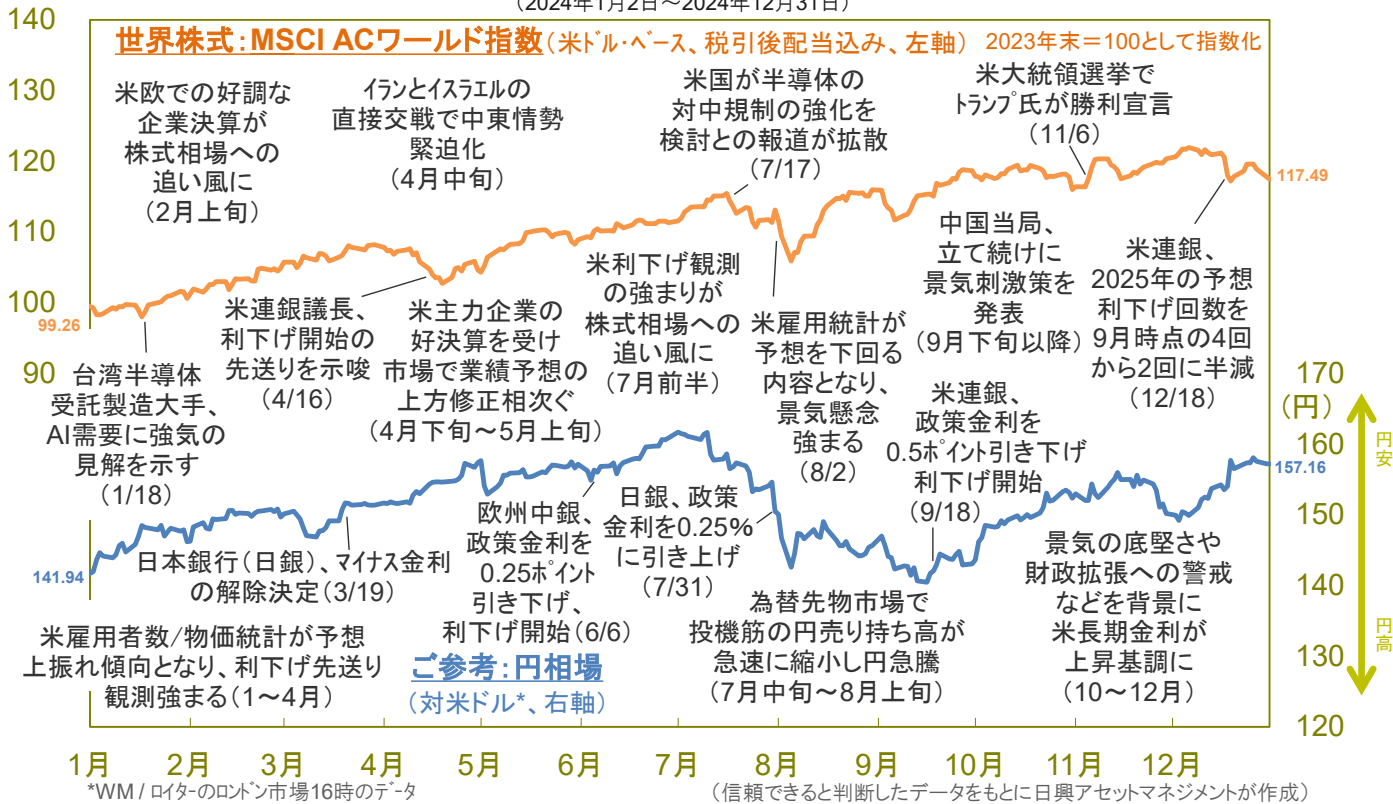


●2024年の世界の株式市場の振り返り

＜2024年の世界株式の推移と主な出来事＞

(2024年1月2日～2024年12月31日)



MSCI ACワールド指数(米ドル・ベース、税引後配当込み)の年間騰落率は+17.5%と、2年連続の上昇(20年:+16.3%→21年:+18.5%→22年:▲18.4%→23年:+22.2%)となりました。

以下では、同指数の動きを中心に、世界の株式市場の1年を振り返ります。

● 上半期

好調な企業業績や生成AI(人工知能)関連需要の拡大期待などを背景に、世界株式は3月にかけて上昇基調で推移しました。4月に入ると、中東情勢の緊迫化や米利下げ先送り観測の強まりなどに伴って一時調整したものの、その後は、米長期金利の上昇一服や、企業業績予想の上方修正が相次いだことなどが好感され、再度、上昇基調となりました。なお、日本株式については、円安・米ドル高の進行に加え、上場企業の経営改革に対する期待の高まりなどが支えとなり、日経平均株価は2月、約34年ぶりに最高値を更新しました。

● 下半期

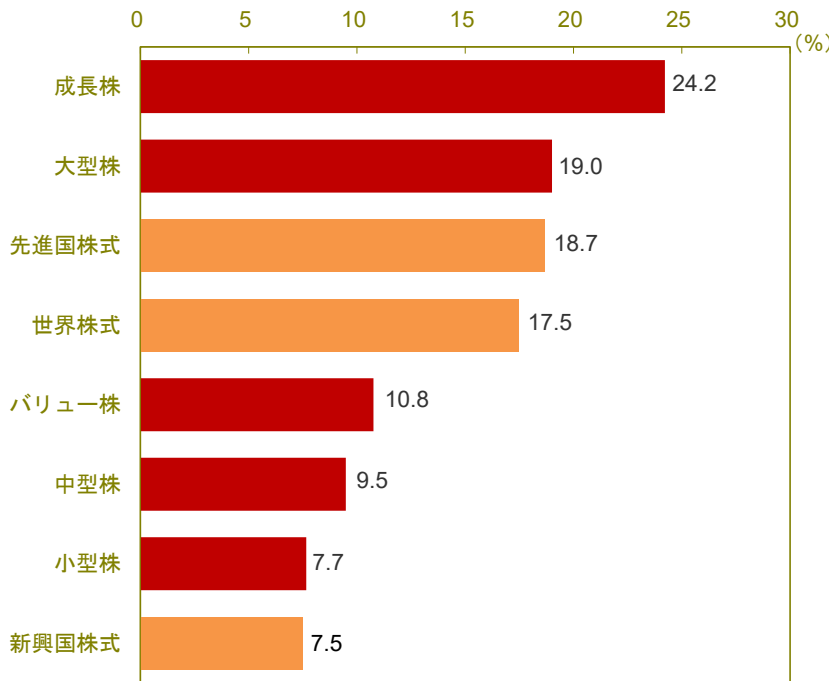
世界株式は、7月前半、米利下げ観測の強まりを背景に騰勢を強めました。7月後半から8月上旬

にかけては、米中対立や米景気失速への懸念などを背景に、調整する展開となり、同時に外国為替市場では、円高・米ドル安が進みました。しかし、その後に発表された経済指標で、米景気の底堅さが示されたことや、米連銀が利下げに着手したことなどから、金融市場は落ち着きを取り戻し、世界株式は9月末にかけて概ね上昇傾向となりました。10月から12月にかけては、米景気の堅調さや、11月の米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受けた減税・規制緩和への期待を支えに、世界株式は高値圏での推移を続け、12月には米主要3指数や独DAX指数などが最高値をつけました。ただし、米次期政権の財政・通商政策を巡る不透明感や、米金利上昇などが嫌気されたことから、12月後半は、上げ幅を縮小する動きとなりました。

※MSCI ACワールド指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

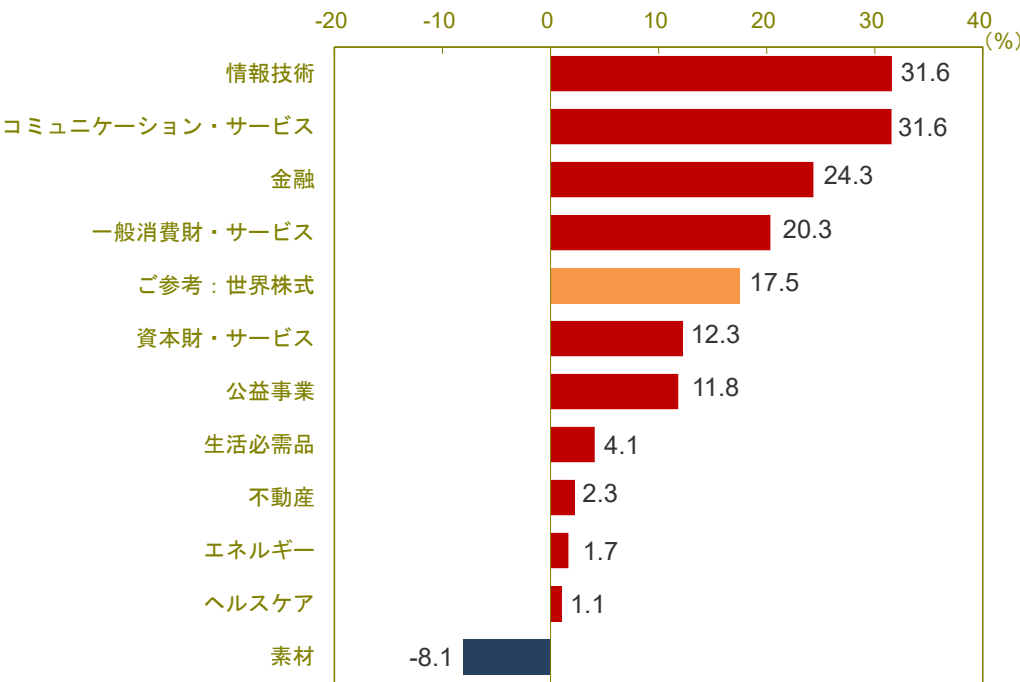
<地域・規模・スタイル別の2024年の騰落率>



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- 生成AI普及への期待が高まる中、米巨大ハイテク企業群の堅調なパフォーマンスに支えられ、それらが属する、成長株、大型株、先進国株式が上位となりました。
- 中・小型株や新興国株式は、世界株式が7月前半にかけて上昇した局面で上げ幅が限定的だったことに加え、9月から年末にかけての米長期金利の上昇が嫌気されたことなどから、下位となりました。

<セクター(世界産業分類基準の11セクター)別の2024年の騰落率>



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

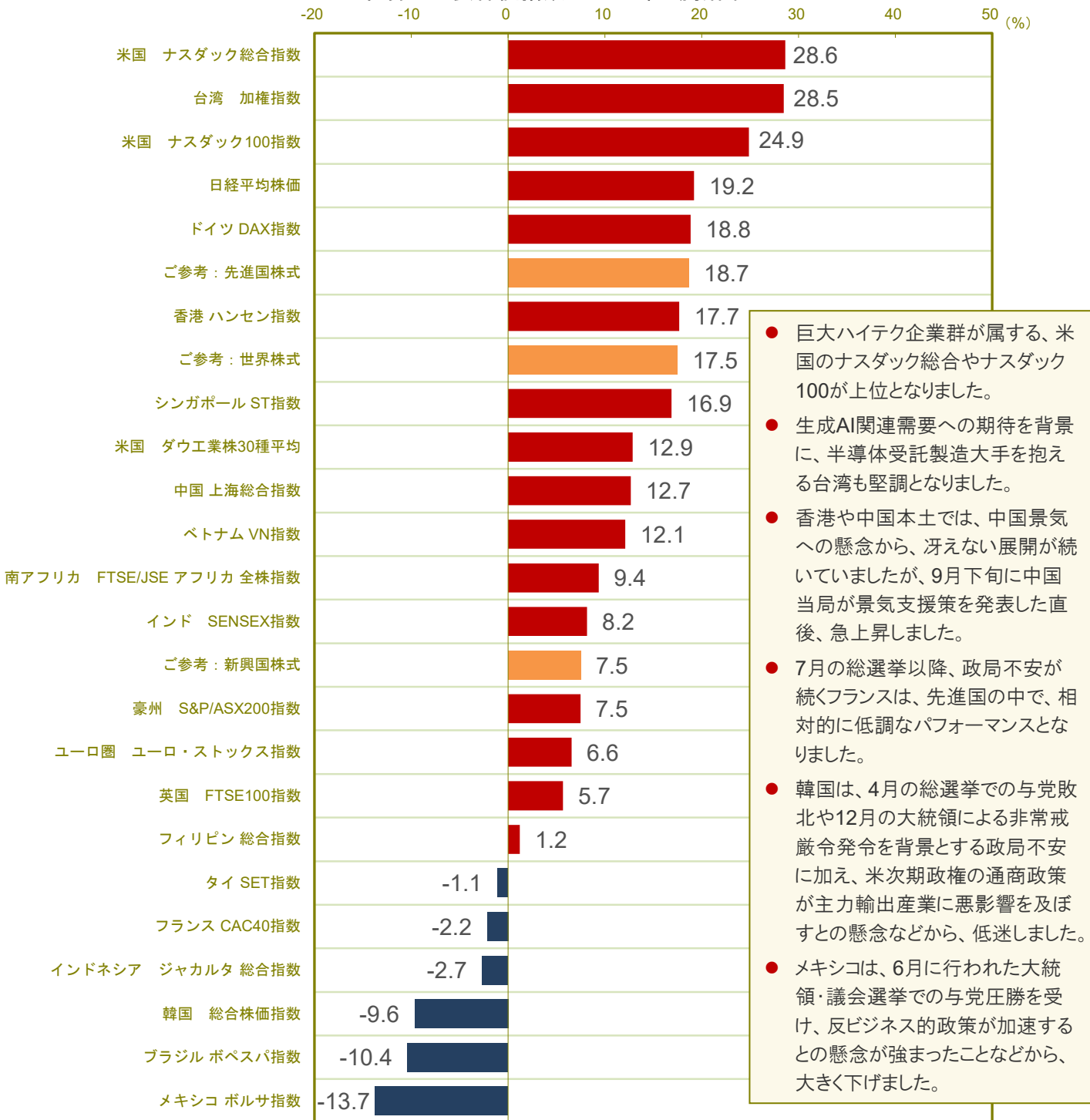
- セクター別でも、米巨大ハイテク企業群の存在感が大きく、それらが属する、情報技術やコミュニケーション・サービスなどが上位となりました。
- 米次期政権による規制緩和の恩恵が期待される金融も堅調となりました。
- 一方、下位は、業績が景気動向などの影響を受けにくい、いわゆるディフェンシブ・セクターが占めました。
- 中国の需要懸念などが重荷となり、素材はマイナスとなりました。

※世界株式:MSCI ACワールド指数、先進国株式:MSCIワールド指数、新興国株式:MSCIエマージング・マーケット指数、その他の指数:MSCI ACワールド指数を構成するサブ指数(いずれも米ドル・ベース、税引後配当込み)

※各指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

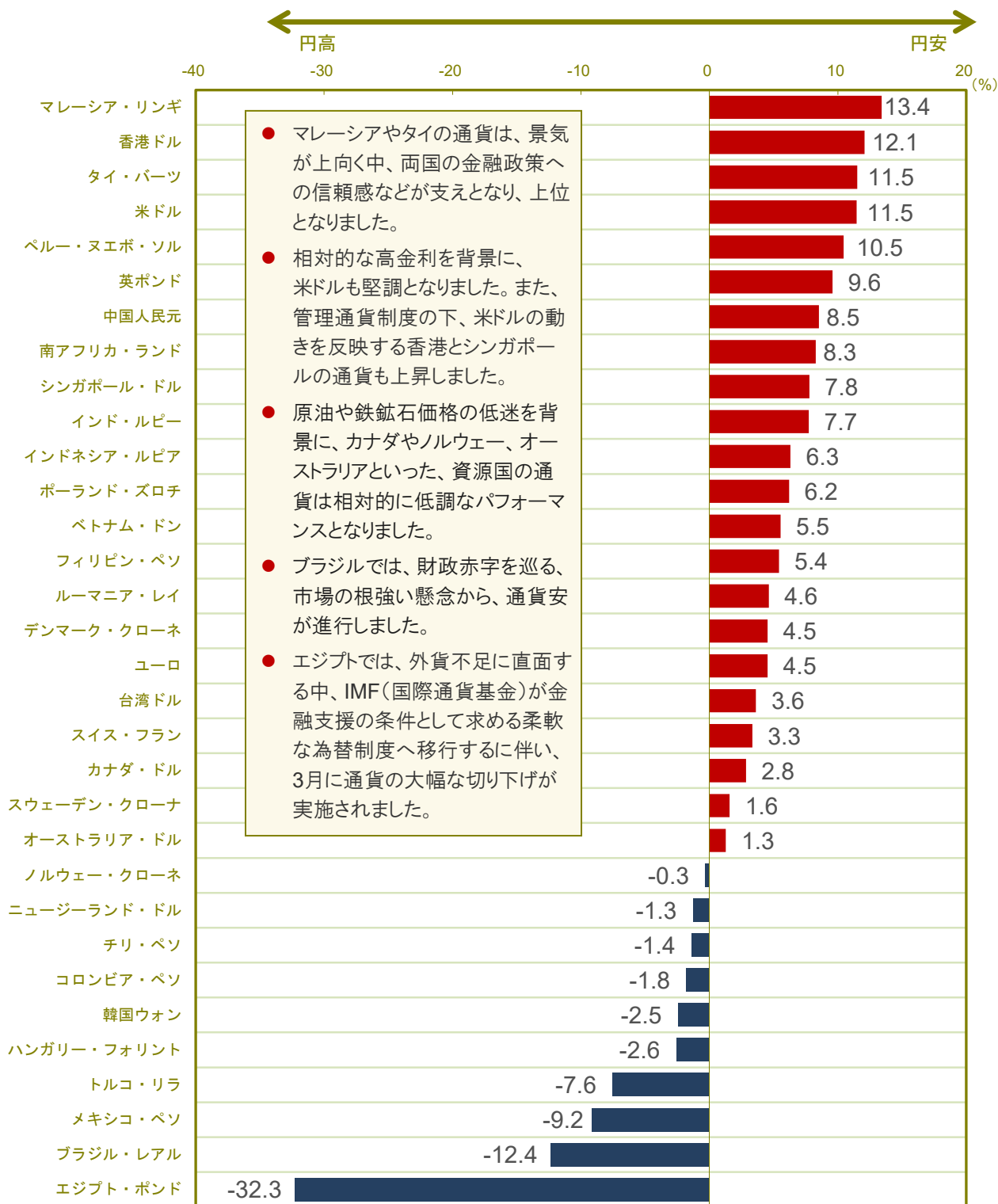
＜世界の主要株価指数の2024年の騰落率＞



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

- ※ 世界株式：MSCI ACワールド指数、先進国株式：MSCIワールド指数、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数(いずれも米ドルベース、税引後配当込み)、その他の指数は現地通貨ベース
- ※ グラフに掲載した各指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。
- ※ 上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

＜ご参考：世界の主要通貨の2024年の騰落率(対円)＞



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記グラフ、データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

日興アセットマネジメント

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

● 日興アセットマネジメントの2025年の見通し

- **景気:不確実性は高いが、プラス成長が継続**
 - 弊社は、米国の経済見通しは堅調で、日本では賃金と物価が共に上昇する「好循環」が維持されるとみており、主要国全体ではプラス成長が続くと想定しています。
 - 金融政策については、米国およびユーロ圏で、7-9月期にかけて利下げが実施されるものの、その後は、様子見姿勢に移るとみています。日本では、緩やかなペースで利上げが実施され、年末の政策金利は0.75%程度と想定しています。
- **国債と為替:日本の10年国債利回りは、緩やかに上場し、円は強含みで推移**
 - 10年国債利回りは、財政・通商政策とインフレを巡る不確実性もあり、米国での低下余地は限られ、ユーロ圏(ドイツ)でもほぼ横ばいで推移するとみています。一方、日本については、利上げ継続を背景に、年末で1.37%程度と、緩やかな上昇を想定しています。
 - 為替については、日米の金融政策の方向性の違いから、円が強含む展開となり、年末時点では1米ドル＝143.5円程度と想定しています。
- **株式:企業収益拡大から、米国と日本で上昇、日本の構造的な好材料にも注目**
 - 米国株式は、バリュエーション指標が高止まりしているものの、企業利益が前年比2桁の拡大を続けているほか、金融環境が緩和的であることから、相場が直ちに調整する要素に乏しく、堅調に推移すると見込んでいます。
 - ニューヨーク・ダウ工業株30種は、年末までに46,000米ドルを上回ると想定しています。
 - 欧州株式については、景気の足取りの弱さや米国の通商政策などの影響から、企業利益の伸びが前年比1桁前半にとどまるか、場合によっては減収となる可能性もあり、年末にかけて軟調に推移するとみています。
 - 日本株式については、良好な企業利益の伸びが支えになるとみられ、年末に日経平均株価が42,000円台に、TOPIXが2,800ポイント台に到達すると想定しています。人手不足を背景とする賃上げや設備投資の拡大、上場企業の企業統治強化や収益性改善といった日本の構造的な好材料は、今後、米国景気が減速しても、損なわれないと期待されます。そのため、弊社は日本株式がグローバル投資における有力な分散投資先になるとみています。特に、内需の回復が続けば続くほど、内需と関連度の高い中小型株式の投資魅力が増すと期待されます。
- **主なリスク要因**
 - 米国では、減税など米次期政権の政策に対する期待が高まっています。しかし、政府部門の歳出および人員の削減や、貿易相手国への高関税の賦課などの悪影響が上回り、政策期待がはく落する可能性に留意が必要です。
 - ドイツやフランスといったユーロ圏主要国での政治不安に加え、中国が米国からの通商面での圧力と景気低迷に直面する中、アジアでの地政学リスクも警戒されます。

主要金融市場に関する弊社見通し(2024年12月時点の予想)

	2024年12月	2025年3月	2025年6月	2025年9月	2025年12月
【政策金利・国債利回り】					
米国(FFレート誘導目標)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%
ユーロ圏(主要政策金利)	3.15%	2.65%	2.26%	1.90%	1.90%
日本(無担保コール翌日物レート誘導目標)	0.25%	0.50%	0.50%	0.70%	0.75%
米国10年国債利回り	4.57%	4.24%	4.15%	4.14%	4.16%
ドイツ10年国債利回り	2.37%	2.25%	2.23%	2.27%	2.25%
日本10年国債利回り	1.10%	1.16%	1.22%	1.30%	1.37%
【外国為替】					
対米ドル	157.16円	149.0円	147.0円	145.0円	143.5円
対ユーロ	162.74円	156.0円	151.5円	148.9円	146.5円
【株価指数】					
ニューヨーク・ダウ工業株30種	42,544.22	45,191	45,655	45,973	46,599
S&P500指数	5,881.63	6,200	6,236	6,204	6,428
ストックス欧州600指数	507.62	502	496	482	494
日経平均株価	39,894.54	38,499	39,520	40,508	42,616
TOPIX(東証株価指数)	2,784.92	2,678	2,690	2,764	2,823

※上記の予想は、原則として弊社が想定するレンジの中央値です。 ※米国の政策金利は誘導目標レンジの上限値を掲載しています。
※各データは月末値で表示しています(太字は2024年12月末の実績値です)。

※上記は過去のものおよび見通しであり、将来を約束するものではありません。

●2025年の主な注目点～弊社チーフ・ストラテジスト、神山 直樹のコメント

2025年の投資における3つの注目ポイントは、

- さらに臆病な米FRB：トランプ政策を気にしない
- クララは歩くか？：日本の消費拡大に注目
- 世界経済はソフトランディング：株価は企業収益重視に

だと考えています。

- さらに臆病な米FRB：トランプ政策を気にしない

米FRB(連邦準備制度理事会)の利下げが2024年9月からやっと始まりましたが、想定よりも遅いものでした。経済指標が思いのほか強く、FRBが利下げを焦る必要がなかったとも言えますが、インフレ率は低下しており、思いのほか利下げを先送りした印象です。それゆえ円高・米ドル安も進まないどころか、2024年7月頃には1米ドル=160円を超える円安・米ドル高となりました。その後、失業率の一時的な急上昇があり、9月に政策金利は5.5%から5%に比較的大きく引き下げられ、11月に0.25ポイント、12月にも0.25ポイントと引き下げが続いて、政策金利は4.5%になりました。インフレの落ち着きをみる限り、FRBはインフレ再燃に対して市場より臆病に見えます。12月のFOMC(連邦公開市場委員会)のドット・チャート(金利予測分布図)で、2025年中の利下げ回数を0.25ポイントずつ2回と示唆したのは、インフレ率が十分に低下していないことへのいらだちに見えます。

FOMC参加者の見通し
(2024年12月公表)

	2024年	2025年	2026年	2027年
コアPCE (前年比、%)	2.8 (2.6)	2.5 (2.2)	2.2 (2.0)	2.0 (2.0)
政策金利(%) (目標レンジの中間値)	4.4 (4.4)	3.9 (3.4)	3.4 (2.9)	3.1 (2.9)

※数値は参加者の見通しの中央値で、
カッコ内は、2024年9月時点の見通し

出所:FRB

トランプ政権がインフレ的な政策を実行し、FRBが利下げをしないという見方もありますが、トランプ氏に限らず米国の政治家はインフレを悪と捉えており、その原因を作ることを避けるでしょう。FRBの利上げの可能性は非常に低く、FRBがトランプ政権の政策に影響されるとしても、ごく短期的な利下げ先送りとなるだけでしょう。

トランプ政権の政策について、トランプ氏の口調

などから、市場の上下動が高まるとは思いますが、投資の焦点になるとはみていません。移民制限は労働者を減らし賃金を引き上げるなどインフレ的だとみられていますが、新規の流入を減らしたとしても、国内の不法移民をマクロ経済に影響を与えるほど大量に海外に追い出すコストは大変高く、やると宣言しても大規模な実行は難しいとみています。

中国に対する関税の大幅引き上げとその他の国への関税導入は一部実行されるでしょうが、選挙期間中に60%にするとした中国への関税は、選挙後、+10%(つまり35%程度にする)にやわらげられています。財務長官候補のベッセント氏が述べているように、関税はインフレの原因にならないでしょう。そもそも関税引き上げの経済効果は消費者への増税と同様ですので、貯蓄取り崩しで短期的にインフレになっても、その影響はせいぜい6か月程度で力尽き、消費減退による景気減速懸念に変わるでしょう。それゆえ、関税政策は単独ではなく、減税や補助金との組み合わせで実行される必要があります。所得税減税については、第一次トランプ政権の減税を継続するでしょうが、さらに減税して消費を救うことは難しそうです。ですから、例えば中国からの輸入業者の法人税を減税するか補助金を出す、米国内で生産する企業の減税をするといった政策が同時に必要となります。関税引き上げは減税・補助金とカップリングされれば経済には中立と言えます。減税・補助金だけが追加されればインフレ的ですが、ベッセント氏による財政規律を重視する発言もあり、その可能性は低いでしょう。

逆に石油業界への規制緩和はインフレ抑制的です。バイデン政権が止めていたパイプラインの認可や掘削法に関する規制緩和で石油生産・流通量が増えれば、石油価格の下落要因になります。これは必ずしもデフレ要因ではなく消費刺激的な政策ですが、関税引き上げの悪影響の抑制要因と位置付けてよいでしょう。

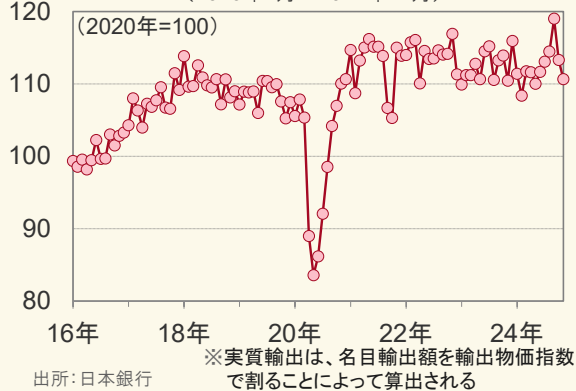
一言で言えば、今後の政治家の発言などで市場心理は揺さぶられるでしょうが、2025年中に政策効果が経済成長率や政策金利に大きな影響を与えるとはみていません。FRBの政策金利引き下げはインフレ率など経済指標に応じて(前述のドット・チャートもよく変わるものです)、25年中に0.25ポイントずつ3回を予想します。

※上記データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

● クララは歩くか？：日本の消費拡大に注目

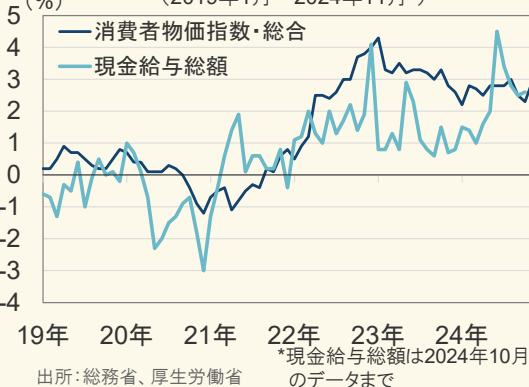
2024年の日本経済は、「余剰」から「不足」への体質変化が進み、「クララが立ち上がった」と評価しました。具体的には、日本の輸出数量（日銀調査の実質輸出）がリーマン・ショック前の水準を越えた状態が続き、ヒト・モノ・カネの「余剰」から「不足」への変化がついに設備投資の拡大と賃金上昇を実現させたからです。

日本の実質輸出の推移
(2016年1月～2024年11月)



クララとは、『アルプスの少女ハイジ』に出てくるハイジの友達で、病気が治っていたのになかなか立ち上がらなかったことから、「不足」になっていたのに設備投資や賃金が変わらなかった2023年までの日本経済の比喻として使ってきました。しかし、インフレの落ち着いたから賃金上昇率がついに2024年秋頃にインフレ率を抜き去り、実質賃金の伸びがプラスに転換しました。この動きは少なくとも2025年前半は続くでしょうし、2025年早々のベースアップが組合と企業の間で妥結すれば、さらに続くはず。いよいよ消費拡大に期待できる状態になりました。このあたりは2024年初の想定と合致しています。

日本の物価と名目賃金の前年同月比の推移
(2019年1月～2024年11月*)



※上記データは過去のものであり、将来を約束するものではありません。

2024年3月にマイナス金利からゼロ近傍(0～0.1%程度)、その後7月に0.25%程度となった政策金利は、2025年末までに0.75%程度までゆっくり引き上げられるでしょう。インフレ率は前年比2%割れに向かうとみっていますが、1%以下の政策金利はかなり緩和的な状態が続くことを意味しており、日銀もなかなかインフレにならないという懸念から臆病の継続になると言えそうです。これはFRBの利下げと共に円高・米ドル安要因で、2025年末にむけて1米ドル=143.5円程度と緩やかな円高を予想します。ただし、日銀は、円安が物価に悪影響を与えることを気にしているので、仮に、円安が進行すれば政策金利を早めに引き上げるかもしれません。

クララは歩くか？病床にあった日本経済が立ち上がったとしても自ら歩き始めるには筋肉が必要です。その一つは、国内消費です。長らくデフレ的なマインドであった消費者は、コロナ禍を経て、そう簡単に消費を増やすとは思えないのですが、その一方で国内旅行の回復などがすでにみられ、家具などインバウンドに頼らない消費も拡大しているようです。消費が回復すれば国内企業の設備投資、特に倉庫など流通やオフィスビルへの需要も回復しやすくなります。企業は、売上が上がるのであれば賃金を上げて、コストをかけて設備を増やしても規模を拡大させるはず。この好循環が始まれば筋肉への信頼も高まります。岸田政権時に始まる半導体関連などへの投資の補助金も当面の内需拡大に貢献するでしょう。2026年からとされる基礎控除引き上げの減税期待も消費意欲の刺激になるかもしれません。もう一つの筋肉は、経済のフレキシビリティです。うまくいっていない産業から伸びている産業へ人や資金が動いていくことは、次の景気後退への備えとなります。高度成長期の終身雇用、年功序列などが、株式の持ち合いなどと共に解消されれば、規模よりも効率を重視する経済に変わることができます。病気の人にスクワットをやらせとは言えないでしょうが、人手不足で賃金が上昇する今なら構造改革の痛みを小さくしながら変化することができます。労働流動性を高める改革については税制改革など政策のリードが必要です。岸田政権時から政策セットには含まれていますので、石破政権の政策実行に期待します。

● 世界経済はソフトランディング:株価は企業収益重視に

世界経済のリスクであったインフレ懸念を背景とした米国の政策金利の高止まりがゆっくりと解消され始めました。通貨防衛のために高金利に耐えてきた新興国の一部も一息つけるでしょう。米国で商業用不動産に関わる部分的な金融危機のリスクが言われて久しいのですが、いよいよ利下げが始まりこちらのほうも一息つけると期待します。

意外に強い米経済の成長率も2025年後半には前年比2%を下回るとみています。マイナス成長になるとハードランディング(景気後退)ですが、このところの経済状態を見る限り、悪く予想する理由は見当たりません。コロナ禍対応の財政出動や経済活動の正常化に伴う高成長がスピードダウンする、ソフトランディング(軟着陸)で切り抜ける見通しです。

FRBが政策金利を引き下げの中で、株式市場の金利離れと企業収益への注目が進むでしょう。いま注目されるAI関連やそれに関わる高性能半導体関連の企業については、企業収益への期待が高すぎて株価が激しく上下することもあります。総じて利益拡大を続けるとみえています。

日本については、円安・米ドル高が輸出業の企業収益を実力以上に引き上げて見せるような相場は終わるものの、輸出業の企業収益が横ばいの中、国内関連企業での回復が進み、インバウンド以外の消費、建設、不動産、銀行などの企業収益の伸びが指数のけん引役となると期待します。

まとめると、2025年の世界経済はソフトランディングで悪くはないが成長率は減速、世界的にはAIやテクノロジー関連などの企業収益が重視され、日本では内需の回復がテーマとなり、ともに株価は上昇を予想します。トランプ政権の政策の影響はセクターごとにはいろいろですが、全体としてはそれほど大きな影響はなく、FRBによる政策金利の引き下げがゆっくりと進むでしょう。日本の政策金利は緩やかに上昇し、円高・米ドル安傾向となりますがこちらもゆっくりで、それほど企業収益に影響はないとみえています。

なお、弊社予想の詳細については、季刊「グローバル・フォーサイト」をご参照ください。