8.5            | 8.3            | 8.5            |
| インド    | 6.50          | <b>5.50</b>   | 5.25               | 5.25             | 5.25             | 6.8           | <b>6.5</b>    | 6.3            | 6.3            | 6.5            |
| 中国     | 1.50          | <b>1.40</b>   | 1.40 ←<br>(1.25)   | 1.30 ←<br>(1.10) | 1.20 ←<br>(1.00) | 1.7           | <b>1.8</b>    | 1.4            | 1.4            | 1.2            |
| ベトナム   | 4.50          | <b>4.50</b>   | 4.50               | 4.25             | 4.25             | -             | -             | -              | -              | -              |

\*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで  
 \*2 米国の政策金利はFF金利誘導目標の上限  
 \*3 ユーロ圏の政策金利は中銀預金金利、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、( )内は前回値  
 … 予想値引き下げ、( )内は前回値

# 株価・リート・為替の予想値

|                       |          | 株価指数    |       |               |        |                        |       |                        |       |                        |       |
|-----------------------|----------|---------|-------|---------------|--------|------------------------|-------|------------------------|-------|------------------------|-------|
|                       |          | 実績値     |       | 直近値           |        | 予想値                    |       |                        |       |                        |       |
|                       |          | 2024年末  | 年間騰落率 | 11月17日        | 年初来騰落率 | 2025年末                 | 年間騰落率 | 2026年末                 | 年間騰落率 | 2027年末                 | 年間騰落率 |
| 米国                    | S&P500   | 5,882   | +23%  | <b>6,672</b>  | +13%   | 6,800                  | +16%  | 7,400                  | +9%   | 8,000                  | +8%   |
|                       | NYダウ     | 42,544  | +13%  | <b>46,590</b> | +10%   | 47,000                 | +10%  | 50,000                 | +6%   | 54,000                 | +8%   |
| 日本                    | TOPIX    | 2,785   | +18%  | <b>3,348</b>  | +20%   | 3,450 ←<br>( 3,400 )   | +24%  | 3,750 ←<br>( 3,600 )   | +9%   | 4,000 ←<br>( 3,800 )   | +7%   |
|                       | 日経平均株価   | 39,895  | +19%  | <b>50,324</b> | +26%   | 52,000 ←<br>( 50,000 ) | +30%  | 56,000 ←<br>( 52,000 ) | +8%   | 60,000 ←<br>( 55,000 ) | +7%   |
| 欧州                    | STOXX600 | 508     | +6%   | <b>572</b>    | +13%   | 570                    | +12%  | 600                    | +5%   | 640                    | +7%   |
| インド                   | NIFTY50  | 23,645  | +9%   | <b>26,013</b> | +10%   | 27,000                 | +14%  | 31,000                 | +15%  | 35,350                 | +14%  |
| 中国                    | MSCI中国   | 64.71   | +16%  | <b>86.36</b>  | +33%   | 80.00                  | +24%  | 75.00                  | -6%   | 80                     | +7%   |
| ベトナム                  | VN指数     | 1,267   | +12%  | <b>1,654</b>  | +31%   | 1,650                  | +30%  | 1,840                  | +12%  | 2,100                  | +14%  |
|                       |          | リート     |       |               |        |                        |       |                        |       |                        |       |
|                       |          | 実績値     |       | 直近値           |        | 予想値                    |       |                        |       |                        |       |
|                       |          | 2024年末  | 年間騰落率 | 11月17日        | 年初来騰落率 | 2025年末                 | 年間騰落率 | 2026年末                 | 年間騰落率 | 2027年末                 | 年間騰落率 |
| 米国                    | NAREIT指数 | 24,843  | +9%   | <b>25,501</b> | +3%    | 27,000                 | +9%   | 30,000                 | +11%  | 33,000                 | +10%  |
| 日本                    | 東証REIT指数 | 1,653   | -9%   | <b>2,021</b>  | +22%   | 1,900                  | +15%  | 2,000                  | +5%   | 2,100                  | +5%   |
|                       |          | 為替 (対円) |       |               |        |                        |       |                        |       |                        |       |
|                       |          | 実績値     |       | 直近値           |        | 予想値                    |       |                        |       |                        |       |
|                       |          | 2024年末  | 年間騰落率 | 11月17日        | 年初来騰落率 | 2025年末                 | 年間騰落率 | 2026年末                 | 年間騰落率 | 2027年末                 | 年間騰落率 |
| 米ドル                   |          | 157     | +11%  | <b>155</b>    | -1%    | 149 ←<br>( 147 )       | -5%   | 144 ←<br>( 142 )       | -3%   | 140                    | -3%   |
| ユーロ                   |          | 163     | +5%   | <b>180</b>    | +11%   | 172 ←<br>( 169 )       | +6%   | 165 ←<br>( 163 )       | -4%   | 160                    | -3%   |
| カナダ・ドル                |          | 109     | +3%   | <b>110</b>    | +1%    | 107 ←<br>( 106 )       | -2%   | 104 ←<br>( 103 )       | -3%   | 104                    | +0%   |
| 豪ドル                   |          | 97      | +1%   | <b>101</b>    | +4%    | 100 ←<br>( 98 )        | +3%   | 104 ←<br>( 99 )        | +4%   | 101 ←<br>( 97 )        | -3%   |
| ブラジル・リアル              |          | 25.5    | -12%  | <b>29.1</b>   | +14%   | 28.7 ←<br>( 27.7 )     | +13%  | 27.2 ←<br>( 26.3 )     | -5%   | 25.0                   | -8%   |
| メキシコ・ペソ               |          | 7.5     | -9%   | <b>8.4</b>    | +12%   | 8.1 ←<br>( 8.0 )       | +7%   | 7.7 ←<br>( 7.6 )       | -5%   | 7.3                    | -5%   |
| インド・ルピー               |          | 1.83    | +8%   | <b>1.75</b>   | -5%    | 1.71                   | -7%   | 1.71                   | +0%   | 1.72                   | +1%   |
| 中国人民元                 |          | 21.6    | +9%   | <b>21.8</b>   | +1%    | 20.8 ←<br>( 20.4 )     | -4%   | 19.3                   | -7%   | 19.0                   | -2%   |
| ベトナム・ドン <sup>*1</sup> |          | 0.62    | +6%   | <b>0.59</b>   | -5%    | 0.58 ←<br>( 0.57 )     | -6%   | 0.55 ←<br>( 0.53 )     | -6%   | 0.51                   | -6%   |

\*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示



## 経済

### 民間指標で景気動向に大きな変わりなし

政府機関閉鎖により公式統計の発表が途絶えている。民間指標のISM景況感指数では、分水嶺の50を挟んで、製造業が低迷する一方、非製造業は堅調に推移している。10月ADP雇用統計での民間雇用者数は前月差+4.2万人と、3カ月連続の雇用減を回避した。企業規模別では、大企業が同+7.3万人に対し、中小企業は同▲3.1万人であった。景気モメンタムに左右されやすい中小企業が悪化傾向にある。

### 政府機関閉鎖が及ぼす影響

今回の政府機関閉鎖は43日間と過去最長を更新した。ひとまず解除されたものの、一部機関を除いて1月末までのつなぎ予算を得たに過ぎず、再閉鎖リスクが燦る。議会予算局の試算によれば、政府機関閉鎖は10-12月期の実質GDPを1.5%pt押し下げる一方、1-3月期は2%pt超の押し上げ要因となる。基調的な影響は限定的と見込まれるが、今後発表される経済指標が攪乱されることは確実である。

### 統計未発表時の金融政策判断は？

経済統計の発表が限られる中、FF金利先物が織り込む12月FOMCでの利下げ期待は50%を割り込んだ。タカ派の高官は政府機関閉鎖以前からインフレを懸念し続けている。10月FOMCでも反対票を投じたように、インフレ鈍化を確認できない中での利下げに否定的である。他方、ハト派から中道派の高官も雇用・物価動向を中心とする実体経済の変化を確認できず、利下げの適否を判断しかねている。前者の声が目立つことから、利下げ期待が低下している。

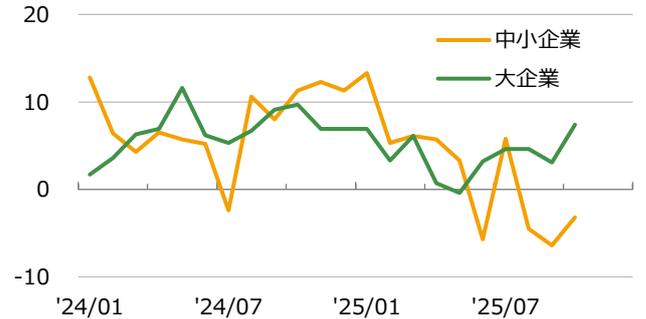
### 足元の揺らぎに惑わされるリスク

利下げの最終到達点の見通しは大きく変化しておらず、目先の利下げ期待の低下は、政府機関閉鎖に伴う一時的な揺らぎであろう。注目すべきは次期FRB議長人事で、早ければ年内にも発表される可能性がある。金融政策運営に造詣が深い人物が選ばれば、現在のコンセンサス形成重視のスタイルから、自身の金融政策観に基づくトップダウン型運営へ転換する公算も。したがって、足元の動向に過度に引っ張られることもリスクとなる。

(執筆：調査部 小池基生)

### ADP雇用統計

(前月差、万人)

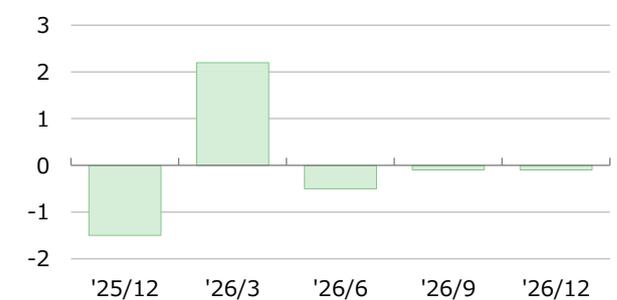


※直近値は2025年10月

(出所) ADP

### 政府機関閉鎖が実質GDPに及ぼす影響

(前期比年率、%pt)



(出所) 議会予算局

### 12月FOMCでの利下げ期待

(%)

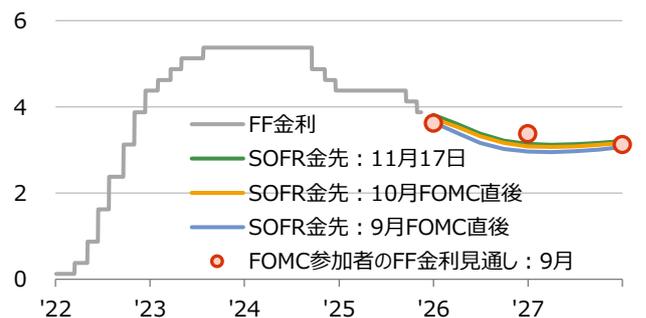


※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

### FF金利の実績と見通し

(%)



※FF金利は決定日ベースで誘導目標レンジの中心値

※直近値は2025年11月17日

(出所) FRB、ブルームバーグ



## 株式

### AIバブル論が重石となったS&P500

S&P500は10月28日に最高値を更新したが、その後は軟調な展開となった。10月FOMC以降、追加利下げ期待が後退したことに加え、「AIバブル論」が意識されたことで高値警戒感が強まった半導体などAI関連のハイテク株の下落が相場の重石となった。

### AI相場はフロスだがバブルではない

もっとも当社は、現在のハイテク株の株価はフロス（短期的過熱）であってもバブルではないと考えている。足元のハイテク株（S&P500の「情報技術」）のPERは30倍近辺に達し、過去5年の上限を越えてきたが、PER50倍弱だったドットコムバブル期と比べ低位であり、利益成長を伴った株価形成がされているといえる。実際、ハイテク株の予想EPSは着実に成長する見通しであり、情報技術の通期予想増益率（11月14日時点）は25年が従来予想を上回る前期比+24%、26年は同+23%となっている。

### ビッグテックは二極化へ

ただし、足元の市場の関心はこうした業績面よりも、いわゆるビッグテック5社によるデータセンターへの巨額な設備投資に向いており、投資の採算性や、財務安定性に与える影響について懸念を強めている。当社はビッグテックの巨額投資は全体としては健全性を保っているが、一方で銘柄選別は重要と考えている。各社の巨額投資についての評価は、それらが営業キャッシュフローの範囲内でまかなわれ、フリーキャッシュフロー（FCF）が安定的に黒字なのかどうかモノサシとなる。5社のうち、クラウド事業大手のマイクロソフト、アルファベット、アマゾン、AIへの強い需要を背景にクラウドサービスの成長が加速しており、FCFも高水準での黒字が見込まれている。一方、クラウド事業者としては後発で、設備投資の急拡大が想定されるオラクルは、今後FCFが赤字化する見通し。クラウド事業者ではないメタは、AI投資を収益化する道筋がやや明確でなく、今後のFCFは減少が予想されている。市場から疑問視される投資戦略は自ずと修正されると考えられるものの、一定の警戒は必要であろう。

（執筆：調査部 高橋卓也）

### S&P500と主要ハイテク株指数



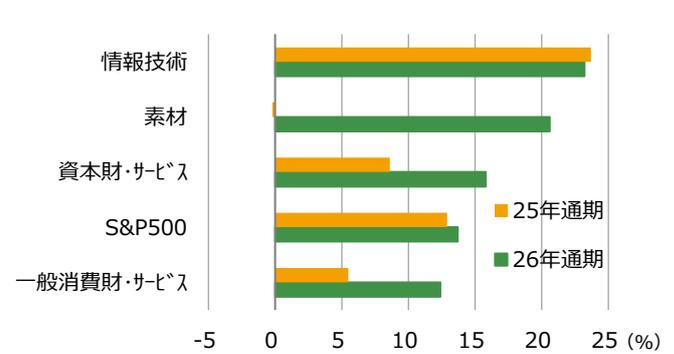
※S&P500（情報技術）には半導体・同製造装置株が含まれる  
※直近値は2025年11月17日  
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

### S&P500と同情報技術の12カ月先予想PER



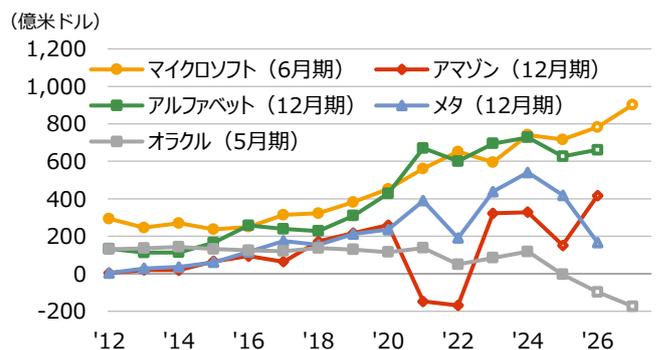
※予想はLSEG  
※直近値は2025年11月14日  
（出所）LSEGより大和アセット作成

### S&P500構成銘柄のセクター別予想増益率上位



※予想はLSEG（11月14日時点）  
（出所）LSEGより大和アセット作成

### ビッグテック各社のフリーキャッシュフロー



※（）内は決算期。マーク白抜きはブルームバーグ予想（11月14日時点）  
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



## 金利

### 金融政策観と金利の居所

政府機関閉鎖により相場材料を欠いていることもあり、12月FOMCでの利下げ期待が後退するにつれて米金利は全般的に10月後半から上昇している。4月の相互関税ショック以降、低下基調にあった米国債のボラティリティも上昇している。ただし、ボラティリティ水準自体は年初から見れば低い。

10年金利は次回の金融政策動向ではなく、2~3年先1カ月物金利などに示される将来の政策金利期待と連動する傾向が強い。2~3年先1カ月物金利は現在3.2%前後で推移しており、ばらつきは非常に大きいものの、FOMC参加者が示す政策金利の長期見通しの中央値とおおむね一致している。これまでの関係に基づけば、この水準は4.0%程度の10年金利を示唆している。ただしフォワード金利は年限が長くなるにつれて上昇している。突発的なリスクオフを除き、10年金利は低下圧力が抑制される構造となっている。

(執筆：調査部 小池基生)

## リート

### 低・中所得層の消費回復が待たれる

10月半ば以降、米金利は上昇したものの、同時期に始まった7-9月期決算では業績の安定性が確認され、REITは底堅く推移した。二極化する経済を象徴するように、高級ホテルやショッピングモールの決算は堅調だった一方、住宅の新規貸出には軟調さが見られた。REIT全体が大きく上昇するためには、低・中所得層の消費回復が待たれる。セクター別では、ディフェンシブ銘柄においてヘルスケアやネットリースなどへの市場選好度合いが強まってきたが、通信や簡易住宅などには割安感が残っている。中期的には、景気回復に伴い業績改善が見込めるオフィスやホテルなど景気循環セクターへのローテーションを想定している。

リスク要因としては、不動産需要に影響を与える雇用悪化が挙げられる。大手企業のオフィス従業員の削減が景気循環的なものなのか、AI浸透による構造的変化の始まりなのか、見極める必要がある。

(執筆：調査部 中原佳祐)

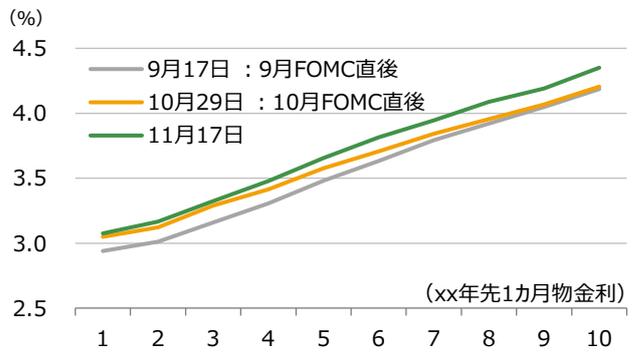
### MOVE指数：米国債のボラティリティ



※直近値は2025年11月17日

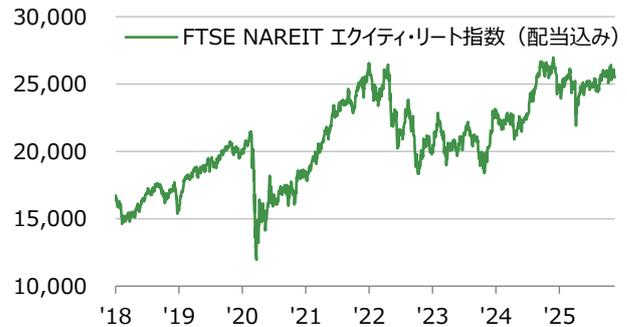
(出所) ブルームバーグ

### 政策金利期待カーブ



(出所) ブルームバーグ

### FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

### FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差



※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ



## 経済

### 実質GDP減少も過度な懸念は不要

2025年7-9月期実質GDP成長率は前期比年率で▲1.8%（25年4-6月期+2.3%）と6四半期ぶりのマイナス成長となった。2025年4月の建築基準法改正に伴う駆け込み着工の反動で住宅投資が大幅に減少したほか、米関税政策による自動車輸出の減少等も影響した。一方、個人消費は物価高の中でも同+0.6%と底堅さを示し、設備投資も同+4.2%と高水準を維持している。米関税政策は我が国企業の収益に下押し圧力となっているものの、設備投資全体への波及は確認されていない。今期の実質GDPのマイナス成長を過度に懸念する必要はないとみられる。

### 賃金上昇に伴う価格転嫁が続く

10月東京都区部CPI（総合）は、前年同月比で+2.8%（9月+2.5%）と伸びが加速した。夏場4カ月分の水道の基本料金無償化が終了したことが押し上げ要因となったほか、賃金上昇に伴う価格転嫁も進んでいる。一般サービスは同+2.4%と2%超の推移が続いている。構造的な人手不足を背景とした賃金上昇モメンタムが今後も維持されるかどうかは、人件費や物流費などのコスト上昇分を販売価格に転嫁できるかに左右される。価格転嫁が進めば賃金と物価の好循環が定着し、持続的な成長につながる一方、価格転嫁が難しければ、これまでの賃金上昇モメンタムは一時的にとどまる可能性がある。

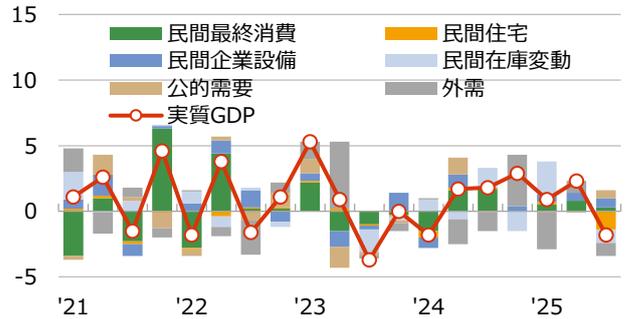
### 「責任ある積極財政」の行方

高市政権が本格始動する中、「責任ある積極財政」との説明とは裏腹に、積極財政路線が一段と鮮明になっている。経済財政諮問会議では、リフレ派とされる民間議員から「インフレ時代に応じた財政健全化目標の見直し」として、単年度のプライマリーバランス（PB）黒字化目標を撤廃する提言等が示された。中長期的な視点で財政運営を行い、財政出動の柔軟性を高める狙いがあるとみられる。ただし、大規模な補正予算編成が常態化しており、財政悪化への懸念が根強い点には留意が必要だ。財務省によると、2025年度補正予算は前年度の13.9兆円を大きく上回る17兆円規模になる見通しである。

（執筆：調査部 弓庭さつき）

### 実質GDPと需要項目別寄与度

（前期比年率、%ポイント）

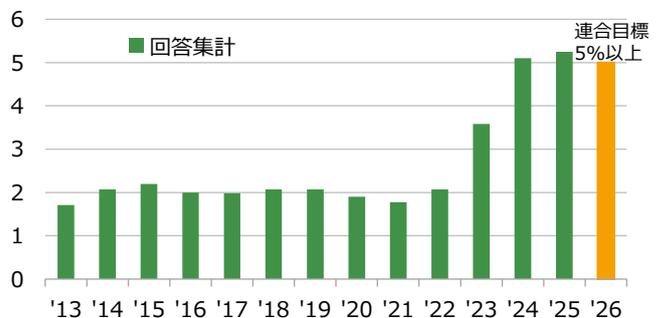


※直近値は2025年7-9月期

（出所）内閣府

### 春闘の平均賃上げ率の推移

（%）



※回答集計は連合の最終集計値

（出所）日本労働組合総連合会

### 東京都区部CPI

（前年同月比、%）

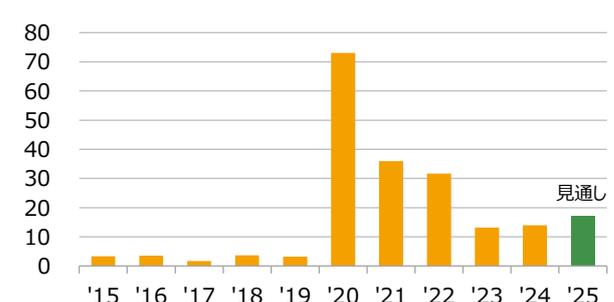


※直近値は2025年10月

（出所）総務省

### 補正予算額の推移

（兆円）



※2025年度は見通し（補正予算の一般会計追加額・関連経費を含む）

（出所）財務省



## 株式

### 高市政権への期待継続し史上最高値更新

高市政権の経済政策への期待や、総じて堅調な企業業績、円安進行などが好感され、主要株価指数は史上最高値を更新した。懸念された米関税影響が想定を下回っていることも株高を後押ししている。バリュエーション面では平常時の過去水準の上限付近にあるが、来期以降も堅調な企業業績が予想され、積極的な株主還元策の継続も見込まれる。これらの点を考慮し、各年末の予想値を大幅に引き上げた。

### 物価高対策や重点分野への積極投資

高市政権への期待が持続するかは、経済政策の成否が鍵を握る。政府は昨年を上回る規模の総合経済政策を発表する見通し。物価高対策や17の重点分野への積極投資などを掲げている。物価高対策は、ガソリンや軽油の旧暫定税率の廃止や「年収の壁」の160万円への引き上げ、電気・ガス代の補助金、おこめ券の配布などだが、既往の政策の延長部分も多く、高市色が明確になるまでは時間を要するか。

### 懸念材料も

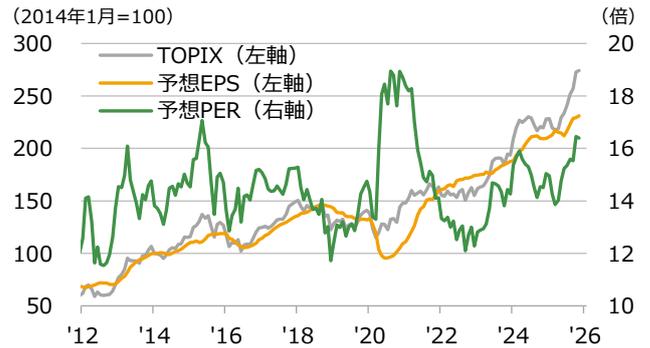
懸念もある。集荷業者と卸売業者の間で決められる9月の米の相対取引価格が前年比+63%となり、過去最高を更新。今後は小売価格への転嫁が想定され、物価高の継続が経済対策効果を帳消しにする可能性も。コメ増産政策の撤回やおこめ券の配布などは米価の高止まり要因となりうる。また、台湾有事への首相の発言などを巡り日中関係が悪化しており、インバウンド需要等への悪影響が拡大する懸念も。

### 引き続き需給環境は良好

引き続き需給環境は良好だ。足元、関税影響等で大手自動車メーカーが自社株買いを控えているが、全般的には件数・規模ともに高水準の自社株買いの発表が継続しており、企業の積極的な株主還元の姿勢に変わりはない。30年以上にわたり需給の重しとなってきた持ち合い解消売りの終わりも見え始めており、インフレ経済に移行した日本の株式市場は長期の上昇トレンドに入った可能性が高い。

(執筆：調査部 富樫賢介)

### TOPIXの予想EPS・PER

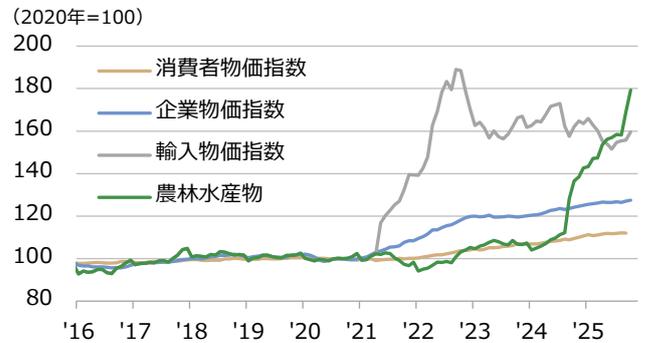


※月末値、2025年11月は17日の値、予想EPS・PERは12カ月先予想 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 高市政権の重点投資対象17分野

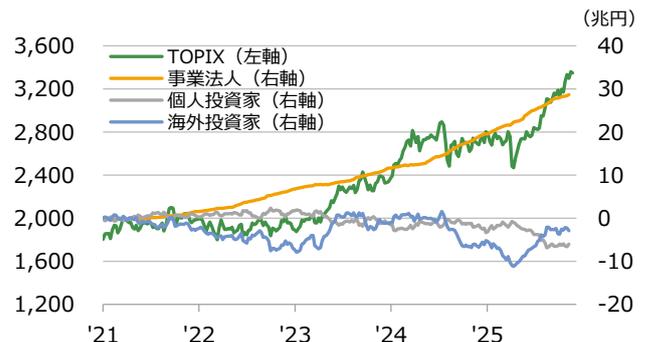
- I.防衛** ①防衛産業、②航空・宇宙、③造船
  - II.サイバー** ④人工知能(AI)・半導体、⑤量子  
⑥デジタル・サイバーセキュリティ  
⑦情報通信、⑧コンテンツ
  - III.資源エネルギー** ⑨資源・エネルギー安全保障・GX  
⑩海洋、⑪マテリアル、⑫核融合
  - IV.国土強靱化** ⑬防災・国土強靱化、⑭港湾ロジスティクス
  - V.医食安全保障** ⑮合成生物学・バイオ、⑯フードテック  
⑰創薬・先端医療
- (出所) 内閣府より大和アセット作成

### 物価指数



※農林水産物は、国内企業物価指数の類別指数 ※直近値は2025年10月 (出所) 総務省、日本銀行

### TOPIXと投資部門別売買金額



※全て過去データ。TOPIXの直近値は2025年11月17日 ※投資部門別売買金額(先物を含む)は11月7日の週末までの累計金額 (出所) QUICKより大和アセット作成



## 金利

## 賃金モメンタム次第で年内利上げも

10月日銀金融政策決定会合では市場予想通り、政策金利の据え置きが決定された。展望レポートの経済・物価見通しも7月時点で公表された内容から大きな変更はなし。先行きの金融政策運営を考えるうえでは、米関税政策を受けた世界（特に米国）経済の動向、我が国企業の収益および賃金・価格設定行動などへの影響を点検する必要がある。米関税政策が国内経済・物価に与える影響を巡る不確実性は依然として高く、構造的な人手不足を背景に積極化した企業の賃金・価格設定行動に負の影響を及ぼす可能性がある。このため植田総裁は、緩和度合いの調整にあたり「もう少しデータを確認したい」と述べる一方、「来年の春闘の初動のモメンタム」がどうなるのかに注目しているとも言及。2026年春闘に向けた労使の対応方針等を踏まえ、賃金モメンタムの維持が確認できれば、早ければ年内、遅くとも来年1月までには利上げが行われると見ている。

（執筆：調査部 弓庭さつき）

## リート

## 増加する公募増資を乗り切れるか

10月下旬以降、東証REIT指数はさらに上昇し、足元で約3年ぶりに節目となる2,000を超えた。

J-REIT市場上昇の背景は、不動産賃貸市況の好調さだ。特にオフィスや賃貸住宅を中心にJ-REITの賃貸事業利益増加への期待は大きい。物件売却益の活用もあり、J-REIT市場全体として金利コストの増加に打ち勝ち、増配が続くことを想定している。

好調な事業環境は継続することを想定しているが、需給面では公募増資の再開が今後のポイントとなるだろう。11月には2件の公募増資が発表（17日時点）されるなど、J-REIT市場上昇を受けて、今後も公募増資が続くことを想定している。J-REITの公募増資は希薄化によるマイナス以上に追加の物件取得効果が大きくなる事例が多く、一口当たり利益が増加することが想定される。一方で新投資口の発行は需給面ではマイナスとなるため、投資家需要がいつてくるかに注目したい。

（執筆：グローバル資産運用部 新井一彦）

## 日銀政策委員のGDP・物価見通し

| (前年度比、%) | 実質GDP               | 消費者物価指数             |                     |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|
|          |                     | (除く生鮮食品)            | (除く生鮮食品・エネルギー)      |
| 2025年度   | +0.6~+0.8<br><+0.7> | +2.7~+2.9<br><+2.7> | +2.8~+3.0<br><+2.8> |
| (7月時点)   | +0.5~+0.7<br><+0.6> | +2.7~+2.8<br><+2.7> | +2.8~+3.0<br><+2.8> |
| 2026年度   | +0.6~+0.8<br><+0.7> | +1.6~+2.0<br><+1.8> | +1.8~+2.2<br><+2.0> |
| (7月時点)   | +0.7~+0.9<br><+0.7> | +1.6~+2.0<br><+1.8> | +1.7~+2.1<br><+1.9> |
| 2027年度   | +0.7~+1.1<br><+1.0> | +1.8~+2.0<br><+2.0> | +2.0~+2.2<br><+2.0> |
| (7月時点)   | +0.9~+1.0<br><+1.0> | +1.8~+2.0<br><+2.0> | +2.0~+2.1<br><+2.0> |

※2025年10月時点、下段の<>は中央値

(出所) 日本銀行

## 10年国債利回り



※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

## 東証REIT指数の推移



※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

## 東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 経済

### ユーロ圏の景気見通しを上方修正

米国の関税適用前後の振れを均せば、ユーロ圏の景気は潜在成長率を僅かに下回って推移している。しかし、米国の関税政策に係る不確実性の低下で景気下振れリスクが大きく後退するなか、物価の安定、金利の低下、堅調な雇用情勢等を要因に景気は当面底堅く推移しよう。2026年には国防費とインフラ投資の増額も見込まれる。2025~2027年の各年の成長率見通しを1.2%から1.4%へ上方修正する。

### PMIは上向き、銀行の仲介機能も正常化

ユーロ圏のPMIは総合で10月に52.5と2023年5月以来の高水準に達した。製造業は今年に入り上昇基調を辿り、拡大・収縮の分岐点となる50を遂に回復した。サービス業は足元の上昇が目立っており、米国との通商合意の寄与が大きいと考えられる。金利の低下を一因に、銀行貸出残高は企業向け、家計向けとも前年同月比+2%台後半まで持ち直しており、銀行の金融仲介機能も正常化している。

### コアのインフレ率も2%に収れんへ

ユーロ圏の消費者物価指数は総合で前年同月比+2%に収れんしてきた。コアは+2%をやや上回って推移しているが、ECB調査の賃金交渉の結果から、サービス価格の大宗を占める賃金の伸びは鈍化基調が継続する公算が大きく、やがてサービス価格の伸びが鈍化し、コアのインフレ率も2%に収れんしよう。エネルギー価格の下落やユーロ高もあり、インフレの上振れリスクは大きく後退している。

### 英国のインフレ率はピークアウトの公算

英国の10月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）+3.6%と、7~9月の+3.8%から伸びが鈍化した。公共料金や食品価格等の一過性の要因でインフレ率は7-9月期にピークに達するとBOEの想定に沿った動きである。また、直近9月の失業率は5.0%と2021年2月以来の高水準で、9月週平均賃金（民間、賞与を除く）は+4.2%と7カ月連続で伸びが鈍化した。インフレ率は中期的に2%へ回帰する軌道に乗ったと考える。

（執筆：調査部 松田寿隆）

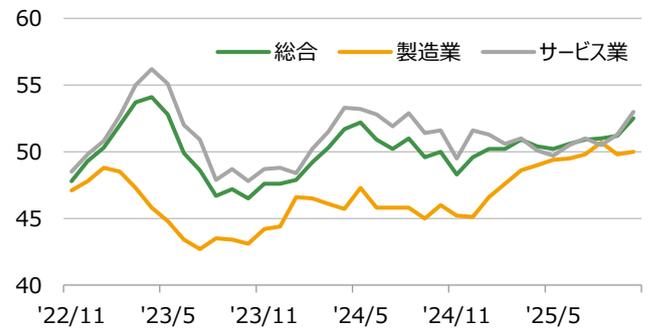
### ユーロ圏の実質GDP



※水準は2019年10-12月期 = 100  
※直近値は2025年7-9月期

（出所）欧州統計局

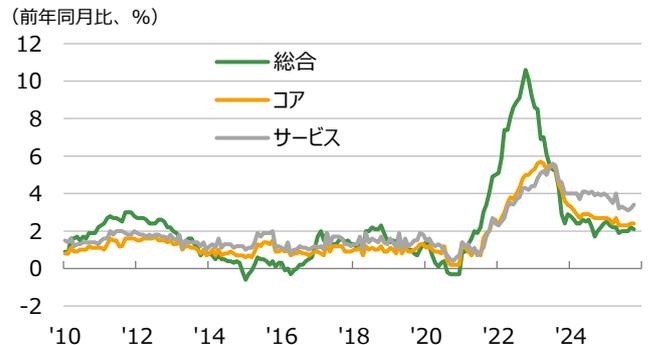
### ユーロ圏のPMI



※直近値は2025年10月

（出所）S&P Global

### ユーロ圏の消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列  
※直近値は2025年10月

（出所）欧州統計局

### 英国の消費者物価指数と週平均賃金



※週平均賃金は3カ月移動平均  
※直近値は消費者物価指数が2025年10月、週平均賃金が2025年9月

（出所）英国統計局



## 株式

### STOXX欧州600は最高値更新後に調整

STOXX欧州600は10月末から11月上旬にかけて、財政再建を巡るフランスの政治的混乱に加え、米AI関連株下落やFRBの利下げ期待後退が重石となり、軟調に推移した。10日～12日にかけては、複数の有力行が株主還元強化を示唆した銀行株や、主力株への強気な投資判断等を受けたヘルスケア株が相場をけん引。12日に史上最高値を更新した。しかしその後は米利下げ期待の後退と共に調整した。

### 緩やかな上昇基調への回帰を期待

過去1カ月のSTOXX欧州600は独自要因で大きく変動する場面もあったが、全般的には米国株に連れ安する流れとなった。米国株と異なりPER面での割高感が無い点が相場の下支え材料である一方、企業業績などで力強い株高材料に乏しいところが引き続き難点。外部環境の落ち着いたきと共に上昇基調に回帰することを期待したい。

(執筆：調査部 高橋卓也)

## 金利

### ECBの利下げは一巡、長期金利は低下へ

ECBは7、9、10月と3会合連続で政策金利を据え置いた。ラガルド総裁が「我々は良い位置にある」と繰り返したように、中銀預金金利は中立と目される2%に達し、景気、物価も安定していることから、利下げ局面は一巡したと考える。インフレ期待の低下に連れて、ドイツの長期金利は緩やかな低下基調で推移しよう。フランスの財政悪化懸念は燻るが、ユーロ圏の金融市場全体を揺るがす可能性は低い。

### BOEは後2回利下げ、長期金利は低下へ

BOEは昨年8月以降、2会合ごとに0.25%ptの利下げを実施してきたが、11月は2会合連続で政策金利を据え置いた。ただし、票決は僅差であった。インフレ率は中期的に2%へ回帰する軌道に乗ったと考えられることから、12月と来年前半の利下げで政策金利は3.5%へ達すると見込む。相応の緊縮財政の下、長期金利は低下基調で推移しよう。

(執筆：調査部 松田寿隆)

### STOXX欧州600とセクター別指数



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### STOXX欧州600の12カ月先予想EPSと同PER



(出所) LSEGより大和アセット作成

### ユーロ圏の政策金利とドイツの長期金利



(出所) ブルームバーグ

### 英国の政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ



## 経済

### 過度な悲観論は後退

10月の雇用統計では、雇用者数が前月から大幅に増加し、失業率は9月の7.1%から6.9%に低下。労働市場をはじめとした経済に対する過度な悲観論は和らいだ。また2025年度予算案では、今後5年でインフラに1,150億カナダ・ドルや生産性向上に1,100億カナダ・ドルなど、計2,800億カナダ・ドルの投資計画が示されており、従来より明確に拡張的な財政政策が当面の景気下支えに寄与するとみる。

### 本格的な景気回復は来年後半以降

もともと、米国との通商交渉に妥結の兆しは見えず、来年7月のUSMCA見直しに向けた懸念も残る中で、政府予算案で示された5,000億カナダ・ドル規模の民間投資を呼び込めるかは不透明な部分が多い。当面は低成長と失業率の高止まりが継続し、USMCA見直しに係る不透明感が後退する来年後半以降に景気が回復し、失業率も低下していくと予想。  
(執筆：調査部 岩手幸久)

## 金利

### 利下げ停止で金融政策はしばらく様子見

カナダ銀行は10月の金融政策決定会合で2会合連続となる利下げを決定。政策金利は同行が中立金利のレンジ下限と推計する2.25%に達した。「経済を支えるために金融政策が果たせる役割は限界に近い」と、現在の政策金利で景気が浮揚するとは考えていないが、財政政策などの効果を見極めるために、当面は政策金利を据え置くことが示唆された。ここでの利下げ打ち止めは当社の想定通りであり、今年末から2027年末までの政策金利予想は据え置いた。

### 長期金利は3%前後での推移を想定

当面は低成長が続く見込みであり、追加利下げを巡る市場の織り込みは揺れ動く展開が想定される。長期金利は短期的に米金利の影響を受けつつ、3%前後での推移が続くと見込む。来年後半からの景気回復で2028年に利上げに転じると想定し、2027年から長期金利に上昇圧力がかかりやすくなるだろう。  
(執筆：調査部 岩手幸久)

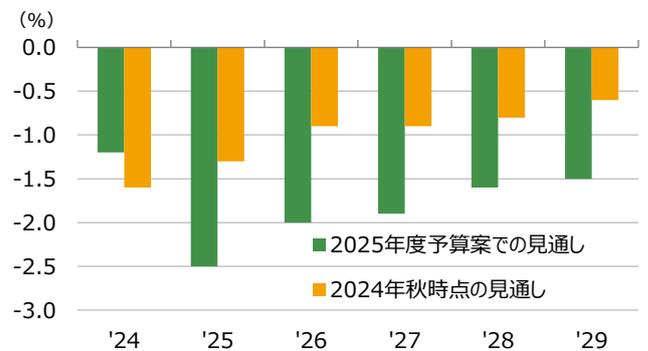
### 雇用者数と失業率



※直近値は2025年10月

(出所) カナダ統計局

### 財政収支(対GDP比)の政府予想



※2024年度～2029年度  
※年度は同年4月から翌年3月

(出所) カナダ財務省

### 需給ギャップとコアインフレ率



※需給ギャップはカナダ銀行の推計値

※直近値は需給ギャップが2025年7-9月期、消費者物価指数が2025年10月  
(出所) カナダ銀行、カナダ統計局

### 政策金利と10年国債利回り



※プロットは2026年末と2027年末の当社予想

※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ、大和アセット



## 経済

### 景気回復見通しの確度が高まる

今年3回実施した利下げの効果に加えて、豪米のレアアース協定や米中摩擦の緩和など複数の材料が重なり、企業や消費者のセンチメントは改善。特に、ウェストバック消費者信頼感指数は11月に103.8まで上昇し、2022年2月以来となる分水嶺の100を上回った。当面の個人消費の伸び加速が示唆される格好で、景気回復見通しの確度が高まったと言える。

### 労働市場は堅調さを維持する見込み

10月の雇用統計では、雇用者数が大幅に増加し、失業率は9月の4.5%から4.3%へ低下した。ナショナルオーストラリア銀行の調査では、依然として「十分な雇用を獲得するのが困難な企業の割合」が著しく高いほか、失業率の先行指標の1つとされる設備稼働率は反転上昇している。労働市場は完全雇用の状態にあり、失業率の低下余地は限られるものの、当面の労働市場は堅調さを維持すると見込む。

(執筆: 調査部 岩手幸久)

## 金利

### 当面の政策金利据え置きを想定

7-9月期の消費者物価指数がRBAや市場の予想を上回り、RBAは11月の理事会で政策金利を3.60%に据え置くことを決定した。当面、消費者物価指数（前年比）はインフレ目標レンジの2~3%を上回って推移すると予想されている。当社は市場予想よりも高い水準で利下げが打ち止めになると予想してきたが、更に高い位置での利下げ打ち止めが示唆される格好となったため、今年末から2027年末の政策金利予想を3.35%から3.60%に引き上げた。

### 長期金利はおおむねレンジ推移を想定

RBAは現状の政策金利を「やや引き締めの」と評価しているため、しばらくインフレ率が高止まりしたとしても、利上げに転じるハードルは高いとみられる。当面は政策金利の据え置きが見込まれる中、長期金利は短期的には米国金利の影響を受けつつも、おおむね4%台でのレンジ推移が続くと想定する。

(執筆: 調査部 岩手幸久)

### 消費者心理と個人消費



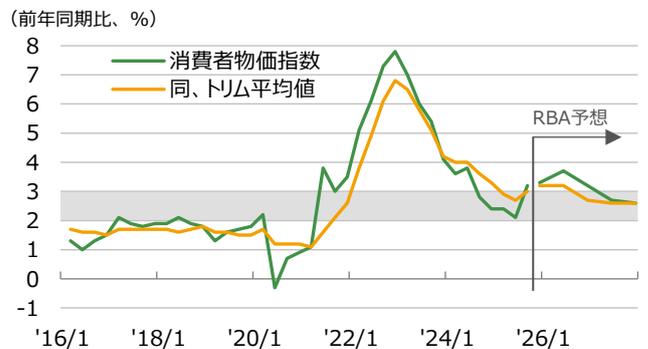
※直近値は消費者信頼感指数が2025年11月、家計消費支出が2025年9月  
(出所) ウェストバック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

### 設備稼働率と失業率



※直近値は2025年10月  
(出所) ナショナルオーストラリア銀行、豪州統計局

### 消費者物価指数



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

### 政策金利と10年国債利回り



※プロットは2026年末と2027年末の当社予想  
※直近値は2025年11月17日  
(出所) ブルームバーグ、大和アセット



## 経済

### ブラジルのインフレ率は5%割れ

ブラジルでは既往の利上げの効果が経済に浸透している。消費者や企業のデフォルト率は上昇し、民間の信用創造は伸び減速が鮮明だ。経済が減速傾向にある中、通貨高や豊作による供給面からのインフレ圧力緩和も重なり、10月の消費者物価指数は前年同月比+4.7%と今年1月以来となる5%割れを記録した。12月にはインフレ目標レンジ上限の4.5%を下回り、来年2月には4%を下回ると予想されるなど、インフレ率は鈍化基調での推移が見込まれる。

### メキシコは低成長局面が継続

メキシコの7-9月期実質GDPは前期比▲0.3%と、再びマイナス成長に陥った。強かった4-6月期の反動という側面もあるだろうが、製造業PMIが再び50割れで推移するなど先行きは楽観できず。来年のUSMCA見直しに向けた不透明感が残る中で民間投資は抑制されやすく、当面は低成長が続くと見込む。  
(執筆：調査部 岩手幸久)

## 金利

### ブラジルは来年序盤に利下げ転換へ

ブラジル中銀は10月の金融政策決定会合で政策金利を15.00%に据え置いた。インフレ抑制に向けた自信をわずかに深めたが、早期の利下げ転換には慎重な姿勢を維持した。当社は利下げ転換を年末から来年序盤と想定していたが、来年序盤の可能性が高まったとみて、今年末の政策金利予想を14.50%から15.00%に引き上げた。いずれにせよ、ブラジル国債は引き続き高い利息収入と価格上昇が期待できる局面にあるため、見通しは「強気」を維持する。

### メキシコは緩やかな利下げが続く見込み

メキシコ銀行は11月の金融政策決定会合で政策金利を7.50%から7.25%へ引き下げることを決定。コアのインフレ率は目標レンジを若干上回って推移しているが、年初からの通貨高や関税懸念による経済の下押しがインフレ抑制に作用する見込みであり、来年前半にかけて緩やかな利下げが継続されよう。  
(執筆：調査部 岩手幸久)

### ブラジルの民間信用残高と消費者物価指数の伸び



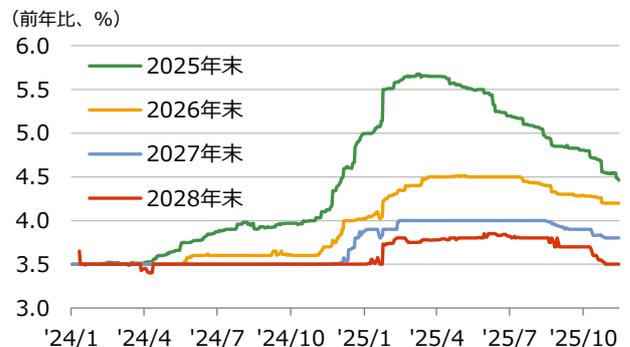
※直近値は民間部門信用が2025年9月、消費者物価指数が2025年10月  
(出所) ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院より大和アセット作成

### メキシコの実質GDPと製造業PMI



※直近値は実質GDPが2025年7-9月期、製造業PMIが2025年10月  
(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P Globalより大和アセット作成

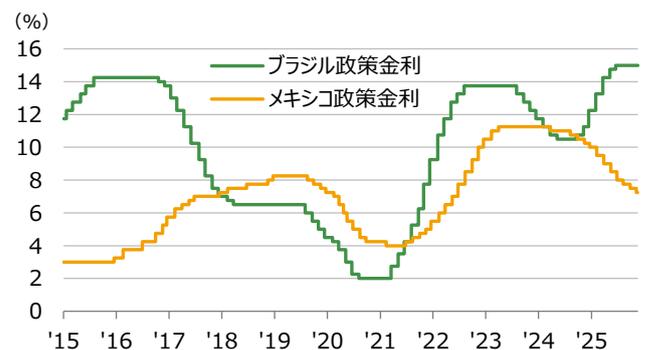
### ブラジルのインフレ率予想の変化



※ブラジル中銀が集計したエコノミスト予想のコンセンサス  
※直近値は2025年11月17日

(出所) ブラジル中央銀行

### ブラジルとメキシコの政策金利



※直近値は2025年11月17日

(出所) フルームバーグ



## 経済

### 祝祭日間の消費が活況を呈している

GST（物品・サービス税）減税を受け、祝祭日のディワリシーズンの約3週間の消費額は商品・サービスを合わせて約6兆ルピーと、前年同期を約4割上回った（全インド商人連盟統計）。また10月の乗用車販売台数も前年同月比+17.2%へ加速。さらには11月から12月前半にかけての婚礼シーズンもあり、GST減税の消費促進効果が続く見込み。その他にも多岐にわたる業種がGST減税の恩恵を受けることが予想され、7%前後の高成長が続くと見込む。

### 利下げや銀行規制緩和の効果が現れる

銀行貸出の前年同期比伸び率は、今年の5月を底に加速。2025年に計1.0%ptの利下げおよび6月に発表されたプロジェクトファイナンス関連の引当金の規制緩和などが奏功。11月に現金準備率（CRR）の0.50%pt引き下げ（6月発表）が発効するため、銀行貸出が後押しされ、経済活性化に繋がろう。

（執筆：調査部 金春愛）

## 株式

### 小休止から中長期的な上昇トレンド再開へ

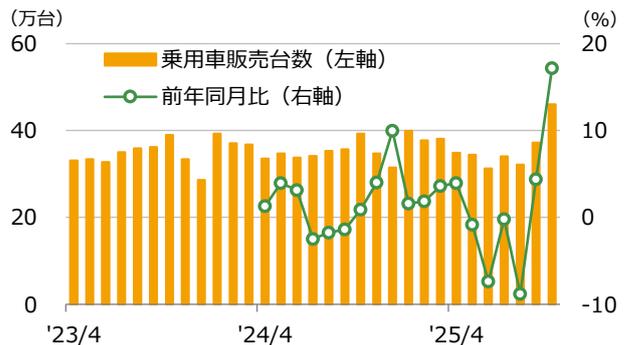
年初来のインド株の上昇率は11月17日時点で約+10%に留まり、米国株や多くの新興国を下回った。ただ、これは中長期的な上昇トレンドにおける小休止と考える。2022年初から2024年9月末までインド株は約50%上昇し、米国株の約+20%を大幅に上回るなど、上昇幅が際立っていた。その後はレンジ相場に転じたが、利益確定売りや循環的な景気減速、世界的なAI投資ブーム等がインド株の上値を重くした。今後は、内需・企業業績が本格的に改善し、中長期的な株価上昇トレンドが再開すると見込む。

### 業績改善への期待が強まりつつある

7-9月期決算では、銀行セクターや大型株を中心に、市場予想を上回る銘柄が多かった。業績の上方/下方修正の勢いを示す指標となるリビジョン指数も約1年ぶりの水準へ改善。GST減税による内需回復の恩恵を受け、今後は本格的な業績改善を見込む。

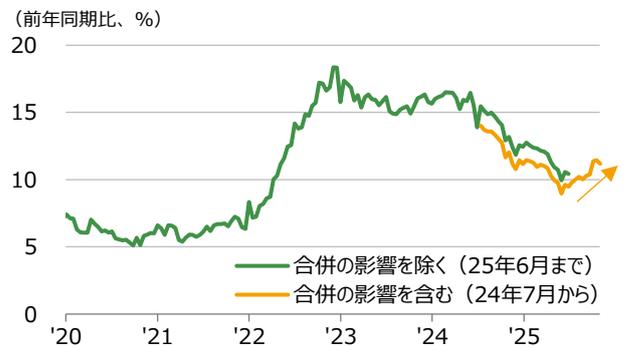
（執筆：調査部 金春愛）

### 乗用車販売台数



※2023年4月以降のSIAM公表数値にタタ・モーターズが含まれるため、前年同月比は比較可能な2024年4月以降から掲載 ※直近値は2025年10月（出所）インド自動車工業会（SIAM）より大和アセット作成

### 銀行システムの貸出残高



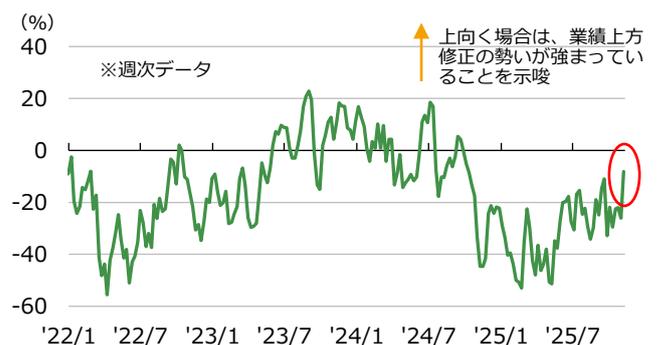
※合併の影響とは、HDFC銀行と住宅金融HDFCの合併を指す ※隔週公表 ※直近値は2025年10月31日（出所）インド準備銀行より大和アセット作成

### 各国の株価指数の推移



※NIFTY50指数、S&P500種、MSCI中国指数を掲載 ※直近値は2025年11月17日（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

### リビジョン指数からみる企業業績見通しの動向



※リビジョン指数とは、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で計算した指標 ※MSCIインド指数ベース ※直近値は2025年11月7日（出所）LSEGより大和アセット作成



## 経済

### 次期5カ年計画に目新しさは見られず

4中全会で策定された次期5カ年計画の基本方針は、現5カ年計画を踏襲、特段目新しい内容は見られず。不動産不況やデフレ、過剰生産などの構造的問題については言及されず、サプライズもなかった。他方、全会では今年度の経済目標の達成に向けた現状認識も議論され、追加の経済対策が示唆された。年末にかけて景気下支えを目的とした小規模な景気対策が発表される可能性が高い。

### 10-12月期も景気減速が続く見込み

小売売上高や固定資産投資などの内需関連指標は半年近く減速が継続。不動産市況の悪化も歯止めがかからず、不動産不況や経済の先行き不透明感が消費や資本形成の重しとなる「負の連鎖」が続いている。外需は米中合意での関税の一部引き下げが下支えとなりうるが、昨年の高水準を背景に鈍化基調となろう。10-12月期も景気減速が続くと見込む。

(執筆: 調査部 横道弘吉)

## 株式

### 行き場乏しい投資資金、特定産業を下支え

政府の景気低迷容認の観測が強まるのと対照的に、テック分野では、大手企業によるAI投資や中国独自のAIエコシステムの構築、次期5カ年計画への政策期待を背景にテック発展への期待は高い。かかる状況下、行き場の乏しい個人マネーは引き続き、テック、ヘルスケアなどのテーマ投資に流入しやすいと見込む。物色はカンブリコン等AI銘柄から電力などAIインフラに広がる動きも。「国策に売りなし」により、当面はテーマ型株選好の局面が続く見込み。

### 割安感薄まるも、極端な水準ではない

約4年の株価低迷を経て割安感が強かった中国株は、2025年にAI投資ブームが波及し、上昇傾向を強めた。その結果、予想PERは+1σ程度まで切り上がり、もはや割安とは言えない水準となった。但し、2020年後半に見られた極端な割高水準ではなく、市場が総崩れするリスクは当面限定的と見込む。

(執筆: 調査部 金春愛)

### 第15次5カ年計画の基本方針における重点項目

#### 掲載上位5項目

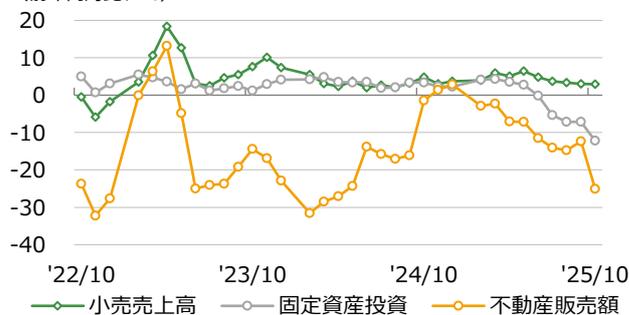
1. 現代的産業体系を構築し、実体経済の基盤を強化・拡大
2. ハイレベルの科学技術の自立自強を加速し、新質生産力の発展をリード
3. 強大な国内市場を整備し、新たな発展の形の構築を加速
4. ハイレベルの社会主義市場経済体制の構築を加速し、質の高い発展の原動力を強化
5. ハイレベルの対外開放を拡大し、協力・ウィンウィンの新たな局面を切り開く

※第15次5カ年計画は2026年から2030年  
※邦訳は新華社

(出所) 中国政府、新華社

### 内需関連の経済指標

(前年同月比、%)

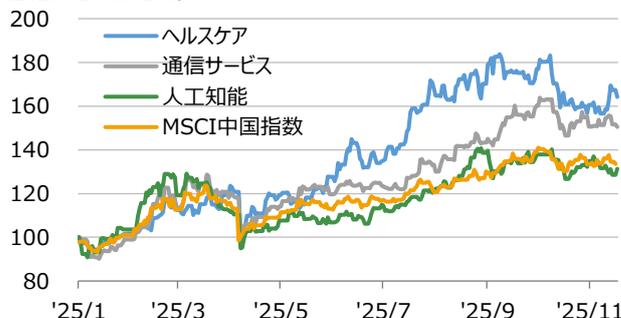


※1月は非開示で、2月は1-2月合計の前年同期比  
※直近値は2025年10月

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

### 各種株価指数の推移

(2025年1月初=100)



※人工知能指数は中国人民元ベースで、その他は香港ドルベース  
※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ、WINDより大和アセット作成

### 予想PER (株価収益率) の推移

(倍)



※MSCI中国指数の12カ月先予想PER ※過去10年平均 ※σは標準偏差  
※直近値は2025年11月7日

(出所) LSEGより大和アセット作成



## 経済・金融市場

### 新興国株式市場のアウトパフォームが続く

米S&P500対比で新興国株価指数のアウトパフォームが続いている。米ドル指数の低位推移など、新興国株式市場での適温相場環境継続に加え、米テック投資のヘッジ（分散投資）としての役割も浮上していることが背景にある。特に、インドやASEAN、ブラジルなどはバリュー株の割合が大きく、米テック株との相関が相対的に低いことも期待され、新興国株式市場への資金流入が続くと見込む。

### ASEAN各国の7-9月期GDPはまちまち

ASEAN各国の7-9月期GDPはまちまちとなった。各国ともに米関税政策の影響は限定的で、外需は堅調。一方で、内需は政治情勢に大きく左右された。フィリピンでは汚職疑惑を、タイでは首相の解任を背景にした政治的不透明感の高まりや政府支出の停滞が内需を下押しした。これらの国では当面の間、政治的不透明感が経済の重しとなる見込み。

(執筆：調査部 金春愛、横道弘吉)

### 各種新興国株価指数の推移

(2025年1月1日=100)



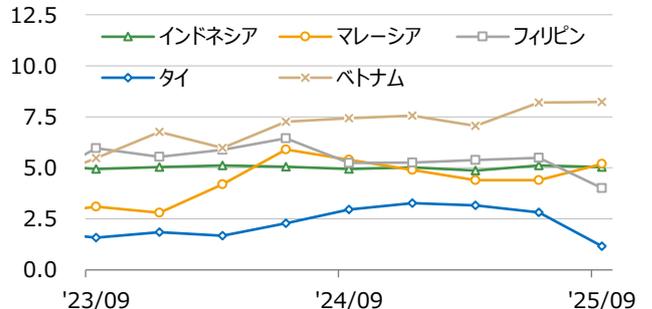
※米ドルベース

※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### ASEAN各国の実質GDP成長率

(前年同期比、%)



※直近値は2025年7-9月期

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 今月の新興国コラム

### 新興国株式市場の過熱感は限定的

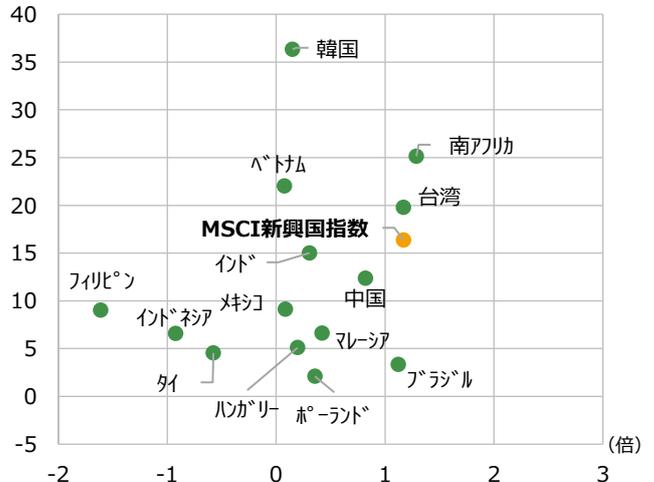
2025年の新興国株式市場は、米S&P500をアウトパフォームしているが、過熱感はおおむね限定的と言えそうだ。図表の横軸は、バリュエーション（PER）を過去5年平均と比較したもので、ほとんどの国が標準偏差1倍程度以下の水準にある。また、韓国や台湾、ベトナム等株価が大幅に上昇した国は、+20%程度以上の業績拡大期待が支えており、必ずしも過熱感が高いとは言えない。2025年に株価高騰した韓国のPERも過去5年平均近辺に留まる。

MSCI新興国指数も+10%台後半のEPS成長率が予想される中、業績の裏付けがある株価上昇と言えるだろう。当面は、韓国や台湾のボラティリティが高まる可能性があるが、新興国にとって適温相場環境が続く中、新興国株の上昇余地はあると見込む。

(執筆：調査部 金春愛)

### 主要新興国の12カ月先予想EPS成長率およびPER

(%) ※縦軸は、12カ月先予想EPSの成長率



※横軸は、12カ月先予想PERの過去5年平均からの乖離を標準偏差の倍数で表示したもの

※ベトナムはベトナムVN指数で、その他の国はMSCI指数ベース

※2025年11月14日時点

(出所) LSEG、ブルームバーグより大和アセット作成



## 米ドル

### リスクオンと金利面から円安・米ドル高

直近1カ月は他通貨（右図・25通貨）に対し、円安が進んだうえに米ドル高に振れ、米ドル円は上昇。高市政権のリフレ政策期待や米中通商合意を背景にリスクオンの円安が進行。また、日銀の追加利上げ観測が弱まる一方、FRBの利下げ観測が後退したことが、金利面から円安・米ドル高に働いた。ただし、リフレ政策期待が過度な円安・物価高と金利上昇を招くと、問題視されて期待が続かなくなるだろう。

### 金利差のわりに円安・米ドル高の水準に

最近の日米実質金利差に見合う米ドル円は140～143円程度だが、実際はそれを大きく上回る。主因は今年後半にリスクオンの株高・円安が続いたことにある。また、高市政権の財政拡張期待が日本の債券売りや円売りに働いたことが、日米金利差のわりに円安が進んだ原因でもある。ただし、米国の期待インフレ率低下に伴い実質金利が低下し、日米実質金利差の縮小につれて円高・米ドル安が進むと予想。

### 米景気減速懸念により円高・米ドル安へ

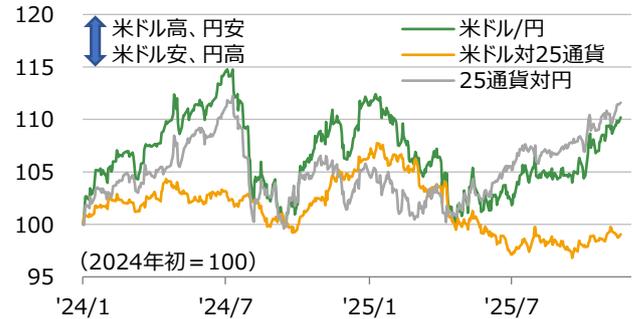
米経済指標が市場予想を上回り米経済サプライズ指数が上昇したことがリスクオンの円安を支えてきたが、同指数が低下しつつある。また、足元のユーロ圏経済サプライズ指数の上昇も、一時的な改善に終わりそうだ。米関税率は一時より低下したとはいえ、その悪影響が残る可能性が高いうえ、資産効果の低減と米ドル安の鈍化が米景気減速要因となろう。米経済サプライズ指数が低下するとともにリスクオンの円安が後退し、米ドル円が下落すると見ている。

### 商品指数との連動性がある米ドル円

商品高局面では米金利上昇やリスクオンにより円安・米ドル高が進むケースが多い。今年後半は米金利が低下した一方でリスクオンが続いたことにより、商品高と円安・米ドル高が進んだ。商品指数と米ドル円には連動性が認められ、当面は市場のリスク許容度が両者の鍵を握ることになろう。今後は米景気減速懸念によりリスクオフの商品安に傾き、それと連動するように円高・米ドル安が進むと見ている。

（執筆：調査部 亀岡裕次）

### 米ドル・円・他通貨の為替レート



※25通貨の為替レートを2022年4月取引高で加重平均  
※直近値は2025年11月17日

（出所）BIS、LSEGより大和アセット作成

### 日米実質金利差と米ドル円



※直近値は2025年11月17日

（出所）LSEGより大和アセット作成

### 米経済サプライズ指数と米ドル円



※直近値は2025年11月17日

（出所）LSEGより大和アセット作成

### 商品総合指数と米ドル円



※直近値は2025年11月17日

（出所）LSEGより大和アセット作成



## ユーロ

### ユーロ安・円高への転換を予想

ユーロ高・円安が進んだ。高市政権発足や米中通商合意がリスクオンの円安・ユーロ高に作用。また、日銀の利上げ観測が弱まったことが円安に、ユーロ圏経済指標が市場予想を上回ったことがユーロ高に働いた。ただし、米関税の悪影響は今後も残り続ける可能性が高く、世界景気減速懸念からリスクオンの円安圧力が後退しユーロ安・円高に転じると予想。

### ユーロ・米ドル相場は安定化へ

ユーロ安・米ドル高が進んだ。FRBの追加利下げ期待が後退したことによる米金利上昇・米ドル高が一因であり、米中通商合意が米国経済への懸念後退を通じ米ドル高に作用した面もある。今後、米国のインフレ期待低下を背景に金利面でユーロ高・米ドル安圧力が働く一方、世界的な景気減速懸念からリスクオフのユーロ安・米ドル高圧力が働くと考える。そのため、ユーロ・米ドル相場の安定化を見込む。

(執筆：調査部 亀岡裕次)

## カナダ・ドル、豪ドル

### カナダ・ドルは底堅く推移する見込み

当面はカナダ銀行が政策金利を据え置く一方、FRBが利下げを進めることで、カナダ・ドルは対米ドルで底堅く推移すると見込む。ただし、カナダ経済は引き続き脆弱であり、当社や市場の予想に反して利下げを再開すれば、カナダ・ドル安が進行する展開もあり得る。他方、やや緩和的な金融政策の修正で2028年の利上げ転換を想定し、それを織り込み2027年は対米ドルで堅調に推移すると見込む。

### 豪ドル見通しを「やや強気」に引き上げ

来年前半にかけて米国の利下げ局面が続き、豪米の政策金利は逆転する公算が大きい。金利面での豪ドルの相対的な投資妙味が高まることで、豪ドルは主要通貨に対して堅調に推移すると見込む。今回、豪州の金利予想引き上げに伴って豪ドルの予想値を上方修正するとともに、豪ドルの向こう1年程度の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

(執筆：調査部 岩手幸久)

### 独日5年国債金利差とユーロ・円相場



※直近値は2025年11月17日

(出所) LSEGより大和アセット作成

### 独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



※直近値は2025年11月17日

(出所) LSEGより大和アセット作成

### 加米10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



※プロットは2026年末と2027年末の当社予想

※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ、大和アセット

### 豪米政策金利差と豪ドル米ドル



※プロットは2026年末と2027年末の当社予想

※直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ、大和アセット



## ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

### ブラジル・レアルは堅調な推移を見込む

ブラジル・レアルは、11月半ばに米ドルや円に対して再び年初来高値を更新するなど堅調に推移。高金利政策から利下げに至る局面では、政策金利の高止まりとインフレ率の低下で実質政策金利が上昇し、レアルが堅調に推移するというのが経験則。今回も同様の展開を辿っており、来年序盤とみられる利下げ開始に向けて堅調地合いを維持すると見込む。

### メキシコ・ペソは実需フローの改善が支え

ブラジル・レアルには劣るものの、メキシコ・ペソも堅調だ。米国の不法移民対策によって米国からメキシコへの労働者送金は減少傾向だが、米国による関税の軽減措置でメキシコの米国向け輸出は高水準で推移し、貿易収支は労働者送金の減少以上に改善している。メキシコ銀行の利下げが進展して金利面の魅力が低下する中でも、こうした実需の資金フローの好転が今後もメキシコ・ペソを下支えしよう。  
(執筆：調査部 岩手幸久)

## 人民元、インドルピー

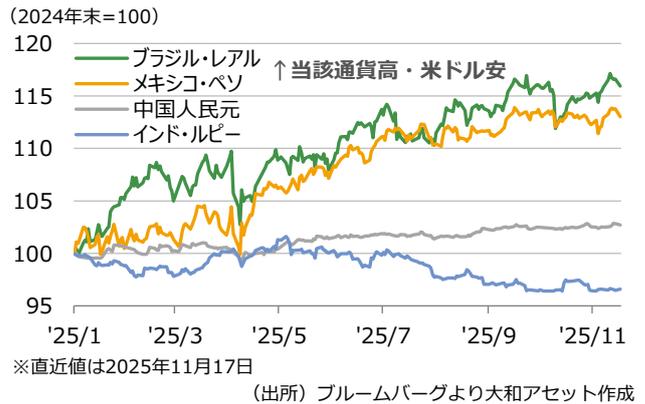
### 中国、資金逃避が継続的な人民元安圧力に

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・フライトの規模が推定できる。2024年秋以降、キャピタル・フライトの規模が2015年の人民元ショック時を超え、その後も高水準を継続。貿易黒字が減少に転じ、越境フローを支える力が弱まれば、人民元安圧力が急速に強まる可能性に注意が必要である。

### インド、経常収支の構造改善を評価

2024年10-12月期以降、海外投資家による株式市場での利益確定によると見られる資金流出が強まったにも拘らず、インドの総合収支は25年にプラスを記録。経常収支の構造改善が25年前半に鮮明化し、ファンダメンタルズ分析から見たルピー安圧力は強まっていない。今後は、印米通商交渉の進展に伴い、米関税がセンチメントに与える悪影響が低減されれば、対米ドルでのルピー高進行を見込む。  
(執筆：調査部 金春愛)

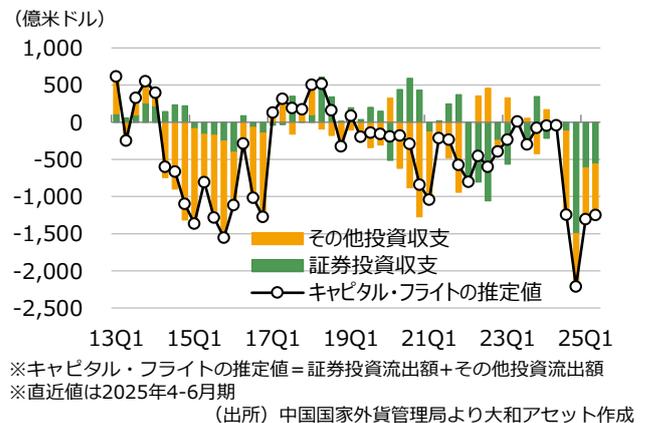
### 各新興国通貨の対米ドルレート



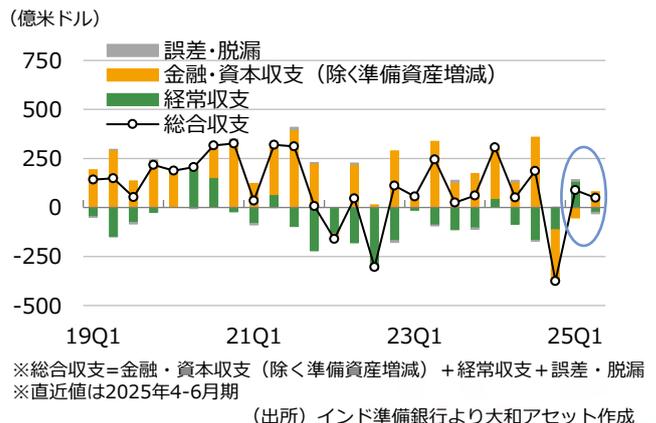
### メキシコの海外労働者送金と貿易収支



### 中国のキャピタル・フライトの推定値



### インドの総合収支およびその内訳





## 原油

### ロシア石油大手への制裁発表で急騰

10月下旬に米国はロシアの石油大手2社に対する金融制裁を発表。ロシア産原油の供給減少への警戒感が広がり、WTI原油先物価格は一時62米ドル超まで急騰した。その後は、OPECプラスの12月増産観測や、ドイツなどがロシア産石油を巡る制裁措置の対象から外れたことで、供給不安が後退したことなどから、相場は下落基調で推移した。

### OPECプラスの増産は一時停止へ

11月上旬、OPECプラスは、年内は段階的増産（自主減産の段階的縮小）を継続するが、来年1～3月は増産を一時停止すると発表した。「季節性を考慮」との声明だが、欧米による制裁で減産が避けられないロシアへの配慮がうかがわれる。世界的な供給過剰感は根強く、低迷が続く相場が反転するタイミングを考える上で、来年4月以降のOPECプラスの生産計画に注目したい。

(執筆：調査部 石曾根毅)

## 金

### 米中貿易摩擦の緩和期待で一時下落

10月下旬に史上最高値を記録した金先物価格は、利益確定と見られる売りや、米中首脳会談による貿易摩擦の緩和期待などを背景とした投資家のリスク志向の高まりから、一時4,000米ドルを割る水準まで落ち込んだ。11月中旬には、低調な米経済指標を受けたFRBの追加利下げ観測を受けて買いが膨らみ、相場が大きく反発する場面もあった。

### 第3四半期の需要は投資分野が大幅増加

WGCが2025年第3四半期の世界の金需要動向を発表。総需要（含む店頭取引）は前年同期比+3%となった。ETFにけん引された投資分野は同+47%と大幅に増加した一方で、実需では最大の宝飾品分野は記録的な価格高騰を受けて同▲23%と落ち込み、前年同期比では6四半期連続で2桁減となった。また、中央銀行の購入量は同+10%だが、年初来累計では前年比▲13%と購入ペースは鈍っている。

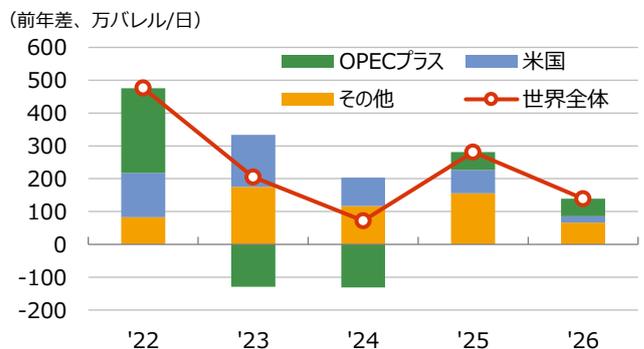
(執筆：調査部 石曾根毅)

### 原油価格と原油在庫



※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫  
※直近値は価格 2025年11月17日、在庫 2025年10月末  
(出所) ブルームバーグ、EIAより大和アセット作成

### 石油供給量の変化



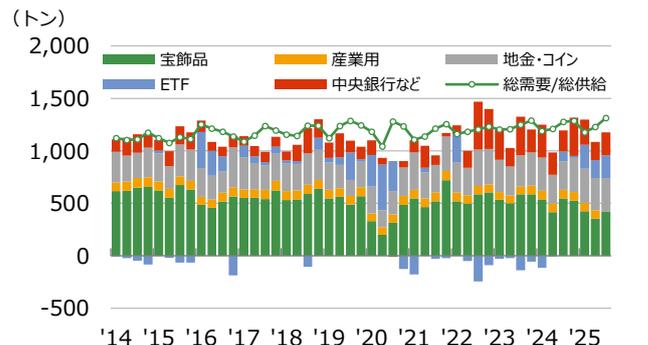
※2025年以降はEIAの予測（2025年11月）  
※直近値（実績）は2024年  
(出所) EIAより大和アセット作成

### 市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※1年先1カ月金利≒市場が織り込む1年先の政策金利  
※直近値は2025年11月17日  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 金の需給バランス



※直近値は2025年7-9月  
(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

## 当面のリスク要因

| リスク要因     | 生起確率 | 市場への影響 |     |   |
|-----------|------|--------|-----|---|
|           |      | 先進国    | 新興国 | コメント  |
| トランプ関税の影響 | 大    | 中      | 中   | 4月2日に米国が相互関税を発表して以来、世界経済を揺るがしてきた米関税政策は、8月初旬に暫定的な合意に達した。この動きは不確実性の一部緩和要因とみられる。最大の焦点であった中国との交渉では、トランプ米大統領が一時100%の追加関税を示唆したものの、最終的に米中双方が1年間の延長で合意し、当面の緊張は和らいだ。ただし、過度な楽観は禁物である。今後も不確実性は残る。米最高裁が相互関税（IEEPA）を違憲と判断する可能性は否めず。或いは、米国内の物価高対策として、コーヒーやバナナなど米国で生産していない品目の関税免除が検討されている。また、関税収入を原資とした米国民1人あたり2,000米ドルの配当構想も浮上している。さらに、関税によるインフレ圧力はまだ顕在化していないが、今後発現する可能性が高く、金融政策には難しい舵取りが求められる。                                   |
| 米国離れ      | 中    | 大      | 大   | トランプ政権の「米国第一」政策により、足元で「米国離れ」が進行しつつある。通商面では相互関税を一時的に押し付け、戦後の自由貿易体制を揺るがしている。安全保障ではウクライナ支援に消極的で、欧州は防衛費増額へと動いている。金融政策ではFRB議長の解任への言及や利下げの要求など、中央銀行の独立性を脅かす発言が目立つ。市場では4月に米株・米債・米ドルのトリプル安が発生し、5月には米国債がAAA格を失う格下げが行われた。最近では「ディバースメント・トレード（通貨価値切り下げを狙った取引）」が広がり、金価格が高騰している。短期的なショックは想定しないものの、長期的には米国資産・ドルの信認低下が資金フローを変える可能性がある。さらに、巨額投資を巡る「AIバブル論」や、評価の不透明性などから懸念が高まるプライベートクレジット市場のリスクが顕在化した場合、市場への影響は大きく、米国離れを加速させる要因となり得る。 |
| 日本の放漫財政   | 中    | 中      | 小   | トランプ米政権の関税政策の影響により、日本経済には下振れリスクがある。4月に日銀は「消費者マインドの悪化が、所得から支出への前向きな循環を阻害するリスク」を指摘し、実際に家計のセンチメントは弱含んでいる。国民の生活苦を背景に、与野党は経済対策を検討しているが、財源の裏付けがない景気刺激策には財政規律の緩みへの懸念が高まる。日本の30年国債利回りは一時、過去最高水準を更新し、2022年に英国で起きた「トラス・ショック」の再来を懸念する声もある。さらに、7月の参議院選挙で与党が大敗したことで、財政規律の弛緩による日本国債の格下げリスクも高まっている。  |

※生起確率は向こう1年程度を目安に、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

| 年     | 月   | 日本                                  | 欧米  | その他地域   |
|-------|-----|-------------------------------------|---|---|
| 2025年 | 12月 | ●日銀金融政策決定会合（18-19日）                 | ●FOMC（9-10日）<br>●ECB理事会（17-18日）<br>●BOE金融政策委員会（18日）<br>●EU首脳会議（18-19日）                  | ●RBA理事会（9日）<br>●カナダ金融政策決定会合（10日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（10日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（18日）<br>●中国中央経済工作会議（月内）         |
|       | 1月  | ●日銀金融政策決定会合（22-23日）<br>●通常国会召集（月内）  | ●FOMC（27-28日）<br>●ブルガリアがユーロ導入<br>●世界経済フォーラム（月内）   | ●カナダ金融政策決定会合（28日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（28日）   |
|       | 2月  |                                     | ●ECB理事会（4-5日）<br>●BOE金融政策委員会（5日）<br>●冬季五輪（イタリア、6-22日）<br>●EU首脳会議（月内）                    | ●メキシコ金融政策決定会合（5日）<br>●RBA理事会（3日）  |
|       | 3月  | ●日銀金融政策決定会合（18-19日）                 | ●FOMC（17-18日）<br>●ECB理事会（18-19日）<br>●BOE金融政策委員会（19日）                                    | ●RBA理事会（17日）<br>●カナダ金融政策決定会合（18日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（18日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（26日）<br>●中国第14期第4回全国人民代表大会（月内） |
|       | 4月  | ●日銀金融政策決定会合（27-28日）                 | ●FOMC（28-29日）<br>●ECB理事会（29-30日）<br>●BOE金融政策委員会（30日）                                    | ●カナダ金融政策決定会合（29日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（29日）   |
|       | 5月  |                                     |   | ●RBA理事会（5日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（7日）  |
|       | 6月  | ●日銀金融政策決定会合（15-16日）<br>●通常国会会期末（月内） | ●ECB理事会（10-11日）<br>●FOMC（16-17日）<br>●BOE金融政策委員会（18日）<br>●G7首脳会議（フランス、月内）<br>●EU首脳会議（月内） | ●カナダ金融政策決定会合（10日）<br>●RBA理事会（16日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（17日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（25日）                           |
|       | 7月  | ●日銀金融政策決定（30-31日）                   | ●ECB理事会（22-23日）<br>●FOMC（28-29日）<br>●BOE金融政策委員会（30日）                                    | ●カナダ金融政策決定会合（15日）   |
|       | 8月  |                                     | ●ジャクソンホール会議（月内）   | ●ブラジル金融政策決定会合（5日）<br>●RBA理事会（11日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（6日）  |
|       | 9月  | ●日銀金融政策決定会合（17-18日）                 | ●ECB理事会（9-10日）<br>●FOMC（15-16日）<br>●BOE金融政策委員会（17日）                                     | ●カナダ金融政策決定会合（2日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（16日）<br>●RBA理事会（29日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（24日）                            |
|       | 10月 | ●日銀金融政策決定会合（29-30日）                 | ●FOMC（27-28日）<br>●ECB理事会（28-29日）<br>●EU首脳会議（月内）   | ●ブラジル大統領選挙（4日）<br>●カナダ金融政策決定会合（28日）   |
|       | 11月 |                                     | ●BOE金融政策委員会（5日）   | ●RBA理事会（3日）<br>●ブラジル金融政策決定会合（4日）<br>●メキシコ金融政策決定会合（5日）   |

## 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

| 政策金利 |               | 直近値 期間別変化幅 |       |       |       |
|------|---------------|------------|-------|-------|-------|
|      |               | 11/17      | 1カ月   | 1年    | 3年    |
| 米国   | FFレート（上限）     | 4.00%      | -0.25 | -0.75 | 0.00  |
| 日本   | 無担保コール翌日物金利   | 0.50%      | 0.00  | 0.25  | 0.60  |
| ユーロ圏 | 中銀預金金利        | 2.00%      | 0.00  | -1.25 | 0.50  |
| カナダ  | 翌日物金利         | 2.25%      | -0.25 | -1.50 | -1.50 |
| 豪州   | キャッシュ・レート     | 3.60%      | 0.00  | -0.75 | 0.75  |
| ブラジル | セリック・レート      | 15.00%     | 0.00  | 3.75  | 1.25  |
| メキシコ | 銀行間翌日物金利      | 7.25%      | -0.25 | -3.00 | -2.75 |
| インド  | レポ金利          | 5.50%      | 0.00  | -1.00 | -0.40 |
| 中国   | 7日物リバース・レポレート | 1.40%      | 0.00  | -0.10 | -0.60 |
| ベトナム | リファイナンス金利     | 4.50%      | 0.00  | 0.00  | -1.50 |

| 10年国債利回り |  | 直近値 期間別変化幅 |       |       |       |
|----------|--|------------|-------|-------|-------|
|          |  | 11/17      | 1カ月   | 1年    | 3年    |
| 米国       |  | 4.14%      | 0.13  | -0.30 | 0.37  |
| 日本       |  | 1.74%      | 0.11  | 0.66  | 1.49  |
| ドイツ      |  | 2.71%      | 0.13  | 0.36  | 0.69  |
| カナダ      |  | 3.23%      | 0.14  | -0.04 | 0.13  |
| 豪州       |  | 4.48%      | 0.38  | -0.16 | 0.86  |
| ブラジル     |  | 13.70%     | -0.26 | 0.80  | 0.50  |
| メキシコ     |  | 8.94%      | 0.19  | -1.05 | -0.32 |
| インド      |  | 6.50%      | -0.01 | -0.37 | -0.78 |
| 中国       |  | 1.81%      | -0.02 | -0.27 | -0.99 |

| 株価指数 |           | 直近値 期間別変化率 |       |       |       |
|------|-----------|------------|-------|-------|-------|
|      |           | 11/17      | 1カ月   | 1年    | 3年    |
| 米国   | S&P500    | 6,672      | 0.1%  | 13.7% | 69.1% |
|      | NYダウ      | 46,590     | 0.9%  | 7.2%  | 38.9% |
| 日本   | TOPIX     | 3,348      | 5.6%  | 23.5% | 70.2% |
|      | 日経平均株価    | 50,324     | 5.8%  | 30.2% | 80.2% |
| 欧州   | STOXX600  | 572        | 1.0%  | 13.6% | 33.5% |
| インド  | NIFTY50指数 | 26,013     | 1.2%  | 10.5% | 41.8% |
| 中国   | MSCI中国    | 86.36      | 2.5%  | 35.1% | 46.1% |
| ベトナム | VN指数      | 1,654      | -4.4% | 35.8% | 70.7% |

| 為替（対円）   |  | 直近値 期間別変化率 |      |       |       |
|----------|--|------------|------|-------|-------|
|          |  | 11/17      | 1カ月  | 1年    | 3年    |
| 米ドル      |  | 155.26     | 3.1% | 0.6%  | 10.7% |
| ユーロ      |  | 179.98     | 2.6% | 10.6% | 23.9% |
| カナダ・ドル   |  | 110.46     | 2.8% | 0.9%  | 5.0%  |
| 豪ドル      |  | 100.82     | 3.0% | 1.1%  | 7.5%  |
| ブラジル・リアル |  | 29.14      | 4.6% | 9.4%  | 12.7% |
| メキシコ・ペソ  |  | 8.43       | 2.8% | 11.1% | 16.7% |
| インド・ルピー  |  | 1.75       | 2.2% | -5.6% | 1.7%  |
| 中国人民幣    |  | 21.83      | 3.4% | 2.5%  | 11.3% |
| ベトナム・ドン  |  | 0.59       | 3.1% | -3.0% | 4.1%  |

| リート |          | 直近値 期間別変化率 |       |       |       |
|-----|----------|------------|-------|-------|-------|
|     |          | 11/17      | 1カ月   | 1年    | 3年    |
| 米国  | NAREIT指数 | 25,501     | -1.9% | -1.2% | 25.8% |
| 日本  | 東証REIT指数 | 2,021      | 4.0%  | 21.6% | 3.5%  |

| 商品         |  | 直近値 期間別変化率 |       |        |        |
|------------|--|------------|-------|--------|--------|
|            |  | 11/17      | 1カ月   | 1年     | 3年     |
| WTI原油先物価格  |  | 59.91      | 4.1%  | -10.6% | -26.6% |
| COMEX金先物価格 |  | 4,075      | -3.3% | 58.5%  | 129.2% |

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

（出所）ブルームバーグ

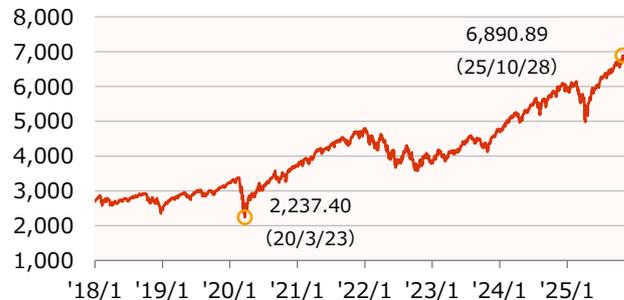
# 株価指数

## NYダウ

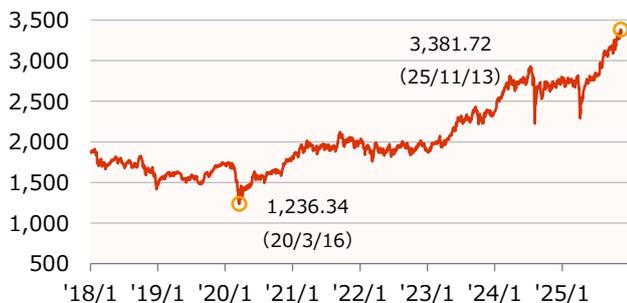
(米ドル)



## S&P500



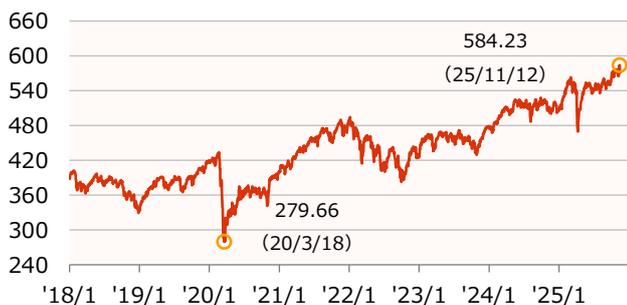
## TOPIX



## 日経平均株価



## STOXX600



## インドNIFTY50指数



## MSCI中国



## ベトナムVN指数



※グラフの直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

## 長期金利

### 米国10年国債利回り



### 日本10年国債利回り



### ドイツ10年国債利回り



### カナダ10年国債利回り



### 豪州10年国債利回り



### ブラジル10年国債利回り



### インド10年国債利回り



### 中国10年国債利回り



※グラフの直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

# リート・為替・商品

■ NAREIT指数（配当込み）



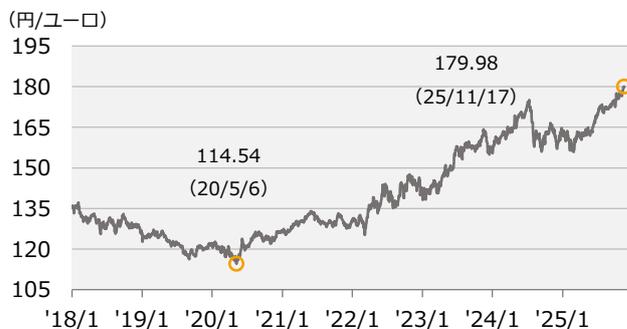
■ 東証REIT指数（配当なし）



■ 米ドル円



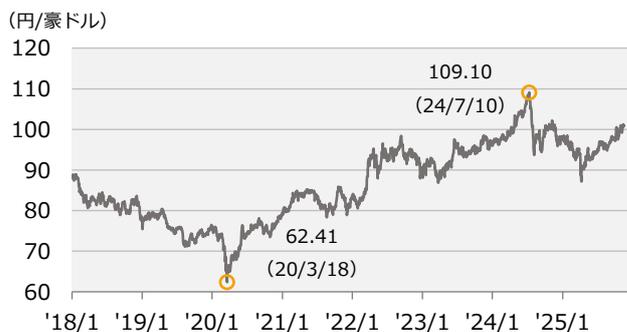
■ ユーロ円



■ カナダ・ドル円



■ 豪ドル円



■ WTI原油先物価格



■ COMEX金先物価格



※グラフの直近値は2025年11月17日

(出所) ブルームバーグ

## 当資料のお取扱いにおけるご注意

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

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

※当資料は原則として2025年11月17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11月20日)