

ニッセイ基礎研 Report

Feb. 2025 Vol.335

- 02 リート市場回復の処方箋 ● 岩佐 浩人
- 03 海底資源探査がもたらす未来 ● 小原 一隆
- 04 2025年はどんな年? 金融市場のテーマと展望 ● 上野 剛志
- 06 新NISAは日本株式を押し上げたのか ● 前山 裕亮
- 08 米国経済の見通し ● 窪谷 浩
- 10 日米貿易交渉の課題 ● 矢嶋 康次
- 11 トランプ政権始動、円相場の行方は関税次第に ● 上野 剛志



© NDC Graphics

色のいろいろ [23]

ブルーリボン

映画、演劇のコンクールの最優秀作に与えられる賞としてよく知られる「ブルーリボン賞」だが、その歴史は古く、さまざまな分野での最高栄誉の賞をさす。特に、19世紀中頃に始まり現在も続く、大西洋横断船の中でもっとも速い船に与えられる賞。これは19世紀初頭のイギリス—オーストラリア間で就航した羊毛積取船の中で、1年のうちでもっとも早く羊毛を運んだ船に与えられたのが起源だという。



RESEARCH

Jリート市場回復の処方箋



金融研究部 上席研究員 不動産調査室長 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp



いわさ ひろと
93年日本生命保険相互会社入社。05年ニッセイ基礎研究所。著書に「不動産ビジネスはますます面白くなる」、「不動産力を磨く」(共著)。不動産証券化協会認定マスター、日本証券アナリスト協会検定会員。

1——一人負けのJリート市場

Jリート(不動産投資信託)市場の低迷が続いている。2024年は国内外の株式、金価格、暗号資産などリスク性資産が幅広く値上がりした一方で、Jリート市場は▲8.5%と3年連続で下落した[図表1]。過去3年間の騰落率(▲20%)を見ると、パフォーマンス格差はさらに広がり、金融市場の中で一人負けの様相を呈している。

現在、多くの銘柄(54社/57社)が理論上の解散価値であるNAV(Net Asset Value)を下回り、市場全体のNAV倍率(株式のPBRに相当)は0.8倍に沈む。NAV1倍割れは、手間と丹精を込めて作り上げた商品が「原価割れ」の値札をぶら下げて店先に並ぶ姿のようで、市場の未来に暗い影を落としている。

それでは、今後の回復に向けてどのような取り組みが必要だろうか。以下では、Jリート市場の下落要因とその対策について考察したい。

[図表1] 資産の騰落率(2024年、過去3年)

注:国内資産は円ベース、それ以外はドルベース
資料:bloombergのデータをもとに作成



2——価格下落は需給の影響が大きい

一般に、価格下落は(1)市場ファンダメンタルズの悪化、(2)過大なバリュエーションの修正、(3)需給悪化、の3つの要因で起きる。しかし、今回の下落理由に(1)ファンダメンタルズと(2)バリュエーションは当てはまらないだろう。不動産賃貸市況はコ

ロナ禍を抜けて回復に向かい、不動産価格も高値を維持しており、1口当たり分配金(前年比+8%)やNAV(同+2%)は増加基調にある[図表2]。また、分配金利回り(5.1%)やNAV倍率(0.8倍)は割安感を一段と強めている。

[図表2] 東証REIT指数のバリュエーション

資料:開示資料をもとに作成

		23年末	24年末	前年比
市場ファンダメンタルズ	1口当たり分配金	77.8	84.1	+8%
	1口当たりNAV	2021	2066	+2%
バリュエーション	分配金利回り	4.3%	5.1%	+0.8%
	NAV倍率	0.89倍	0.80倍	▲0.09倍

一方、(3)需給は、昨年大きな変化を見せた[図表3]。これまで主要な買い手であった海外投資家とJリート投信(ETFを除く)が売りに転じた。ETFや個人の買い、増資の減少はプラスに働いたものの、従来との比較では▲1800億円の買い手不足に陥っている。このうち、Jリート投信からの資金流出は2024年1月にスタートした新NISAの影響が大きい。新NISAはJリート投信を多く含む「毎月分配型」を対象外とするほか、「つみたて投資枠」では主たる対象資産を株式に限っている。毎月1兆円の資金が新NISAを経由して金融市場に流入するなか、Jリート市場は蚊帳の外に置かれ、強い逆風にさらされている。

[図表3] Jリート市場の需給

資料:東京証券取引所、投資信託協会のデータなどをもとに作成

		21~23年(年平均)	2024年	増減額
マイナス要因	海外投資家	+11	▲11	▲22
	Jリート投信	+13	▲15	▲28
プラス要因	ETF	+18	+23	+5
	個人	▲11	+7	+18
	増資	▲35	▲26	+9
			需要不足(従来比)	▲18

3——市場回復の処方箋

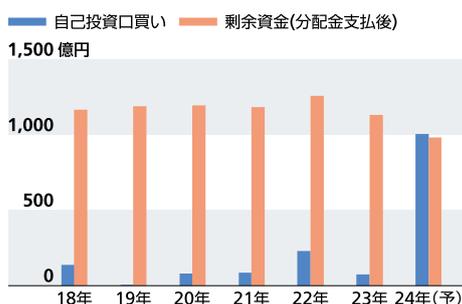
まず、資金流出の受け皿として「自己投資口買い」の拡大を急ぎたい。昨年は18社が合計1000億円の自己投資口買いを公表したが[図表4]、需給均衡にはまだ遠い。株式市場では、資本効率改善や持ち合い解消などに備えて自社株買いの取得枠が17兆円(時価総額の2%)に達している。これを基準にすると、Jリート市場では3000億円(時価総額14.3兆円×2%)が1つの目安になりそうだ。

次に、制度面では導管性ルールの改正を検討したい。Jリートは利益のほぼ全額を分配する仕組みのため、年間の剰余資金は市場全体で1000億円にとどまる[図表4]。大規模な自己投資口買いの財源を確保するには資産売却が必要となるが、売却益を内部留保し自己投資口買いに活用できる制度を整えば、柔軟な資本政策が可能となり、分配金や市場価格の安定にも寄与することが期待される。

昨年来の需給悪化は構造的変化として長期化する恐れがある。また、NAV1倍割れの常態化は、買収後に解体して鞆取りを狙うアクティビストの標的になりかねない。Jリート各社は「今が有事」との意識を共有し、継続的かつ大胆な自己投資口買いの実行が求められている。

[図表4] 自己投資口買いと剰余資金(分配金支払後)

資料:開示資料をもとに作成



海底資源探査がもたらす未来

メタンハイドレートと海底金属



総合政策研究部 主任研究員 小原 一隆
kobara@nli-research.co.jp



こばら かずたか
96年 日本生命保険相互会社入社
主に資産運用部門にて融資関連部署を歴任
22年 ニッセイ基礎研究所

1——日本と海底資源の重要性

日本は世界第6位の広大な海域を有する海洋大国である。その海域には多様な生態系と地質的特徴が広がっており、未利用の資源が数多く存在する。特に注目されるのが、エネルギー資源であるメタンハイドレート（以下MH）と、ハイテク産業を支える海底金属資源である。これらの資源はエネルギー安全保障や産業基盤の強化において重要な役割を果たすと期待されている。

2——MHの現状と課題

MHは「燃える氷」と呼ばれる、水分子の中にメタン分子が入った物質で、低温・高圧の条件下で安定して存在する。南海トラフには砂層型MHが、日本海側には表層型MHが分布している。これらはエネルギー供給源として注目されており、原始資源量は日本の年間天然ガス消費量の約10年分に相当するとされている。この資源は、輸入依存度を低減し経済安全保障を強化する可能性を秘めている。

一方で、環境負荷や採掘技術の課題が存在する。砂層型は安定的な天然ガス供給が期待されるのに対して、表層型は海底面に近い場所に存在するため取り出しやすいが、地質的な不安定性が課題となり、採掘には異なる技術が必要とされる。採掘中に発生する濁水やメタン漏洩が海洋生

態系に与える影響を軽減するための技術革新が求められる。

3——海底金属資源の可能性

日本近海には多様な海底金属資源が存在している。海底熱水鉱床、コバルトリッチクラスト、マンガン団塊、レアアース泥などは、非鉄金属の供給源として期待される重要な資源である。例えば、南鳥島近海に存在するマンガン団塊にはコバルトやニッケルなどの希少金属が含まれており、これらはハイテク産業や再生可能エネルギー技術を支える重要な原材料だ。しかし、深海技術の確立や採掘コストの削減といった課題が商業化に向けた大きな障壁となっている。特に、マンガン団塊やレアアース泥は深海に分布し、採掘や処理に高度な技術が必要とされるため、官民協力による技術開発が急務となっている。

4——国際連携と技術革新の役割

資源開発の推進には、国際連携や官民協力が欠かせない。国際海底機構は、深海底にある資源を「人類の共同財産」と位置づけ、その規制や探査契約を通じて持続可能な開発を目指している。具体的には、探査ライセンスを各国に付与し、環境保護基準を満たす開発活動を管理している。日本も国際海底機構の一員として、ルール策定や科学的調査に参加している。また、日本政府は排

他的経済水域内の開発を進めるため、国内法整備や「海洋開発等重点戦略」を策定し、産業界や研究機関との連携を強化している。

技術革新の観点では、自律型無人探査機や人工知能の活用、衛星データを利用した効率的な探査手法の導入が進められている。これらの技術により、資源開発の安全性と効率性は大幅に向上している。

5——海底資源と未来への展望

MHや海底金属資源の商業化には、技術的課題の克服や採算性の確保といった大きな壁存在し、それらの解決には相応の時間を要すると見込まれる。だが、エネルギー自給率の向上や、燃料輸入コストの削減などの効果が期待される。また、電気自動車や再生可能エネルギー関連技術に必要な希少金属の安定供給を通じ、供給リスク低減や輸入依存度の縮小といった経済安全保障上の効果も見込まれよう。さらに、新たな産業や雇用の創出を通じて、日本経済全体の成長を後押しする潜在力を秘めている。

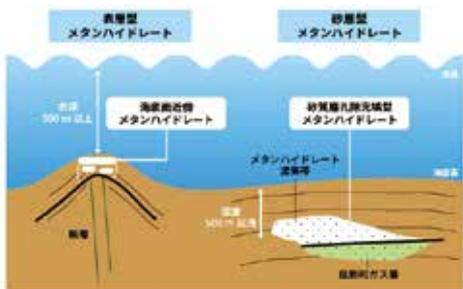
持続可能な開発を実現するためには、技術革新、官民連携、国際連携が不可欠である。

深海に眠る「未来の資源」をどのように活用するか。その挑戦は、日本の未来を切り拓く鍵となるだろう。

(参考文献等は「海底資源探査がもたらす未来—メタンハイドレートと海底金属」(研究員の眼、2024年12月13日)を参照)

[図表1]メタンハイドレートの様態

資料:産業総合研究所



[図表2]海底金属資源の例 資料:資源エネルギー庁等よりニッセイ基礎研究所作成

	海底熱水鉱床	コバルトリッチクラスト	マンガン団塊	レアアース泥
特徴	海底から噴出する熱水に含まれる金属成分が沈殿してきたもの	海山斜面から山頂部の岩盤を皮殻上に覆う、厚さ数cm~10数cmの鉄・マンガン酸化物	直径2~15cmの楕円体の鉄・マンガン酸化物で、海底面上分布	海底下に粘土状の堆積物として広く分布
賦存海域	沖縄、伊豆・小笠原 (EEZ)	南鳥島等 (EEZ、公海)	太平洋 (公海)	南鳥島海域 (EEZ)
含有金属	銅、鉛、亜鉛等 (金・銀も含む)	コバルト、ニッケル、銅、白金、マンガン等	銅、ニッケル、コバルト、マンガン等	レアアース (重希土を含む)
開発対象の水深	700m~2,000m	800m~2,400m	4,000m~6,000m	5,000m~6,000m
主な用途	<ul style="list-style-type: none"> 電線・配管材料 電子機器 建築材料 宝飾品 	<ul style="list-style-type: none"> リチウムイオン電池の正極材 次世代蓄電池技術 電気自動車用バッテリーシステム 	<ul style="list-style-type: none"> リチウムイオン電池 電気自動車用バッテリーシステム モバイル電子機器 (スマートフォン、タブレット等) 	<ul style="list-style-type: none"> モバイル電子機器 (スマートフォン、タブレット等) 半導体・光学機器 電気自動車用モーター 医療機 (MRI、CTスキャン等) レーザー装置 超音波検査装置

2025年はどんな年？ 金融市場のテーマと展望

(執筆時点:1月22日)

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
tueno@nli-research.co.jp

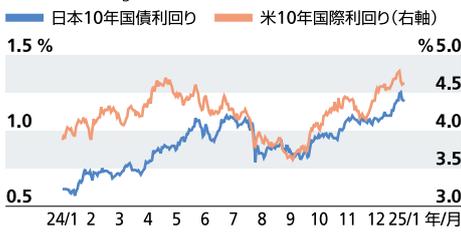
1—— 2025年年初の市場は様子見ムード

2025年がスタートして半月余りが経過した。この間、市場ではFRBの利下げ鈍化観測や日銀の早期利上げ観測から長期金利が上昇し、足元では1.2%弱にある[図表1]。ドル円は日銀の早期利上げの可能性が強く意識され、155円台に下落している[図表2]。日本株(日経平均株価)は日米の金利上昇と円高が重荷となって、39000円台で若干弱含んでいる[図表3]。

20日にトランプ氏が大統領に就任して直後に各種大統領令に署名したことで、市場ではやや不安定な動きも見られるが、今

[図表1] 日米の10年国債利回り

資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



[図表2] ドル円レートと日米長期金利差

資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



[図表3] 日米の株価指数

資料: Thomson Reutersよりニッセイ基礎研究所作成



のところは限定的な変動に留まっている。まだトランプ政権の初動をうかがっている段階と考えられる。

2—— 2025年はどんな年?

それでは、2025年の金融市場は今後どのような展開になるのだろうか?内外の主な注目材料を点検してみる[図表4]。

[図表4] 2025年の主なスケジュール(見込み)

時期	米国	日本	欧州・アジア他
25年1月	債務上限復活 トランプ政権発足	通常国会召集	ガザ停戦発効
2月	日米首脳会談?	春闘本格化	独総選挙
3月		春闘集中回答日	全人代(中国)
4月		大阪・関西万博開幕(~10月)	
5月まで			豪州総選挙
7月		参議院選挙	
夏		都議会議員選挙	
11月			G20サミット(南ア) COP30(ブラジル)
年末	トランプ減税期限		
年内		衆議院選挙?	ウクライナ停戦?

(1) トランプ政権の政策発動とその影響

まず、最も注目されるのは、今月20日に発足した「トランプ米政権による政策発動とその経済への影響」だ。

トランプ氏は主要な経済政策として、関税引き上げ、大規模な減税や規制緩和、不法移民の強制送還などを掲げてきたが、それぞれ輸入物価の押し上げ、需要喚起、人手不足といったインフレ促進的な要素を内包するだけに、これらが実現すれば米国のインフレが再燃するリスクがある。インフレが再燃すれば、段階的な利下げ路線を辿っているFRBの利下げ停止(あるいは利上げ再開)も加わって景気の下押し要因になる。

また、関税の引き上げが相手国の景気を圧迫するのみならず、報復関税を招き、貿易摩擦の激化を通じて米国も含む世界経

済全体の逆風となりかねない。

このため、今年、トランプ氏の掲げる政策が一定程度実現する場合には、インフレ再燃とFRBの利下げ停止が米金利上昇を通じて日本の長期金利の上昇要因になる。ドル円にとっては、基本的には米金利の上振れを通じて円安ドル高要因になると考えられるが、インフレや金利の高止まり、関税引き上げによる米・世界経済減速懸念や、減税に伴う米財政悪化懸念が意識される場合にはドル売りリスクオフ的な円買いが相まって円高ドル安要因になる。日本株にとっては、円安と減税による米景気回復期待が追い風になる可能性はあるものの、インフレに伴う米利下げ停止、関税引き上げによる米・世界経済減速懸念が下押し材料になる。トータルで見ると、下振れリスクの方が大きいだろう。

いずれにせよ、トランプ政権の政策が「いつ」、「どの順序で」、「どのレベルで」発動されるかによって、相場の展開は大きく変わることになる。

(2) 地政学リスクの動向

二つ目の注目材料は、上記のトランプ政権による政策にも絡むが、「地政学リスクの動向」だ。昨年は、ウクライナや中東での戦闘・戦争が継続し、たびたび市場を揺るがした。今年に入って、ガザでの停戦が合意・発効したが、恒久的な終戦はまだ見通せない。

トランプ大統領は、ウクライナや中東での戦闘・戦争終結に意欲と自信を見せてきたが、同氏特有の圧力を用いたディール(取引)外交が功を奏して戦いの終結に持ち込めるのか、それとも対立の火に油を注ぐことになるのかが注目される。

地政学リスクが鎮静化すれば、世界経済の下振れリスクが軽減され、日本株にとって



うえのつよし

98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。

はプラスに働く。ドル円への影響は限定的ながら、リスクオンの円売りに繋がる可能性がある。日本の長期金利には、リスクオンの債券売りが金利上昇圧力となる。ただし、原油の供給懸念後退による原油安が金利低下圧力となり、影響が相殺される可能性が高い。

(3) 国内景気と日銀利上げの行方

国内の材料で注目されるのは、「国内景気と日銀利上げの行方」だ。

日本の景気回復の足取りは鈍く、特に実質賃金の低迷が個人消費の重石となっている。従って、現在本格化している春闘で高い賃上げが実現し、実質賃金が持続的に上昇に向かうかが注目される。

この点は日銀の金融政策の行方も左右する。日銀は「(日銀が示している)経済・物価の見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げる」方針を維持している。従って、高い賃金上昇率が持続し、賃金コストの価格転嫁が進むことで賃金と物価の好循環が進めば、「経済・物価が見通し通りに動いており、物価目標達成の確度が高まっている」として段階的に利上げを実施するだろう。

高い賃上げを受けて日本の景気が堅調に推移するも、日銀が段階的に利上げを実施すれば、日本の長期金利には上昇圧力になり、ドル円にとっては金利上昇を通じて円高ドル安要因になるだろう。日本株に対しては、利上げが重荷になるものの、その背景にある日本経済の回復自体は追い風になる。

(4) 参院選と国内政局の行方

さらに、国内では7月頃に実施される「参院選と政局の行方」も注目だ。現在は与党である自民・公明党の議席数が全体の過半を占めているが、仮に、過半を割り込むことになれば、衆参ともに「過半数割れ」となり、

政権運営にさらなる支障が出ることになる。

石破政権が参院選時点まで続いているかは定かではないが、続いていとしても参院選で敗北すれば、退陣を迫られる可能性が高いだろう。その後は、「次期首相が誰になるか」、「政権の枠組みがどのような形になるか」によって、市場への影響が変わってくる。

次期首相ないし政権が財政拡張的であれば、日本株には景気回復期待によって追い風に、長期金利には国債増発観測によって上昇圧力になる一方、ドル円への影響は限られそうだ。また、次期首相・政権が日銀の利上げに否定的であれば、長期金利には低下圧力に、ドル円には円安圧力に、日本株には株高要因になると考えられる。

3 ——— メインシナリオ

以上、今年の主な注目材料を取り上げてきたが、最後に主な材料と市場の行方について、中心的なシナリオを考える。その際、最も重要な材料は世界経済の行方を大きく左右するトランプ政権による政策発動となる。

トランプ政権による政策については今後とも不透明感が極めて強いものの、弊社では、2025年の前半に、対中国で一部追加関税が発動されるとともに、年間数十万人規模での不法移民の強制送還が開始されると想定している。

これに伴い、今年後半には米国の物価上昇率が押し上げられるため、FRBは前半に2回の利下げを実施した後、年後半は利下げを停止すると予想している。一方、国内では、今春闘でも5%台の高い賃上げが実現し、年後半には実質賃金の前年比上昇率が安定的にプラスになると予想。日銀は年初に続いて7月にも追加利上げを実施する

と見込んでいる。米利下げ停止によるドル高圧力が、過度の円安進行への警戒を通じて日銀に利上げを促す面もある。

以上の想定を基に今年の相場展開を考えると、まず、日本の長期金利は日銀による段階的な利上げ継続と国債買入れ減額によって緩やかな上昇トレンドを辿ると見ている。年末の水準は1.3%台と予想している。

ドル円については、前半はFRBの利下げが継続される一方、日銀が利上げを実施することが円高ドル安圧力となるものの、トランプ政権による一部政策発動を受けてインフレ再燃・FRB利下げの停止観測が台頭し、ドルの下値を支える形となり、1ドル150円台での推移となる。年後半には、実際に米国で物価が上振れ、利下げも見送られることがドルを支えるが、関税引き上げ等の影響が現れることで米国・世界経済の減速懸念が高まるほか、減税延長による米財政悪化懸念も燃えることで、やや円高に振れると見ている。年末の水準は150円程度と予想している。

日本株については、前半はFRBの利下げ継続に伴う米経済の下支え期待や春闘での高い賃上げ実現による国内景気回復期待によって上昇に向かう可能性が高いと見ている。一方、年後半には米国で関税引き上げ等の影響が現れ、利下げも見送られることで米国・世界経済の減速懸念が高まり、やや下落すると見ている。年末の日経平均は40000円前後を予想している。

以上が中心的なシナリオとなるが、トランプ政権の出方次第の面が強い。日本の政局も流動的で見通しに反映させづらい。従って、投資にあたっては、情勢の変化を読み取り、見通しを機動的に再検討する姿勢が求められる。

新NISAは日本株式を押し上げたのか



金融研究部 主任研究員 前山 裕亮
ymaeyama@nli-research.co.jp



まえやま・ゆうすけ
大和総研、大和証券キャピタル・マーケットズ(現大和証券)、
イボットソン・アソシエイツ・ジャパンを経て14年入社。22年7月より現職。
日本証券アナリスト協会検定会員。

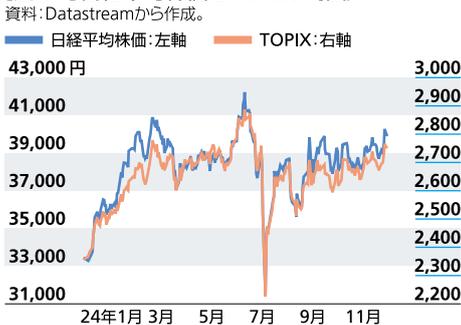
1——新NISAから日本株への流入は?

2024年の日本株式は年初から上昇し、7月上旬に日経平均株価、TOPIXが史上最高値を更新した [図表1]。その後は方向感の乏しい展開となったが、それでも日経平均株価、TOPIXともに1年間で15%以上上昇した。

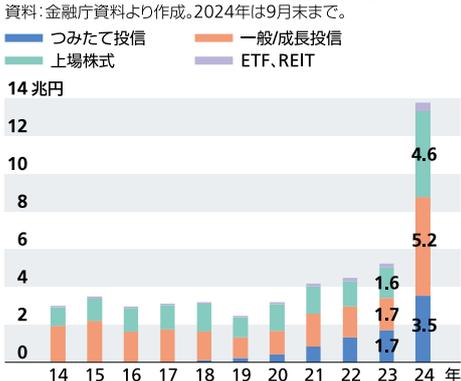
2024年は、少額投資非課税制度 (NISA) が新NISAとして、大幅に制度拡充されて生まれ変わった。年間の投資枠が、これまでと比べて倍以上に増えた。それに伴って、NISA口座からの買付が投資信託、上場株式ともに大幅に増えている [図表2]。

この新NISAからの買付が日本株式を押し上げたようにも見える。しかし、投信市場や日本株式市場の情報を精査すると、2024年に入ってから個人の資金が日本株式に向かう動きは限定的であった。

[図表1] 日経平均株価とTOPIXの推移



[図表2] NISA口座における商品別買付額



2——投信経由は増えているが限定的

まず、主に日本株式で運用している新NISA対象の投資信託の売買動向を見ると、2024年もそれ以前と同様に株価の変動に合わせて売買される傾向があった。インデックス型を中心に日本株式が上昇すると売却が膨らみ、下落すると買付が膨らんでおり、買付が顕著に増えている様子は見られなかった [図表3]。

ただし、一部で変化の兆しが見られた。多少は、新NISAによって買付が増えている可能性もありそうである。

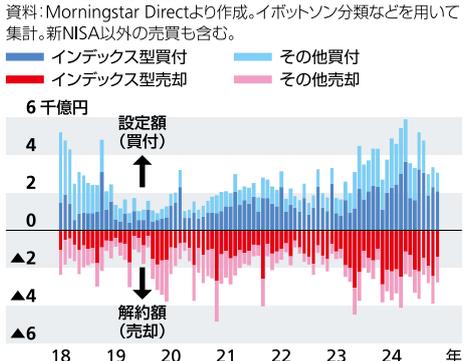
例えば2024年は設定額が、指数に連動するいわゆるインデックス型だと1,500億円、全体だと3,000億円を上回り続けている。2023年以前は、インデックス型だと1,000億円未満、全体だと2,000億円を下回っている月があった。買付が少ない月の水準が、2024年に入ってから切りあがっている。

また、2024年は利益確定売りが出やすい環境であり、以前なら売却超過に陥ってもおかしくなかったが、11月までで1.2兆円買い越されている。特に1月から3月は、日本株式が大きく上昇した割に買付が多かった。

3——個別銘柄は売り越し

次に個人の日本株式の個別銘柄の売買

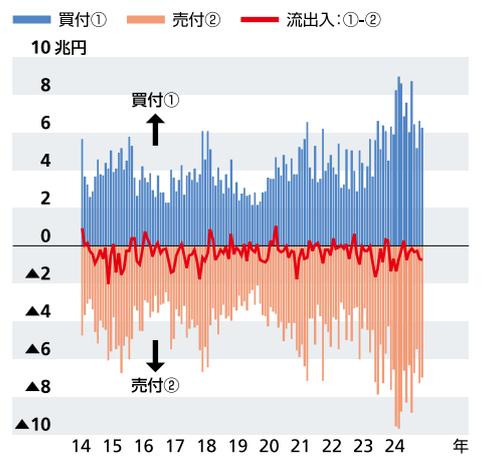
[図表3] 主に日本株式で運用している新NISA対象投資信託の設定額と解約額



を、NISA口座から信用取引ができないため現金取引で見ると、11月までの月間で買い越されたのは4月のみであった [図表4]。2024年に入ってからからの売り越しの累計額は、9月までだと4.1兆円、さらに11月までだと5.6兆円に膨らんでいる。2024年は非常に売られやすい投資環境だったため、NISA口座からの買付が増えたことによって、これくらいの売り越しで収まったと見ることもできる。

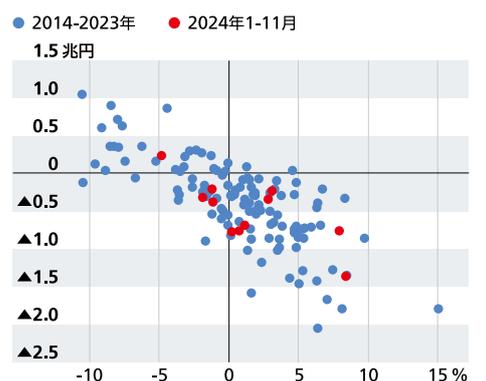
そこで、一般NISAが始まった2014年からの日経平均株価の月間騰落率と個人の

[図表4] 二市場(東証・名証)の個人の株式売買の推移



[図表5] 個人の株式売買(縦軸)と日経平均株価の騰落率(横軸)

資料: 日本取引所グループ「投信部門別売買状況」、Datastreamより作成。二市場(東証・名証)の個人の現金取引の買付から売付を除いた月間の流出入。



現金での株式売買の関係を見た [図表5]。日経平均株価が上昇すると売り越され、下落すると買い越される逆張り投資の傾向があるが、2024年も2014年から2023年と同じような傾向になっていた。つまり、過去10年と比べて買付が増えている様子は見られなかった。

4—— 投信は外国株式選好

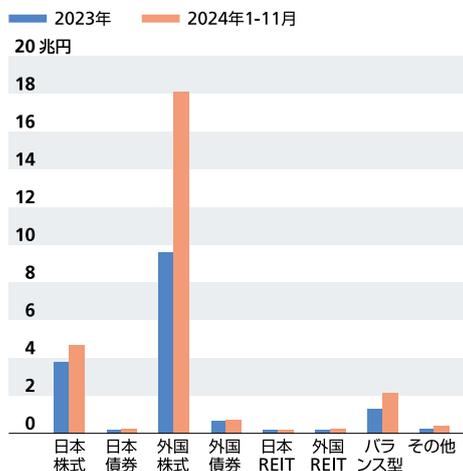
このように、新NISAの買付に伴う日本株式への個人の資金流入が限定的であった直接的な理由は、3つ考えられる。

まず1つめの理由として、NISA口座から投資信託の買付けは大部分が外国株式であったことである。

組入れている資産別に新NISA対象の投資信託の設定額を見ると、外国株式が日本株式以上に急増している [図表6]。証券会社10社のNISA口座からの買付上位10本の投資信託の傾向を見ても、投資枠によらず外国株式ものが中心に買付けられていることが分かる [図表7]。

[図表6] 組入られている資産別の新NISA対象投資信託の設定額

資料：Morningstar Directより作成。イボットソン分類などを用いて集計。新NISA以外の売買も含む。



[図表7] 証券会社の10社のNISA買付上位10本の投資信託の投資先地域

資料：日本証券業協会資料より作成。投資先地域及び種別は投資信託協会「投信総合検索ライブラリー」に準じている。

月	成長投資枠から買付			つみたて投資枠から買付		
	国内	内外	海外	国内	内外	海外
1,2月	1	2	7	---	2	8
3月	---	3	7	---	3	7
4月	1	2	7	---	3	7
5月	---	3	7	---	3	7
6月	---	3	7	---	3	7
7月	---	3	7	---	3	7
8月	1	3	6	---	3	7
9月	---	3	7	---	3	7
10月	---	3	7	---	3	7
11月	---	2	8	---	3	7

5—— 個別銘柄については短期売買

その一方で、NISA口座からの上場株式の買付については、証券会社10社だと約9割が日本株式となっており、大部分が日本株式の個別銘柄であった。

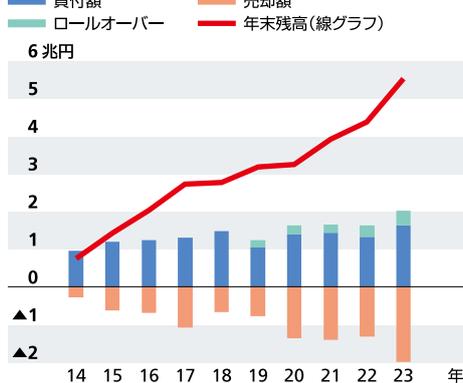
しかし、NISA口座から買付けられた個別銘柄は、一部が早くも売却されているようだ。これが2つ目の理由としてあげられる。

元々、一般NISAでは上場株式の売却が毎年それなりに出ており、2014年から2023年の累積で上場株式を13.1兆円買付けられたが、残高は5.5兆円にとどまった [図表8]。新NISAになっても、その傾向が続いていることが考えられる。

実際に証券会社9社の2024年7月から8月上旬までのNISA口座からの買付額と売却額を見ると、上場株式は投資信託と比べて買付が少ないわりに売却が多くなっていった [図表9]。

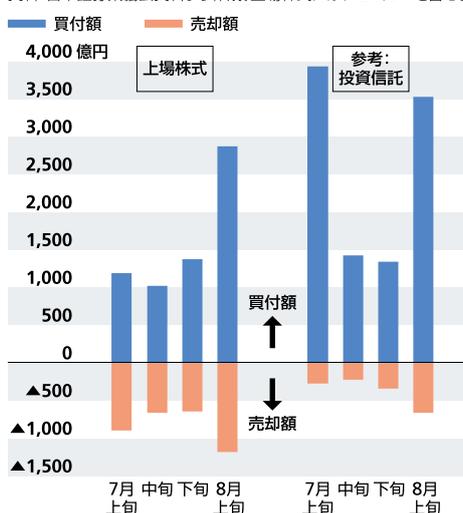
[図表8] 一般NISA口座から上場株式の買付額と売却額

資料：金融庁資料より作成。



[図表9] 2024年7月から8月の証券会社9社のNISA口座からの買付額と売却額

資料：日本証券業協会資料より作成。上場株式には、REIT、ETFを含む。



特に7月上旬は、売却額が同時期の買付額の3/4に達した。日経平均株価が史上最高値を更新するなど日本株式が最高値圏で推移する中、利益確定の売却が膨らんだことが見て取れる。

6—— 課税口座などからの買替も発生

さらに3つ目の理由として、上場株式に限った話ではないが一部で課税口座や一般NISA口座からNISA口座への買い替えがあったことである。

個人の日本株式の売買は、2024年に入ってから急増している。2023年秋にネット証券大手2社が日本株式の個別銘柄の売買手数料を無料化して、個人の株式売買がよりしやすくなっていった。そこに2024年は日本株式が好調となったため、活況となったと考えられる。

取引の急増自体は投資環境によるところが大きかったが、課税口座や一般NISA口座から新NISAへの買い替えがあったことも背景にあっただろう。

つまり、新NISAをきっかけに日本株式に入ってきた個人の新規資金、特にとどまり続ける新規資金は、想像以上に少なかったと推察される。

そもそも新NISAによって個人投資家が増えているといっても、実際に増えているのは投資経験の浅い人である。そのような人が、いきなり個別銘柄に手を出すとは考えにくい。日本株式を買い付けるとしても、投資信託経由であろう。

それもあって日本株式の個別銘柄の売買については、新NISAの影響が投資信託以上に限定的になっているのかもしれない。

7—— 最後に

このように新NISAが始まって個人個人の資金が日本株式に向かわなかった背景には、投資先として日本株式を魅力的に感じていない人が多いことがある。

日本株式自体の投資魅力が高まってこない、2025年以降も個人の外国株式選好や日本株式の短期売買志向が続く可能性が高そうである。

米国経済の見通し

25年以降の経済見通しはトランプ政権の政策が左右



経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

kubotani@nli-research.co.jp

1—— 経済概況

(7-9月期の成長率)堅調を維持

米国の24年7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は前期比年率+3.1%(前期:+3.0%)と前期に続き堅調な伸びを維持した。個人消費が+3.7%(前期:+2.8%)と前期から伸びが加速するなど、個人消費主導の景気回復となっている。全米小売業協会(NRF)による24年の年末商戦売上高予想は前年比+2.5%~+3.5%と底堅い伸びが予想されており、10-12月期も個人消費は堅調を維持するとみられる。

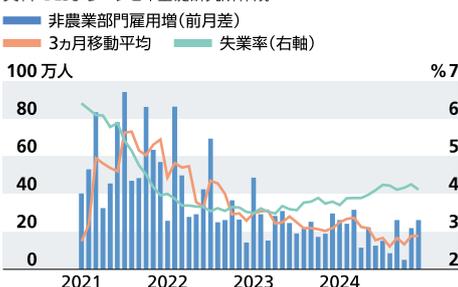
(金融政策) 3会合連続の利下げ

FRBは24年9月のFOMC会合でインフレリスクが後退する中でこれ以上の労働市場の悪化は望まないとして▲0.5%ポイントを皮切りに、11月と12月会合でもそれぞれ▲0.25%ポイントと3会合連続で利下げを実施した。FRBは政策金利が依然として中立金利を上回っていると判断しており、時間をかけて利下げを継続する方針を示している。

FRBの政策目標のうち、労働市場は非農業部門雇用者数(前月比)の3ヵ月移動平均は24年12月が+17.0万人と年初の

【図表1】米国の雇用動向(非農業部門雇用増と失業率)

資料: BLSよりニッセイ基礎研究所作成



+24.3万人から低下した【図表1】。

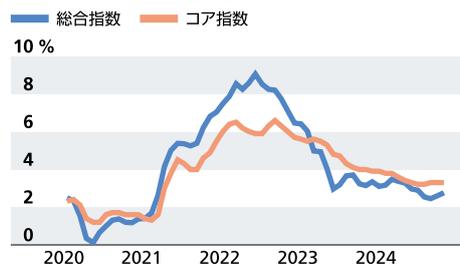
また、失業率は12月が4.1%と23年4月の3.4%から上昇するなど、労働市場は全般的に減速傾向が続いている。

次に、インフレは消費者物価(CPI)の総合指数が24年11月の前年同月比+2.7%と2ヵ月連続で上昇したほか、物価の基調を示すコア指数は+3.3%と24年8月の+3.2%を底に低下が一服している【図表2】。

このような中、12月会合後に発表されたFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)はインフレの上振れに加え、トランプ政権下でのインフレ上昇懸念を反映して、25年の政策金利見通しが3.9%と前回(9月)から+0.5%ポイント上方修正され、利下げ回数が見通しが前回の4回から2回に下げられた。

【図表2】CPI価格指数(前年同月比)

注: CPI価格指数のコアは食料、エネルギー除き
資料: BLSよりニッセイ基礎研究所作成



2—— 経済見通し

(見通し前提)規制緩和の影響は見込まず

24年11月の大統領・議会選挙ではトランプ氏が再選を果たし、議会は上下院で共

和党が過半数を確保してトリプルレッドとなった。このため、トランプ氏が掲げる政策公約の実現可能性が上昇した。

トランプ氏は主要な経済政策として、税制改革、関税引上げなどの通商政策、不法移民の強制送還などの移民政策、エネルギー分野をはじめとする規制緩和などを掲げている。当研究所はこのうち、税制改革や規制緩和が成長押し上げ要因となる一方、関税の引上げや不法移民の強制送還が成長押し下げ要因と考えており、最終的な経済への影響はトランプ政権がどの政策をどのような優先順位でどこまで実行するのにかよって大きく左右される。

当研究所は経済見通しを策定する際の経済政策の前提として、税制改革、通商政策、移民政策、規制緩和について【図表3】に示す前提を置いた。税制改革はトランプ氏の政策公約を実現、通商政策では対中関税30%が25年初から、全輸入品に対する5%関税を26年初から実施すると想定した。また、移民政策については不法移民65万人の強制送還を25年初から開始すると想定した。

一方、規制緩和については定性的には成長押し上げ要因となることを見込まれるものの、定量評価が困難なため、経済見通しへの影響は見込まない。

これらを踏まえて、税制改革の経済見通しへの影響については米シンクタンクのTax Foundationの推計^{*1}を通商政策、移民政

【図表3】見通し前提

税制改革	新たな減税策(チップや時間外手当の非課税等)を経済見通しに織り込み
通商政策	対中関税30%賦課を25年初から、全輸入品に対する5%関税を26年初から実施
移民政策	不法移民65万人の強制送還を25年初から開始
規制緩和	経済見通しには織り込まない



くぼたにひろし

91年日本生命保険相互会社入社。
NLI International Inc.(米国)、ニッセイアセットマネジメント等を経て
14年ニッセイ基礎研究所(現職)。
日本証券アナリスト協会検定会員。

策についてはピーターソン国際経済研究所の各政策に対する推計^{*2}を使って、ベースケースシナリオへの影響を試算した。

(経済見通し)成長率(前年比)は

24年見込みが+2.7%、

25年が+1.8%、26年が+1.5%を予想

当研究所はベースケースシナリオの成長率(前年比)を25年、26年ともに+1.9%と想定した[図表4]。なお、税制改革のうち、17年の減税・雇用法(TCJA)で25年末を期限とする暫定措置の期限延長については、ベースケースシナリオに含まれている。

前期の試算からベースケースシナリオに対する成長率への影響は税制改革(新規提案分)が25年、26年をそれぞれ+0.1%ポイント押し上げる一方、通商政策は25年に横這い、26年を▲0.4%ポイント押し下げ、不法移民の強制送還は25年を▲0.1%ポイント、26年を▲0.2%ポイント押し下げると推計し、合計で25年を▲0.1%ポイント、26年を▲0.4%ポイント押し下げると予想した。この結果、成長率は24年見込みの+2.7%から25年が+1.8%、26年が+1.5%と予想する。

一方、CPIへの影響については、関税引上げがインフレを押し上げるほか、移民の強制送還も労働力不足に伴う労働需給の

逼迫を背景にした賃金インフレの加速からインフレを押し上げることが見込まれる。CPI(前年比)のベースケースからの押し上げ幅は成長率と同様の試算で、ベースケースシナリオ(25年:+2.3%、26年:+2.2%)から25年は+0.4%ポイント、26年は+0.6%ポイント押し上げられると予想する。この結果、CPI(前年比)は24年見込みの+3.0%から25年が+2.7%、26年が+2.8%となろう。

金融政策は、ベースケースシナリオでは25年に四半期毎に1回の頻度で、年4回の利下げを見込むほか、26年は年2回の利下げを見込む。これに対して、トランプ氏の経済政策によるインフレ加速に伴いFRBは25年後半から26年後半にかけて政策金利を据え置く結果、利下げ回数は25年が2回、26年が1回に留まろう。

長期金利(年平均)はインフレ高進や利下げ回数の減少、財政赤字悪化懸念などを背景に25年が4.4%、26年が4.3%とベースケースの3.7%、3.4%からそれぞれ+0.7%ポイント、26年が+0.9%ポイント上振れしよう。

(リスク要因)インフレ高進と政策の予見可能性低下

上記見通しに対するリスクは、インフレ高進とトランプ氏の政策の予見可能性の低

下が挙げられる。前述のようにトランプ氏の実現を目指す関税の引上げや移民の強制送還はインフレを押し上げる可能性が高い。関税の引上げは一時的なインフレ押し上げ要因とみられるが、不法移民の強制送還で労働力不足が深刻化し、賃金と物価がスパイラル的に上昇する場合にはFRBはインフレ抑制のために政策金利の引上げを余儀なくされる可能性がある。

また、トランプ氏がFRBに対して利上げしないように政治的な圧力をかける場合には期待インフレ率の上昇を招きインフレ高進リスクがより高まろう。この結果、早晚金融政策は引締め政策に軌道修正せざるを得なくなり、米国経済には下振れリスクとなろう。

一方、トランプ氏は24年11月25日にSNS上で薬物問題や不法移民問題を背景に中国からの輸入品に10%、カナダとメキシコからの輸入品に25%の追加関税を賦課する可能性を示唆した。カナダやメキシコに対する25%関税は選挙公約で言及されたことはなく、寝耳に水の政策であった。トランプ氏の1期目を振り返っても、SNS上で唐突に政策方針が示されることが多く、2期目も同様の事が繰り返され、政策の予見可能性が低い状況が続くとみられる。

政策の予見可能性の低下は家計や企業の意思決定に影響を与えるため、個人消費や設備投資が抑制される可能性が高まろう。

[図表4]

経済見通し・ベースケース比較		経済見通し(①)			ベースケース(②) (①-②)			
		2024年	2025年	2026年	2025年	2026年	2025年	2026年
実質GDP	前期比年率、%	2.7	1.8	1.5	1.9	1.9	▲0.1	▲0.4
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	3.0	2.7	2.8	2.3	2.2	0.4	0.6
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	4.00	3.75	3.50	3.00	0.50	0.75
10年国債金利	平均、%	4.3	4.4	4.3	3.7	3.4	0.7	0.9

[*1] <https://taxfoundation.org/research/all/federal/donald-trump-tax-plan-2024/>
[*2] <https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>

日米貿易交渉の課題

第一次トランプ政権時代の教訓



総合政策研究部 常務理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次
yajima@nli-research.co.jp



やじま やすひで
92年日本生命保険相互会社入社。
95年ニッセイ基礎研究所、21年より現職。
『非伝統的金融政策の経済分析』(共著)で第54回エコノミスト賞受賞。

1—— トランプ関税の日本への影響?

トランプ氏は11月25日、就任初日にメキシコとカナダの輸入品すべてに25%の関税を課し、中国には追加で10%の関税を課すことを表明した。トランプ氏は選挙期間中、すべての中国品に対して最大60%の追加関税を課す考えを示してきた。日本やそれ以外の国に対しては10-20%の関税を課し、メキシコからの輸入自動車に対しては200%超の関税を課すことを主張していた。

米国を代表するシンクタンクの1つであるピーターソン国際経済研究所の試算によると、米国が2025年に貿易相手国すべてに10%の追加関税を発動し、相手国から報復がないという前提のもとで、日本への影響はベースライン対比の実質GDP成長率が、2年目で▲0.14%減少と他国対比の影響は小さくなっている。

ただ、相手国からの報復措置や中国の最恵国待遇を取消し、中国に60%の追加関税を発動するなどすれば、この数倍の影響が出てくるだろう。今後の展開は、米国の要求次第で変わり得る。

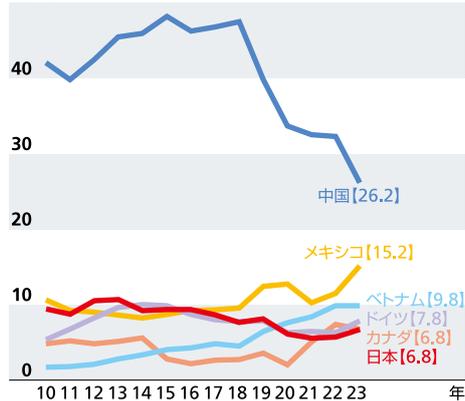
2—— 今回交渉のポイントと見通し

前回合意した日米貿易協定では、第2段階の貿易交渉が棚上げされた状態にある。米国からは農産物などの市場開放とともに、自動車に対する要求が出て来るだろう。とりわけ自動車分野では、非関税障壁の撤廃や輸出数量規制、原産地規則の厳格化といった話が出てくる可能性は考えられる。また、為替の話が出てくる可能性

も否定できない。対米輸出で黒字を稼ぐ日本にとって、厳しい交渉になることが予想される。

ただ、日米関係に重きを置いた交渉ができれば、守り一辺倒というわけでもない。日米通商協議が始まった2018年対比でみると、直近2023年の対日貿易赤字は広がったものの、米国の貿易赤字に占める割合は低下し、国別順位で見ても低下している[図表1]。また、対米直接投資は、日本が5年連続で最大の投資元となり、累積の投資残高も拡大している。防衛費も大きく拡大した。対GDP比でみた防衛関係費は、2018年対比で0.38%pt上昇している。それに伴い、米国からの防衛装備品の購入も拡大し、米軍基地駐留経費の負担も増している。

【図表1】米国の貿易収支赤字に占める各国の割合
資料：米国商務省経済分析局をもとにニッセイ基礎研究所作成



米国にとって安全保障面における日本の重要性は増している。前回交渉時には、ここまでの米中対立の激しさはなかった。米国が中国とのデカップリングを目指すとするれば、日本との関係は8年前より重要になったと言える。それを踏まえれば、日米関係が決定的に損なわれる事態

が生じるとの懸念は、それほど心配しなくて良いかもしれない。

ただ、8年前と違って、第3国と米国との間に生じる問題が、日本により大きく影響する可能性があり注意を要する。

3—— メキシコの自動車、中国の半導体の行方は、日本への影響が大きい

日本の自動車会社の多くは、米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)を前提に、安価な労働力を活用できるメキシコに工場を立地し、そこで作った製品を米国に輸出している[図表2]。外務省の調査によれば、メキシコに進出した日系企業の拠点数は1,500近くある。トランプ氏が、メキシコとの取引に関税を掛けるようになれば、現地生産のメリットは失われる。サプライチェーンの組み換えが発生し、日本の自動車会社には大打撃になる。

さらに、米中がガチンコでやり合った場合、日本から見て輸出割合の高い中国向けの輸出が、さらに鈍ることも考えられる。日本の対中輸出品目では、半導体製造装置や電子部品が大きな割合を占めている。先端品から汎用品まで規制対象が広がれば、対中輸出で稼ぐ日本のビジネスも影響を受けざるを得ない。

【図表2】メキシコに工場のある自動車企業

注：生産台数は乗用車・バン、SUV、ピックアップの合計
資料：JETROよりニッセイ基礎研究所作成

自動車企業	メキシコでの生産台数(万台)	アメリカへの輸出割合(%)
トヨタ	25.0	91.2
日産	61.5	43.6
マツダ	20.2	54.0
ホンダ	16.7	83.1

トランプ政権始動、 円相場の行方は関税次第に

月 初に1ドル157円台でスタートしたドル円は足元で155円台後半とやや円高に振れている。上旬には好調な米経済指標を追い風に一時158円台に上昇したが、中旬に正副総裁発言や観測報道によって日銀の1月利上げ観測が高まり、円買いが優勢になったためだ。注目されるトランプ米政権による追加関税は米国内のインフレ圧力増大を通じてFRBの利下げを妨げることから、ドル高材料と見なされている。20日の政権発足後には、大統領令による即時の関税引き上げが回避されたことを受けて一旦ドル安に振れたが、直後にトランプ大統領が2月からのメキシコ・カナダに対する関税引き上げの可能性を示唆したことでドルが反発するなど、ドル円は乱高下した。

今後3カ月間を見通した場合、ドルが弱含むと予想している。まず、物価上昇率の鈍化を受けてFRBが3月に利下げを実施することがドル安に働くと考えている。日銀の1月利上げはほぼ織り込み済みだが、3月の春闘集中回答において高い賃上げが確認されることで、追加利上げが意識されやすくなることも円の支援材料になる。一方、トランプ政権による追加関税は不透明感が強い。現状では、対中国関税が一部引き上げられることで、ドルの下値が支えられる程度と想定している。この結果、3カ月後の水準は現状比でややドル安の154円前後と見込んでいる。ただし、トランプ政権の政策発動は予測困難であり、想定よりも大規模・広範な追加関税が実現する場合には、160円を突破する可能性もある。

月初1.1%台前半でスタートした長期金利は、好調な米経済指標を受けた米金利上昇や日銀による1月利上げ観測を受けて、今月半ばに1.2%台半ばに到達。その後はFRB高官の利下げに前向きな発言などを受けてやや低下し、足元では1.1%台後半にある。

今後3カ月間を見通した場合、日銀の追加利上げと長期国債買入れ減額を受けて金利上昇圧力が熾るものの、大方織り込み済みであるほか、FRBの利下げが抑制に働くため、上昇余地は乏しいだろう。3カ月後の水準はほぼ横ばいの1.1%台と予想している。ただし、トランプ政権による政策発動を巡って、不安定な展開となる可能性が高い。

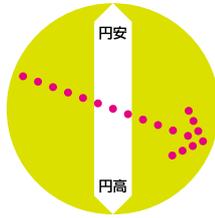


上席エコノミスト **上野 剛志**
 うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp
 1998年日本生命保険相互会社入社、
 2001年同財務審査部配属、
 2007年日本経済研究センターへ派遣、
 2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
 2009年ニッセイ基礎研究所。

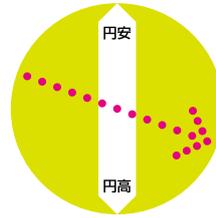


Market Karte

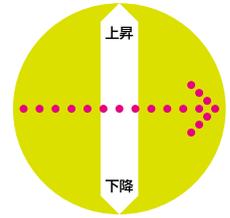
February 2025



ドル円・3カ月後の見通し



ユーロ円・3カ月後の見通し



長期金利・3カ月後の見通し

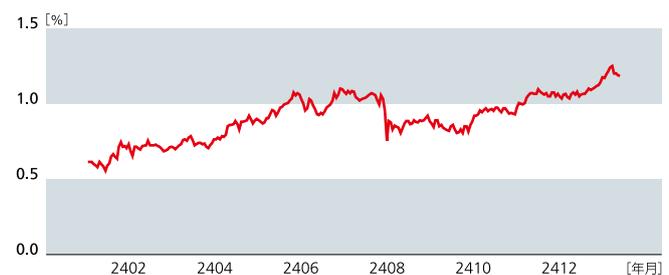
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

- 2025年度の年金額の見通しは1.9%増で、年金財政の健全化に貢献(前編)
—年金額改定の仕組み
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2024/12/2号]
- 図表でみる世界のGDP
—日本が置かれている現状と世界のトレンド
三尾 幸吉郎 [基礎研レター | 2024/12/16号]
- 新NISA、積立投資と一括投資、どっちにしたら良いのか
—なぜ米国株式型が強かったのか—
熊 紫云 [景況アンケート調査結果 | 2024/11/26号]
- 2025年度の年金額の見通しは1.9%増で、年金財政の健全化に貢献(後編)
—2025年度の見通しと注目点
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2024/12/2号]
- 2013~23年 都道府県出生減(少子化)ランキング / 合計特殊出生率との相関は「なし」
天野 馨南子 [基礎研REPORT-I | 2025/1/9号]

コラムアクセスランキング

- 日本国のGDP、カリフォルニア州に抜かれる
—円安の影響も大きい、産業構造の違いも—
小林 正宏 [研究員の眼 | 2024/12/26号]
- 年末ジャンボ 今年はどう狙う?
—3つの高額当せんを踏まえて、くじの買い方を考えてみよう
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2024/11/19号]
- トランプ相場、実は就任2年目が正念場
—前回のトランプ相場から今後の日米株式を占う—
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2024/12/3号]
- 「財源がない」は本当か
—「103万円の壁」引き上げを巡って—
斎藤 太郎 [研究員の眼 | 2024/11/25号]
- 若い世代が結婚・子育てに望ましいと思う制度1位は?
—理想の夫婦像激変時代の人材確保対策を知る
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2025/1/16号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。《アクセス集計期間24/12/23-25/1/19》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

日本のノリ輸出実績(2023年) [2月6日は海苔の日]

Source: 水産庁「ノリ養殖をめぐる情勢について」 Design: infogram©

