

2025年 早春号

グローバル時代の投資戦略

トランプ政権復活で揺らぐ世界経済と国際秩序

三菱UFJアセットマネジメント

# Introduction

## I. メインシナリオ「予防的利下げで世界経済軟着陸」は有効か

2024年の世界経済は、インフレ収束がより鮮明になるなか、失業率上昇など労働市場の軟化を受け、主要国中央銀行（以下中銀）は、景気失速を避けるべく利下げに転換しました。

ただし2024年終盤、各国中銀の利下げ姿勢に温度差も見られました。米国は9月に0.50%の大幅利下げでスタートも、11・12月は利下げ幅を0.25%にとどめ、2025年の利下げペース減速を示唆、英国（8月利下げ開始）は11月に追加利下げも12月は見送り、オーストラリアは通年で利下げを見送るなど慎重姿勢が見られました。一方、ユーロ圏（6月開始）は9・10・12月の追加利下げ後も当面の継続を示唆、カナダ（6月開始）やNZ（8月開始）は10月に0.25%から0.5%へ利下げ幅を拡大しました。その背景には、各国の景況感格差がありますが、全体ではインフレ安定を保ちつつ、消費主導の緩やかな景気回復基調が続くとの期待は根強くあります。ただし、各国の労働市場は軟化したとはいえ健全さを維持、消費の足腰はいまだ強いゆえに、各国中銀はインフレ再燃リスクへの警戒を怠っていない印象です。また、2025年誕生の米トランプ政権の対内（減税や規制緩和）・対外（関税や移民抑制）政策の実現性や、それがもたらす影響の不確実性もあり、各国金融政策が揺さぶられるリスクに要注意です。

## II. 2025年のトランプ政権誕生後も世界的な景気回復と株高は続くか

2024年の株式市場も米国が主導する形で堅調、2022年10月から始まった米国株（S&P500）の強気相場は3年目に入りました。2025年もこの強気相場が続くか否かは、当初の市場想定通り、世界的な景気軟着陸が実現するか次第と言えます。ただし、欧州は独仏二大国の政治不安もあり景気が停滞、中国は不動産不況という重しが残るなか、頼みの綱は米国でしょう。

したがって、2025年の世界経済最大の焦点も米景気回復の持続性、特に景気へ上下双方方向のリスクをはらむトランプ新政権の政策動向に左右されるとみまします。景気・物価見通しの変化次第では、現行の利下げ政策が修正を迫られ、2023年秋以降続いていた長期金利の安定基調が崩れ、株式市場ではけん引役であるハイテク株中心に動揺が広がる可能性もあります。

もう一つの焦点は中国です。2024年12月の中国共産党中央経済工作会議で、2025年に金融緩和や財政出動をより積極化する方針を示しました。とはいえ、長期の不動産不況や国内統制強化で家計・企業心理が低迷し消費・投資が不活性化、少子高齢化の加速もあり中長期的な潜在成長力低下への懸念も残ります。2025年以降、米トランプ政権の関税引き上げによる悪影響も意識されるなか、春の全人代で本腰を入れた需要喚起策が打たれるかが注目です。

## III. ボラティリティ高まりやすい相場に備え、資産形成は長期目線で堅実に

世界の選挙イヤーとされた2024年、6月の欧州議会選挙での極右勢力台頭、7月に英国で政権交代、10月に日本で与党が衆院選大敗、11月にドイツで連立政権崩壊（2025年2月総選挙）、12月にフランスで3度目の首相交代と、先進国の政治が大きく揺れ動きました。一方で、2022年からのウクライナ戦争、2023年からのイスラエル・ガザ戦争ははまだ終結に至らず、国際情勢の混迷が続くなかで、2025年に米国第一主義のトランプ政権発足を迎えます。

人権などの価値観、国際紛争や移民・難民への対処、経済安全保障などを巡り、G7やG20といった世界の指導的立場であるべき国が、内政に気を取られるなか、米欧の西側陣営と中露など反米陣営の対立を軸に、世界の分断も深まっています。本来、国際協調で取り組むべき気候変動や貧困・難民・食糧危機対応など、地球規模の課題が棚上げされる懸念もあります。

2025年の金融市場は、米国トランプ政権再来で、現在の適温経済（緩やかな景気回復と物価安定）や国際秩序が揺さぶられる可能性など不透明要因が渦巻くなか、ボラティリティの高まる環境に備える必要があります。短期的な材料に一喜一憂することなく、中長期目線で成長性の高い国や企業を冷静に見極め、堅実な資産形成をしていく姿勢が求められます。

# Contents

## 1. 世界経済

景気軟着陸の実現に前進

P3 – 10

## 2. 注目点

くすぶる火種

P11 – 16

## 3. 日本経済

GDP成長率は緩やかな回復、追加利上げ時期が焦点

P17 – 22

## 4. 米国経済

堅調な景気から利下げペース減速か

P23 – 32

## 5. 欧州経済

回復力は弱含み

P33 – 36

## 6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀の早期利下げ観測強まる

P37 – 38

## 7. 中国経済

景気は底打ちしたが勢いを欠く

P39 – 42

## 8. 新興国

物価安定化に向け柔軟な対応を迫られる中銀

P43 – 50

## 9. 為替相場

円安は再び加速するのか

P51 – 56

## 10. 投資戦略

価格変動リスクに備えを

P57 – 65

# 1. 世界経済：景気軟着陸の実現に前進

- ◆ 2024年の世界経済は、米国の安定感が支えられる形で、底堅い成長が続きました、同年半ば以降の米欧利下げ転換を背景に、2025年に向け世界的な景気軟着陸シナリオの確度は増えています。
- ◆ 2025年の世界経済の主演は米国トランプ政権になりそうです。所得・法人減税や規制緩和、関税強化や不法移民強制退去など、同政権が掲げる政策にはインフレ材料となりうる内容が並んでいます。この政策実現性が、各国経済や金融・財政政策さらには国際政治を大きく揺さぶりそうです。

## ● 2025年の世界経済は底堅く推移すると想定

実質GDP(前年比、%)の実績と予測

	実績				予測			実績				予測	
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
世界	▲2.7	6.6	3.6	3.3	3.0	3.1	中国	2.2	8.4	3.0	5.2	4.8	4.2
米国	▲2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	2.0	インド	▲5.8	9.7	7.0	8.2	6.3	6.4
ユーロ圏	▲6.0	6.3	3.5	0.4	0.7	0.8	インドネシア	▲2.1	3.7	5.3	5.0	5.0	5.2
日本	▲4.2	2.7	0.9	1.5	▲0.2	1.4	ブラジル	▲3.3	4.8	3.0	3.2	3.0	2.0
英国	▲10.3	8.6	4.8	0.4	1.0	1.5	メキシコ	▲8.4	6.0	3.7	3.3	1.6	1.4
オーストラリア	▲2.0	5.4	4.1	2.0	1.0	2.1	ロシア	▲2.7	5.9	▲1.2	3.6	3.5	1.6
							トルコ	1.9	11.4	5.5	5.1	3.0	2.8
							南アフリカ	▲6.4	5.3	1.8	0.7	1.0	2.1

注) 値は2020~2023年が実績、予測(2024~2025年)は三菱UFJアセットマネジメント(2024年12月24日時点)。

出所) 各国省庁・統計局、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 株高・金利安定基調のなか、トランプ第2次政権発足を控える2025年へ

2017-2024年 米国株式・金利



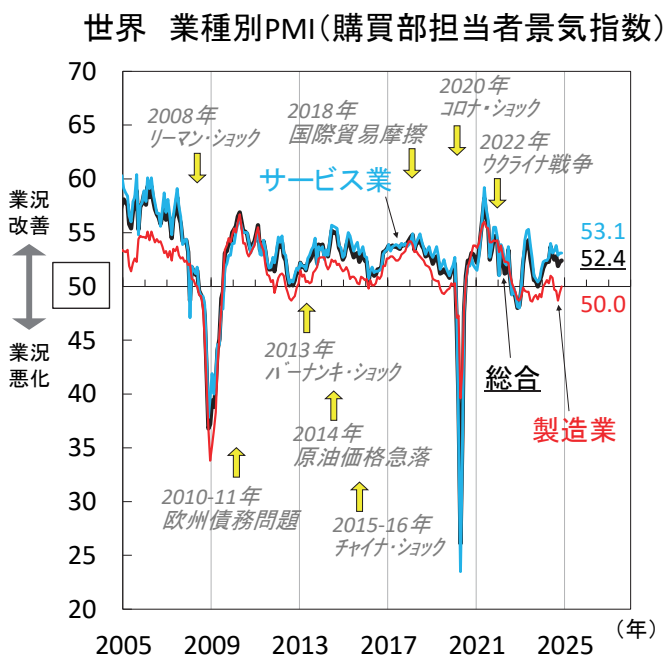
注) 直近値はすべて2024年12月20日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

# サービス業から製造業、米国から中国・欧州へ回復のすそ野が広がるか

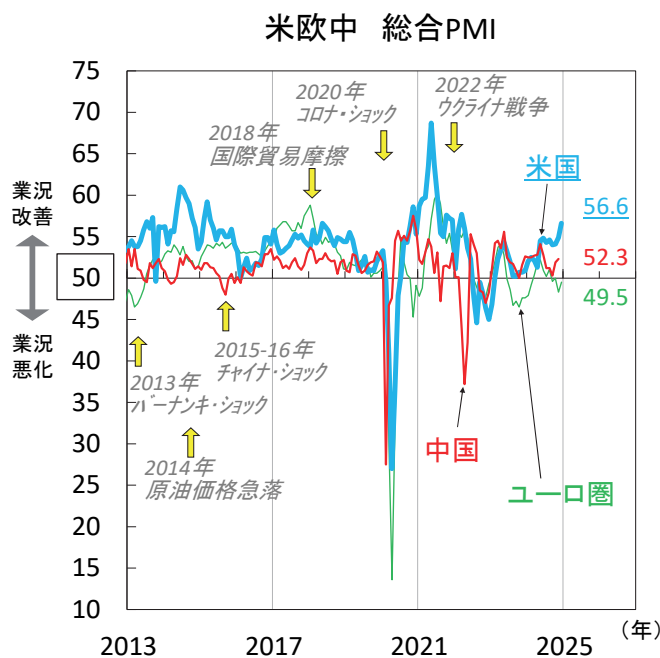
- ◆ 2024年の世界経済は、業種別ではサービス業に支えられました。世界的なインフレ収束や安定した雇用環境を背景に個人消費が安定していたことが大きかった模様です。国別では米国の優位が目立ちました。相対的に堅調な株価が、家計や企業の心理面改善を後押しした印象もあります。
- ◆ 2025年は出遅れ感の目立った製造業、そして中国・欧州の回復が待たれます。中国は2024年後半から本腰を入れ始めた需要喚起策が奏功するか、欧州は独仏二大国の政治不安払拭が焦点です。

## ● 2024年の世界経済の下支え役となった、堅調な「サービス業」と「米国」



注) 直近値は2024年11月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年12月速報(中国のみ同年11月)。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 2025年の世界経済は、「製造業」と「中国・欧州」の持ち直しが焦点に

### 主要国 製造業・サービス業PMI

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年		
製造業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ロシア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
サービス業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
ロシア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue		

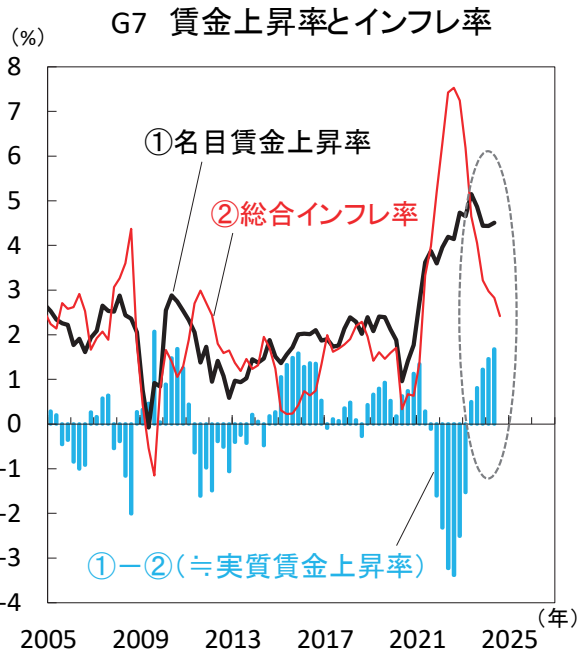
注) データのない期間は無色で表記。直近値は2024年12月速報(イタリア・中国・ブラジル・ロシアは同年11月)。

表内の色 数値範囲 38 42 45 47 49 50 51 52 53 55 57 59 62 出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

## インフレ率は安定水準まで低下、だが先行きは油断禁物

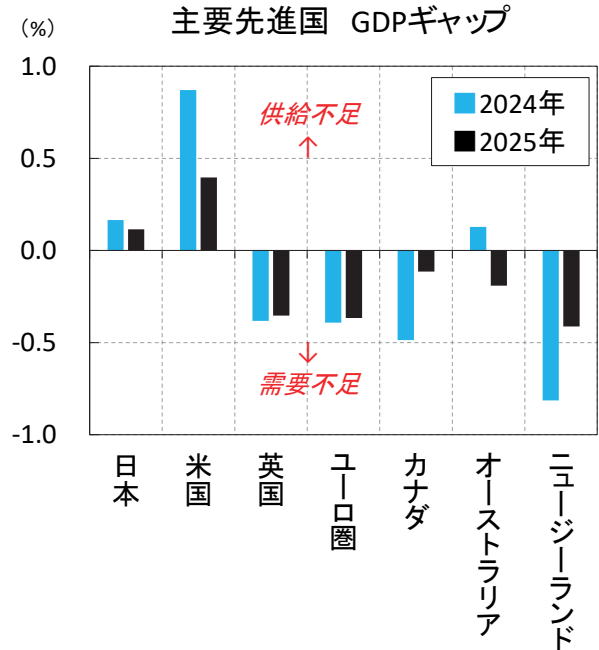
- ◆ 新型コロナ感染収束に伴い供給制約が解消、ウクライナ戦争後のエネルギー高が一巡し、主要国の総合インフレ率は賃金上昇率を下回る水準まで低下、家計の購買意欲改善に寄与しています。
- ◆ かりに消費が増勢を強め、需給が引き締めれば再びインフレ圧力を高める要因となりえます。物価の先行きを見る上では、全体に占めるウエイトの大きいサービス物価が重要です。足元その上昇率が高止まるなか、その中心を担う家賃、またそれを左右する住宅市場の動きにも要注意です。

### ● インフレ沈静化は家計の購買意欲を改善させ、消費の増勢を強める一因に



注) 名目賃金上昇率は製造業週給、総合インフレ率は消費者物価の前年比。直近値は2024年4-6月期（総合インフレ率は同年7-9月期）。

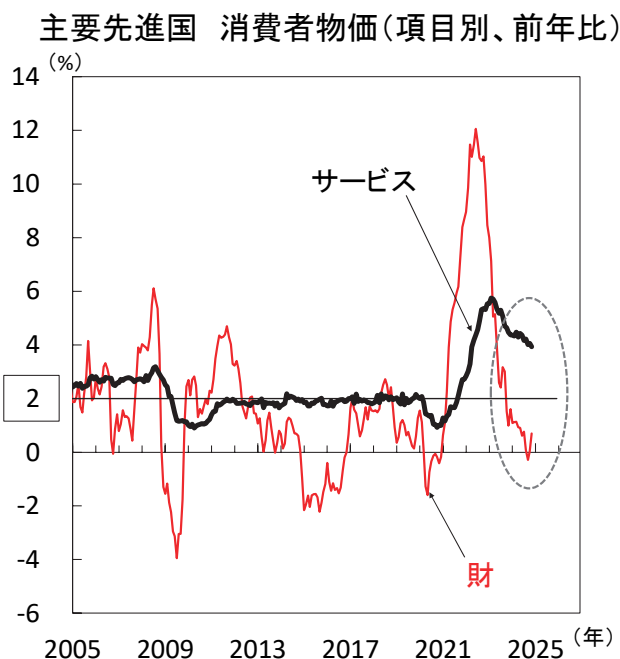
出所) OECD（経済協力開発機構）より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) GDPギャップ＝（実績GDP－潜在GDP）÷潜在GDP。値はIMF World Economic Outlook（2024年10月）における予想値。

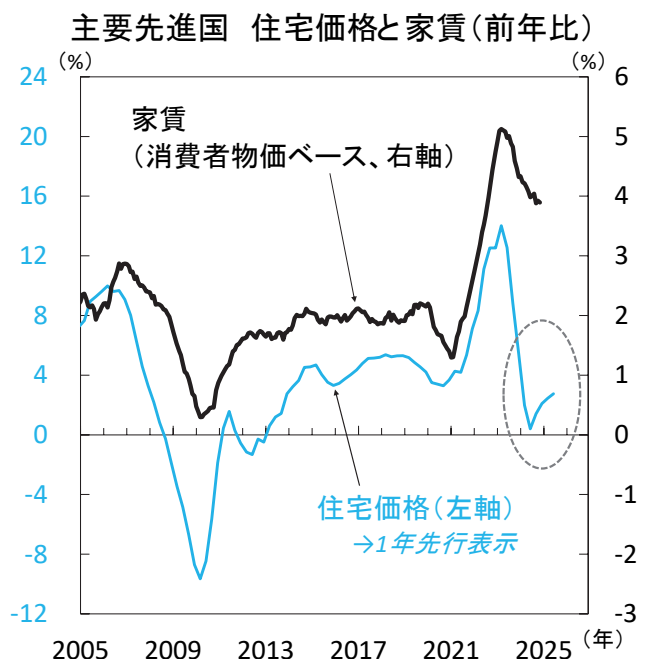
出所) IMF（国際通貨基金）より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 財に比べ下げ渋るサービス分野のインフレ、ウエイトの大きい住宅関連にも注意



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国消費者物価を対象期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は2024年11月。

出所) 各国統計局、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国の家賃と住宅価格を対象期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は住宅価格が2024年4-6月期、家賃が2024年11月。

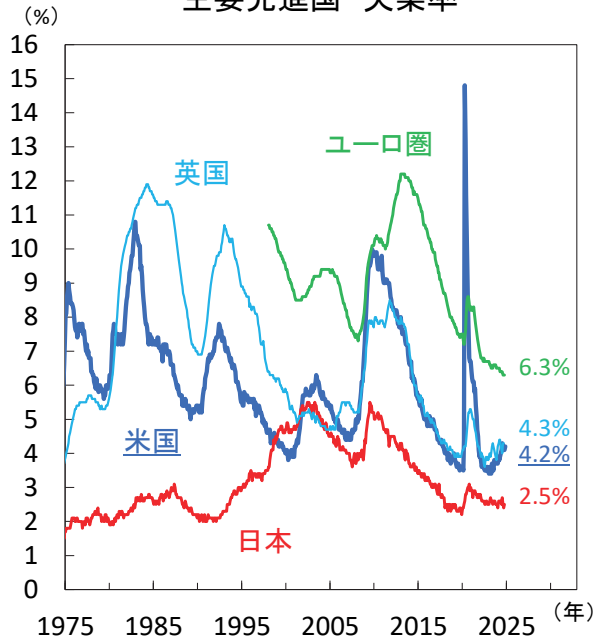
出所) BIS（国際決済銀行）、各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

# 労働需給のひっ迫感は和らいだが依然根強い

- ◆ サービスインフレが続く背景に、根強い賃金上昇圧力があります。各国の失業率は上昇もまだ低く、求人率は低下もまだ高めで、労働需給ひっ迫感が残っている印象です。また、労働参加率がコロナ・ショック前の水準を回復していない米国の例が示すように、慢性的な人手不足感も感じさせます。
- ◆ 長引く物価高に労働者の不満が高まり、各国で賃上げを求めたストライキが頻発する場面も見られました。安定した労働力確保の観点からは、各国内政で争点化する移民政策の行方も重要です。

## ● 労働市場のひっ迫感は和らぐも、完全に解消するまではもう一歩か

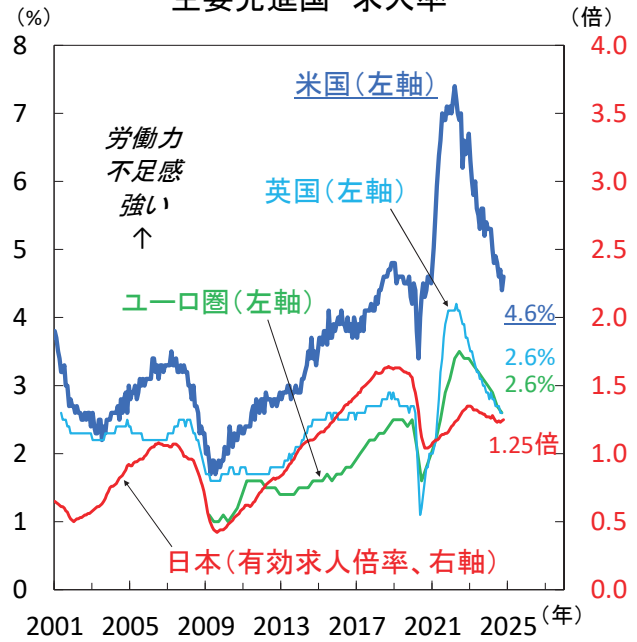
### 主要先進国 失業率



注) 直近値は2024年11月(ユーロ圏・日本が同年10月、英国が同年9月)。

出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 主要先進国 求人率

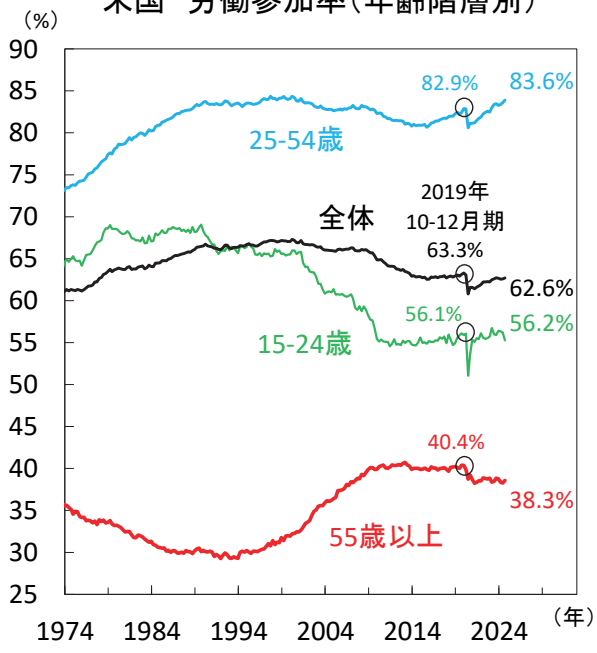


注) 求人率=求人件数÷(雇用者数+求人件数)。日本のみ有効求人倍率。直近値は2024年10月(ユーロ圏・英国は2024年9月)。

出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 安定的な労働力確保に向け、高齢層の就労復帰と移民政策も重要な論点に

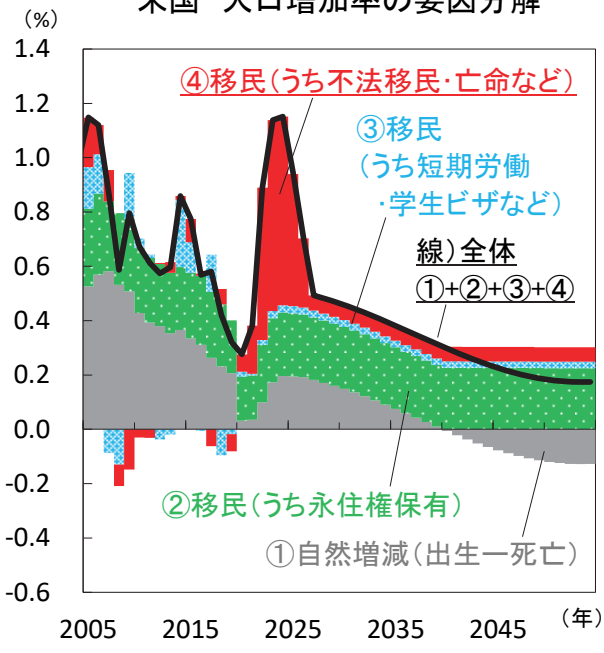
### 米国 労働参加率(年齢階層別)



注) 労働参加率=労働力人口(=就業者+失業者)÷生産年齢人口。○はコロナ・ショック直前の2019年高値。直近値は2024年7-9月期。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 人口増加率の要因分解



注) CBO "The Demographic Outlook: 2024 to 2054" (2024年1月) に基づく。2021~2054年がCBO予測。

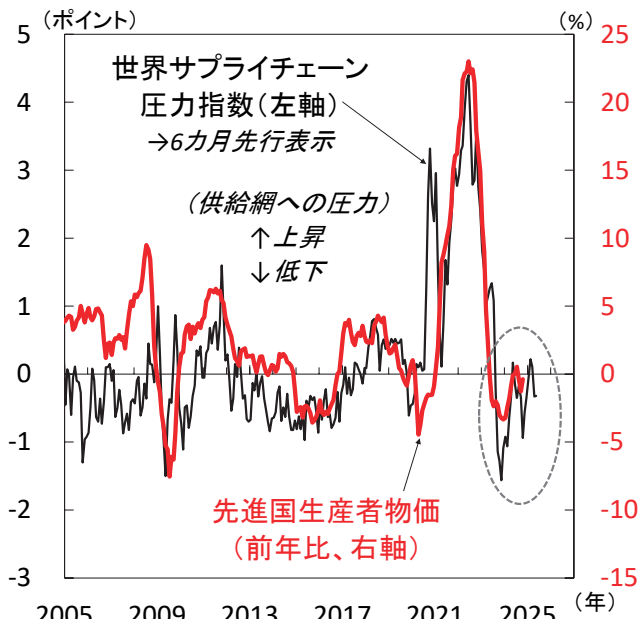
出所) CBO(米議会予算局)より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 資源価格は落ち着き取り戻すも先行きは不透明

- ◆ ウクライナやイスラエルでの戦争発生後のエネルギー価格上昇リスク(ロシアや中東地域からの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識)は一巡も、情勢に好転の兆しが見られず先行きは不透明です。
- ◆ 他方、穀物など農産物市場では、地政学問題やエネルギー価格変動、地球温暖化に伴う価格不安定化リスクに注意を払う必要があります。また中長期的には、世界的なデジタル化や脱炭素に向けたクリーンエネルギー推進(電気自動車(EV)など)に不可欠な鉱物資源市場の動きも注目されます。

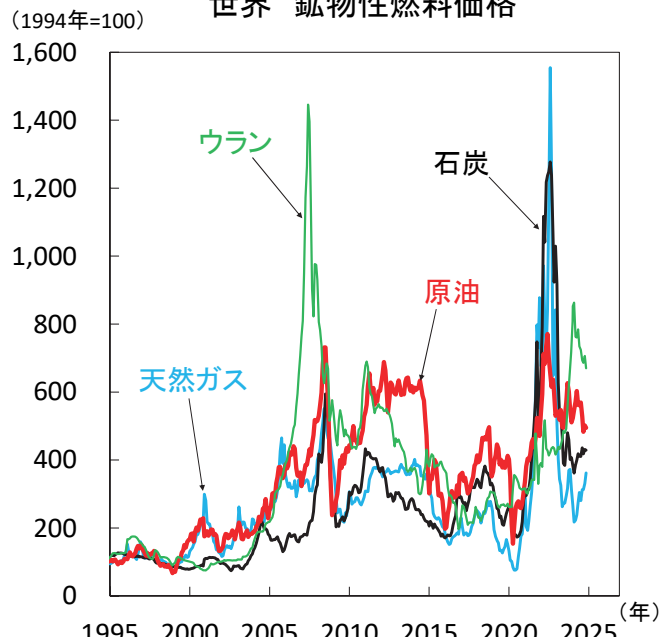
### ● 地政学リスク台頭に起因した世界の供給網混乱やエネルギー高のリスクは低下

先進国生産者物価とサプライチェーン環境



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国生産者物価を期間内の名目GDP(購買力平価ベース)で加重平均。直近値は2024年11月。  
出所) 各国統計局、IMF(国際通貨基金)、ニューヨーク連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 鉱物性燃料価格

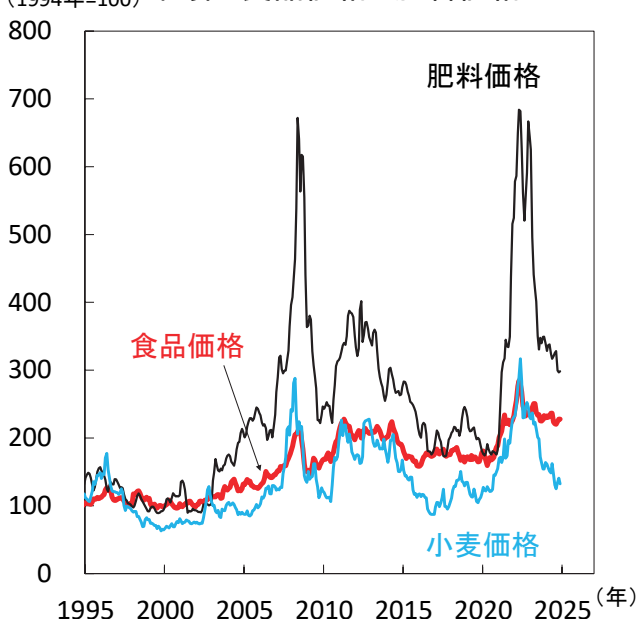


注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年11月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 気候変動に伴う食品価格への影響や、脱炭素に伴う工業資源の需給変化に注意

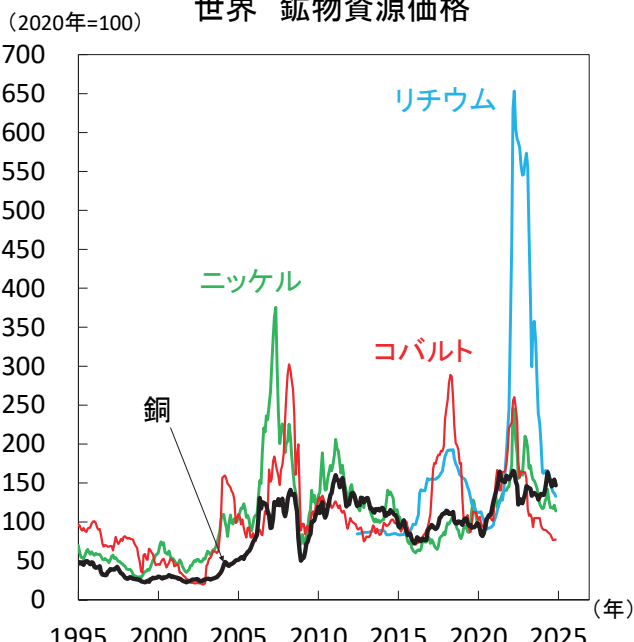
世界 食品価格と肥料価格



注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年11月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 鉱物資源価格



注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年11月。

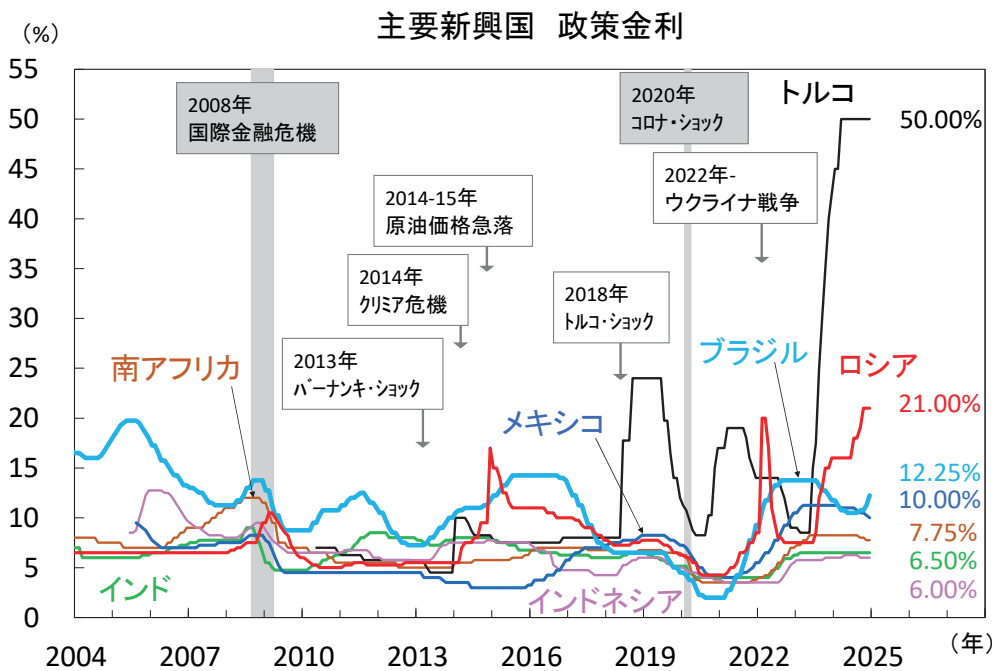
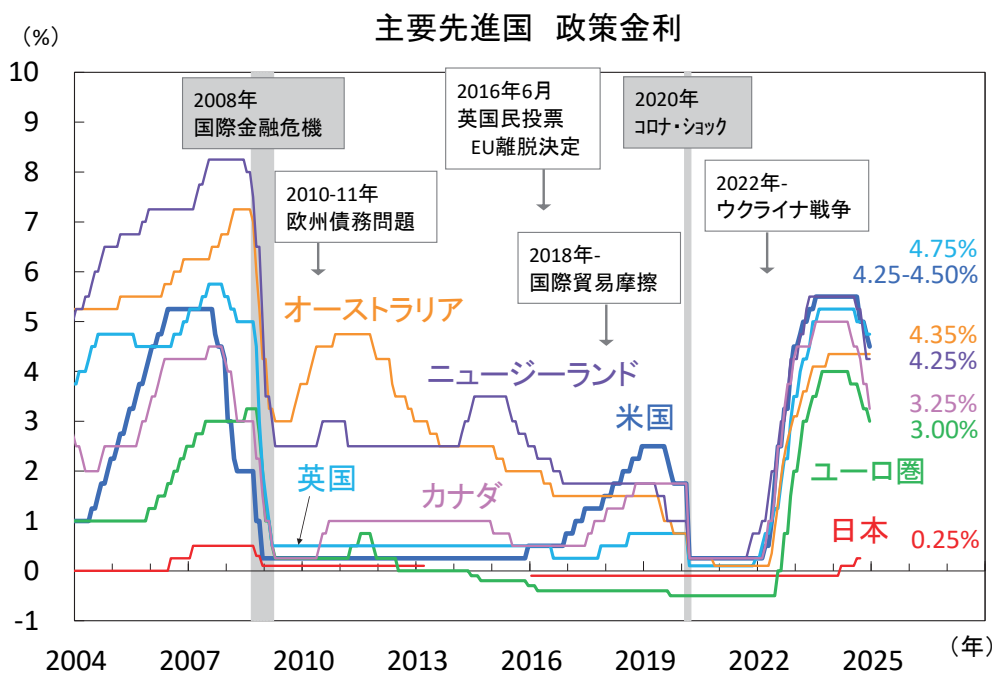
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 各国の金融政策姿勢に温度差も

- ◆ 2022年以降、各国中央銀行がインフレ収束を最優先に進めた利上げは、2023年からの世界的なインフレ鈍化を受け一巡、同年後半からは景気への配慮から利下げを模索する流れになりました。
- ◆ 2024年以降、海外中銀は景気減速阻止に向けそろって利下げを開始しましたが、インフレ再燃への警戒感も根強くあるようです。足元は、利下げ見送りが続くオーストラリア、利下げに慎重となり始めた米国・英国、利下げ続行を示唆するユーロ圏・カナダなど、政策姿勢に温度差が見られます。

### ● 海外先進国は2025年以降も利下げを継続する方針



注) 米国はFF目標金利(レンジ上限値で図示)、日本は無担保コール翌日物金利(マネタリーベースが政策目標となった2013年4月4日から2016年1月28日まではデータなし、2016年1月29日から2024年3月20日までは政策金利残高適用金利)、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、英国はバンクレート、カナダは翌日物貸出金利、オーストラリアとニュージーランドはキャッシュレート、インドと南アフリカはレボ金利、メキシコは翌日物金利、インドネシアは7日物リバース・レボ金利(2016年8月18日までBI金利のためデータ不連続)、ブラジルはSELIC金利、ロシアは1週間物入札レボ金利(2011年5月29日までは翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までは翌日物レボ入札金利のためデータ不連続)、トルコは1週間物レボ金利(2010年5月18日まで翌日物借入金利のためデータ不連続)。直直値は2024年12月19日。

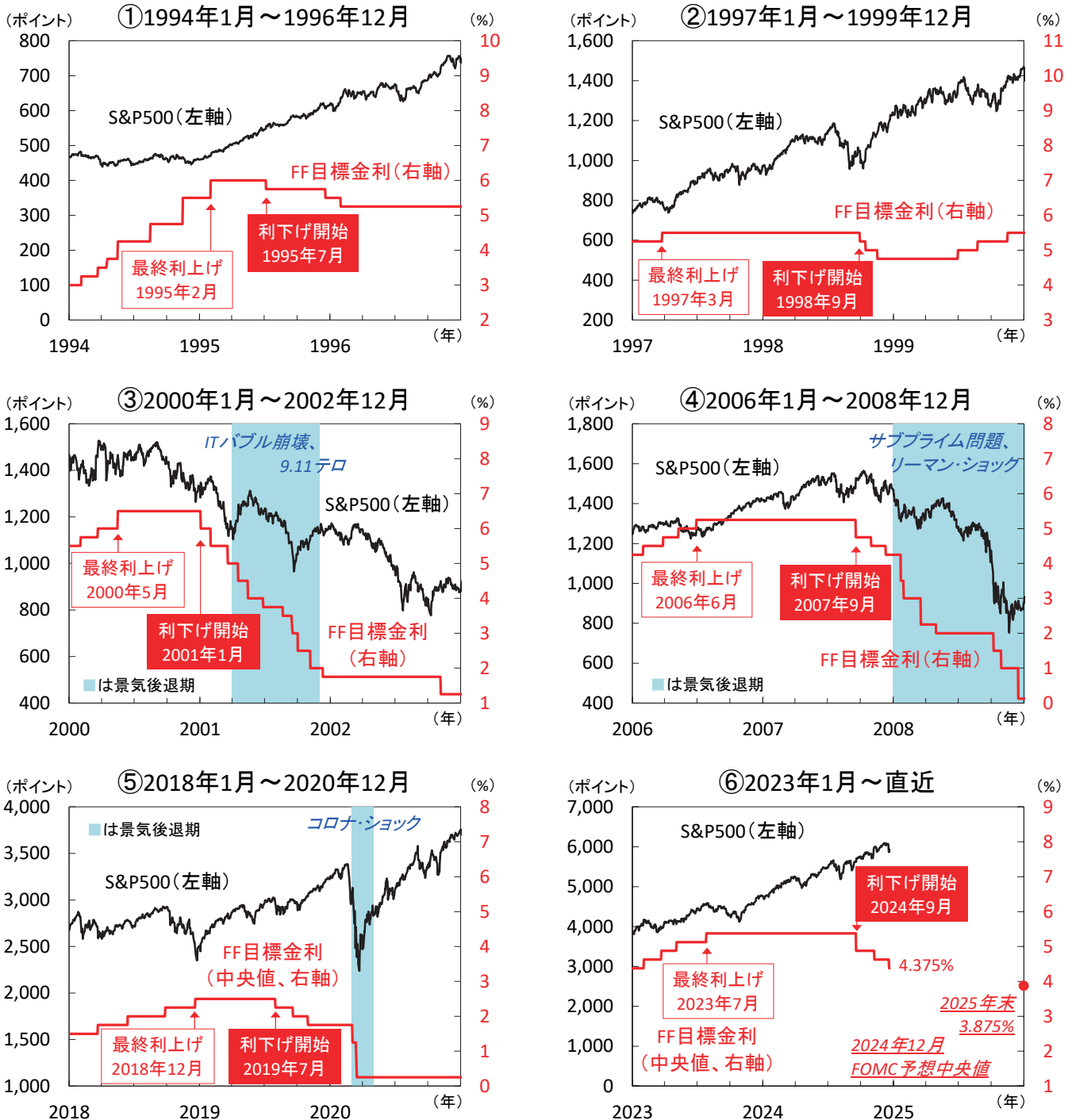
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 「予防的利下げで景気軟着陸」の確度が増すかが焦点に

- ◆ 当面の株式市場では、米国の利下げが焦点ですが、そのペースや幅により、市場の捉え方は変わるとみまます。過去の例を見ると、①1995～96年、②1998年、⑤2019年の局面は、景気が底堅く、利下げはあくまで予防的措置にとどまるとの見方から、中長期的な株高基調は崩れませんでした。
- ◆ 一方、③2001～02年、④2007～08年、⑤2020年の利下げ局面は株価が急落しました。景気失速で、危機対応型(大幅かつ長期)の利下げになったことも、市場の不安心理を増幅させた模様です。

### ● 利下げが小幅かつ一時的にとどまるのは、景気が強いことの裏返し

#### 米国 金融政策転換(利上げ→利下げ)局面の株価



注) データは日次。景気後退期はNBERに基づく。  
 図⑥のFOMC(連邦公開市場委員会) 予想中央値は2024年12月開催時点の値。直近値は2024年12月20日。

出所) FRB(連邦準備理事会)、NBER(全米経済研究所)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2025年からのトランプ第二幕を前に揺れる世界経済

- ◆ 世界は新型コロナを乗り越えたのも束の間、2022年にウクライナ戦争、2023年にパレスチナ紛争が勃発、その支援体制を巡り、米欧西側諸国と中露、さらには新興国との溝も深まりつつあります。
- ◆ 2024年の先進国は、7月に英国で政権交代、10月に日本で与党が衆院選惨敗、11月にドイツで連立政権崩壊、12月にフランスで3度目の首相交代、韓国で大統領弾劾と政治面が大きく揺れました。2025年の米国第一主義を掲げるトランプ政権誕生で、リーダー不在の状態が続く懸念もあります。

### ● 2025年はドイツ、豪州、日本(参院選)、カナダなどで国政選挙を控える

#### 2025年 世界・主要国の注目日程(上段:金融政策、下段:政治)

	米国		日本		欧州		オーストラリア(豪)	
1月	28-29日	FOMC	23-24日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	30日	ECB理事会		
2月							17-18日	金融政策決定会合
3月	18-19日 未定	FOMC(+経済見通し) パウエルFRB議長 半定期例議会証言	18-19日	日銀金融政策決定会合	6日	ECB理事会(+経済見通し)	31-1日	金融政策決定会合
4月			30-1日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	17日	ECB理事会		
5月	6-7日	FOMC					19-20日	金融政策決定会合
6月	17-18日	FOMC(+経済見通し)	16-17日	日銀金融政策決定会合 (長期国債買入れの 減額計画の中間評価)	5日	ECB理事会(+経済見通し)		
7月	29-30日 未定	FOMC パウエルFRB議長 半定期例議会証言	30-31日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	24日	ECB理事会	7-8日	金融政策決定会合
8月	未定	ジャクソンホール会合					11-12日	金融政策決定会合
9月	16-17日	FOMC(+経済見通し)	18-19日	日銀金融政策決定会合	11日	ECB理事会(+経済見通し)	29-30日	金融政策決定会合
10月	28-29日	FOMC	29-30日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	30日	ECB理事会		
11月							3-4日	金融政策決定会合
12月	9-10日	FOMC(+経済見通し)	18-19日	日銀金融政策決定会合	18日	ECB理事会(+経済見通し)	8-9日	金融政策決定会合

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

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

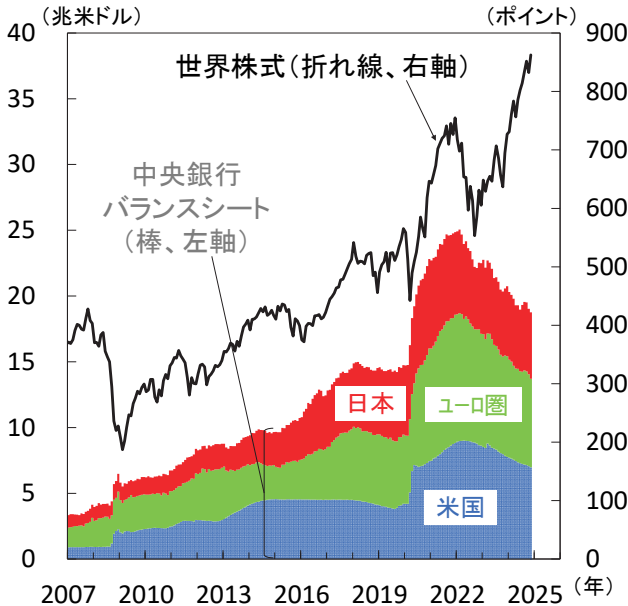
出所) 各種資料、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2. 注目点：くすぶる火種 ①政策転換：市場は冷静さを保てるか

- ◆ 近年の世界的株高は、先進国主導の金融緩和による巨額の流動性供給に支えられた面が大きく、特にけん引役の米国市場に過熱感がないか目配りが必要です。また米欧中銀は利下げに転換も、資産圧縮は続けており、金融引き締め措置が完全に終わっていない点に留意する必要があります。
- ◆ 政治・政策面では、欧州における既成与党(中道派)の退潮とポピュリズム台頭、中国は習主席独裁体制による政策不確実性上昇、コロナ・ショック後に膨張した財政の正常化リスクも要注意です。

### ● 米欧の量的金融引き締めは継続中、米国株式に過熱感がないかは常に注意を

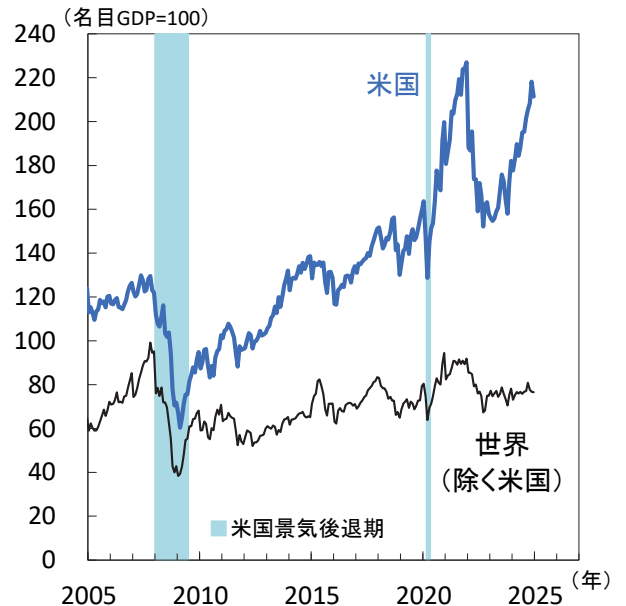
米欧日中央銀行バランスシートと世界株式



注) 世界株式はMSCI ACWI (米ドル)。日本・ユーロ圏のバランスシートは各月末時点の為替相場で米ドル換算。直近値は2024年11月。

出所) FRB、ECB、日本銀行、MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 株式時価総額(名目GDP比)

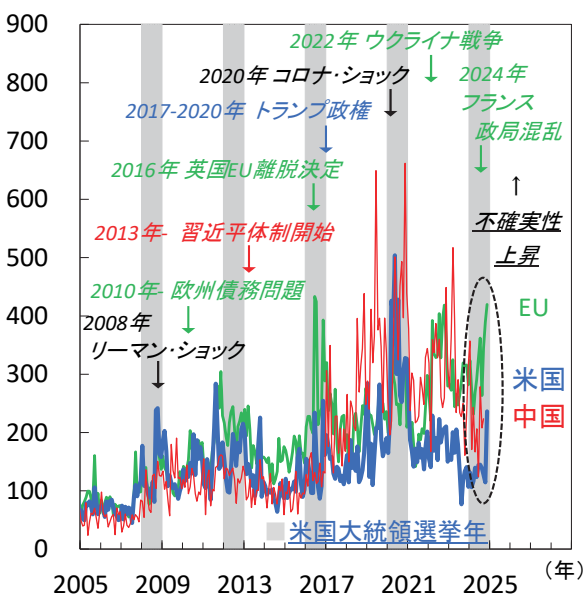


注) 株式時価総額はBloomberg集計値、名目GDPはIMF World Economic Outlook (2024年10月)に基づく。直近値は2024年12月(12月20日時点)。

出所) IMF、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 近年は中国や欧州の政策不透明感が上昇、財政引き締めへの転換リスクも注意

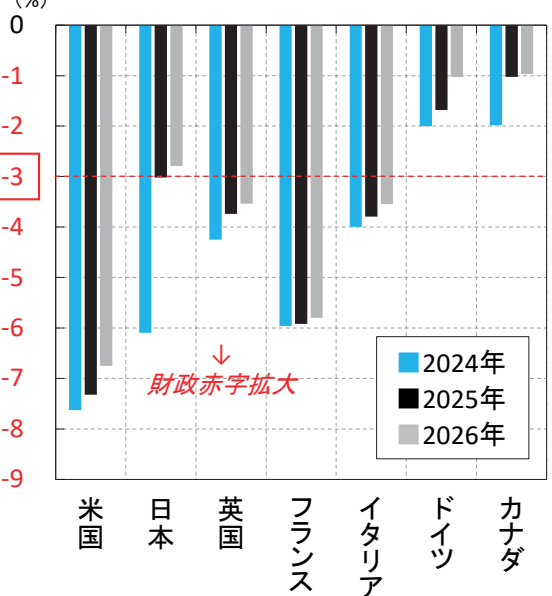
米欧中 経済政策不確実性指数



注) 主要新聞の経済政策に関する記事の数やエコノミストによる経済予想のばらつきなどから経済政策の不確実性を数値化した指数。直近値は2024年11月(中国のみ同年9月)。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

G7 一般政府財政収支(GDP比)



注) IMF World Economic Outlook (2024年10月)に基づく。すべてIMF予測。

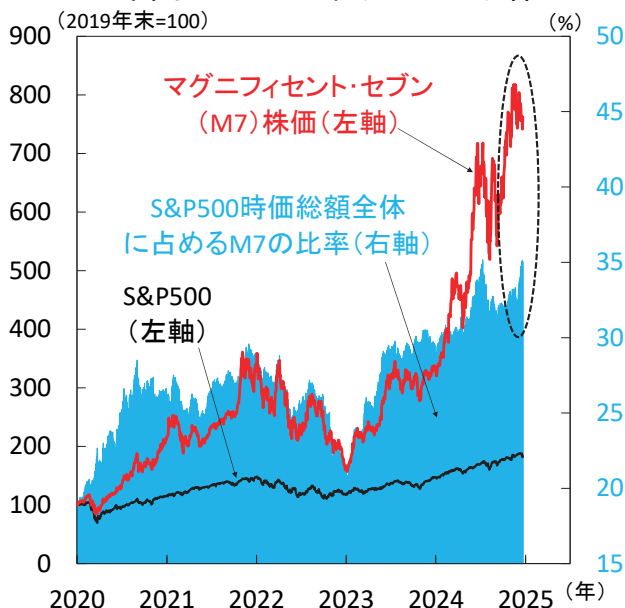
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ②巨大IT企業：急激な株高は持続可能か

- ◆ 近年の株高をけん引してきたのは紛れもなく、マグニフィセント・セブンに代表される一部の巨大IT企業です。業績は好調も、急激な株高を正当化できるレベルか、慎重に見極める必要があります。また、これらの企業に対する反トラスト法(独占禁止法)に絡む訴訟の行方なども注視されます。
- ◆ 半導体市場の動向も注目です。先行指標がピークアウトの兆しを見せるなか、市場が短期的好循環の一巡を懸念するのか、AIブームなど中長期的な強気見通しにも変化が生じるのかが焦点です。

### ● 株式市場を席卷する巨大ハイテク企業だが、独占禁止法訴訟などの向い風も

米国 S&P500と巨大ハイテク株



注) マグニフィセント・セブンはアップル、アマゾン・ドットコム、マイクロソフト、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ、エヌビディア。各企業の株価を時価総額で加重平均し算出。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年12月20日。  
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 巨大ハイテク企業を巡る主な訴訟

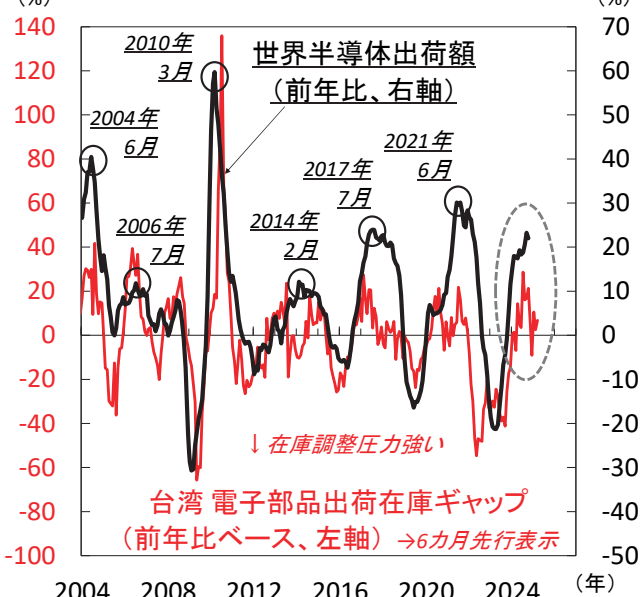
企業	主体	内容	状況
アルファベット	司法省	オンライン検索	2020年10月提訴 →2024年8月敗訴
メタ・プラットフォームズ(旧フェイスブック)	FTC	インスタグラム、ワッツアップ買収	2020年12月提訴
	FTC	VR(仮想現実)向けアプリ企業買収	2022年7月提訴 →2023年2月棄却
アマゾン・ドットコム	FTC	プライム会員登録	2023年6月提訴
	FTC	ネット通販手数料	2023年9月提訴
アップル	司法省	iPhoneおよび関連サービス	2024年3月提訴
エヌビディア	司法省	AI(人工知能)半導体	2024年9月強制調査開始
マイクロソフト	FTC	ゲーム大手買収(2023年10月完了)	2022年12月提訴 →2023年7月棄却
	FTC	クラウドサービス	2024年11月調査開始

注) FTC(米連邦取引委員会)は反トラスト法(独占禁止法)順守を監視、米司法省とともに同法の執行を行う独立機関。2024年12月20日までの情報に基づく。

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 半導体市場の強気見通しに変化は？先行指標や関連分野は先行きの減速を示唆

世界半導体出荷と台湾電子部品市況



注) 世界半導体出荷額は3カ月移動平均、直近値は2024年10月。台湾電子部品出荷在庫ギャップは出荷-在庫(ともに前年比)、直近値は2024年9月。

出所) SIA(半導体工業会)、台湾經濟部より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 建設支出額(業種別、前年比)



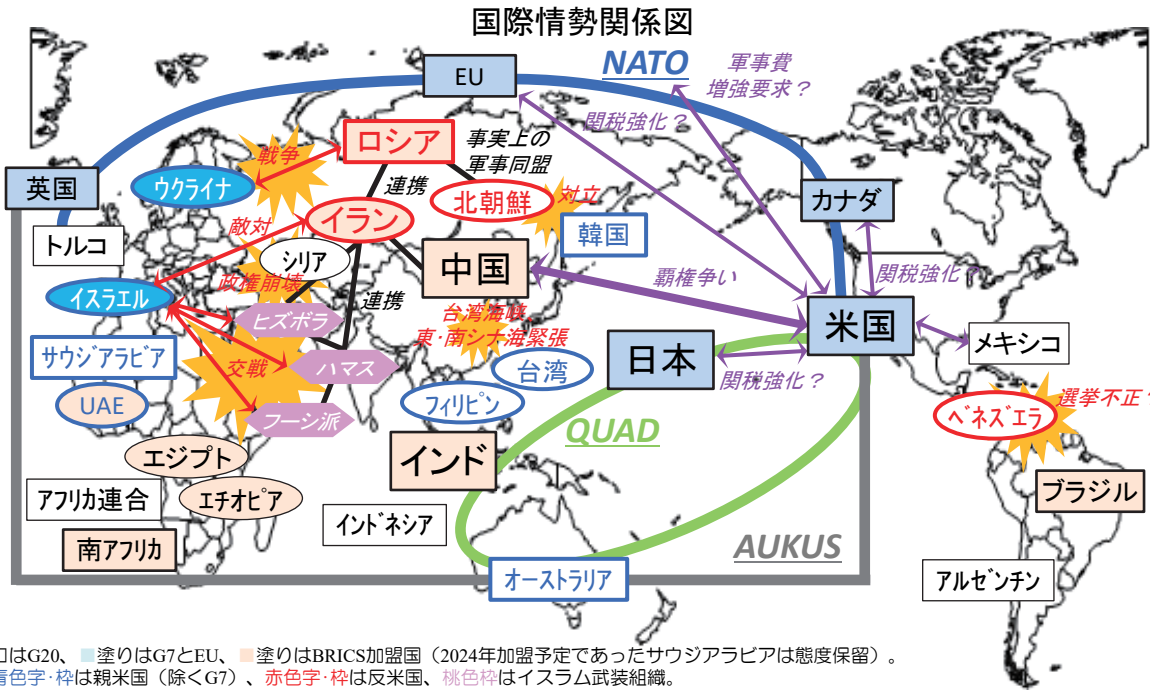
注) 直近値は2024年10月。

出所) 米商務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ③国際分断：岐路に立つグローバル経済

- ◆ 米欧先進国はウクライナ侵攻のロシアを非難、ガザ侵攻のイスラエルを擁護で一致していますが、こうした外交姿勢や価値観(主義・思想など)を巡り、新興国と温度差を感じさせる面もあります。
- ◆ 経済覇権を握るべく、米欧西側諸国と中露など反米勢力の間では、グローバル・サウスなど新興国を自陣営に取り込もうと、水面下で激しい政治的駆け引きが続いています。巨大な経済・軍事力を盾に民主主義を掲げる米欧主導が続くか、中国・ロシアなど権威主義国主導で進むのか注目です。

#### ● ウクライナ戦争を機に世界の分断が加速、米トランプ政権復活でさらに不安定化も



出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 重要資源を有する新興国、ただし政治体制などの面で先進国とは一線を画す

##### 主要穀物・鉱物の生産量シェア(上位5カ国・地域)

小麦	トウモロコシ	大豆
中国 17.7%	米国 31.6%	中国 29.9%
EU 15.3%	中国 24.0%	米国 18.9%
インド 14.3%	ブラジル 10.4%	ブラジル 15.3%
ロシア 10.3%	EU 4.8%	アルゼンチン 11.7%
米国 6.8%	アルゼンチン 4.2%	EU 4.4%

銅	ニッケル	パラジウム
チリ 22.7%	インドネシア 50.0%	ロシア 43.8%
ペルー 11.8%	フィリピン 11.1%	南アフリカ 33.8%
コンゴ 11.4%	ニューカレドニア 6.4%	カナダ 7.6%
中国 7.7%	ロシア 5.6%	ジンバブエ 7.1%
米国 5.0%	カナダ 5.0%	米国 4.7%

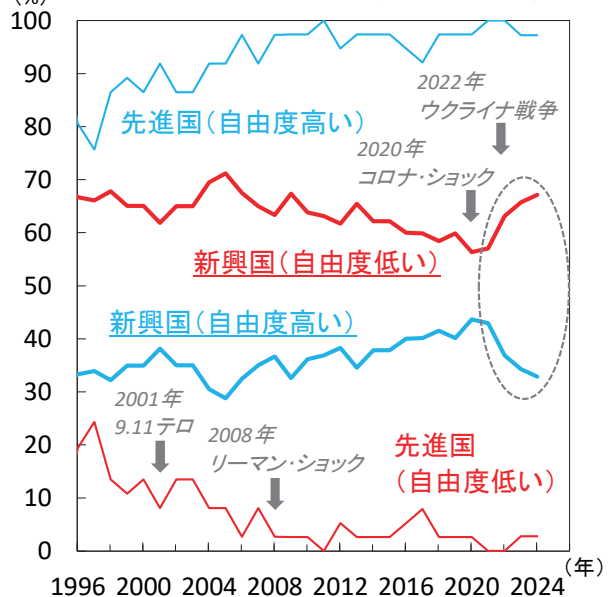
  

コバルト	リチウム	レアアース
コンゴ 73.9%	オーストラリア 47.8%	中国 68.6%
インドネシア 7.4%	チリ 24.4%	米国 12.3%
ロシア 3.8%	中国 18.3%	ミャンマー 10.9%
オーストラリア 2.0%	アルゼンチン 5.3%	オーストラリア 5.1%
マダガスカル 1.7%	ブラジル 2.7%	タイ 2.0%

注) ■は新興国。小麦・トウモロコシ・大豆は2024-2025年、銅・ニッケル・パラジウム・コバルト・リチウム・レアアースは2023年。

出所) FAO(国連食糧農業機関)、USGS(米地質調査所)より三菱UFJアセットマネジメント作成

##### 世界 経済自由度指数でみた分類



1996 2000 2004 2008 2012 2016 2020 2024 (年)

注) 経済自由度を4カテゴリ(法の支配、政府の規模、規制の効率性、市場開放)の12項目から0-100で採点。ここでは簡便化のために60以上を自由度高い国、60未満を低い国とした。地域分類はIMF。直近値は2024年(対象は先進国36、新興国140カ国)。

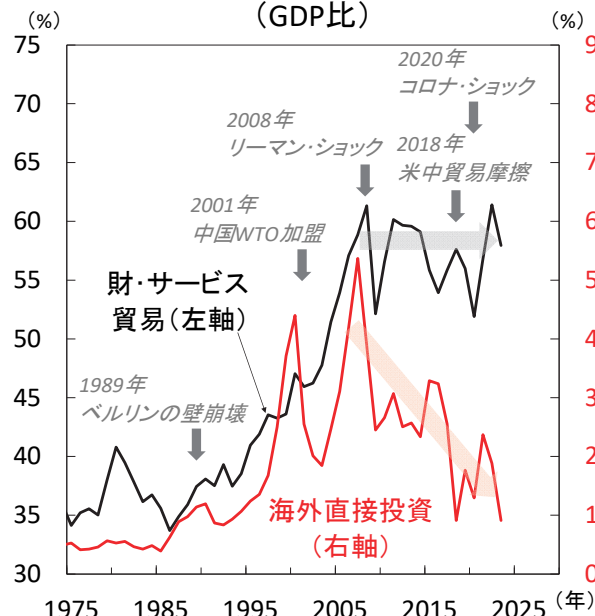
出所) 米国ヘリテージ財団、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 性急な中国離れがはらむリスク

- ◆ 東西冷戦終結後の世界経済は、ヒト・モノ・カネが国境を越え自由に動くグローバル化が進展、中国などの新興国も加わり、経済効率性を重視した国際分業体制が確立され安定成長が続きました。
- ◆ 近年、経済安全保障がキーワードとなるなか、先進国では、経済力を武器に威圧的外交が目立つ中国との関係を見直し、デリスキング（依存低下）やデカップリング（切り離し）の動きを強めています。ただし、中国景気（内需）低迷は同国からのデフレ輸出という新たな火種を招く懸念もあります。

### ● 近年は国際的な貿易・投資活動に停滞感、世界の分断や中国依存脱却も一因か

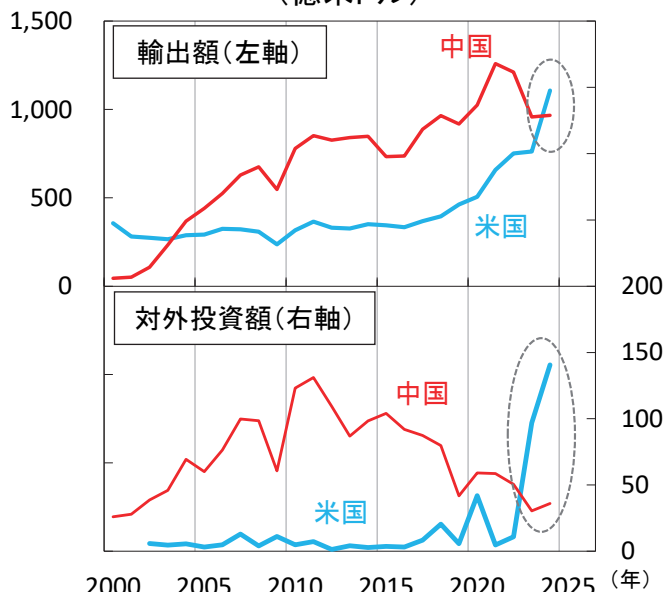
世界 貿易取引額と海外直接投資額 (GDP比)



注) 直近値は2023年。

出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

台湾 対中・対米輸出額と投資額 (億米ドル)

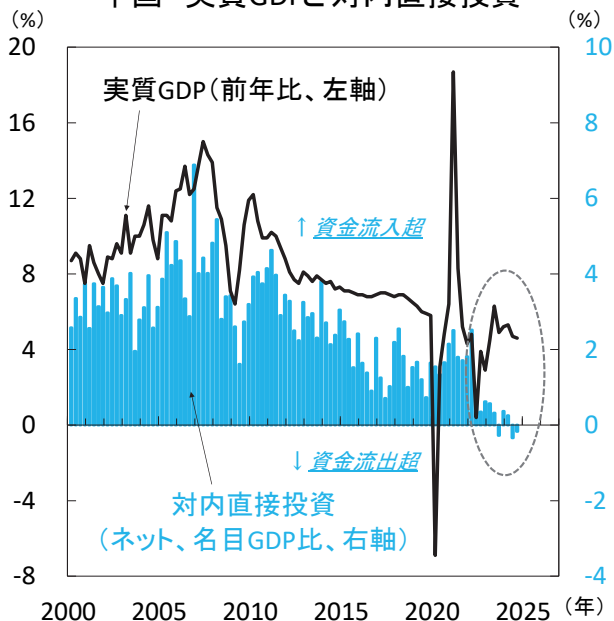


注) ともに年間累計ベース。直近値は2024年(同年1-11月累計)。

出所) 台湾財政部より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 内需不振の中国が外需に活路求めるなかで、デフレ輸出の問題も表面化

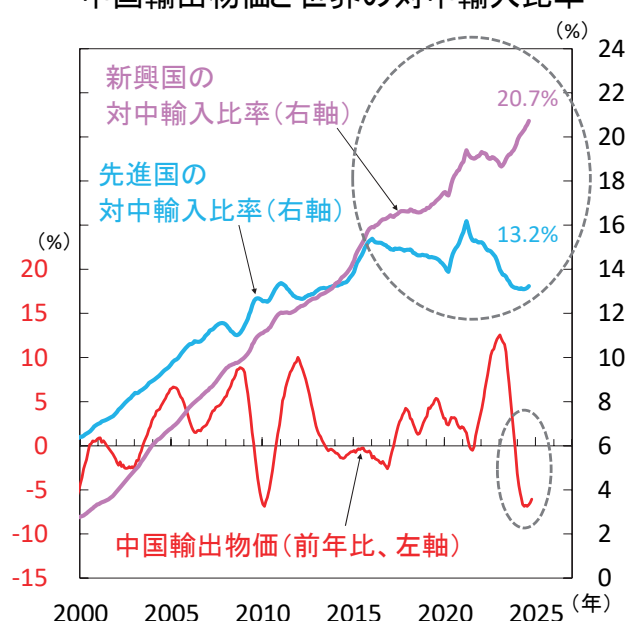
中国 実質GDPと対内直接投資



注) 直近値は2024年7-9月期。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

中国輸出物価と世界の対中輸入比率



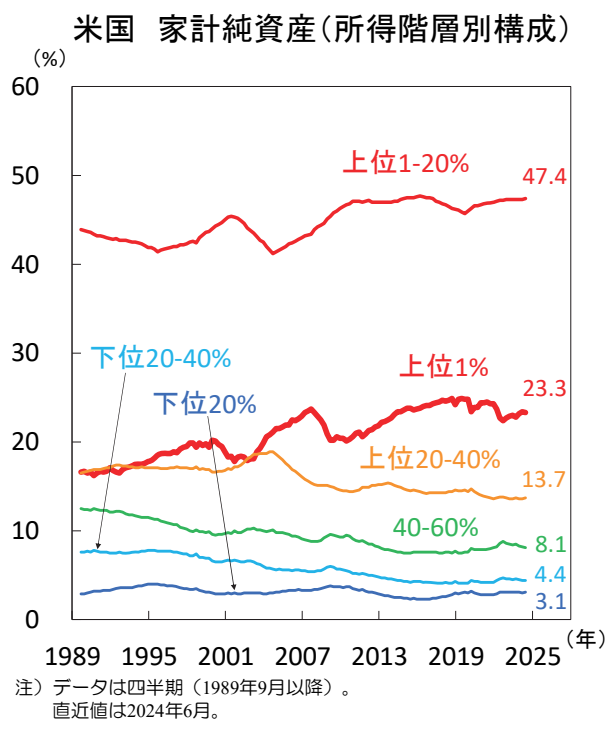
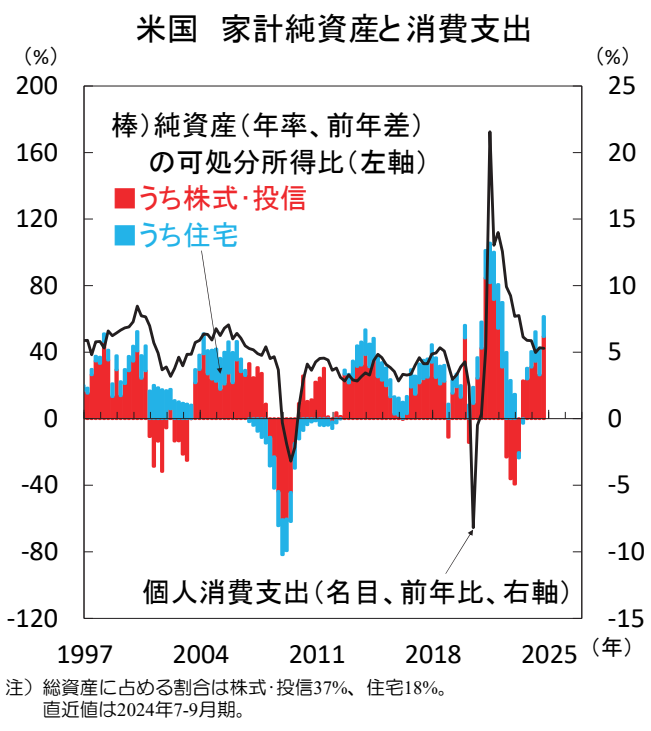
注) 中国輸出物価は12カ月移動平均、対中輸入比率は12カ月移動累計。直近値は2024年10月(対中輸入比率は同年8月)。

出所) 中国国家统计局、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ④金融緩和の弊害：富の偏在

- ◆ 近年、米国では経済成長を上回る速度で株式や住宅など資産価格が上昇、家計に資産（所得増）効果がもたらされ、消費堅調の一因となりました。かりに、2022年来の金融引き締め効果が顕在化し、資産価格が下落に転じれば、逆資産（所得減）効果を通じた景気悪化リスクが高まります。
- ◆ 他方、資産価格上昇の恩恵は、相対的に富裕層、高学歴層、高齢者層が享受してきた印象です。ただし、こうした富の偏在は、恩恵の低い階層の不公平感を募らせ、分断を深めるリスクもあります。

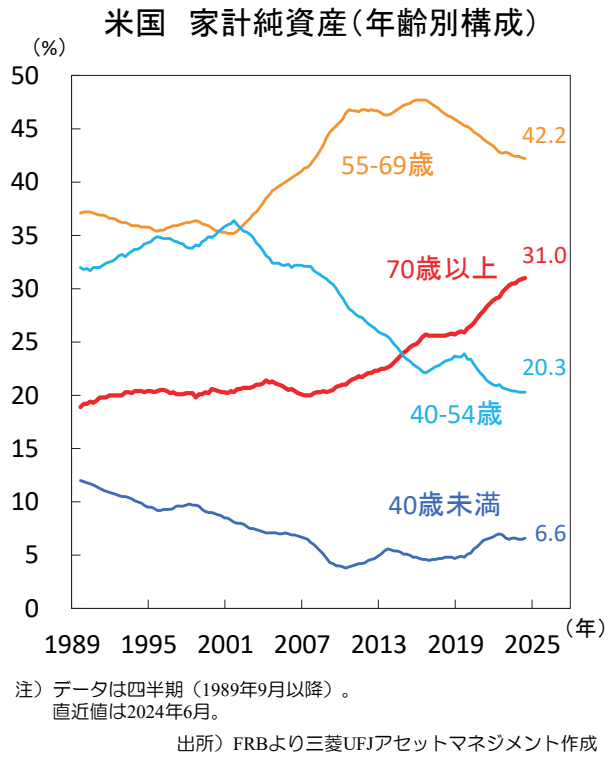
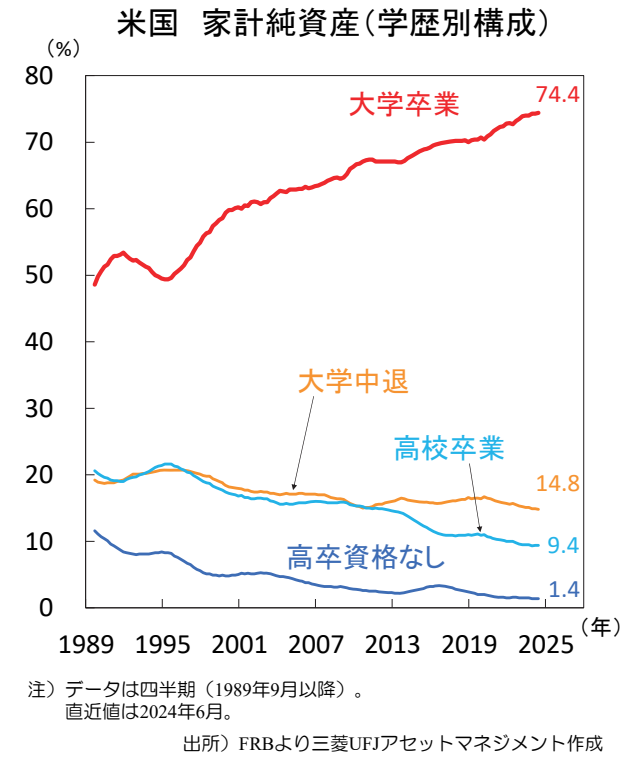
#### ● 米国の個人消費安定に寄与した資産高、だがその恩恵は富裕層に集中



出所) 米商務省、FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 学歴や年齢別でも顕著な富の格差、高齢層の購買力は軽視できないレベルに

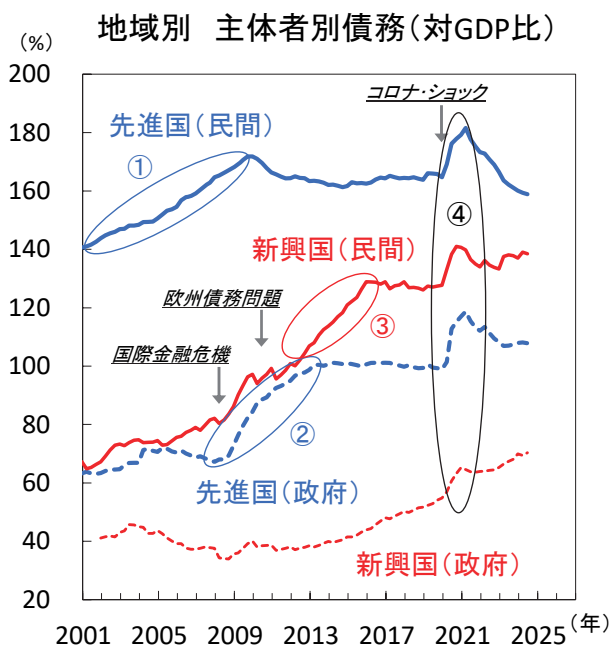




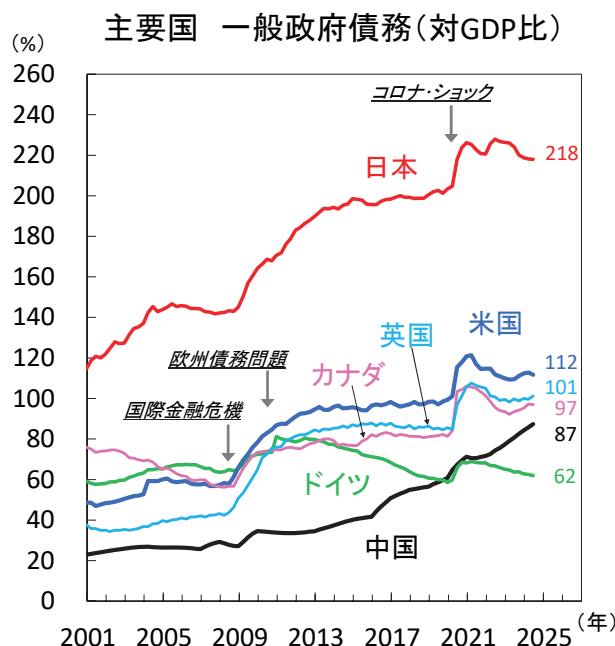
### 膨張した債務の後始末に苦慮

- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の中心は、国際金融危機後に先進国民間から政府(左上図①→②)、欧州債務問題などを経て新興国へと移り(③)、コロナ・ショック後は世界全体へ広がりました(④)。
- ◆ 金融引き締めを機に表面化するのには、信用供与された側の資金繰り能力の優劣です。相対的に経済力や金融システムが弱い新興国が外貨(特に米ドル)調達難に直面、または、過去の日米のように、資産バブル崩壊で民間部門が債務返済に窮し景気が失速、などのリスクがあります。

### ● 債務拡大は先進国から新興国にも波及、近年は中国の債務拡大が目立つ

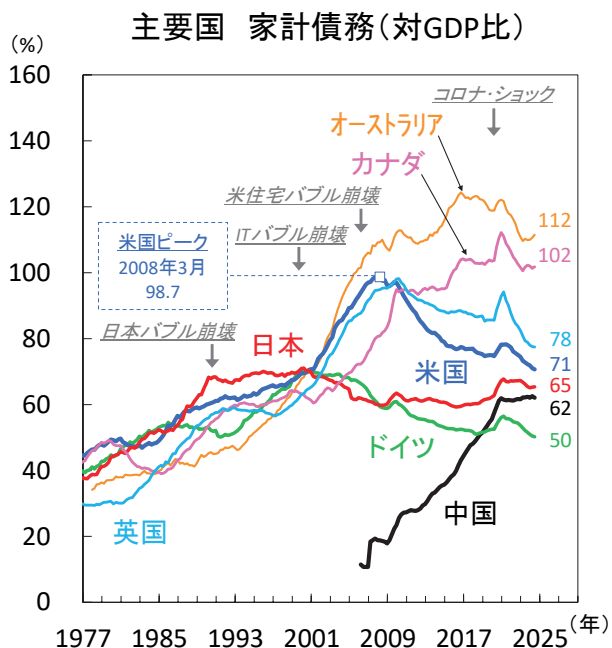


注) 銀行貸出と債券の合計。  
GDPは購買力平価(2007年までの新興国政府は名目GDP)ベース。  
直近値は2024年6月(四半期)。  
出所) BIS(国際決済銀行)より三菱UFJアセットマネジメント作成

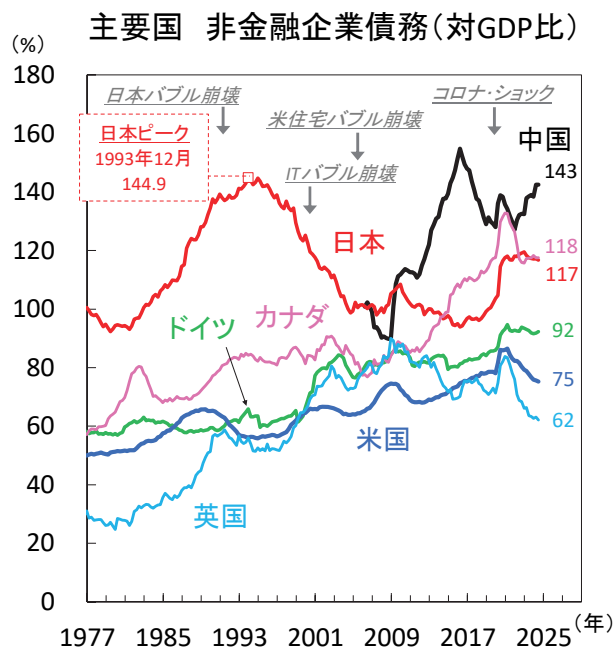


注) 直近値は2024年6月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 家計や企業など民間の債務が持続可能な水準にあるかは常に注視が必要



注) 家計は非営利団体含む。  
値はオーストラリアが1977年12月、中国が2006年3月以降。  
直近値は2024年6月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

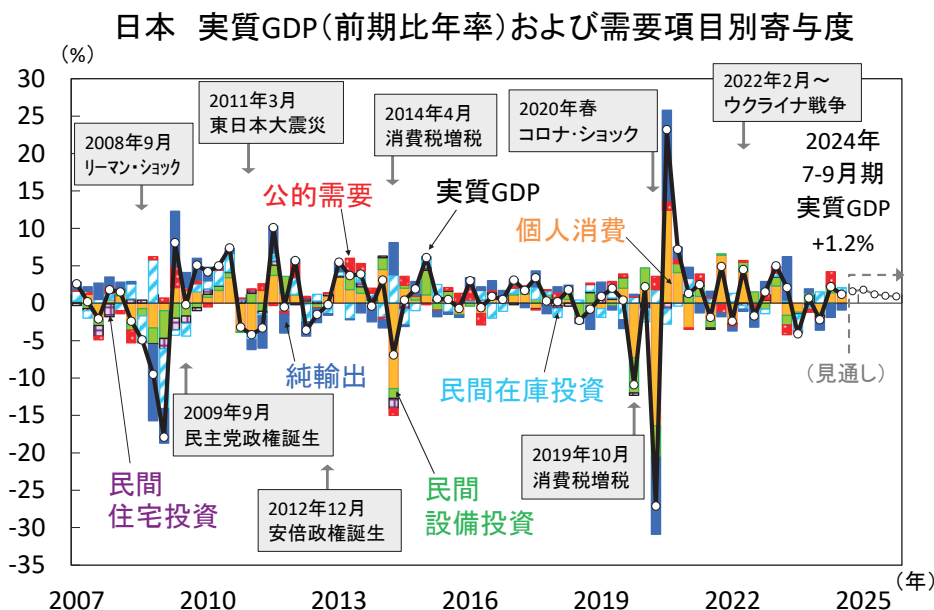


注) データは中国が2006年3月以降。  
直近値は2024年6月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 3. 日本経済：GDP成長率は緩やかな回復、追加利上げ時期が焦点

- ◆ 2024年7-9月期の実質GDPは2四半期連続でプラス成長となりました。需要項目別にみると、賃金の上振れを背景に個人消費を中心とした民間需要がプラスとなり、公的需要が増加した一方、純輸出の寄与度はマイナスとなりました。10-12月期は個人消費を中心に回復基調が続くとみえています。
- ◆ 鉱工業生産は10-12月期は持ち直したものの先行き見通しは弱含んでいます。また、日銀短観の大企業業況判断DIは製造業は改善、非製造業は悪化しました。先行きは悪化が見込まれています。

#### ● 2024年7-9月期は内需牽引で実質GDP前期比は2四半期連続でプラス

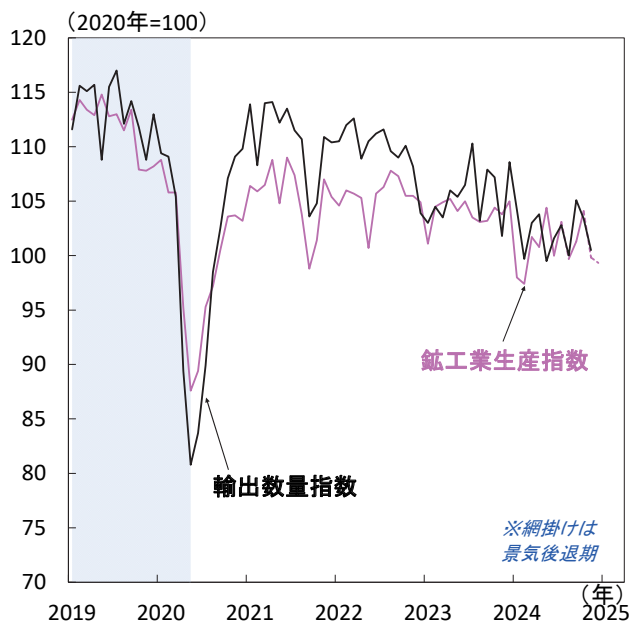


注) 実績の直近値は2024年7-9月期(2次速報値)。2024年10-12月期～2025年10-12月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 鉱工業生産は先行き見通し弱含み、日銀短観の大企業製造業業況判断DIは改善

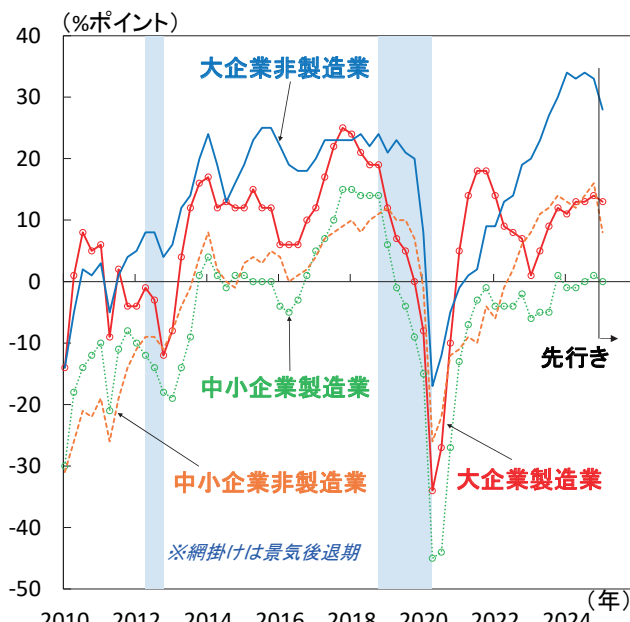
日本 鉱工業生産と輸出数量



注) 直近値は鉱工業生産は2024年10月(実績)、輸出数量は同年11月。生産は同年11-12月の製造工業生産予測の伸び(11月は経済産業省修正値)で延長。

出所) 財務省、経済産業省、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 日銀短観における業況判断DI



注) 直近値は2024年12月の最近および先行き。業況判断DIは「良い」-「悪い」。網掛けは景気後退期。

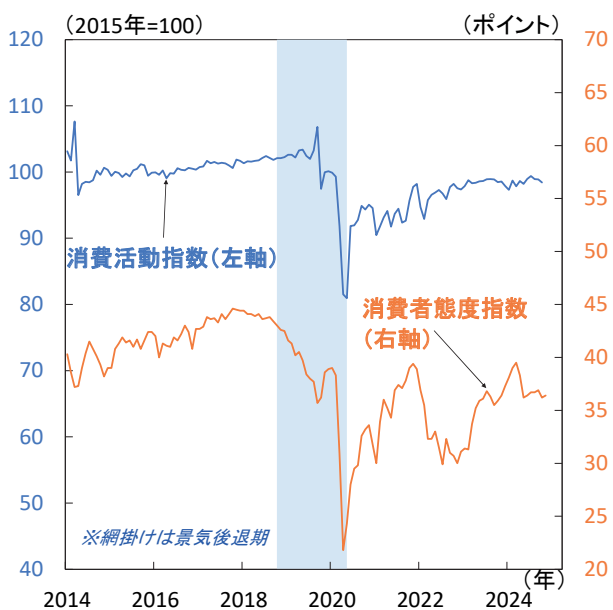
出所) 日本銀行、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 実質賃金がプラスに定着し消費が上向くか

- ◆ 2024年後半は、消費者態度指数が下げ止まり、消費者マインドに改善の兆しがみられます。2025年はサービス支出を中心に個人消費が上向き、GDP成長率を押し上げるかが焦点となりそうです。
- ◆ インバウンド需要は堅調に推移しています。2024年は、名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金が前年比でプラスに転じる局面もありました。連合は2025年春闘において全体では5%、中小企業では6%の目安で賃上げ要求を行う予定です。今後、所得増加が消費に波及するかが焦点です。

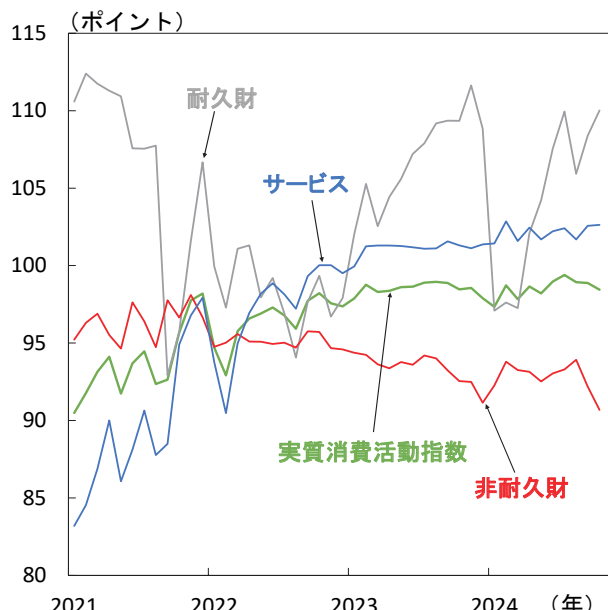
### ● 2025年は消費者マインドが改善し、非耐久財消費が上向くか

日本 消費活動指数と消費者態度指数



注) 直近値は消費活動指数が2024年10月、消費者態度指数は同年11月。  
出所) 内閣府、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

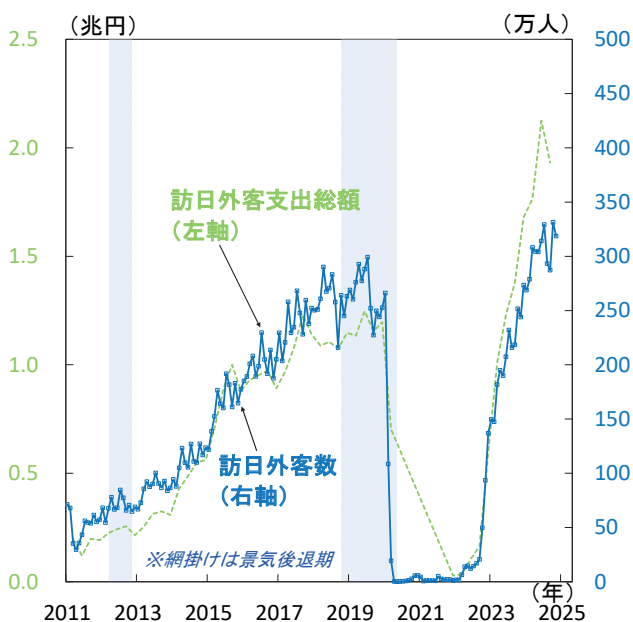
日本 実質消費活動指数の内訳



注) 直近値は2024年10月。  
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

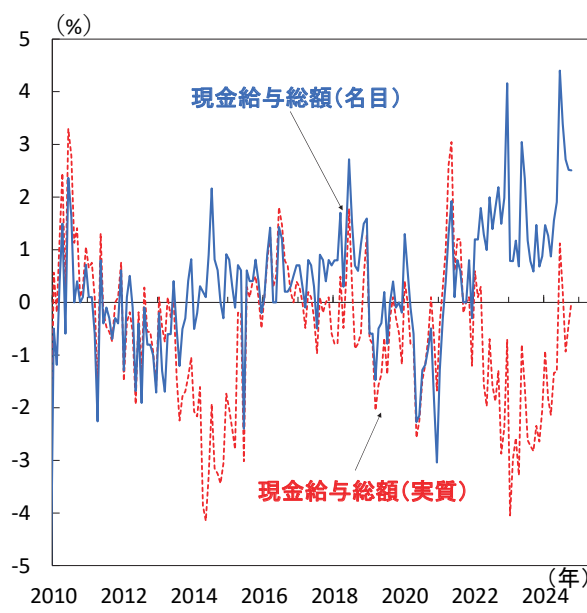
### ● インバウンド需要は堅調、2025年春闘では高水準の賃上げ率が期待される

日本 訪日外客数と消費額



注) 直近値は訪日外客数は2024年11月、訪日外国人消費額が2024年7-9月期。  
出所) 日本政府観光局、観光庁、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 現金給与総額(前年比)



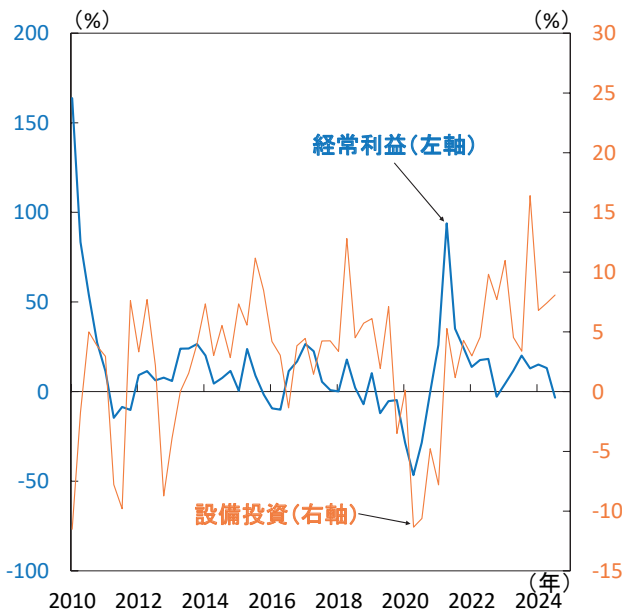
注) 直近値は2024年10月。  
出所) 厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 政府の経済対策によるGDP成長率押し上げ効果に期待

- ◆ 法人企業統計によると経常利益が軟調な一方、設備投資は製造業を中心に堅調な伸びとなっています。企業の人手不足感が継続する中、2025年は省力化投資が進むかが注目されそうです。
- ◆ 政府は2024年11月に「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」を閣議決定。経済対策がGDP成長率を押し上げることが期待されます。一方、貿易収支は赤字で推移しており2025年はトランプ次期大統領による関税政策によって日本の輸出が下振れる可能性に注意が必要です。

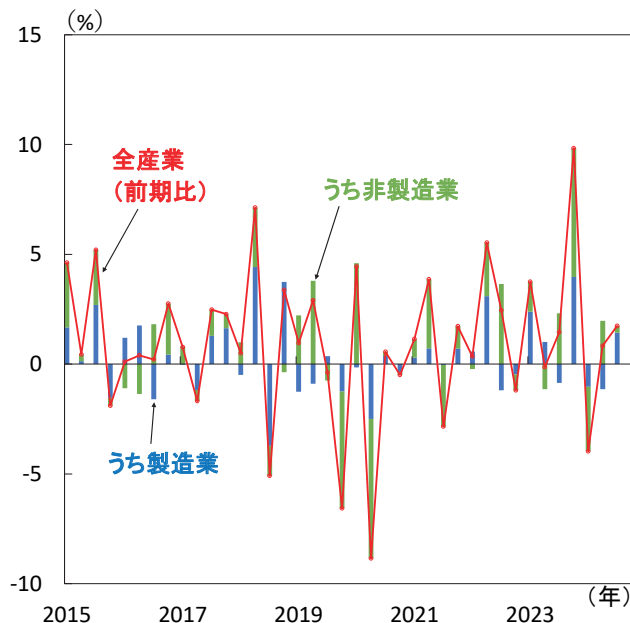
### ● 設備投資は堅調、GDP成長率押し上げへの寄与が期待される

日本 経常利益と設備投資(前年比)



注) 直近値は2024年7-9月期。法人企業統計の金融・保険業を除くベース。  
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 設備投資(前期比)



注) 直近値は2024年7-9月期。  
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

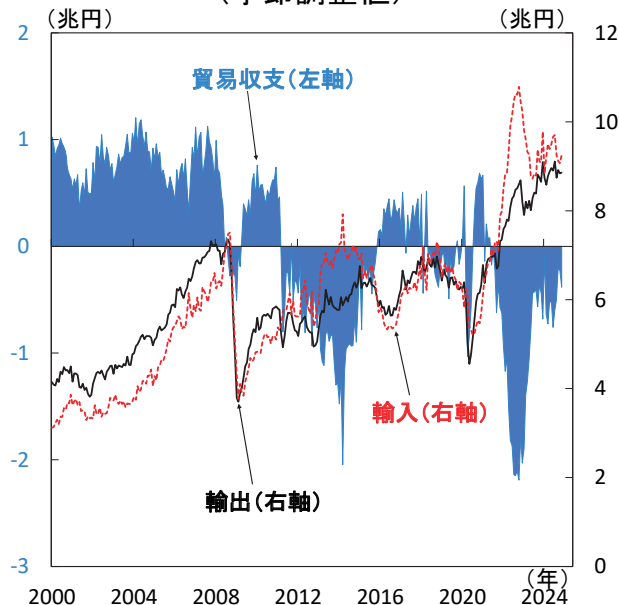
### ● 石破政権は新たな経済対策を決定、2025年は外需が下振れる可能性に注意

日本「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」

3本の柱 (赤字は財政支出額)	主な内容
<b>日本経済・地方経済の成長</b> (全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす) 10.4兆円	<ul style="list-style-type: none"> <li>賃上げ環境の整備</li> <li>地方創生2.0</li> <li>成長力の強化</li> </ul>
<b>物価高の克服</b> (誰一人取り残されない成長型経済への移行に道筋をつける) 4.6兆円	<ul style="list-style-type: none"> <li>低所得者への支援</li> <li>物価高対策の推進</li> <li>物価高の影響を受ける業種への支援</li> <li>エネルギーコスト上昇への体制強化</li> </ul>
<b>国民の安心・安全の確保</b> (成長型経済への移行の礎を築く) 6.9兆円	<ul style="list-style-type: none"> <li>自然災害からの復旧・復興</li> <li>外交・安全保障環境の変化への対応</li> <li>防犯対策・闇バイト対策</li> <li>子育て支援、女性・高齢者の活用</li> </ul>

注) 2024年11月「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策—全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす—」。  
事業規模は39兆円程度、財政支出21.9兆円程度、  
2024年度補正予算計上額は13.9兆円。  
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 輸出入額と貿易収支  
(季節調整値)

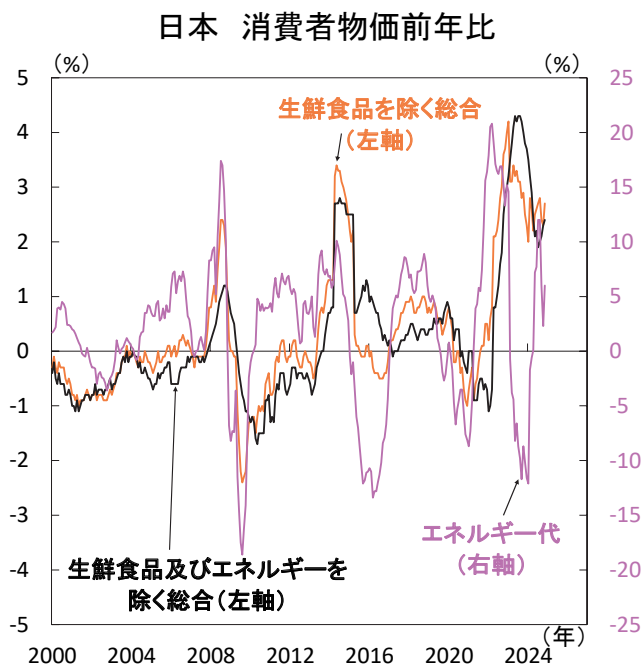


注) 直近値は2024年11月。  
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 石破政権支持率や政府によるデフレ脱却宣言があるかに注目

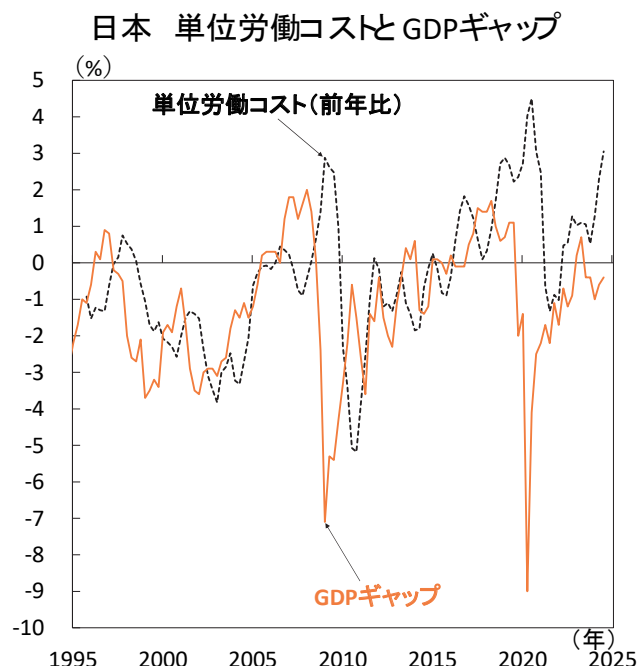
- ◆ 物価がエネルギー代を中心に高止まりする中、日銀の物価安定目標であるインフレ率2%の達成を見据え、2025年にGDPギャップがプラスに転じ、政府がデフレ脱却を宣言できるかが焦点です。
- ◆ 内閣・自民党支持率が回復する中、2025年前半には同年度予算案の成立に注目が集まります。また、2024年10月27日に行われた衆議院議員選挙にて、与党である自民・公明党が過半数の議席を下回っており、2025年7月に行われる予定の参議院議員選挙で与党が勝利できるのか注目です。

### ● インフレ率が高止まりする中、デフレ脱却が明確になるかが焦点



注) 直近値は2024年11月。対象は全国。

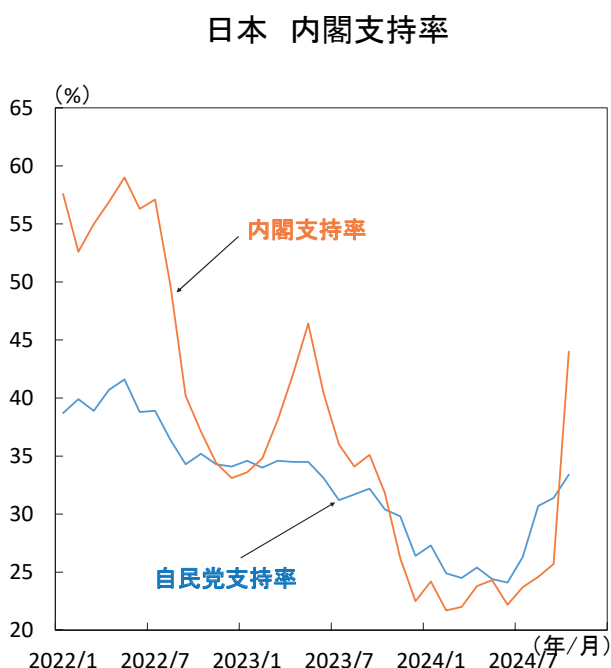
出所) 総務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年7-9月期。GDPギャップは内閣府推計、単位労働コストは名目労働者報酬÷実質GDPにより算出(4四半期移動平均)。

出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 石破政権への交代で内閣支持率が回復する中、2025年前半は政府予算案に注目



注) 直近値は2024年10月。

出所) REAL POLITICS JAPANより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 日本 2025年の主な政治イベント

1月	通常国会召集
3月31日	・2024年度補正予算 ・2025年度当初予算案 ・税制改革関連法成立期限
6月	通常国会会期末
6月	骨太方針閣議決定
7月	参議院議員選挙
7月中旬	2026年度税制改革大綱 与党決定
7月	2026年度予算案・ 税制改革大綱を閣議決定

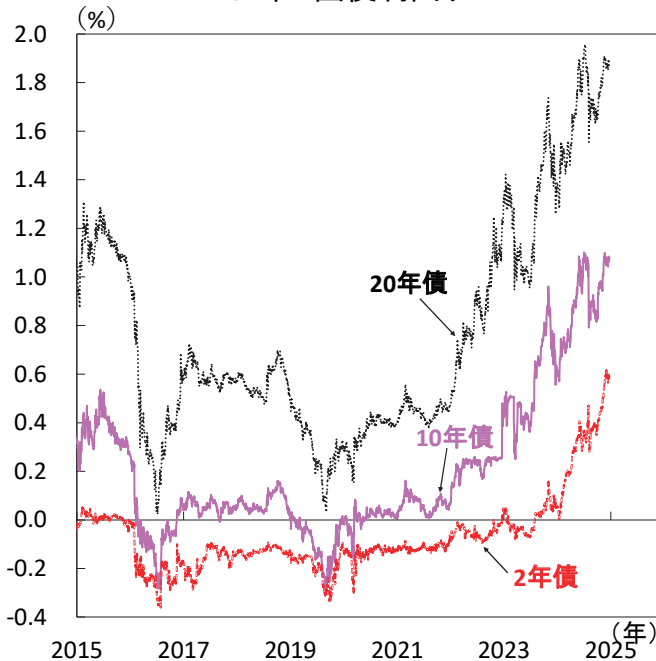
出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2025年は日銀の段階的な利上げが見込まれる

- ◆ 日銀は2024年12月の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%程度に維持することを決定。同時に公表された金融政策の多角的レビューでは、引き続き2%の物価安定の目標のもとで金融政策を運営していくことが適切との考えが示されました。
- ◆ 基調的な物価上昇率が徐々に高まると見られる中、日銀の金融政策正常化は一段と進むとみられ、追加利上げ見通しと国債保有によるストック効果の縮小で長期金利は今後上昇するとみえています。

### ● 日銀は2024年12月の金融政策決定会合で政策金利を据え置き

日本 国債利回り



注) 直近値は2024年12月24日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 日銀の金融市場調節方針の変更

1995	短期市場金利を誘導するオペレーション(公開市場操作)
1998	「誘導目標である無担保コールレート(オーバーナイト物)」を具体的に定める
1999	「ゼロ金利政策」開始(～2000)
2001	「量的緩和政策」開始。主な操作目標は、無担保コールレートから当座預金残高に変更
2006	量的緩和政策解除
2010	「包括的な金融緩和政策」のもとで、金融市場調節方針は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」と定める
2013	「量的・質的金融緩和」が開始。金融市場調節の主な操作目標は、無担保コールレートからマネタリーベースに変更
2016.1	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで金融市場調節方針や資産買入れ方針が維持されたほか、補完当座預金制度が改正。政策金利として、日本銀行当座預金のうち「政策金利残高」に0.1%のマイナス金利を適用することが決定。
2016.9	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、短期の政策金利については、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に0.1%のマイナス金利を適用」、長期金利の操作目標については、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う」
2024.3	大規模な金融緩和策を解除、17年ぶりの利上げを実施
2024.6	政策金利は維持、7月会合での国債購入減額計画決定を発表
2024.7	0.25%への利上げ実施、長期国債購入減額計画詳細を発表
2024.12	政策金利を0.25%に据え置き

注) 2024年12月24日時点。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

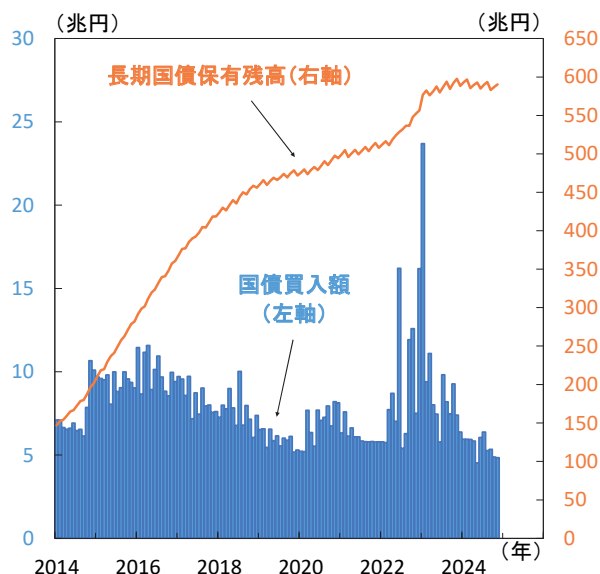
### ● 物価の基調的な上昇率は徐々に高まると予想、長期金利は上昇見込み

日本 日銀の経済・物価見通し

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

注) 2024年10月「経済・物価情勢の展望」。  
<>内は政策委員見通しの中央値。赤色は上方修正、青色は下方修正。  
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 日銀の国債買入額と長期国債保有残高



注) 直近値は2024年11月。

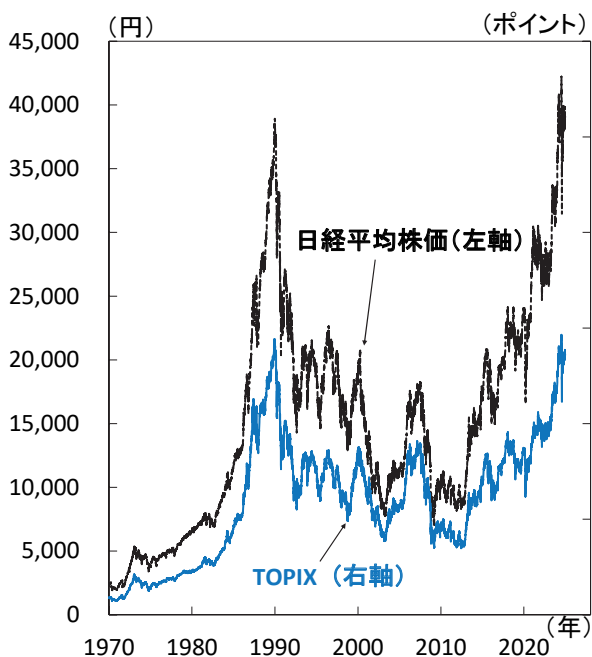
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2025年に株価は最高値を更新するか

- ◆ 日経平均株価は2024年7月に最高値を更新したあとに大幅下落。その後は外国人投資家の日本株売りが拡大した一方、自社株買いや半導体関連株上昇を背景に株価は堅調に推移しました。
- ◆ TOPIXの予想一株当たり純利益（EPS）は拡大する一方、予想株価収益率（PER）は2024年初から足元にかけて15倍前後で推移しており株価に割高感はありません。2026年にかけて増益基調が維持されれば株価上昇余地はあると考えられ2025年に最高値を更新する可能性があるかとみています。

### ● 2024年前半は外国人投資家の日本株買いにより、日経平均株価は最高値更新

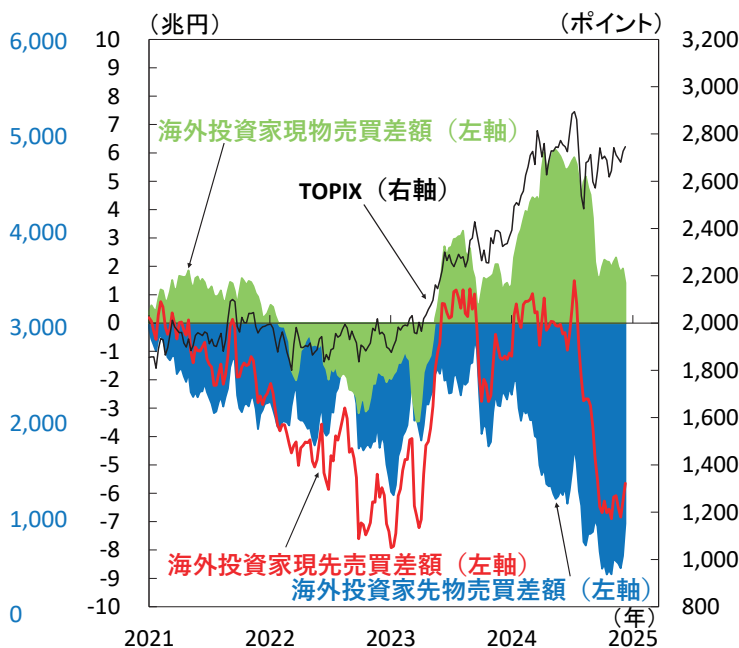
日本 日経平均株価とTOPIX



注) 直近値は2024年12月24日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 海外投資家売買動向

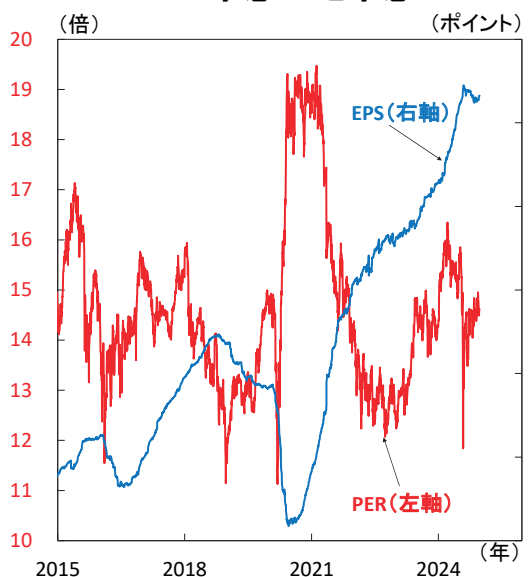


注) 直近値は2024年12月第2週。売買差額は「買い」-「売り」。売買差額は2021年1月以降の累積額。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 予想EPSが拡大し予想PERは低水準で推移、2025年の株価は堅調となる見込み

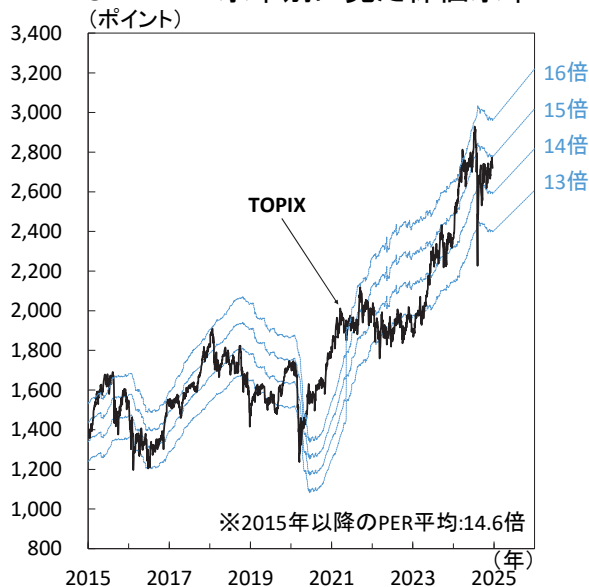
TOPIX 予想PERと予想EPS



注) 直近値は2024年12月24日。予想PER、予想EPSは12カ月先予想に基づく。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

TOPIX PER水準別に見た株価水準



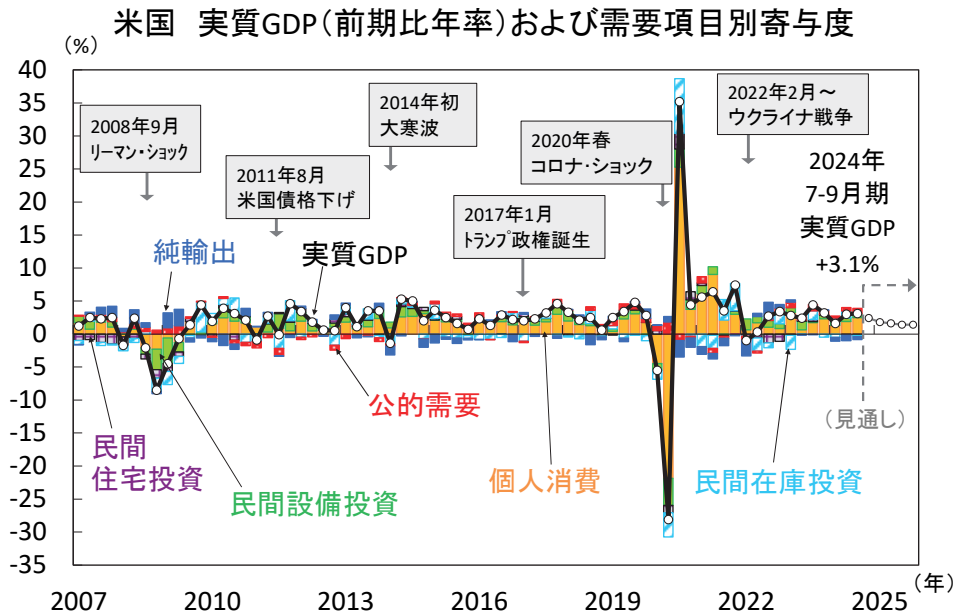
注) 株価のレンジは12カ月先ブレンドの予想EPS（1株当たり利益）を基に計算、2025年末は2026年末予想EPSを使用して延長。直近値は2024年12月18日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 4. 米国経済：堅調な景気から利下げペース減速か

- ◆ 2024年7-9月期実質GDP成長率は前期比年率+3.1%と10四半期連続プラスとなり、GDPの7割を占める個人消費は堅調です。労働市場は底堅く推移する一方で、インフレ率が2%物価目標に向けて下げ渋る中、米連邦準備理事会(FRB)は慎重に利下げを行う局面に移行しつつあります。
- ◆ 先行きの米景気は労働市場の減速で伸びは鈍化しつつも、底堅さを保つと予想されます。ただし、次期政権の政策が景気に与える影響は不透明で、大統領就任後の政策内容が注目点です。

### ● 米景気は10四半期連続プラス成長、消費を中心に堅調な景気を維持



注) 2024年10-12月期～2025年10-12月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJアセットマネジメント作成

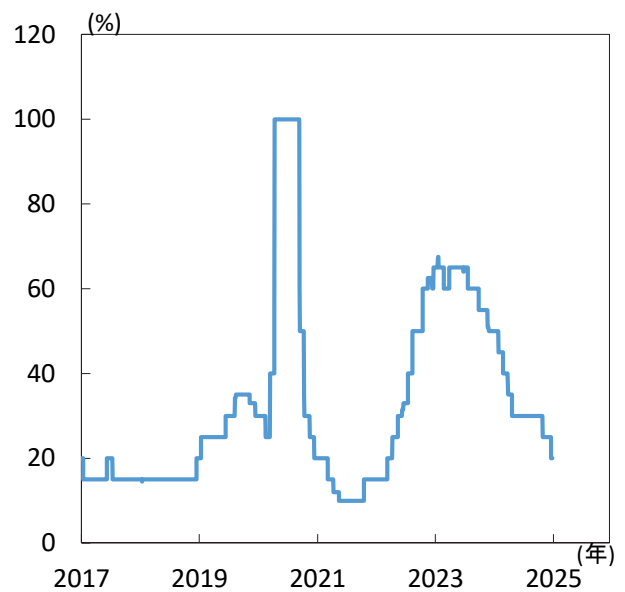
米国 労働投入量と実質GDP(前年比)



注) 直近値は実質GDPが2024年7-9月期、労働投入量が同年11月。労働投入量は週平均労働時間×非農業部門雇用者数で計算。

出所) 米BLS、米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 景気後退確率



注) 直近値は2024年12月23日時点。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 個人消費: 堅調に推移も、一部家計では苦境が続く

- ◆ 潤沢な家計純資産が購買意欲を支え、全体の個人消費をけん引しています。貯蓄率は低水準にあり、実質可処分所得を上回る消費は続いています。労働市場の底堅さが下支えする格好です。
- ◆ 株式市場の好調を背景に資産効果が鮮明となっており、高所得者の消費拡大に寄与するとみられます。一方、ローン延滞率が上昇傾向にあることから余力のひっ迫した家計も増えつつあると見込まれます。トランプ新政権の政策は低所得者に負の影響を及ぼす可能性もあり、注意が必要です。

### ● 個人所得や家計純資産は全体的には安定も、低所得者層の生活はひっ迫

#### 米国 実質個人支出・所得、貯蓄率



注) 直近値は2024年11月。  
貯蓄率(名目)=(可処分所得-個人消費支出)÷可処分所得。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

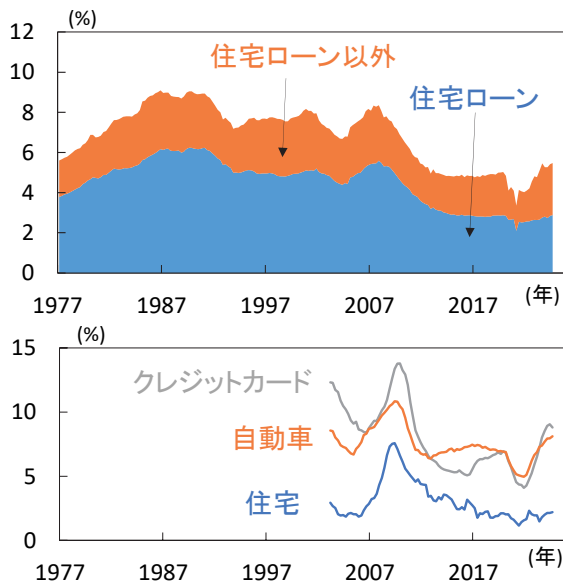
#### 米国 S&P500と家計純資産(対可処分所得)



注) 直近値は家計純資産が2024年7-9月期、S&P500が同年11月29日。  
網掛け部分は米景気後退期。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

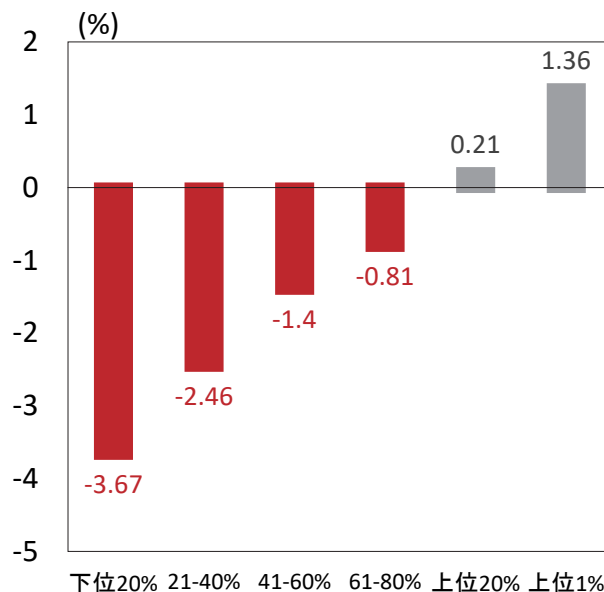
#### 米国 (上) 家計の利払い比(対可処分所得)、 (下) 消費者ローンの延滞率



注) 直近値は2024年7-9月期時点。

出所) 米BEA、米NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国 所得階層別 トランプ減税延長と関税 引き上げの税引き後所得への影響



注) トランプ減税の延長(ビジネス条項を除く)と関税の影響を反映。

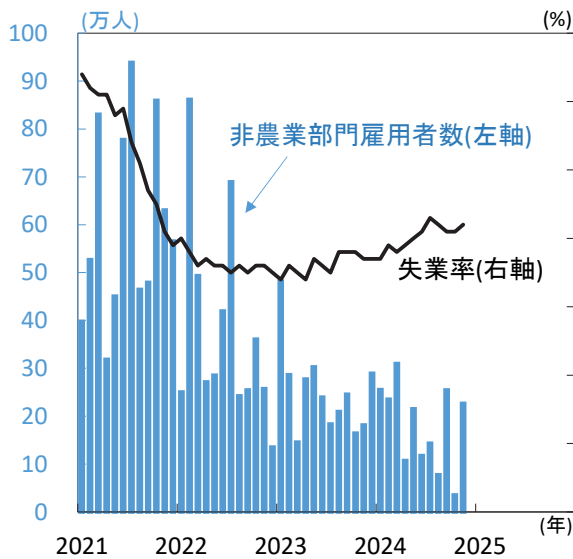
出所) ピーターソン研究所より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 労働市場:底堅く推移も減速基調

- ◆ 非農業部門雇用者数の伸びは鈍化傾向にあり、失業率は2023年前半に低下したものの、その後は緩やかに上昇しています。労働市場は底堅さを保つも、今後景気が悪化し労働需要が後退すれば失業率が急上昇しかねない分水嶺といえる局面に差し掛かっている点には注意が必要です。
- ◆ 外国人労働者の急増はコロナ禍後に労働力として米景気を支えています。しかし、トランプ次期大統領は不法移民を中心に規制を強化する方針を掲げており、移民流入の減速も見込まれます。

### ● 労働市場は底堅く推移する一方、雇用者数の伸び減速は継続か

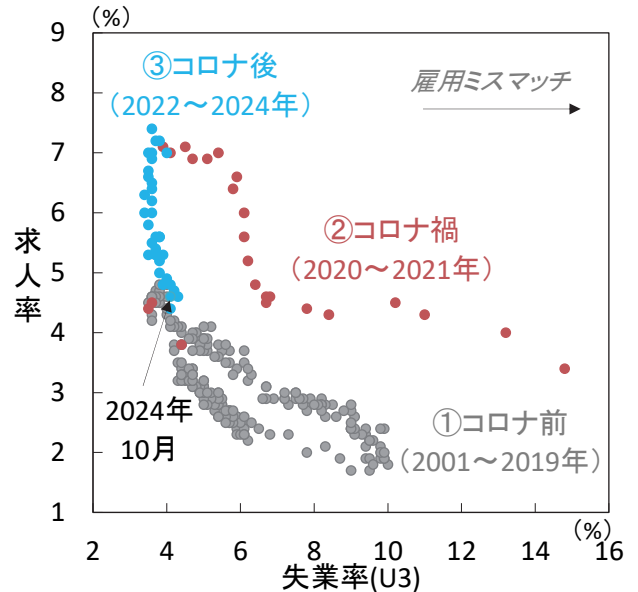
米国 雇用統計



注) 直近値は2024年11月。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

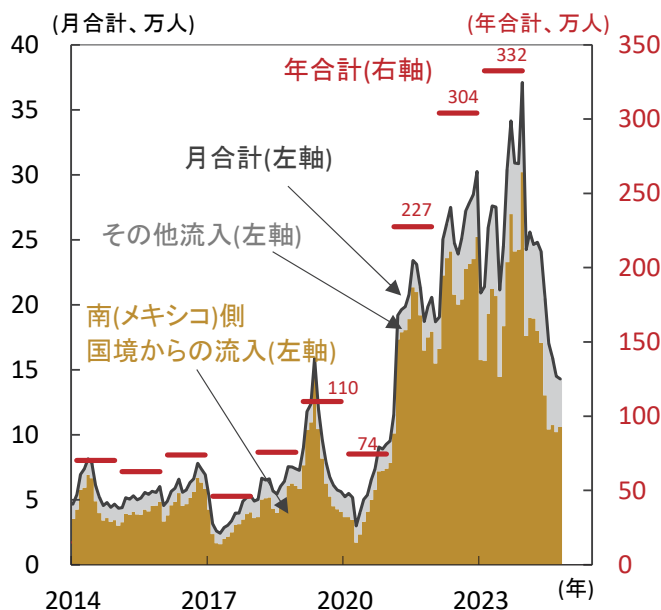
米国 ベバレッジ曲線



注) 直近値は2024年10月。ベバレッジ曲線は求人率と失業率の右下がりの関係があり、労働市場の需給を示す。雇用ミスマッチが拡大すれば右方向に曲線がシフトする。失業率(U3)=失業者÷労働力人口。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

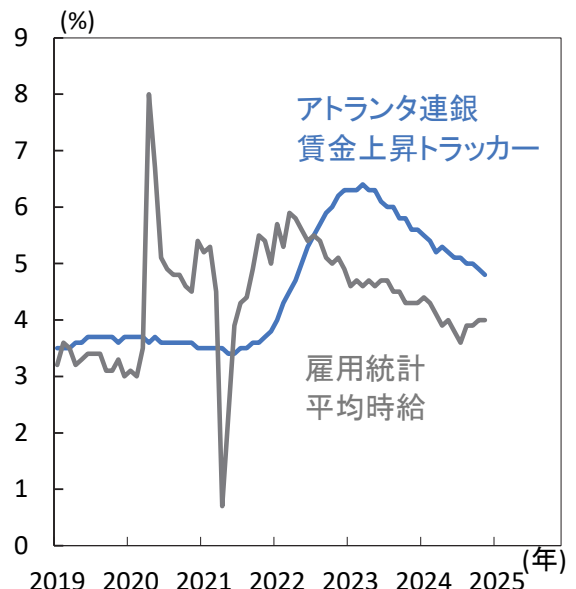
米国 不法移民の流入数



注) 直近値は2024年10月。

出所) 米国国土安全保障省 税関・国境取締局(CBP)より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 賃金上昇率(前年比)



注) 直近値は2024年11月。

出所) 米アトランタ連銀、米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 企業活動：負債の借り換えで今後の利払い負担率は上昇か

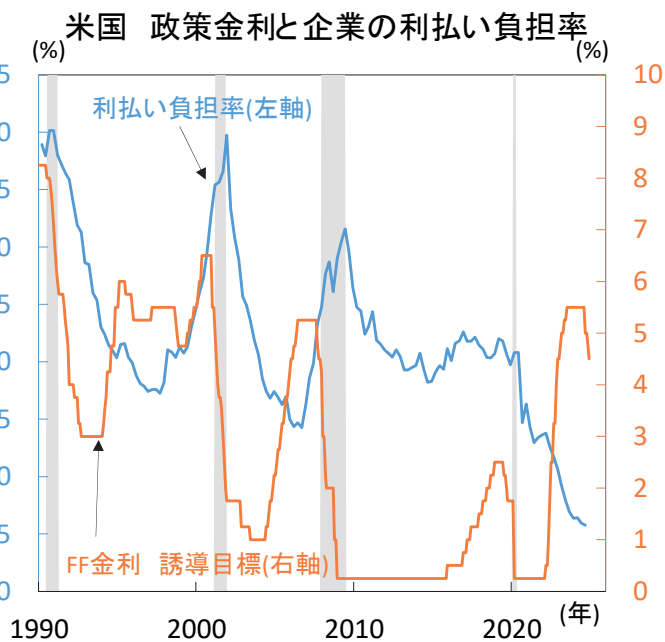
- ◆ 米大統領選を経て政治リスクの後退により先行きの不透明感が和らいだことで、企業の設備投資意欲は持ち直しが期待されます。従来と比べ高金利環境が継続すると見込まれるなか、企業の負債借り換えによる利払い負担の増加が設備投資に水を差す可能性には注意が必要とみています。
- ◆ ISMサービス業景気指数は米個人消費の好調を背景に概ね好調を保っています。一方、ISM製造業景気指数は低迷が続いているものの、2025年は復調に転じることができるか注目されます。

### ● 企業活動は低い利払い水準が下支え、トランプ新政権の法人税減税を好感



注) 直近値は設備投資計画(米ビジネスラウンドテーブルCEO調査)が2024年9-12月期。設備投資計画は今後6カ月間を対象、50以上が景気拡大を示す。大・中企業向けローン基準(銀行上級貸出担当者調査)が2024年7月。

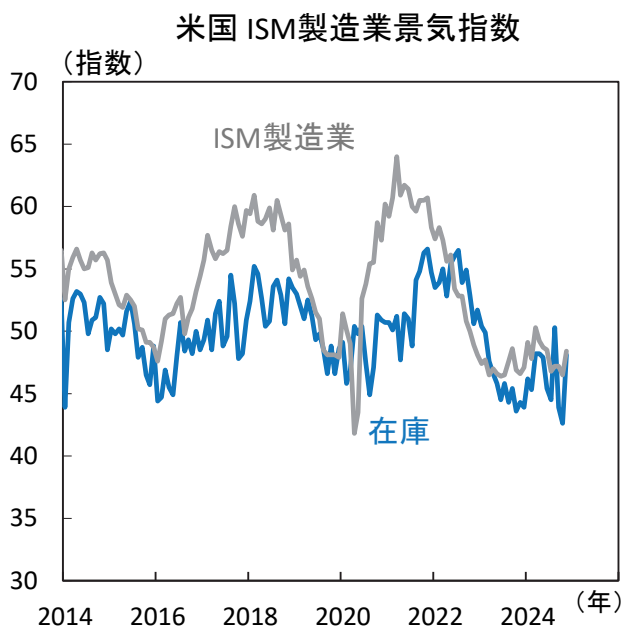
出所) FRB、米ビジネスラウンドテーブルより  
三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は政策金利が2024年12月。利払い負担率は2024年7-9月期、純支払利息÷(税引き前利益+純支払利息)、非金融機関を対象に集計。網掛け部分は米景気後退期。

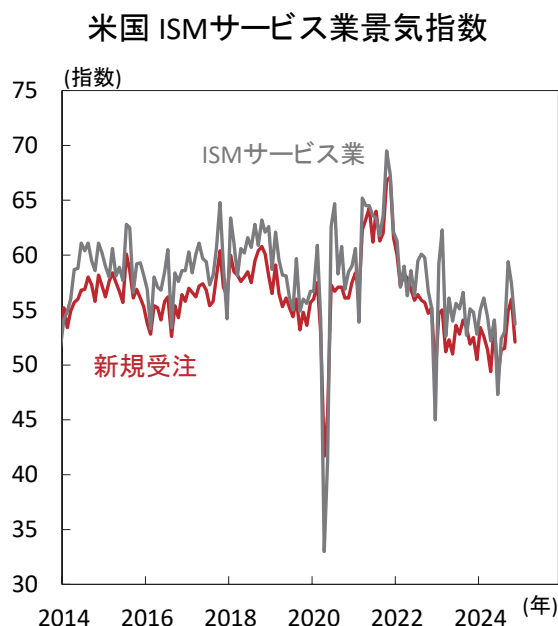
出所) 米FRB、米BEA、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 関税政策を見越した在庫増加が、製造業の改善の兆しとなるか



注) 直近値は2024年11月。

出所) ISMより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年11月。

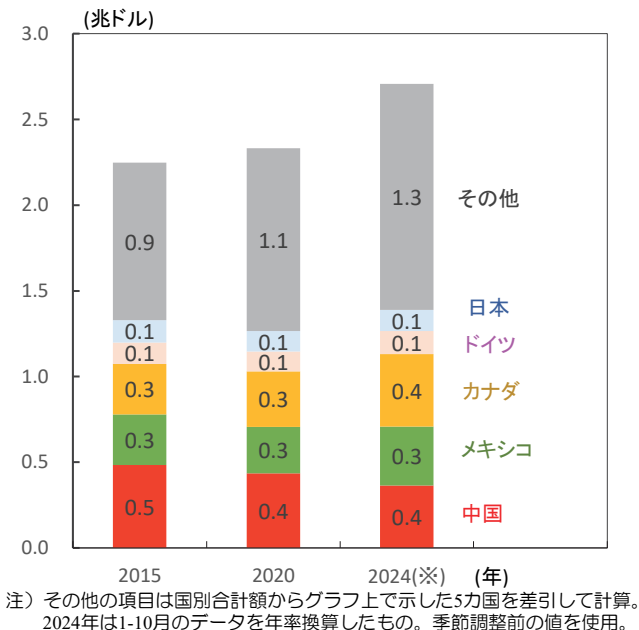
出所) ISMより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 貿易・住宅: 2025年は転換点になるか

- ◆ 米国の国別輸入額は中国・メキシコ・カナダの3カ国で約半分に達します。また、品目別で見ると、自動車やコンピューター、通信機器などの貿易赤字(輸入超)が目立っており、国内の製造業を圧迫している構図が見て取れます。2025年はトランプ新政権による関税政策の影響が注目されます。
- ◆ 米金融当局が金融緩和ペースを緩めつつあることは住宅市場に逆風です。リート市場でも内需好調から既存商業施設の稼働率は高水準にあるものの、外部環境は厳しいでしょう。

### ● 中国・メキシコ・カナダの存在感大きく、自動車など特定分野で貿易赤字目立つ

米国 輸入の推移(国別)



出所) 米国勢調査局より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 主要品目の貿易額(2023年)

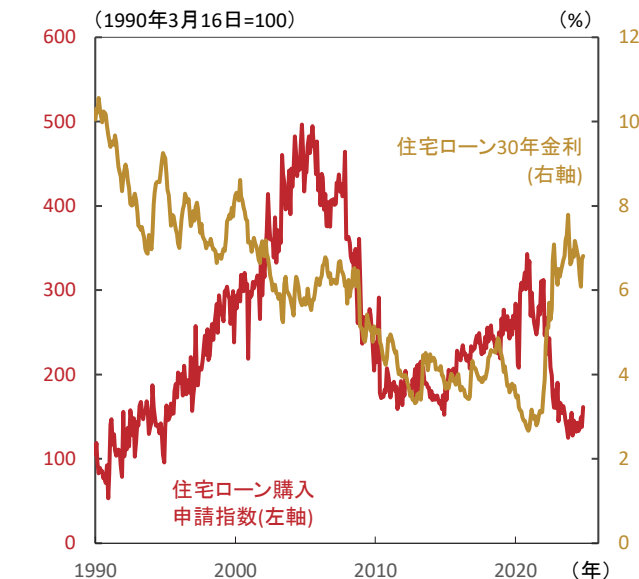
(品目、単位は億ドル)	輸出	輸入	輸出-輸入
<b>全体</b>	<b>17,048</b>	<b>25,913</b>	<b>-8,865</b>
<b>食料品</b>	<b>1,344</b>	<b>1,667</b>	<b>-324</b>
<b>原材料</b>	<b>6,083</b>	<b>5,651</b>	<b>432</b>
天然ガス	348	82	266
原油	969	1,341	-372
<b>資本財</b>	<b>4,997</b>	<b>7,152</b>	<b>-2,155</b>
電子機器	444	806	-362
医療機器	388	477	-90
通信機器	327	656	-329
半導体	477	608	-131
コンピューター	164	738	-574
<b>自動車</b>	<b>1,512</b>	<b>3,792</b>	<b>-2,280</b>
<b>消費財</b>	<b>2,177</b>	<b>6,337</b>	<b>-4,160</b>
玩具など	91	408	-317
医薬品	847	1,683	-836
家具など	44	327	-283
<b>その他</b>	<b>705</b>	<b>1,078</b>	<b>-373</b>

注) 全体の数値は支払い価格ベース。

出所) 米国勢調査局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 高金利長期化の懸念高まり住宅投資は低調見込みも、既存商業施設は概ね好調

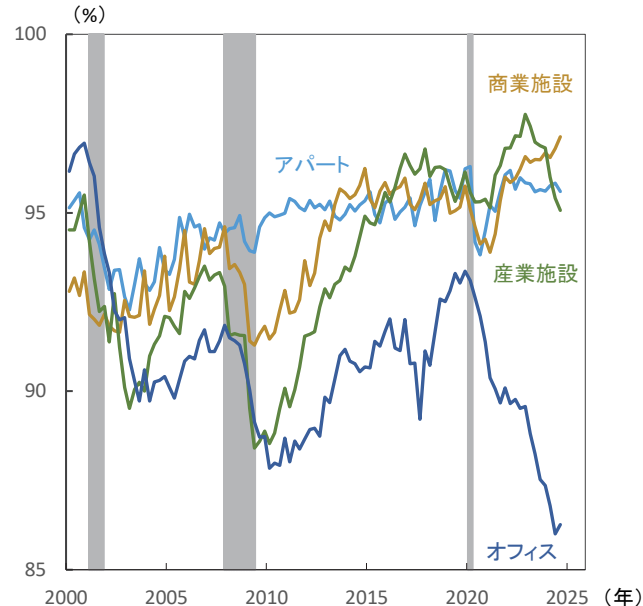
米国 住宅ローン金利とローン申請指数



注) データは月次で表示。直近値は2024年11月。住宅ローン30年金利はフレディマックが公表する30年固定金利レートを示す。

出所) 米抵当銀行協会(MBA)、米フレディマックより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 リート物件の用途別稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2024年7-9月期。対象はNAREIT All Equity REITS。網掛け部分は景気後退期を表示。

出所) 米NBER、NAREITより三菱UFJアセットマネジメント作成

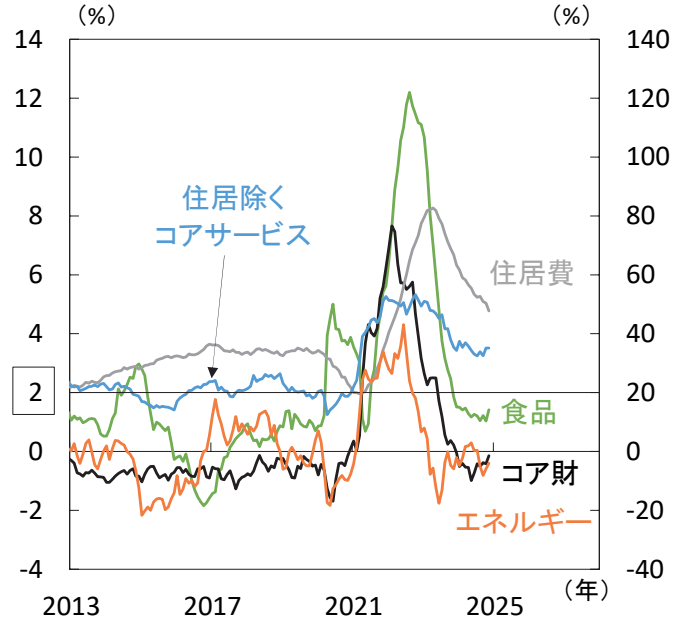
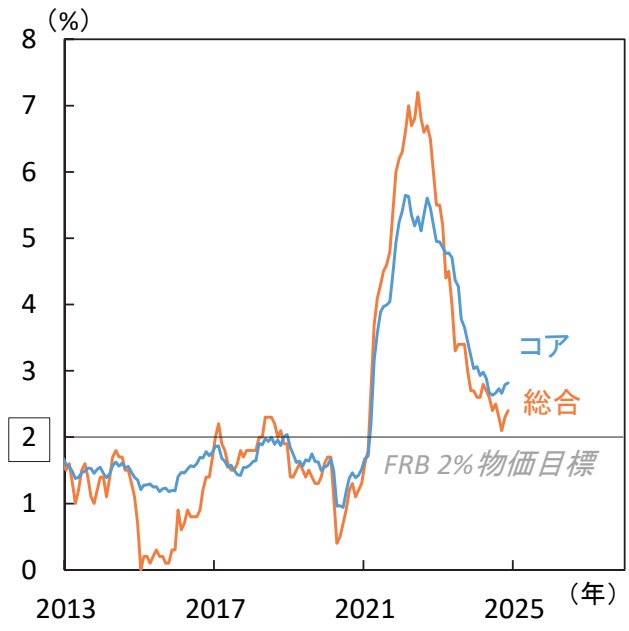
# 米国物価:2%物価目標に向けたディスインフレが停滞

- ◆ 11月コアPCEデフレーターは前年比+2.8%と足踏みしています。住居費や住居費除くコアサービスなどサービス物価は緩慢な鈍化に留まり、コア財などサプライチェーン改善による供給サイドからの物価押し下げ効果が一巡する中、ディスインフレの停滞が2%目標回帰への道筋を曇らせています。
- ◆ 先行きの鍵を握るサービス物価の伸びは労働コストの鈍化に伴って減速するとみられています。ただし、資産効果による消費加速やインフレ色の強いトランプ政策など物価上振れ要因に注意が必要です。

## ● サービス物価は労働コスト鈍化で伸び減速を見込むが、物価上振れ要因も残存

米国 PCEデフレーター 総合・コア(前年比)

米国 PCEデフレーター(項目別、前年比)



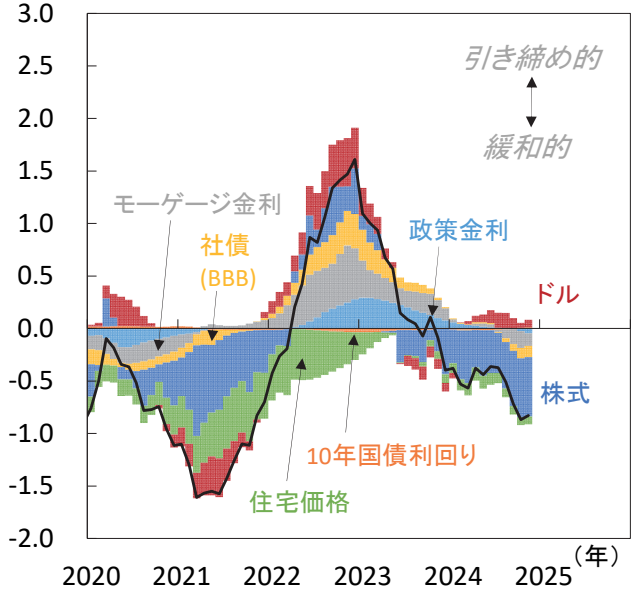
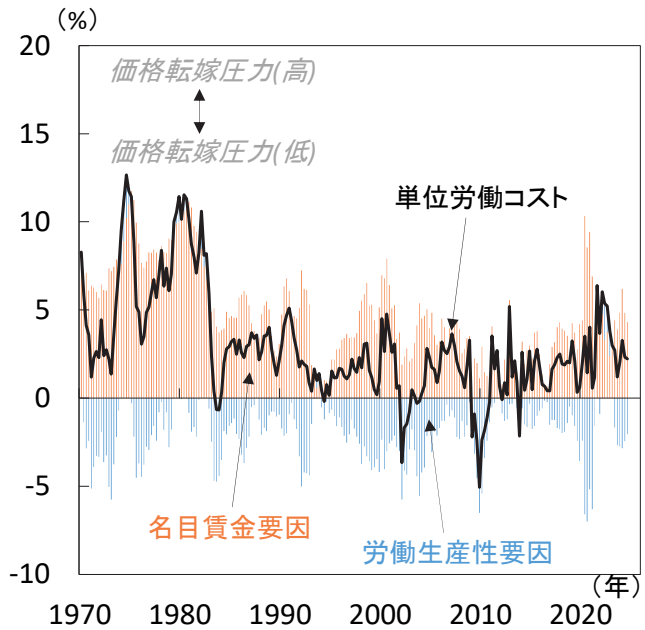
注) 直近値は2024年11月。  
PCEは個人消費支出、コアは食品・エネルギー除く。  
出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は2024年11月。PCEは個人消費支出。  
出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 単位労働コスト(前年比、要因分解)

米国 金融環境指数(FCI-G)

(%pt) 今後1年間の実質GDP成長率への影響



注) 直近値は2024年7-9月期。単位労働コストは生産当たり労働コストで賃金面からの価格転嫁圧力を表す、名目賃金要因(非農業部門の時間当たり雇用者報酬)÷労働生産性要因(非農業部門の労働生産性)。  
出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は2024年11月。FCI-G指数は過去1年分の変動を考慮した7つの金融変数が実質GDP成長率に与える影響を表す。マイナスが緩和(GDP成長にプラス)、プラスが引き締めの(GDP成長にマイナス)。  
出所) 米FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国金融政策：慎重に利下げを行う局面へ移行

- ◆ 12月米連邦公開市場委員会(FOMC)は0.25%ptの利下げを決定しました。FOMC参加者による2025年の経済見通しは失業率が下方修正された一方、実質GDPやインフレ率が上方修正されました。2025年の政策金利見通し(中央値)は利下げ回数が4→2回とペース鈍化が見込まれています。
- ◆ 政策金利はピークから1%低下し中立水準に近付いています。堅調な米景気やトランプ政策を背景にインフレ率の不確実性が増す中、米金融当局のインフレ警戒姿勢が強まる点に注意が必要です。

### ● FOMCは来年の利下げ幅縮小を示唆、トランプ政策がインフレ率の不確実性を高める

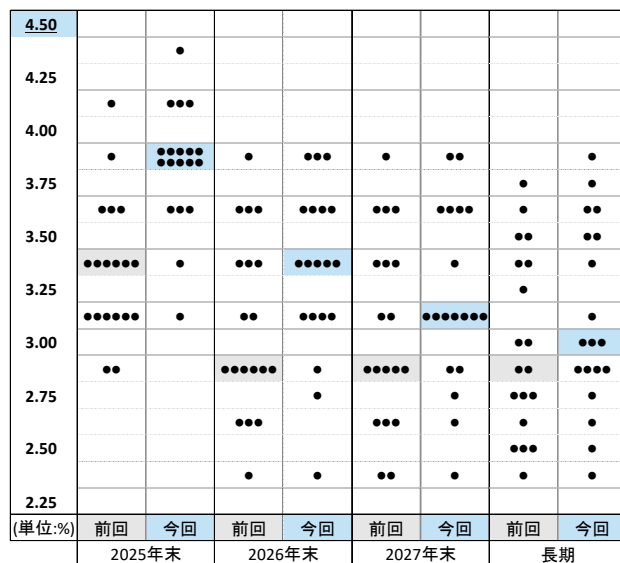
FOMC参加者の経済見通し

	2024	2025	2026	2027	長期
実質GDP	2.5 (+0.5)	2.1 (+0.1)	2.0 (-)	1.9 (▲0.1)	1.8 (-)
市場予想	2.40	1.90	-	-	-
PCE デフレーター	2.4 (+0.1)	2.5 (+0.4)	2.1 (+0.1)	2.0 (-)	2.0 (-)
市場予想	2.50	2.30	-	-	-
コアPCE デフレーター	2.8 (+0.2)	2.5 (+0.3)	2.2 (+0.2)	2.0 (-)	-
市場予想	2.80	2.40	-	-	-
失業率	4.2 (▲0.2)	4.3 (▲0.1)	4.3 (-)	4.3 (+0.1)	4.2 (-)
市場予想	4.20	4.30	-	-	-

注) 各年の第四半期見通し、図内カッコは前回9月FOMC見通しからの修正幅。市場予想はBloomberg集計予想を使用。PCEは個人消費支出。実質GDPとPCEデフレーター、コアPCEデフレーターは前年比。

出所) 米FOMC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

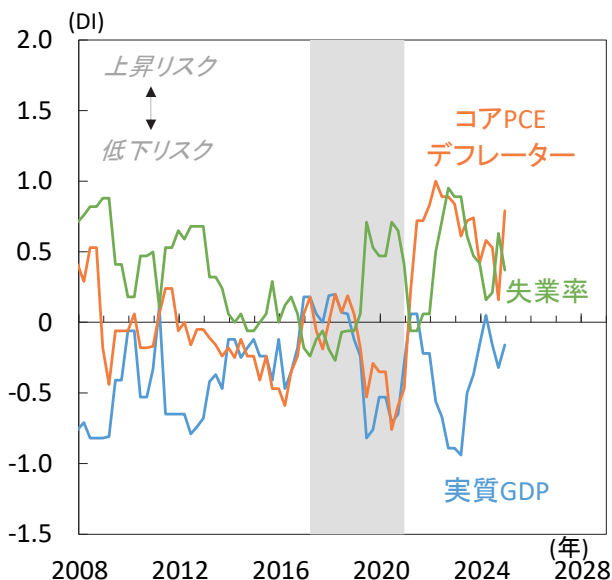
FOMC参加者の政策金利見通し(単位:%)



注) 前회가2024年9月、今回が同年12月。青枠部分はFOMCメンバーの見通し中央値。網掛け部分はFOMC参加者の見通し中央値。2024年はスペースの都合で割愛、19名のうち4名が12月FOMCでの政策金利据え置きを予想していた。

出所) 米FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

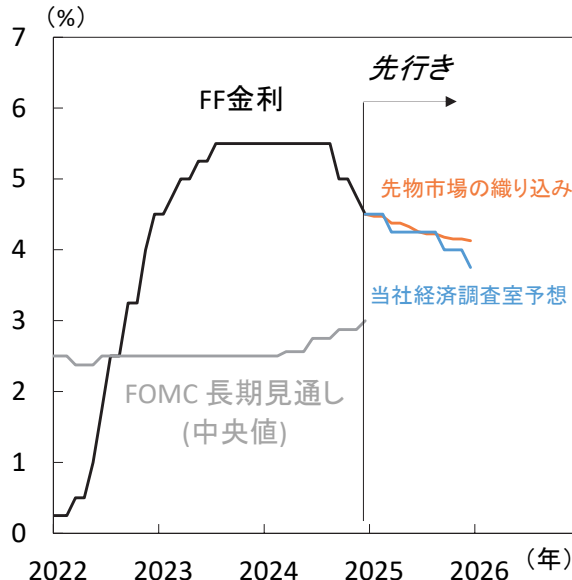
FOMC参加者のリスクウェイトDI



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

出所) 米FOMC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 政策金利



注) FF金利先物(市場参加者の予想する将来の政策金利水準として使用)は2024年12月20日時点。当社経済調査室予想は2025年3月に0.25%pt利下げを決定した後にトランプ政策の影響を見極めるため利下げ休止期間に入り、同年9月と12月に0.25%pt利下げに踏み切ると想定。

出所) 米FOMC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2025年の潜在的なリスク: 金利高止まり

- ◆ 2025年の潜在的なリスクとして金利高止まりが挙げられます。毎年1月の米連邦公開市場委員会(FOMC)投票メンバー交代で利下げに慎重な姿勢が強まる可能性や、次期政権下でさらなる財政赤字拡大が見込まれる中で財政規律遵守を促す国債売りが活発化する可能性が想定されます。
- ◆ 2023年3月には債券含み損を通じた流動性不足で米銀破綻が続き、足元は米銀が保有する商業用不動産ローンの延滞率が上昇するなど、金利高止まりによる銀行システムへの影響に注意です。

### ● 金利上昇リスクが根強いなか、米銀行システムを巡る懸念が残存

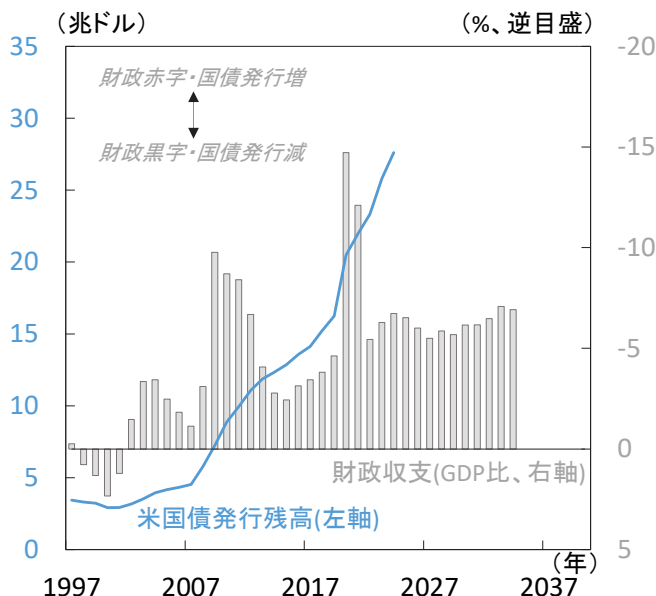
米国 FOMC投票メンバーのスタンス

	2024年	2025年	2026年
タカ派	ポウマンFRB理事 4名	ポウマンFRB理事 5名	ポウマンFRB理事 ミネアポリス連銀 5名
ややタカ派	ウォラーFRB理事 リッチモンド連銀 クリーブランド連銀	ウォラーFRB理事 ボストン連銀 セントルイス連銀 カンザスシティ連銀	ウォラーFRB理事 クリーブランド連銀 ダラス連銀
中立	パウエルFRB議長 バーFRB副議長 ジェファーソン副議長 アトランタ連銀 サンフランシスコ連銀	パウエルFRB議長 バーFRB副議長 ジェファーソン副議長	パウエルFRB議長 バーFRB副議長 ジェファーソン副議長
ややハト派	クーグラールFRB理事 ニューヨーク連銀	クーグラールFRB理事 ニューヨーク連銀	クーグラールFRB理事 ニューヨーク連銀
ハト派	クックFRB理事	クックFRB理事 シカゴ連銀	クックFRB理事

注) FOMC投票権は理事とニューヨーク連銀が固定、地区連銀(下線)の4名が毎年交代。2026年はフィラデルフィア連銀が投票権を持つが除いて表示(ハーカー総裁が2025年6月退任予定で後任未定)。タカ派/ハト派の分類はBloombergが公表する高官発言に基づくレーティングを使用。

出所) 米FOMC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

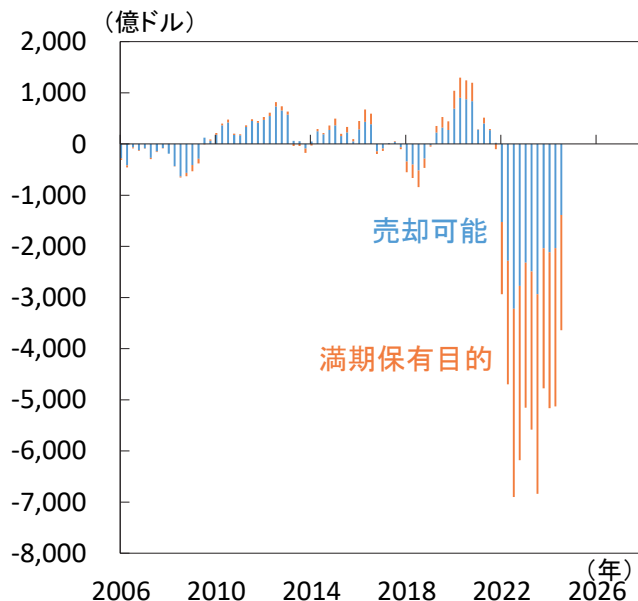
米国 国債発行残高と財政収支



注) 直近値は米国債発行残高が2024年11月、財政収支が2023年(2024年~2034年はCBO見通し)。

出所) 米財務省、米CBOより三菱UFJアセットマネジメント作成

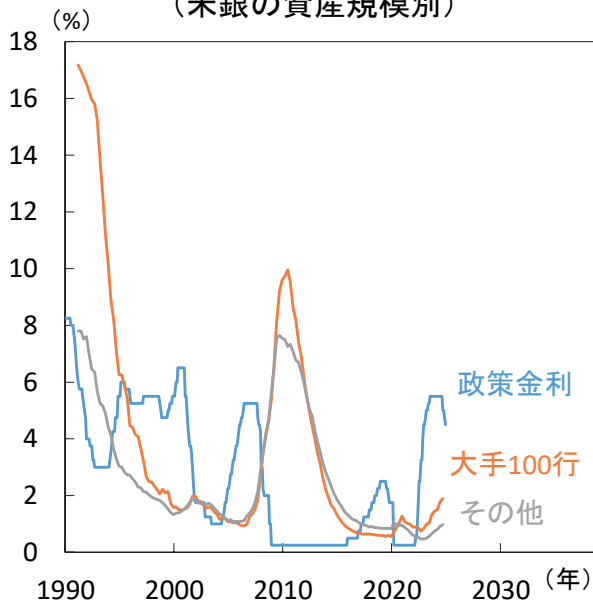
米国 米銀保有の証券含み損益



注) 直近値は2024年7-9月期。

出所) 米FDICより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 商業用不動産向けローンの延滞率 (米銀の資産規模別)



注) 直近値は延滞率が2024年4-6月期、政策金利が同年9月。

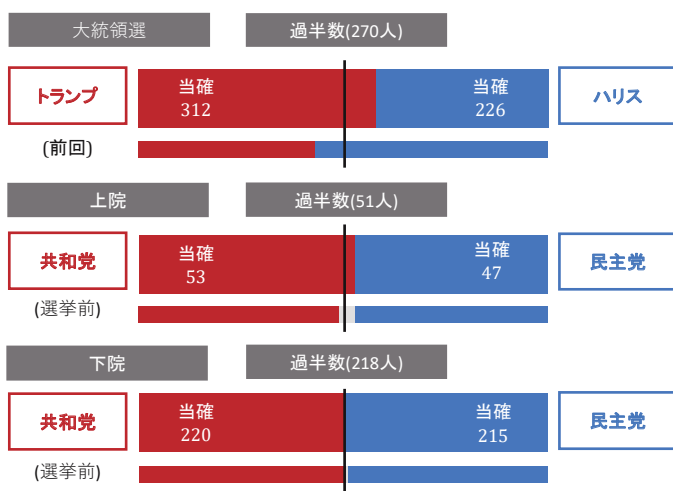
出所) 米FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 政治: 2025年はトランプ政権が発足

- ◆ 2024年11月の米大統領選・上下院議会選では、事前の混戦を予想する見方に反し開票早々に共和党の勝利が鮮明となりました。特に大統領選では激戦州をすべて共和党(トランプ氏)が抑える地滑り的な勝利を収めています。2025年はトランプ劇場の再来に世界が注目せざるを得ません。
- ◆ トランプ氏の政権運営チームによる閣僚人事は、トランプ氏の政策志向を色濃く反映しています。在任期間中は政府債務が増大すると見込まれ、債券需給の悪化が懸念されます。

### ● 事前の混戦予想に反して、共和党が鮮明な勝利を収める

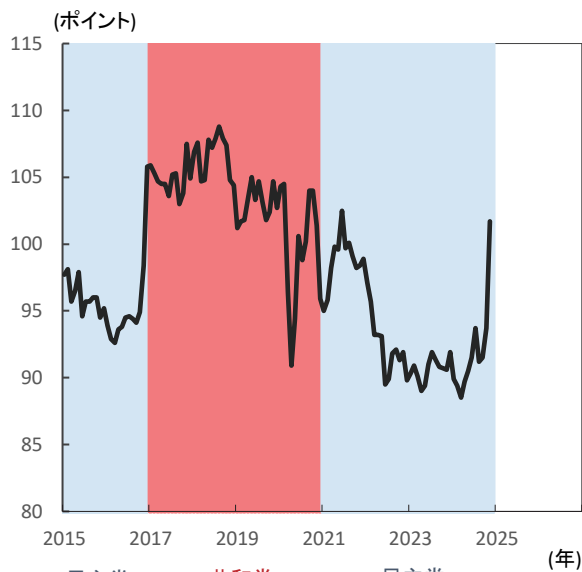
#### 米国 大統領・上下院選挙結果



注) 前回大統領選は2020年の結果。上院下院の選挙前議席は2024年10月末時点、灰色は無所属または空席を示す。今回の投票結果は同12月23日時点。

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国 中小企業の景況感



注) 直近値は2024年11月。出所) mFIBより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● チームトランプが鮮明、オールレッドに財政赤字懸念が広がる

#### 米国 トランプ新政権の閣僚人事

役職	氏名	備考
1 副大統領	J.D.バンス	オハイオ州選出の上院議員。白人労働者を意識。
2 大統領首席補佐官	スーザン・ワイルズ	トランプ陣営の選挙対策本部長
3 大統領首席補佐官 (国家安全保障担当)	マイク・ウォルツ	グリーンベレー出身、対中強硬派
4 次席補佐官 (政策と国土安全保障担当)	スティーブン・ミラー	前政権時の上級顧問、移民強硬派
6 國務長官	マルコ・ルビオ	対中、対イラン強硬派、ウクライナ支援に懐疑的
7 国防長官	ピード・ヘグセス	退役軍人、FOXニュース司会者
9 財務長官	スコット・ベッセント	投資ファンド経営、財政規律配慮の姿勢
10 商務長官	ハワード・ラトニック	投資銀行CEO、関税強硬派
12 エネルギー長官	クリス・ライト	気候変動危機の否定論者
15 環境保護局(EPA)長官	リー・デルゼン	化石燃料回帰推進派
16 保健福祉長官	ロバート・ケネディ・ジュニア	ワクチンに懐疑的
18 「政府効率化省」トップ	イーロン・マスク	起業家、選挙でトランプ陣営を支援
19 「政府効率化省」トップ	ビベック・ラマスワミ	実業家、選挙選撤退後はトランプ支持
20 国境管理担当	トム・ホーマン	イスラム移民強硬派
21 駐日大使	ジョージ・グラス	元ポルトガル大使 中国に対して批判的

注) 各種報道等により発表されている人事情報を抜粋。2024年12月20日時点の情報に基づく。

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国 各党の政策と規模

トランプ	(項目、単位は兆ドル)	ハリス
▲ 5.35	第一期トランプ減税延長	▲ 3.00
▲ 3.60	個人減税	▲ 1.60
▲ 0.20	法人減税	▲ 0.15
▲ 0.15	ヘルスケア	▲ 0.75
▲ 0.40	防衛費	-
-	育児・教育	▲ 1.40
▲ 0.35	移民対策・国境警備	▲ 0.10
▲ 0.15	住宅関連	▲ 0.25
▲ 10.20	歳出拡大要因の合計①	▲ 7.25
-	企業・富裕層増税	4.00
2.70	関税	-
1.00	その他歳出	0.25
3.70	歳入拡大要因の合計②	4.25
▲ 1.00	国債利払い③	▲ 0.50
▲ 7.50	合計(①+②+③)	▲ 3.50

注) ▲は歳出拡大、+は歳入拡大を示す。試算は2024年10月31日時点。

出所) CRFBより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 政治：経済への影響に過度な悲観は不要か

- ◆ トランプ氏の公約のうち、景気への影響が大きいとみられる減税・移民・関税政策について考えます。このうち減税は既存政策の延長であり、景気への寄与は大きくないと見込まれます。一方、移民・関税政策は短期的に米経済の拡大を下押し可能性が非常に高いと言えます。
- ◆ ただし、過度に実体景気が悪化すれば支持率に響くため、景気を下押し政策は小粒な実行に留まると見込まれます。目下、民間の景気予想は波乱なしを見込み、市場も冷静を保っています。

### ● 実際の政策運営は景気への影響に配慮しつつ実行されると見込まれる

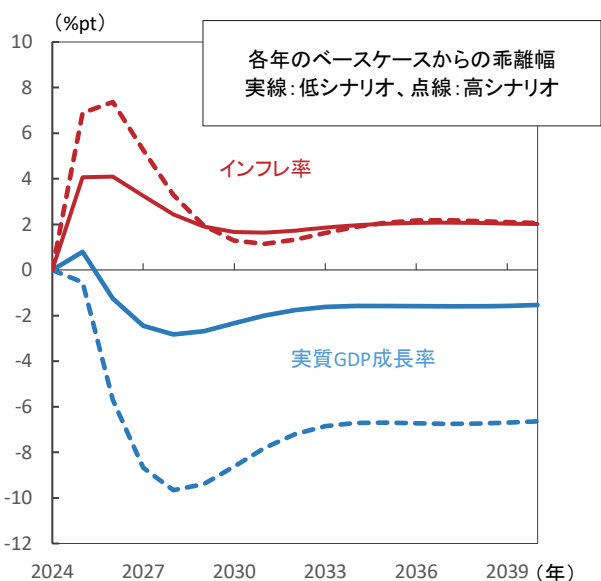
#### 米国 トランプ新政権の主要な公約と景気への影響

トランプ選挙公約		可能性	景気への影響	
①減税	トランプ減税延長/恒久化 (25年末失効の個人所得減税)	高	↑	アップサイド 潜在的な影響：大 実際の影響：小 ・トランプ減税の延長が基本線 ・既存政策の延長で追加効果は限定的
	チップ課税・社会保障費の免税	低		
	国内製造業の法人税引き下げ(21→15%)	低		
②移民	外国人労働者の規制強化	高	↓	ダウンサイド 潜在的な影響：中 実際の影響：中 ・実現した場合のリスクは大きい ・実行にはマイナス面大きく障害が多数と想定
	国境警備強化	高		
	不法移民の強制送還	中		
③関税	中国に対する60%の追加関税	中	↓	ダウンサイド 潜在的な影響：大 実際の影響：小 実現した場合のリスクは大きいものの、交渉材料に留まる
	全世界一律関税(10~20%)	中		

注) 政策実行可能性と景気への影響は、当社経済調査室による判断

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

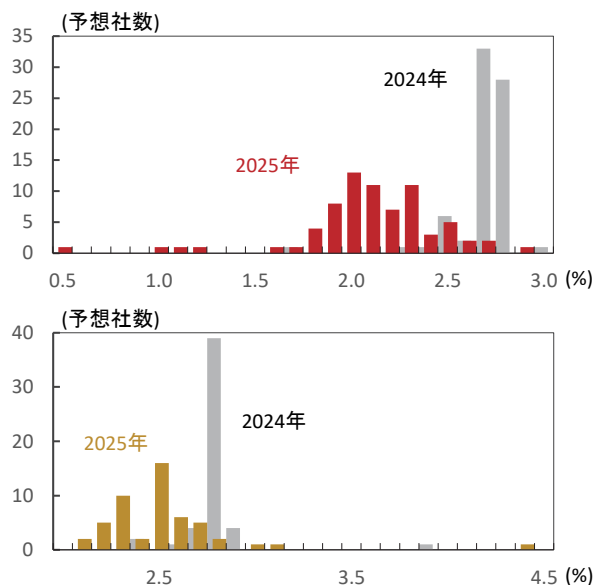
#### 米国 トランプ政権の政策と景気への影響シミュレーション



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

出所) 米PIIEより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国 民間の景気予想 (上段：実質GDP、下段：PCEコアデフレーター)



注) Bloombergの民間予想を行う各社のうち、2024年12月1日以降に予想値の更新が行われたデータを集計。実質国内総生産(GDP)は73社、個人消費支出(PCE)コア(エネルギー・食品を除く)デフレーターは52社の集計値。直近値は2024年12月22日。

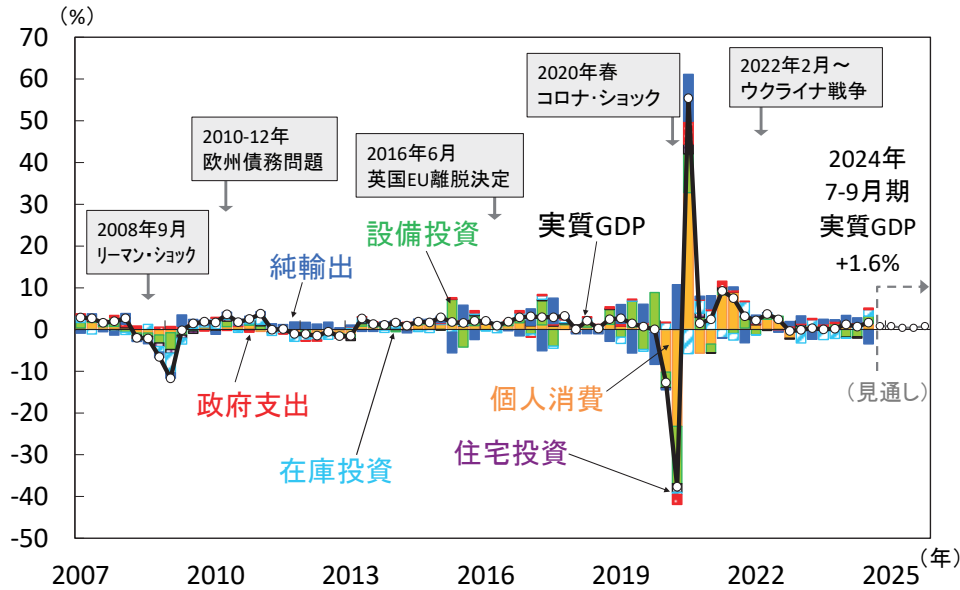
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 5. 欧州経済：回復力は弱含み

- ◆ ユーロ圏の2024年7-9月期実質GDPは前期比年率+1.6%と4-6月期(同+0.7%)から伸び率が再加速。需要項目別では、パリ五輪の開催も追い風に個人消費が2022年7-9月期以来の高い伸びとなったほか、設備投資も3四半期ぶりに増加に転じ、ユーロ圏景気の底堅さを示す結果となりました。
- ◆ ユーロ圏のインフレ鈍化は着実に進む一方、製造業不振の長期化や独仏の政局不安、米トランプ政権の発足等を背景に先行き不透明感は強まり、再び景気減速に転じる可能性が高まっています。

### ● 7-9月期のユーロ圏景気は事前予想以上に堅調、パリ五輪の開催も寄与

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

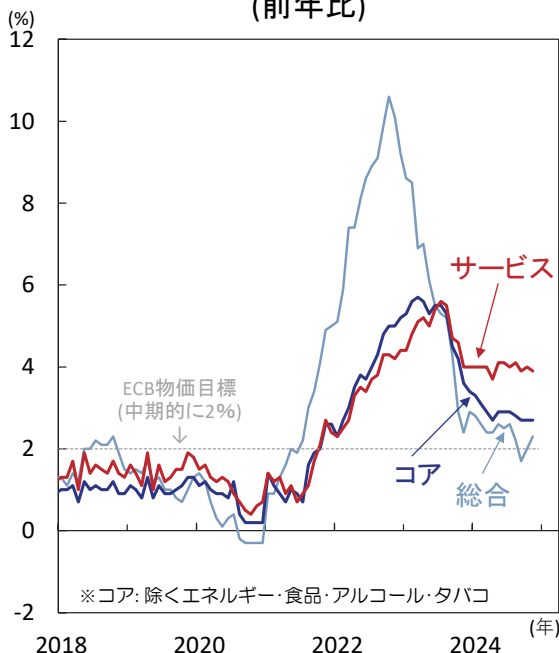


注) 実績の直近値は2024年7-9月期(確定値)。  
2024年10-12月期~2025年10-12月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 欧州統計局(Eurostat)より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● インフレ懸念が和らぐ一方、先行きの景気下振れリスクへの懸念強まる

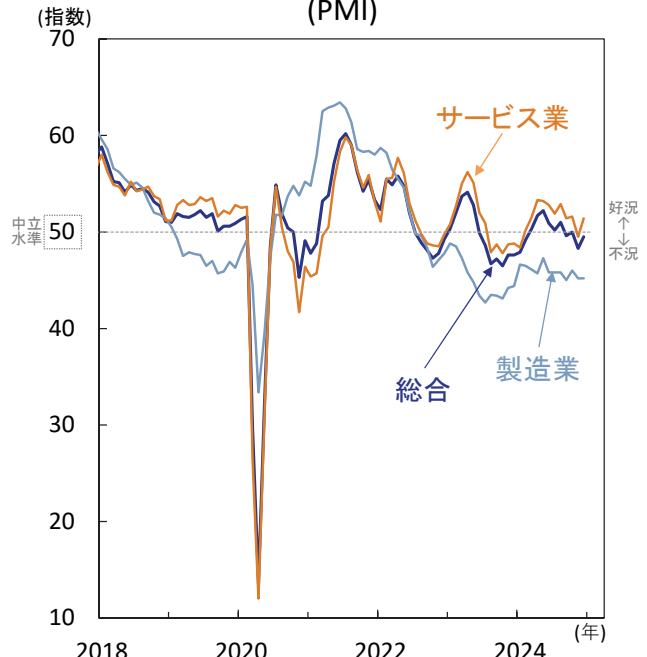
ユーロ圏 消費者物価指数 (前年比)



注) 直近値は2024年11月。

出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

ユーロ圏 購買担当者景気指数 (PMI)



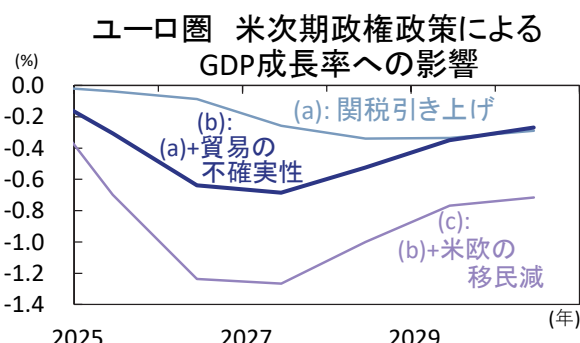
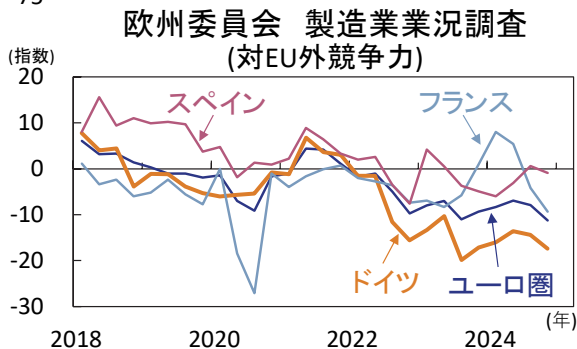
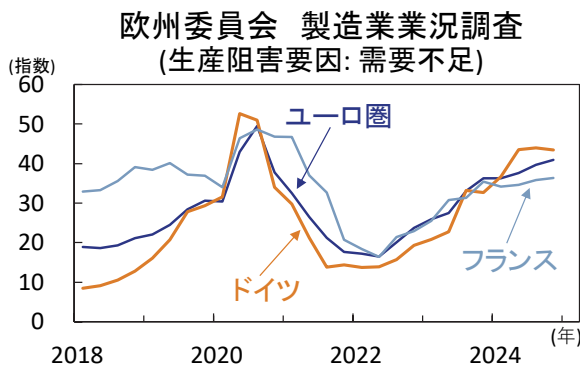
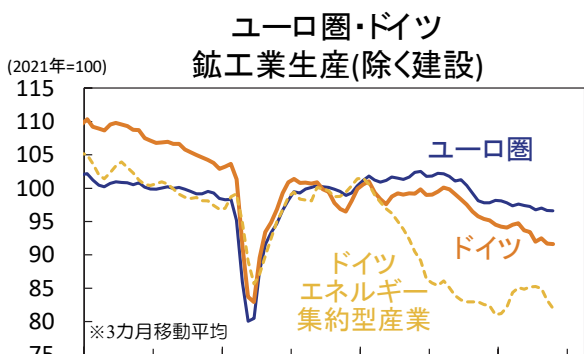
注) 直近値は2024年12月(速報値)。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 製造業不振は長期化へ、消費の力強い回復は期待薄か

- ◆ ドイツを中心にユーロ圏の製造業不振は依然として深刻。エネルギー高等の構造的課題に伴う競争力低下や需要低迷の継続に加え、米トランプ次期政権の関税政策を受けた貿易を巡る不確実性ものしかかります。不振脱却の糸口は未だみえず、2025年もユーロ圏景気の足かせとなりそうです。
- ◆ 所得環境の改善や底堅い雇用情勢、金融環境の緩和等を支えに消費主導の景気回復基調は保たれる見込みも、先行き不安は消費者心理を圧迫し、引き続き力強さに欠ける展開が予想されます。

## ● 製造業部門を取り巻く厳しさは増し、不振脱却の糸口は未だみえず

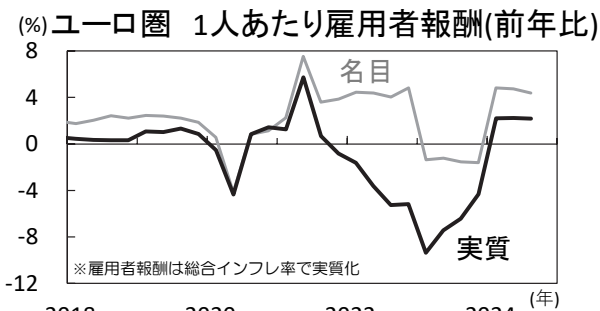
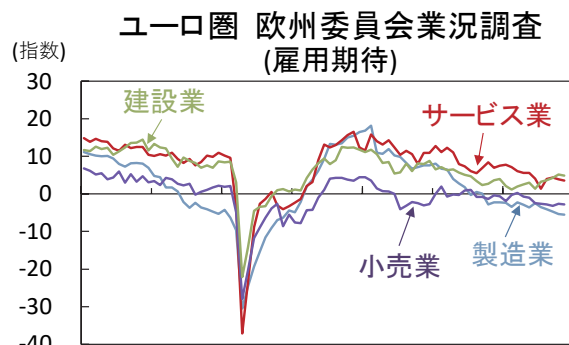
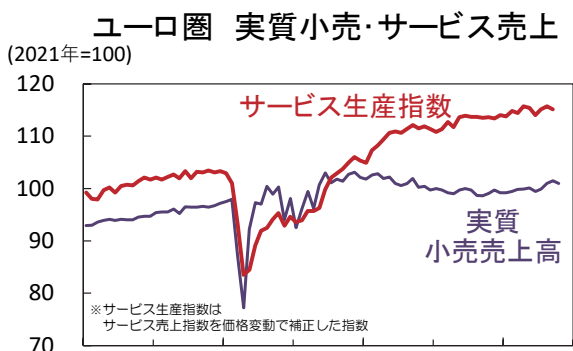


注) 直近値は上段が2024年10月、下段が同年11月。

出所) Eurostat、欧州委員会より三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 上段の直近値は2024年11月。下段はIMF世界経済見通し(10月)における試算、(a)関税は米国と他地域間で双方で10%を想定。  
出所) 欧州委員会、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 引き続き消費主導の景気回復に期待も、回復力に力強さは見込めず



注) 直近値は実質小売売上高が2024年10月、サービス生産が同年9月、雇用者報酬が同年7-9月期。

出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

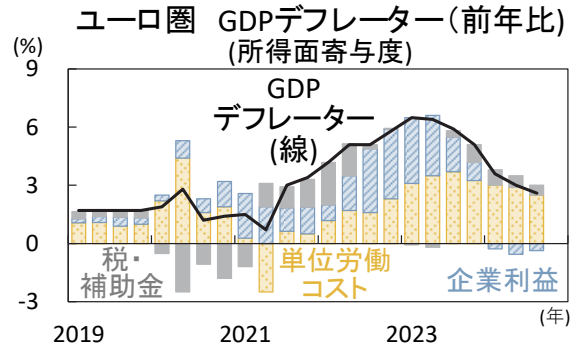
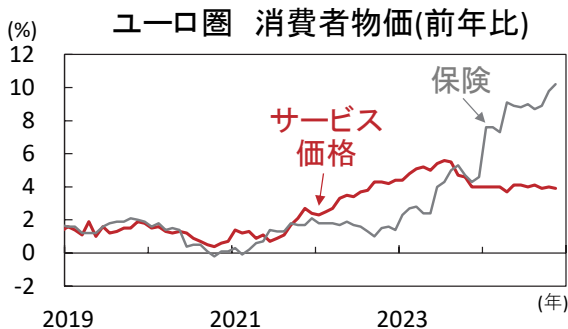
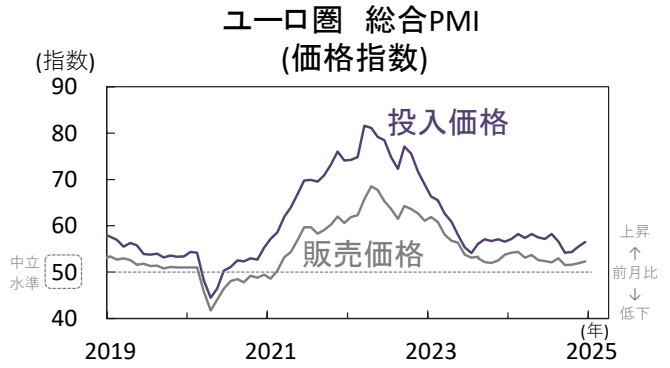
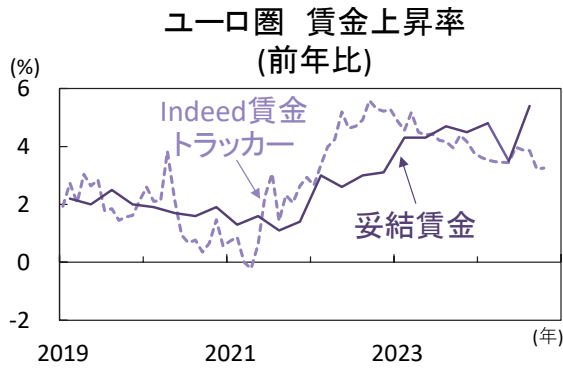
注) 直近値は2024年11月。

出所) 欧州委員会より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ECBは利下げペースをやや加速

- ◆ 欧州中央銀行(ECB)は物価目標回帰への自信を強め、サービスインフレの勢いは後退したと評価。しかし、その高止まりへの警戒は解かず、賃金と企業利益の推移を注視する姿勢を保っています。
- ◆ 景気下振れリスクへの懸念が強まる中、ECBは2024年10月以降、利下げペースをやや加速させ、12月政策理事会では3会合連続となる0.25%ptの利下げを決定。インフレ見通しを巡っては上下双方のリスクに配慮し、インフレ鈍化を過度に楽観せず、一段の利下げ加速には慎重を期すとみられます。

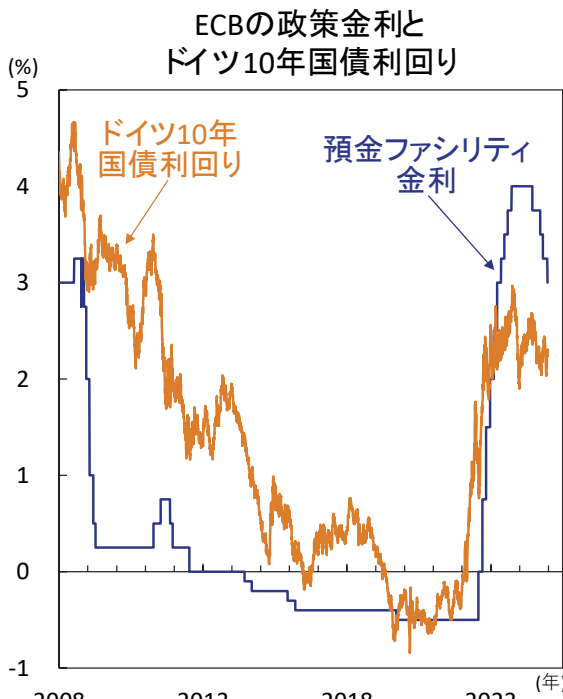
### ● ECBはサービスインフレへの警戒を解かず、賃金・企業利益を引き続き注視



注) 直近値は妥結賃金が2024年7-9月期、Indeed賃金トラッカーが同年10月、消費者物価が同年11月。  
出所) Eurostat、Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は上段が2024年12月(速報値)、下段が同年7-9月期。  
出所) Eurostat、S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● ECBは景気・インフレ下振れリスクへの意識を強めつつ、インフレ鈍化を過度に楽観せず



注) 直近値は2024年12月20日。  
出所) ECB、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ECBスタッフ 経済見通し

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

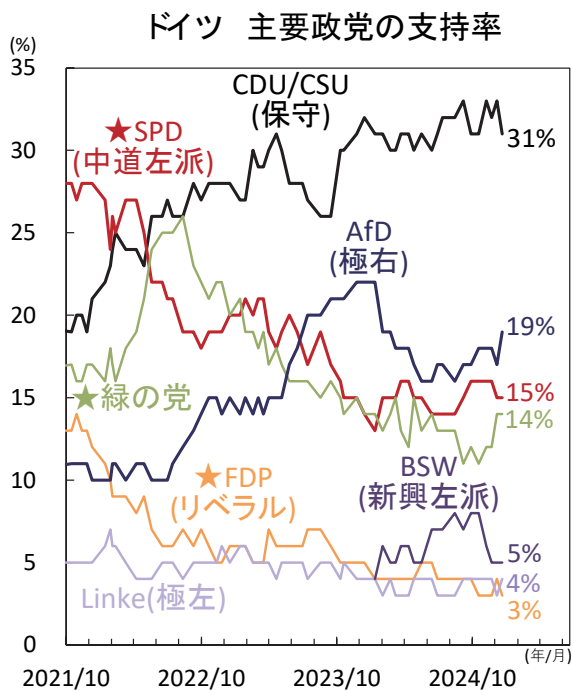
注) ↑: 上方修正、↓: 下方修正

出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ドイツ・フランスの政局は混迷

- ◆ ドイツでは、財政運営を巡る対立からシュルツ政権が崩壊し、2025年2月に総選挙が前倒しされ、現政権下での政策停滞は早期打開。最大野党CDUの政権奪還が予想されるも、他党連立を余儀なくされる可能性は高く、連立政権樹立や政策運営を巡る不透明感は当面解消されない見込みです。
- ◆ フランスでは2025年予算案の審議難航からバルニエ政権が崩壊。中道政党「民主運動」から新首相が任命されるも、少数与党による困難な議会運営は変わらず、財政再建の遅れが強く懸念されます。

### ●ドイツ総選挙後も、連立政権樹立や一貫性のある政策運営の実現には不透明感



注) 直近値は2024年12月17-19日調査。

★はシュルツ連立政権構成政党。

出所) Forschungsgruppe Wahlenより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ドイツ 各政党の主要政策

	CDU/CSU	SPD	緑の党
財政	・債務ブレーキを維持 ・法人税を25%に引き下げ ・所得税減税 ・高所得層への連帯税廃止	・投資増のための穏やかな債務ブレーキ改革 ・低所得世帯減税 ・相続税引上げ	・より多くの投資のための賢明な債務ブレーキ改革 ・低所得世帯へ ・気候変動補助金 ・世界的な富裕税
経済	・電気料金の引き下げ ・規制・官僚主義の削減	・電気料金の引き下げ ・1,000億€のインフラ投資ファンド ・投資への税還付(10%)	・電気料金の引き下げ ・規制・官僚主義の削減 ・投資への税還付(10%)
気候変動	・気候変動規制の削減 ・原子力発電回帰への選択肢	・現気候変動目標の維持 ・再生可能エネルギーの推進	・現気候変動目標の維持 ・再生可能エネルギーの推進
ウクライナ	・支援継続 ・中長距離ミサイルの配備支持 ・軍事費を少なくとも対GDP比2%増	・支援継続 ・中長距離ミサイルの発射反対 ・軍事費を少なくとも対GDP比2%増	・支援継続 ・中長距離ミサイルの配備支持 ・軍事費を少なくとも対GDP比2%増
移民	・難民申請の第3国利用 ・犯罪移民の強制送還	・難民申請の第3国利用を否定 ・犯罪移民の強制送還 ・難民の自発的帰還を促す	・難民申請の第3国利用を否定 ・難民の自発的帰還が望ましい

注) 2024年12月17日公表。

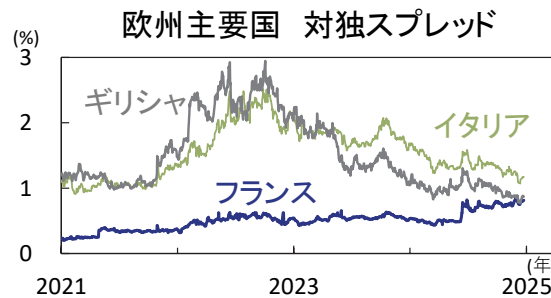
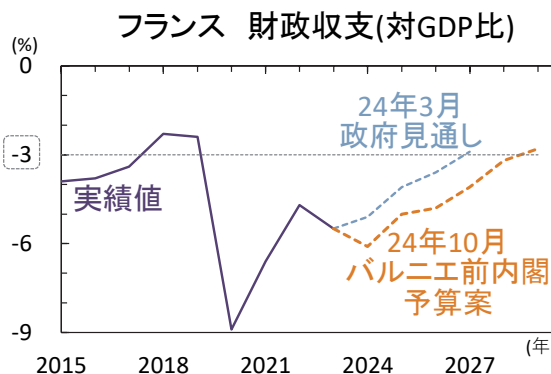
出所) 各党マニフェストより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ●フランスでは少数与党による困難な議会運営が続ぎ、財政再建への懸念強まる



注) 2024年12月24日時点。

出所) 仏国民議会より三菱UFJアセットマネジメント作成



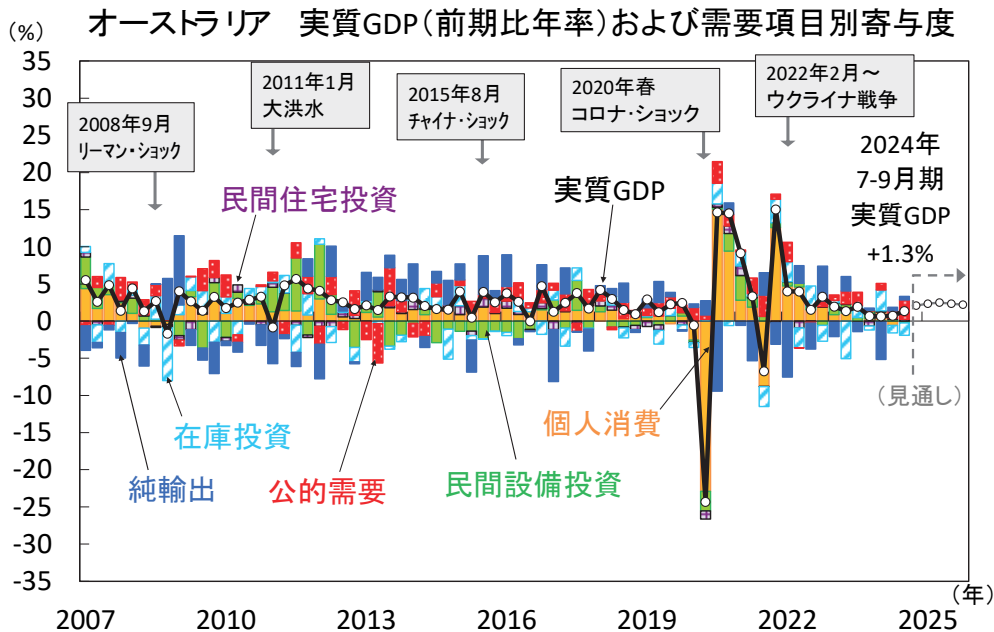
注) 直近値は上段実績値が2023年、下段は2024年12月23日。

出所) 仏財務省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 6. オーストラリア（豪州）：豪中銀の早期利下げ観測強まる

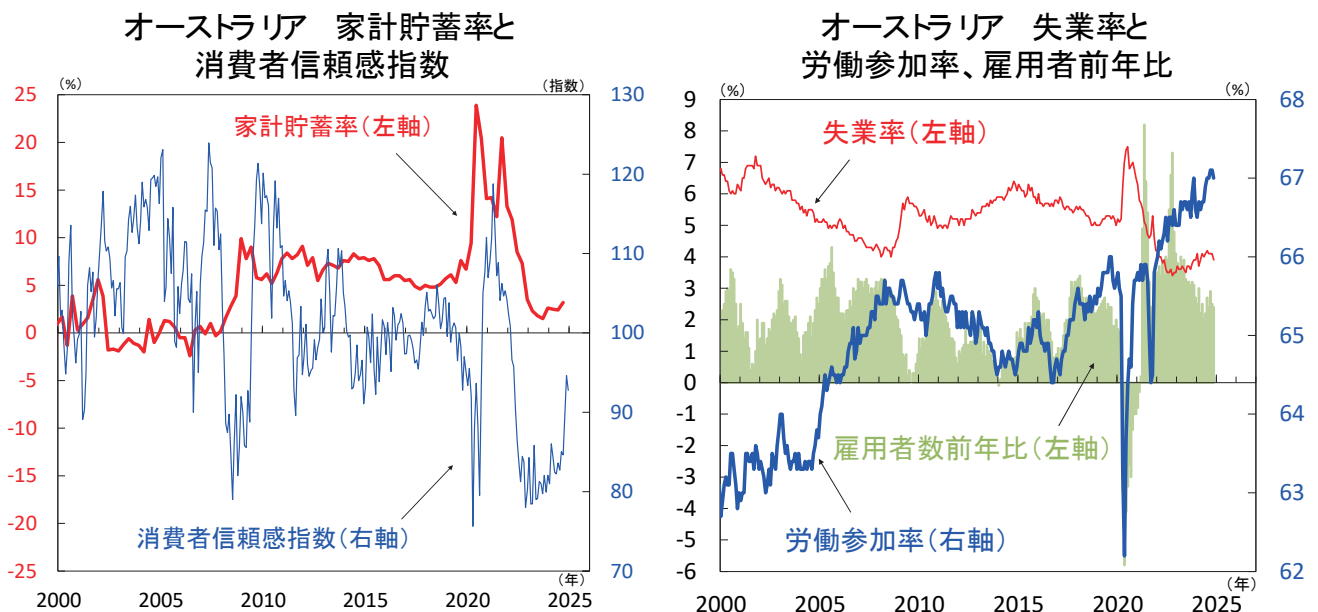
- ◆ 7-9月期の実質GDP成長率は上向いたものの、低い伸びにとどまりました。内訳をみると、個人消費は低調であり民間需要の弱さが目立ちます。GDP成長率は公的需要によって下支えされています。
- ◆ 消費者マインドは改善しており、堅調な雇用環境が続いていることから今後も景気は上向く見通しです。ただし、高金利や米国の関税政策を巡る不透明感から、回復は緩やかになると考えられます。これまでの金融引き締めが成長率回復の重しとなっており、金融緩和への転換が期待されます。

### ● 実質GDP成長率は上向くも緩やかな伸びにとどまる



注) 実績の直近値は2024年7-9月期。2024年10-12月期～2025年10-12月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。  
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 雇用環境は堅調で消費者マインドは改善、個人消費は回復基調へ



注) 直近値は貯蓄率が2024年7-9月期、消費者信頼感指数が同年12月。  
出所) オーストラリア統計局、ウエストバック銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

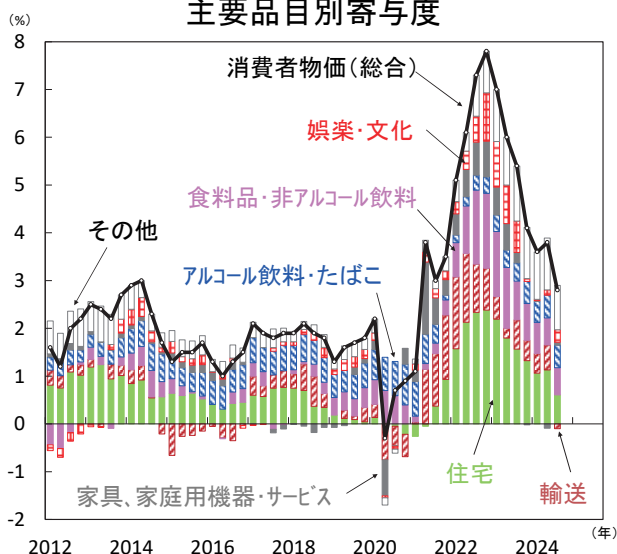
注) 直近値は2024年11月。  
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

# 豪中銀の政策スタンスの軟化を受けて早期利下げ観測強まる

- ◆ 豪中銀は2024年12月の金融政策決定会合において、政策金利を9会合連続で4.35%に据え置きましたが、声明文はハト派的な内容に修正されており、早期利下げの可能性を示すものとなりました。
- ◆ 市場は2025年4月会合までの豪中銀利下げ開始を織り込んでいます。2025年に政策金利は中立金利とされる3.5%前後に向け段階的に引き下げられる見通しです。利下げ観測の強まりに加え、ランプ米次期大統領の関税政策による景気不安は根強く、豪ドルは上値の重い動きが続きそうです。

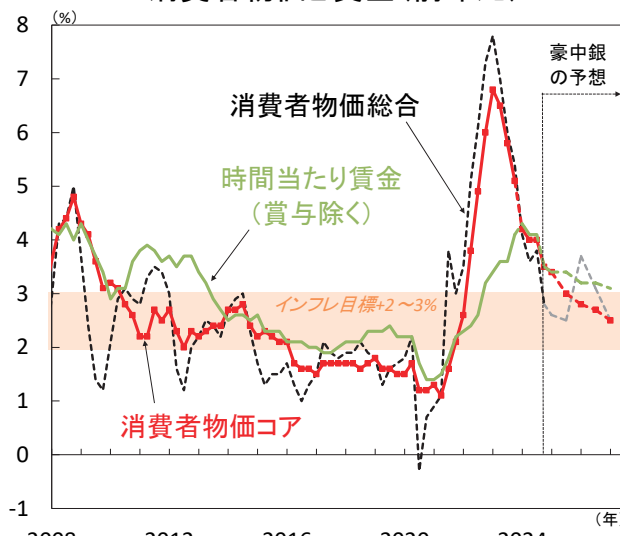
## ● 豪中銀はコアインフレ率が物価目標圏内へ収まるのは2025年後半以降と予想

### オーストラリア 消費者物価(前年比)と主要品目別寄与度



注) 直近値は2024年7-9月期。その他は健康、教育、金融・保険を含む。  
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

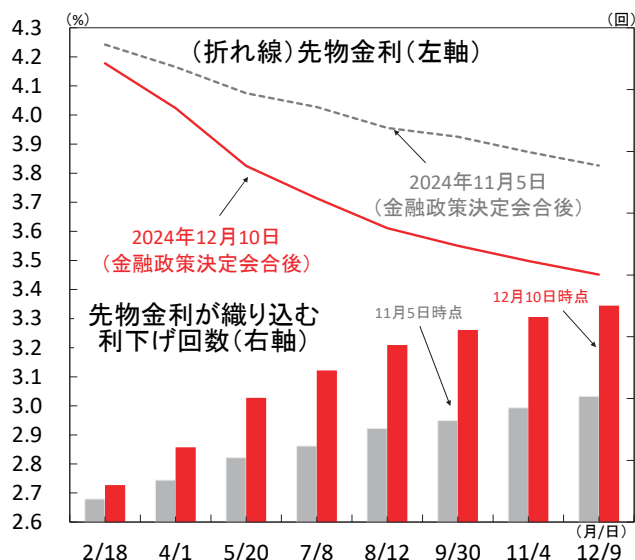
### オーストラリア 消費者物価と賃金(前年比)



注) 直近値は2024年7-9月期。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀予想は金融政策報告(2024年11月)による。  
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

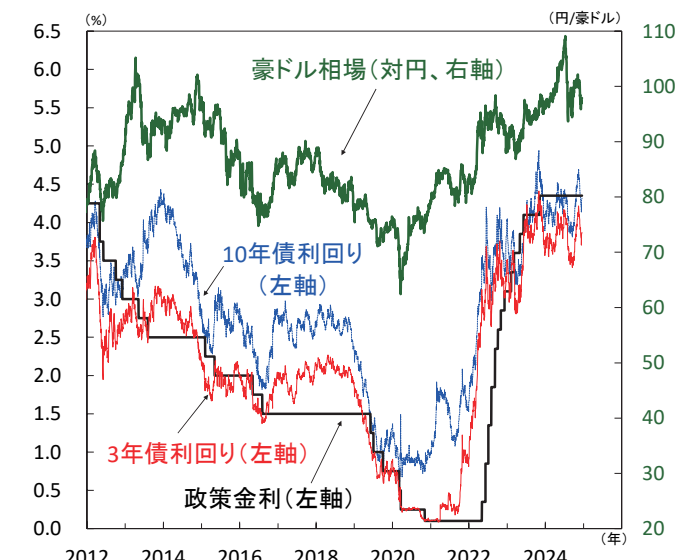
## ● 豪利下げ観測が強まるなか、金利は低下基調となり豪ドル相場は軟調

### オーストラリア 先物金利が織り込む政策金利(2025年)



注) 利下げ回数は0.25%pt幅で算出。横軸は金融政策決定会合開催日。  
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### オーストラリア 豪ドル、政策金利、国債利回り

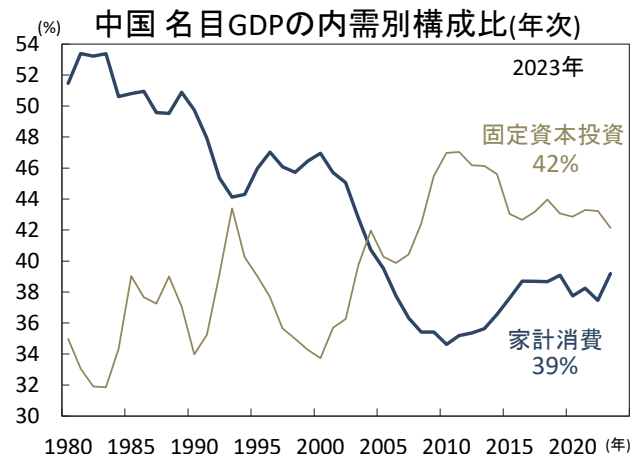
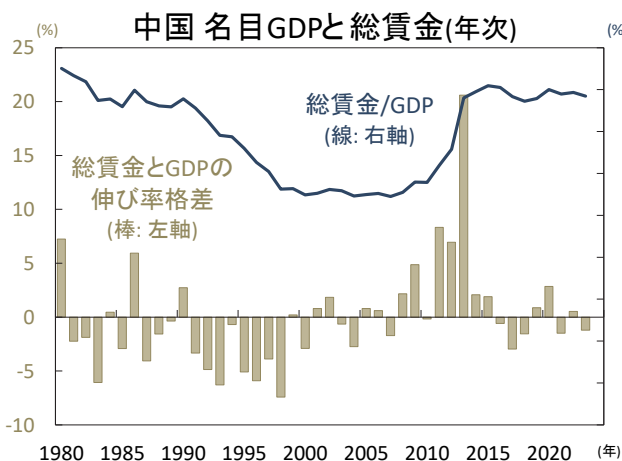
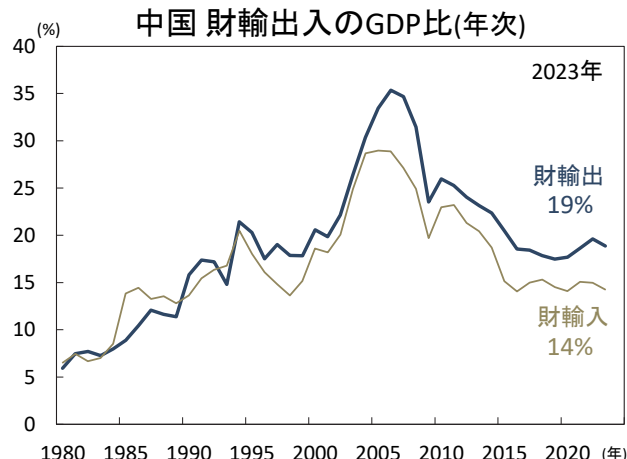
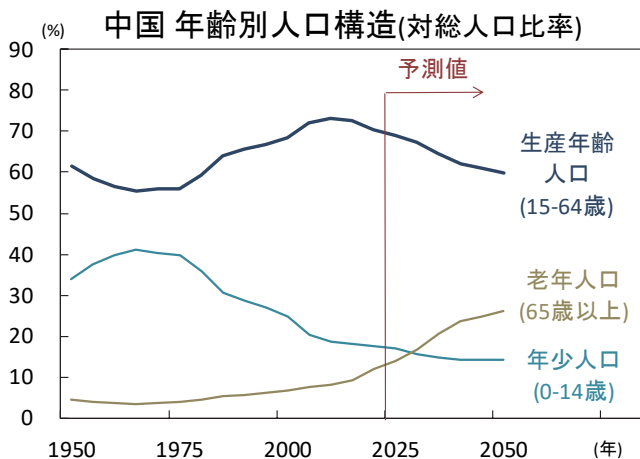
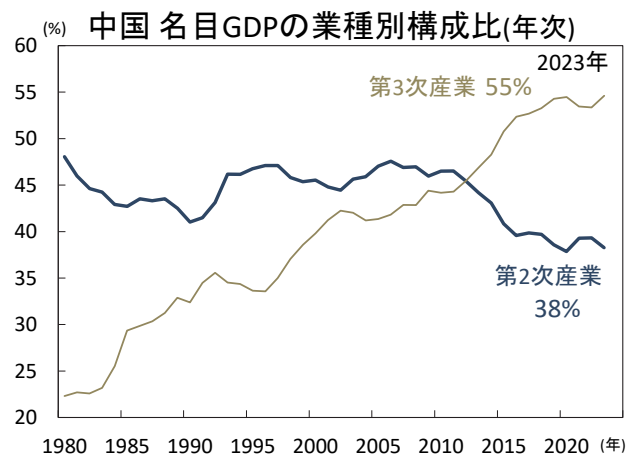
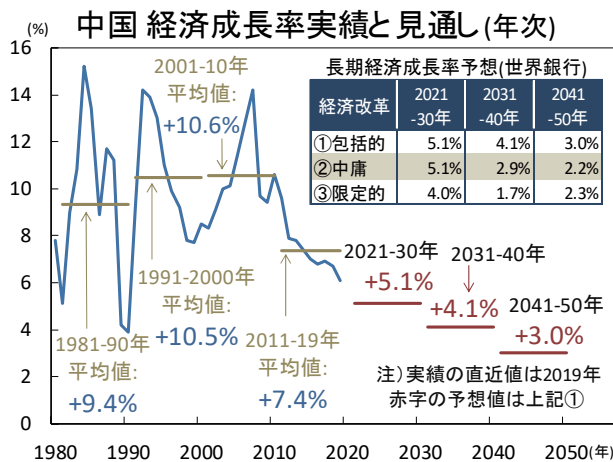


注) 直近値は2024年12月23日。  
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 7. 中国経済：景気は底打ちしたが勢いを欠く

- ◆ 近年の中国の成長率鈍化の主因は中期的な潜在成長力の低下です。背景には、高齢化に伴う生産年齢人口の伸びの鈍化や、農村部から都市部への労働力移動の一巡があります。
- ◆ 過去30年の高成長の過程では、輸出と投資の伸びが成長をけん引。貿易・投資自由化に伴う世界経済との統合、人為的な低金利などが背景でした。しかし、労働力不足の顕在化とともに人件費は上昇。今後は成長率が低下するとともに、総需要に占める家計消費の比重が上昇する見込みです。

### ● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造



注) 上段: 左図の予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, "Innovative China, New Driver of Growth"による。  
中段: 左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025~2050年は同予測値(World Population Prospects, 2023による)。  
下段: 左図の直近値は2023年。

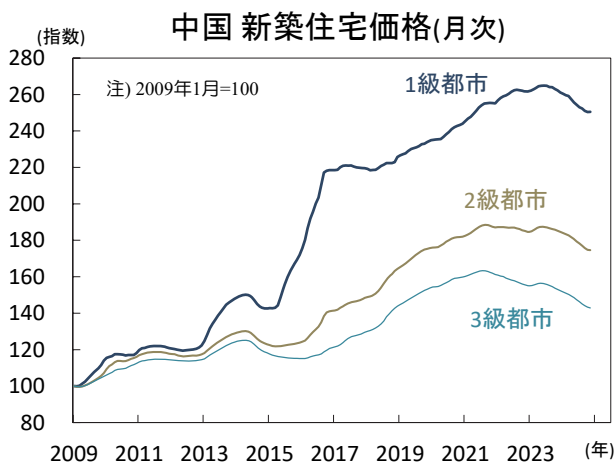
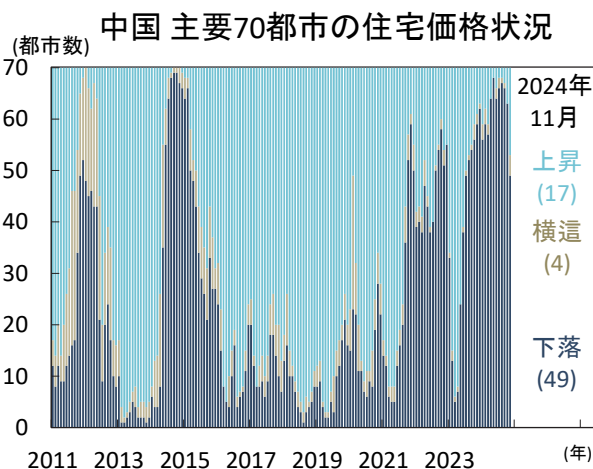
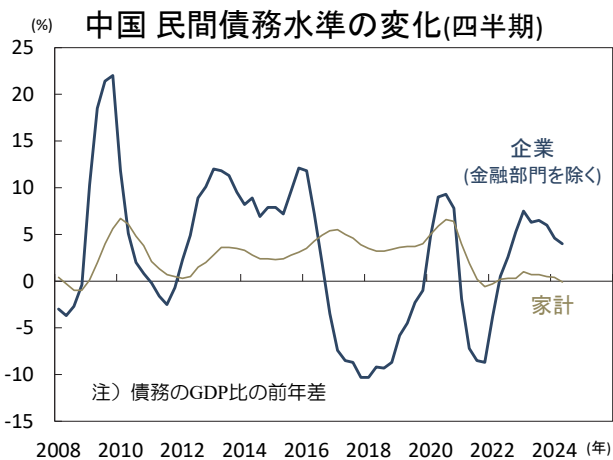
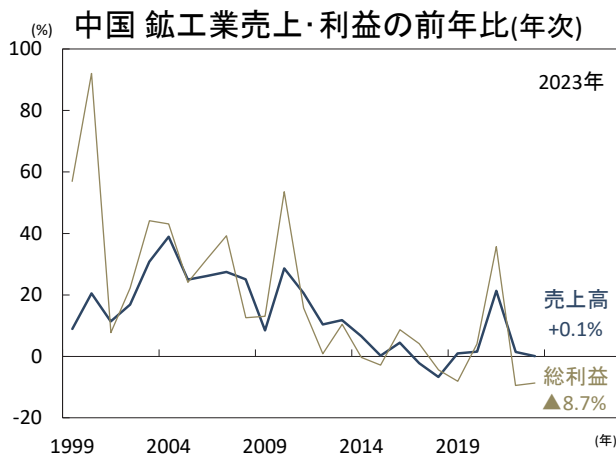
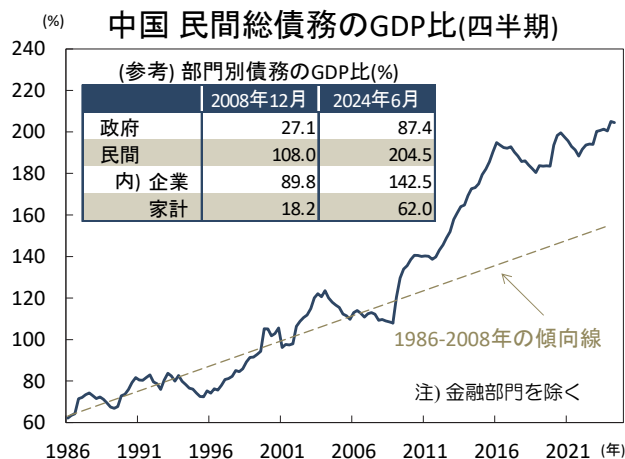
出所) 中国国家统计局、世界銀行、国際連合、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 深刻な住宅不況は今後も継続する見込み

- ◆ 2009年の大規模な景気刺激策の結果、企業は過剰な債務と設備を抱えたものの、2017-18年には政府がその削減を推進。現指導部は経済の安定性を重視し2020年より不動産規制を強化しました。
- ◆ 規制強化に伴って民間不動産開発会社の資金調達環境は悪化。土地購入や建設着工が落ち込み住宅建設の中断も増え、竣工前物件の購入も低迷しています。当局は国有企業による住宅在庫買い上げを促すものの、深い傷を負った住宅部門が回復するには時間がかかりそうです。

### ● 低迷する住宅価格、住宅融資等家計債務の伸びは横ばいに



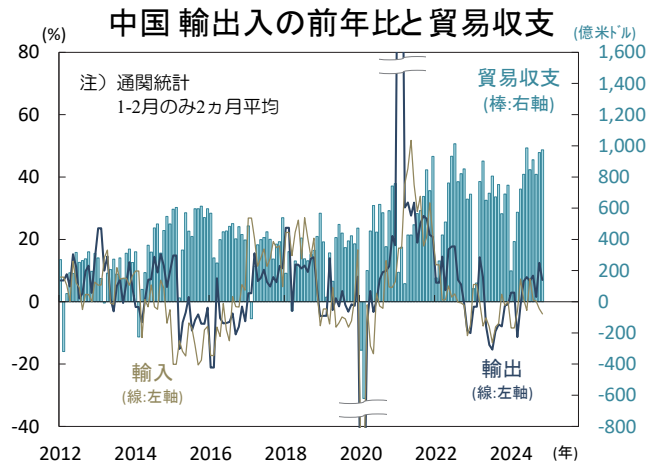
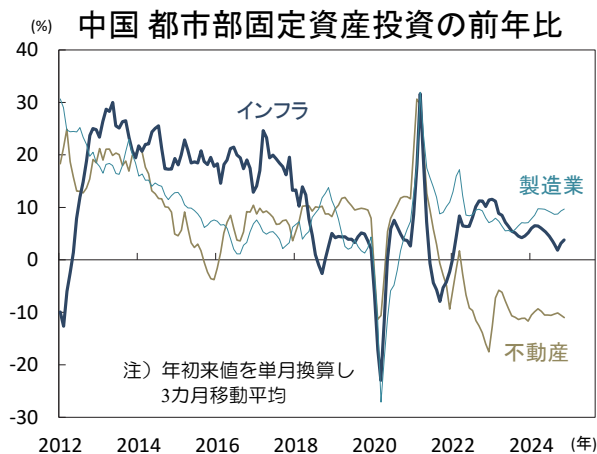
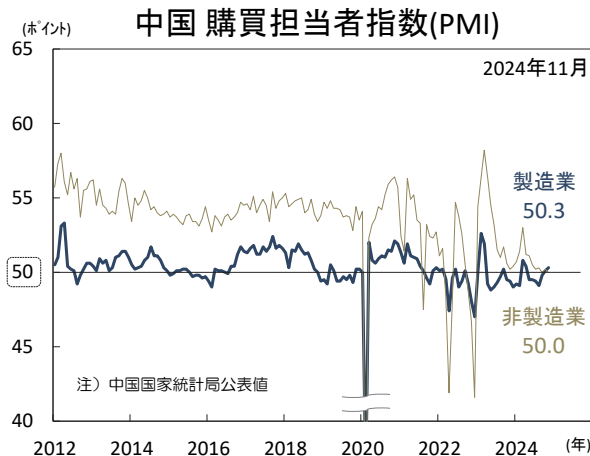
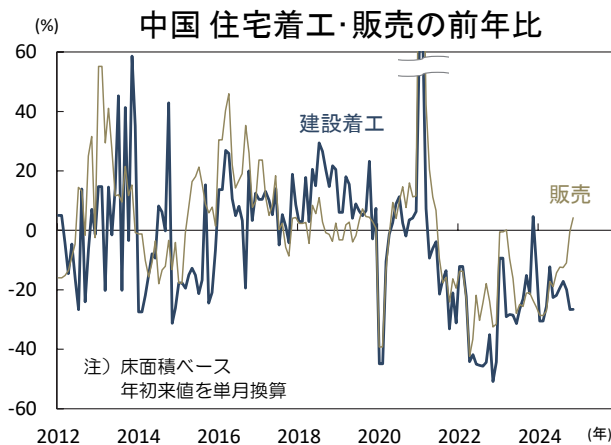
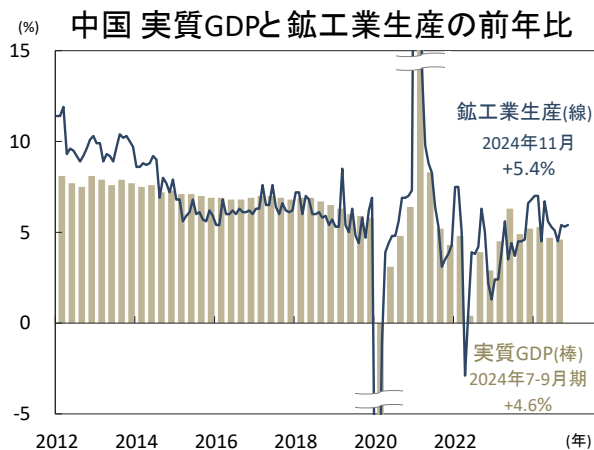
注) 上段: 左図の直近値は2024年6月。  
中段: 左図の直近値は2024年6月。  
下段: 右図の直近値は2024年11月。

出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 不動産投資や家計消費の低迷に伴って景気は軟調

- ◆ 2024年7-9月期の実質GDPは前年比+4.6%(1-3月期+4.7%)へ鈍化しました。同年11月には輸出や生産が堅調であった一方、小売売上高や固定資本投資が鈍化するなど内需が低迷。住宅販売は回復したものの、中小都市の住宅在庫の消化には時間を要し不動産投資は当面低迷するでしょう。
- ◆ 当局は住宅市場支援策や家計消費振興策を導入したものの、景気支援効果は限定的。2024年通年のGDP成長率は+4.8%(前年+5.2%)前後、2025年は+4.2%前後と景気は勢いを欠く見込みです。

### ● 住宅の販売は回復したが建設着工は低迷、小売売上高も失速



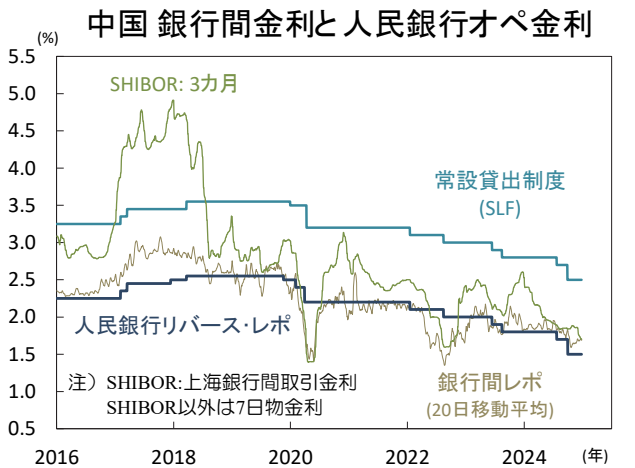
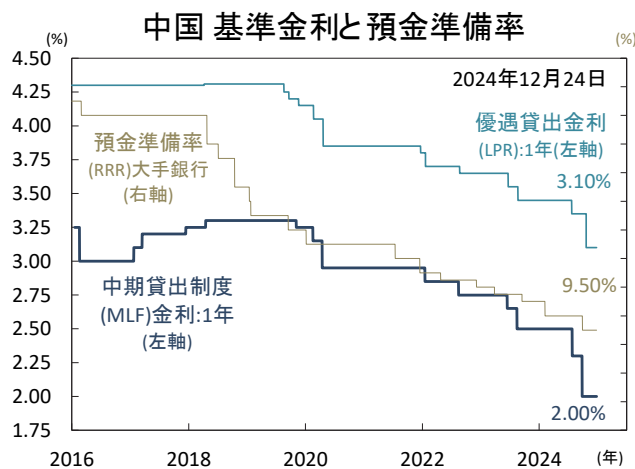
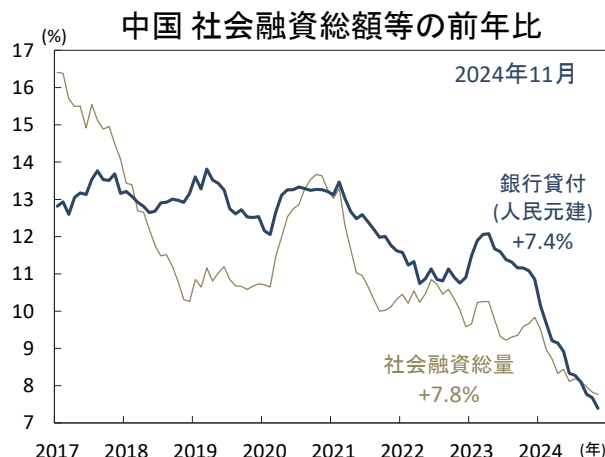
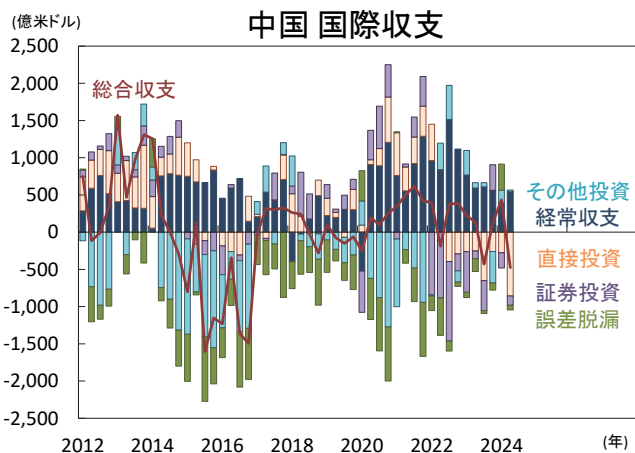
注) 上段: 右図の直近値は2024年11月。  
下段: 直近値は左図が2024年11月、右図が同年11月。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 追加的金融緩和や米中通商対立が人民元相場を下押しか

- ◆ 人民元の対ドル相場は9月末まで上昇した後に反落。米金利と米ドルの上昇によります。内需の低迷に悩む当局は、12月の中央経済工作会議で金融緩和を示唆。米国の利下げ幅がより浅くなると見込まれる中、中国の追加利下げによる短期金利の低下が人民元相場の重しとなりそうです。
- ◆ 米新政権が対中関税を引き上げれば、当局がその影響を和らげるために人民元安を容認するとの見方も根強い模様。資本流出の継続もあり、今後も人民元相場の上値は重いと予想されます。

## ● 景気支援に向けて政策金利等を引き下げ、人民元は9月末より軟調に推移



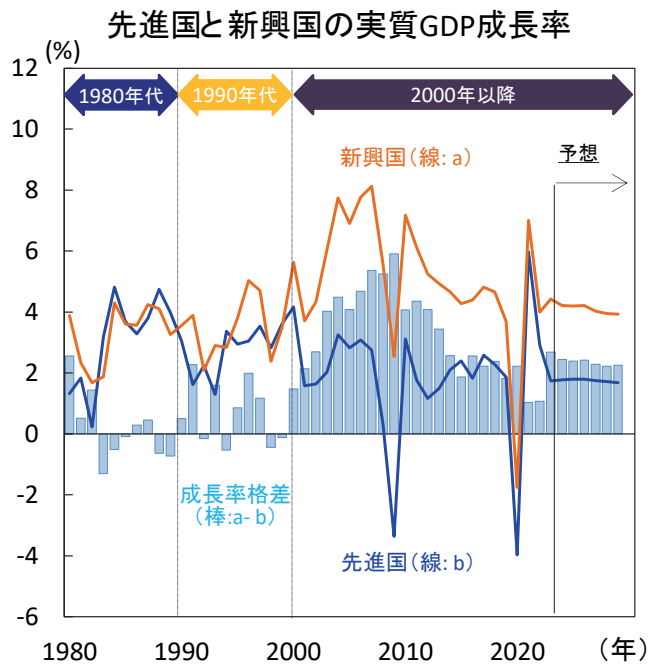
注) 上段: 直近値は、左図: 2024年4-6月期。  
中段: 直近値は、右図: 2024年12月24日。  
下段: 直近値は、左図: 2024年12月24日、右図: 為替相場は2024年12月24日、外貨準備は2024年11月。

出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

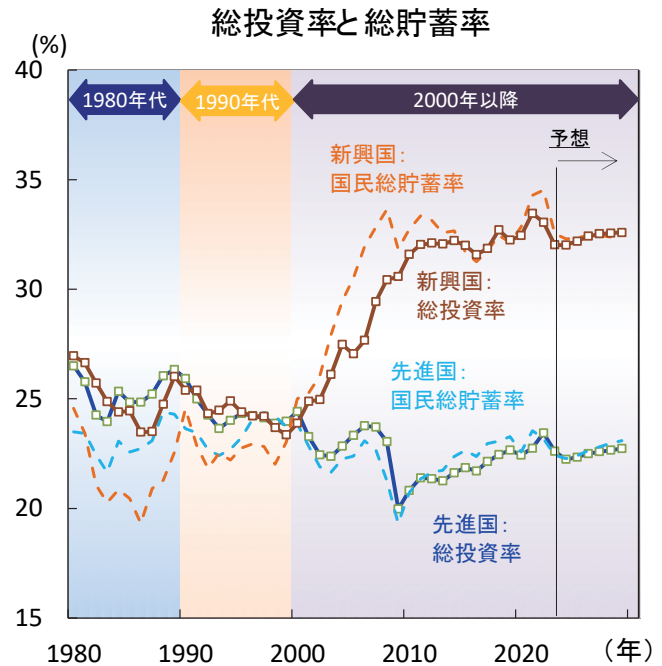
## 8. 新興国：物価安定化に向け柔軟な対応を迫られる中銀

- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で物価が鈍化し、経常収支が改善するなど経済が安定化。豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2010年代より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、その成長力が先進国を上回る構図は不変です。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

### ● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国

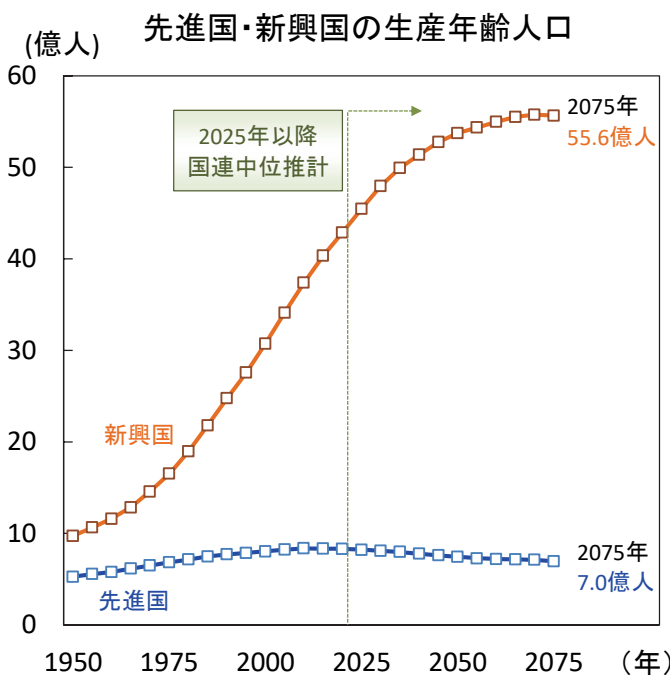


注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成

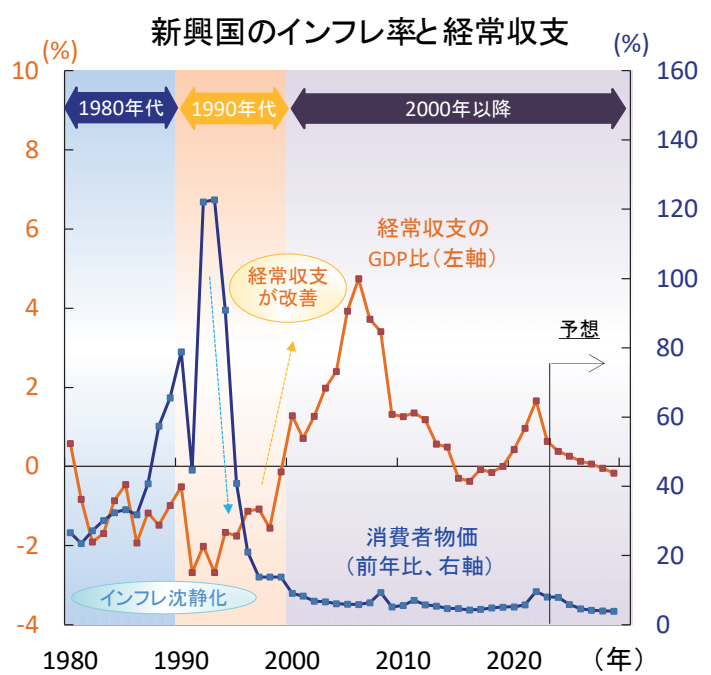


注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 先進国に比して豊富な生産年齢人口、2000年代以降インフレ率は沈静化



注) データは5年ごと。2025年以降は国連による中位推計値。  
生産年齢人口は15歳以上65歳未満とする。  
出所) World Population Prospectsより三菱UFJアセットマネジメント作成



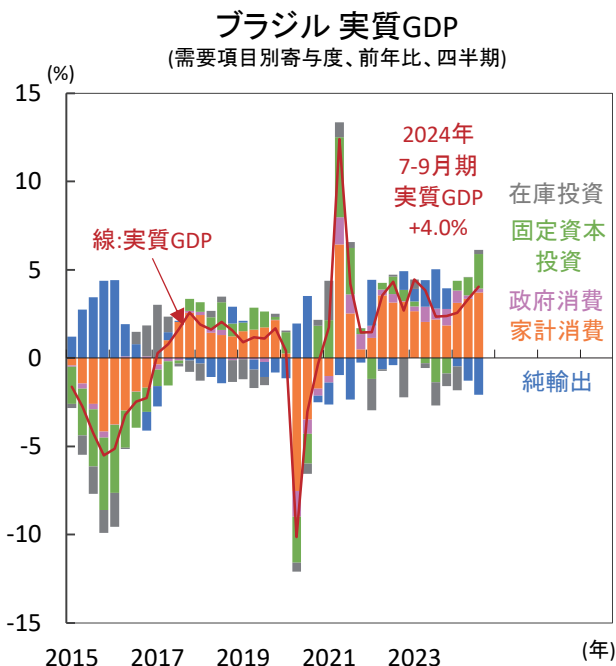
注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成



## ①ブラジル: 良好な内需が景気をけん引も、財政悪化懸念が燦る

- ◆ 賃金上昇や低所得者世帯向けの現金給付プログラムを背景とした家計消費の堅調さが景気を支え、2024年7-9月期の実質GDPは前年比+4.0%(4-6月期同+3.3%)と4四半期連続で加速しました。
- ◆ 財政健全化の動きに遅れがみられるなか、政府は福祉手当の不正受給の調査強化などを通じた歳出削減計画を発表。ただし、ルラ大統領は支持率回復に向け低所得層の所得税非課税枠拡大の方針を示すなど財政健全化に消極姿勢を見せており財政懸念は当面燦るものとみられます。

### ● 実質GDPは加速継続(左)、堅調な内需が企業の生産活動を支援(右)



注) 直近値は2024年7-9月期。

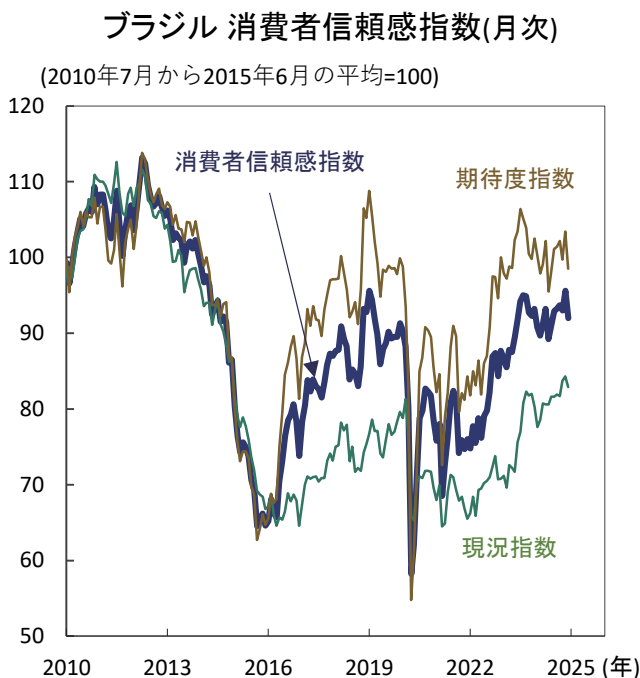
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 季節調整値、直近値は2024年10月

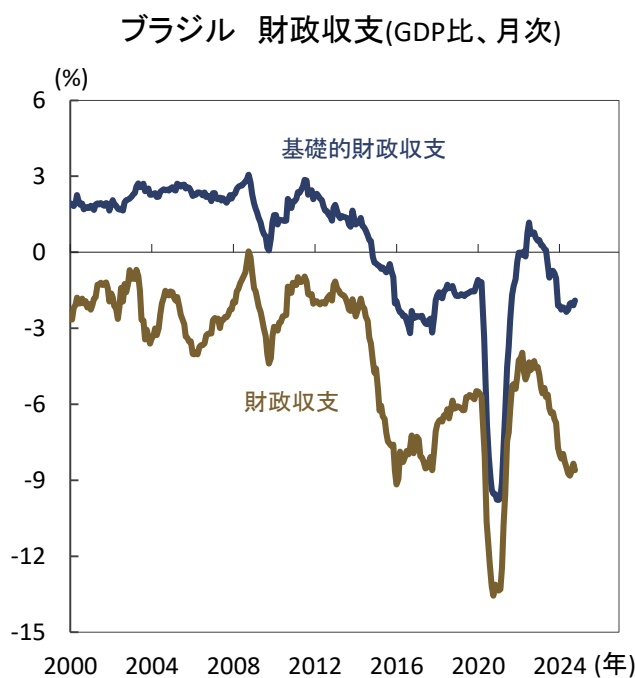
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 消費者マインドは底堅さを示すが(左)、財政健全化の動きに遅れがみられる(右)



注) 季節調整値、直近値は2024年11月。

出所) ジェットリオ・バルガス財団、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年10月、財政収支と基礎的財政収支は12カ月累計値、GDPは4四半期累計値、GDP未公表の2024年10月分は2024年7-9月期分で代用。

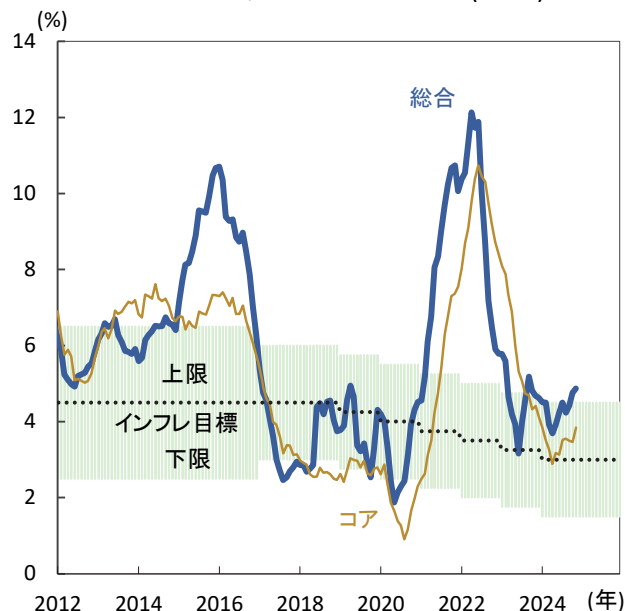
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル財務省、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 消費者物価の再加速を受けて利上げのペースを急加速

- ◆ 11月の総合消費者物価は前年比+4.9%(10月同+4.8%)と再加速。当局は予測シナリオ以上に堅調な労働市場、期待インフレの不安定化を受けて、直近2会合連続で利上げペースを加速しました。
- ◆ 中国景気減速による輸出の伸び悩みによる貿易黒字縮小や財政悪化は懸念されますが、当局は物価の安定化に向けてタカ派姿勢を鮮明にしています。米国が利下げ局面入りするなか、ブラジルと米国との金融政策姿勢の違いが意識されブラジル・リアルは底堅さを取り戻す見込みです。

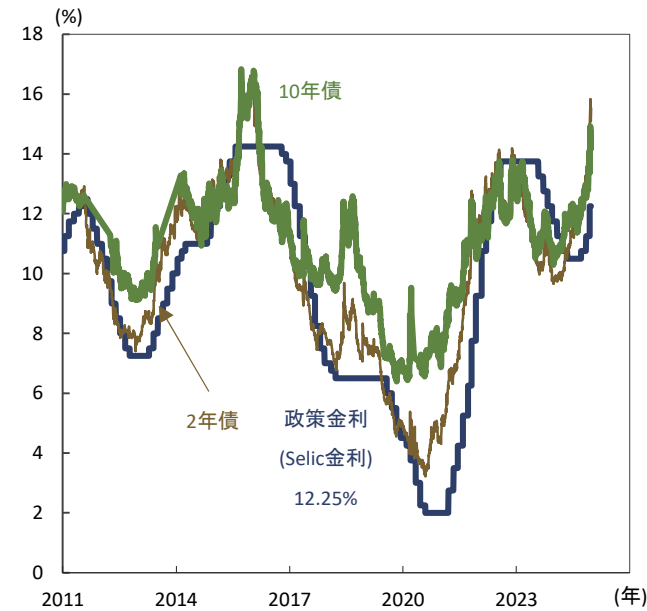
### ● 消費者物価は再加速(左)、中銀は物価安定化に向けて利上げペースを加速(右)

#### ブラジル 消費者物価前年比(月次)



注) コアは食品と燃料を除く。直近値は2024年11月。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

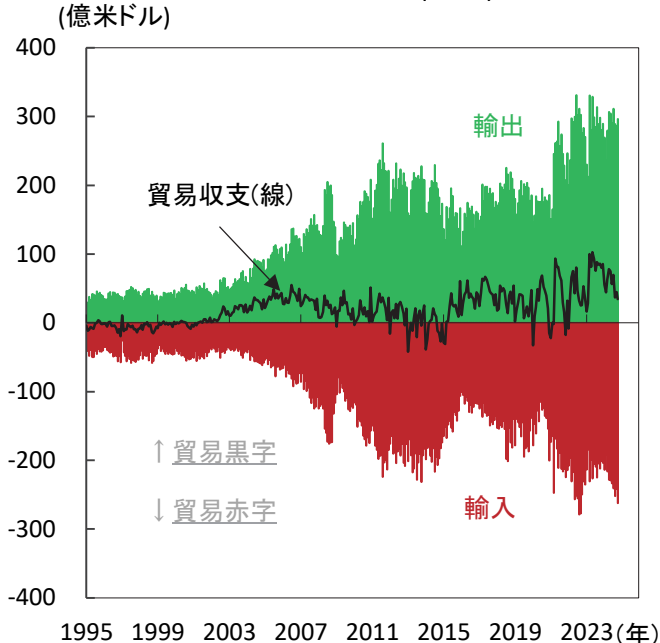
#### ブラジル 政策金利と国債利回り(日次)



注) 10年債データは一部欠落あり。直近値は2024年12月23日。  
出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

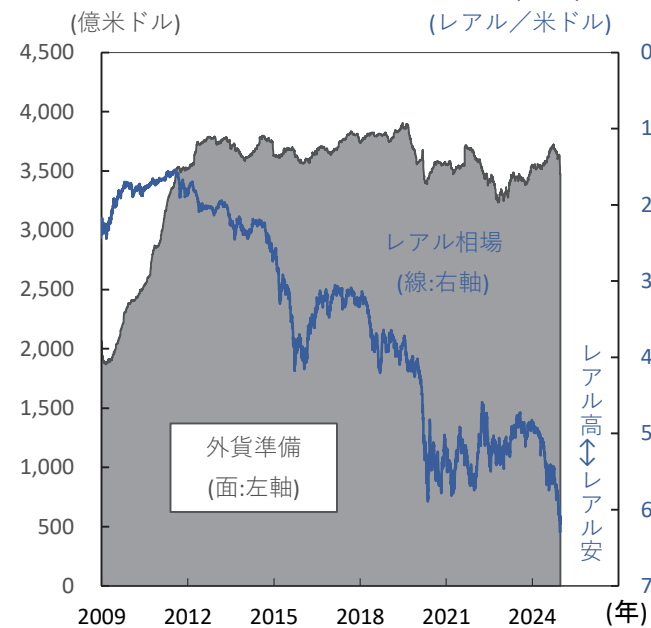
### ● 先行きの貿易収支悪化が懸念も(左)、積極的な利上げがレアルの支えに(右)

#### ブラジル 貿易収支(月次)



注) 直近値は、2024年10月。  
出所) ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ブラジル 外貨準備と為替相場(日次)

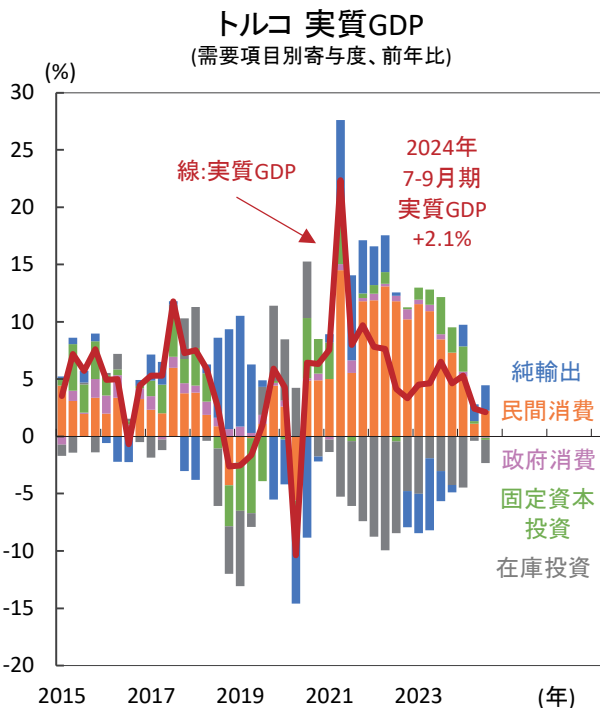


注) 直近値は、為替相場: 2024年12月23日、外貨準備: 2024年12月20日。  
出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ②トルコ:高い政策金利が投資活動を抑制し景気鈍化が続く

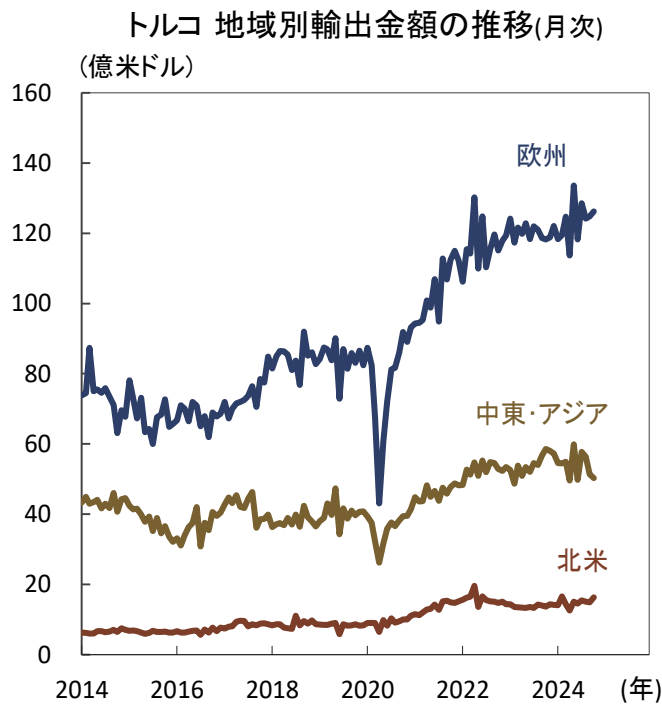
- ◆ 2024年7-9月期の実質GDPは前年比+2.1%(4-6月期同+2.4%)と鈍化。急速な政策金利引き上げによる投資の抑制が景気を下押ししました。また、主要輸出先である欧州も政治的不透明感の高まりが懸念される状況。国内外の経済状況が悪化しており、景気減速基調が続くものとみられます。
- ◆ 11月の総合消費者物価は前年比+47.1%(10月同+48.6%)と鈍化が継続。しかし、物価水準は依然高く、物価の安定化に向けて当局は当面積極的な金融引き締め姿勢を維持する見込みです。

### ● 投資抑制が景気下押し(左)、輸出の伸び悩みなどが景気の重しとなる想定(右)



注) 直近値は2024年7-9月期。

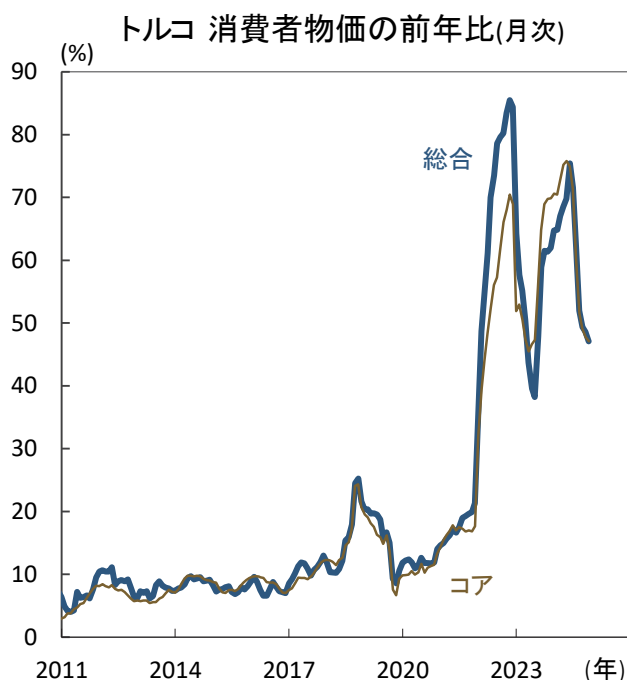
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 季節調整値、直近値は2024年10月。

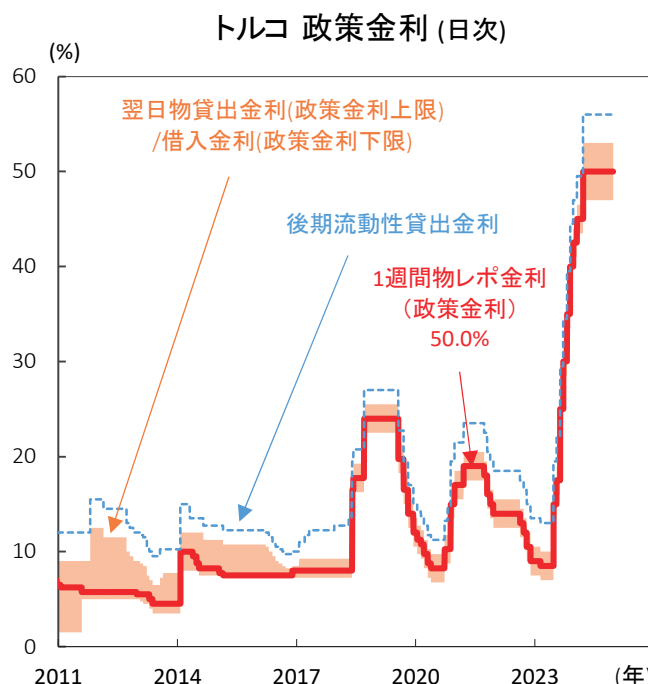
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 物価の鈍化は継続(左)、安定化に向け金融引き締め姿勢を維持する見込み(右)



注) コアは燃料、飲料、たばこ、金を除く、直近値は2024年11月。

出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年12月23日。

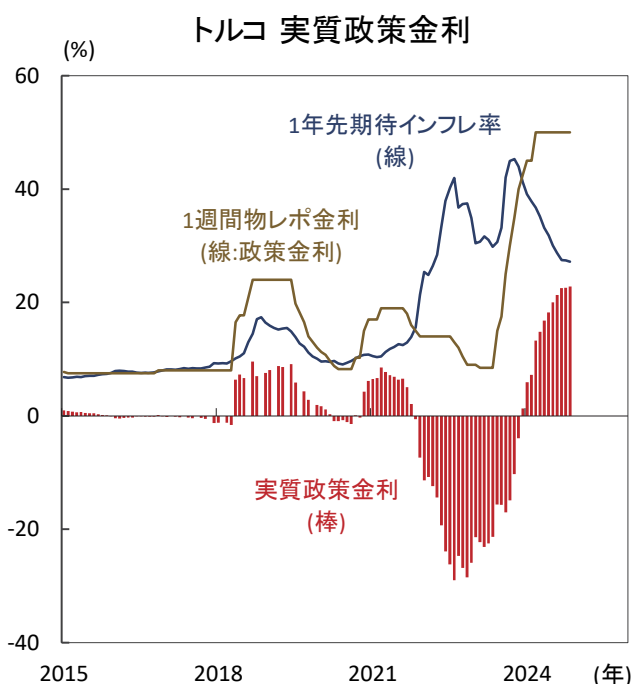
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



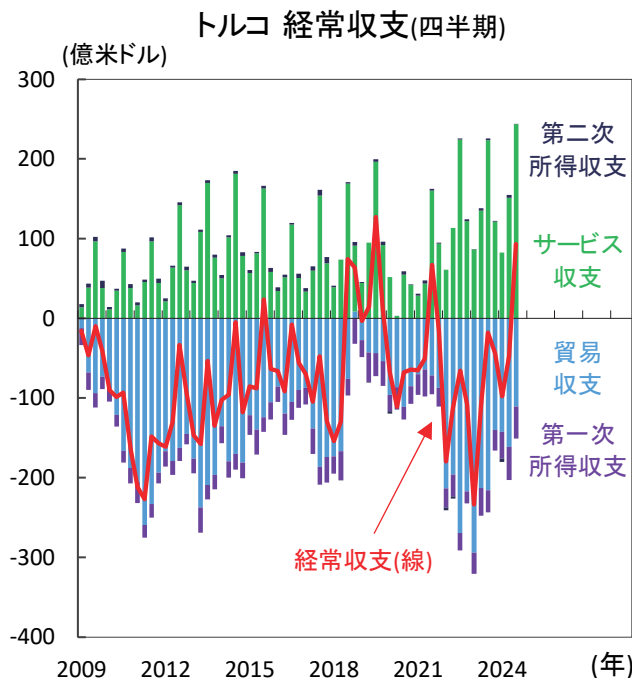
## 投資環境改善期待からトルコへの資金流入が続く

- ◆ 金融引き締め姿勢を維持する中、期待インフレの鈍化に伴い、実質政策金利は上昇を続けています。また、通貨安を背景に海外からの来訪客が増加したことで経常収支は黒字に改善しました。
- ◆ 海外投資家からの資金流入は継続。2024年は厳格な金融政策や外貨準備積み上げなどを理由に大手格付会社が2度外貨建て長期国債の格上げを発表しました。金融引き締め姿勢の維持が想定されるなか、高い実質金利にも後押しされ低迷が続くトルコ・リラ相場の転換が期待されます。

### ● 実質政策金利は上昇継続(左)、サービス収支の改善により経常収支は黒字化(右)

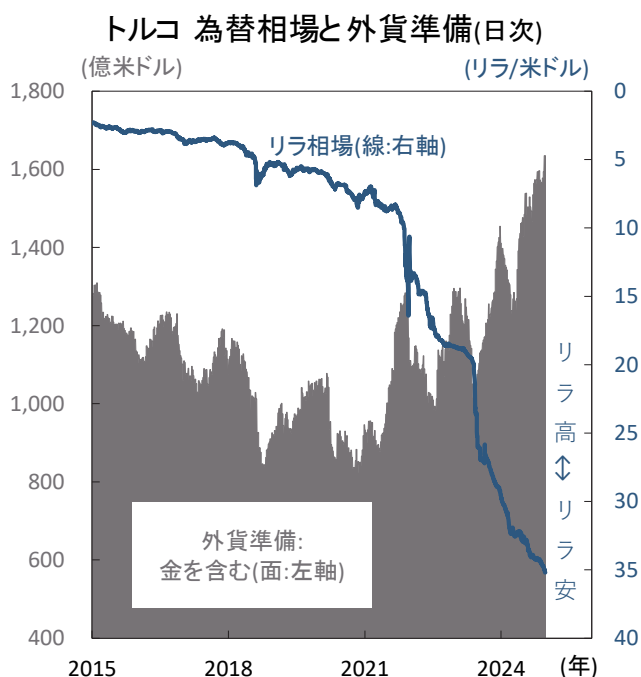


注) 実質政策金利は政策金利-1年先期待インフレ率  
直近値は政策金利:2024年11月会合、1年先期待インフレ率:同年11月。  
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年7-9月期。  
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● リラ相場の低迷が続くものの(左)、海外投資家からの資金流入が急拡大(右)



注) 直近値は為替相場:2024年12月23日、外貨準備:同年12月13日。  
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

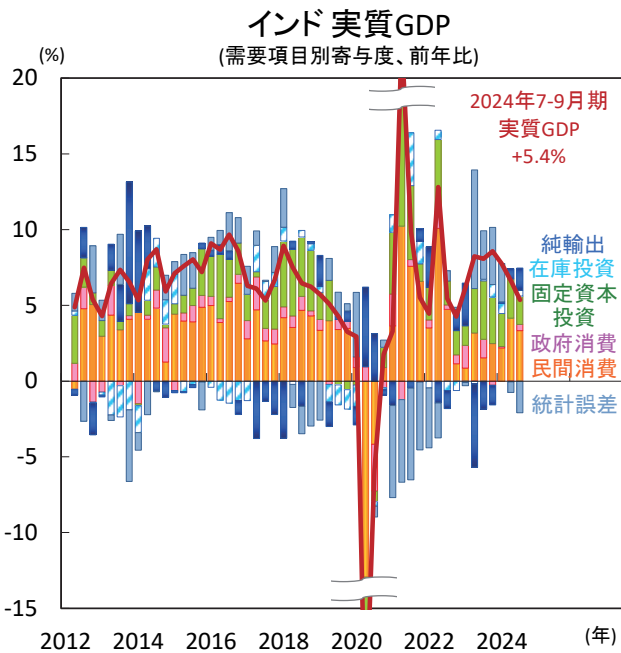


注) 直近値は2024年11月。  
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

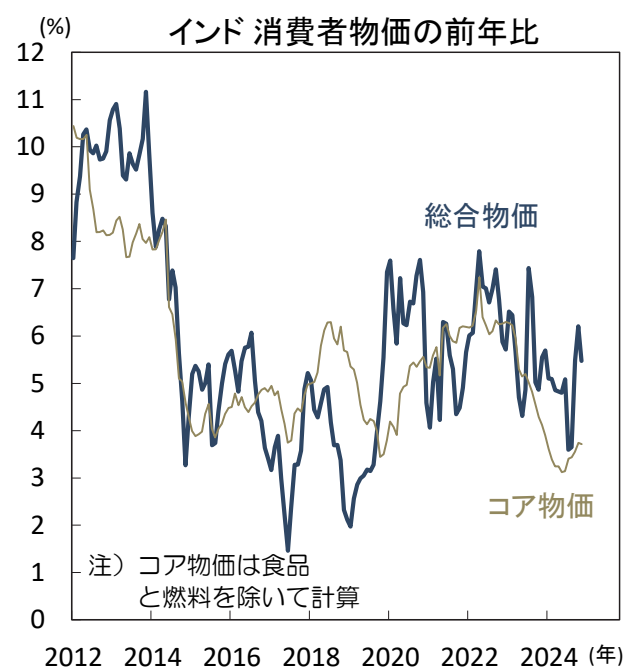
### ③インド:鈍化する景気、消費者物価は高止まり

- ◆ 7-9月期の実質GDPは前年比+5.4%(前期+6.7%)へ鈍化。民間消費や固定資本投資などが減速しました。今後は乾季作物の収穫が進み農業生産と農村部家計の消費を支える一方、都市部家計の消費は低迷する見込み。2024-25年度の成長率は+6.3%前後(前年度+8.2%)となると予想されます。
- ◆ 11月の総合消費者物価は前年比+5.5%(10月+6.2%)上昇。天候不順で野菜価格が高止まりました。今後は収穫の進展で野菜価格が下がり春先にかけて同物価は+4%前後へと低下する見込みです。

#### ● 都市部家計の消費や政府投資が鈍化(左)、高止まる消費者物価上昇率(右)

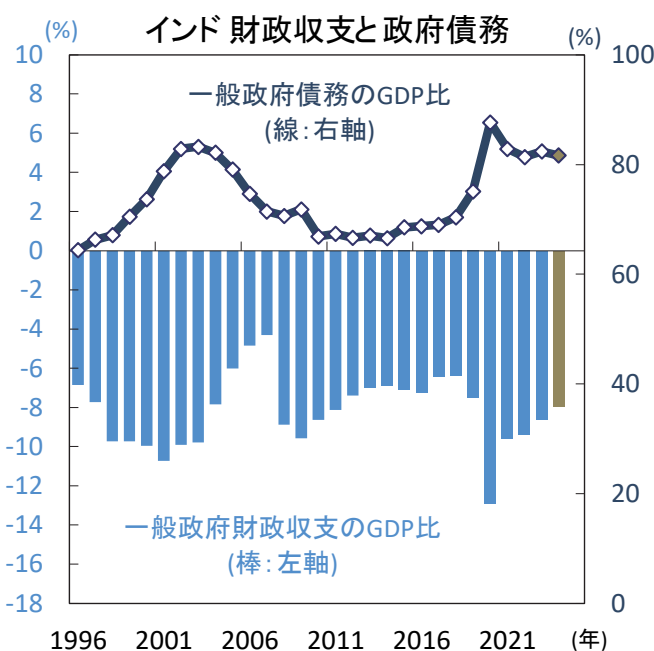


注) 期間は2012年4-6月期から2024年7-9月期。  
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

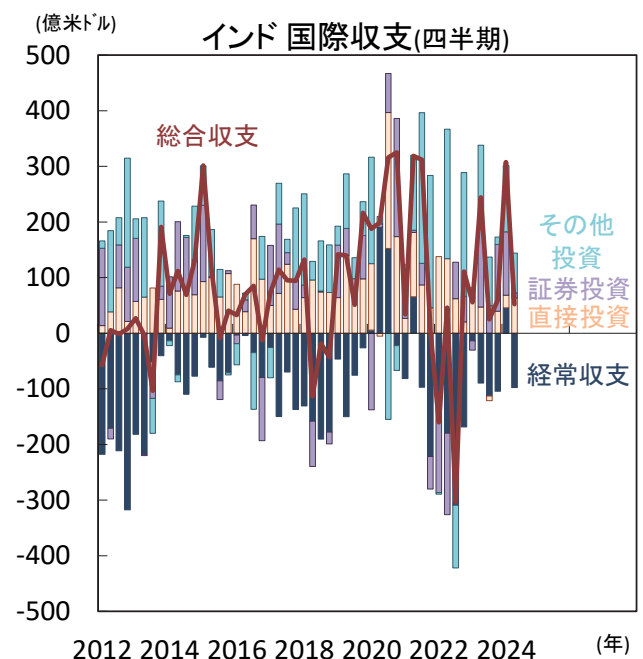


注) 直近値は、2024年11月。  
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 急上昇した政府債務の水準は足元で低下(左)、経常赤字は縮小傾向(右)



注) Fitch Ratingsによる集計値。  
2023年までは実績、2024年は同社による予測。  
出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成

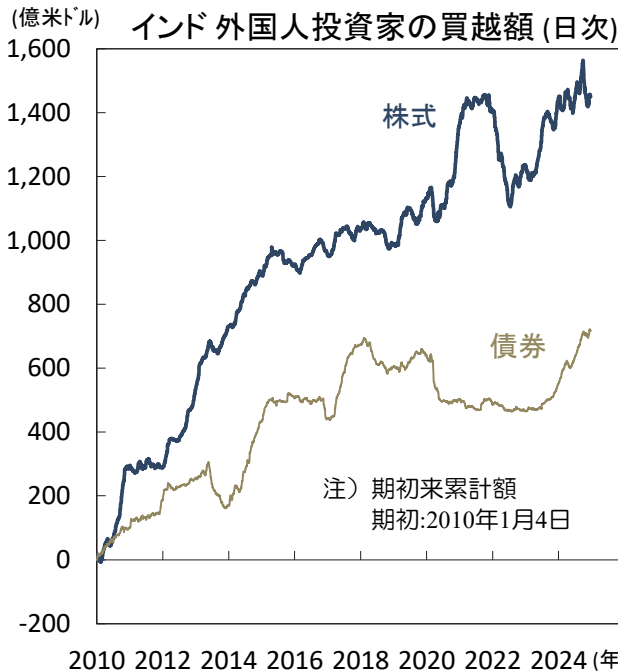
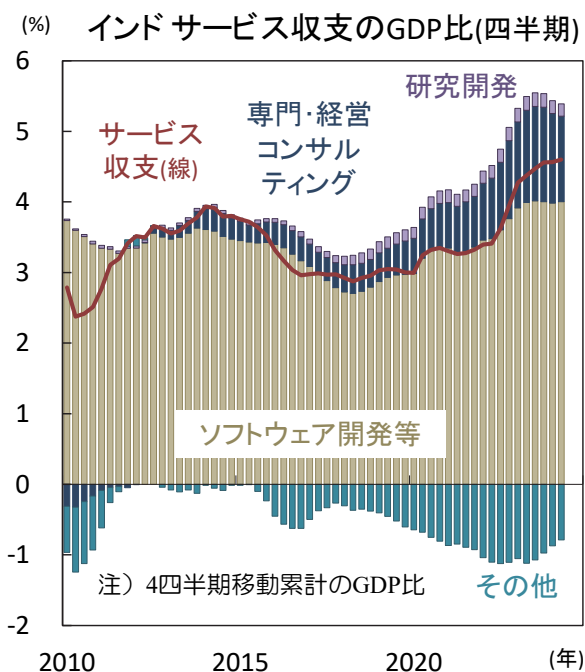


注) 直近値は、2024年4-6月期。  
出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

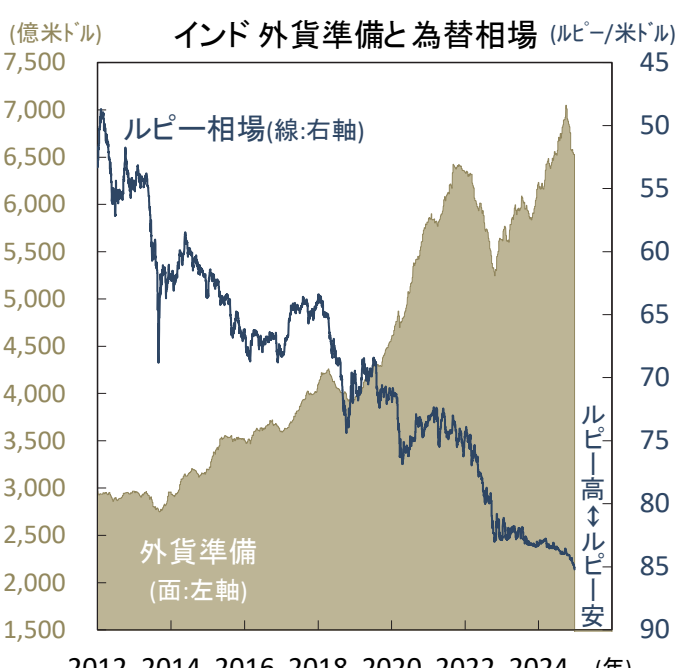
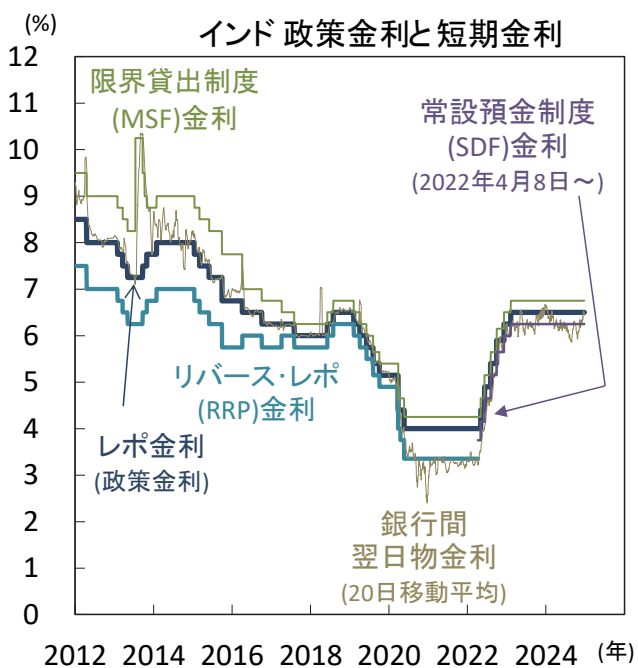
# 米中通商対立の影響は限定的であり、ルピー相場は安定推移か

- ◆ 当局は12月まで11回連続で政策金利を6.5%に据え置き。物価の低下を粘り強く待つ構えです。雨季の降雨量は平年を上回り作付けも進展。今後は食品物価の沈静化が利下げ開始を促すでしょう。
- ◆ 近年、サービス収支の黒字が拡大するなど経常収支が改善。当局はルピーの安定を重視しており、為替介入によってルピーの対ドル相場を安定化しています。今後は米中の通商対立が懸念されるものの、貿易依存度が低い同国のルピーは他の新興国通貨より安定的に推移する見込みです。

## ● サービス収支黒字が近年拡大(左)、債券市場への資本流入が継続(右)



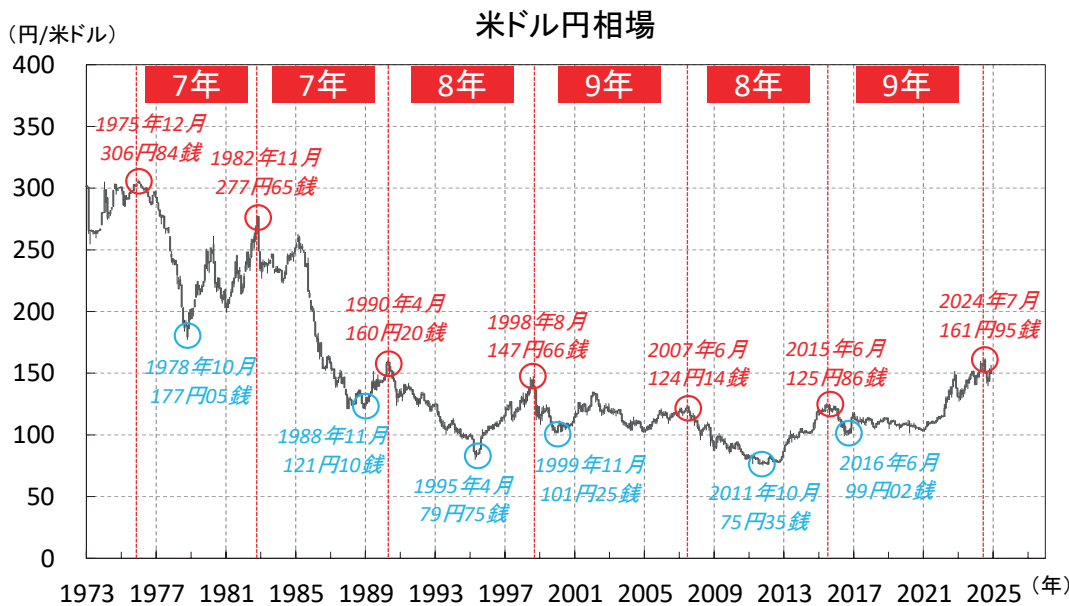
## ● 12月まで11回連続で金利を据え置き(左)、ルピーの対米ドル相場は安定的(右)



## 9. 為替相場：円安は再び加速するのか

- ◆ 2024年夏以降、日銀の金利正常化とFRB（連邦準備理事会）の景気減速阻止への姿勢が確認され、「日本の利上げと米国の利下げで日米金利差が縮小」との意識から、円安米ドル高が一巡しました。
- ◆ 同年終盤、日銀が利上げ、FRBが利下げに慎重となるなか、再び円安米ドル高が進みました。ただし、日銀の利上げとFRBの利下げの方向性自体が変わらず、本邦当局の円買い介入や米トランプ新政権による米ドル高けん制の警戒が残る点を考慮すると、円安米ドル高余地は限定的とみます。

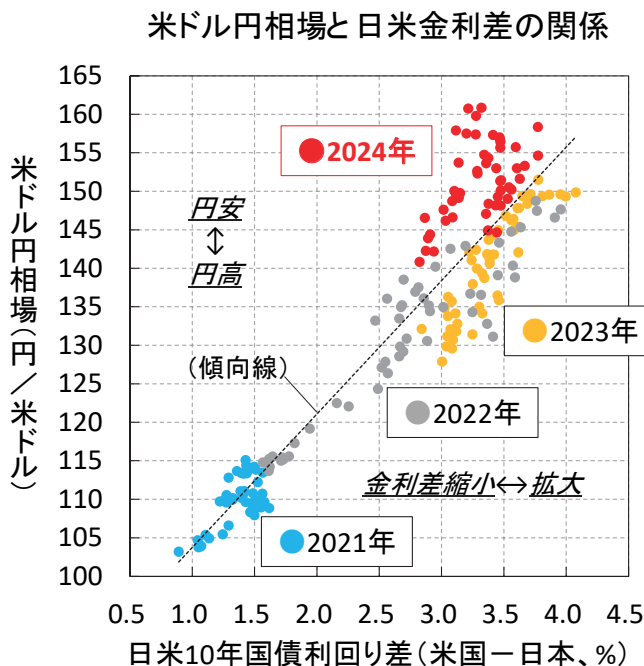
### ● 米ドル円相場：2024年7月の1米ドル161円で急速な円安米ドル高は一巡か



注) 凡例は節目となった円安値（赤字）と円高値（青字）（Bloomberg集計のザラバベース）。赤枠は節目の円安値から次の円安値までのおおよその年数を表す。直近値は2024年11月。

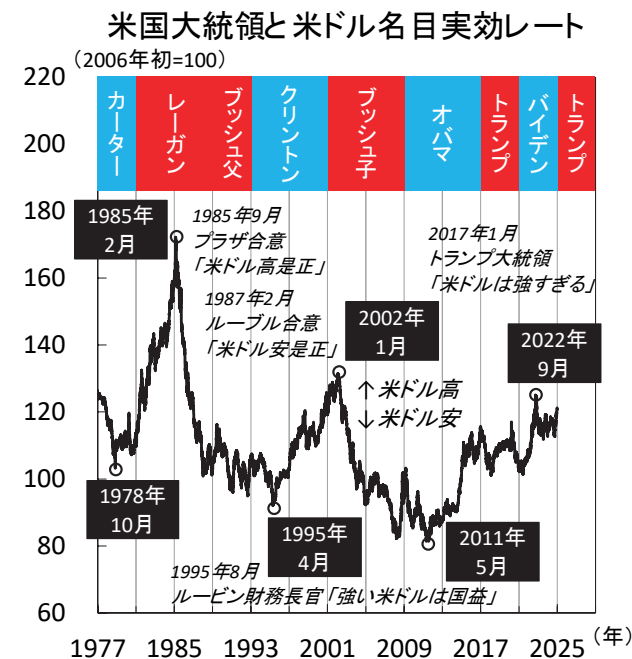
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 米ドル円相場を左右する、日米金利差と米政府の米ドル認識



注) 対象期間は2021年初以降（週次）。点線は単回帰直線。直近値は2024年12月20日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 青が民主党、赤が共和党所属の大統領（敬称略）。FRB算出のMajor指数（対先進国7通貨）に基づく。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年12月20日。

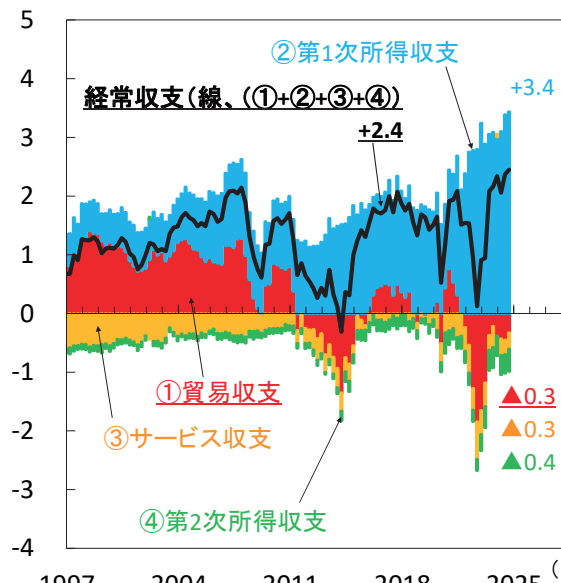
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 変化する日本の国際収支構造

- ◆ 日本は今なお経常黒字国ですが、直接投資(主に内部留保)や証券投資(主に債券利子)など第1次所得収支の黒字が中心です。ですが、獲得した外貨の円転を促す貿易黒字と違い、再投資に回しやすい傾向があるため、経常黒字は額面ほど円買い需要をもたらさないという評価もあります。
- ◆ 足元、貿易収支は原油安により赤字が縮小も、サービス収支はインバウンド活況で観光関連の黒字が拡大する一方、イノベーションの遅れなどを反映したデジタル関連の赤字が目立っています。

### ● 経常黒字国の日本だが、実際の円買い越し規模は額面ほど大きくないとの評価も

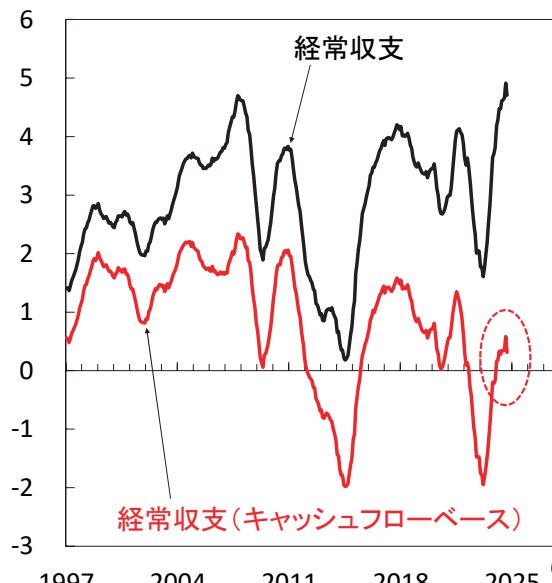
(兆円) 日本 経常収支(四半期平均、季調値)



注) 第1次所得収支は対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況  
第2次所得収支は居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支状況を示す。直近値は2024年7-9月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

(%) 日本 経常収支(対名目GDP比)

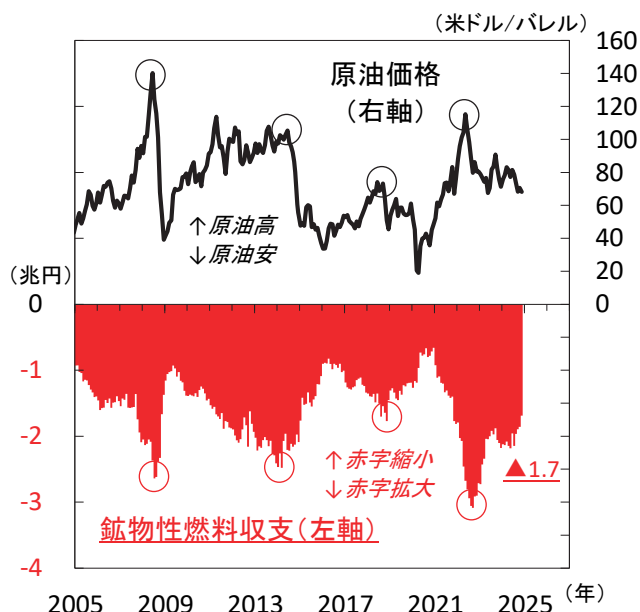


注) 経常収支(キャッシュフローベース) = 経常収支 - 直接投資収益(うち再投資収益) - 証券投資収益(うち債券利子)、で算出。値は12カ月累計。直近値は2024年9月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● エネルギーなど原材料分野の赤字体質に加え、近年はデジタル関連赤字も目立つ

日本 鉱物性燃料収支と原油価格

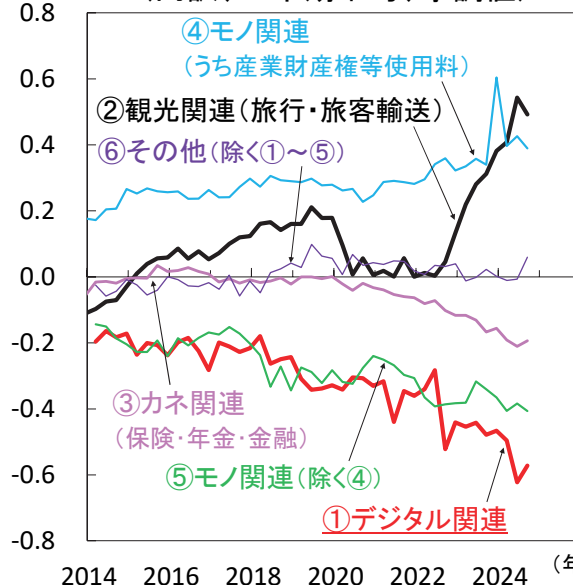


注) 原油価格はWTIベース。鉱物性燃料収支は季節調整値。直近値は2024年11月。

出所) 財務省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 サービス収支

(兆円) (内訳、四半期平均、季調値)



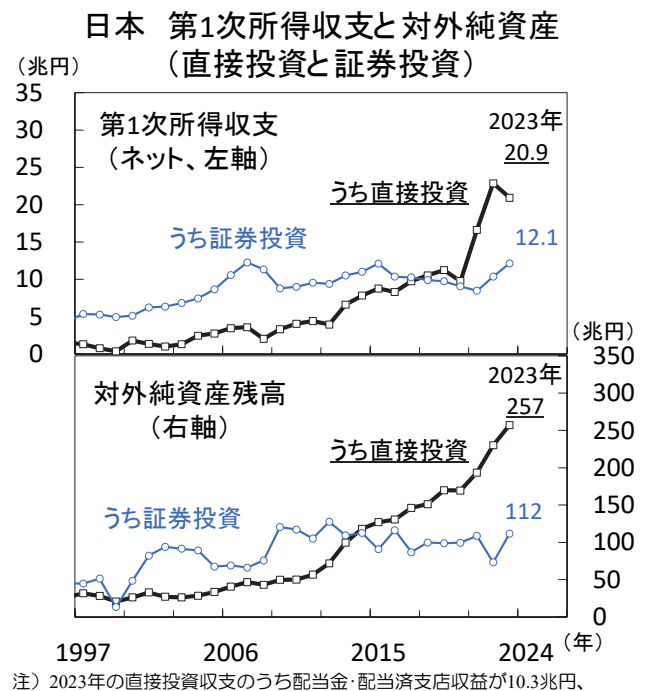
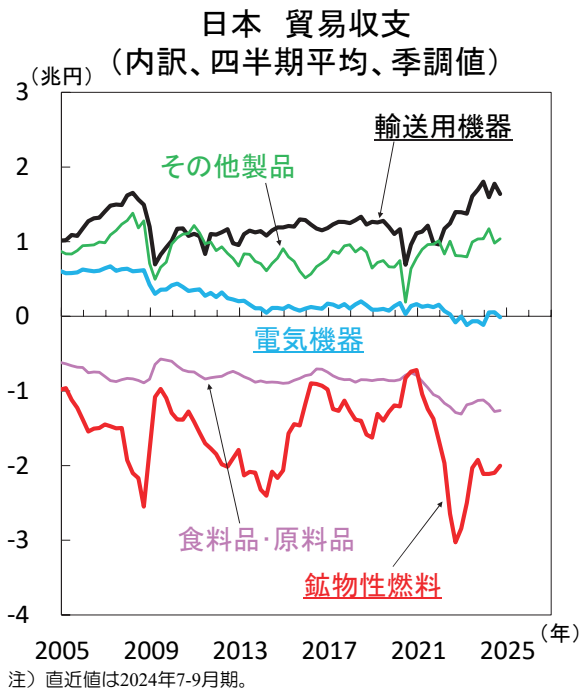
注) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」(2023年8月10日)を参考に分類。①は著作権等使用料、通信・情報・コンピュータ、専門・経営コンサルティング。⑤は貨物輸送、委託加工、維持修理、研究開発、技術・貿易関連・その他業務。直近値は2024年7-9月期。

出所) 財務省、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 国内企業に続き、家計の内向き志向に変化が生じるか？

- ◆ 長期円高で国内製造業の国際競争力が低下、一部工業製品の貿易黒字が停滞しています。国内低成長を反映し、企業の積極的な海外進出・投資が続き、海外で稼ぐモデルに変貌した印象です。
- ◆ 2024年の新NISA(少額投資非課税制度)開始を機に、「貯蓄から投資」が加速するとの見方があります。家計は近年のインフレを受け資産防衛意識を強めている模様です。特にNISAを主導する若い世代は、円安または株高が身近なこともあり、株式中心に海外投資に前向きな面もありそうです。

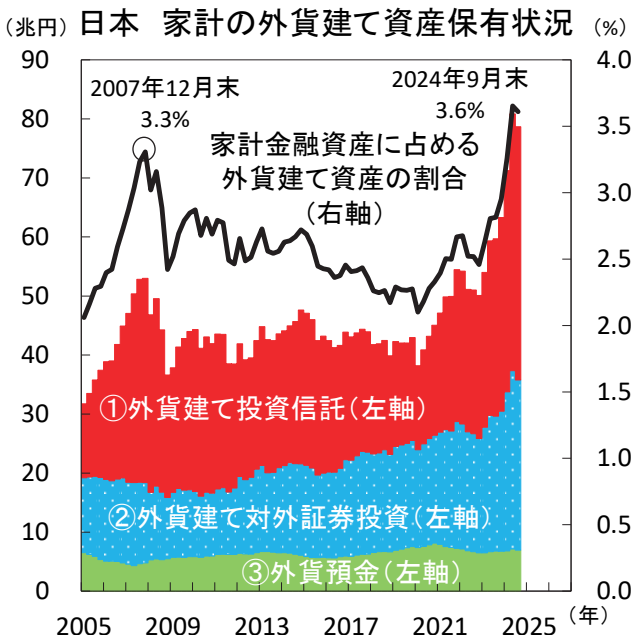
### ● 本邦企業は国内生産・海外輸出から海外現地生産・販売(第三国輸出)に転換



出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 円安・株高が身近な若い世代主導で、海外積極投資傾向が強まるかも注目



注) ①は投資信託受益証券×契約型公募投資純資産額の外貨建て比率、②は対外証券投資×証券投資残高の円以外比率(直近は2023年値で代用)として三菱UFJアセットマネジメントが簡便的に試算。直近値は2024年9月。出所) 日本銀行、財務省、投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 日本 家計金融資産とNISA口座数の構成

①金融資産構成	兆円	%
現金・預金	1,116	51.2
債務証券	31	1.4
投資信託	125	5.8
株式等	285	13.1
保険・年金・定型保証	540	24.8
その他	82	3.7

②貯蓄 (年齢別構成比、%)	20代以下	30代	40代	50代	60代	70代以上
通貨性・定期性預貯金	0.5	4.6	11.7	14.8	25.0	43.4
債券	0.0	0.7	8.5	13.3	30.5	47.0
投資信託	0.4	8.7	14.5	18.9	22.7	34.8
株式	0.5	3.1	12.9	14.3	23.9	45.2
生命保険など	0.5	3.8	12.7	21.7	25.4	35.9
貸付・金銭信託	0.0	4.2	3.7	4.1	31.5	56.4

③NISA口座数 (年齢別構成比、%)	14.1	20.5	20.6	17.6	11.7	15.5
---------------------	------	------	------	------	------	------

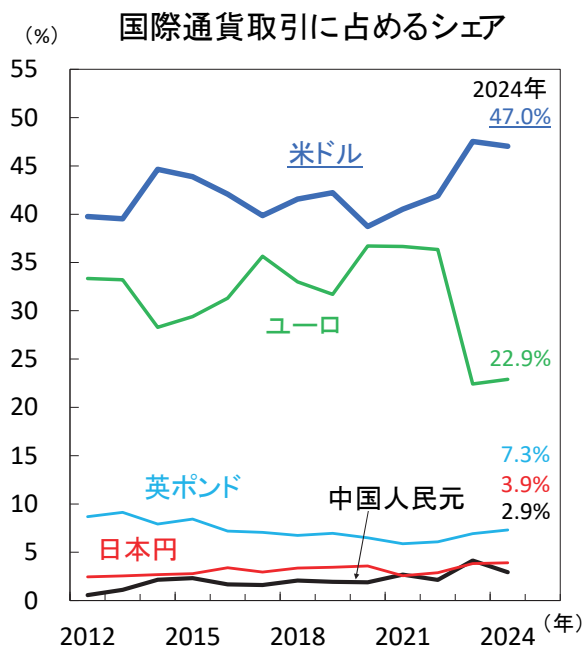
注) ①の合計は2,179兆円、②の対象は二人以上世帯(年齢は世帯主)。値は①が2024年9月末、②が2024年4-6月期、③が2024年6月末。

出所) 日本銀行、総務省、日本証券業協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

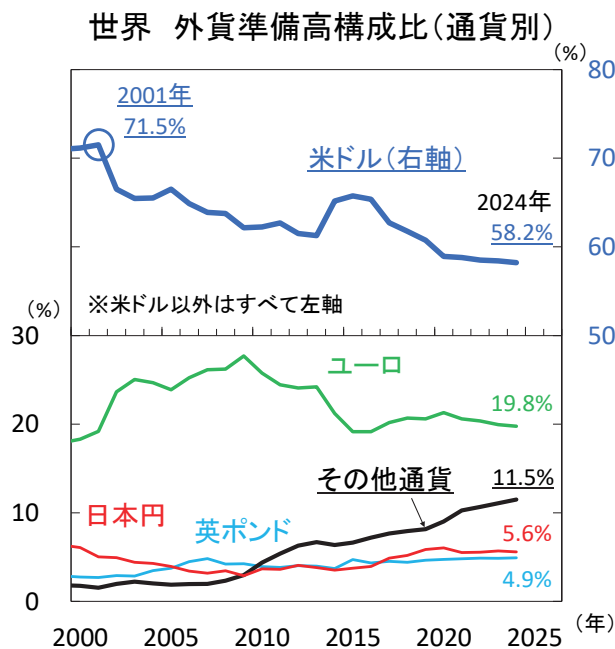
# 米ドル覇権は揺らいでいるか？

- ◆ 米ドルの方向性は、短期では米景気・金融政策や市場のリスク許容度、中長期では基軸通貨としての信用度、に左右されるとみます。今のところ、米ドルの圧倒的優位は揺らいでいない印象です。
- ◆ 2023年の米国債格下げが示すように、米政府が野放図な財政運営を続ければ国債への信用が失われ潜在的な米ドル安材料となりえます。中国などの台頭で、米国の相対的地位が弱まるなか、米ドル覇権を盾に強権的な経済・金融制裁を繰り返せば、米ドル離れを助長するリスクもあります。

## ● 為替市場で、いまだ絶対的地位を有する米ドル



注) 直近値は2024年10月。

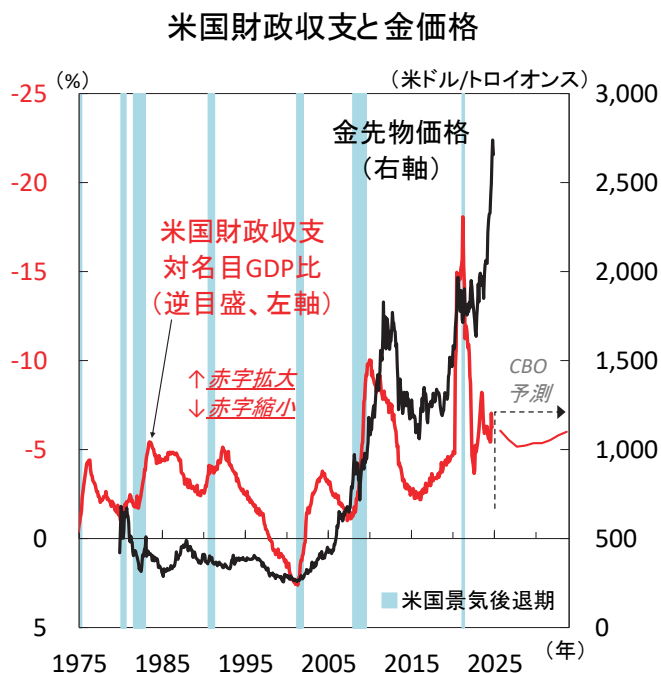


注) 通貨分類が可能な額のみを対象。直近値は2024年6月末。

出所) SWIFT (国際銀行間通信協会) より三菱UFJアセットマネジメント作成

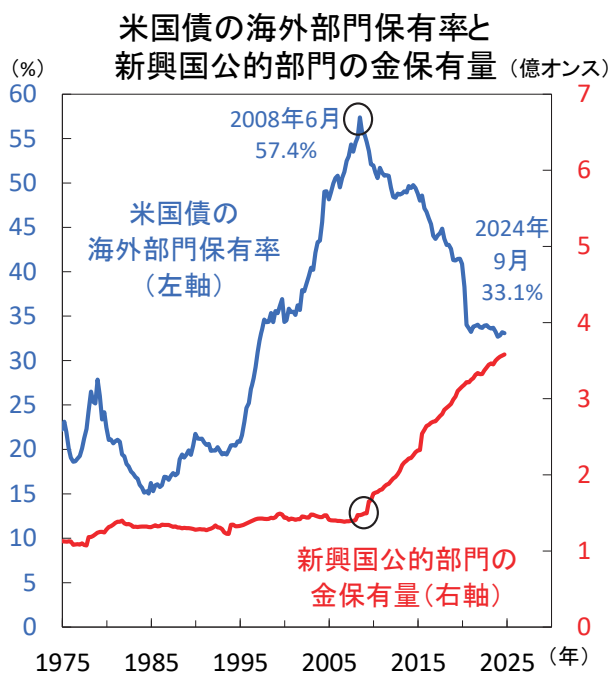
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 米国の財政ガバナンス低下に懸念の声も、新興国の金保有増加はその表れか



注) 財政収支は12ヵ月累計値。CBO予測 (2024~2033年度) は2024年3月時点。直近値は財政収支が2024年9月、金先物価格が同年11月。

出所) CBO (米議会予算局)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年9月。

出所) FRB、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

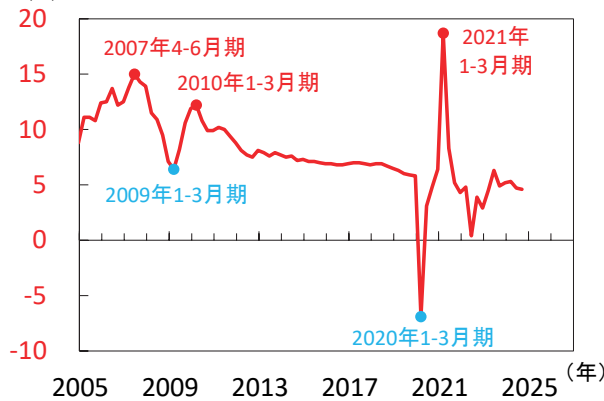
- ◆ 新興国は2013年のバーナンキ・ショック、2014-15年の資源安、2015年の中国景気不安、2018年の米金利上昇や国際貿易摩擦、2020年のコロナ・ショックなど、外部ショック発生の際に通貨安に直面してきました。通貨安が続けば、金融財政政策や国内政治の不安定化を招くリスクもあります。
- ◆ 新興国通貨は世界的景気回復や資源高で、一時的に反発する場面が多々ありますが、近年は相対的高成長への期待が弱まり、財政・経常収支悪化も進むなか、通貨高が長続きしない印象です。

### ● 近年、新興国通貨の反発は短命かつ限定的にとどまる傾向

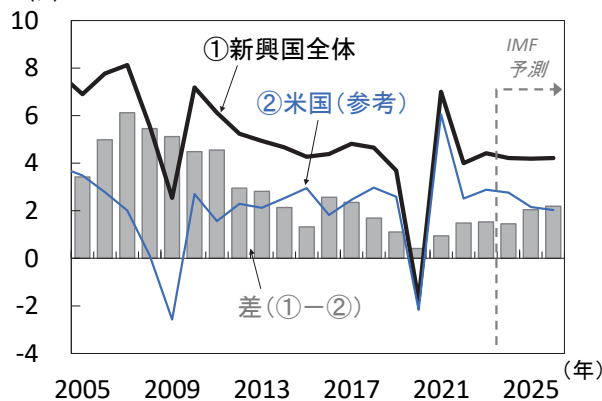
(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



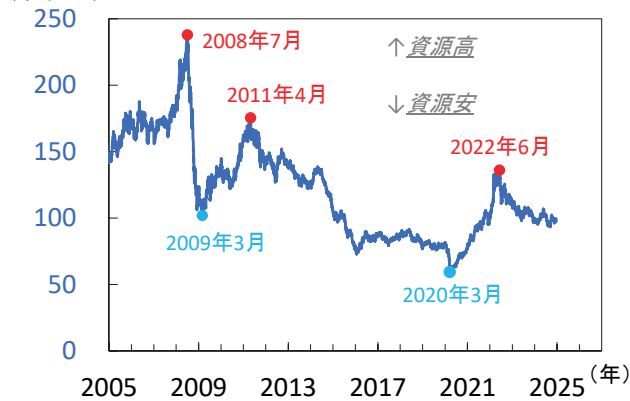
(%) 中国 実質GDP成長率



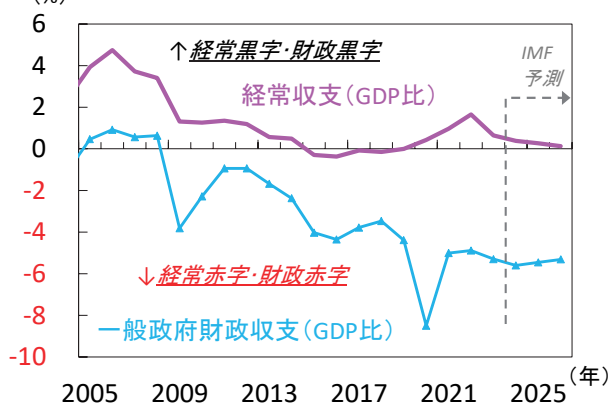
(%) 新興国 実質GDP成長率(対米比較)



(ポイント) 資源価格



(%) 新興国 経常収支・財政収支



(%) 世界 貿易取引量(前年比)



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index(名目値)の逆数を三菱UFJアセットマネジメントが指数化した値。

資源価格はブルームバーグ商品指数(米ドル)。世界貿易取引量は3カ月移動平均値。

新興国通貨、中国実質GDP、資源価格、世界貿易取引量は期間内の転換点となった年月を表示。

左中段・下段の値はIMF World Economic Outlook(2024年10月)に基づく。2024-2026年はIMF予測。

直近値は新興国通貨・資源価格が2024年12月20日(日次)、中国GDPが2024年7-9月期(四半期)、世界貿易取引量が2024年9月(月次)。

出所) FRB、中国国家统计局、CPB(オランダ経済分析局)、IMF、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



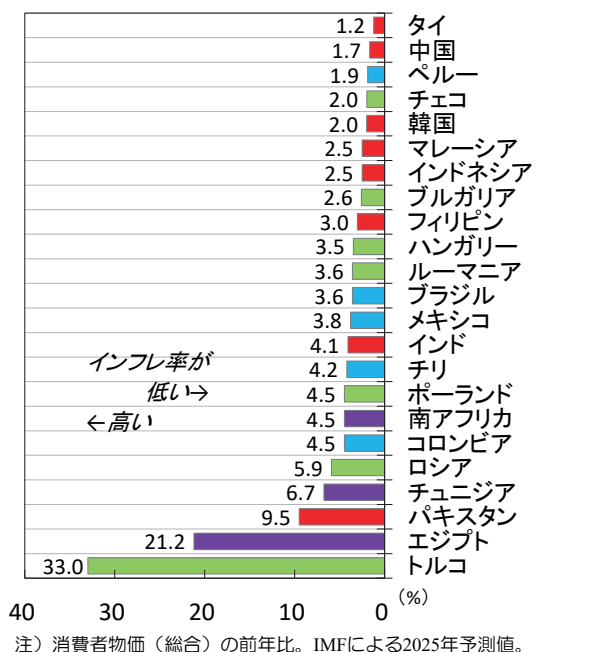
# 新興国では健全な経済運営なくして、中長期的な通貨安定が困難に

- ◆ 新興国は先進国に比べ金融市場が未成熟なため、海外資本(米ドル中心)が経済成長促進に不可欠ですが、米金利が上昇、または世界経済の不透明感が高まる場面では、経常赤字を抱え外貨が不足する国ほど債務返済能力への疑念から、資本流出圧力にさらされやすくなると考えます。
- ◆ 幾多の危機を経験し、一部新興国ではマクロ経済の健全化が進み対外ショックへの耐性も増しましたが、経済・財政・対外収支面でぜい弱な国は、絶えず資本流出リスクを抱えており要注意です。

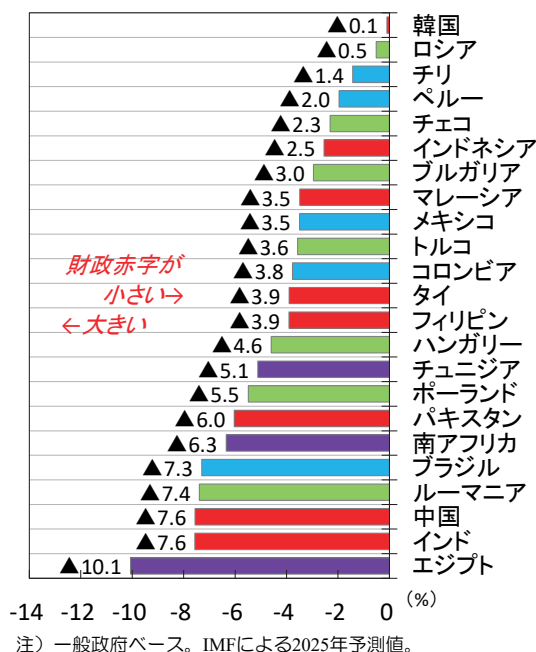
## ● 国際金融市場を意識した、たゆまぬ経済構造改革が求められる新興国

主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

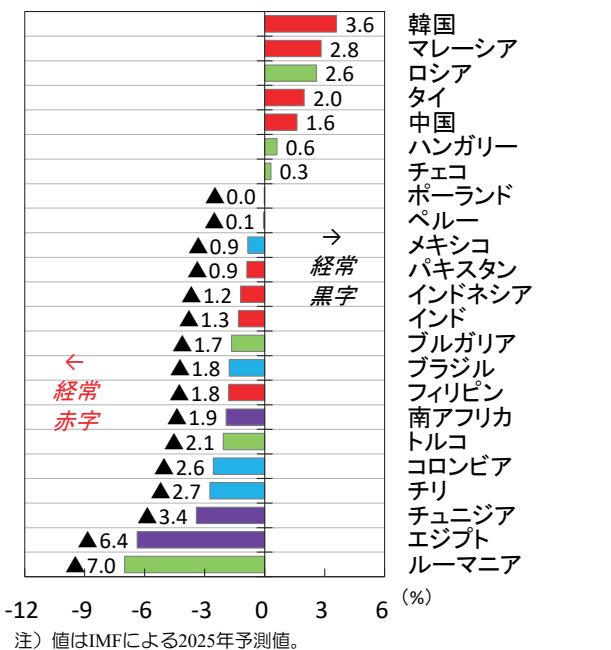
### ①インフレ率



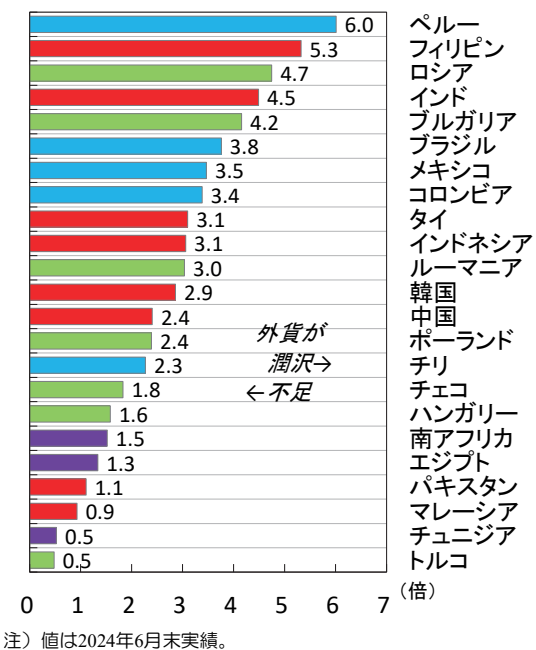
### ②財政収支(GDP比)



### ③経常収支(GDP比)



### ④外貨準備(対外短期債務比)

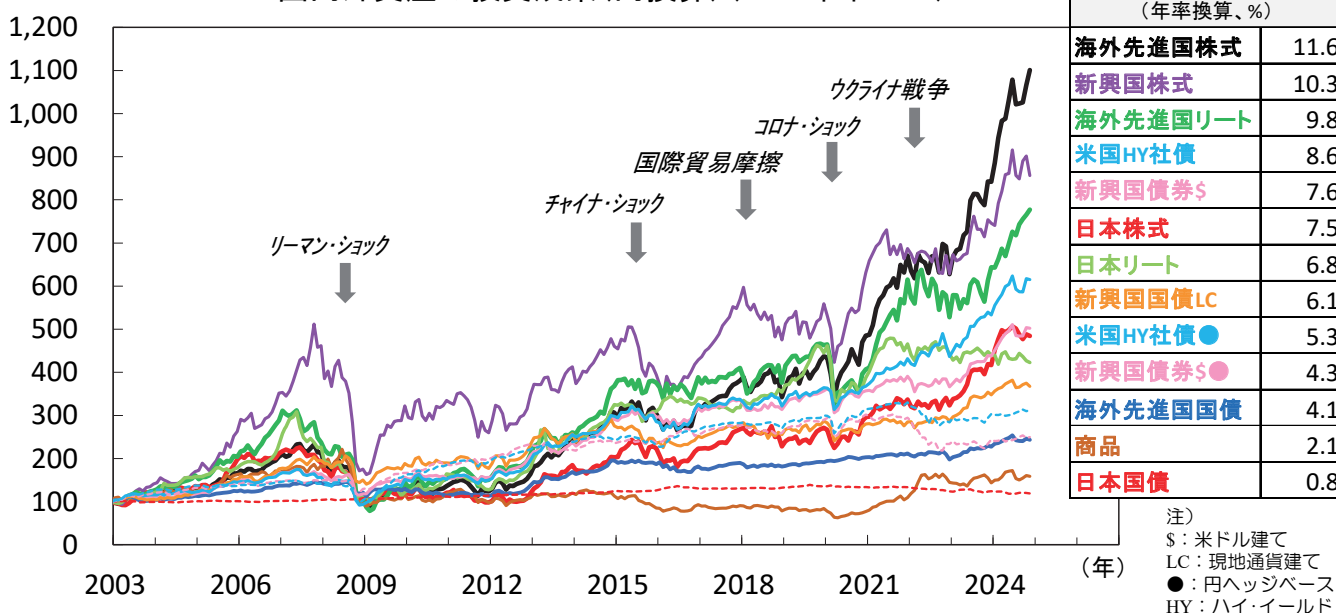


## 10. 投資戦略：価格変動リスクに備えを

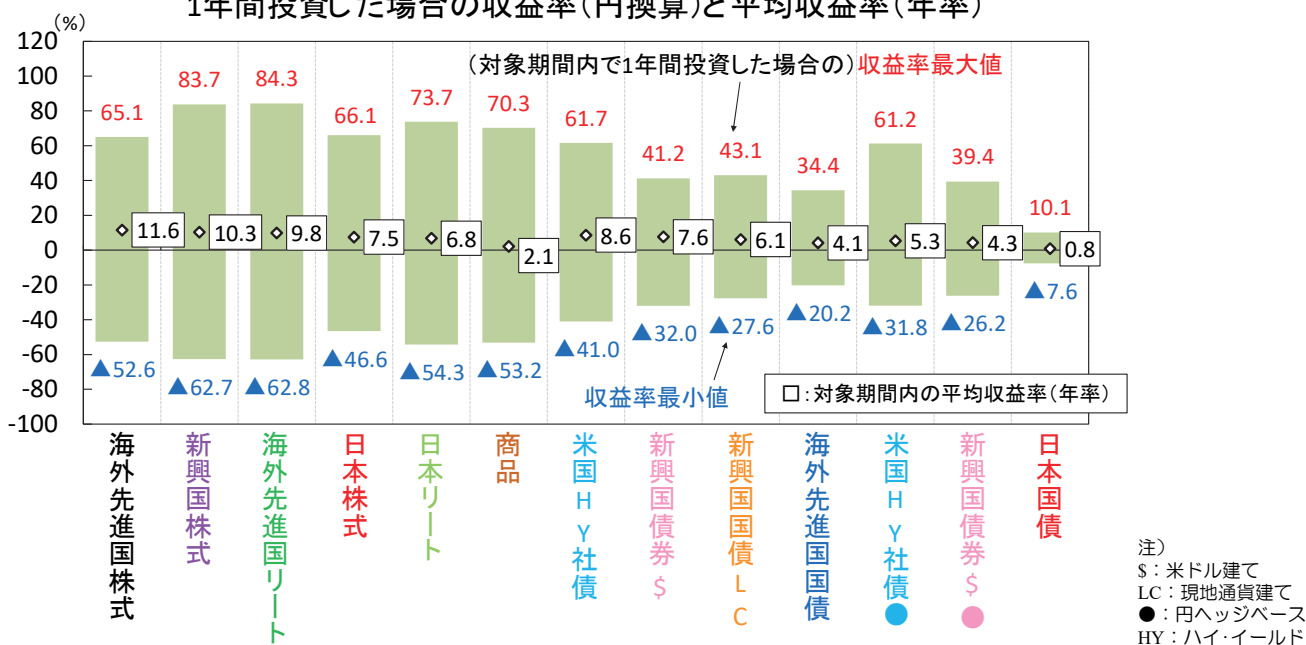
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

### ● 2024年も米欧利下げに伴う世界的な景気軟着陸期待で、リスク資産は堅調維持

国内外資産の投資成果(円換算)(2002年末=100)



1年間投資した場合の収益率(円換算)と平均収益率(年率)



※ 為替ヘッジとは、通貨先物・オプション取引などを通じ、為替変動による運用資産の価格変動を回避(ヘッジ)する取引を指します。

注) 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数 (除く日本、配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$ (米ドル建て) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$● (米ドル建て、円ヘッジあり) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LC (現地通貨建て) はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債● (円ヘッジあり) はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。  
日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$● (円ヘッジあり)、米国ハイ・イールド社債● (円ヘッジあり) は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年11月末。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 過去10年間の投資環境を振り返る

- ◆ 2015年はチャイナ・ショックでリスク回避、2017年は米トランプ減税と中国景気回復が鮮明化しリスク選好一色でしたが、2018年は米中貿易摩擦や米利上げ継続懸念で再びリスク回避となりました。
- ◆ その後の相場は2020年春のコロナ・ショックで一変。2021年はリスク選好へ回帰も、2022年は世界的な利上げでリスク回避相場となりました。2023年後半に米利上げが終了し徐々に落ち着きを取り戻し、2024年は円安加速や米欧の利下げ転換を背景に、海外株式やヘッジなし外債が好調でした。

### ● 2024年を通じて世界経済軟着陸への期待が保たれ、リスク選好地合いを維持

#### 過去10年 各資産の年間投資成果(円換算、%)

■ : 株式・リート・商品など ■ : 海外債券(円ヘッジなし)、青字 : 円債と海外債券(● : 円ヘッジあり)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	横ばい	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円安米ドル高	円安米ドル高	円安米ドル高	円安米ドル高
1	日本株式 10.3	米国HY社債● 15.7	新興国株式 32.7	日本リート 11.2	海外先進国株式 27.9	新興国株式 12.8	海外先進国リート 51.2	商品 32.3	海外先進国株式 34.1	海外先進国株式 30.8
2	海外先進国リート 2.1	米国HY社債 14.3	日本株式 20.1	日本国債 1.1	日本リート 25.7	海外先進国株式 10.9	商品 41.7	米国HY社債 1.2	日本株式 29.0	海外先進国リート 20.8
3	新興国債券\$ 1.6	日本リート 10.3	海外先進国株式 18.5	海外先進国国債 ▲ 4.6	海外先進国リート 23.3	日本株式 9.2	海外先進国株式 38.2	新興国国債LC 0.6	米国HY社債 22.0	日本株式 16.2
4	日本国債 1.3	商品 8.7	新興国国債LC 11.0	米国HY社債● ▲ 4.6	日本株式 18.9	海外先進国国債 6.0	日本リート 20.2	日本株式 ▲ 4.1	海外先進国リート 21.9	米国HY社債 15.4
5	新興国債券\$● 0.8	新興国株式 8.6	新興国債券\$● 8.4	米国HY社債 ▲ 4.9	新興国株式 17.7	米国HY社債● 5.0	米国HY社債 17.4	日本リート ▲ 5.0	新興国国債LC 21.2	新興国株式 14.8
6	海外先進国株式 ▲ 0.9	新興国債券\$● 7.9	新興国債券\$ 6.2	新興国債券\$● ▲ 6.6	新興国債券\$ 13.9	新興国債券\$● 4.2	日本株式 13.8	新興国債券\$ ▲ 6.3	新興国債券\$ 19.5	新興国債券\$ 14.7
7	米国HY社債 ▲ 4.3	新興国債券\$ 7.2	米国HY社債● 5.7	新興国債券\$ ▲ 6.8	米国HY社債 13.3	米国HY社債 0.9	新興国債券\$ 9.5	海外先進国株式 ▲ 6.4	新興国株式 18.6	商品 10.8
8	海外先進国国債 ▲ 4.5	新興国国債LC 7.0	海外先進国リート 5.5	海外先進国リート ▲ 8.3	新興国国債LC 12.4	新興国債券\$ 0.1	新興国株式 9.0	海外先進国国債 ▲ 6.6	海外先進国国債 15.1	海外先進国国債 6.9
9	日本リート ▲ 4.9	海外先進国株式 5.7	海外先進国国債 4.5	新興国国債LC ▲ 8.7	新興国債券\$● 11.8	日本国債 ▲ 1.1	米国HY社債● 5.0	日本国債 ▲ 7.4	米国HY社債● 6.7	新興国国債LC 5.7
10	米国HY社債● ▲ 5.0	日本国債 3.7	米国HY社債 3.6	海外先進国株式 ▲ 10.2	米国HY社債● 11.2	新興国国債LC ▲ 2.4	海外先進国国債 4.5	新興国株式 ▲ 8.5	新興国債券\$● 4.6	米国HY社債● 3.0
11	新興国株式 ▲ 14.3	海外先進国リート 3.4	日本国債 0.2	商品 ▲ 13.6	商品 6.6	商品 ▲ 7.9	新興国国債LC 1.7	米国HY社債● ▲ 14.0	日本国債 0.5	新興国債券\$● 2.4
12	新興国国債LC ▲ 14.6	日本株式 ▲ 0.4	商品 ▲ 2.0	日本株式 ▲ 14.9	海外先進国国債 5.5	海外先進国リート ▲ 12.2	日本国債 ▲ 0.2	海外先進国リート ▲ 14.1	日本リート ▲ 0.5	日本リート ▲ 4.0
13	商品 ▲ 24.4	海外先進国国債 ▲ 2.7	日本リート ▲ 6.6	新興国株式 ▲ 16.5	日本国債 2.3	日本リート ▲ 12.9	新興国債券\$● ▲ 2.3	新興国債券\$● ▲ 20.8	商品 ▲ 0.9	日本国債 ▲ 4.2

注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド。黒太線はプラスとマイナスの境目を表す。  
 海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、先進国リートはS&P先進国REIT指数 (配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$● (円ヘッジ) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LCはJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国HY (ハイ・イールド) 社債はICE BofAML US High Yield Index、米国HY社債 (円ヘッジ) はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。  
 日本株式、日本国債、新興国債券\$ (円ヘッジ)、米国HY社債 (円ヘッジ) は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じた円換算値から算出。米ドル円相場の方向性は前年末と当年末の終値を比較して判断 (円の対米ドル騰落率が▲0.5%以下:円安米ドル高、+0.5%以上:円高米ドル安、それ以外は米ドル円横ばい、と表記)。2024年は同年11月末。

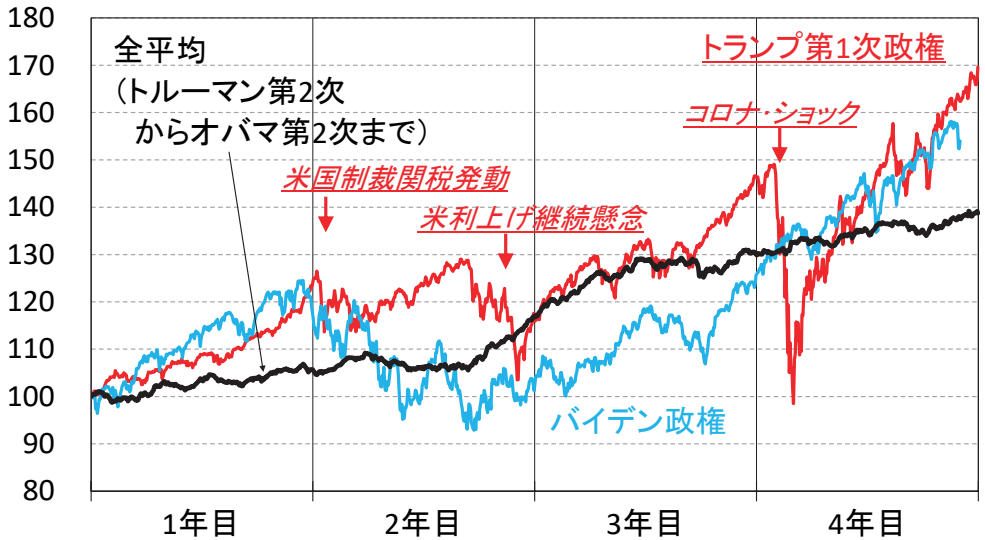
出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## トランプ第2次政権下で株式市場の景色は激変するのか？

- ◆ 米国株式市場では、2025年のトランプ第2次政権発足を前に警戒する動きも目立ちます。実際、2017-2020年の第1次政権では、大型減税期待を背景にスタートこそ好調でしたが、突然の制裁関税発動や米利上げ長期化懸念、コロナ・ショックなどもあり、株価が大崩れする場面もありました。
- ◆ ただし4年トータルで見た株式パフォーマンスは良好でした。トランプ氏の過激な言動や政策発動にも慌てず、冷静に景気実態や中長期的視点で見た市場のけん引役を見極めることが肝要でしょう。

### ● トランプ第1次政権下の株価は堅調、だが上下変動の激しい場面も目立った印象

米国大統領任期(4年間)のS&P500(大統領就任日=100)



注) 全平均は1949年就任のトルーマン第2次政権から2013年就任のオバマ第2次政権(就任年1月20日～退任年1月20日)の平均、トランプ第1次政権は2017年1月20日～2021年1月20日、バイデン政権は2021年1月20日～直近(2024年12月20日)の株価を指数化した値。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 「大統領が誰か」よりも「中長期的な相場のけん引役は何か」の見極めが重要

米国株式 期間別パフォーマンス(%)

トランプ第1次政権		バイデン政権		過去20年	
IT	192.4	エネルギー	125.8	IT	1,690
一般消費財・サービス	114.9	IT	108.6	一般消費財・サービス	775
大型株	90.6	大型株	75.3	大型株	693
ヘルスケア	83.5	金融	68.6	総合	660
総合	83.3	総合	63.5	ヘルスケア	643
素材	61.9	鉱工業	58.7	生活必需品	581
小型株	57.6	通信サービス	58.2	鉱工業	556
鉱工業	50.1	生活必需品	42.2	公益	529
公益	49.0	一般消費財・サービス	41.6	小型株	521
金融	45.5	公益	36.4	通信サービス	437
通信サービス	44.7	不動産	25.4	素材	406
生活必需品	40.1	ヘルスケア	23.8	不動産	391
不動産	37.0	小型株	22.7	エネルギー	333
エネルギー	▲29.6	素材	21.4	金融	230

注) トランプ第1次政権：2017年1月20日～2021年1月20日、バイデン政権：2021年1月20日～直近(2024年12月20日)、過去20年：2004年11月末～2024年11月末、の期間内変化率。総合(および11業種)：S&P500、大型株：S&P100、小型株：S&P600の各トータル・リターン指数(米ドル)に基づく。

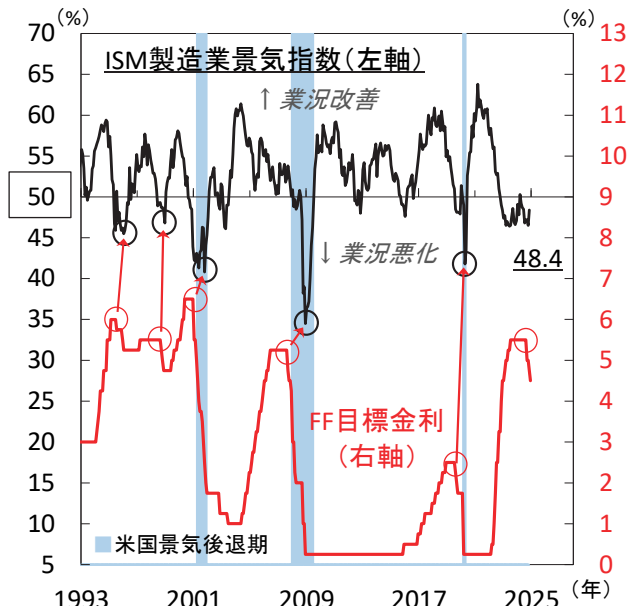
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 2024年からの利下げが、2025年の景気安定につながるかが焦点に

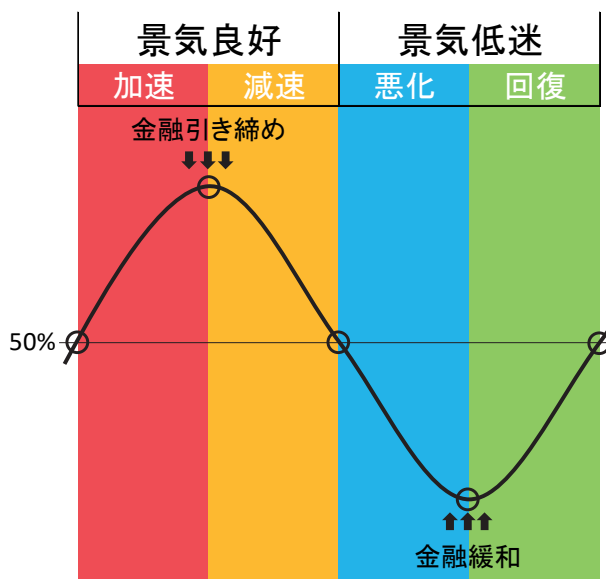
- ◆ 過去の米国で金融緩和は、タイミングこそ異なれど例外なく景気浮揚効果をもたらした印象です。米国景気循環を捉える上で、統計の歴史が長く市場の注目も高いISM製造業景気指数を見ると、2023年からほぼ底ばい状態にあります。2025年以降に持ち直しが鮮明になるかが注目されます。
- ◆ 景気減速や悪化が続くならば、株式市場では大型株やディフェンシブ優位が続く見込みです。ただし、景気が回復さらに加速傾向となれば、小型株や景気敏感株などへの物色も広がりそうです。

## ● 過去、幾度も景気浮揚効果をもたらした金融緩和、2025年の米景気軟着陸を期待

### 米国 FF目標金利とISM製造業景気指数



### 米国ISM製造業景気指数で見た景気循環



注) ISM製造業景気指数は50が業況改善・悪化の境目。  
直近値はFF目標金利が2024年12月、ISM製造業景気指数が同年11月。  
出所) 米ISM、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 景気回復が定着すれば、景気敏感株や小型株が良好な相場環境となる可能性も

### 米国株式 景気の局面別に見たリターン(年率換算%)

景気加速期		景気減速期		景気悪化期		景気回復期	
IT	28.6	公益	13.8	通信サービス	14.9	IT	36.5
金融	27.7	エネルギー	11.3	ヘルスケア	13.1	一般消費財・サービス	27.5
小型株	26.5	ヘルスケア	10.1	生活必需品	9.3	小型株	25.4
鉱工業	25.8	不動産	10.0	IT	6.3	金融	25.3
素材	25.3	生活必需品	8.1	大型株	4.3	素材	24.3
エネルギー	25.0	IT	7.9	一般消費財・サービス	4.1	鉱工業	22.0
一般消費財・サービス	22.7	大型株	6.2	公益	3.8	総合	21.6
総合	21.7	総合	6.0	総合	2.8	大型株	20.9
大型株	21.4	一般消費財・サービス	5.6	鉱工業	▲0.2	通信サービス	16.6
不動産	20.2	小型株	5.3	小型株	▲1.1	不動産	14.8
ヘルスケア	15.6	鉱工業	5.1	素材	▲1.4	生活必需品	14.3
生活必需品	13.8	金融	3.9	金融	▲3.9	エネルギー	12.7
通信サービス	10.2	通信サービス	3.2	エネルギー	▲5.2	公益	12.0
公益	8.7	素材	0.9	不動産	▲6.2	ヘルスケア	9.2

注) 総合および業種別(11業種) : S&P500、大型株 : S&P100、小型株 : S&P600。一般に、■景気敏感、■ディフェンシブ、とされる業種。  
ISM製造業景気指数のピークとボトムを基準としたトレンドの変化に基づいているため、一時的に50を上回る(または下回る)局面は景気悪化・回復期(または景気加速・減速期)に分類。値は各トータル・リターン指数の月間変化率(年率換算値)の期間内平均。  
対象期間は1995年1月(不動産のみ2001年11月)～2024年11月。

出所) 米ISM、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 強気相場3年目は正念場

- ◆ 1940年以降の米国株式市場では今回を含めて13回の強気相場があり、平均的な持続期間は5年4カ月に及びます。2022年から始まった今回の強気相場は2025年に3年目に入ると見込まれ、強気相場の継続を前提とすれば、株価の上昇にはまだまだ大きな上値余地があると考えられます。
- ◆ 強気相場3年目は過去の局面において株価の騰勢が1-2年目と比較して穏やかになる傾向があります。2025年は景気拡大を素直に好感し、株式市場が堅調を保てるか正念場の年になるでしょう。

## ● 2022年10月に始まった米国株式(S&P500)の強気相場は3年目に

### 1940年以降 米国株式(S&P500)の強気相場と弱気相場

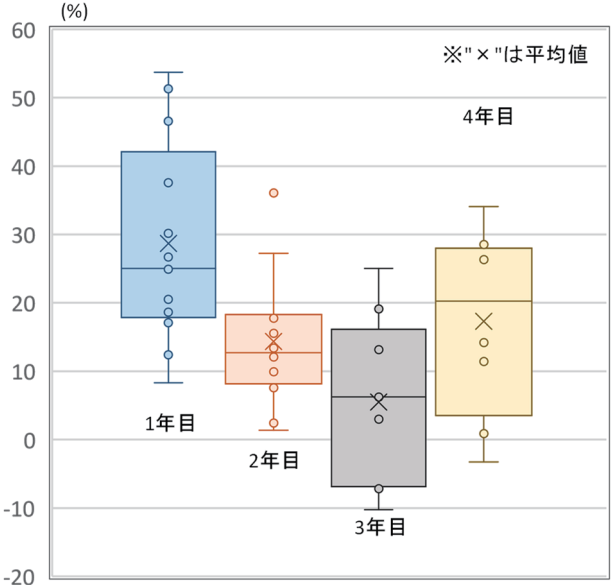
	相場転換日		弱気相場 (高値→底値)		強気相場 (底値→高値)		強気相場開始後の 期間別騰落率(%)		
	底値	高値	期間	騰落率 (%)	期間	騰落率 (%)	1年目	2年目	3年目
1	1942年4月28日	1946年5月29日			4年1カ月	157.7	53.7	1.8	25.7
2	1949年6月13日	1956年8月2日	3年0カ月	▲29.6	7年1カ月	267.1	43.2	11.4	12.8
3	1957年10月22日	1961年12月12日	1年2カ月	▲21.6	4年1カ月	86.4	31.5	10.5	▲4.1
4	1962年6月26日	1966年2月9日	0年6カ月	▲28.0	3年7カ月	79.8	33.9	15.3	5.5
5	1966年10月7日	1968年11月29日	0年7カ月	▲22.2	2年1カ月	48.0	32.9	6.6	▲10.1
6	1970年5月26日	1973年1月11日	1年5カ月	▲36.1	2年7カ月	73.5	43.6	10.4	▲5.6
7	1974年10月3日	1980年11月28日	1年8カ月	▲48.2	6年1カ月	125.6	34.6	25.6	▲8.9
8	1982年8月12日	1987年8月25日	1年8カ月	▲27.1	5年0カ月	228.8	57.7	2.5	14.1
9	1987年12月4日	2000年3月24日	0年3カ月	▲33.5	12年3カ月	582.1	21.4	29.0	▲8.1
10	2002年10月9日	2007年10月9日	2年6カ月	▲49.1	5年0カ月	101.5	33.1	10.5	4.8
11	2009年3月9日	2020年2月19日	1年5カ月	▲56.8	10年11カ月	400.5	68.3	15.1	4.1
12	2020年3月23日	2022年1月3日	0年1カ月	▲33.9	1年9カ月	114.4	76.1	13.2	▲11.4
13	2022年10月12日	2024年12月20日	0年9カ月	▲25.4	2年2カ月	65.8	22.4	32.3	
平均(1~12)			1年3カ月	▲34.3	5年4カ月	188.8	44.2	12.7	1.6

注) 株価騰落率が▲20%以下となった場合を弱気相場、+20%以上となった場合を強気相場と分類。260営業日を1年として算出。  
一例として、1の強気相場は直近の底(1942年4月28日)~天井(1946年5月29日)、  
2の弱気相場は直近の天井(1946年5月29日)~底(1949年6月13日)までの期間と騰落率を表す。直近は2024年12月20日。

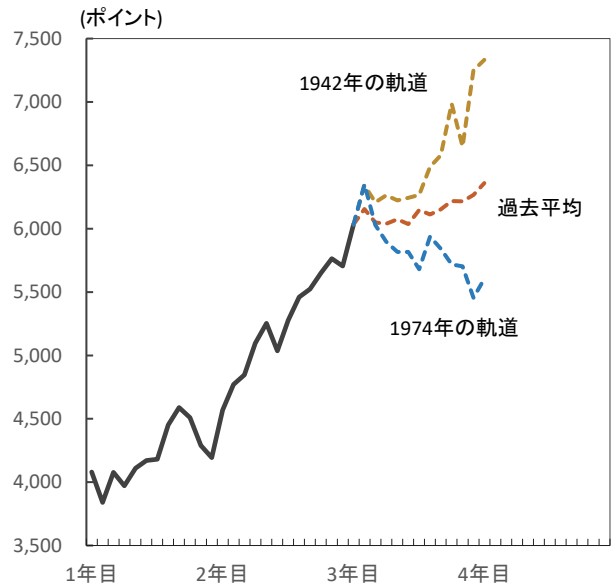
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 3年目の株式相場は要注意のパターンも、相場の息切れに注意

### 強気相場の騰落率(経過年数毎)



### 過去の強気相場3年目の推移



注) 株価騰落率が+20%以上となった場合を強気相場と分類し、起点日の月末を1カ月目として経過年数を集計。箱ひげ図の終端が最大または最低の収益率、バーの終端は上下25%の水準を示す。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 株価騰落率が+20%以上となった場合を強気相場と分類し、起点日の月末を1カ月目として経過年数を集計。過去の強気相場3年目の最良と最低のパフォーマンスを記録した相場の起点となった年を示す。図表の括弧内の表記は年間の騰落率。

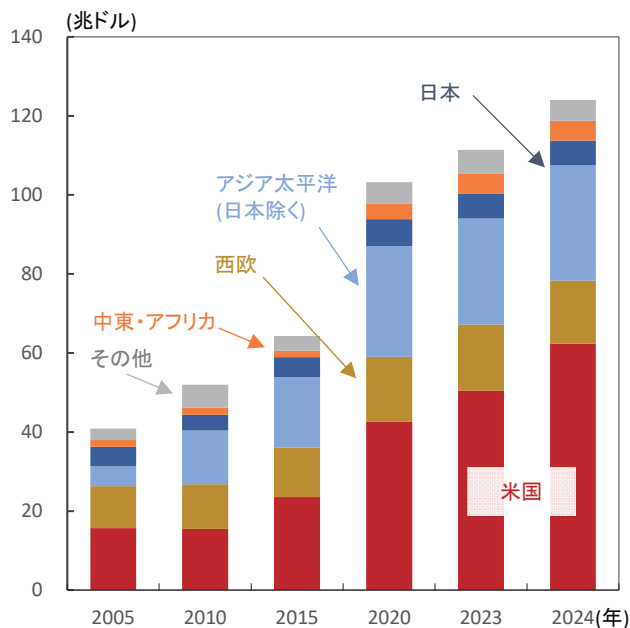
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国株式 株式市場で際立つ米国の存在感

- ◆ 世界の株式市場は2005年から2024年にかけて時価総額が3倍に成長。特に米国やアジアの躍進が著しく、2024年時点では世界の株式市場に占める米国の比率は約半分を占めています。
- ◆ 世界時価総額上位5銘柄をみると市場の栄枯盛衰が垣間みられます。2010年の時価総額首位は米エネルギー大手エクソンモービルでしたが、2015年にはアップルが首位についています。現在は米巨大テック企業がランキングを席巻するも、常に入れ替わりの可能性を見越す必要があります。

### ● 株式市場で米国一強の構図が鮮明、世界の時価総額の約半分を占める

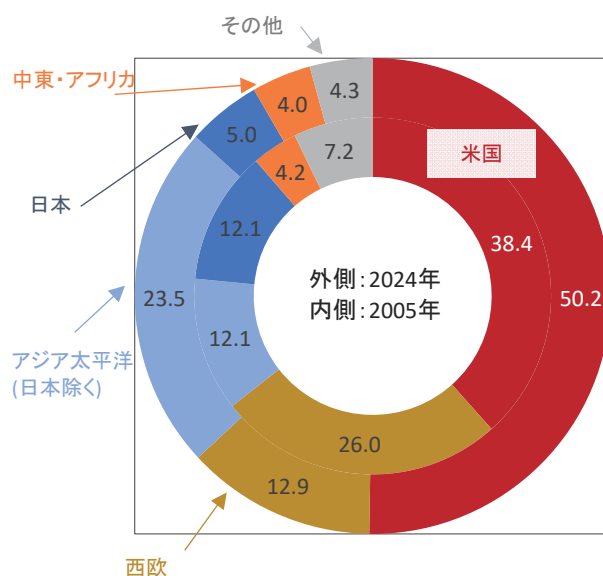
世界の株式市場の時価総額(国・地域別)



注) 米ドルベースで換算。2024年は12月23日時点のデータ。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界の株式市場の国・地域別比率



注) 米ドルベースで換算。2024年は12月23日時点のデータ。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 世界の時価総額上位5社は米国が独占。ただし、栄枯盛衰の面も

世界の株式市場の時価総額上位5社

#### ① 2010年

1 エクソンモービル	米	エネルギー
2 アップル	米	情報技術
3 マイクロソフト	米	情報技術
4 ネスレ	スウェーデン	生活必需品
5 GEエアロスペース	米	資本財・サービス

#### ② 2015年

1 アップル	米	情報技術
2 マイクロソフト	米	情報技術
3 エクソンモービル	米	エネルギー
4 GEエアロスペース	米	資本財・サービス
5 ジョンソン・エンド・ジョンソン	米	ヘルスケア

#### ③ 2020年

1 アップル	米	情報技術
2 マイクロソフト	米	情報技術
3 アマゾン・ドット・コム	米	一般消費財
4 メタ・プラットフォームズ	米	コミュニケーション
5 アルファベット	米	情報技術

#### ④ 現在(2024年12月)

1 アップル	米	情報技術
2 エヌビディア	米	情報技術
3 マイクロソフト	米	情報技術
4 アマゾン・ドット・コム	米	一般消費財
5 メタ・プラットフォームズ	米	コミュニケーション

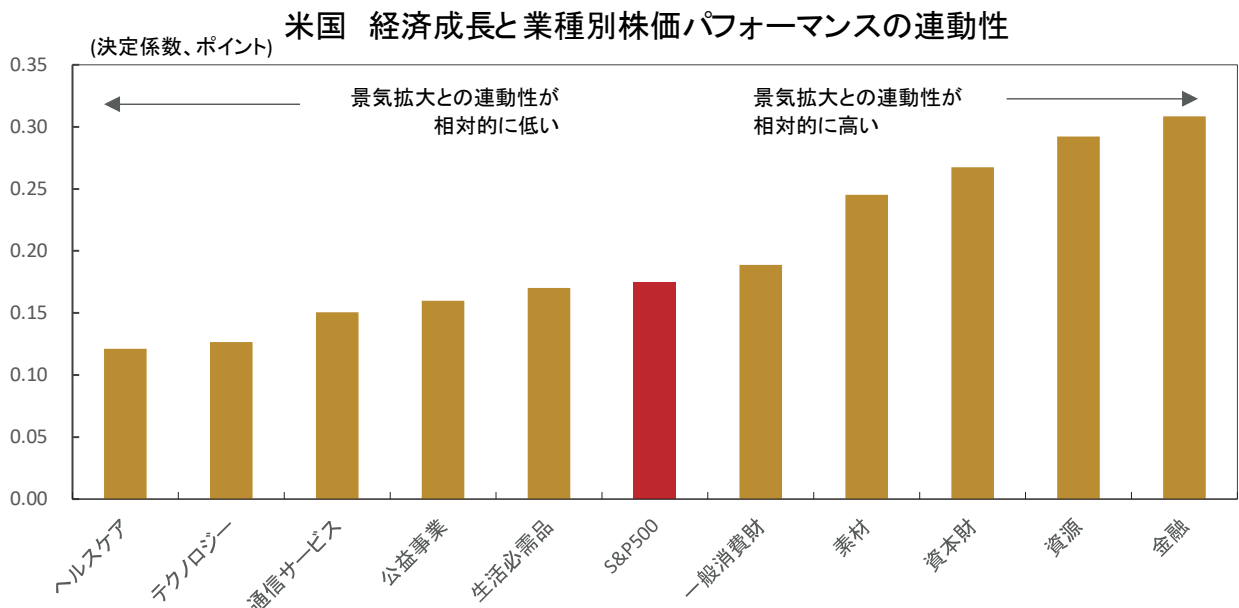
注) 各年末におけるMSCIワールドの構成銘柄上位5銘柄を記載。業種はGICS業種分類の基準による。網掛けはその年に初めてランクインした企業。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 米国株式 トランプ新政権誕生で景気敏感株に脚光

- ◆ 2025年1月に始動するトランプ新政権は、景気拡大的政策を打ち出すと期待されます。過去の米経済成長と業種別株価の連動性を確認すると、金融や資源、資本財などといった景気敏感株が経済成長の恩恵を受けやすい一方、テクノロジーなどは景気拡大と連動しない傾向も確認できます。
- ◆ 2023-2024年と驚異的な成長をみせた米超大型株7社(マグニフィセント7)の企業業績の伸び率は今後落ち着く見込みです。2025年は、そのほかの米国企業の成長力が再注目されると見込みます。

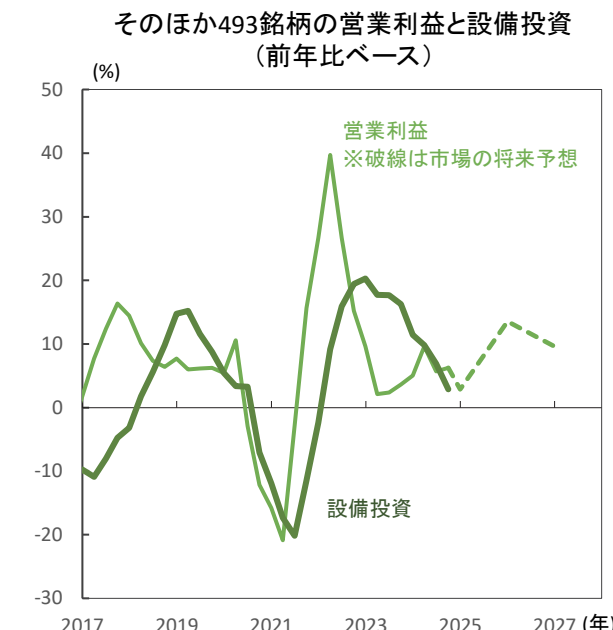
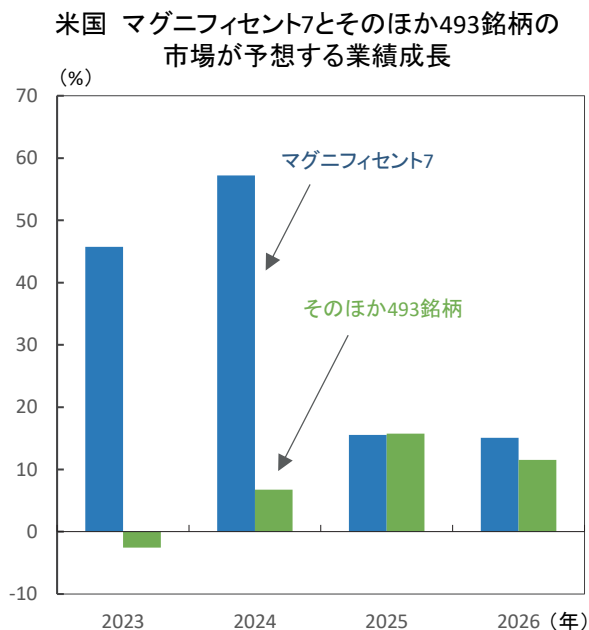
## ● トランプ新政権の政策浮揚が実現すれば、景気敏感株に恩恵が期待される



注) 実質GDP成長率とS&P500業種別のインフレ控除後リターン決定係数(R2)を算出。四半期別データを使用し、それぞれの前年同期比データ3四半期平均を使用。計算期間は2010年1-3月期から2024年7-9月期。S&P500はGICS基準の業種分類に従い、不動産セクターはデータ期間の都合で除外。

出所) 米BEA、Bloombergのデータより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 相場のけん引役として“そのほか493銘柄”に脚光あたるか



注) マグニフィセント7とは米国の超大型銘柄7社(アルファベット、アップル、メタ、アマゾン、マイクロソフト、テスラ、エヌビディア)を指す。マグニフィセント7は等ウエイト(3/6/9/12月にリバランス)、そのほか493銘柄はマグニフィセント7を除いた米国時価総額上位500社の時価総額加重平均指数。市場予想値の算出日は2024年12月17日時点。

注) そのほか493銘柄はマグニフィセント7を除いた米国時価総額上位500社の時価総額加重平均指数。営業利益はEBITDA(利払い・原価償却・税引き前利益)設備投資は資本的支出を使用。営業利益の将来予想はBloombergの市場予想。直近値は2024年7-9月期、市場予想値の算出日は2024年12月17日時点。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

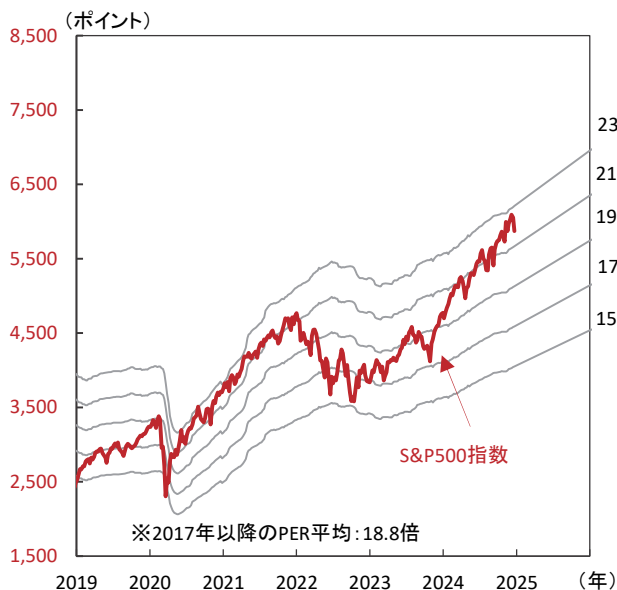


## 2025年の米株式市場には上値の重さも

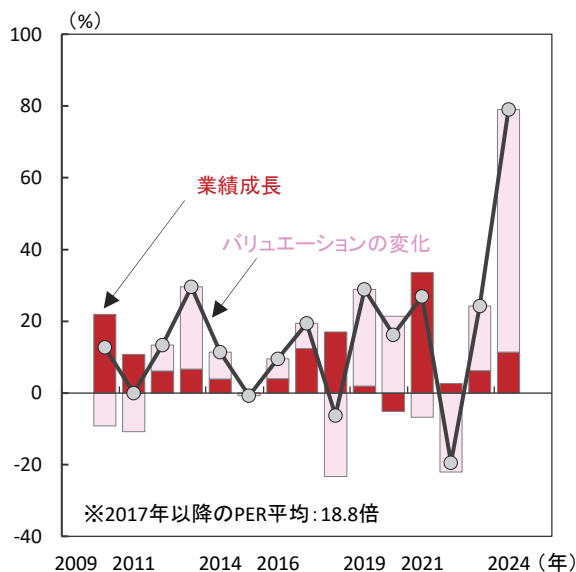
- ◆ 株価を考える方法の一つとして、一株当たり利益(EPS)と株価をEPSで割った株価収益率(PER、バリュエーション)に分解する考え方があります。バリュエーションは投資家が企業業績の成長にどの程度自信を持っているかを示す側面もあり、この観点では足もとの米株市場に割高感もあります。
- ◆ 業績成長の面では米国が好調を持続するなか、2025年は日本などその他先進国も復調が期待されます。業種別でも2024年と2025年では好調不調の入れ替わりが生じる展開も予想されます。

### ● 集中投資を避け、幅広い国や業種に分散した保有が重要に

#### 米国株 バリエーション水準



#### 米国株 パフォーマンスの要因分解



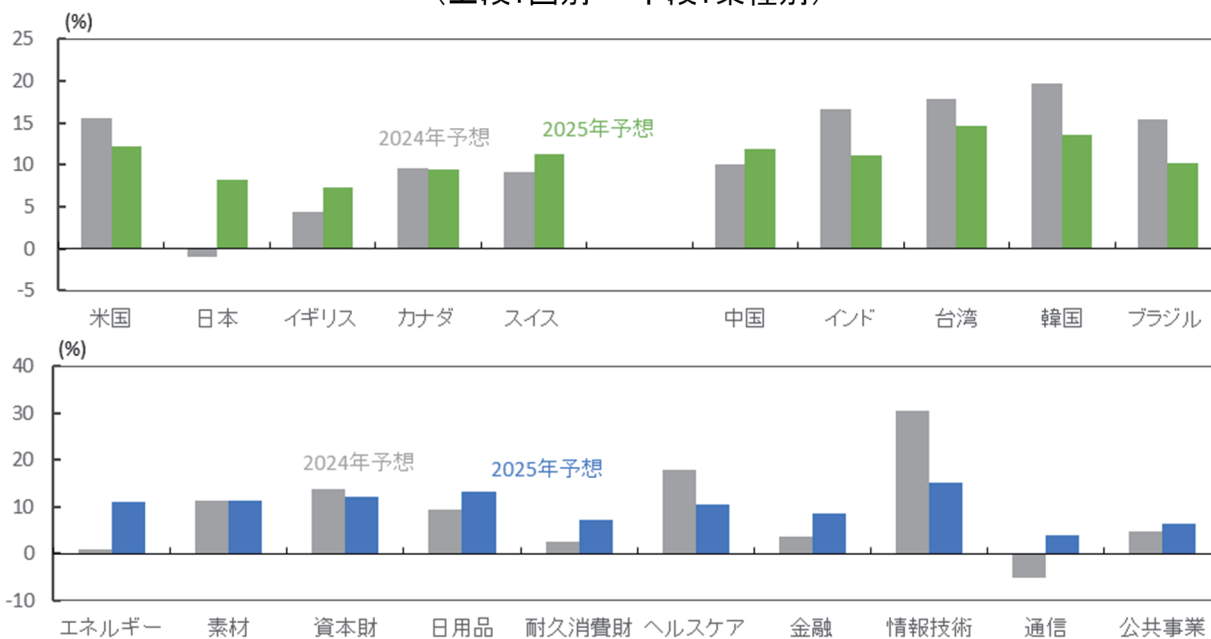
注) S&P500の予想一株あたり収益(EPS)はBloombergの12カ月先予想を使用。直近値は2024年12月20日。

注) S&P500の予想一株あたり収益(EPS)はBloombergの12カ月先予想を市場。2024年は2023年末から2024年12月20日までとして算出。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 国別・業種別の市場が織り込む一株当たり利益(EPS)の予想伸び率 (上段: 国別 下段: 業種別)



注) 上段の国別はMSCIワールドの組入上位5か国と、MSCI新興国の組入上位5か国を選定。下段の業種別はMSCIワールドの業種別分類。株価は1年程度先の将来の業績予想を織り込むとの考え方から、2024年は2024年末予想と2025年末予想、2025年は2025年末予想と2026年末予想の比較。直近値は2024年12月18日。

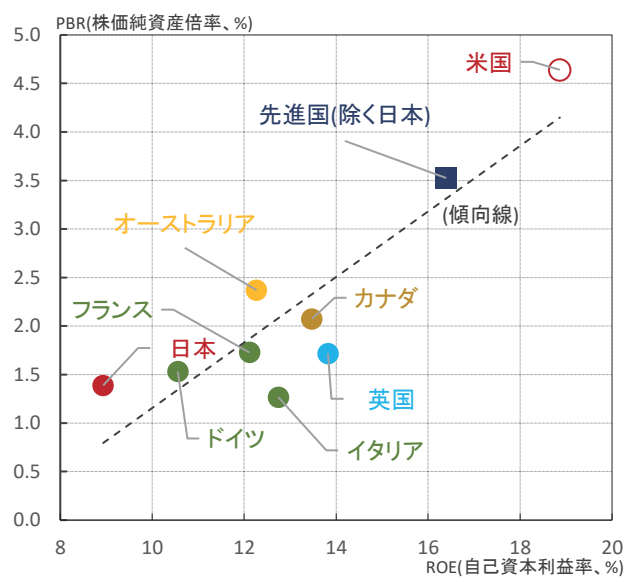
出所) MSCI、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 資産形成は急がば回れの精神で

- ◆ 株式市場を長期的な目線で捉えると、業績成長力が企業価値拡大(株価上昇)の大きな原動力になっていることがわかります。成長の源泉に着目し、腰を据えた投資を行っていくことが重要です。
- ◆ 資産形成を考えるにあたり、どのような考え方で投資を行うかが重要になります。短期間では投資成果が投資タイミングによって大きくばらつきますが、長期間で投資を考えれば投資成果のブレは大きく軽減することができます。資産形成には短期の変動に動じない大局的な目線も必要です。

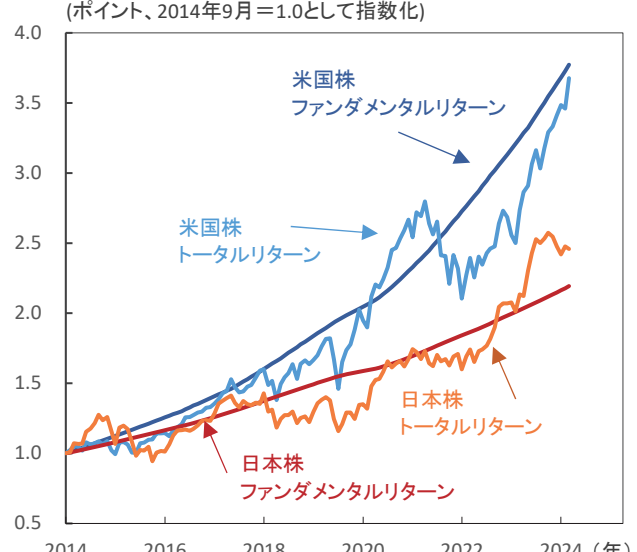
## ● 高い成長力に裏打ちされ、米株の割高感が高まらず

### 主要先進国のPBRとROE (MSCIベース)



注) MSCIベース (12カ月先予想) のBloomberg集計値。  
 先進国 (除く日本) はMSCI KOKUSAI。値は2024年12月17日時点。  
 出所) MSCI、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

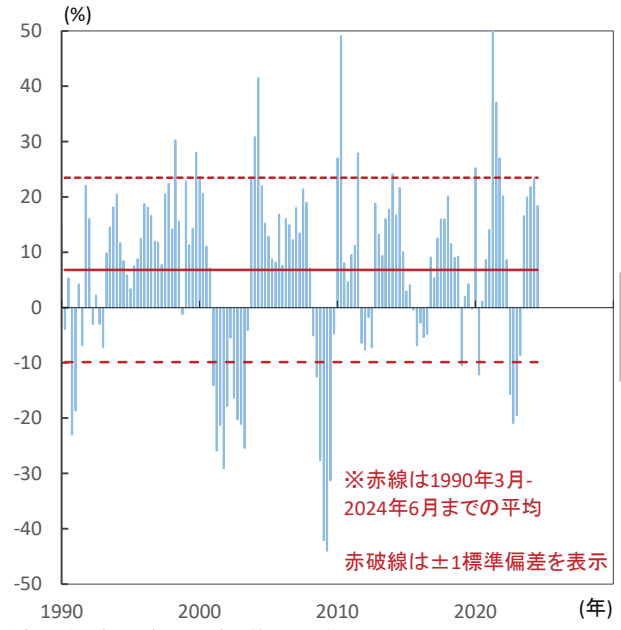
### 日米株式 トータルリターンとファンダメンタルリターン (基調的な成長率)



注) ファンダメンタルリターンは内部成長率や自己資本利益率(ROE)を考慮した株式市場の基調的な成長率。期間は2014年8月～2024年8月。日米株のトータルリターンは配当込みの指数。  
 出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 短期の相場変動に囚われず、長期保有を意識した資産運用が成功のカギに

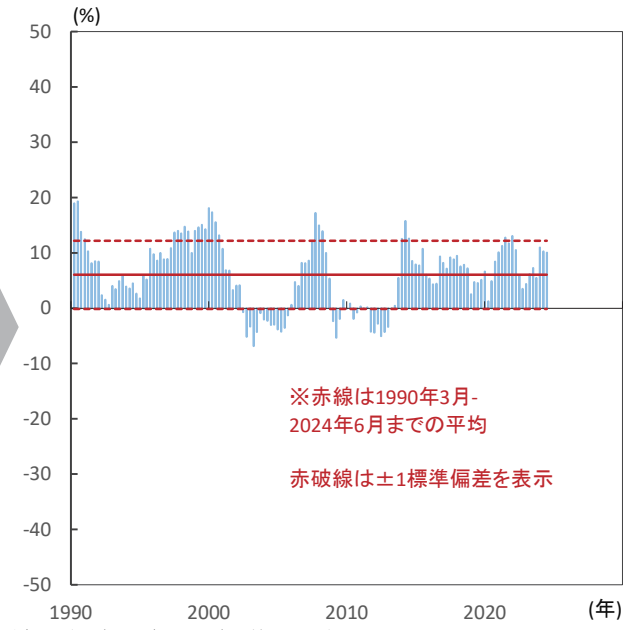
### 世界株 1年間投資した場合の年率リターン (%)



注) 四半期毎のデータ。直近値は2024年6月。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 世界株 5年間投資した場合の年率リターン (%)



注) 四半期毎のデータ。直近値は2024年6月。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。(作成基準日:2024年12月24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、日経500種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。日本経済新聞社は本商品を保証するものではなく、本商品について一切の責任を負いません。

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。MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI JAPAN、MSCI USAに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。S&P先進国REIT指数(除く日本)、S&P米国REIT指数、S&P日本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。J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、J.P. Morgan EMBI+(円ヘッジベース)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 © 2024 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

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)、FTSE日本国債インデックス、FTSE米国国債インデックスのデータは、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 US High Yield Index、ICE BofAML US Emerging Markets External Sovereign Index、ICE BofAML US High Yield Index(円ヘッジベース)、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML US Treasury 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。

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

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。

VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。

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。

FTSE<sup>®</sup>は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limited(以下「FTSE」)が使用します。NAREIT<sup>®</sup>はNational Association of Real Estate Investment Trusts(以下「NAREIT」)が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行っておらず、さらにいかなる形においても本商品に関わっておらず、一切の責務を負うものではありません。インデックスの価格および構成リストにおける全ての知的所有権はFTSEとNAREIT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

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

お客様専用  
フリーダイヤル 0120-151034  
(受付時間/営業日の9:00~17:00)

●ホームページアドレス: <https://www.am.mufg.jp/>