

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2025年3月



01 世界経済・金融市場見通し

27 市場データ一覧

03 各国経済見通し

28 主要金融資産のパフォーマンス

17 市場見通し

29 主要な政治・経済日程

① 世界経済・金融市場見通し

2025年3月

世界経済

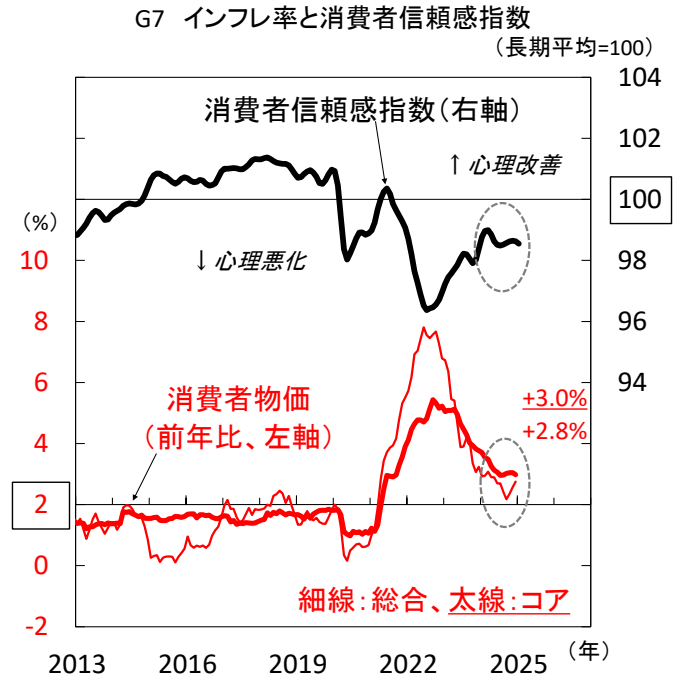
2月は米景気減速・インフレ再燃リスクが浮上

2月の主要国景気は明暗分かれる結果でした。S&Pグローバルの購買担当者景気指数（PMI、業況改善・悪化の境目は50）総合を見ると、景気面が心配されたドイツが3カ月連続上昇の51.0と安定感を増す一方、米国は50.4に急低下、うちサービス業は49.7と約2年ぶりに50を下回り減速感が目立ちました。米国では、2月消費者信頼感指数の大幅低下もあり、消費意欲の懸念も高まりました。

個人消費の減速懸念を払拭できるかが焦点

足元の景気面を見ると、ようやくユーロ圏が最悪期を脱し、中国が底固めの兆候を見せ始めた段階のため、やはり世界的な景気回復持続には米国の安定が必須です。その米国を含め、各国景気を支えているのは堅調なサービス業であり消費です。当面は、各国で低水準の失業率など雇用改善が続くか、またトランプ関税発のインフレ再燃リスクを回避できるかが焦点です（図1）。（瀧澤）

【図1】 昨年終盤からインフレ率は下げ渋り、消費者心理の改善ピッチにもかげり



注) G7は先進7カ国。コアは食品・エネルギー除く総合。

G7各国のインフレ目標は+2%。

直近値は消費者物価が2024年12月、消費者信頼感指数が2025年1月。

出所) OECD (経済協力開発機構) より当社経済調査室作成

金融市場

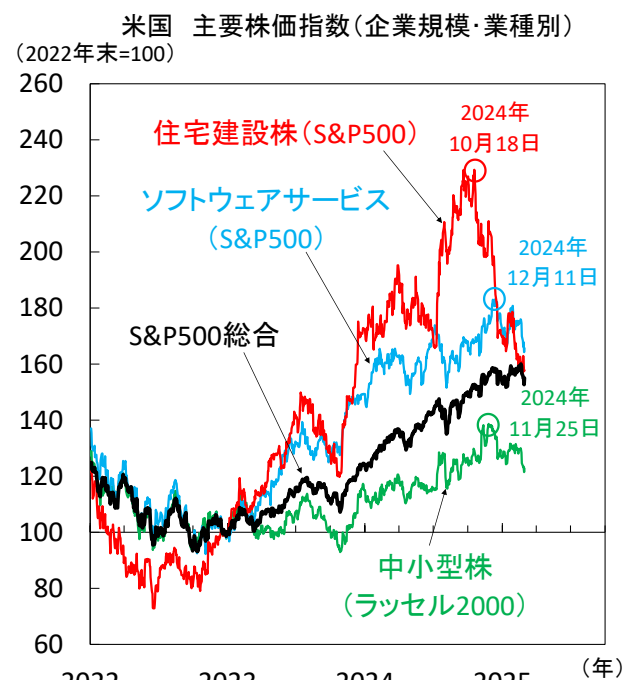
2月の金融市場はトランプ警戒相場の様相に

2月の金融市場も、米トランプ関税に振り回される展開でした。関税引き上げの対象は中国にとどまらず、全貿易相手国への相互関税の方針発表など、市場が息つく暇もない環境の下、盤石だった米景気にかげりも見られます。米国株の昨年高値からの下落率を見ると、中小型株に続き、AIブームに乗っていたソフトウェア関連が一時的に10%を超え、住宅建設株は30%を超えました（図2）。

不透明感渦巻く株式市場、再び米利下げ頼みか

株式市場全体では底堅いものの、トランプ関税がもたらす物価高や金利高止まり、国際貿易摩擦激化や民間心理悪化のリスクを警戒する動きも見られます。トランプ政権起因の不確実性が意識されるなか、金融市場が落ち着きを取り戻すには、昨年来の株高を支えた米欧利下げ期待の回復が必要とみます。足元の米欧中銀の利下げ慎重姿勢に変化が見られるかが目先の焦点です。（瀧澤）

【図2】 米国株式では相場のけん引役に息切れも、一時的かつ局地的な調整で済むか正念場に



注) 住宅建設株とソフトウェアサービス株はS&P500の産業別指数。

○は直近高値を付けた日付。指数化は当社経済調査室。

直近値は2025年2月28日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

① 世界経済・金融市場見通し

2025年3月

● 実質GDP（前年比）見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
日本	0.9	1.5	0.1	1.6
米国	2.5	2.9	2.8	2.1
ユーロ圏	3.5	0.4	0.7	0.7
オーストラリア	4.1	2.0	1.0	2.0

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	3.1	5.4	5.0	4.2
インド	7.0	8.2	6.4	6.4
ブラジル	3.0	3.2	3.0	2.0
メキシコ	3.7	3.3	1.5	1.4

注）2022-2023年は実績、2024-2025年は当社経済調査室推計または見通し。

● 金融市場（6カ月後）見通し



株式

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	37,156	37,500-43,500
TOPIX	2,682	2,650-3,050

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	43,841	41,700-47,700
S&P500	5,955	5,650-6,450
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	557	510-590
ドイツDAX®指数	22,551	20,600-23,400



債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	1.370	1.1-1.7
米国	4.209	3.7-4.9

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.406	1.7-2.7
オーストラリア	4.294	3.7-4.7



為替（対円）

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	150.63	140-158
ユーロ	156.27	146-164
オーストラリアドル	93.52	87-101
ニュージーランドドル	84.33	78-92

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.7211	1.60-1.80
メキシコペソ	7.327	6.70-7.90
ブラジルレアル	25.594	24.0-28.0



リート

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 東証REIT指数	1,700	1,550-1,850

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,915	1,750-2,050



原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	69.76	65-85

注）見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2025年2月28日（直近日休場の場合は前営業日の値）。

出所）S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－日本

2025年3月

日本経済

GDP成長率は3四半期連続プラス
今後、消費がGDPを押し上げるかが焦点

GDP成長率は外需牽引で3四半期連続プラス

2024年10-12月期の実質GDP（一次速報）は前期比年率+2.8%と3四半期連続でプラスとなりました（図1）。輸入が減少したことから外需がプラスとなりGDPは市場予想（同+1.1%）を大幅に上回りました。需要項目別の寄与度を見ると民間需要は、個人消費が+0.3%pt、設備投資が+0.3%ptと上昇し、住宅投資は+0.0%と横ばいとなりました。公的需要は+0.1%ptと増加しました。純輸出の寄与度は+3.0%ptと7-9月期の▲0.5%ptからプラスに転じました。輸入の寄与度が7-9月期の▲1.9%ptから10-12月期には+2.0%ptへ上昇に転じたことが背景にあります。

1月の鉱工業生産は前月比▲1.1%（2024年12月：同▲0.2%）と3カ月連続で減少しました（図2）。製造工業生産予測調査によれば、2月は増加するものの、3月は減少見込みです。米国の貿易政策による日本国内の生産への影響に引き続き注意が必要とみています。

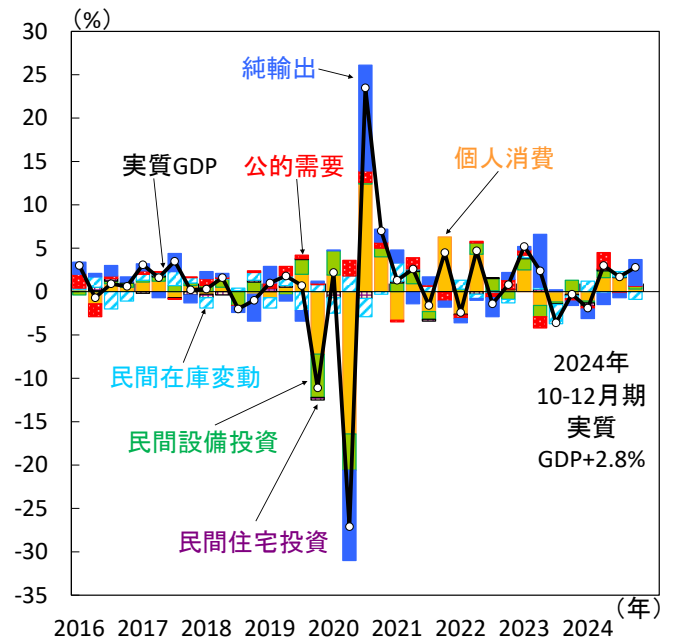
今後、消費がGDP成長率を押し上げるか

1月の消費者態度指数は35.2と2024年12月の36.2から悪化しました（図3）。内訳をみると、全ての項目で悪化しました。1月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DIが48.6（2024年12月は49.0）と前月から悪化しました。先行き判断DIも48.0（同49.4）も2カ月連続で悪化しました。物価の高止まりから消費者心理が悪化する中、今後はマインドが回復するかが焦点になりそうです。一方、1月の訪日外客数は378万1,200人となり、単月として過去最高を記録しました。今後中国などを含めた、インバウンド需要の拡大が期待されます（図4）。

2024年12月の現金給与総額は前年比で+4.4%増加し、伸び率は11月の同+3.9%から拡大（図5）。また、実質賃金は同+0.3%（11月同+0.5%）となり2カ月連続でプラスとなりました。1月の消費者物価コア（生鮮食品除く総合）は前年比+3.2%と、前月の同+3.0%から加速しました（図6）。食料品の上昇が寄与しました。今後賃金が上昇し、国内家計の節約志向が薄れると消費が回復し、GDP成長率を押し上げることが期待されます。また、日銀の目標である「2%の物価目標」が定着しつつあり、年内の更なる追加利上げを後押ししそうです。（本江）

【図1】 GDP成長率は外需を中心に回復

日本 実質GDP前期比年率と需要項目別寄与度

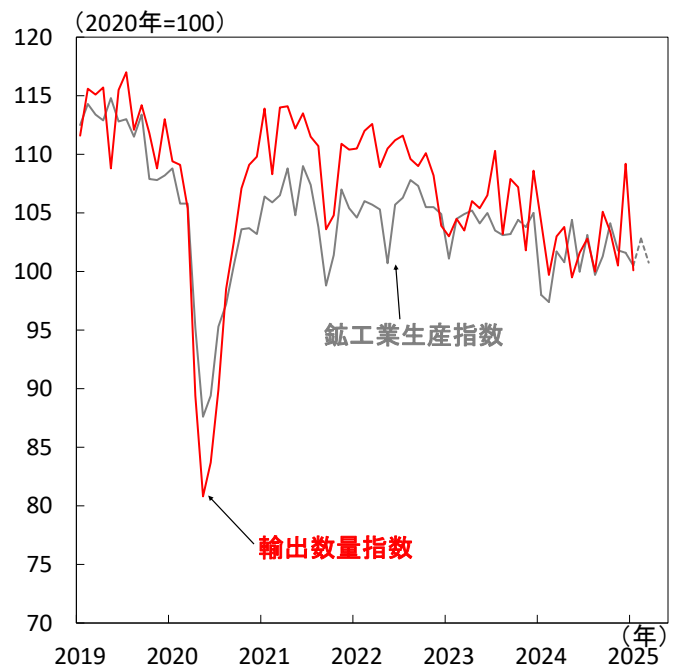


注）直近値は2024年10-12月期（一次速報）。

出所）内閣府より当社経済調査室作成

【図2】 鉱工業生産は3カ月連続で減少

日本 鉱工業生産と輸出数量



注）直近値は2025年1月。鉱工業生産は2025年2月-同年3月の製造工業生産予測の伸び（2025年2月は経済産業省補正值）で延長。

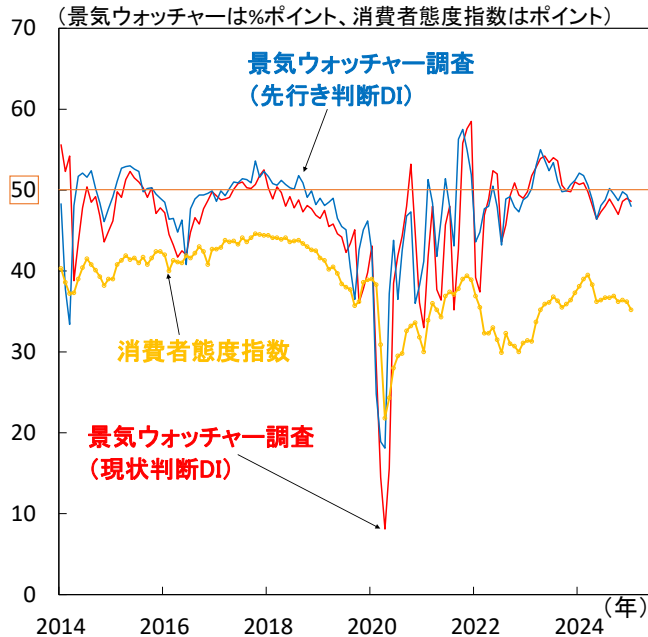
出所）財務省、経済産業省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－日本

2025年3月

【図3】物価の高まりから景況感下振れ

日本 景気ウォッチャーと消費者態度指数

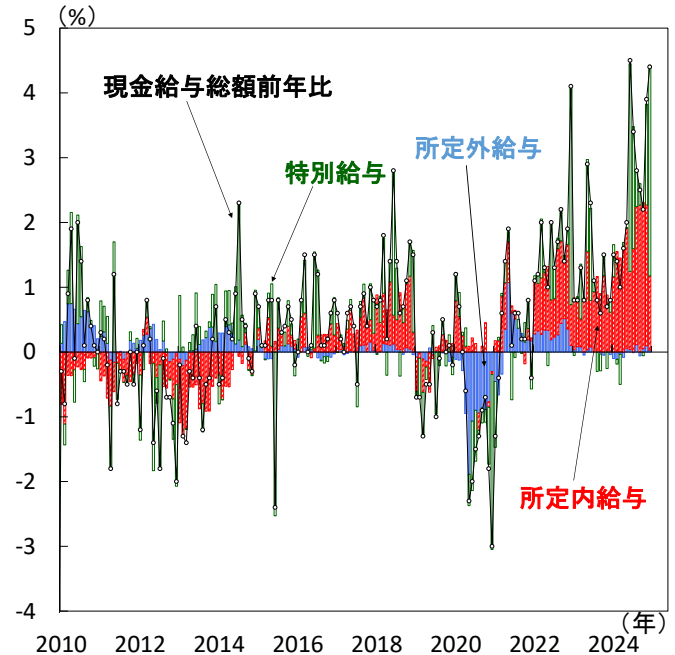


注) 直近値は2025年1月。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図5】現金給与総額は2カ月連続で前年比が加速

日本 現金給与総額前年比と要因分解

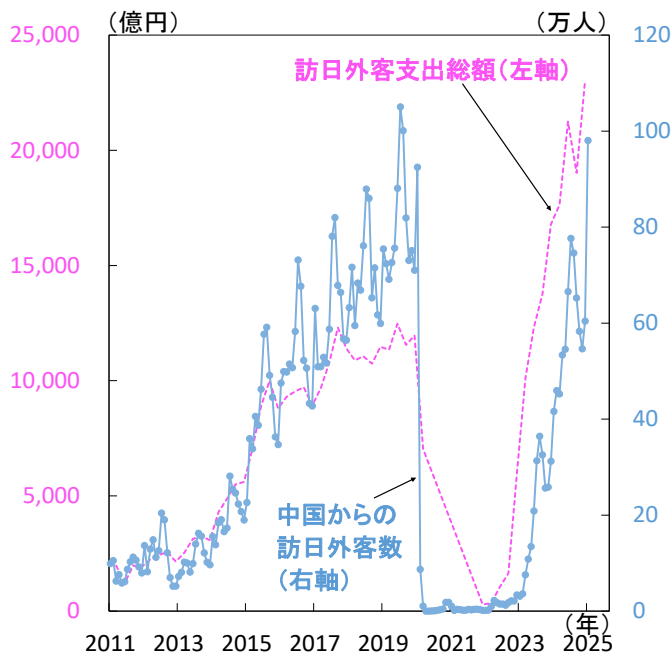


注) 直近値は2024年12月。

出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

【図4】中国からの訪日外客が
インバウンド需要を押し上げる可能性

日本 中国からの訪日外客数と消費額

注) 直近値は中国からの訪日外客数が2025年1月、
訪日外国人消費額が2024年10-12月期。

出所) 日本政府観光局 (JNTO)、観光庁より当社経済調査室作成

【図6】食料品が全国消費者物価コアを押し上げ

日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2025年1月。対象は全国。

出所) 総務省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2025年3月

米国経済

トランプ関税を警戒する時間帯

足元で米景気減速懸念が台頭

米国第一主義を掲げるトランプ大統領は、公約実現を果たすべく強硬な姿勢を打ち出しています。不法移民・麻薬の流入抑制や安全保障強化、貿易不均衡解消等の問題に対して、関税政策を軸に他国から好条件を引き出す狙いがあります。3月4日時点では中国向けの計20%追加関税やメキシコ・カナダ向け25%関税が発動されました(図1)。さらに、4月以降では相互関税や特定重要品目など幅広い関税が予定されており、関税率引き上げを発端とした貿易戦争への懸念は拭えないとみられます。

こうしたなか、アトランタ連銀公表の1-3月期実質GDP推計は前期比年率▲1.5%とマイナス成長を示唆(図2)、市場では米景気減速懸念が台頭しました。しかし、関税に備えた駆け込み輸入増が主因で、消費減速も年末商戦の反動や寒波の影響が指摘されます。昨年9月以降の利下げも奏功して労働市場は底堅く推移しています(図3)。また、膨大な金融資産を有する所得上位20%が消費動向の鍵を握る構図は不変であり、大幅な株価調整等がなければ富裕層の購買意欲は維持されるとみまます。ただし、トランプ政策不透明感から民間部門の保守化が進み、消費や投資が抑制される可能性に要注意です(図4)。

トランプ政策を冷静に見極める

米連邦準備理事会(FRB)はトランプ政策不透明感や堅調な米景気を背景にインフレの上振れリスクを警戒し、利下げに慎重な姿勢を堅持しています。市場では米景気減速懸念から昨年12月米連邦公開市場委員会(FOMC)が示唆した利下げ回数を上回る織り込みが進んでいます(図5)。他方、3月FOMCでは就任以降のトランプ政策に対する評価に注目が集まるものの、4月以降の関税発動が警戒される中でタカ派姿勢を維持する可能性に注意が必要です。

先行きの株式市場はトランプ政策に左右される展開が予想されます。トランプ大統領は関税を駆使するも、報復関税による輸出減や価格転嫁を通じ、米国の景気下振れとインフレ上振れのリスクも抱えます。トランプ政権は株価や金利、支持率等を重視しているとみられ(図6)、資産価格や支持率次第では政策延期などが適用される可能性もあり、冷静な判断が重要とみられます。(田村)

【図1】政権発足後の関税を巡る動きは目まぐるしい

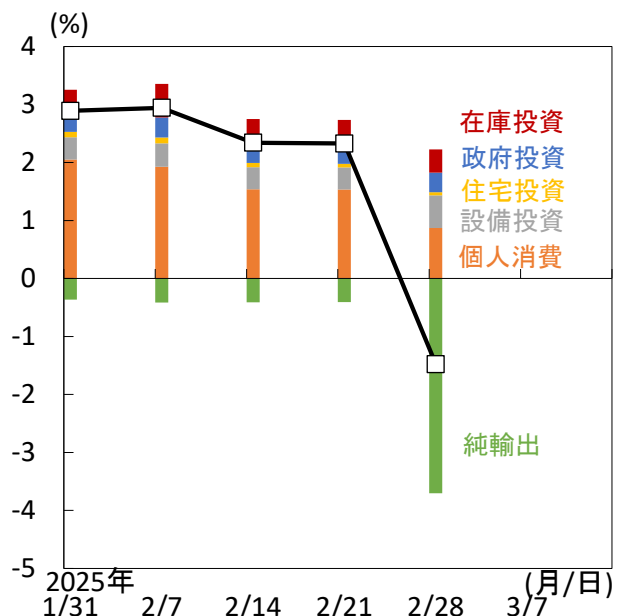
米国 トランプ政権の主な関税政策

日程	内容	
3月4日	メキシコ・カナダ	・関税率25%に引き上げ ・カナダ産の石油・鉱物資源は10%
	中国	・10%追加関税 ※2月4日に10%追加関税を実施
3月12日	鉄鋼・アルミニウム製品	・関税率10%→25%に引き上げ
4月2日	相互関税	・貿易相手国と同水準まで関税率を引き上げ
	自動車・半導体・医薬品	・関税率25%程度に引き上げ
	農作物	・トランプ大統領のソーシャルメディアで公表
未定	欧州連合(EU)	・関税率25%程度に引上げ
未定	銅製品	・調査を指示する大統領令に署名
未定	木材	・調査を指示する大統領令に署名

注) 2025年3月4日までの報道に基づく。

出所) 各種報道より当社経済調査室作成

【図2】関税に備えた駆け込み輸入が実質GDPを下押す

米国 GDPNow
2025年1-3月期実質GDP成長率(前期比年率)

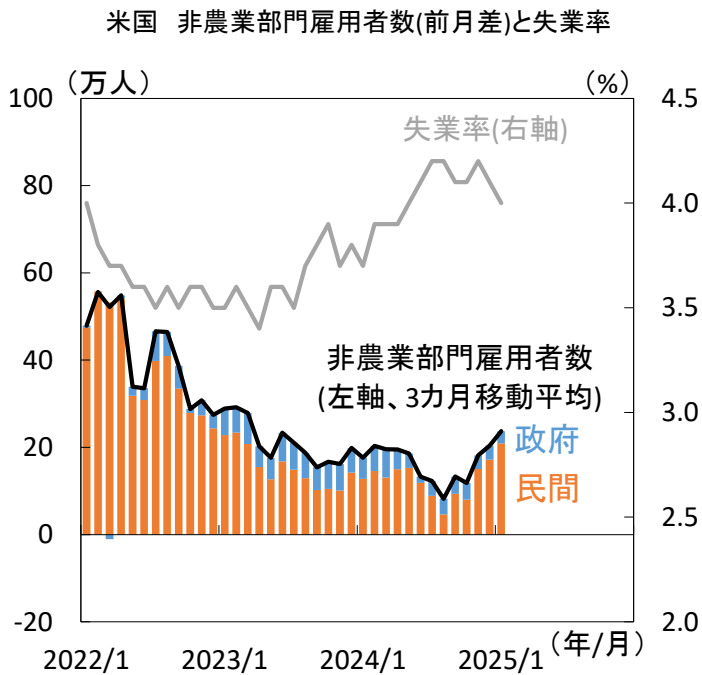
注) GDPNowは該当四半期の利用可能な経済データに基づき、米アトランタ連銀が算出している実質GDP成長率の推計値。

出所) 米アトランタ連銀より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

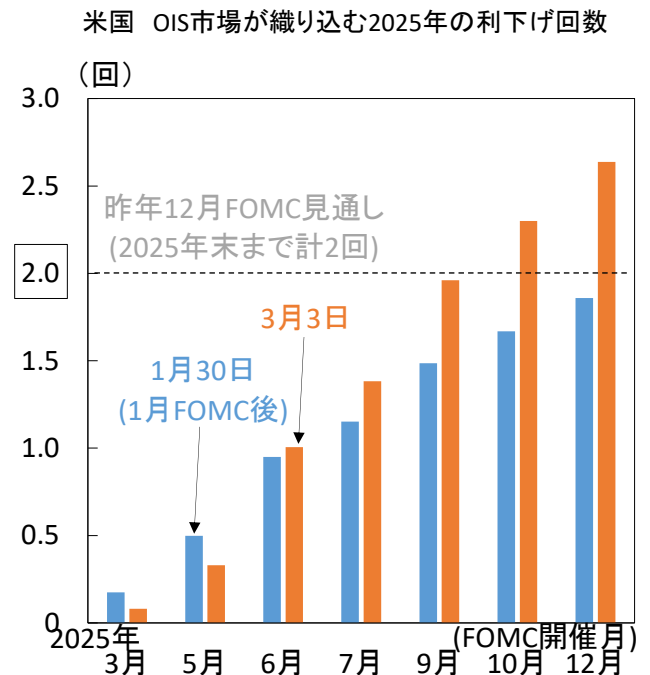
2025年3月

【図3】労働市場は回復基調を辿る



出所) 米労働省より当社経済調査室作成

【図5】市場はFOMCの利下げ回数増加を織り込む



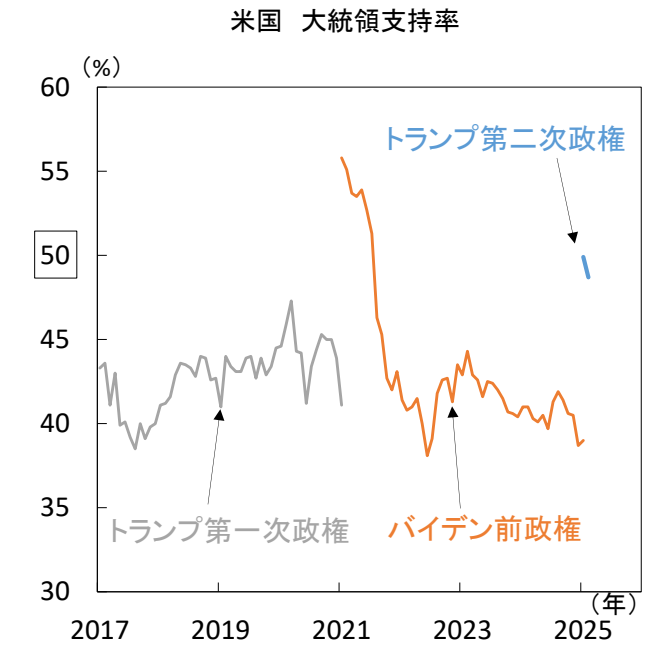
出所) Bloomberg、米FOMCより当社経済調査室作成

【図4】トランプ政策不透明感で家計心理に暗雲



出所) 米コンファレンスボード、米BEAより当社経済調査室作成

【図6】トランプ政策の実現性は支持率も鍵を握る



出所) Real Clear Politicsより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2025年3月

欧州経済

景気停滞感は強く、
先行き不透明感は晴れず

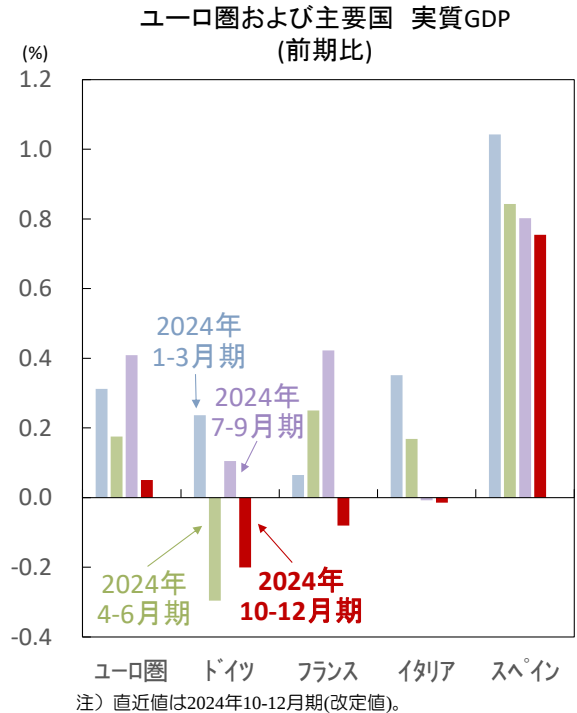
景気回復力の弱さが継続か

ユーロ圏の2024年10-12月期の実質GDP(改定値)は、前期比+0.1%と辛うじてプラス成長を維持も、停滞感は強く、域内最大経済国ドイツの低迷が際立ちました(図1)。需要項目別内訳は未だ判明せず、個人消費は総じて底堅く推移したとみられ、サービス消費が景気回復を支える構図は不変の様式です。足元、ユーロ圏の2月総合購買担当者景気指数(PMI、速報値)が50.2と、中立水準とされる「50」近辺で推移し、景気停滞の継続を示唆(図2)。製造業PMIは改善しつつも低水準に留まり、不振脱却は依然見込み難い状況です。サービス業PMIは活動拡大の水準を維持しつつ、やや低下。今年1-3月期も、実質所得の改善を背景にサービス消費がけん引する景気回復は続くと期待されるも、回復力は依然弱いとみられます。

域内景気を巡る先行き不透明感も強いままです。トランプ米大統領は、発動時期に言及せず、EU(欧州連合)からの輸入品に25%程度の関税を課す意向を明示。外需を下支えする対米輸出への下押し(図3)やインフレ動向への影響が懸念されます。また、独仏の政治不安も拭えずにいます。独総選挙では、最大野党「キリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)」が第1党となるも過半数には大きく及ばず、極右政党「ドイツのための選択(AfD)」は第2党に躍進(図4)。CDU・CSUは「社会民主党(SPD)」と連立協議を進めると表明も、両党間の政策の隔たりも懸念され、協議が長期化するリスクは残ります。先行き不透明感を受けて、消費・投資が一段と弱含む可能性も拭えません。

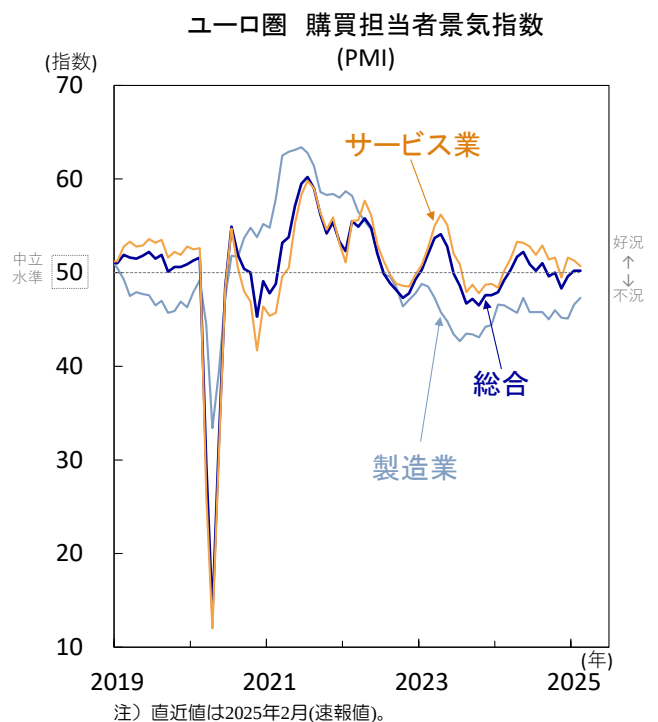
ECBは利下げを継続も、慎重さは維持

欧州中央銀行(ECB)は1月政策理事会で、インフレ鈍化が進み、景気が弱含む中、金融政策は依然景気抑制的であると評し、利下げ継続を示唆しました。1月会合以降に発表されたユーロ圏の昨年10-12月期妥結賃金は、伸び率が再び減速(図5)、ECBの利下げ継続を後押しする結果となっています。一方、ユーロ圏の1月消費者物価は伸び率が小幅に加速(図6)。一部ECB高官は、エネルギー価格の上昇等によるインフレ上振れリスクの高まりを懸念。また、利下げ休止の議論の必要性も言及されつつあり、3月政策理事会では、利下げ到達点に加え、利下げペースを巡るECBの見解も再び焦点となりそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 昨年10-12月期は辛うじて
プラス成長も、伸びは大きく減速

出所) 欧州統計局(Eurostat) より当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 年明け以降も景気の停滞感は継続か



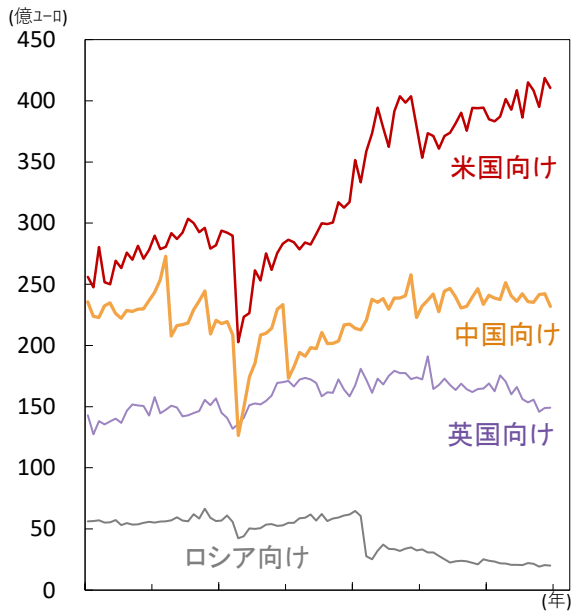
出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2025年3月

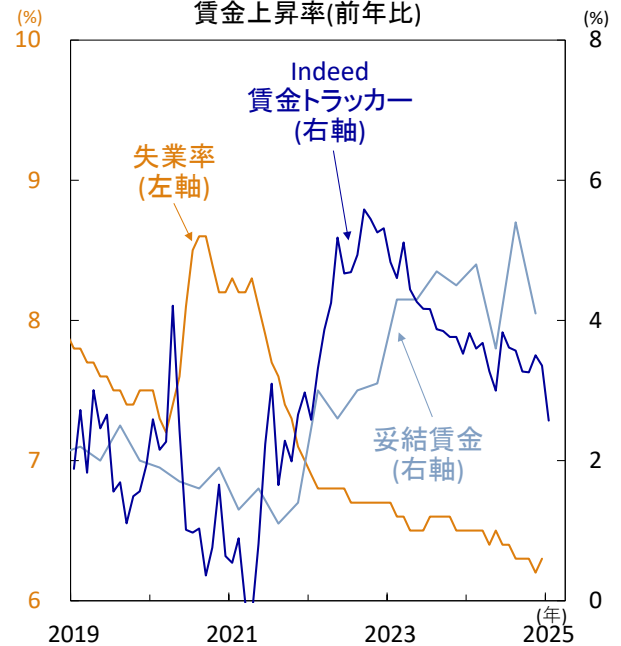
【図3】ユーロ圏 外需を支える対米輸出への
米関税政策の影響にも懸念【図5】ユーロ圏 賃金上昇の伸びは減速、
ECBの利下げ継続を後押し

ユーロ圏 主要地域別輸出額



注) 直近値は2024年12月。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

ユーロ圏 失業率と
賃金上昇率(前年比)

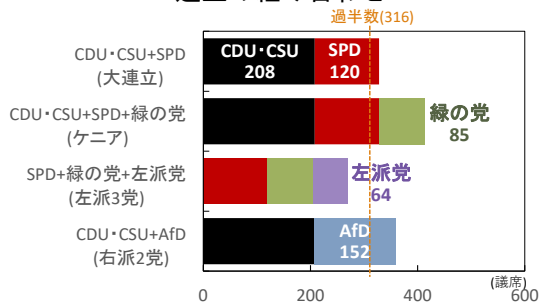
注) 直近値は妥結賃金が2024年10-12月期、失業率が同年12月、賃金トラッカーが2025年1月。

出所) Eurostat, Indeedより当社経済調査室作成

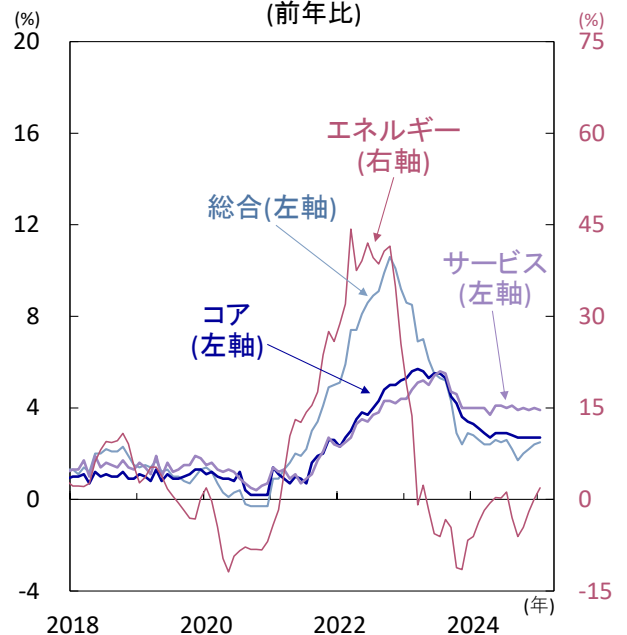
【図4】ドイツ 極右政党AfDが第2党に、
CDU・CSUはSPDと連立協議へドイツ総選挙
得票率と獲得議席数

		得票率	獲得議席 (全630議席)
キリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU)	中道右派	28.52%	208
ドイツのための選択肢 (AfD)	極右政党	20.80%	152
社会民主党 (SPD)	中道左派	16.41%	120
緑の党	環境政党	11.61%	85
左派党(Die Linke)	左派政党	8.77%	64
SSW	少数民族	0.15%	1
BSW	新興左派	4.97%	-
自由民主党(FDP)	自由主義	4.33%	-
他		4.44%	-

連立の組み合わせ



出所) ドイツ連邦選挙管理委員会より当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 1月総合インフレ率は小幅に加速し、
コア・サービスインフレ率は高止まりユーロ圏 消費者物価
(前年比)注) 直近値は2025年1月。
コア: 除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2025年3月



オーストラリア(豪)経済

豪中銀が約4年ぶりに利下げ、 ただし追加緩和には慎重

個人消費の復調が鮮明になりつつある

昨年10-12月期の小売売上高は増加基調を強め、消費回復は鮮明になっています(図1)。こうした背景には堅調な雇用情勢、所得税引き下げや電気代補助など政府による家計支援策、利下げ期待の高まりがあります。1月の消費者信頼感指数は幾分悪化しましたが改善基調にあり(図2)、高所得者のマインド改善や金利低下期待の高まりが示されました。1月の雇用統計では正規雇用中心に雇用者数は堅調な伸びを維持しており、失業率は低水準で推移し労働参加率は過去最高を更新しています(図3)。

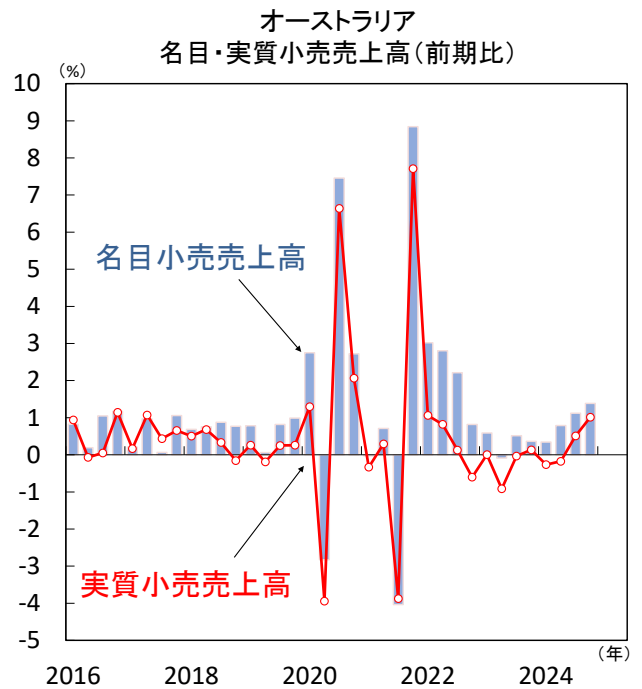
足元の景気は力強さに欠けるものの、雇用情勢が堅調を維持するなか消費主導で回復する見込みです。昨年10-12月期の消費者物価は前年比+2.4%に鈍化し2021年4-6月期以降で初めて豪中銀の物価目標レンジ中央値を下回りました(図4)。コアも同+3.2%と大きく鈍化しており、基調的なインフレの減速も続いています。豪中銀は2月に利下げを開始したものの引き締めの状況はしばらく続くと考えられ、景気回復は緩やかとなる見通しです。

豪中銀は利下げに踏み切るも追加緩和には慎重

豪中銀は2月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%引き下げて4.10%とし、2020年11月以来となる利下げへの転換に踏み切りました(図5)。声明文には、利下げ決定の背景として基調的なインフレ率が予想よりも早く減速し、民間需要の鈍化で賃金上昇圧力も緩和していることから、インフレが2-3%の目標レンジ中央値に向かって持続的に推移しているとの確信を強めたことが示されました。一方でインフレの上振れリスクにも言及し、労働市場の想定以上の堅調さから追加緩和については慎重な姿勢も示しています。また、今回公表された最新予測を基に、金融緩和を急げばインフレが目標レンジの中央値を上回る水準で落ち着く可能性も指摘しています(図6)。

豪中銀のブロック総裁は会合後の記者会見において、今回の決定は先行きの追加利下げを意味しないと述べており、さらなる金融緩和には慎重な姿勢をみせました。同中銀は今後の政策について引き続きデータとリスク評価を指針とするとし、政策金利を3.5%前後の中立水準まで緩やかに引き下げるとみています。(向吉)

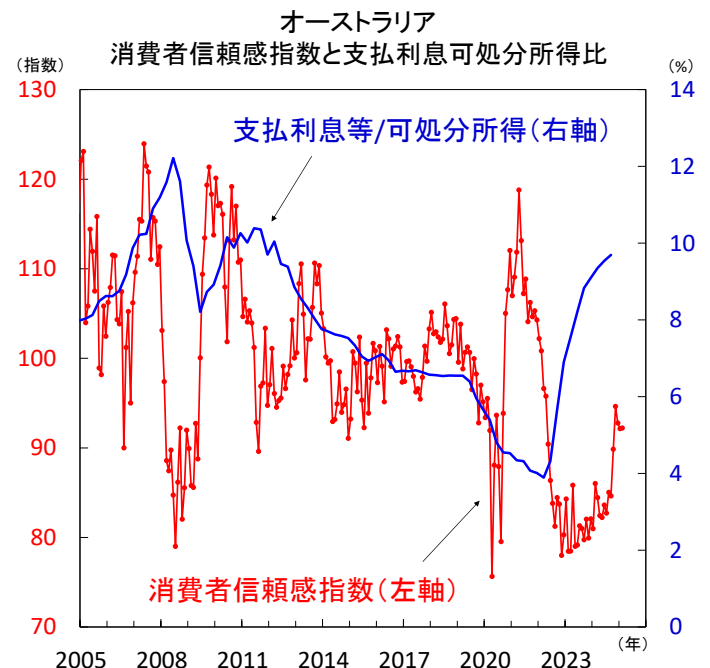
【図1】個人消費は回復基調に



注) 直近値は2024年10-12月期。

出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図2】金利負担が減れば消費者心理は一段と改善へ



注) 直近値は消費者信頼感指数が2025年2月、支払利息等が2024年7-9月期。

出所) ウェストバック銀行、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

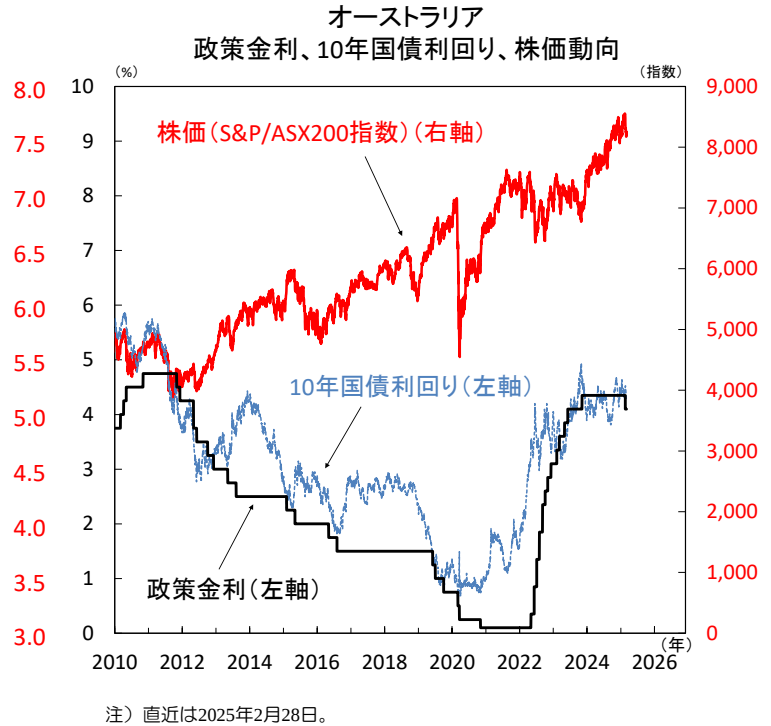
② 各国経済見通しーオーストラリア

2025年3月

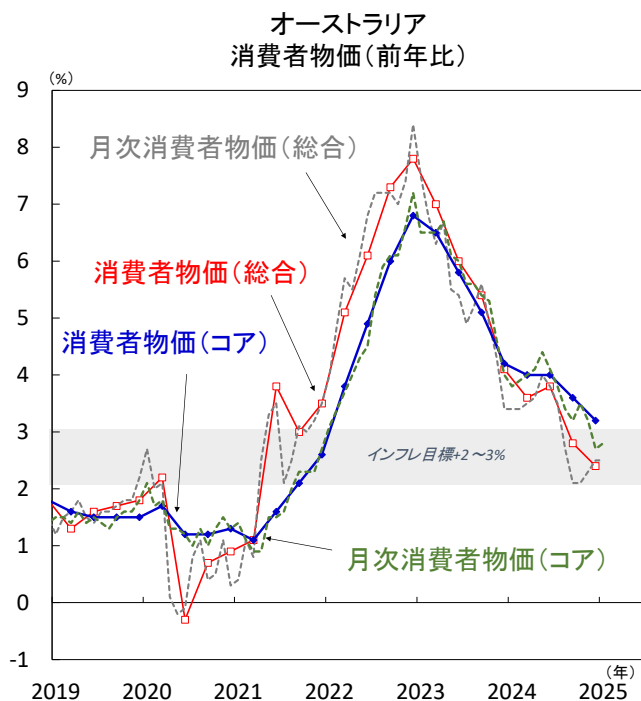
【図3】雇用の伸びは堅調、失業率は低水準にとどまる



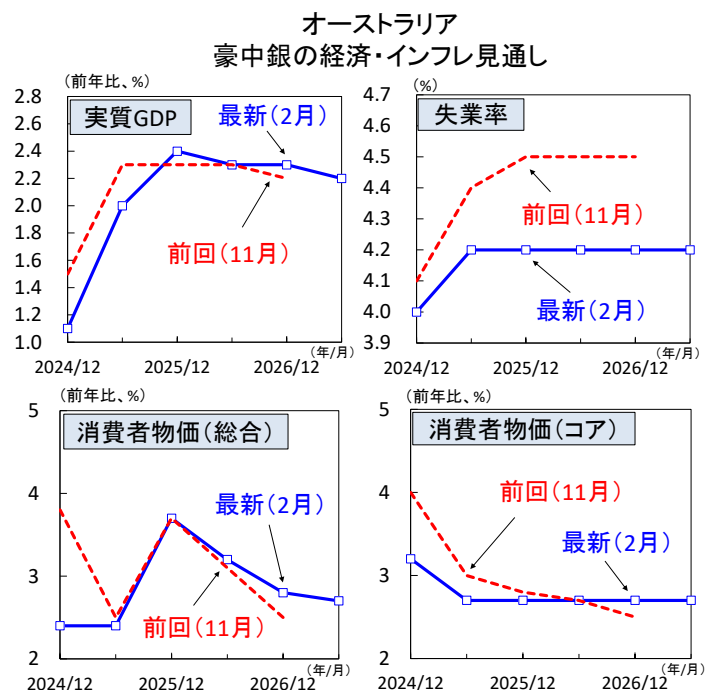
【図5】豪中銀が2020年11月以来の利下げへ転換



【図4】インフレ率は豪中銀の物価目標圏内へ



【図6】インフレ予想は足元下方修正も26年は上方修正



② 各国経済見通し－中国

2025年3月



中国経済

2025年の中国経済は逆風下のスタート、
全人代で効果的な景気対策が出るか注目

トランプ関税の嵐吹き荒れるなか全人代開幕

中国では3月5日に全人代（全国人民代表大会、日本の国会に相当）が開幕、2025年の経済成長率目標や具体的な景気対策方針が正式発表される予定です。すでに地方政府（31省市自治区）の成長目標は出揃っており、全国ベースでも昨年と同じ+5.0%前後となる見込みです（図1）。

ただし、昨年並みの成長率達成のためには内需の復活が不可欠です。昨年の実質GDP成長率を需要項目別に見ると、外需の好調に支えられた面は否めません（図2）。米国トランプ政権誕生を見据えた年後半の駆け込み輸出も影響した模様です。しかし米政権は当初想定通り、中国に対し2月4日から関税率を10%上乗せ、3月4日からさらに10%上乗せ（計20%）する方針を発表しました。さらに米国はカナダやメキシコ、欧州連合（EU）も含め、全ての貿易相手国に対する相互関税など、関税強化の方針を崩していません。国際貿易摩擦のリスクも高まるなか、今年は外需に多くを期待しづらい環境といえます。

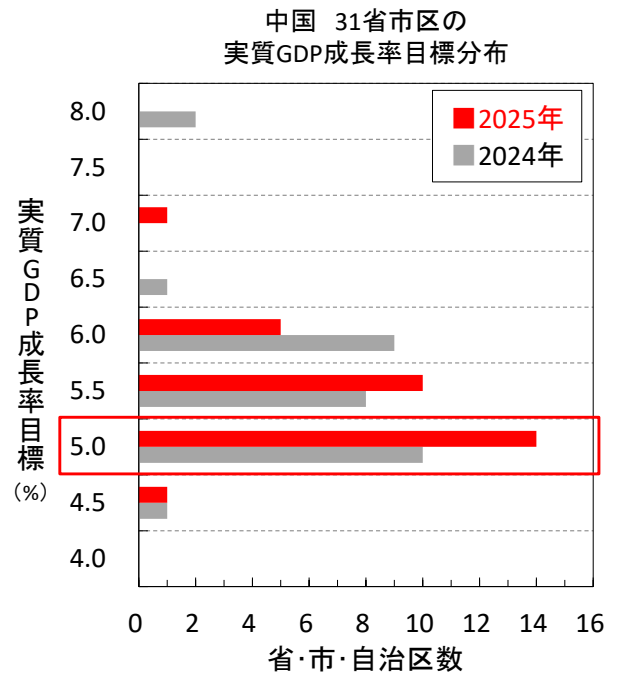
内需復調へ雇用改善と不動産不況脱却が急務

内需安定の鍵を握る消費動向ですが、目安となる春節の国内観光消費は緩やかな回復基調が続いています（図3）。政府は1月に、家電買い替え補助金の対象を拡大するなど、需要喚起策を継続的に投入していますが、今後の景気指標から消費安定化が確認できるかが注目です。

ただし、労働市場は依然低迷、業況安定に向けた政策対応も急務です（図4）。2月17日に習主席は国内大手IT企業の経営トップと会談し、近年の民間統制強化からの転換を示唆しました。2月の中国株急伸が示すように、市場は雇用のお半を担う民間企業への支援姿勢を好感しましたが、実際の生産活動が上向きになるかが焦点です。

もう一つの鍵は不動産市況です。足元は住宅価格下落ペースが弱まるなど、昨年来の金融緩和などが一部奏功しつつある兆しもあります（図5）。景気に即効性の高いインフラ投資のてこ入れも含め、消費・投資両面で幅広い内需回復につながる政策が待たれます（図6）。（瀧澤）

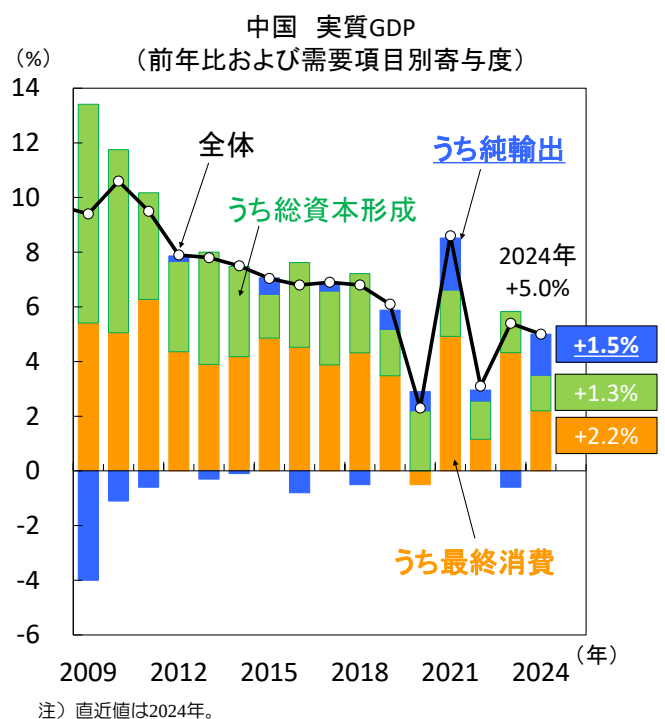
【図1】 約半数の地区が成長率目標を5.0%に設定、
全体でも昨年並みの成長率を目指す見通し



注) 全31省・市・自治区政府の目標値の分布。
なお、目標を「〇%前後・以上」としている場合は〇%、「〇-△%」としている場合は△%、として集計。

出所) 各種報道より当社経済調査室作成

【図2】 2024年は好調な外需が景気を下支えも、
2025年は対米貿易摩擦を想定し内需が鍵に

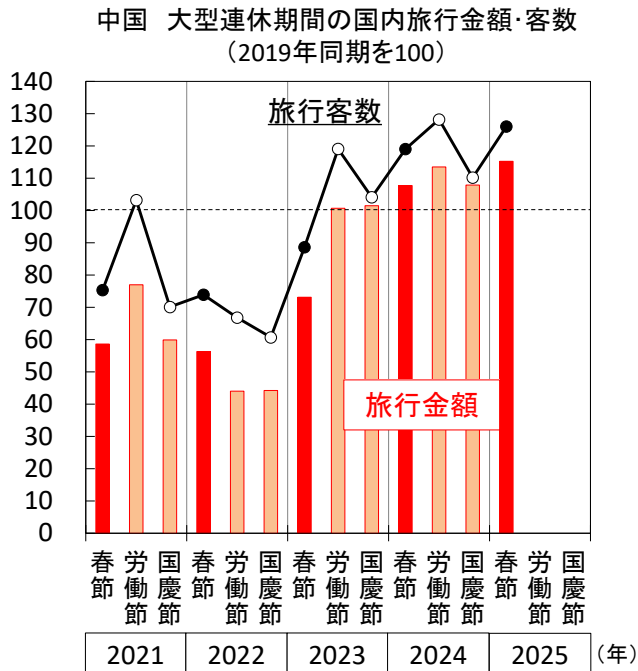


出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

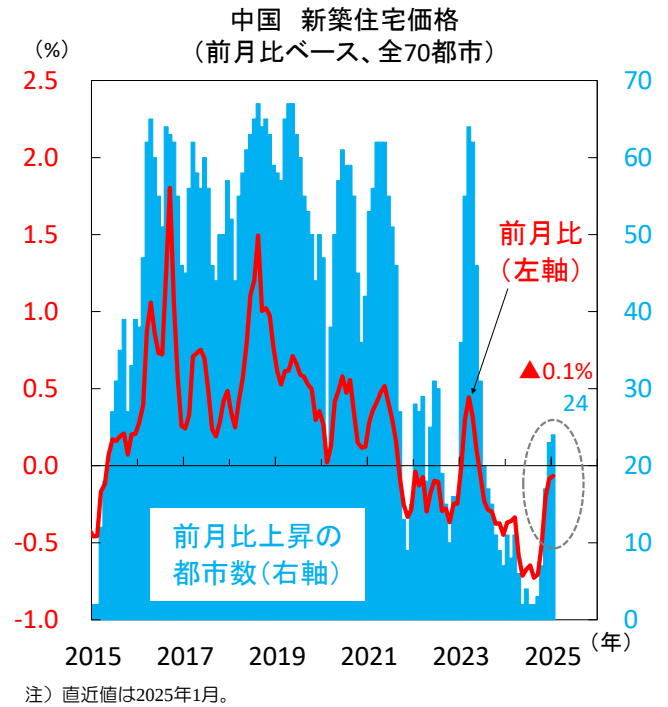
2025年3月

【図3】 2025年春節の国内レジャー消費は良好、
今後も消費の持続的な回復基調保てるか注目



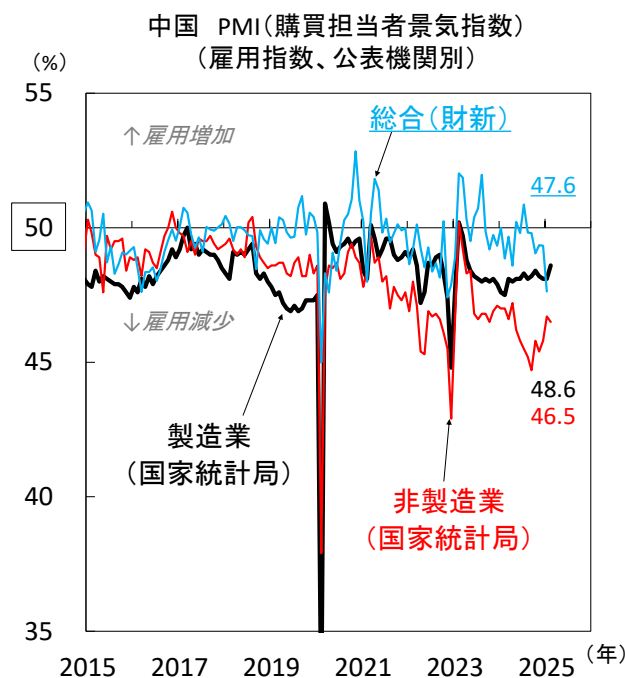
出所) 中国文化観光部より当社経済調査室作成

【図5】 民間心理改善の条件となる不動産不況脱却、
昨年来の需要支援策で住宅価格下落に歯止めも



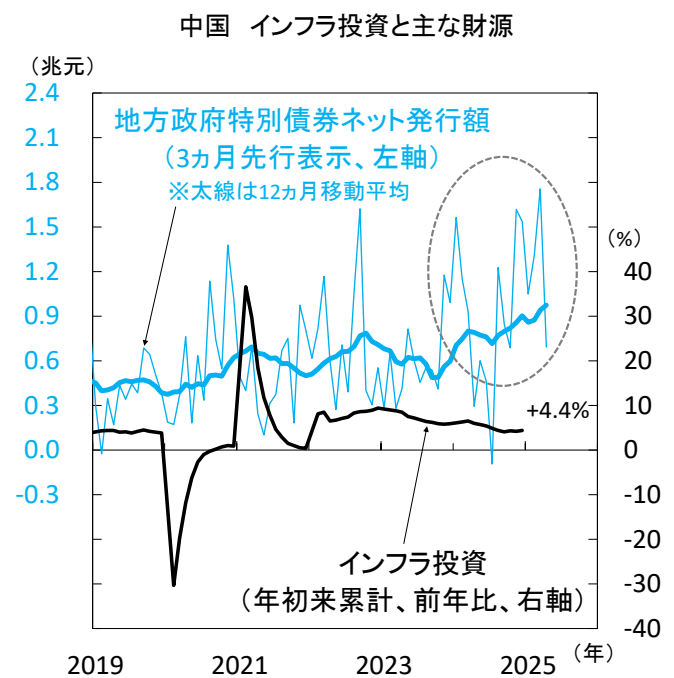
出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図4】 対米摩擦激化が予想されるなか、
消費安定に向け雇用環境の改善が急務



出所) 中国国家统计局、財新より当社経済調査室作成

【図6】 内需復調に欠かせない投資の安定、
今年も継続的なインフラ投資支援が必須に



出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーインドネシア

2025年3月

インドネシア経済

足元堅調な景気だが今年前半に鈍化か

10-12月期の実質GDPは小幅に加速

インドネシアの景気が堅調です。2月5日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+5.0%(前期+4.9%)へ加速し(図1)、2024年通年の成長率が+5.0%(2023年+5.0%)となったと公表。10-12月期の需要側では政府の経常歳出や公共投資が鈍化したものの、民間消費が堅調でした。民間消費は前年比+5.0%(同+5.1%)と堅調。食品物価の鈍化が中低所得家計の購買力を押し上げました。政府消費は同+4.2%(同+4.6%)へ鈍化。選挙期間の1-3月期に加速した政府の経常歳出はその後鈍化を続けています。固定資本投資は同+5.0%(同+5.2%)へ鈍化しました(図2)。業務用車両購入が下げ幅を縮めたものの、設備投資が減速し建設投資も同+5.3%(同+6.0%)に鈍化。10月の政権移行期にかけて加速した大型公共投資が相次いで完成した影響です。外需では、総輸出が同+7.6%(同+8.8%)へ鈍化しました。サービス輸出が好調であったものの財輸出が減速。総輸入も同+10.4%(同+11.9%)へ鈍化しました。

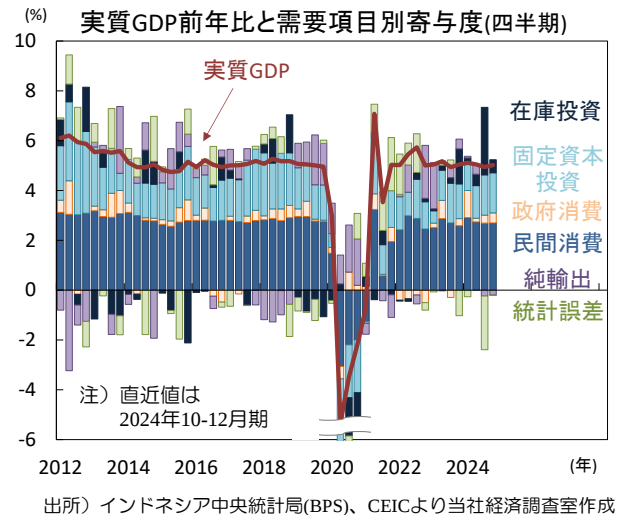
生産側では、建設業やサービス部門が鈍化したものの、製造業が底堅く拡大しました(図3)。

景気は今年前半に鈍化し後半に回復か

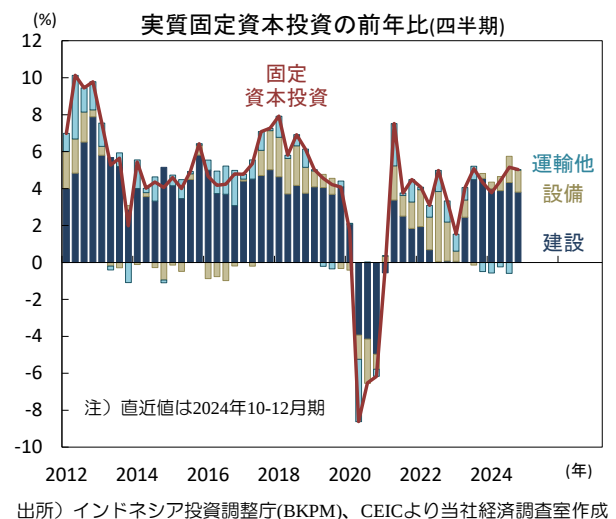
農林漁業は同+0.7%(同+1.7%)へ鈍化。農作物と園芸作物が堅調だったものの、天候不順の影響でプランテーション作物の生産が落ち込みました。鉱業は同+4.0%(同+3.5%)へ加速。石炭が同+14.2%(同+3.4%)へ急伸びしました。製造業は同+4.9%(同+4.7%)と堅調。電機・電子が同+10.3%(同+7.3%)へ加速し、燃料精製、化学、加工食品も堅調でした。一方、卑金属は同+7.4%(同+12.4%)と約3年ぶりに1桁台の伸びへ鈍化。主要な輸出先である中国の需要鈍化によります。建設業は同+5.8%(同+7.5%)へ鈍化。公共投資の一巡によります。サービス部門は同+5.4%(同+5.9%)へ鈍化。底堅い家計消費から卸売・小売が加速し情報通信も好調だったものの、政府の経常歳出の鈍化から公共サービス等が減速し、宿泊・飲食も鈍化しました。

昨年後半に堅調だった景気も今年前半に鈍化するでしょう。今年1-3月期には前年同期の天候不順による落ち込みからの反動(ベース効果)で農業生産の伸びが改善する一方、選挙期間であった前年同期の伸びからの反動で民間消費や政府消費が鈍化する見込みです。

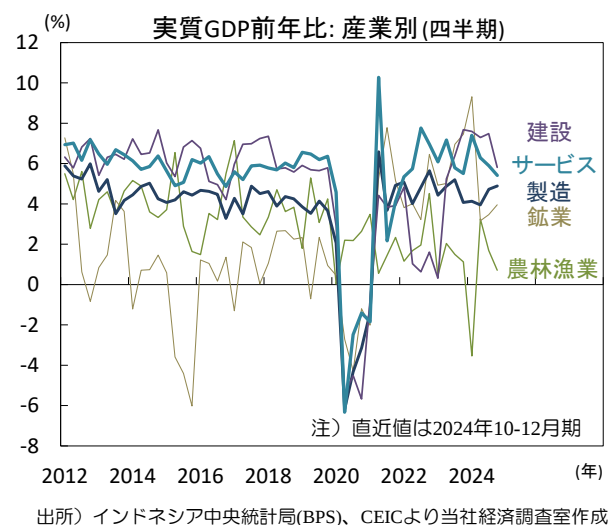
【図1】民間消費などの内需が景気をけん引



【図2】建設投資と設備投資とも足元でやや鈍化



【図3】建設やサービスが鈍化、製造業は堅調



② 各国経済見通しーインドネシア

2025年3月

景気支援に向け追加利下げの時期を探る

■ ルピアの安定に配慮しつつ利下げを実施

政府歳出は、今年1月下旬に発令された政府歳出合理化措置や政権移行に伴う省庁再編の影響で執行が滞りマイナスの伸びとなる見込み。政府支出が加速し民間投資を誘発するのは今年後半からとなるでしょう。近年の直接投資等に伴って卑金属やリチウムイオン電池の生産能力が増強された点は輸出と製造業生産の支援材料。しかし、米中通商対立と中国景気の低迷が見込まれる中で、生産と輸出の急加速は望めません。今年上期に鈍化した景気は下期に政府支出主導で回復するものの、今年通年の成長率は+5.0%と昨年並みに留まると予想されます。

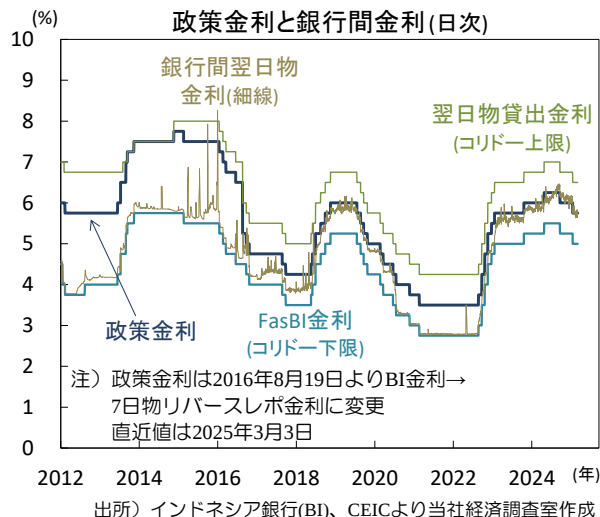
今年初より景気の軟化が見込まれる中で、インドネシア銀行(BI)は1月に市場の予想外の利下げを行ったものの、翌2月には利下げを休止(図4)。市場参加者は当局の意向をはかりかねています。1月15日の会合は米トランプ大統領就任の直前でした。米新政権による関税等への不透明感から米ドル高が進み、12月18日の前回政策会合から1月14日にかけてルピアは対米ドルで▲1.1%下落(図5)。ルピア相場の安定を重視するBIは金利を据え置くと市場参加者は考えました。しかし、BIは政策金利を6%から5.75%へ引き下げ。市場参加者の一部は、BIはルピアの安定よりも景気支援を重視し始めたと考えました。

■ 年内あと2回の追加利下げを実施か

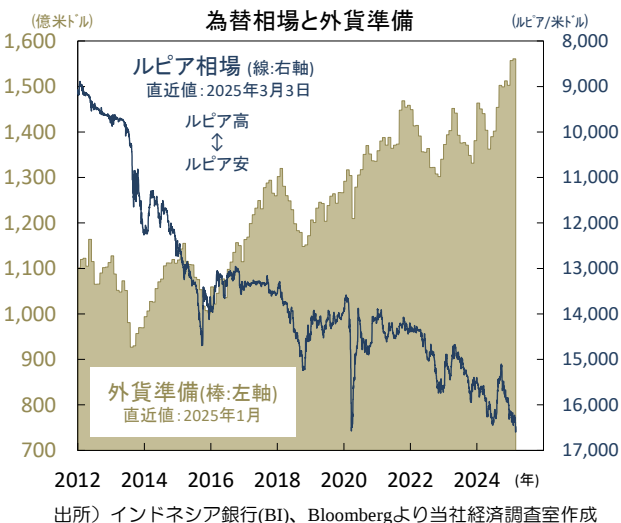
その後、米新政権がメキシコやカナダへの関税適用を急がないと分かり米ドルは反落。ルピアは1月15日から会合前日の2月18日にかけて対米ドルで+0.3%と安定し、市場参加の一部は再度利下げが行われると考えました(Bloomberg集計では金融機関35社中14社が利下げ、21社が据え置きを予想)。しかし、BIは金利を据え置き。失望売りから株価は下落、10年国債利回りは上昇しました。

BIの声明は、今後もルピアの動きに配慮し物価と景気見通しを注視しつつ追加緩和の余地を探ると記述。2回連続で利下げを行い「ルピア相場安定より景気支援を優先」と思われることを避けつつ、機会をとらえて追加利下げを行う考えとみられます。BIは3月より一次産品輸出業者の輸出代金を1年間国内に保留するよう規制を強化(従来は3カ月)。国内市場の米ドル流動性を十分な水準に保つ構えです。BIは、国際金融市場とルピア相場の動向を注視しつつ、今春より年末までに2回の利下げを行い政策金利を5.25%へ引き下げると予想されます。(入村)

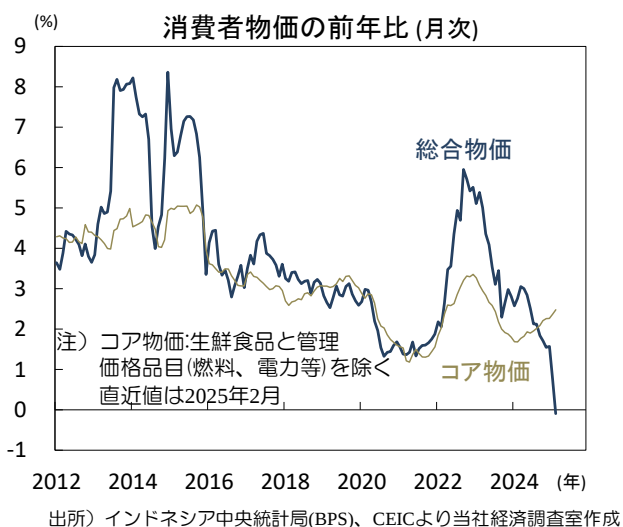
【図4】1月に追加利下げ、2月は金利を据え置き



【図5】ルピアは9月末にかけて上昇しその後反落



【図6】低下を続ける総合消費者物価の上昇率



② 各国経済見通しーブラジル

2025年3月



ブラジル経済

景気に陰り、ルラ政権の評価は悪化

景気をけん引してきた内需に陰り

足元の景気は好調ですが鈍化の兆しもみられます。2024年7-9月期実質GDPは前年同期比+4.0%(4-6月期同+3.3%)と4四半期連続で加速。賃金の上昇や低所得者世帯向けの現金給付プログラムを背景に家計消費が堅調でした。また、堅調な家計消費を理由に固定資本投資も加速しており、総じて強い内需が景気をけん引しました。ただし、急速な利上げの影響が景気に波及しつつあります。直近2024年12月の小売売上高は前年比+2.0%(11月同+5.2%)と鈍化。燃料・潤滑油が同▲1.7%(同+3.0%)、食品・飲料・タバコが同▲0.8%(同+5.4%)へ反落し、その他幅広い項目が鈍化しました。12月失業率は6.5%(11月6.4%)と低水準を維持していますが、消費者信頼感指数は2025年2月に83.6(1月86.2)と3カ月連続で低下(図1)。足元では2022年8月来の水準まで急減速しています。一方、鉱工業生産は12月に前年比+1.6%(11月同+1.7%)と底堅かったものの、家計消費の軟化を受けて消費財生産は同▲0.3%(同+0.1%)へ反落しました。また、輸出は1月に同▲5.7%(12月同▲13.6%)と低調。主要輸出先である中国が不動産市場の低迷による景気減速などを理由に伸び悩みを続けており内外需ともに先行きが懸念される状況です。

急速な利上げと財政健全化に向けた歳出抑制が景気を下押し、2025年は2.0%程度の成長に留まる見込みです。

物価高止まりなどからルラ政権の評価が悪化

ルラ政権に対する国民の評価が著しく悪化しています。2月14日に発表された世論調査(調査期間:2月10~11日)では、ルラ政権に対する評価として「非常に良い/良い」と回答した割合が24%(12月調査35%)へ低下(図2)。2023年1月の政権発足以来の最低評価です。一方、「非常に悪い/悪い」と回答した割合は41%(同34%)へ増加しました。物価の高止まりと景気の冷え込みにより生活環境が厳しさを増すなか、ルラ政権の支持基盤である低所得者層の支持率が低下していることが背景とみられます。

今後はルラ大統領が低所得者層からの支持率回復に向けて家計消費支援策を強化するかが注目されます。アダジ財務相が主導して財政健全化の動きを進めるなか、補助金支給などによる家計消費支援策が決定されれば財政悪化懸念が再燃する恐れがあります。先行きの資金流出リスクが高まる可能性に警戒です。

【図1】消費者マインドは期待度指数主導で

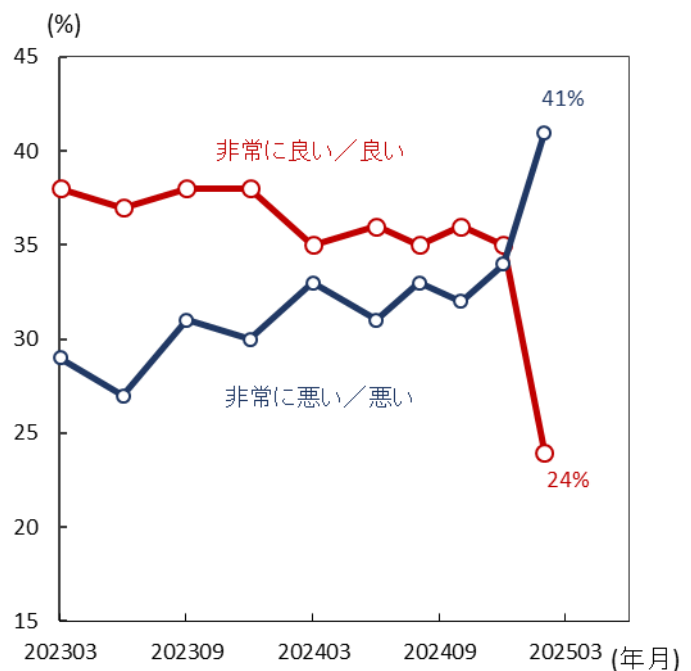
2022年8月来の水準に急減速

ブラジル 消費者信頼感指数



【図2】ルラ政権への評価は急速に悪化

ブラジル 世論調査におけるルラ政権の評価



② 各国経済見通しーブラジル

2025年3月

コア物価再加速が継続するなか、 2会合連続で1.00%pt利上げ

■ コア物価は再加速も先行きの物価鈍化を想定

コア物価の再加速は継続も、インフレ鈍化の兆候がみられます。2025年1月の総合物価は前年比+4.6%(2024年12月同+4.8%)と2カ月連続で減速しました(図3)。住居が同▲0.4%(同+3.1%)へ反落。特に家庭用電力が同▲14.0%(同▲0.4%)へ下げ幅を広げました。水力発電への依存度が高く、ダム貯水量に応じて電力の基本料に上乗せされる仕組み。干ばつによる貯水量の低下を理由に上乗せされた分が昨年12月に解除されたことなどが同料金を押し下げました。また、食品・飲料が同+7.3%(同+7.7%)と鈍化。依然として高い伸び率ではあるものの、天候不順による不作の影響が落ち着き、ジャガイモが同▲38.6%(同▲12.5%)、ニンジンが同▲22.3%(同▲17.9%)と根菜価格の下落が目立ちました。一方、食品や燃料の影響を除いたコア物価は同+4.5%(同+4.0%)と加速を継続。特に労働市場の堅調さを背景にサービス物価が同+5.5%(同+4.7%)と堅調でした。物価の再加速が懸念されるなかで、ブラジル中銀(BCB)は積極的な金融引き締め政策を実施しています。今後は高い政策金利が経済活動を抑制し、物価は落ち着きを取り戻すものとみられます。

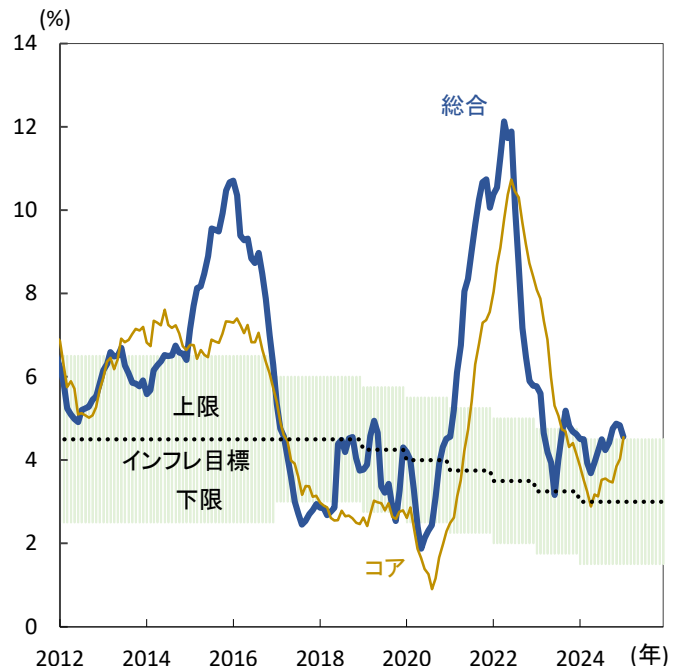
■ 物価安定化に向けて2会合連続1.00%pt利上げ

BCBは2025年1月の金融政策決定会合で政策金利1.00%ptの引き上げ(12.25%→13.25%)を全会一致で決定(図4)。前回、2024年12月会合で1.00%ptの利上げを実施し、インフレ見通しに変化が無ければ同規模の引き締め政策を実施するとしていましたが、予告通りの結果でした。声明文では国内の経済活動や労働市場が堅調であると指摘。総合消費者物価上昇率の予想も2025年末を前年比+5.2%(同+4.5%)と上方修正しました。また、長期的な期待インフレの不安定化、景気の堅調さを理由としたサービスインフレの粘性などインフレ上振れリスクにも言及。財政面が金融政策や資産価格に与える影響について注視するとも指摘しており、総じてタカ派でした。インフレ収束に逆風となるシナリオが続いていることから次回会合でも同規模の利上げを実施する見込みと言及。当面金融引き締めスタンスを維持する様子です。その後に公表された議事要旨でも堅調な労働市場、通貨安などによりインフレリスクが上振れ方向に偏りがあると指摘。ただし、利上げや財政健全化の動きから国内景気に鈍化の兆候がみられるとしました。今後も景気と物価の動向をにらみながら利上げを継続する見込み。今年半ばまでに14.50%程度まで政策金利を引き上げる想定です。(北村)

【図3】労働市場の堅調さを理由に

サービス主導でコア物価再加速

ブラジル 消費者物価(前年比)

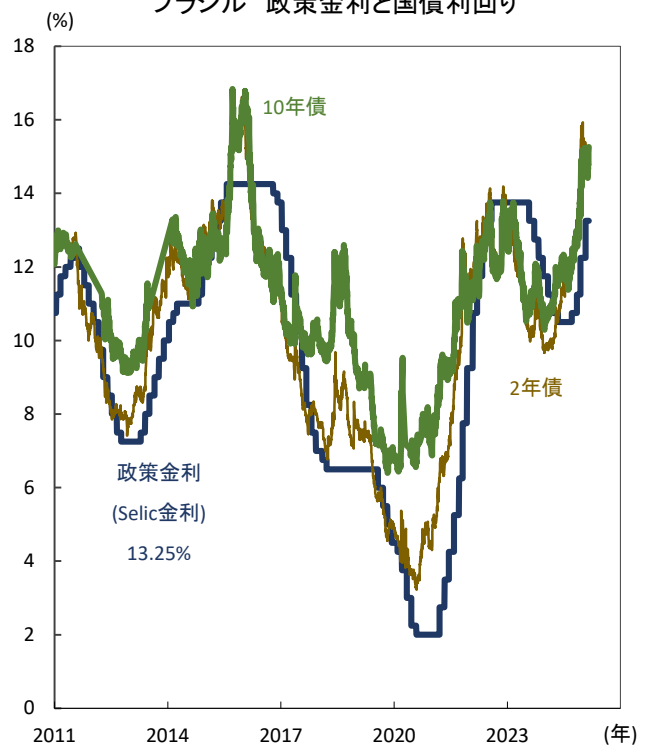


注) 直近値は2025年1月。コアは食品、燃料除く。

出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

【図4】2会合連続で政策金利を1.00%pt引き上げ

ブラジル 政策金利と国債利回り



注) 直近値は2025年2月28日。10年債データは一部欠落あり。

出所) ブラジル中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2025年3月

世界

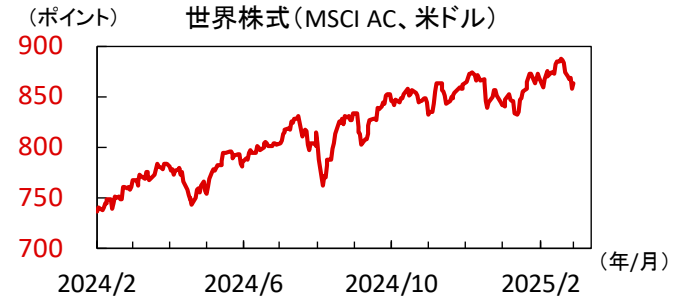
2月の株式市場はトランプ関税で上値重い

2月の株式市場は各国まだ模様かつ全体で上値の重い展開でした（図1上・下）。トランプ関税への警戒や米景気減速懸念が逆風となった印象です。他方、欧州は域内景気回復期待で堅調でした。さらに好調が目立ったのが中国です。米国との関税の応酬が嫌気される場面もありましたが、習政権が民間企業支援の姿勢を見せたこともあり、同国の景気回復期待が下支えとなりました。

3月全人代で中国の景気回復期待は強まるか

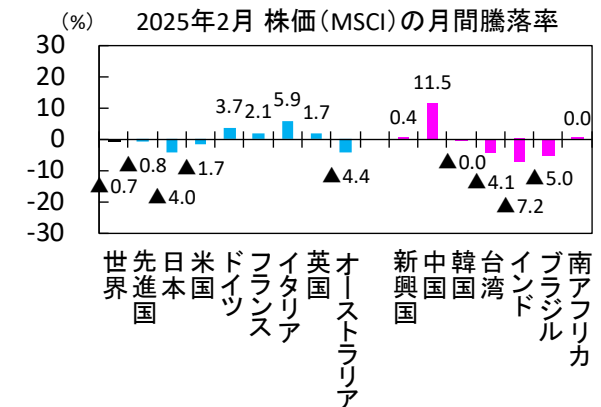
中国は3月に全人代を開催、具体的な景気対策が決定されます。予測不能な米トランプ政権に対峙すべく、昨年の予告通り、内需安定に向け積極的な財政政策が打たれるかが焦点です。なお米国は3月4日に対カナダ・メキシコ関税、12日に鉄鋼・アルミ関税を発動予定のため、市場が神経を尖らす日々は当面続きそうですが、中国景気回復への期待感が下支えとなるか注目されます。（瀧澤）

【図1】2月の株式は欧州や中国の堅調が目立つ



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成



注) 現地通貨（地域別は米ドル、中国は香港ドル）ベース。値は2025年2月28日。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

日本

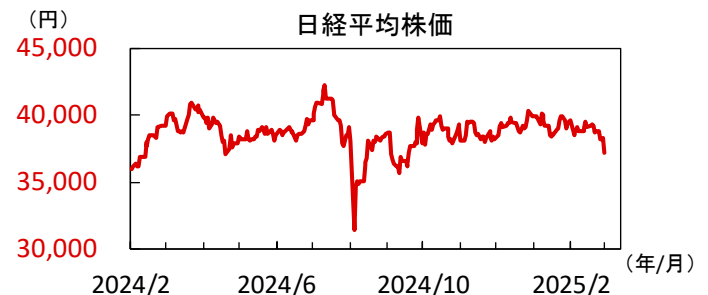
株価は米国の関税懸念で大幅下落

2月の日経平均株価は▲6.11%と大幅に下落しました。背景には、長期金利上昇に伴い為替市場で1ドル=148円台まで円高が進行したことが挙げられます。また、2月28日の日経平均株価は一時1,400円超下落し、約5カ月ぶりに37,000円台を割り込みました。前日、トランプ米大統領が中国に10%の追加関税を課すと発表し、米国株がハイテク株を中心に下落したことが背景とみられています。

3月の株価は底堅く推移する見込み

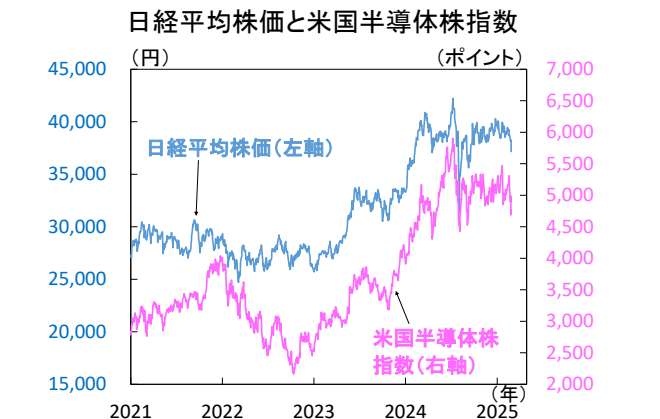
2月の株価大幅下落は日本経済悪化の懸念が直接の原因ではないとみえています。日本の良好なファンダメンタルズや日本企業の好決算を背景とした増益期待の高まりが中期的に日本の株価を支えるでしょう。国際金融市場の動揺が収まりドル円相場も安定化すれば、日本の株価も落ち着きを取り戻すとみえています。ただし、今後さらに米国による各国への関税引き上げが打ち出された場合、株式市場が嫌気する可能性に注意が必要です。（本江）

【図2】半導体関連株の大幅下落を受け日経平均株価下落



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2025年2月28日。

米国半導体株指数はフィラデルフィア半導体株指数。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2025年3月



米国

関税巡る大統領発言や米景気減速懸念が重石

2月のNYダウは前月比▲1.6%と下落しました。台湾積体回路製造(TSMC)の良好な決算や米半導体インテルの買収報道を受け、半導体株中心に堅調な場面もみられました。しかし、下旬にかけてはトランプ大統領による関税発動を巡る発言積極化や、トランプ政策の負の影響が顕在化する形で米景気指標が予想外に軟化した事もあり、リスク回避的な動きが強まる中で株価が下落しました。

トランプ政策など不透明要因が上値を抑制

米国株は上値の重い展開を予想します。2月下旬発表のエヌビディア決算は中国低コストAI台頭による半導体需要を巡る懸念を和らげるも、業績の伸びが鈍化する中で割高感を払拭するには至りませんでした。また、トランプ政権の関税発動による貿易戦争や米中対立激化の可能性に加え、不明瞭なトランプ政策を前に米連邦公開市場委員会(FOMC)のハト派転換も想定し難く、米国株を取り巻く不透明要因には注意が必要とみます。(田村)



欧州

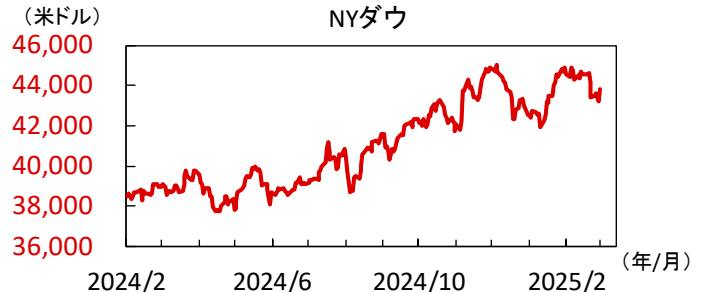
市場心理の改善が進み、史上最高値を更新

2月のストックス・ヨーロッパ600指数は1月末比+3.3%と上昇基調を保ち、一時史上最高値を更新しました。堅調な企業決算が好感されたほか、トランプ米政権が掲げる相互関税の即時発効の回避や、ロシア・ウクライナの停戦期待が市場心理改善に寄与。加えて、ドイツでの総選挙を経て樹立される新政権が企業に配慮した経済政策に取り組むとの期待も、相場上昇の追い風となりました。

先行きへの楽観姿勢の強まりは一服か

トランプ米大統領は、発動時期に言及せずとも、EU(欧州連合)からの全輸入品に関税を課す方針を明言し、米関税政策への警戒は再度強まりそうです。また、総選挙後のドイツで連立政権樹立に向けた協議が長期化するリスクも残り、同国の政局不安もくすぶります。先行き不透明感が根強い中、域内・世界景気の下振れリスク懸念もされ、株式相場の一段の上昇余地は限られそうです。(吉永)

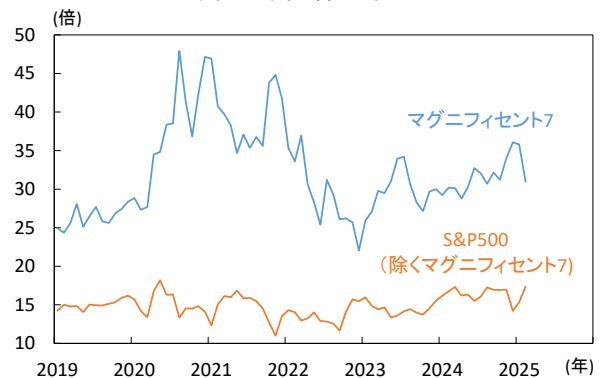
【図3】米国株の割高感は拭えず



注) 直近値は2025年2月28日。

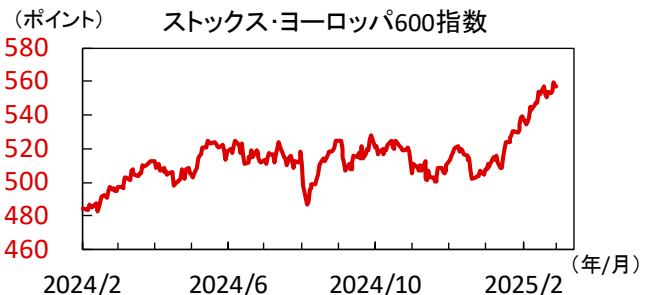
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

米国 米国株の予想PER



注) 直近値は2025年2月28日。予想EPS(一株当たり利益)と予想PER(株価収益率)はBloomberg集計の12カ月先予想、株価=予想EPS×予想PER。
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

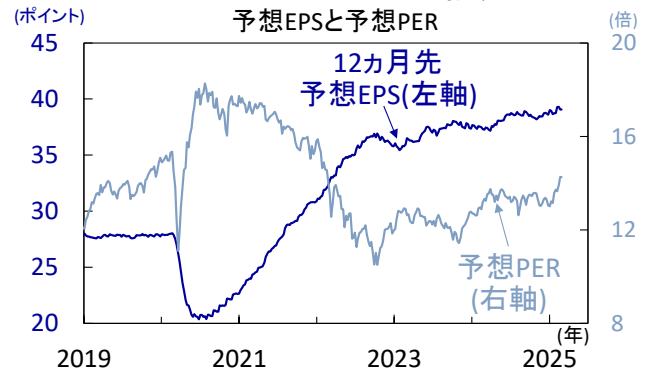
【図4】投資家心理が改善、PERの上昇が株高に寄与



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数



注) 直近値は2025年2月27日時点。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2025年3月

世界

2月の債券市場は米欧金利低下で底堅く推移

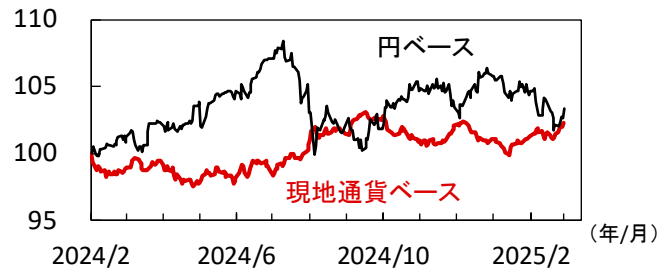
2月の債券市場は底堅い地合いでした（図1上・下）。海外先進国国債は総じて上昇。特に米国は、トランプ関税による悪影響で景気減速が進むとの見方が浮上、リスク回避に伴い金利低下ピッチが速まったことで、国債・投資適格社債が相対的に強含みました。欧州も域内金利安定を背景に堅調でしたが、日本は軟調。日銀の追加利上げ観測が強まるなか、金利上昇に押される展開でした。

米欧中銀の経済予測・政策姿勢の変化を注視

3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）、欧州中銀（ECB）理事会では、それぞれ米・欧の経済見通しが改訂されます。特にFOMCでは年内利下げ幅予測（昨年12月時点は計0.5%）に変化があるかも焦点です。トランプ関税によるインフレ警戒で、利下げ慎重論が強まれば金利上昇、減速感の目立つ景気に配慮し、利下げ継続姿勢が再確認されれば金利低下材料になるとみます。（瀧澤）

【図1】2月の債券市場は金利低下の進んだ米国が堅調

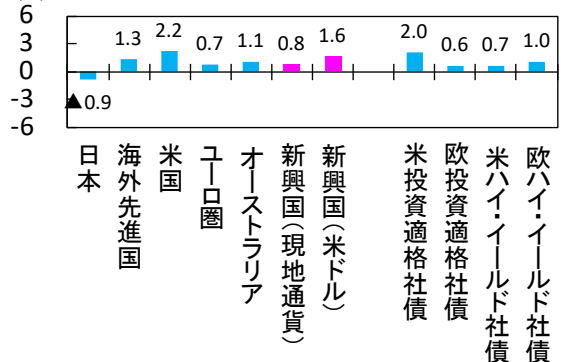
世界国債指数（2024年1月初=100）



注）対象指数はFTSE世界国債インデックス。直近値は2025年2月28日。

出所）FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2025年2月 主要債券指数の月間騰落率



注）現地通貨ベース。対象指数は28頁をご参照。値は2025年2月28日。

出所）FTSE、ICE、JPモルガン、Bloombergより当社経済調査室作成

日本

日銀の利上げ観測の高まりから長期金利上昇

2月の10年国債利回りは+0.125%ptと上昇しました。月の前半から長期金利は上昇しており、18日には日銀による年内の追加利上げ見通しが強まったことから、長期金利は2009年11月以来となる1.4%台まで上昇しました。19日には日銀の高田審議委員が「（経済・物価の）見通し実現していけば、一段のギアシフトを進める局面だ」と発言し、市場の追加利上げ織り込みが進みました。

2025年内の追加利上げ観測根強い

実質金利はマイナスで推移しており日銀による追加利上げの余地がある中、市場は利上げを織り込み長期金利は上昇基調です。3月5日には日銀の内田副総裁による講演が予定されており、同月18-19日に開催される日銀金融政策決定会合にも注目です。市場での7月の利上げ観測が依然として強い中、今後も長期金利は上昇していくとみえています。また、長期金利上昇に伴い為替市場で円高が進行する可能性に注意が必要です。（本江）

【図2】長期金利は日銀の利上げ観測を背景に上昇

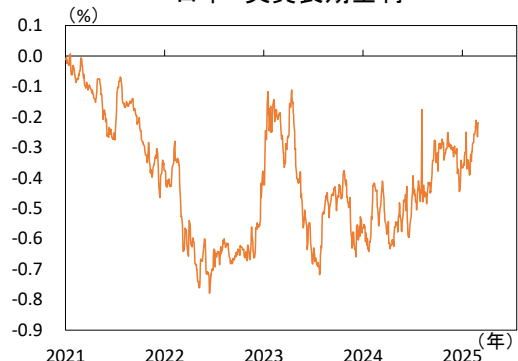
日本10年国債利回り



注）直近値は2025年2月28日。

出所）Bloombergより当社経済調査室作成

日本 実質長期金利



注）直近値は2025年2月28日。

実質長期金利は10年国債利回り-ブレークイーブンインフレ率。

出所）Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2025年3月



米国

米長期金利上昇は大幅に低下

2月の米10年国債利回りは前月から低下しました。米財務省が中長期債の発行規模を据え置くガイダンスを維持し、1月米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録では量的引き締め政策の一時停止を議論した事が明かされ、米国債需給を巡る懸念が和らぎました。トランプ大統領の関税を巡る発言や米景気指標軟化を受け、堅調な米景気が続くとの自信が揺らいだ事も金利を押し下げました。

3月FOMCではトランプ政策の評価に注目

先行きは4.2%を挟んだレンジ推移を予想します。足元の金利低下要因となった米景気減速懸念は、関税に備えた駆け込み需要の反動など一時的な可能性もあります。他方、3月米連邦公開市場委員会(FOMC)では就任後のトランプ政策への評価が注目されます。もっとも、4月以降も関税発動が予定され、トランプ政策を受けて消費者の期待インフレ率が上昇する兆しもあるため、利下げに慎重な姿勢を一段と強める可能性に要注意です。(田村)



欧州

主要国金利は高止まり、国防費増加への意識も

2月の欧州主要国金利は1月末の水準から小幅に低下しました。欧州中央銀行(ECB)の1月政策理事会での姿勢がハト派的との見方から月初は金利が低下も、関税政策を巡る米欧双方の発言に左右されて上下に変動。他方、米露がウクライナ停戦を巡る協議を開始したことから、欧州での国防費増加に伴って政府借入れが増加する可能性が意識され、金利高止まりの一因となりました。

主要国金利の高止まりは継続か

ECBは、年央にかけ中立水準付近の2.0%まで利下げを続ける見込みも、足元は一部高官がインフレ上振れリスクの懸念から、利下げ休止協議の必要性に言及し、利下げ停止の思惑も残りそうです。また、欧州連合(EU)は、国防費増加に向け財政ルールの一時的緩和の検討を開始し、3月中に緩和案の提示を目指す模様。財政懸念もくすぶり、域内主要金利の高止まりは続きそうです。(吉永)

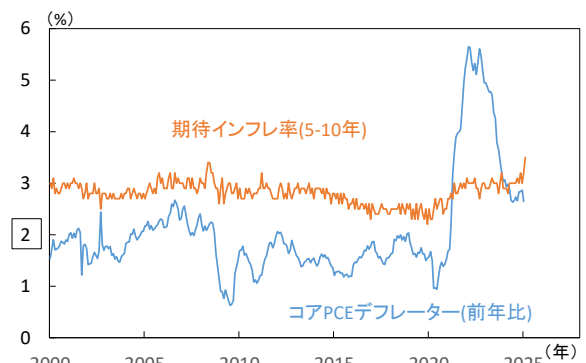
【図3】長期の期待インフレ率が上昇



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

米国 期待インフレ率、コアPCEデフレーター



注) 直近値は期待インフレ率が2025年2月。コアPCEデフレーターが同年1月、コアは食品・エネルギー除く総合。

出所) ミシガン大学、米BEAより当社経済調査室作成

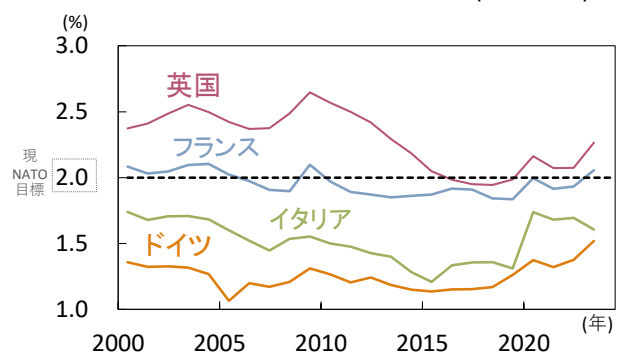
【図4】防衛費拡大に伴う政府借入増加の可能性を意識か



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

欧州主要国 軍事支出の推移(対GDP比)



注) 直近値は2023年。

出所) SIPRIより当社経済調査室作成

③ 市場見通しー為替

2025年3月

世界

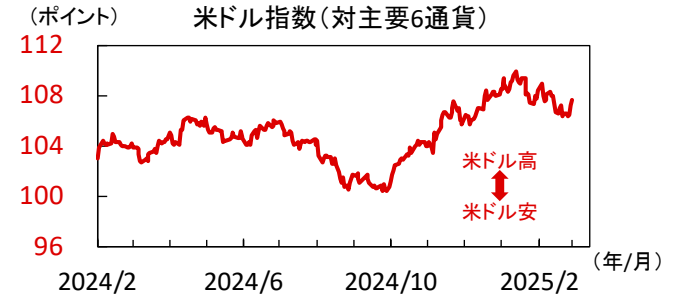
2月の為替市場も米ドル安の流れが続く

2月の米ドル指数（対主要6通貨）は、1月末比▲0.7%と下落基調が続きました（図1上・下）。金融市場のリスク回避色や日銀利上げ観測を反映し、ほぼ円全面高となりました。また、ユーロは域内景気回復の兆し、英ポンドは英国の物価・賃金高止まりによる利下げ期待後退を背景に安定しました。先進国通貨が総じて対米ドルで底堅い一方、新興国通貨は全体で軟調さもうかがえました。

米国の内外政策の予見性低く神経質な相場に

トランプ政権誕生後、米景気楽観論が後退、国際貿易摩擦再燃のリスクも意識されるなか、為替市場は金利先高観の残る円または米ドル優位の環境が続きそうです。また、米主導で急展開を見せるウクライナ情勢、イスラエルとイスラム武装組織ハマス停戦の持続性など地域紛争の行方も予断を許しません。不確実性が渦巻くなか、新興国通貨復調には少し時間を要しそうです。（瀧澤）

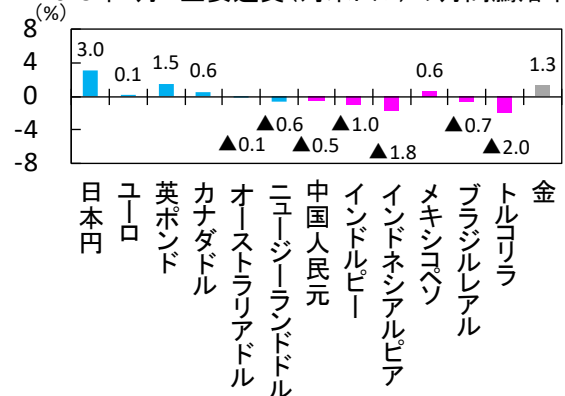
【図1】2月の為替市場は円を筆頭に先進国通貨優位



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

2025年2月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



注) 値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

米ドル

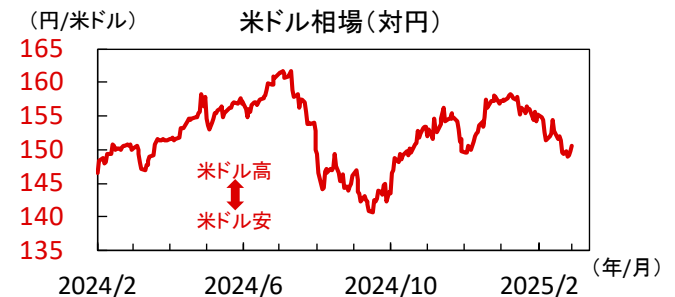
円高米ドル安が継続

2月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、米ドル円は下落しました。トランプ大統領の関税発動を巡る発言積極化や予想外の米景気指標軟化を受け、金融市場がリスクオフとなり、トランプトレードで堅調に推移した米ドルの揺り戻しがみられました。米長期金利が低下する一方、国内長期金利は日銀金融正常化観測から上昇し、日米金利差縮小に伴い円高ドル安が進みました。

ドル安は一服となるか

米ドルは底堅い展開を予想します。足元で浮上する米景気減速懸念は米国経済一強との見方を揺さぶるも、関税に備えた駆け込み需要の反動など一時的な可能性もあります。トランプ政権の関税発動や外交政策が不透明ななか、リスクオフの米ドル買いも想定されます。ドル円は1米ドル=150円を中心としたレンジ推移を予想します。日米金利差の観点では、米景気減速の持続性や春闘結果を受けた日銀政策姿勢が焦点とみます。（田村）

【図2】春闘結果を受けた日銀の利上げ姿勢に注目



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

日米政策金利予想(2年先1カ月)



注) 直近値は2025年2月28日。OISレート(変動金利と固定金利を交換)を使用。2年先1カ月は景気に対して中立的な政策金利水準の代理的な指標。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通しー為替

2025年3月

ユーロ

ユーロは対ドルで底堅く推移も上値は重い

2月のユーロ(～28日)は対ドルで+0.1%と小幅に上昇。米政権が相互関税の即時発効を回避したことや、ロシア・ウクライナの停戦期待、ユーロ圏景気への先行き悲観の後退等を背景に、一時1ユーロ=1.05ドル台を回復。しかし、月末のトランプ米大統領の関税発言が懸念され、上昇幅を縮小しました。一方、日銀による早期利上げ観測の強まりから対円では▲2.8%とユーロ安が進みました。

一段の反発材料には欠ける展開か

トランプ米大統領は、発動時期に言及せずとも、EU(欧州連合)からの全輸入品に関税を課す方針を明言。追加関税への懸念が再度強まりそうです。加えて、ユーロ圏景気を巡る先行き不透明感は強く、下振れリスクも残っています。また、欧州各国による防衛費増額に伴う歳出拡大を受けた財政悪化懸念も意識され、ユーロの一段の反発余地は限られ、軟調に推移しそうです。(吉永)

オーストラリア(豪)ドル

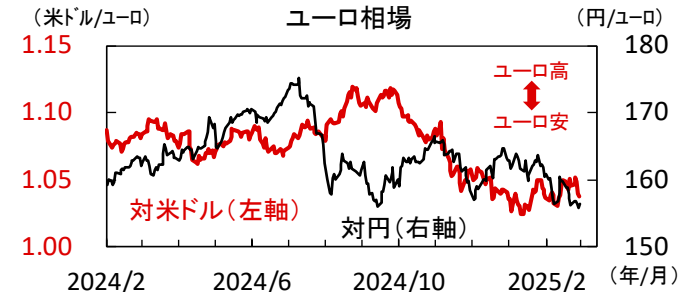
米政権の関税政策が大きな変動要因に

2月の豪ドルは対米ドルで▲0.1%と下落。米政権が2月1日からカナダ・メキシコ・中国に対し関税発動を表明するとリスク回避で米ドルが買われ豪ドルは急落。カナダ・メキシコが関税発動の1カ月延期で合意すると豪ドルは急速に買い戻されるも、月末にかけ再び下落する展開。18日は豪中銀が利下げ開始を決定するも、追加緩和に慎重な姿勢を示したため豪ドルは底堅い動きとなりました。

豪ドルは引き続き上値の重い展開

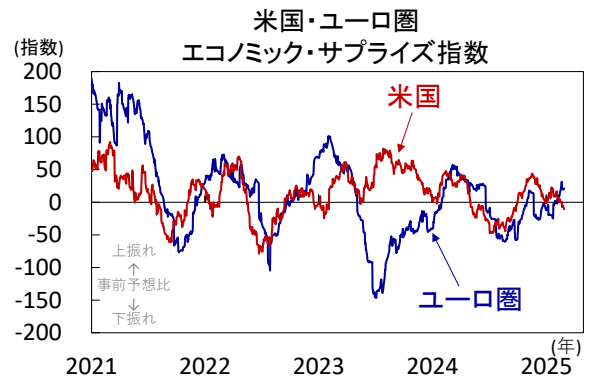
市場は豪中銀の年内2～3回の追加利下げを織り込んでいます。他方、海外要因による豪ドル安圧力はしばらく残りそうです。米利下げ休止が続けば米ドル高となり豪ドルは対米ドルで弱含むでしょう。また、トランプ米政権の関税政策による中国景気への懸念も、豪ドルの上値を抑える要因です。豪中銀の追加緩和への慎重姿勢が続くも、豪ドル相場は米追加関税に翻弄される可能性が高く、引き続き下落リスクには注意が必要です。(向吉)

【図3】ユーロ圏景気への過度な悲観は後退



注) 直近値は2025年2月28日。

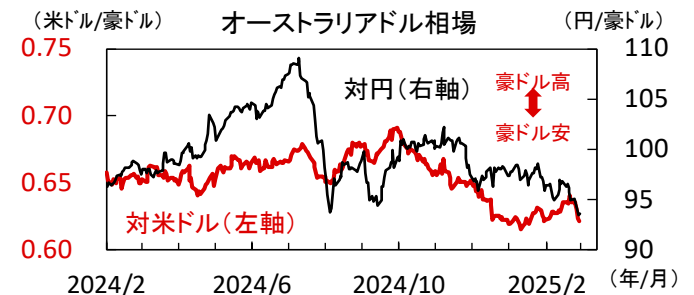
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2025年2月27日。

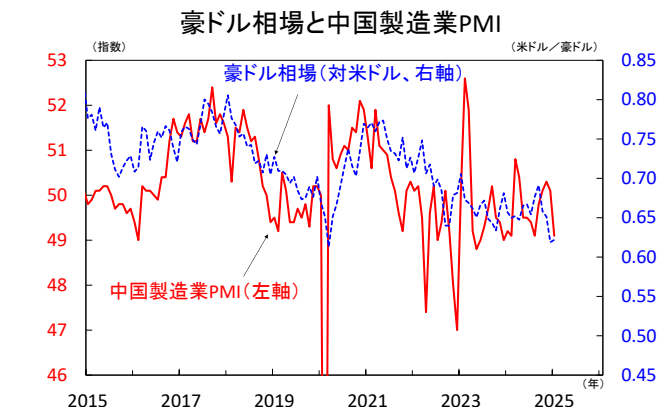
出所) LSEGより当社経済調査室作成

【図4】中国景気への懸念が豪ドル相場の下落要因



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2025年1月。中国製造業PMIは国家統計局発表。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通しー為替

2025年3月



ニュージーランド(NZ)ドル

NZ中銀は0.5%利下げを継続も反応は限定的

2月のNZドルは対米ドルで▲0.6%と下落。米政権が2月1日からカナダ・メキシコ・中国に対し関税発動を表明するとリスク回避で米ドルが買われNZドルは急落、カナダ・メキシコが1カ月延期で合意すると急速に買い戻されるも月末にかけ再び売られる展開。19日はNZ中銀が3会合連続で0.5%の利下げを実施し追加緩和の方針を示すとNZドルは下落、その後は一旦持ち直しの動きとなりました。

NZ中銀は追加利下げに前向きな姿勢を維持

NZ中銀は2月金融政策決定会合において3会合連続で0.5%の利下げを決定し、政策金利を3.75%としました。声明文は概ねハト派的であり、金利ガイダンスや最新の政策金利見通しの下方修正から追加利下げに前向きな姿勢が示されました。同中銀のオア総裁は4、5月会合での0.25%利下げを示唆するも、NZドルはNZ中銀の根強い利下げ期待や米国の追加関税懸念の強まりなどを受け、対米ドルで軟調地合いとなる見通しです。(向吉)



インドルピー

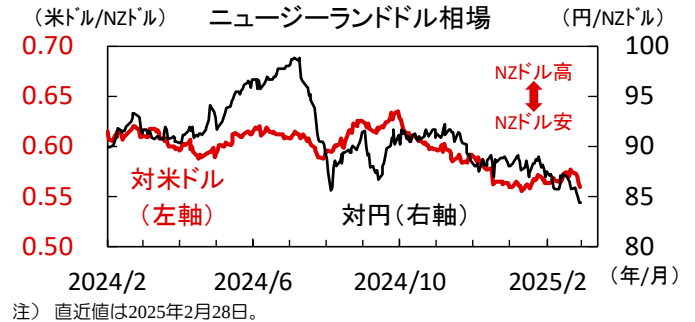
株式市場からは2カ月連続で資本が流出

ルピーは2月に対米ドルで▲1.0%下落と軟調でした。2月初から27日にかけての海外資本の純流入額は、債券が▲0.5億ドルと3カ月ぶりに流入が止まり、株式は▲39.8億ドルと2カ月連続の流出。中国の株価が堅調に推移する中で、同国株価低迷時の退避先とされるインド株式市場から資本が流出しています。外貨準備は1月末から2月21日にかけて99億ドル増加。当局はルピー相場を支援するためのドル売り介入を積極的に行わなかった模様です。

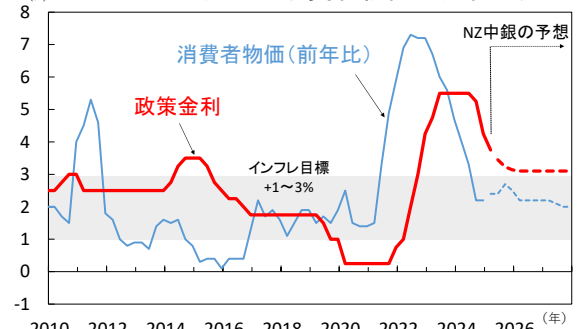
ルピーは当面上値の重い展開を見込む

当局は2023年初から為替市場介入によって対ドル相場を半ば固定してきたものの、昨年末近くにこれを断念。以降ルピーは軟調に推移しています。足元ではサービス収支が構造的に改善しており、3月の決算年度末にかけてインド企業の海外現地法人が行う本国への送金も短期的な相場の支援材料。しかし、事実上の固定相場時代に割高となった相場の修正は未だ終わっていないとみられ、ルピーの上値は当面重いと予想されます。(入村)

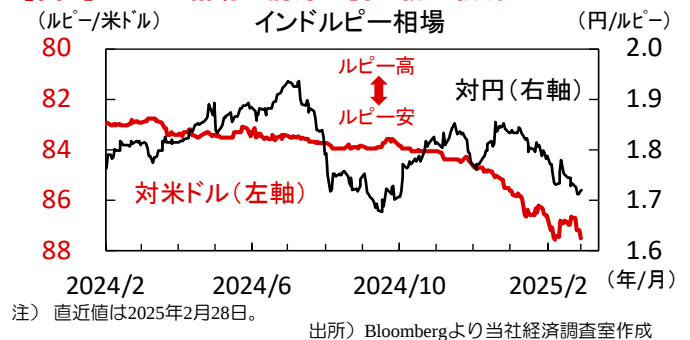
【図5】NZ中銀は年内の追加利下げに前向き



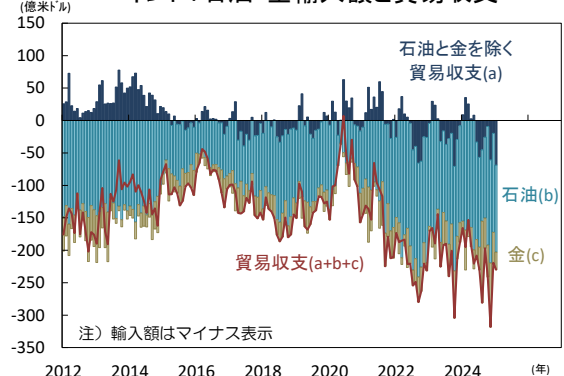
ニュージーランド 消費者物価と政策金利



【図6】ルピー相場は前月に引き続き軟調



インド: 石油・金輸入額と貿易収支



③ 市場見通しー為替

2025年3月

メキシコペソ

関税政策を巡る懸念から一時急落

ペソは2月に対米ドルで+0.6%上昇。2月初旬、トランプ米大統領がメキシコからの輸入品全てに25%の関税を課す大統領令に署名したことから一時1ドル=21ペソ台まで急落しました。しかし、メキシコ政府が国境警備強化に向けて国家警備隊と陸軍部隊を1万人派遣したことで関税措置の1カ月先送りで合意に至り、ペソは反発しました。その後は関税政策を巡る動向を見定めるなか、1ドル=20ペソ台での推移を続けました。

高い実質金利が支えも上昇余地は限定的か

メキシコ政府の財政運営や米国のトランプ政権の政策など国内外の政治的不透明感が意識されますが、相対的に高い実質金利がペソを支える想定です。ただし、労働市場軟化や景気減速による物価鈍化を受けてメキシコ中銀(Banxico)は利下げ幅を拡大。その一方、米国はインフレ沈静化に向けて利下げを停止したことから金融政策格差が意識されペソの上昇余地も限定的とみまます。(北村)

ブラジルレアル

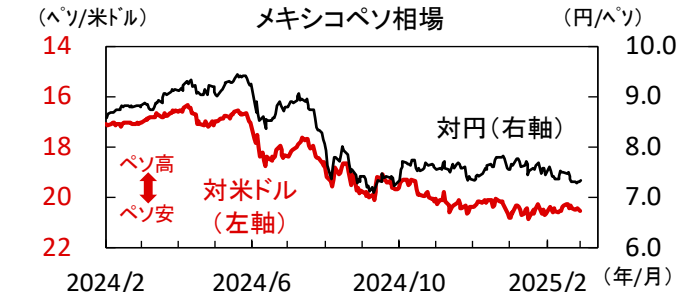
財政悪化が懸念され軟調に推移

レアルは2月に対米ドルで▲0.7%と軟調。1月29日の金融政策決定会合でブラジル中銀(BCB)は2会合連続となる1.00%ptの利上げを実施し、2月中旬までは相対的な実質金利の高さが意識され堅調でした。しかし、2月半ばに世論調査でルラ政権の評価が悪化したことを確認。支持基盤である低所得者層向け家計消費支援策の拡大などによる財政悪化懸念から月末にかけて軟調に推移しました。

ブラジル中銀の金融引き締め姿勢が支えに

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

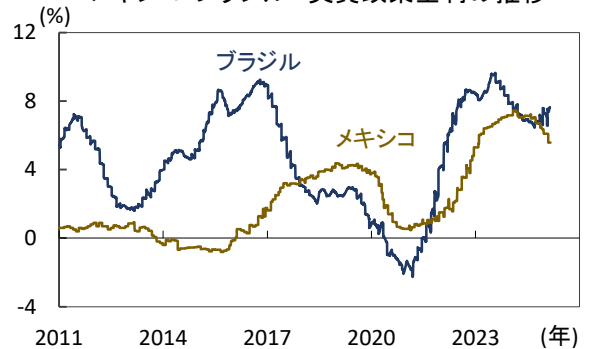
【図7】2月にペソは対米ドルで+0.6%上昇



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移

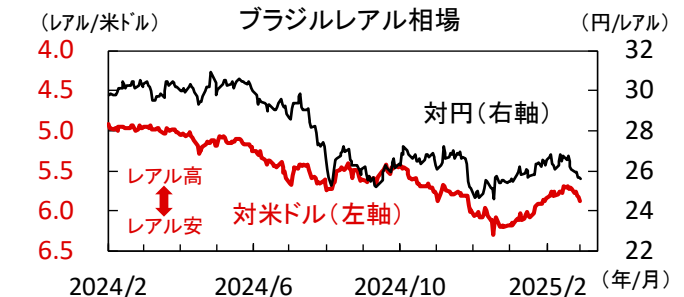


注) 直近値はメキシコ:2025年2月28日、ブラジル:2025年2月21日。

実質政策金利=政策金利-1年先期待インフレ率

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

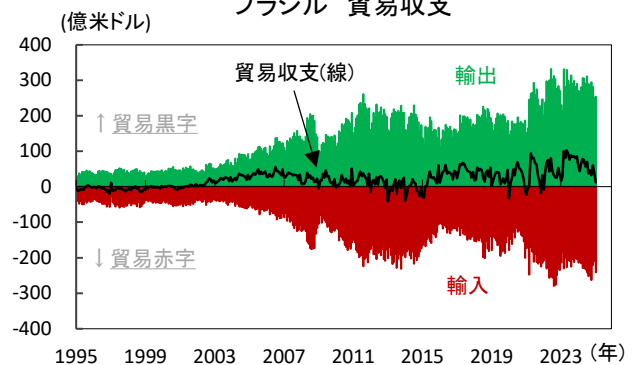
【図8】2月にレアルは対米ドルで▲0.7%下落



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

ブラジル 貿易収支



注) 直近値は2025年1月。

出所) ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

③ 市場見通しーリート

2025年3月

日本

日本リートは下落、明るい兆しも

2月の東証REIT指数は前月比▲0.3%と下落しました。用途別ではホテル・小売が軟調、物流倉庫が堅調とまちまちでした。日銀金融正常化観測を背景に国内金利上昇や円高進行が重しとなりました。他方、シンガポール投資会社の3Dインベストメント・パートナーズによる阪急阪神リートのTOB(株式公開買い付け)や良好なJ-REIT決算を受け、下旬にかけてはリート価格が反発しました。

春闘や日銀金融政策決定会合に注目

日本リートは底堅い展開を予想します。J-REITの割安感から海外投資家によるTOBが見られ始めているほか、オフィスセクター中心に賃料引き上げの動きが進んでいる点はリート価格を下支えするとみます。他方、国内長期金利が急ピッチで上昇する中、利払い負担を巡る懸念も残存しています。3月は春闘の集中回答日や日銀金融政策決定会合が控えており、引き続き日銀が政策金利をどの水準まで引き上げるかが焦点となりそうです。(田村)

米国

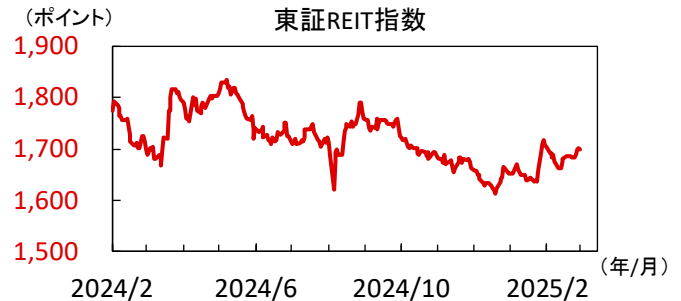
米国リートは米長期金利低下を好感

2月のS&P米国リート指数は前月比+3.6%と上昇しました。用途別では電気通信やヘルスケア等が堅調、ホテル・レジャーやオフィス、データセンター等が軟調に推移しました。米国債需給を巡る懸念後退や米景気指標軟化を背景とした米長期金利低下に加えて、底堅いリート決算を好感しました。昨年堅調だったデータセンターはAI需要を巡る懸念もあり、年初来で停滞感がみられます。

トランプ政策に左右される展開か

米国リートは上値の重い展開を予想します。トランプ大統領は関税発動を巡る発言を積極化しており、その実現性を睨んだ神経質な展開が見込まれます。3月米連邦公開市場委員会(FOMC)では大統領就任後に実施されたトランプ政策の評価が注目される一方、4月以降も関税発動が予定されていることからハト派転換も見込み難いとみます。トランプ政策は見通し難く、米景気や米金融政策の不透明感を払えない状況が続くそうです。(田村)

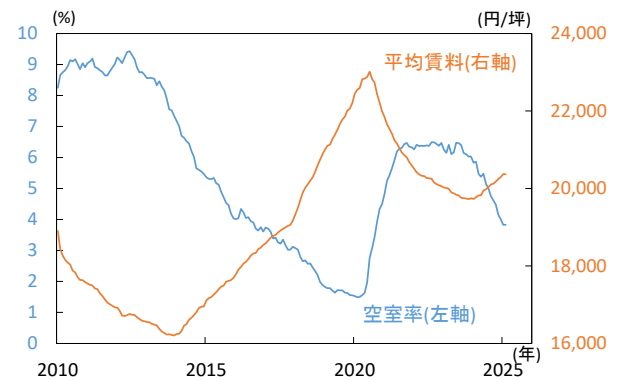
【図1】オフィス市況は改善基調を保つ



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

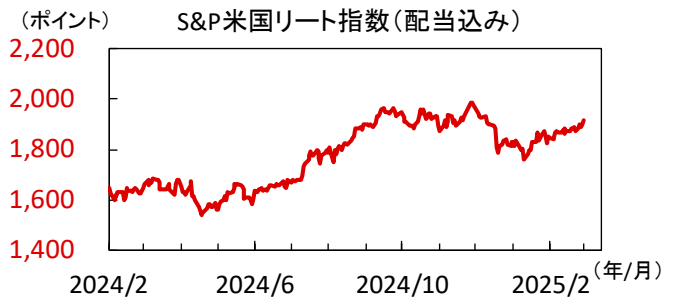
日本 東京都心5区 オフィス空室率と平均賃料



注) 直近値は2025年1月。都心5区は千代田・中央・港・新宿・渋谷区。

出所) 三電商事より当社経済調査室作成

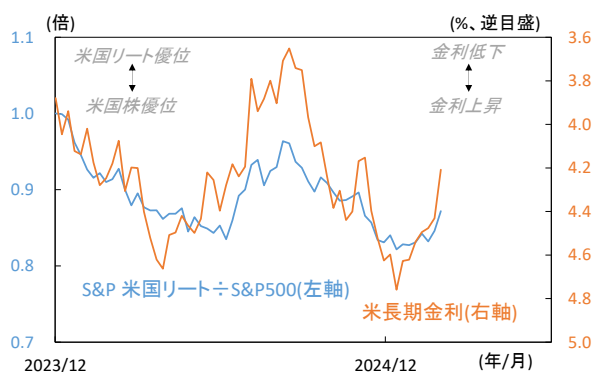
【図2】2月は米国株下落も、リートは堅調



注) 直近値は2025年2月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

米国 米国リート・米国株の相対パフォーマンス、米長期金利



注) 直近値は2025年2月28日、週次ベースで表示。2023年12月29日の価格を100とし、米国リートと米国株の相対パフォーマンスを算出。

出所) 米NAREITより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－原油

2025年3月

原油

世界的な景気減速懸念が高まり
原油価格は下落基調が続く

OPECプラスの供給増加期待も原油安材料に

2月の原油価格(WTI先物)は、月中旬にかけ1バレル70ドル台前半で推移したのち、月末にかけ緩やかな下落基調となりました(図1)。トランプ米政権が、イランへの経済的圧力を強める姿勢を示したことから原油供給懸念が高まり、11日には一時73米ドル台まで上昇しました。12日にはトランプ米大統領がロシアのプーチン大統領と、ウクライナでの戦争終結への協議開始で合意したと述べ、地政学リスクが後退したことから原油価格は70米ドル近辺まで下落しました。

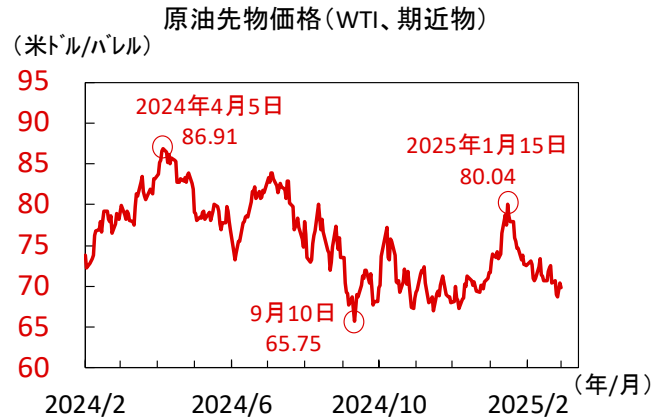
また石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国で構成されるOPECプラスは当初、4月からの増産開始の延期を検討していましたが、25日にはトランプ米大統領の要求を受け予定通り4月から増産を開始するとの報道から、原油供給増加期待が高まりました。他方、26日にはトランプ大統領が欧州連合(EU)に対し全ての輸入品に25%関税をかける方針を示したことから景気減速懸念が浮上し、価格は一時68米ドル台まで下落しました(図2)。

今後も原油価格下落リスクに注意

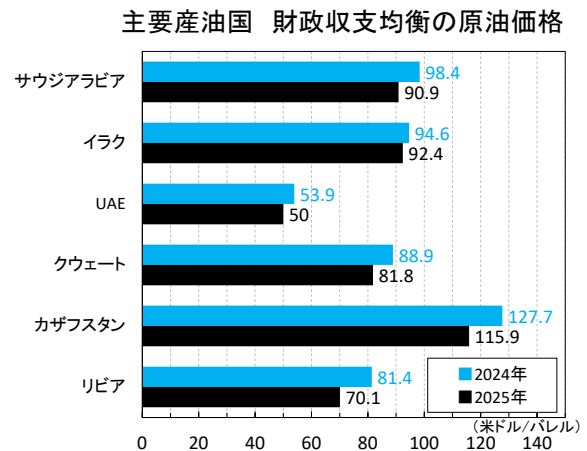
米国の景気回復期待が後退する中、世界的な原油需要が伸び悩む可能性があります。米国では、2月21日に発表された米国の2月PMI指数がサービス業を中心に軟調だったことから、景気減速懸念が高まっています(図3)。中国では、3月5日から開幕する全国人民代表大会(全人代)にて2025年の経済成長率目標が前年並みの+5%前後に設定される見通しですが、達成については不透明です。今後打ち出される景気対策に注目が集まります。

また、トランプ米大統領は2月28日、ウクライナのゼレンスキー大統領とホワイトハウスで会談しました。ウクライナの鉱物資源の権益に関する合意文書に署名する予定でしたが、ロシアへの対応などを巡り対立、合意文書に署名せず、共同記者会見も中止となりました。米国はウクライナ側の姿勢次第では再び話し合いに応じる考えを示す中、ロシア・ウクライナの停戦実現に向け不透明感が増している点には要注意です。(本江)

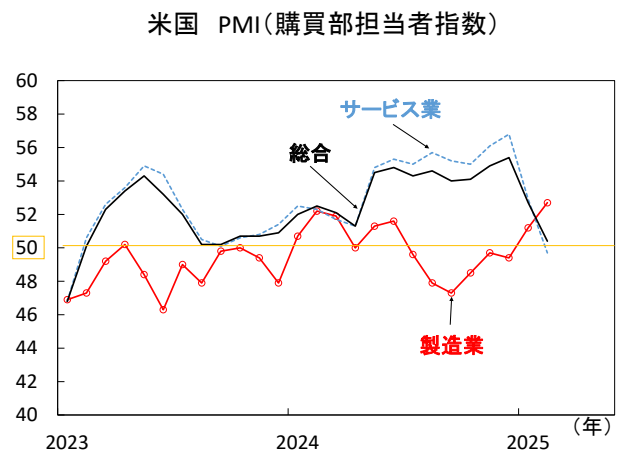
【図1】2月の原油価格も下落基調が続く



【図2】OPECプラスは4月から増産開始見込み



【図3】米国の景気後退懸念から原油価格下落



④ 市場データ一覧

2025年3月

注) 直近値は2025年2月28日

株式 (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%	為替(対円) (単位:円)		直近値	1月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)	37,155.50	39,572.49	▲ 6.11	米ドル	150.63	155.19	▲ 2.94	
	TOPIX	2,682.09	2,788.66	▲ 3.82		156.27	160.78	▲ 2.81	
米国	NYダウ(米ドル)	43,840.91	44,544.66	▲ 1.58	英ポンド	189.43	192.38	▲ 1.53	
	S&P500	5,954.50	6,040.53	▲ 1.42	カナダドル	104.14	106.78	▲ 2.48	
	ナスダック総合指数	18,847.28	19,627.44	▲ 3.97	オーストラリアドル	93.52	96.40	▲ 2.99	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	557.19	539.53	3.27	ニュージーランドドル	84.33	87.49	▲ 3.61	
ドイツ	DAX®指数	22,551.43	21,732.05	3.77	中国人民元	20.655	21.331	▲ 3.17	
英国	FTSE100指数	8,809.74	8,673.96	1.57	インドルピー	1.7211	1.7877	▲ 3.73	
オーストラリア	S&P/ASX200指数	8,172.35	8,532.30	▲ 4.22	インドネシアルピア(100ルピア)	0.9076	0.9519	▲ 4.65	
香港	ハンセン指数	22,941.32	20,225.11	13.43	タイバーツ	4.3953	4.5942	▲ 4.33	
中国	上海総合指数	3,320.90	3,250.60	2.16	マレーシアリンギ	33.672	34.686	▲ 2.92	
インド	S&P BSE SENSEX指数	73,198.10	77,500.57	▲ 5.55	ブラジルレアル	25.594	26.578	▲ 3.70	
ブラジル	ボベスパ指数	122,799.09	126,134.94	▲ 2.64	メキシコペソ	7.327	7.502	▲ 2.33	
先進国	MSCI WORLD	3,805.33	3,836.58	▲ 0.81	南アフリカランド	8.061	8.320	▲ 3.12	
新興国	MSCI EM	1,097.25	1,093.37	0.35	トルコリラ	4.13	4.34	▲ 4.99	
新興アジア	MSCI EM ASIA	604.05	600.51	0.59	ロシアルーブル	1.6839	1.5729	7.06	

国債利回り (単位:%)		直近値	1月末	騰落幅%	政策金利 (単位:%)		直近値	1月末	騰落幅%
日本	10年物	1.370	1.245	0.125	日本	無担保コール翌日物金利	0.50	0.50	0.00
米国	10年物	4.209	4.541	▲ 0.332	米国	FF目標金利(上限値)	4.50	4.50	0.00
ドイツ	10年物	2.406	2.460	▲ 0.054	ユーロ圏	リファイナンスレート	2.90	2.90	0.00
英国	10年物	4.482	4.538	▲ 0.056	英国	バンクレート	4.50	4.75	▲ 0.25
カナダ	10年物	2.899	3.065	▲ 0.166	カナダ	オーバーナイト・レート	3.00	3.00	0.00
オーストラリア	10年物	4.294	4.429	▲ 0.135	オーストラリア	キャッシュレート	4.10	4.35	▲ 0.25
ニュージーランド	10年物	4.415	4.499	▲ 0.084	ニュージーランド	キャッシュレート	3.75	4.25	▲ 0.50
中国	10年物	1.772	1.627	0.145	中国	1年物最優遇貸付金利	3.10	3.10	0.00
インド	10年物	6.717	6.690	0.027	インド	レポレート	6.25	6.50	▲ 0.25
インドネシア	10年物	6.896	6.972	▲ 0.076	インドネシア	7日物リバース・レポ金利	5.75	5.75	0.00
ブラジル	10年物	15.262	14.804	0.458	ブラジル	SELIC金利誘導目標	13.25	13.25	0.00
メキシコ	10年物	9.480	10.080	▲ 0.600	メキシコ	オーバーナイト・レート	9.50	10.00	▲ 0.50
南アフリカ	10年物	10.532	10.385	0.147	南アフリカ	レポレート	7.50	7.50	0.00
トルコ	10年物	26.140	25.300	0.840	トルコ	1週間物レポ金利	45.00	45.00	0.00

リート (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%	商品 (単位:ポイント)		直近値	1月末	騰落率%
日本	東証リート指数	1,700.49	1,704.84	▲ 0.26	原油	WTI先物(米ドル)	69.76	72.53	▲ 3.82
米国	S&P米国REIT指数	1,914.65	1,848.30	3.59	金	COMEX先物(米ドル)	2,848.50	2,812.50	1.28
欧州	S&P欧州REIT指数	756.37	758.54	▲ 0.29	工業用金属	ブルームバーグ商品指数	145.15	141.73	2.41
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	1,211.24	1,290.95	▲ 6.17	穀物	ブルームバーグ商品指数	32.09	33.34	▲ 3.76

注) 株式は現地通貨(MSCIは米ドル)ベース、リートは現地通貨ベース(米国・欧州・オーストラリアは配当込み指数)、商品は米ドルベース。

FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。

直近値および前月末値のデータがない場合(休場など)、それぞれ前営業日の値を表示。

出所) MSCI、S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2025年3月

● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、％）

注）基準日：2025年2月28日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	年初末
株式	国・地域別	日本	▲ 4.0	0.2	1.7				▲ 4.0	0.2	1.7	▲ 3.9
		海外先進国	▲ 0.8	0.6	18.0	▲ 0.7	0.2	17.1	▲ 3.6	0.8	17.5	▲ 1.2
		米国	▲ 1.6	▲ 1.2	18.6	▲ 1.6	▲ 1.2	18.6	▲ 4.5	▲ 0.6	19.0	▲ 2.8
		ユーロ圏	3.5	12.6	16.0	3.5	10.9	11.5	0.6	11.4	11.9	7.3
		新興国	0.8	3.6	14.7	0.5	2.2	10.6	▲ 2.4	2.8	11.1	▲ 1.9
	業種別	IT(情報技術)	▲ 2.0	▲ 2.6	16.1	▲ 1.9	▲ 2.7	15.7	▲ 4.9	▲ 2.2	16.2	▲ 7.6
		エネルギー	1.8	▲ 2.8	5.5	2.1	▲ 3.5	4.3	▲ 0.9	▲ 2.9	4.7	0.4
		素材	0.3	▲ 1.9	2.7	0.6	▲ 3.0	1.0	▲ 2.3	▲ 2.5	1.4	1.6
		ヘルスケア	0.8	1.3	3.0	1.0	0.8	2.3	▲ 1.9	1.3	2.7	3.2
		金融	1.6	4.5	29.4	1.9	3.8	27.9	▲ 1.0	4.4	28.3	4.3
リート		先進国				2.6	▲ 3.3	12.7	▲ 0.4	▲ 2.7	13.1	0.1
		日本	0.6	4.1	5.2				0.6	4.1	5.2	4.1
		米国	3.6	▲ 3.0	16.2	3.6	▲ 3.0	16.2	0.7	▲ 2.5	16.6	0.5
		新興国				0.6	▲ 0.8	2.2	▲ 2.4	▲ 0.2	2.6	▲ 2.3
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 0.9	▲ 1.7	▲ 5.4				▲ 0.9	▲ 1.7	▲ 5.4	▲ 1.7
		海外先進国	1.3	0.4	4.6	1.4	▲ 0.3	2.8	▲ 1.6	0.3	3.3	▲ 2.4
		米国	2.2	1.1	5.0	2.2	1.1	5.0	▲ 0.8	1.7	5.4	▲ 1.5
		ユーロ圏	0.7	▲ 0.9	4.0	0.7	▲ 2.4	▲ 0.0	▲ 2.2	▲ 1.9	0.4	▲ 3.2
		オーストラリア	1.1	1.4	3.4	0.7	▲ 3.2	▲ 1.2	▲ 2.2	▲ 2.6	▲ 0.8	▲ 2.4
		新興国(現地通貨)	0.8	1.5	6.4	0.7	0.7	2.4	▲ 2.3	1.3	2.8	▲ 1.5
		新興国(米ドル)				1.6	1.6	9.8	▲ 1.4	2.2	10.3	▲ 1.2
	円ヘッジあり	海外先進国							0.8	▲ 0.7	▲ 0.7	0.7
		新興国(米ドル)							1.2	0.3	3.8	2.3
物価連動国債		先進国				1.5	▲ 0.5	2.1	▲ 1.4	0.1	2.5	▲ 1.6
		新興国				1.3	1.5	▲ 9.0	▲ 1.7	2.1	▲ 8.6	1.2
社債	投資適格	先進国				1.6	0.3	5.4	▲ 1.3	0.8	5.9	▲ 1.9
		日本	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 1.1				▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 0.6
		米国	2.0	0.8	6.8	2.0	0.8	6.8	▲ 0.9	1.4	7.2	▲ 1.5
		欧州	0.6	0.7	6.6	0.6	▲ 0.9	2.5	▲ 2.2	▲ 0.7	3.1	▲ 3.0
		新興国(米ドル)				1.7	1.4	7.2	▲ 1.2	2.0	7.6	▲ 1.8
	ハイ・イールド	先進国				0.9	1.5	9.3	▲ 2.0	2.1	9.8	▲ 2.0
		米国	0.7	1.6	10.1	0.7	1.6	10.1	▲ 2.3	2.2	10.5	▲ 2.1
		欧州	1.0	2.3	8.8	1.1	0.8	4.6	▲ 1.8	1.0	5.3	▲ 2.3
		新興国(米ドル)				1.6	2.1	10.7	▲ 1.3	2.7	11.1	▲ 1.7
転換社債		先進国				0.6	0.5	9.4	▲ 2.4	1.1	9.8	▲ 1.1
		新興国				▲ 1.4	9.3	13.4	▲ 4.3	9.9	13.9	2.9
商品		総合				0.8	5.8	11.6	▲ 2.2	6.4	12.0	0.6
		金				0.8	6.3	37.4	▲ 2.1	6.9	37.8	3.3
		原油				▲ 3.4	4.7	2.9	▲ 6.3	5.2	3.3	▲ 5.5
他	MLP				3.4	4.4	28.5	0.5	5.0	28.9	8.3	
	バンクローン				0.1	1.4	8.1	▲ 2.8	1.9	8.5	▲ 3.4	

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

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

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

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

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

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

社債（投資適格） 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index

社債（ハイ・イールド） 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index

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

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

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

⑥ 主要な政治・経済日程

2025年3月

● 2025年3月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
3/1 (中) 2月 製造業PMI(政府) (中) 2月 非製造業PMI(政府)	4 (日) 1月 労働関連統計 (日) 2月 マネタリーベース (日) 2月 消費者態度指数 (米) 大統領一般教書演説 (欧) 1月 失業率	5 (米) 1月 製造業受注(確報) (米) 2月 ISMサービス業景気指数 (米) 2月 ADP雇用統計 (仏) 1月 鉱工業生産 (英) 2月 新車登録台数 (豪) 10-12月期 実質GDP (中) 全人代開幕	6 (米) 1月 卸売在庫(確報) (米) 1月 貿易収支 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (豪) 1月 住宅建設許可件数	7 (米) 2月 労働省雇用統計 (欧) 10-12月期 実質GDP(確報) (独) 1月 製造業受注 (中) 2月 貿易統計 (伯) 10-12月期 実質GDP
3 (米) 1月 建設支出 (米) 2月 ISM製造業景気指数 (中) 2月 製造業PMI(財新)				
9 (加) 自由党党首選 (中) 2月 消費者物価 (中) 2月 生産者物価	11 (日) 10-12月期 実質GDP(確報) (日) 1月 家計調査 (日) 2月 マネーストック (日) 2月 工作機械受注 (米) 2月 NFIB中小企業楽観指数 (豪) 2月 NAB企業景況感指数 (豪) 3月 消費者信頼感指数 (伯) 1月 鉱工業生産	12 (日) 2月 国内企業物価 (日) 春闘集中回答日 (米) 2月 消費者物価 (加) 金融政策決定会合 (印) 1月 鉱工業生産 (伯) 2月 消費者物価(IPCA)	13 (米) 2月 生産者物価 (欧) 1月 鉱工業生産 (英) 2月 RICS住宅価格	14 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (伊) 1月 鉱工業生産 (英) 1月 鉱工業生産 (伯) 1月 小売売上高
10 (日) 1月 毎月勤労統計 (日) 1月 経常収支 (日) 1月 景気先行指数 (日) 2月 銀行・信金貸出動向 (日) 2月 景気ウォッチャー (欧) 3月 Sentix投資家信頼感指数 (独) 1月 貿易統計 (独) 1月 鉱工業生産				
17 (米) 2月 小売売上高 (米) 3月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 3月 NAHB住宅市場指数 (中) 2月 鉱工業生産 (中) 2月 小売売上高 (中) 2月 都市部固定資産投資	18 (日) 日銀金融政策 決定会合(～19日) (日) 1月 第3次産業活動指数 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～19日) (米) 2月 輸出入物価 (米) 2月 鉱工業生産 (米) 2月 住宅着工・許可件数 (独) 3月 ZEW景況感指数 (伯) 金融政策委員会 (COPOM、～19日)	19 (日) 植田日銀総裁定例記者会見 (日) 1月 機械受注 (日) 2月 貿易統計 (米) パウエルFRB議長記者会見 (豪) 2月 景気先行指数	20 (米) 2月 景気先行指数 (米) 2月 中古住宅販売件数 (欧) EU首脳会議(～21日) (英) 金融政策委員会(MPC) (英) 1月 失業率(ILO基準) (豪) 2月 雇用統計	21 (日) 2月 消費者物価(全国) (欧) 3月 消費者信頼感指数 (英) 3月 GfK消費者信頼感指数
23 (他) ルーマニア大統領選挙 (第1回)	24 (米) 1月 S&P500ブレイク/ ケース・シャー住宅価格指数 (米) 2月 新築住宅販売件数 (米) 3月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (独) 3月 ifo景況感指数	25 (日) 2月 企業向けサービス価格 (米) 2月 耐久財受注(速報) (米) 2月 製造業受注(速報) (英) 2月 消費者物価 (英) 2月 生産者物価	26 (米) 10-12月期 実質GDP(確報) (米) 2月 卸売在庫(速報) (米) 2月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 2月 マネーサプライ(M3)	27 (米) 2月 個人所得・消費 (米) 3月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (欧) 3月 ユーロ圏景況感指数 (独) 3月 失業者数 (独) 4月 GfK消費者信頼感指数 (英) 10-12月期 実質GDP(確報) (英) 2月 小売売上高
24 (日) 3月 製造業PMI (日) 3月 サービス業PMI (米) 3月 製造業PMI(速報) (米) 3月 サービス業PMI(速報) (欧) 3月 サービス業PMI(速報)				
30 (日) 2月 鉱工業生産(速報) (日) 2月 小売売上高 (米) 3月 シカゴ購買部協会景気指数 (中) 3月 製造業PMI(政府) (中) 3月 非製造業PMI(政府)	4/1 (日) 日銀短観(3月調査) (日) 2月 労働関連統計 (米) 2月 建設支出 (米) 3月 ISM製造業景気指数 (欧) 2月 失業率 (豪) 金融政策決定会合 (中) 3月 製造業PMI(財新)	2 (日) 3月 マネタリーベース (米) 2月 製造業受注(確報) (米) 3月 ADP雇用統計 (豪) 2月 住宅建設許可件数 (伯) 2月 鉱工業生産	3 (米) 2月 貿易収支 (米) 3月 ISMサービス業景気指数	4 (日) 2月 家計調査 (米) 3月 労働省雇用統計 (独) 2月 製造業受注 (仏) 2月 鉱工業生産 (英) 3月 新車登録台数

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

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2025年3月4日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

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

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

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

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

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

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

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

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

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、J.P. Morgan GBI-EM Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P. モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P. モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複写、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2025 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。

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

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

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

ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、Frank Russell Companyに帰属します。



三菱UFJアセットマネジメント

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

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY