

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

3

MAR. 2024

Page	
01	見通しサマリー
03	世界経済・金融市場見通し
04	早見表 主要資産の見通し
05	早見表 先進国 - 予想値
06	早見表 新興国・商品 - 予想値
07	各国経済・金融市場見通し 07. 米国 / 11. ユーロ圏 / 14. 英国 / 15. 日本 19. カナダ / 21. 豪州 / 23. 中国 / 25. ブラジル 27. その他の新興国等
31	商品市場見通し 31. 原油 / 32. 金
33	付録 データ集 33. 当面のリスク要因 34. 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率 35. 株価指数・リート指数 - 推移 36. 為替レート・商品価格 - 推移 37. 経済指標 - 過去3年実績値・各国金融政策 38. タイムテーブル

良い金利上昇と悪い金利上昇

- I 過去1カ月の株価は世界的に続伸した。特に米国では景気の底打ちを示唆する経済指標が散見され、景気回復（業績相場）期待が強まりながら、それでもインフレ低下を理由に利下げが行われる金融相場期待の2つが原動力となっている。
- I そうした中で、各国で2024年に予想される利下げ回数の織り込みが低下している。これには良い面と悪い面があり、足元では悪い金利上昇色が強まっていることには注意が必要だと考えている。



- 経 … 潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。
- 株 … 早期利下げ期待はやや後退も、景気と企業業績は引き続き堅調。
- 債 … 利下げ終着点の上昇観測を受けて、金利低下は緩やかなペースに。
- リ … 業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。
- 為 … 利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。



- 経 … インフレ率の低下や金融引き締めの一巡で景気は年後半に停滞を脱し、緩やかな回復へ。
- 株 … 利下げ開始時期を巡る思惑が株価を左右、景気動向は依然低調。
- 債 … 賃金の鈍化を確認し6月に利下げ開始。利下げを織り込みつつ長期金利は再び低下へ。
- 為 … 利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。



- 経 … コストプッシュが重しで実質賃金のマイナス解消はまだ先か。内需の低調継続を想定。
- 株 … 上昇急ピッチだが、企業利益も相応に拡大。株主還元強化を背景に好需給の継続を想定。
- 債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。
- リ … 業績見通しが改善するなかの下落で割安に。高い利回りが魅力で投資判断を強気に。
- 為 … 世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替

※当資料に記載の見通し等は、特に断りのない限り、今後1年程度を目安としています。



カナダ

- 経 … 目先、景気の底割れリスクは小さい。利下げによって今年半ば以降の景気回復を想定。
- 債 … 今年4-6月期からの利下げを見込む。長期金利は3%台前半中心のレンジ相場を想定。
- 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、今年半ば以降は対米ドルで堅調に。



豪州

- 経 … 実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。
- 債 … 利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。
- 為 … 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。



中国

- 経 … 消費は幾分改善しようが、不動産対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。
- 株 … ホワイトリスト等の不動産救済策の実行力に依然疑問が残り、慎重な投資判断が必要。
- 債 … 追加金融緩和期待に加え、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。
- 為 … 米ドル指数との連動を強めるも、総合収支がマイナスに落ち込んだことは人民元安圧力に。



ブラジル

- 経 … 利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。
- 債 … 利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。
- 為 … 利下げは通貨安につながらず。良好な実需に支えられて対米ドルではレンジ相場を想定。

世界経済・金融市場見通し

業績相場期待かつ金融相場期待

過去1カ月の株価は世界的に続伸した。コロナ禍以降のインフレが収まりつつあることから、今年は多くの国で利下げが見込まれる。加えて、特に米国では景気の底打ち（景気サイクルでの回復局面入り）を示唆する経済指標が散見される。すなわち株価上昇の背景は、景気回復（業績相場）期待が強まりながら、それでもインフレ低下を理由に利下げが行われる金融相場期待の2つが原動力となっている。

良い金利上昇

過去1カ月の特徴の1つは各国で2024年に予想される利下げ回数（幅）の織り込みが低下したこと。これには、株価にとって良い面と悪い面がある。良い面は、前述した景気回復局面入りした可能性で、同時にそれは景気後退に陥る可能性を大きく引き下げることになる。その結果、景気後退に陥った際に予想される大幅な利下げの織り込み剥落による金利上昇は「良い金利上昇」と言える。

悪い金利上昇

悪い面は、景気が強いがゆえに利下げ開始時期の後ずれや利下げ幅が縮小すること。実際にFRBは利下げを「急がない」と表明しており、期待している金融相場がなかなか実現しないことは「悪い金利上昇」と言える。ここで市場での織り込みとは、メインシナリオのみならず、複数のサブシナリオをも含めた加重平均値である。つまり各シナリオの予想発生確率が変化することで加重平均値も変化する。

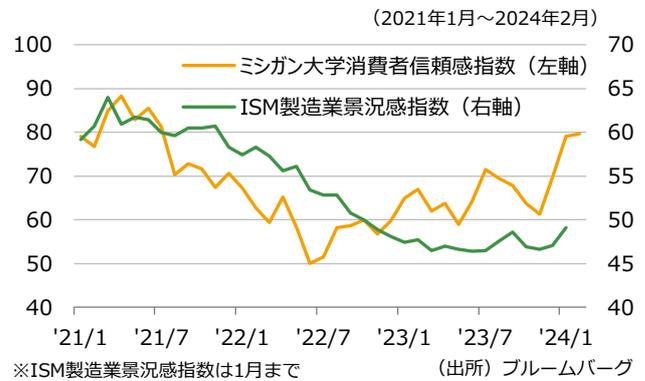
バランスはやや悪くなっている

24年末のFFレートの確率分布を見ると（右図）、下側に傾いていた分布が上側に傾く変化は良い金利上昇。分布の形状が変わらずに上方シフトするのは悪い金利上昇と言える。過去1カ月の変化は概ね前者と言えるが直近は後者に変わりつつある。景気回復「期待」に「実績」が追い付く必要や、業績相場期待が逆金融相場で打ち消されることから、足元はバランスがやや悪くなっていることには注意が必要。

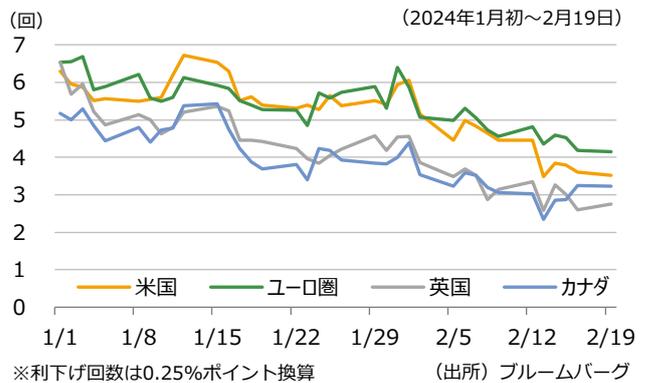
世界株式



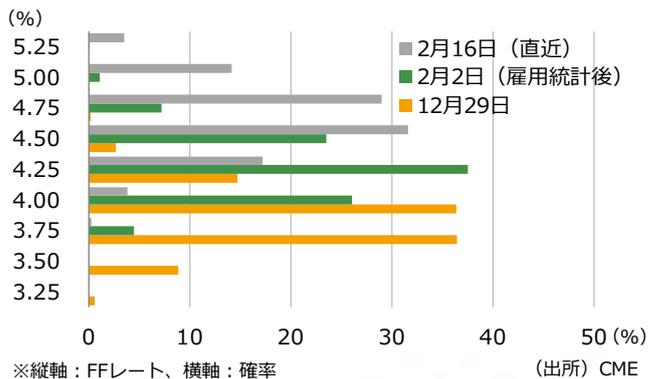
米国の経済指標



市場が織り込む2024年の利下げ回数



2024年末のFFレートの確率分布



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
															潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。インフレ率の低下や金融引き締めの一巡で景気は年後半に停滞を脱し、緩やかな回復へ。高金利、高インフレの影響が漸減し、景気は後退、停滞から年終盤に緩やかな回復へ。コストプッシュが重しで実質賃金のマイナス解消はまだ先か。内需の低調継続を想定。目先、景気の底割れリスクは小さい。利下げによって今年半ば以降の景気回復を想定。実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。消費は幾分改善しようが、不動産対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。インフラ投資、サービス業などが堅調で、内需主導の際立つ高成長を維持すると予想。大統領選挙を経て、ジョコ大統領の経済政策の継承や、構造改革の継続が期待される。堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%に近い成長率を予想。電子製品関連の需要の回復や、利下げ効果もあり、当面7%に近い高成長を見込む。利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国の二アショアリングの恩恵を受けて底堅い。高インフレを抑え込むための引き締めの金融・財政政策が景気を抑制する。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									早期利下げ期待はやや後退も、景気と企業業績は引き続き堅調。利下げ開始時期を巡る思惑が株価を左右、景気動向は依然低調。上昇急ピッチだが、企業利益も相応に拡大。株主還元強化を背景に好需給の継続を想定。ホワイトリスト等の不動産救済策の実行に依然疑問が残る、慎重な投資判断が必要。過去最高値近辺で推移も、経済・企業業績の見通しは良好で、上昇余地があると予想。大統領選挙を無難に通過したことや、出遅れ感などを受け、上昇余地があると予想。米ソフトランディングや利上げ懸念後退の中、出遅れ感も強く、当面上昇傾向が続く。割安感に加えて、景気回復、米越蜜月期の構築などを受け、上昇余地大きいと予想。

債券	米国	ドイツ	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
													利下げ終着点の上昇観測を受けて、金利低下は緩やかなペースに。賃金の鈍化を確認し6月に利下げ開始。利下げを織り込みつつ長期金利は再び低下へ。利下げ開始は8月にずれ込むが、インフレ率の低下に連れて長期金利は早晩再び低下へ。YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。今年4-6月期からの利下げを見込む。長期金利は3%台前半中心のレンジ相場を想定。利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。追加金融緩和期待に加え、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。インフレ圧力は後退し、主要インデックス組み入れもあり、当面金利低下余地があると予想。外部環境改善の中、大幅な金利低下が進んだため、金利低下余地は限定的と予想。利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。インフレ鈍化を受けて3月から利下げの公算。高い金利収入と価格上昇が期待できる局面。極めて高い金利と今年終盤以降の利下げ期待で、通貨の下落分を上回るリターンを想定。

リート	米国	日本	一言コメント
			業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。業績見通しが改善するなかの下落で割安に。高い利回りが魅力で投資判断を強気に。

商品	原油	金	一言コメント
			石油備蓄の積み増しや底堅い民間需要で下値は限定的。景気回復でレンジ切り上げへ。景気回復期待や株高、暗号資産の台頭が重荷。中銀の継続的な金買いが相場を下支え。

※現地通貨建ての期待リターン・リスク・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

為替	米ドル	ユーロ	英ポンド	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民元	インド・ルピー	インドネシア・ルピア	フィリピン・ペソ	ベトナム・ドン	ブラジル・リアル	メキシコ・ペソ	トルコ・リラ	一言コメント
															利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。利下げ観測がポンド安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもポンド安要因に。世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、今年半ば以降は対米ドルで堅調に。相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。米ドル指数との連動を強めるも、総合収支がマイナスに落ち込んだことは人民元安圧力に。高水準の総合収支黒字を見込み、対米ドルで増価、対円でも底堅い推移を予想。貿易収支の改善は支え材料も、米国との金利差縮小で、通貨高余地は限定的と予想。高成長と、好調な消費による貿易収支悪化の綱引きの中、レンジ推移になる可能性が高い。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しようが、目先は米ドル高一服で減価圧力が弱まる。利下げは通貨安につながらず、良好な実需に支えられて対米ドルではレンジ相場を想定。高い実質金利、豊富な海外労働者からの本国送金、直接投資の拡大が通貨高要因に。海外からの証券投資が期待されるが、高いインフレ率が中長期的な通貨価値の毀損に。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

先進国 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値*2		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	2.1	2.5	2.4	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.50 ~ 4.75	3.50 ~ 3.75	3.9	3.9	3.7	3.5
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.4	1.3	2.50	4.50	3.25	2.50	2.6	2.0	1.7	1.5
英国	4.3	0.1	0.0	1.1	3.50	5.25	4.25	3.25	3.7	3.5	3.0	2.5
日本	1.0	1.9	0.7	0.9	-0.10	-0.10	0.00	0.30	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	4.1	1.2	1.0	2.2	4.25	5.00	4.00	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.9	1.8	1.4	1.6	3.10	4.35	4.10	3.60	4.1	4.0	4.0	3.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末		2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	33,147	37,690	40,500	43,200	米ドル	131.12円	141.04円	135円	130円
NYダウ	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%		13.9%	7.6%	-4.3%	-3.7%
米国	3,840	4,770	5,200	5,550	ユーロ	140.41円	155.72円	142円	139円
S&P500	-19.4%	24.2%	9.0%	6.7%		7.3%	10.9%	-8.8%	-2.1%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	164円	160円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	-8.7%	-2.4%
日本	26,095	33,464	39,000	41,000	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	106円	104円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	16.5%	5.1%		6.2%	9.9%	-0.3%	-1.9%
日本	1,892	2,366	2,800	2,950	豪ドル	89.37円	96.06円	95円	94円
TOPIX	-5.1%	25.1%	18.3%	5.4%		6.8%	7.5%	-1.1%	-1.1%

	リート			
	実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	20,089	22,848	25,700	27,600
NAREIT指数	-24.4%	13.7%	12.5%	7.4%
日本	1,894	1,807	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-4.6%	5.1%	2.6%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

*2 カナダと豪州の2023年の実質GDPは実績見込み

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

新興国・商品 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値*4		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
中国	3.0	5.2	4.6	4.4	2.75	2.50	2.30	2.20	2.8	2.6	2.3	2.1
インド*1	7.2	7.3	6.8	6.8	6.25	6.50	5.75	5.25	7.3	7.2	6.5	6.2
インドネシア	5.3	5.1	5.2	5.5	5.50	6.00	5.50	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.6	5.8	6.0	5.50	6.50	5.75	5.25	4.5	4.6	4.2	3.8
ベトナム	8.0	5.1	6.5	7.0	6.00	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-
ブラジル	3.0	3.0	1.5	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.7	10.5	10.8	10.5
メキシコ	3.9	3.5	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.0	9.0	9.0	8.5
トルコ	5.5	4.0	3.0	4.0	9.00	42.50	35.00	20.00	9.2	23.6	20.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末		2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
中国	64.47	55.95	52	55	中国人民元	19.16円	19.87円	18.7円	17.8円
MSCI	-23.5%	-13.2%	-7.1%	5.8%		5.8%	3.7%	-5.9%	-4.8%
インド	2,069	2,487	2,860	3,150	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.73円	1.71円
MSCI	1.6%	20.3%	15.0%	10.1%		2.7%	6.9%	1.7%	-1.2%
インドネシア	7,393	7,554	8,500	8,850	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.931円	0.929円
MSCI	10.4%	2.2%	12.5%	4.1%		4.5%	8.5%	1.7%	-0.2%
ベトナム	1,007	1,130	1,350	1,500	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.50円	2.50円
VN指数	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%		5.3%	7.4%	-2.1%	0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.57円	0.56円
						10.9%	4.5%	-2.5%	-1.8%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.06円	28.7円	26.5円
						20.1%	17.1%	-1.2%	-7.7%
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	71.65	90	98	メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	8.6円	8.5円
	6.7%	-10.7%	25.6%	8.9%		19.9%	23.6%	2.9%	-0.6%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,826	2,072	2,100	2,200	トルコ・リラ	7.00円	4.79円	4.1円	3.7円
	-0.1%	13.4%	1.4%	4.8%		-18.2%	-31.6%	-14.3%	-9.8%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 インド、ブラジル、メキシコ、トルコの2023年の実質GDPは実績見込み

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

景気見直しを上方修正

これまでの景気モメンタムの堅調さに加え、FRBが政策意図を変化させたことを反映させた。FRBはこれまでインフレ抑制には低成長の実現が必要としてきた。もっとも、インフレ鈍化がある程度進捗したことで失業率の明確な上昇を伴う景気減速を回避する方向へとシフトした。利下げの機動性が従来よりも高まったことから、景気は潜在成長率前後で成長する公算が大きくなりつつあると考えられる。

消費減速はあくまでも曇り模様？

1月小売売上高は大幅下振れ。年末商戦の反動ともいえる落ち込みだが、①悪天候、②季節調整による誇張、との声も散見される。消費の基調を考える上で2月分に注目。そのほか、クレジットカード・ローンの延滞率が上昇傾向にある。消費減速要因とも言われるが、クレジットカード・ローンが総負債に占める割合は6%に過ぎない。住宅ローン延滞率は低位に留まっており、局所的な問題と考えられる。

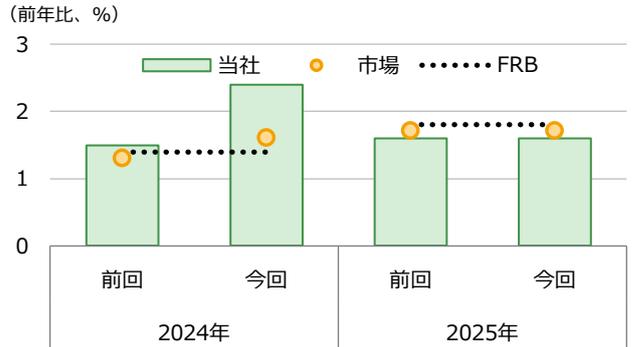
雇用増加の再加速は物価抑制のリスクに

1月雇用統計は市場予想とかけ離れた強い結果。非農業部門の雇用者数は前月差+35.3万人を記録した。年次改定の影響もあり、雇用の増加ペースは昨年前半に鈍化、後半は横這い圏という様相に。単月の結果とはいえ、雇用の増加ペースが再加速し始めれば、労働需給のひっ迫緩和、ひいては賃金鈍化を通じたインフレ抑制に黄色信号だ。実際、労働参加率が横ばいの中、失業率は3.7%と低位のまま。

サービス価格は年初に大幅上昇

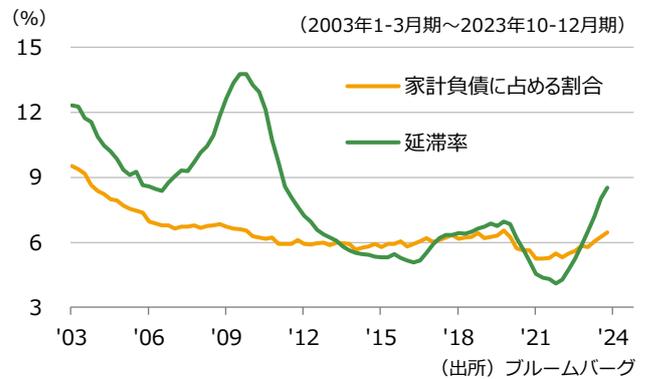
1月の食品・エネルギーを除くコアCPIは若干の上振れ。内訳では財価格は8カ月連続のマイナスだった一方、住居費が前月比+0.5%、住居費を除くサービス価格が同+0.8%とどちらも加速した。特に後者は近年稀に見る加速幅となり、サプライズ感を強めた。振れの大きい項目に負う面では単月の動きの可能性があり、また価格改定の影響との見方も。サービス価格の鈍化余地を翌月分で確認したい。

実質GDP予想



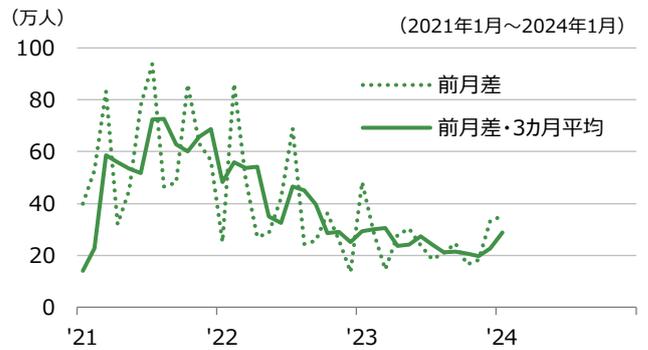
※前回は1月23日時点、今回は2月20日時点、FRBは2023年12月時点 (出所) 大和アセット、FRB、ブルームバーグ

クレジットカード・ローン



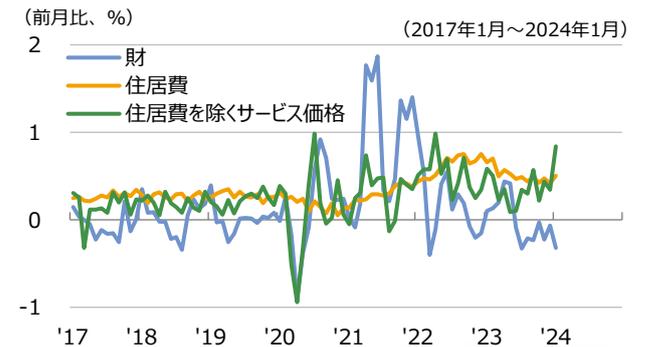
(出所) ブルームバーグ

非農業部門の雇用者数



(出所) ブルームバーグ

食品・エネルギーを除くコアCPI



(出所) ブルームバーグ



株式

目標株価を引上げ、判断は中立継続

直近1カ月の米国株はソフトランディング期待に後押しされて上昇。S&P500は5,000の大台を突破した。半導体株に加え、好決算景気敏感株も上昇相場に寄与した。底堅い米国経済を背景にした企業の堅調な増益予想に鑑み、2024年末のS&P500の想定を5,000から5,200に引き上げる。PERが高水準にあることを踏まえ、投資判断は中立を継続するが、相場に対する投資家の目線は上向きと見ている。

極端な割高感はない

S&P500の予想PERは20倍程度。うち、指数ウェイトで3割弱を占めるマグニフィセント7が26倍程度。S&P500全体のPERはヒストリカルで見ると高水準であるが、市場を牽引するマグニフィセント7以外の銘柄のPERは18倍程度。割高感のある水準ではない。足元の米国市場がいわゆる「金融相場」を織り込んでいる点も踏まえると、米国株の現PER水準は許容範囲内と考える。

利下げ期待を巡るリスクは低減

利下げ開始に前のめりだった市場の期待（最大で年内6回以上利下げ）は、過去1カ月間、1月雇用統計や1月CPI発表等を経て剥落。12月FOMCでの見通し（年内3回利下げ）並みに落ち着いた。一方、この間の米国株は、短い調整を挟みながらも、強い騰勢を維持した。以上に鑑みれば、利下げ期待後退を巡る株価下落リスクは、ある程度低減したと考えられる。

ソフトランディング期待の継続がカギ

一方、ソフトランディング期待に支えられてきた米株式市場にとって警戒すべきは景気の急減速である。足元では1月小売売上高が予想比下振れする等、気掛かりな指標も発表されている。一方、週次のカード取扱高の動向を見ると、1-2月は2月第1週を除き、強含んで推移している。こうした点を考慮するならば、個人消費は現時点において、目立った変調はないと考えられる。

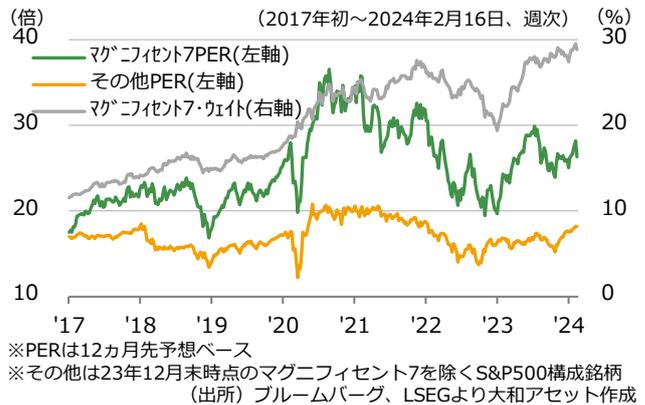
S&P500の推移



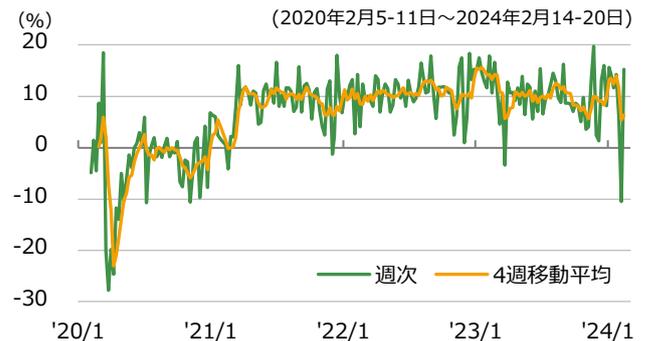
S&P500構成銘柄の増益率



S&P500内のマグニフィセント7・ウェイトとPER



米国のカード取扱高の動向





債券・金利

早期かつ過度な利下げ期待の大幅後退

1月雇用統計とCPIを受けて、過度な利下げ期待が大きく後退した。FF金利先物は雇用統計公表前で3月利下げ開始、年末までに約1.5%ポイント (pt) の利下げを織り込んでいたが、足元で6月利下げ開始、年末までに約0.9%ptを織り込む形に変貌した。昨年12月時点のFOMC参加者のFF金利見通し (累計0.75%pt) に収斂しつつあるとの見方もできる。当社は6月から年内累計3回の利下げ予想を継続する。

利下げ確度の高まりとともに金利低下へ

1990年前後からの利下げ局面を景気後退の有無で予防的か本格的かに分類し、各局面における利下げ開始100日前後の長期金利動向を振り返った。予防的か本格的かを問わず、利下げ開始50営業日ごろから金利は低下しやすくなる。利下げ期待が時の経済状態に左右される中、FRBによる強い利下げ示唆が金利動向に大きく影響すると考えられる。

リート

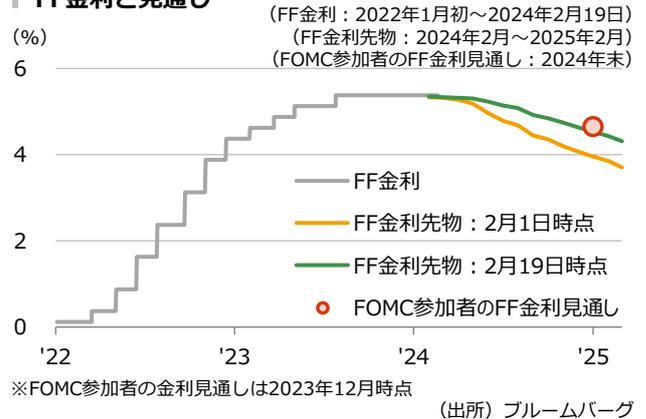
押し目待ちに押し目なし

商業用不動産に関するネガティブなニュースが相次ぐも、リートは大して反応せず、おおむね金利に連れた動き。2023年3月の地方銀行の経営破綻による波乱以降、商業用不動産関連のリスクの所在が特定されてきたためとみられる。決算では大きな見通しの変更はほぼなく、2024年通年の見通しが事前予想を下回っていても、内容や方向性に問題がなければ過剰に下落するケースは少なかった。

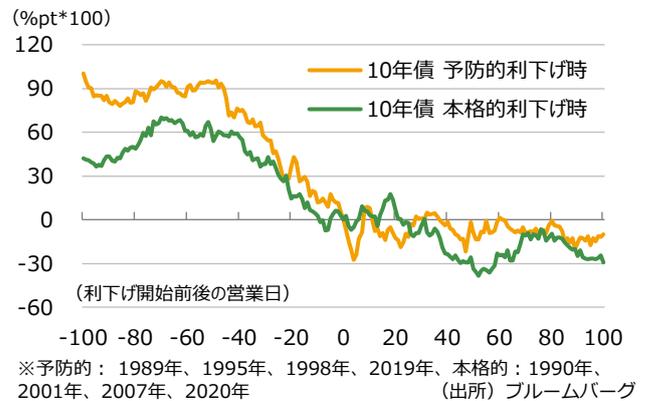
外部環境の好転

米国リート指数の予想配当利回りは、現状10年国債利回りとはほぼ同程度となっており、短期的には長期金利などの外部環境に左右される展開が続こう。2023年末にかけてのリーートの急速な上昇への警戒感には既に薄れ、中期的には、金利低下の多面的恩恵に加え、高金利環境下で低めに抑えられていたバリュエーションの切り上がりを想定。

FF金利と見通し



利下げ開始前後における長期金利変化幅



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差のわりに高水準な米ドル円

日米5年金利差は2023年10月の4.59%をピークに12月に3.58%まで縮小後、拡大したとはいえ現在3.94%にとどまる。21年以降の金利差との相関から算出した米ドル円の推計値は直近時点で143円程度だが、米ドル円の実績値は年初来の上昇により150円台に達している。米ドル円は日米金利差に見合う水準を大きく上回っており、株高などに反映されるリスクオン志向が円安を助長したとみられる。

金利差比較の米ドル円の割高度は修正へ

21年1月初～24年1月末における日米5年金利差と米ドル円の相関から算出した米ドル円の推計値を、実績値は直近時点で7.3円上回る。推計値からのプラスかい離幅は2月初めよりやや縮小したが依然高水準であり、リスクオンの円安が背景にある。かい離幅が±7円を超えるケースは稀である。今後、リスクオンの円安圧力が鈍化するにつれ、米ドル円は日米金利差に見合う水準に近づいていくと見ている。

米指標改善・実質金利上昇で米ドル高に

24年1～2月は米国の名目金利だけでなく実質金利も上昇し、米ドル高に寄与した。米実質金利の上昇は、FRB高官が市場の早期利下げ観測をけん制したことも一因だが、米経済指標が市場予想を上回る傾向が続き、エコノミック・サプライズ指数が上昇したことが大きな要因と言える。金融政策はデータ次第でもあるので、今後の米経済指標の動向が米実質金利と米ドルを左右する要因として重要である。

3月以降の経済指標は米ドル安に作用か

今年1～2月に発表された米経済指標は市場予想を上回り、エコノミック・サプライズ指数が上昇したが、昨年11～12月の米金利低下・米ドル安・米株高が景気の改善要因になったと言える。ただ、逆に1～2月の米金利上昇・米ドル高は景気の悪化要因となり得る。3月以降に発表される米国の経済指標が弱まってエコノミック・サプライズ指数が低下し、米金利低下・米ドル安に作用する可能性がある。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



米ドル円の実績値と推計値のかい離幅



米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





経済

景気回復は年後半から緩やかに

実質GDPは2022年10-12月期以降、順に前期比▲0.1%、0.1%、0.1%、▲0.1%、0.0%と停滞したまま。インフレ抑制のための急速な金融引き締め
の当然の顛末である。今後は供給制約の緩和、イン
フレ率の低下、金融引き締めの一巡等が景気にプラス
に働く一方で、財政支援の後退、中国経済の悪化、
地政学リスクの高まり等、景気の逆風も多い。景気
回復は年後半からで、その程度も緩やかに留まろう。

PMIは独仏で悪化も伊西で改善

ユーロ圏のPMIは製造業が2022年7月以降、サー
ビス業も最近6カ月は50割れ。国別では、総合及び
サービス業で、ドイツ・フランスが50を下回る一
方、イタリア・スペインが50を上回っており対照
的。輸出比率の高いドイツは中国経済の悪化の影響
が相対的に大きく、その余波がフランスにも及んで
いると考えられる。もっとも、金融不安や経済の不
均衡の調整ではなく、極端な景気悪化は想定せず。

銀行貸出基準、借入需要は最悪期を通過

ECBの銀行貸出調査に拠れば、銀行の貸出基準は
2020年7-9月期以降、ほぼ例外なく厳格化し続け、
2023年1-3月期は欧州債務危機時にほぼ匹敵する程
度にまで高まった。しかし、その後は厳格化の程度
が弱まっている。また、極端に減少していた企業の
借入需要も悪化が一巡しており、実際、翌期の見通
しは「増加」が予想されている。市場金利の低下な
ど、金融環境全般の緩和が一因であろう。

2%のインフレ目標への道筋が視野に

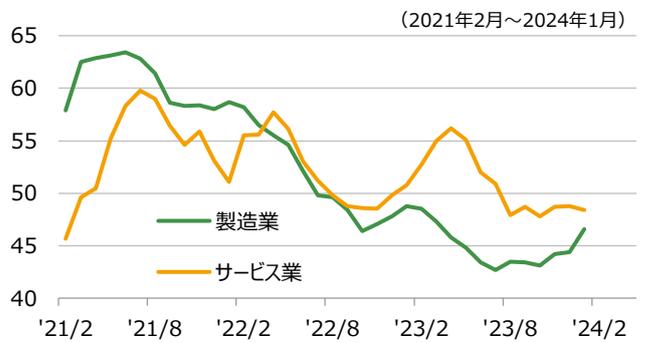
1月消費者物価指数は総合で前年同月比2.9%、
食品・エネルギー等を除くコアで3.3%と、共に前
月から0.1%ポイント低下した。インフレ率は緩や
かな低下基調との大勢判断は変わらず。人件費の割
合が高いサービス価格も同4.0%と、7月の5.6%を
ピークに着実に伸びが鈍化している。一部に需要の
持ち直しもあり、「ラスト1マイル」が難所だが、
2%のインフレ目標への道筋が視野に入りつつある。

実質GDP



(出所) LSEG

PMI



(出所) ブルームバーグ

銀行貸出調査



(出所) LSEG

消費者物価指数



(出所) LSEG



株式

中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。直近1カ月の欧州株は、ECB高官の利下げ開始時期を巡る発言に一喜一憂しつつも、根強い利下げ期待に支えられ、米国株に追随する形で高値を更新した。確かにECBの利下げ開始時期が近付いて来ている点は、欧州株にとって追い風である。一方、他の先進国株と比べると、欧州のファンダメンタルズの回復は遅れ気味と言わざるを得ない。

マクロ・ミクロ両面で出遅れが目立つ

ユーロ圏の統合PMIは緩やかな回復を見せているが、依然50を下回っており、日米と比べて見劣りが否めない。企業業績に関しても、STOXX欧州600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数は、底打ちの兆しを見せつつも、TOPIXやS&P500と比較すると、大きく出遅れている。現状、欧州株が積極的に選好される理由は乏しいと考えられる。

債券・金利

ECBは6月に利下げ開始へ

ECBは1月の理事会において3会合連続で政策金利を据え置いた。「政策金利が十分に抑制的な水準に必要なだけ長くあることを確実にする」との方針は不変。しかし、基調的なインフレ率は低下し続けているとの判断の下、賃金・サービス価格次第ながら、データは利下げを正当化する方向にあることをラガルド総裁は指摘した。賃金の伸び率の鈍化基調を確認した後、ECBは6月に利下げを開始すると見込む。

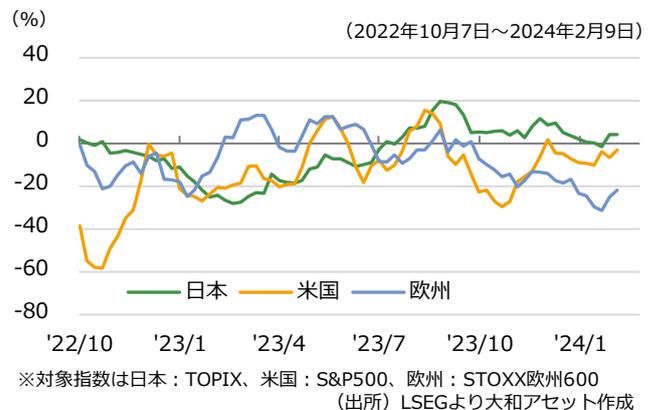
長期金利は再び低下基調へ

ECBは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還分の再投資を7月から一部、2025年から完全に停止する方針。量的引き締めにあたるが、金額は僅かで、市場への影響も軽微と考えられる。昨年末から上昇している長期金利だが、ECBの利下げを織り込みつつ、期待インフレ率の低下に連れて再び低下基調に転じると見込む。

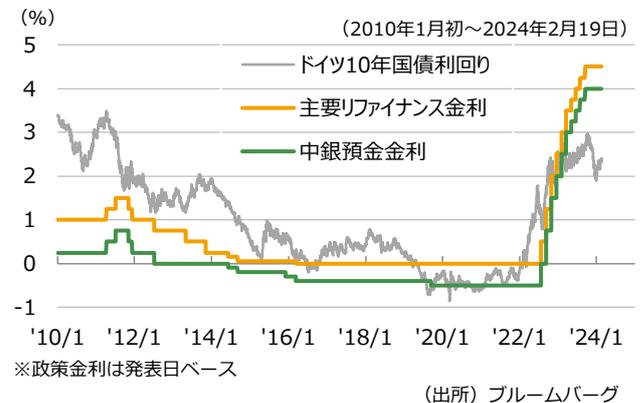
Euro STOXX 50の推移



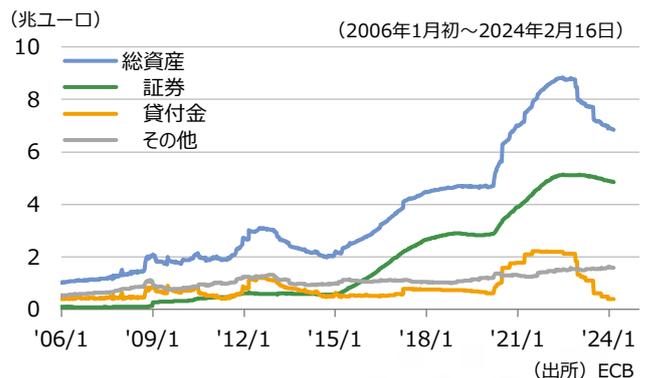
リビジョン指数 (12カ月先予想EPS)



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

金利差によるユーロ高・円安が進行

ECBの利下げ観測がやや弱まるなかで、独金利は日本の金利に比べ相対的に上昇し、ユーロ高・円安が進んできた。また、リスクオンの円安作用もあった。ただ、独金利の相対的上昇の余地は小さいだろうし、今後はユーロ圏のインフレ率低下が進む中で独金利は再び低下すると見ている。欧州景気減速懸念によりリスクオフに傾く局面も増えるだろうし、ユーロ安・円高が進みやすくなると考えている。

金利差によるユーロ安・米ドル高が進行

1～2月は独金利よりも米金利の上昇が大きく、ユーロ安・米ドル高に振れた。ただ、米金利の上昇余地は小さいと考えられることから、米金利と比べた独金利の相対的な低下余地は限定的で、金利面のユーロ安・米ドル高圧力は拡大しにくいと見ている。それでも、今後は欧米経済指標の弱まりからリスクオフに傾く局面が増えてくると見ているため、ユーロ安・米ドル高傾向がしばらくは続く予想する。

為替が経済成長やインフレに与える影響

物価変動格差を控除した実質実効為替（広義）について、米ドルは過去20年平均を15%上回る一方、ユーロは3%下回り、円は31%下回る（23年12月現在）。「実質実効為替の水準」からすると、米国では為替が経済成長やインフレの抑制要因、ユーロ圏では中立的要因、日本では促進要因と言える。他国と比べた相対的なインフレ進行は通貨安要因だが、相対的な金利上昇に波及すると通貨高要因ともなる。

最近の経済指標はユーロ高要因に

経済指標の市場予想比を反映するエコノミック・サプライズ指数（ESI）は最近1カ月、米国、日本、ユーロ圏がいずれも上昇。ESIの相対的な変化は為替に影響しにくい一方、全体的な改善はリスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい状況に。今後、米ドル安効果が途切れることで米国のESIが低下に転じ、日・欧も低下する可能性もある。ESIの全体的な傾向はリスクオン・オフを左右しそうだ。

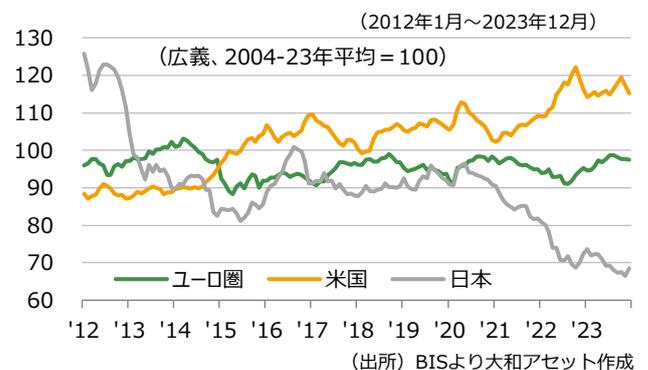
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



日米欧の実質実効為替レート



日米欧のエコノミック・サプライズ指数





経済

景気回復は年終盤から緩やかに

実質GDPは2023年7-9月期の前期比▲0.1%に続き、10-12月期も同▲0.3%とマイナス成長で、景気後退に陥った。景気は2年近く停滞したまま。それでも、PMIは総合及びサービス業が最近3カ月連続で50を上回っており、景気回復の兆しは窺える。実質賃金の伸びがプラスであることが一因であろう。しかし、利下げは先送りされそういため、景気回復は年終盤からで、その程度も緩やかと見込む。

賃金、物価の伸びは鈍化基調

12月週平均賃金（民間、賞与を除く）は3カ月移動平均で前年同月比（以下同じ）6.2%へ鈍化した。しかし、1月消費者物価指数は総合が4.0%、コアが5.1%で共に前月と変わらず、米国、ユーロ圏と比較して伸び率は相対的に高いまま。景気停滞が長期化するなか、賃金、物価とも鈍化基調での推移を見込むが、2%のインフレ目標は未だ見通せず。

為替

BOEは8月に利下げ開始へ

BOEは2月の金融政策委員会において4会合連続で政策金利を据え置くとともに、次の一手が利下げであることを示唆した。長期金利は利下げを織り込みつつ、早晚再び低下基調に転じると見込む。しかし、当面の金融政策に関して、「十分に長期間、景気抑制的である必要がありそうだ」との表現を踏襲し、サービス価格の高止まりにも警戒姿勢を崩していない。利下げ開始は8月にずれ込むと見込む。

ポンド高・ユーロ安の余地は限定的か

1~2月はドイツに比べ英国の長期金利が相対的に上昇し、ポンド高・ユーロ安が進んだ。ユーロ圏よりも英国のインフレ率や賃金上昇率が高いため、ECBよりBOEの利下げ開始が遅くなるとの見方が多いためだ。ただ、先行きにかけてのインフレ率低下や利下げの幅は英国の方が大きくなる可能性もあるので、ポンド高・ユーロ安の余地は限定的と見る。

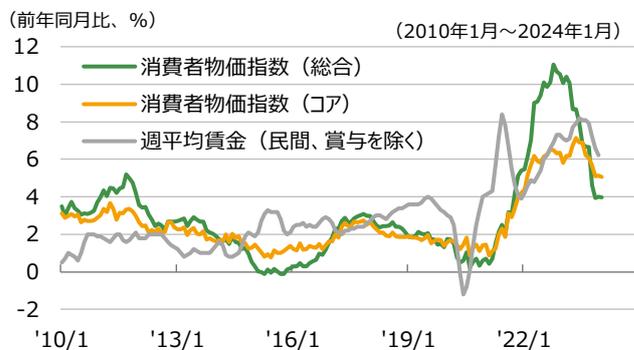
実質GDP



※水準は2019年10-12月期 = 100

(出所) LSEG

消費者物価指数と週平均賃金



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列
※週平均賃金は3カ月移動平均で、2023年12月まで

(出所) LSEG

政策金利と長期金利



※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差



(出所) LSEGより大和アセット作成



経済

2四半期連続のマイナス成長に

10-12月期の実質GDPは前期比年率▲0.4%と2四半期連続のマイナス成長となった。寄与度は、輸出の増加などから外需が+0.7%ptとなったが、内需が▲1.1%ptと不振。物価高の影響で個人消費が低調で民間住宅も大きく減少、設備投資の減少率は縮小傾向だが3四半期連続減となるなど、7-9月期と同様にほとんどの項目がマイナス寄与となった。実質GDPの水準はコロナ前とほぼ同程度まで低下した。

サービス業好調、製造業不振

1月PMIは、製造業が48.0（12月47.9）と3カ月ぶりに小幅上昇となったが、8カ月連続で節目の50割れと業況悪化が継続している。一方、サービス業は53.1（12月51.5）と上昇し、17カ月連続で50を上回り、業況拡大が継続している。製造業は、新規受注が減少し受注残が減少傾向にある一方、サービス業は、新規受注が3カ月連続で増加し、受注残も増加継続と対照的な内容。

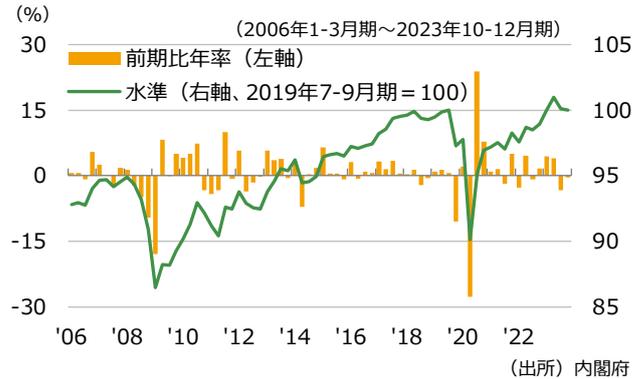
消費者物価の伸びは急速に鈍化

1月東京都区部の消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比+1.6%（12月+2.1%）と予想を下回り大幅に伸び率が鈍化し、1年8カ月ぶりに日銀の物価目標の2%を下回った。全体の伸び率鈍化に大きく寄与した宿泊料では、全国旅行支援による一時的な要因の影響が大きい。とはいえ、伸び率は全般的に鈍化傾向にあり、価格転嫁の動きに一巡感が出ている。一部には需要の弱さの影響もあるか。

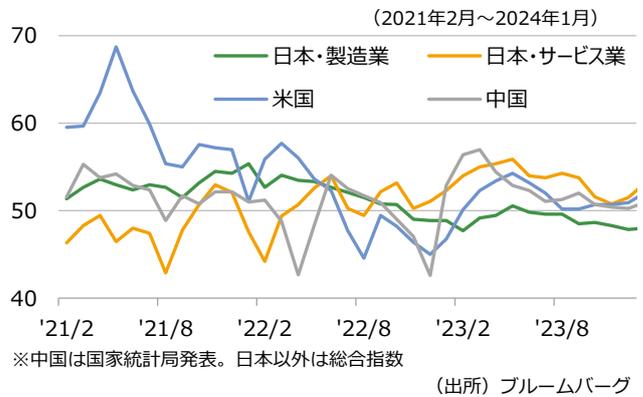
実質賃金は21カ月連続減

昨年12月の毎月勤労統計は、現金給与総額が前年同月比+1.0%（11月+0.7%）と伸びが加速した。実質賃金は▲1.9%（11月▲2.5%）と減少率は縮小したが、21カ月連続減。2023年の現金給与総額は前年比+1.2%であったが、持ち家を除く総合消費者物価指数は+3.8%となり、実質賃金の伸び率は▲2.5%と大幅なマイナス。物価上昇率を上回る賃金上昇率の実現はまだ先か。

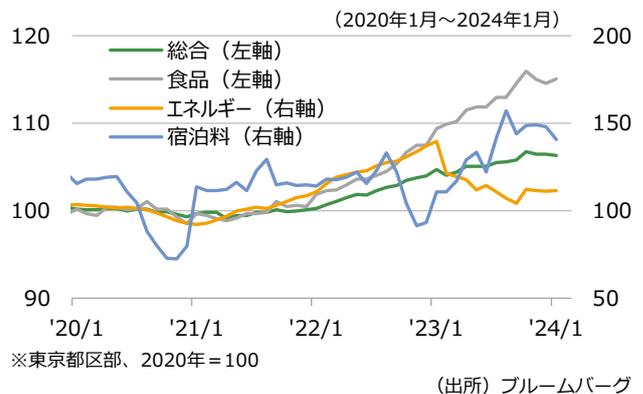
実質GDP



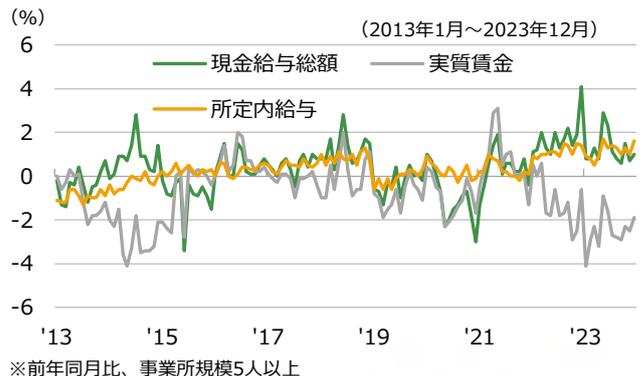
PMI



消費者物価指数



賃金





株式

史上最高値更新が視野に

投資判断はやや強気スタンスを維持する。半導体やAI関連など一部の大型株が上昇を主導してきており、過熱感のある銘柄も散見される。もっとも、企業業績も相応に拡大していることや、東証の市場構造改革を受け株主還元拡大の発表も多く見られ、良好な需給環境の継続を想定する。約34年ぶりの日経平均株価の史上最高値（終値38,915円）更新が視野に入中、実現しても違和感はない状況にある。

足元やや過熱感も、割高感はさほどない

急ピッチの上昇が続いているが、TOPIXの予想PERは約16倍程度とさほど割高感はない。実質GDPが2四半期連続減少となるなど国内経済は盛り上がり欠けるが、企業業績は、価格転嫁の進展、供給制約の解消、自動車生産の回復、円安メリットなどから予想EPS（1株当たり利益）が拡大傾向にあり、やや高めのリバリュエーションも許容される状況で、今のところ目立ったリスク要因も見当たらず。

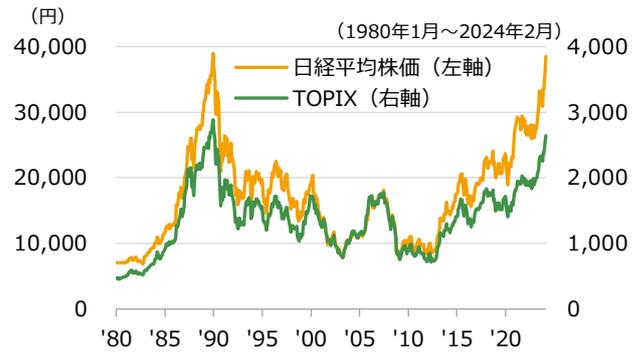
中国からの資金シフトも後押し

年初から、海外投資家の資金流入が相場上昇を後押ししている。その一部は、中国からの資金シフトによるものか。中国の不動産市況が低迷し景気悪化懸念があるほか、米国の大統領選挙でトランプ氏が優勢との見方が強く、米中分断が一段と進む懸念が強まっている。中国要因以外でも、円資産の割安感や日本の企業統治改革の進展を海外投資家は評価している模様で、日本株買いにつながっているようだ。

物色さらに広がるか

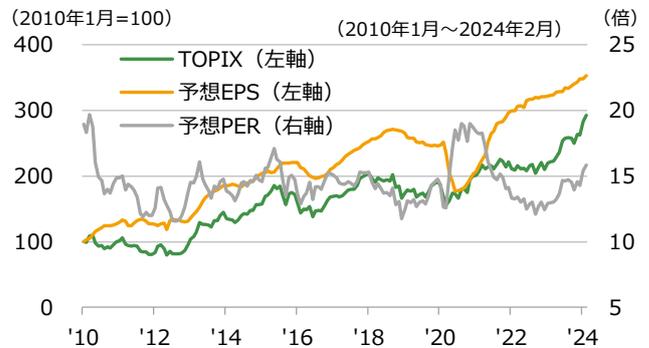
半導体・AI関連や防衛関連などテーマ性のある銘柄や、再評価の動きがあるハイブリッド車関連のトヨタ自動車など一部の大型銘柄が急速な相場上昇をけん引してきた。直近は、株主還元拡大が期待された損保株が急騰している。中小型株には出遅れ感が強い銘柄が多いが、10-12月期決算で良好な業績や株主還元拡大の発表が相次いでおり、出遅れ銘柄にも徐々に物色が広がると想定する。

株価指数



(出所) ブルームバーグ

TOPIXとEPS・PER



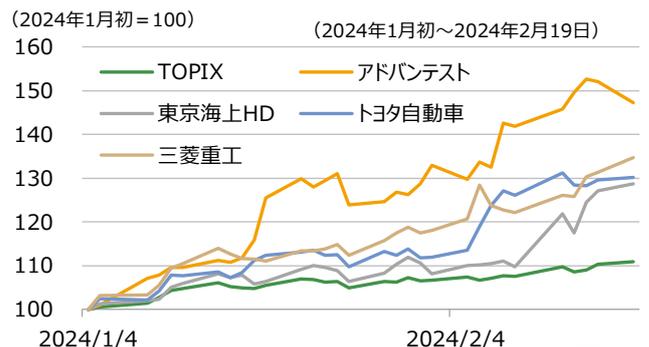
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

日中株価指数



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

年初来価格推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

4月のマイナス金利解除の予想は維持

4月の金融政策決定会合でのマイナス金利解除、YCCは当面継続との見方を維持。1月の日銀展望レポートでは「こうした見通し（※筆者注：インフレ見通し）が実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と新たに記述された。2月の内田副総裁の講演では、金融政策正常化時の個々の政策修正に関する基本的な考え方の説明がなされた。近い将来のマイナス金利解除は「既定路線」だと言えよう。

10年国債利回り予想は据え置き

10年国債利回りの予想は24年末：1.0%、25年末：1.1%を据え置く。市場の注目点はマイナス金利解除の有無ではなく、2回目以降の利上げの有無に移っていると考えられる。この点、消費の弱さ、実質賃金のマイナス、需給ギャップのマイナスを踏まえると2回目の利上げは当面困難だと考えている。そのため、長期金利の大きな上昇は想定していない。

リート

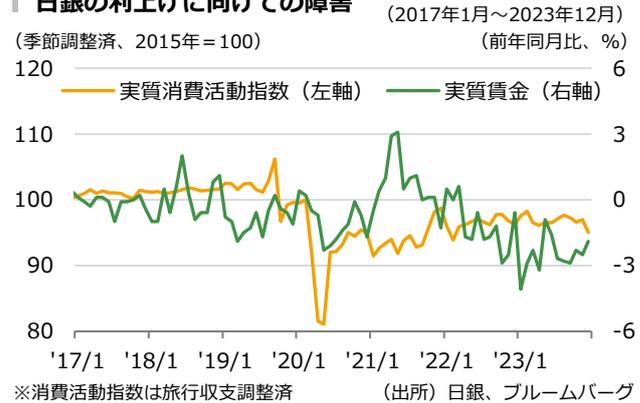
東証REIT指数は一時1,700を割り込む

足元1カ月のJ-REIT市場は、1月下旬から下落基調。2月19日には東証REIT指数で一時2020年12月以来の1,700を割り込む水準まで下落した。下落は複合的な要因とみており、融資の不良債権化を機に広がる米国を中心とした商業用不動産への懸念、J-REITへ投資を行う投資信託からの資金流出、公募増資発表による需給悪化懸念、日銀の金融政策正常化への警戒感などがある。

投資判断を強気に引き上げ

J-REITが保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあるなかでの指数下落により、配当利回りは4%台後半まで上昇、利回り商品としての魅力が高まった。また資産価値からみたバリュエーションであるNAV倍率は0.8倍台前半まで下落し、割安感が強く反発が期待される。他の資産対比でも投資妙味が高まったと判断し、投資判断を「強気」に引き上げる。

日銀の利上げに向けての障害



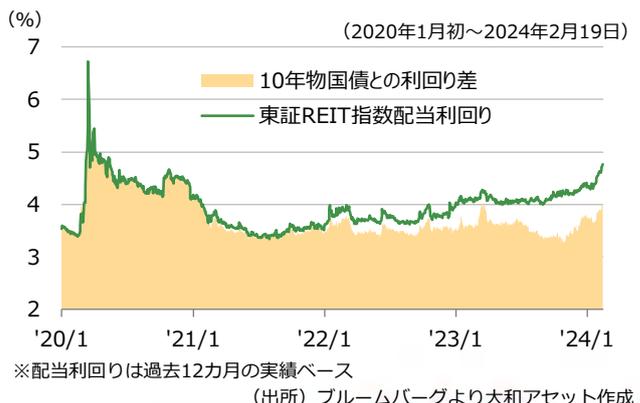
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安と米ドル高が米ドル円上昇に寄与

1～2月はクロス円が上昇するとともに米ドルが上昇し、米ドル円は大幅に上昇。海外金利上昇とリスクオン（株高）がともに円安に働いたうえ、米金利上昇の米ドル高がリスクオンの米ドル安を上回り、米ドル高となった。ただ、金利上昇でもリスクオンとなったのは欧米景気が軟着陸するとの期待が高まったからだ。その期待が崩れると金利上昇とリスクオンのいずれかが続かなくなり、円安が弱まろう。

米株価と米ドル円の逆相関低下の含意

最近では、米金利と米ドル円の強い順相関が続く一方で、米株価と米ドル円の逆相関が弱まっている。これは米金利と米株価の逆相関が弱まっているためだ。今後、米金利と米株価が順相関となった場合、米金利上昇とリスクオンがともに米ドル高・円安に働くか、米金利低下とリスクオフがともに米ドル安・円高に働くことになる。米金利と株価が逆相関の場合に比べ、米ドル円は変動しやすくなるだろう。

いずれ米金利低下・リスクオフの円高か

2023年10～12月は米金利低下・リスクオン（株高）で米ドル安、24年1～2月は米金利上昇・リスクオンで円安となった。今後も米経済指標が強い状態が続くと、米金利上昇・リスクオンの円安が進むだろうが、その余地は小さいと見る。むしろ米経済指標は弱まっていくと見ており、当初は米金利低下・リスクオンの米ドル安となり、次第に米金利低下・リスクオフの円高に移行していくと予想する。

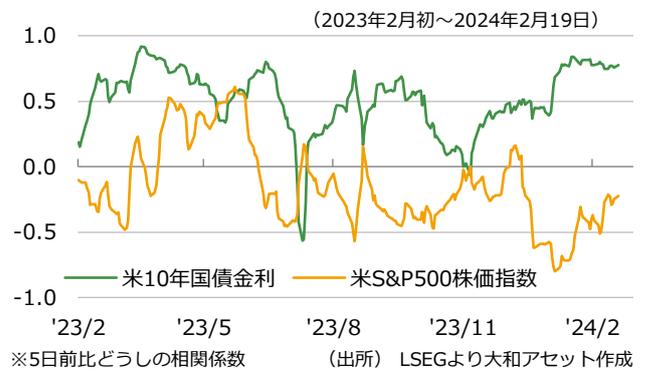
輸入物価上昇は金利上昇・円高の一因に

円ベース輸入物価の前年同月比下落率は今年1月に▲0.2%まで縮小した。この背景には、契約通貨ベース輸入物価の下落率縮小もあるが、米ドル円の上昇率拡大もある。2月も米ドル円は前年同月を上回る水準で推移しており、円ベース輸入物価の前年同月比はプラスに転じる可能性がある。輸入物価上昇は国内企業物価や消費者物価の上昇率を高める方向に働き、国内金利上昇と円高の一因となるだろう。

米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数 (25日間)

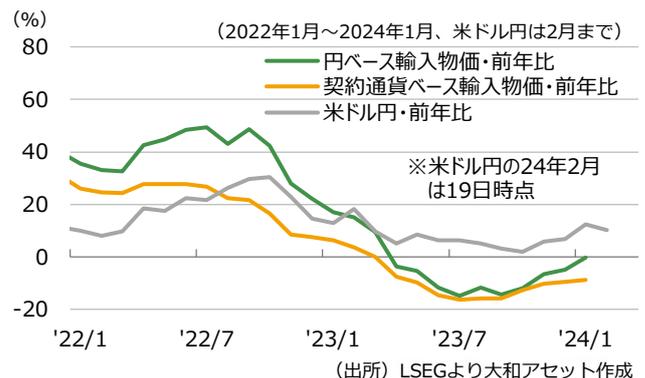


米ドルと円の変動パターン

米金利上昇 (円安・米ドル高)	リスクオン (円安・米ドル安)
米金利低下 (円高・米ドル安)	リスクオフ (円高・米ドル高)
	リスクオン
米金利上昇	円安
米金利低下	米ドル安
	リスクオフ
	円高

(出所) 大和アセット作成

輸入物価と米ドル円





経済

トレンドは下回るが、腰折れもせず

実質GDPは昨年7-9月期の前期比▲0.3%の後、10-12月期は小幅なプラスになった模様。雇用者数は拡大傾向を維持しつつも、生産年齢人口の伸びに比べれば弱い状況が続いており、労働市場のひっ迫感は乏しくなった。経済はトレンドを下回るが腰折れもしない程よい弱さで推移し、ソフトランディング（軟着陸）実現に向けて歩を進めている。今年半ば以降は利下げで成長率が徐々に加速すると想定。

インフレ沈静化のボトルネックは住居費

1月の消費者物価指数は前年同月比+2.9%と、12月の+3.4%から伸びが鈍化した。金融引き締めでの解決が難しいとされる「家賃」と「住宅ローン利払い費」の2費目だけで1.6%ポイント寄与しており、高騰していた食品価格などは減速が鮮明だ。需給ギャップのマイナス（供給超過）が拡大し、広範囲でインフレ圧力が和らぐ中、住居費に沈静化の道筋が見えれば、利下げに踏み切りやすくなるだろう。

人口急増と家賃高騰に歯止めがかかるか

「家賃」の高騰に関しては、積極的な移民受け入れ（人口の急増）による需要側と、住宅建設の手控えによる供給側の要因が作用。政府は、今年の留学生向け学生ビザの発行を約36.4万件（前年比▲35%）に制限するほか、住宅投資の拡大などにより供給を増やす方針を示しており、効果発現が待たれる。他方、「住宅ローン利払い費」に関しては追加利上げがなければベース効果で伸びが鈍化する。

利下げを見越して景況感は改善方向

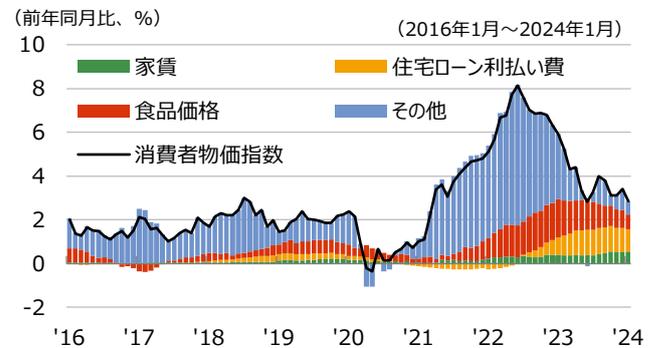
インフレ沈静化のボトルネックとなっていた住居費の高騰も解決の糸口が見えつつある中、近い将来の利下げを見越して景況感は改善方向にある。特にナノス消費者景況感指数の上昇が顕著。利下げが実現して住宅ローンの返済負担が軽減すれば、家計の購買力は増す。また「住宅ローン利払い費」の低下につながることで、年後半はインフレ低下と利下げの好循環が実現しやすく、景気回復も明確になろう。

実質GDPと雇用者数



※実質GDPは2023年12月まで（2023年12月はカナダ統計局の推計値）
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

消費者物価指数



※棒グラフは項目・費目別寄与度
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

人口と家賃の伸び



※家賃は消費者物価指数の構成項目
（出所）カナダ統計局、ブルームバーグより大和アセット作成

消費者と企業の景況感



（出所）ブルームバーグ



債券・金利

時間の経過とともに利下げ開始が近づく

カナダ銀行は、1月金融政策決定会合で4会合連続となる政策金利の据え置きを決定。声明文から「必要ならば更に利上げする用意がある」との文言が消え、今後の焦点が追加利上げの有無から利下げ開始時期にシフトしたことが明確になった。前頁の通りインフレ沈静化の確度が高まりつつあるため、引き続き今年4-6月期の利下げ開始を見込む。政策金利の予想値は今年末4%、来年末3.5%を維持する。

中立金利までの利下げは見通せず

カナダ銀行は、中立金利まで利下げすると新規の住宅融資が再拡大するとの分析結果を示している。膨れ上がった家計債務（対可処分所得比）を低下させるためには、しばらくの間、中立金利を明確に上回る水準に金利を維持する必要がある。景気が想定以上に悪化しない限り、同行が中長期の中立金利と推計している2~3%までの利下げは見通せない。

為替

目先は慎重、今年半ば以降は楽観

米国では市場の利下げ織り込みがFRBや当社の予想並みまで後退したため、更なる米ドル高圧力は大きくないとみる。一方、米国よりカナダの方が利下げ開始が早いと予想される点は、目先カナダ・ドル高（米ドル安）を阻む要因になろう。今年半ば以降は米国の利下げによる米ドル安圧力や市場センチメントの改善、世界景気の回復期待による原油高を背景にカナダ・ドル高（米ドル安）の展開を想定する。

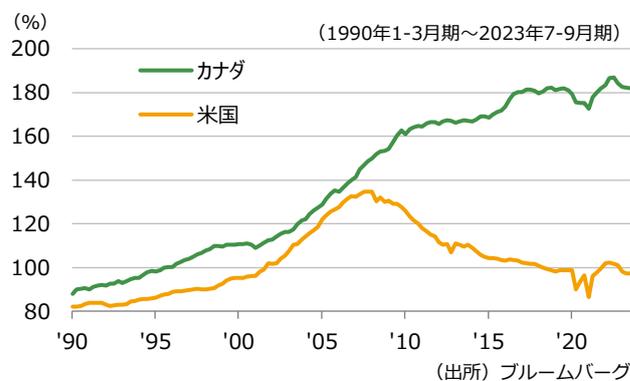
カナダ・ドル円は2008年以来の高値に

円安進行もあり、カナダ・ドル円は2008年以来の高値まで上昇。2021年以降は概ね両国の5年国債金利差に沿った動きだが、足元では金利差に比べてカナダ・ドル高円安が進行しており、金利差では説明できない構造的な円売り要因の可能性も指摘される。こうした状況が続くようであれば、カナダ・ドル円も想定以上に底堅く推移する可能性はあろう。

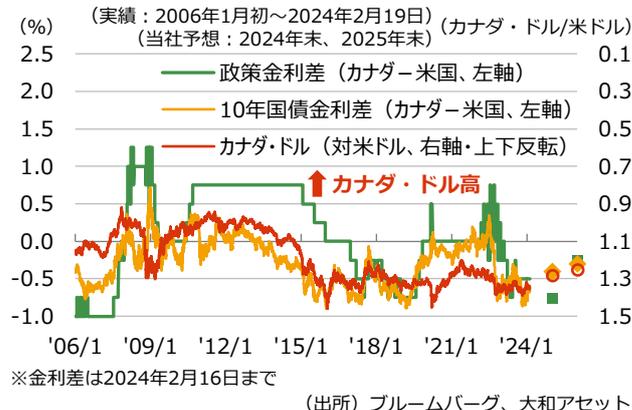
政策金利と10年国債利回り



カナダと米国の家計債務（対可処分所得比）



米国との金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



日本との5年国債金利差とカナダ・ドル円





経済

個人消費の底堅さと消費者心理の底打ち

小売売上高は昨年12月も前年同月比でプラスを維持したほか、同指標より速報性の高いCBA（コモンウェルス銀行）家計支出指数は1月も底堅さを示している。また、利上げ懸念の後退や所得税減税への期待を背景に、ウエストパック消費者信頼感指数が2月に86.0と2022年6月以来の水準まで上昇し、消費者心理の底打ち感が出てきた。個人消費が腰折れすることなく、回復に向かう確度が高まっている。

実質賃金の上昇で家計の購買力は向上へ

耐久財価格の下落や政府の物価高対策などを背景に、消費者物価指数は前年同期比+4.1%まで減速。更に賃金の伸びが高まったことで、前年比で見た実質賃金（賃金指数－消費者物価指数）は辛うじてプラスに転換。今年半ば以降は明確なプラス圏での推移が予想される。これまでは実質賃金の大幅なマイナスが個人消費の重荷となってきたが、家計の購買力向上により個人消費の底堅さが一段と増しそうだ。

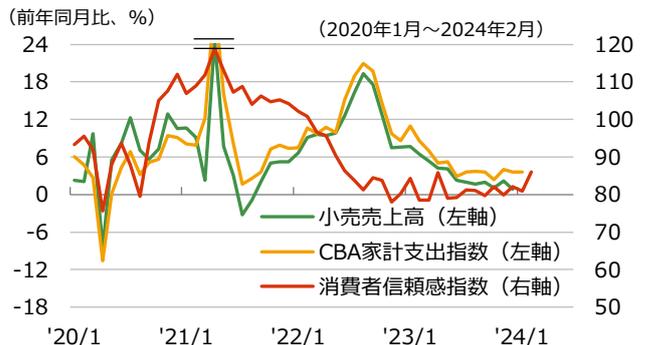
所得税減税が年後半の景気回復を後押し

今年7月から所得税率が引き下げられる。従来の予定では特に高所得層の減税幅が大きかったが、世論の反発を受けて、政府は中・低所得層を重視した税率への修正を決めた。財務省やRBAはこの修正が景気・物価に与える影響は軽微との見解だが、総減税額が増えるほか、消費性向の高い中・低所得層が恩恵を受けることで、多少なりとも景気・物価の上振れ要因になろう。7月以降のデータが注目される。

労働市場は減速傾向だが、目先は反発へ

雇用者数は2カ月連続で市場予想を大きく下回り、失業率は4.1%と2022年1月以来の4%台に乗せた。引き締めの金融政策の下、労働市場が完全雇用を上回るひっ迫状態から緩和方向に進んでいることは間違いないだろう。しかし、過去2カ月の悪化は、近年の特徴である夏季休暇の長期化などにより、季節調整が上手く機能していないことが主因とみられる。今後数カ月は雇用者数の急反発が見込まれる。

個人消費と消費者心理



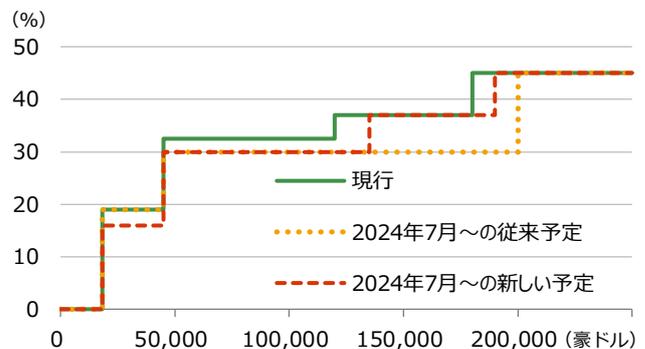
※小売売上高は2023年12月まで、CBA家計支出指数は2024年1月まで
※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表値 (出所) ブルームバーグ

消費者物価指数と賃金指数の伸び



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) 豪州統計局、RBA

所得税率の変化



※グラフは年間所得 (横軸) に対する限界税率 (縦軸) を表す (出所) 豪州財務省より大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局、RBA



債券・金利

RBAは利上げに傾斜したスタンスを維持

RBAは2月の理事会で2会合連続となる政策金利の据え置きを決めた。すでに政策スタンスを中立化させている欧米の主要中銀とは対照的に、RBAは「利上げの可能性は排除できない」と利上げに傾斜したスタンスを維持している。引き続き追加利上げの可能性は低いとみるが、利下げのハードルは相当高い。7月の所得税率引き下げの影響を見るためにも市場が織り込む8月の利下げ開始は難しいだろう。

欧米先進国に比べて金利は高止まりか

米国では市場の過度な利下げ織り込みが後退し、FRBや当社の予想に近づいた。FRBや当社の予想が正しいとすれば、海外要因による豪州の長期金利上昇圧力は限定的と言える。他方、豪州では当社の11月利下げ開始予想に比べて市場の利下げ期待が高く、こちらは押し戻される余地がある。金利は幅広い年限で欧米先進国より高止まりしやすいだろう。

為替

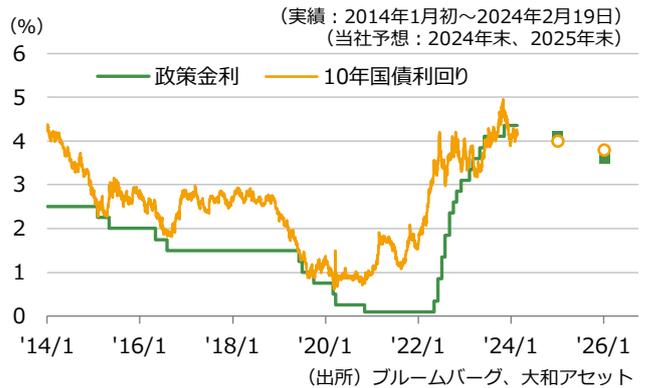
豪ドル見通しを「やや強気」に引き上げ

年初から米国の早期利下げ観測が後退する中、豪ドルは対米ドルで減価。ただし、FRBや当社の予想並みに市場の織り込みが修正されたため、更なる米ドル高圧力は乏しくなったとみる。豪州の政策金利は据え置きが続く中、米国が利下げを開始し、豪米の政策金利差が縮小するに沿って、豪ドルは対米ドルで徐々に水準を切り上げる展開を想定。豪ドルの見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

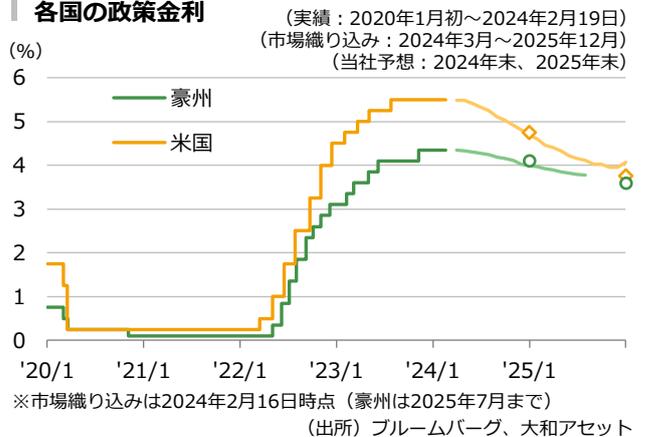
豪ドルの割安感が修正に向かうか

豪ドルはかつて、商品価格や豪州の交易条件と高い連動性を示していた。しかし、2018~2020年春や2022年半ば~足元のように、米国に比べて豪州の政策金利が明確に低い局面では、交易条件などと比較して豪ドルが割安に放置された。来年にかけて米国対比での金利の魅力度が復活すると見込まれる中、豪ドルの割安感も修正に向かうか注目される。

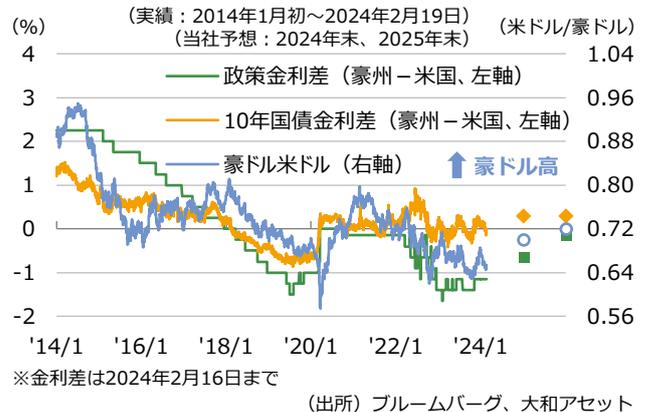
政策金利と10年国債利回り



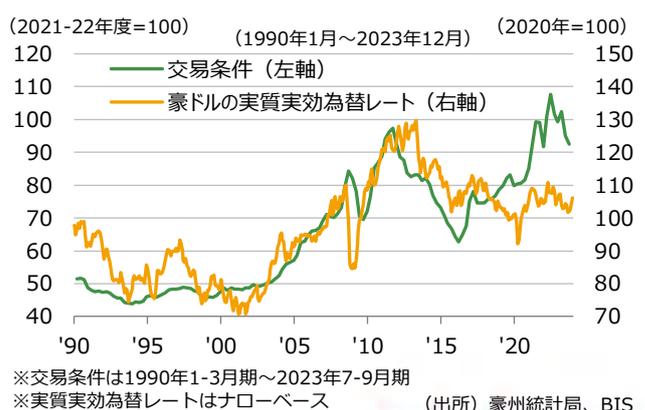
各国の政策金利



米国との金利差と豪ドル(対米ドル)



交易条件と豪ドルの実質実効為替レート





経済

大幅な金融緩和とは一線を画す方針

有効な景気対策が待たれるが、当局は依然大幅な金融緩和とは一線を画している。実質GDP成長率に先行性がみられる社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は1月に再び減速。需要不足もあり銀行貸出の低迷が続いている状況。供給量（M2）の減速も目立ち、金融環境は決して緩和的とは言えない。景気対策に関しては、3月5日の全人代で発表予定の財政政策に注目が集まろう。

不動産の不良債権処理先送りの悪影響

商業銀行の貸出低迷の一因には、不動産関連の不良債権処理の先送りがある。預貸率は、1990年代末の大規模な国有企業改革以来の高水準を更新しており、融資拡大の余地は限定的。銀行収益圧迫による金融仲介機能の低下や、貸出態度の消極化、金融システムへの信頼低下による企業・消費者の慎重化などが懸念され、経済に下押し圧力を加えよう。

株式

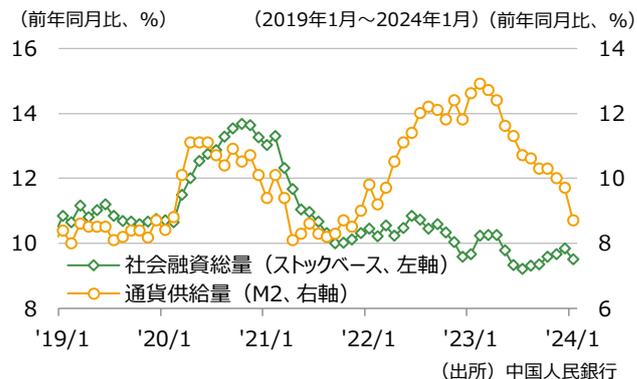
対症療法である株価対策頼りには限界も

2月上旬の株価下落場面で当局は、空売りを一段と規制し、ソブリン・ウェルス・ファンドの「国家隊」を通じてETFを買い増すなど、政府総動員の株価対策を実施。株価は下げ止まるも、目立つ景気対策は発表されず、対症療法である株価対策頼りには限界も。5年物LPRの低下誘導は歓迎するも、不動産販売の回復に繋がるか様子見が必要。

個人投資家の中国株離れが進む

当局が国内機関投資家に対して株価下落に繋がる取引を制限している中、株売りの主体は外国人投資家と個人投資家とみられる。個人投資家の信用取引残高をみると、1月中旬以降急速に減少。景気低迷が長引くと見込まれる中、個人投資家が中国株から海外株式市場に一部資金シフトしているとみられる。センチメント改善は依然期待しにくい。

マネー関連指標



商業銀行の預貸率



各種株価指数の推移（現地通貨建て）



個人投資家の信用取引残高





債券・金利

5年LPRの低下を歓迎するも効果を注視

大幅な金融緩和とは一線を画し、特に住宅ローン金利が参照する5年物LPRに関しても低下を誘導していない中銀の慎重姿勢は、市場の失望感を強めていた。かかる状況下、2月20日には5年LPR金利の0.25%ポイントの低下が発表され、ポジティブサプライズをもたらした。ただ、不動産市場の冷え込みは深刻化しており、販売回復に繋がるかは様子見が必要か。

株価下落局面で債券市場は資金逃避先に

中国では、リスク回避の局面では先進国のように、株式市場と債券市場の逆相関がみられる。2023年にも不動産企業のデフォルト連鎖等を受け、株価は大幅に下落したが、債券市場は資金の逃避先となり、金利は低下。足元10年国債利回りは確認可能な2000年以降の最低水準の2.4%まで低下。景気低迷長期化懸念の中、金利は引き続き低下方向と見込む。

為替

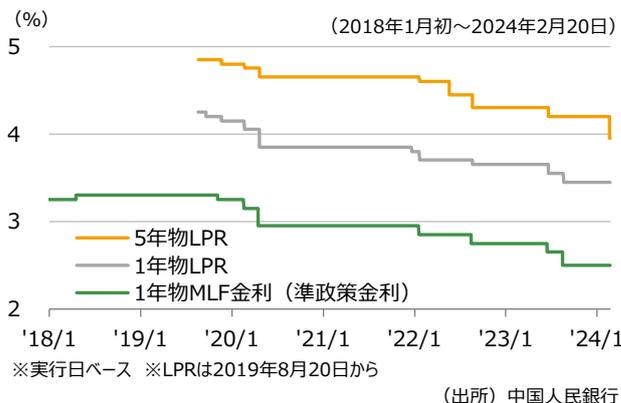
対米ドルでレンジ推移を継続しよう

当局が為替市場の安定的な推移を目指すとしたこともあり、人民元の対米ドルレートは概ね米ドル指数に連動しながら、レンジ推移を継続しよう。ただ、仮に大幅な米ドル高が進む場合、国有銀行等が7.3元/米ドル近辺で人民元買いの動きを強めたこともあり、7.3元/米ドルは当面の節目と考える。中長期的な景気低迷への懸念は強いが、資本規制もあり、現時点では景気の為替市場への影響は限定的。

旅行収支の赤字が急拡大

景気低迷もあり、2024年の春節長期休暇の海外旅行者数はパンデミック発生前の2019年の6割弱の360万人程度に留まった。しかし、中国への海外旅行者の回復が約5割とさらに鈍いため、旅行受取から支払いを引いた旅行収支は、赤字が急速に拡大。2015-19年の中国人爆買い時近辺まで赤字が膨らみ、人民元安圧力として働こう。

準政策金利および貸出参照レートのLPR



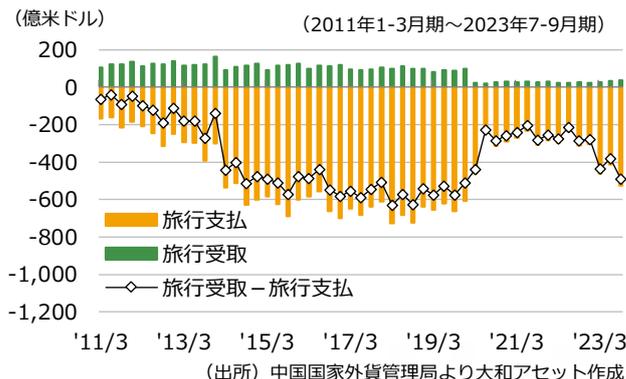
長期金利と株価指数の推移



人民元の対米ドルレートと米ドル指数の推移



対外旅行収支の推移





経済

景況感の改善と経済活動の持ち直し

製造業・サービス業ともに景況感が顕著に改善し、総合PMIは1月に53.2と2022年8月以来の水準まで回復した。昨年初めの豊作による農業部門の上振れ以降は低迷していた経済活動指数も、昨年末にかけては反発。利下げの効果が浸透する中、景気後退（2四半期連続のマイナス成長）を免れる可能性が一段と高まった。実質GDP成長率は2024年が+1.5%、2025年が+2.5%と緩やかな加速を予想。

個人消費は堅調さを維持する公算

2022年8月にかけての大幅な利上げにもかかわらず、拡張的な財政政策や堅調な労働市場、インフレ鈍化による実質賃金の上昇などを背景に、昨年の個人消費は堅調に推移した。昨年8月からの利下げの効果がすでに出始めており、例えば消費者ローンのデフォルト率は低下傾向が鮮明。個人消費の伸びは、高金利環境下で落ち込まなかった分、今後の加速余地は小さいものの、堅調さを維持する公算が大きい。

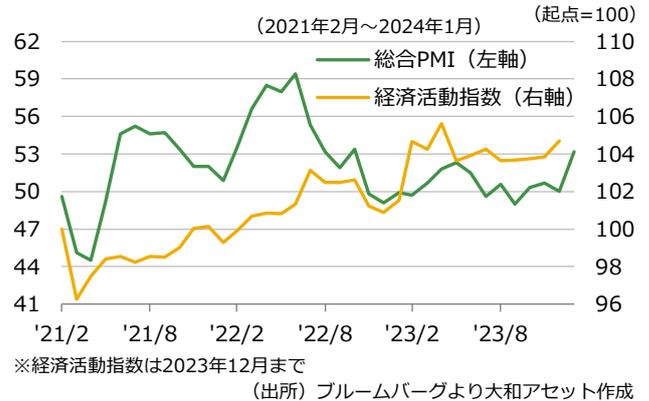
目標中心までのインフレ鈍化は見通せず

1月消費者物価指数は前年同月比+4.5%と、12月の+4.6%から伸びが鈍化。ただ、食料品価格の上昇やサービス価格の高止まりなどが影響して市場予想の+4.4%を上回った。昨年は食料品価格がインフレ鈍化に大きく寄与したが、足元ではエルニーニョによる天候不順の影響が出ており、今後もインフレ率の押し上げ要因になる。引き続きインフレ目標レンジ中心（3%）への鈍化は見通せない状況。

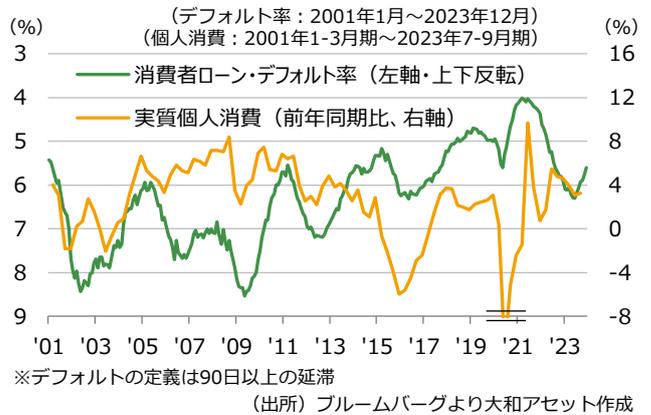
サービス価格インフレは高止まり

消費者物価指数のうち、需給ギャップと連動しやすいサービス価格は前年同月比+6%前後で高止まり状態。需給ギャップはマイナス圏（供給超過）で推移しているものの、景気が底堅いためにマイナス幅が拡大しておらず、サービス価格の伸び抑制の足かせとなっている。利下げにより成長率が加速すれば、インフレ率の目標レンジ中心への回帰は一段と遠のこう。緩和的な領域までの利下げは期待し難い。

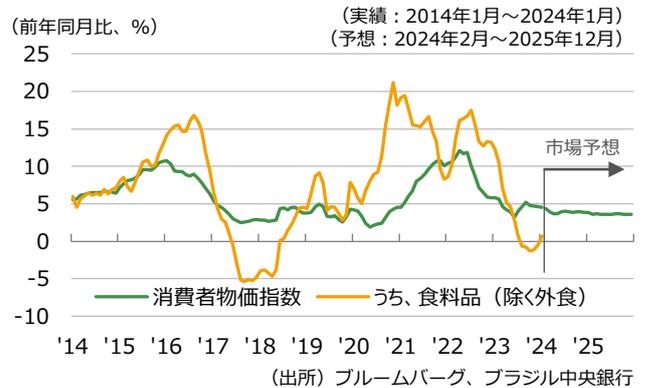
PMIと経済活動指数



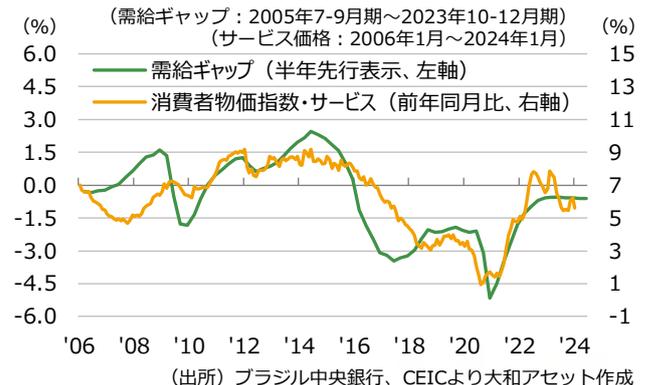
消費者ローン・デフォルト率と個人消費



消費者物価指数



需給ギャップとサービス価格





債券・金利

あと2回は0.5%ポイントの利下げが濃厚

ブラジル中銀は1月に5会合連続となる0.5%ポイント（%pt）の利下げを決定。政策金利を11.25%とした。中銀は今後複数の会合における同幅の利下げを示唆しており、少なくとも次回3月会合とその次の5月会合は0.5%ptの利下げが予想される。ただし、景気回復やインフレ高止まりで6月以降は利下げ幅の縮小が検討されよう。6月から12月は各0.25%ptの利下げで今年末の政策金利は9%と予想。

ブラジル国債の見通しはやや強気を維持

当面の利下げは織り込み済みであり、長期金利の低下余地は乏しいと見込む。一方、短期金利は利下げに沿った低下余地を残す。また、2年超の国債利回りは順イールドになっているため、たとえ金利が低下しなくとも、ロールダウン効果によって直近の金利（最終利回り）を上回るリターンが期待できる。ブラジル国債の見通しは「やや強気」を維持する。

為替

ブラジル・レアルはレンジ相場が継続

ブラジル・レアルは4レアル/米ドル台後半でのレンジ相場が継続。年初から米国の早期利下げ観測が後退し、海外からブラジル株式市場への資金フローは流出超過で推移しており、これがレアルの重荷になっている。また、ブラジル中銀の利下げによって、両国間の金利差は段階的に縮小している。そうした中でも5レアル/米ドル手前でレアルが底堅さを示す背景には、貿易黒字など良好な実需の存在がある。

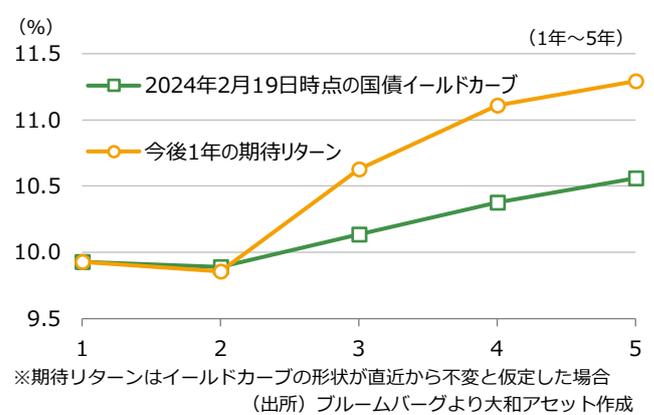
良好な実需はレアルの下支え要因

貿易黒字の拡大傾向が顕著になっている。中国向けの鉄鉱石輸出が伸び悩む中でも、大豆や原油の趨勢的な生産拡大ならびに輸出増加が貿易収支の改善に大きく寄与してきた。エルニーニョの影響によって今年は大豆生産の伸び悩みが懸念されるが、原油の増産見通しは堅いものがある。引き続き、高水準の貿易黒字がレアルを下支えする構図が想定される。

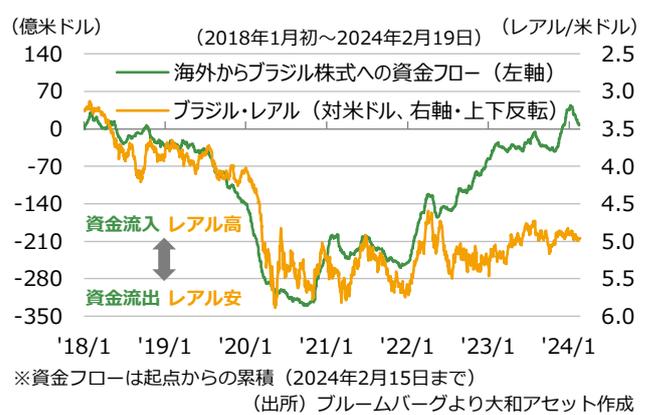
政策金利と10年国債利回り



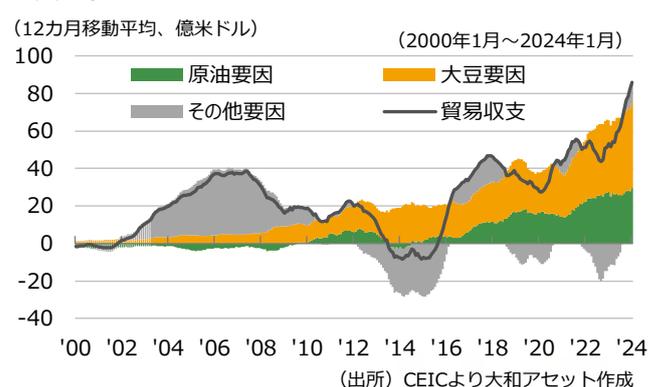
国債イールドカーブと各年限の今後1年の期待リターン



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



貿易収支





経済

輸出主導の国の景況感回復が顕著

1月の新興国の製造業PMIは、今までと同様に内需が強いインドが好調だったほか、ブラジルは大幅な利下げの累積効果と考えられるが、急回復。さらに、輸出主導経済のベトナム、マレーシア、インドネシアのPMIの改善も目立っており、世界的な電子製品の需要回復の影響と考えられる。ASEANにおいては、供給網の中国からの分散化もあり、経済回復や株価出遅れの挽回が期待できよう。

インフレ沈静化で利下げが広がる見込み

トルコやメキシコ、ポーランドを除き、多くの新興国ではインフレ率が中銀目標値もしくは許容範囲に収まり、インフレ沈静化が広がっている。ブラジルとベトナム、ポーランドやハンガリー等がすでに利下げ局面に入った他、メキシコや南アフリカが年前半、アジア諸国が米利下げ開始を睨みながら、2024年後半を中心に利下げを開始すると見込まれ、株式・債券市場への追い風になるろう。

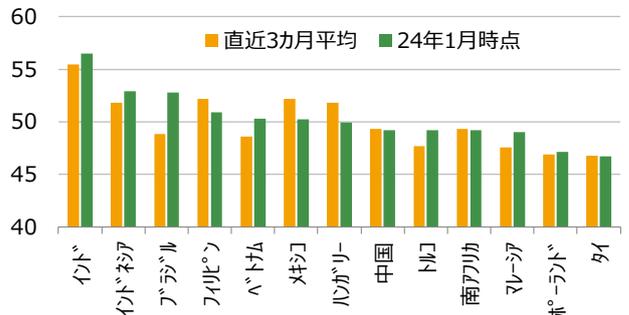
インド予算案、インフラ投資推進続こう

インド財務省は2月1日、24年度（24年4月～25年3月）の暫定予算案を発表。市場予想以上の大幅な財政赤字削減に取り組むと同時に、インフラ投資などを含む資本支出は前年度実績見込み比+17%に増額。財政健全化と高成長の両立実現を目指した内容を市場は高評価した。特に交通物流関連への予算は、大幅に増加した昨年より一段と増強され、大規模なインフラ投資の推進が続くと期待される。

インド、インフラ投資が実る段階へ

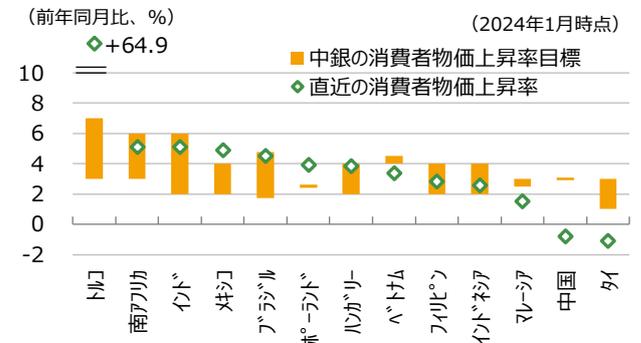
2月1日発表の予算案では、モディ首相が就任した2014年度から2021年度までのインフラ投資の実績が発表された。水路、道路、空港など様々な領域でインフラ建設が顕著に進み、1月にもムンバイの湾岸高速道路の一部である全長約18kmの海上道路が完成。インフラ投資が実る段階に入ったことで、今後ビジネス環境の改善、外資導入の促進に繋がり、景気の好循環を支える見込み。

主要新興国の製造業PMI



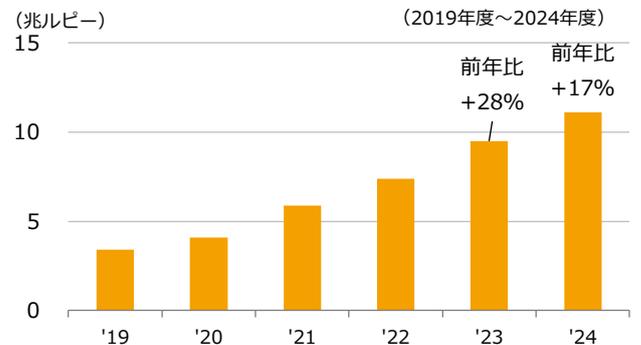
※直近3カ月は、23年10月～23年12月 ※24年1月の高い順で並べ替え (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の直近のインフレ動向



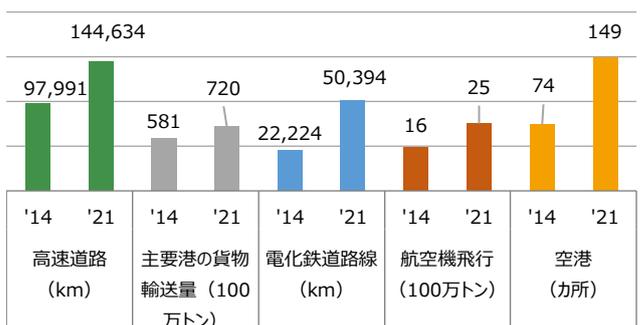
※マレーシアと南アフリカは2023年12月時点 ※マレーシアのインフレ目標は中銀の予想レンジ (出所) 各種資料より大和アセット作成

インド予算案：インフラ投資等を含む資本支出の推移



※各年度は4月から翌年3月まで ※23年度は実績見込みで、24年度は予算案 (出所) インド財務省2024年度予算案より大和アセット作成

モディ首相就任後のインフラ投資状況



※各年度は4月から翌年3月まで (出所) インド財務省2024年度予算案より大和アセット作成



株式

新興国株は一進一退も上昇傾向を継続

2024年入り後、新興国株価指数は2023年末の急ピッチな上昇や米金利上昇を受け、一時的に調整する場面があったが、足元は反転上昇している。特に、米金利が高止まりしている中での新興国の株価上昇であることは特筆に値する。2024年は米経済のソフトランディングの可能性が高い中、新興国の適温相場環境が続き、一部の新興国に資金が流入しやすい地合いが続くと予想する。

依然として国の選別が重要な局面

中国株は2月には上昇に転じたが、当局が力づくで株価を押し上げている面もあり、株価上昇の持続性に大きな疑問が残る。そのため、依然、中国を除いた新興国投資が望ましい。その他の国では、供給網の中国離れの恩恵を受けるインドやメキシコ、インドネシア等の株価が過去最高値圏にあるにも拘らず、上昇傾向を継続。ベトナムなど、出遅れのASEAN株への選別投資も望ましい局面と考える。

当面電子製品の需要回復が注目テーマ

足元では、半導体価格が上昇傾向を強めており、世界的な電子製品需要の先行指標とみられる韓国の輸出が加速するなど、電子製品の需要回復が期待されている。そのため、電子製品の需要回復が注目テーマの一つとして浮上し、それらの輸出が強みのベトナムやマレーシア、タイなどに期待が集まろう。これらの国は2023年の株価出遅れもあり、上昇余地が相対的に大きいと見込む。

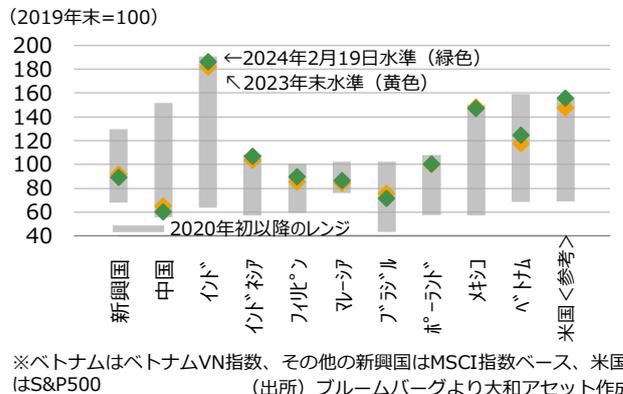
インド株予想PERの割高感は薄い

上昇傾向継続のインド株価指数のNifty50は、2月16日にも史上最高値を更新したが、割高感は強くないと言えよう。バリュエーションを示す12カ月先予想PERをみると、過去5年の平均を若干上回る水準に留まり、株価は概ね妥当な水準にあると言えそうだ。中長期的には、依然好ファンダメンタルズを背景に資金が流入しやすいと見込む。

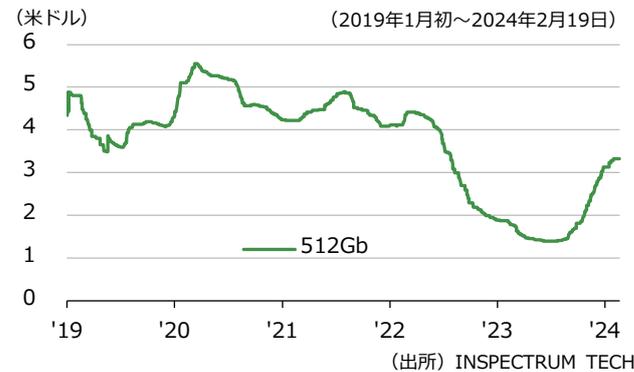
中国株による新興国株価指数のパフォーマンスの差



国別の株式市場の騰落率 (現地通貨)



NAND型フラッシュメモリ価格の推移



インド株 (Nifty50) の12カ月先予想PER





債券・金利

実質金利の高い国に投資妙味がある

新興国においては物価の低下が目立ち、実質金利高止まりの国も多い。2024年は新興国でも利下げが広がるとみられる中、南アフリカ、ブラジル、メキシコ、インドネシアなど、実質金利の高い国の金利低下余地はがあると予想。これらの国は、すでに高いインカム収入により、キャリートレードの投資先として人気だが、債券価格の上昇による収益も享受できることで、投資妙味が高いと考えられよう。

メキシコは次回3月会合で利下げ開始か

メキシコ中銀は2月金融政策決定会合の声明文で、「政策金利はしばらくの間、現水準に維持されなければならない」との文言を「次回会合で政策金利調整の可能性を評価する」に変更し、利下げ開始を示唆した。3月から0.25%ポイントずつの利下げが見込まれる。当面のメキシコ債券は、高い金利収入に加えて短期ゾーン中心に価格上昇も期待できる局面。

リート（アジア先進国含む）

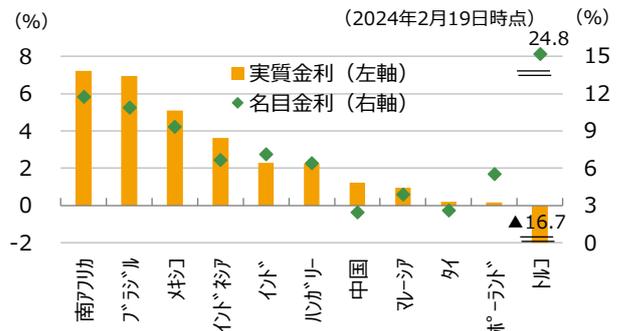
外部要因が左右も人口流入が下支え

豪州は、利上げピーク観測や人口流入がサポート要因。アジア地域では出社率の高さがオフィスの高稼働率につながっている。豪州、シンガポールとも商業施設では、新規物件供給が限定的であることや、売上に対する賃料水準が低いことから、賃料上昇が期待される。一方、物流施設は不安定な中国景気に振り回される状況を想定。

魅力的な配当利回りに加え成長期待も

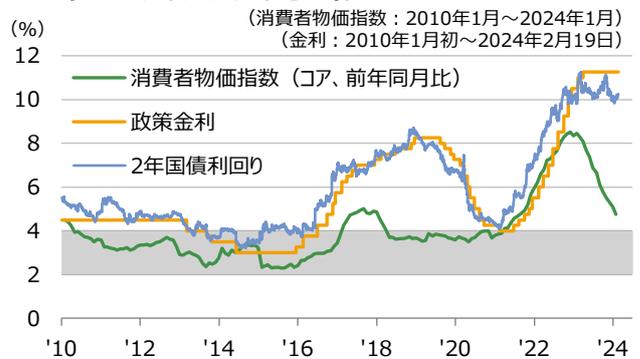
シンガポールや香港の予想配当利回りは魅力的な水準であることや、パイバック観測も株価を下支えしよう。中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。利上げピーク観測から特にNAVに対してプレミアムで取引されている銘柄を中心に、今後の増資と物件取得による外部成長が見込まれる。

新興国の名目金利および実質金利



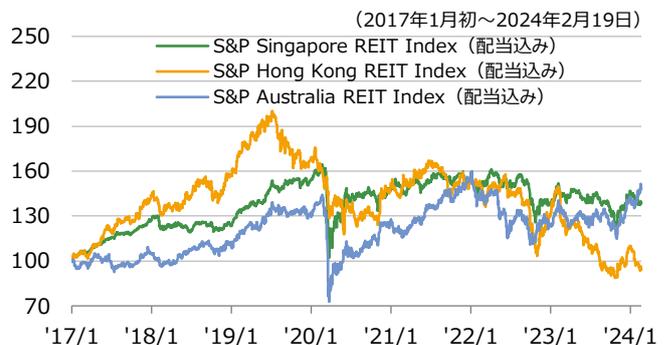
※現地通貨建て10年国債利回り及び2024年末時点のブルームバーグの物価予想値で計算 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

メキシコのインフレ率と金利



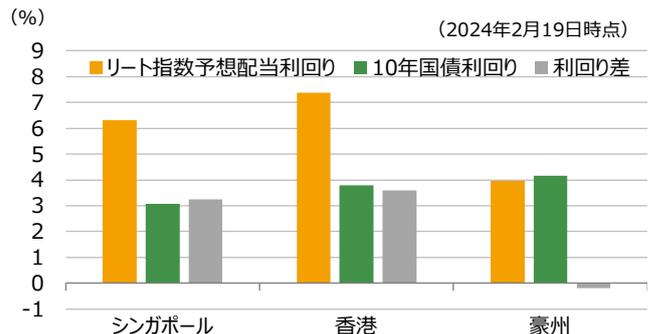
※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ (3±1%) (出所) ブルームバーグ、メキシコ銀行

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

米ドル安期待で新興国通貨上昇局面

年明け以降は、米ドル高を受け、多くの新興国通貨は対米ドルで減価。ただ、インドが増価した他、メキシコやベトナムの底堅い推移は特筆に値する。さらに、新興国通貨は、日本円ほど減価しなかったことで、対円では軒並み通貨高が進んだ。今後は、依然米ドル安への期待が強いことや、新興国通貨に買戻しの余地があることで、対米ドルで増価し、対円でも小幅安に留まる通貨が多いと予想。

新興国市場への資金流入基調が続く

米ソフトランディング期待が根強い中で、新興国への資金流入が続いている。国別では、インド、インドネシア、韓国の株式市場、メキシコ、インド、トルコの債券市場などへの流入が目立つ。中国は、国有企業の海外勘定からの国内送金が2月に急増した可能性があり、海外投資家の動向の判断が難しい局面。外部環境の改善を受け、新興国に資金が流入しやすい地合いが続くと予想。

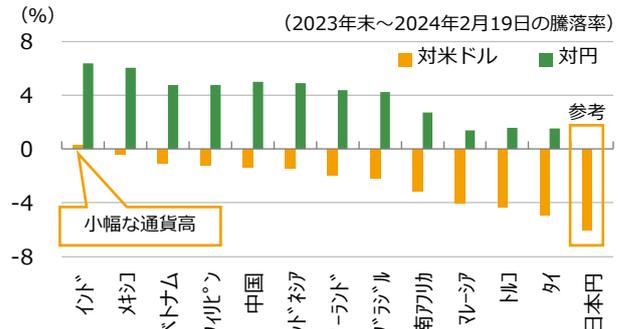
インドへの海外資金の流入傾向は変わらず

高成長期待を背景に、インドへの資金流入傾向が続いている。株式市場では、急ピッチな上昇を受け一部の売りがみられたが、一方で2023年9月に世界的な国債指数GBI-EMへのインド組み入れが発表されて以来、債券市場への資金流入が加速し、株式市場からの一時的な流出を軽減。今後も証券投資全般への資金流入が経常赤字を補う構図が続き、ルピーの対米ドルでの増価・対円での底堅い推移を予想。

メキシコ・ペソを取り巻く良好な実需

米大統領選挙でのトランプ氏当選やメキシコの利下げ開始が意識される中でも、メキシコ・ペソは堅調な推移が継続。海外労働者送金が巨額なことに加えて貿易赤字が縮小したことで、実需のペソ買い圧力はより強固に。中銀が外貨準備を積み上げてペソ買い圧力を一部吸収しているほどだ。利下げも緩やかなペースにとどまり、米国との大きな金利差は維持される公算で、今後もペソの堅調地合いは続こう。

新興国通貨の騰落率



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流出入 (株+債券)



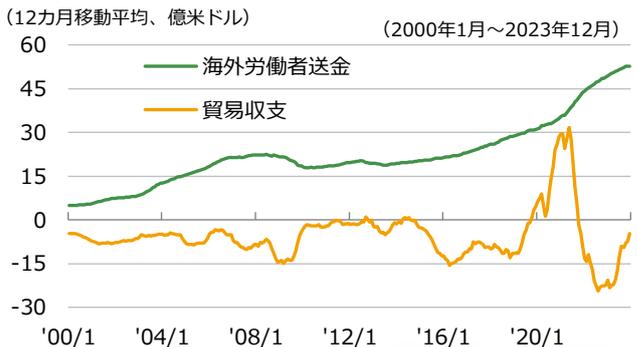
(出所) IIFより大和アセット作成

インドへの外国人投資家の資金流出入



(出所) IIFより大和アセット作成

メキシコの海外労働者送金と貿易収支



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



原油

基本的には上昇傾向での推移を見込む

最近原油の需給バランスに大きな偏りがなく、足元はわずかな需要超過（在庫は減少）で推移。需要の下振れ懸念が後退し、今年半ば以降の米国を中心とした景気回復が明らかになることで、原油価格は水準を切り上げる展開を想定する。ただし、もし今年11月の米大統領選挙でトランプ氏が勝利すれば、エネルギー・外交政策が転換し、主に供給面から原油価格に下押し圧力がかかりやすくなるとみる。

下値70米ドル前後は引き続き岩盤

年初から米国の寒波や中東の地政学リスクなどを材料に原油価格は上下する場面が目立つ。もっとも、原油の需給に継続的な影響を与えるには至っていない。米政府がSPRを積み増す予定の67~72米ドルは引き続き下値目処として意識されている模様。この水準を割り込むためには、世界経済の悪化による需要の急減や、OPECプラスの決裂による供給の急増などのリスクシナリオが顕在化する必要がある。

米国とOPECの産油量は抑制的

今年もブラジルやガイアナなどの増産が見込まれる一方、米国やOPEC加盟国の産油量は抑制された状態が続くことで、供給面から需給が緩む可能性は低い。米国の産油量は、寒波の影響で1月に落ち込んだ後、過去最高水準まで回復。しかし、EIAは足元の価格だと秋にかけて緩やかな減産になると予想。価格を下支えするためにOPECプラスが追加減産する必要性は乏しく、決裂するリスクも低下している。

景気回復の確度が高まれば上値追いに

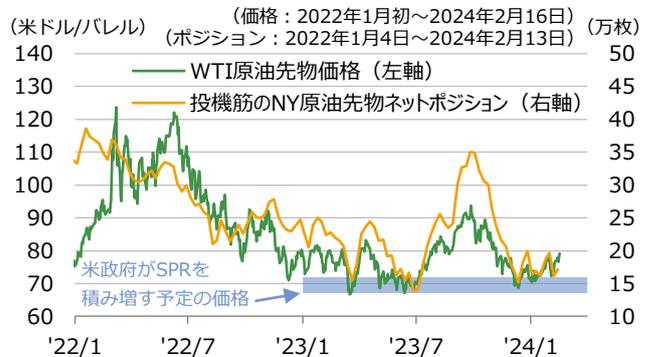
月を追うごとに米国の経済成長率予想が上方修正され、減速はより小幅にとどまる見通しに変化。足元の原油相場は、こうした想定以上に底堅い景気に支えられている面もある。需要面から見ても当面は需給が緩む材料が乏しい。一方、年末にかけての原油相場の上昇見通しが実現するためには、成長率加速の道筋がより明確になる必要がある。原油需要に大きな影響を与える米国景気の動向に今後も注目。

原油価格と原油在庫



※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫
※○は当社の2024年末と2025年末の原油価格予想 (■は米大統領選でトランプ氏勝利の場合) (出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

原油価格と投機筋のNY原油先物ネットポジション



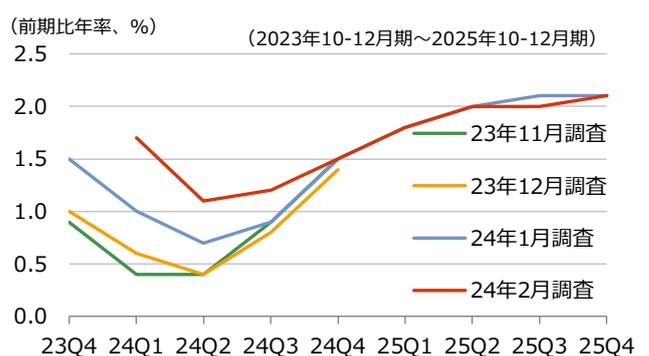
※SPRは戦略石油備蓄
※投機筋の先物ポジションは週次データ (出所) ブルームバーグ

米国とOPEC加盟国の産油量



※OPECの産油量は2012年1月～2024年1月 (2024年1月はOPECを脱退したアンゴラの産油量を除く値) (出所) EIA

米国の実質GDP成長率 (市場予想の変遷)



(出所) Blue Chip調査



金

米金融政策面からの売り圧力は一巡か

米国の過度な利下げ織り込みが後退する中、金価格は上値の重い展開が継続。一方、2,000米ドル前後では底堅さも感じられ、昨年12月以降はおおむね2,000~2,100米ドルのレンジ内で推移。米国の政策金利に関する市場の織り込みが、FRBや当社の予想並みまで修正されたため、金融政策面から売り圧力が強まる余地は小さくなったとみる。金価格の先行きは他資産の評価や中銀の動向にも左右される。

金ETFなどからの資金流出が相場の重荷

金ETFの残高減少が続いているほか、足元は投機筋の金先物ネットロングポジションも縮小。「米国の利下げで金価格は上昇」がセオリーだが、それは他の資産についても言えることで、相対感が重要だ。例えば景気悪化を受けた利下げならば、逆業績相場&金融相場で株より金が有利になりやすいが、景気が堅調な中での利下げならば、業績相場&金融相場で株の魅力が高まり相対的に金の投資妙味が薄れる。

現物ビットコインETFの規模拡大に警戒

ビットコインをはじめとした暗号資産に再び注目が集まっていることも金相場の重荷。1月11日に11本の現物ビットコインETFが上場し、2月上旬から資金流入の傾向が顕著になるとともに、ビットコイン価格も大きく上昇した。金ETFからビットコインETFへの資金シフトが起こっているとは断定できないが、その可能性を指摘する声も増えてきた。金相場を見る上でも、暗号資産の動向から目が離せない。

中銀の買いが相場を下支えする構図に

一方、中銀の買いは引き続き相場の下支え要因として機能しよう。昨年は中国やポーランドの購入が目立ち、純購入量は世界全体で2年連続となる1,000トン超を記録。中国は、外貨準備に占める金の割合が4%と低く、また米国との対立関係に鑑みれば金を買増す余地が大きいだろう。ポーランドは外貨準備に占める金の割合を20%（直近12%）に高める方針。今後も中銀の金買いが期待される。

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



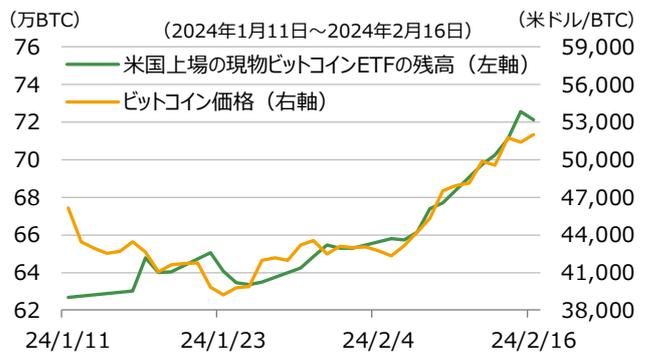
※1年先1カ月金利≒市場が織り込む1年先の政策金利 (出所) ブルームバーグ

金ETFの残高と投機筋の金先物ネットポジション



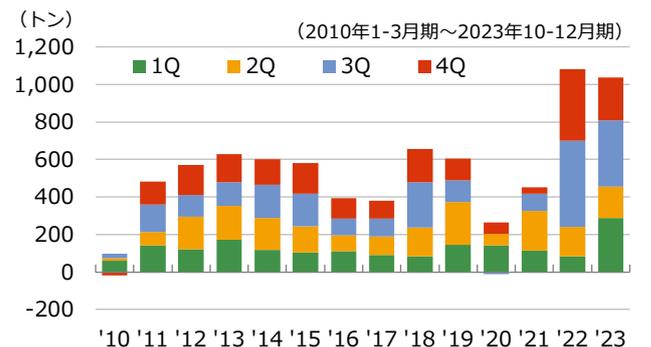
(出所) ブルームバーグ

現物ビットコインETFの残高とビットコイン価格



※残高は各ETFの時価総額の合計をビットコイン価格で除した概算値 ※BTC：ビットコイン (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中銀の金純購入量



(出所) World Gold Council

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。足元では、懸念されている不動産市場の低迷や株式市場の下落に対して、当局が対応策を打ち出しているとの報道もある。ただし、株式市場での空売り規制に代表されるように、対症療法に留まるとの印象は免れない。また、経済に関してネガティブな情報を発信することが制限されているとも言われており、従来以上に実態が見えづらくなっている。その結果、市場では表面的な数字よりも実際はもっと悪いのではないかと疑心暗鬼が強まっているようだが、一方で米国中心に市場が価格に織り込んでいる中国リスクは限定的とみられ、こうしたギャップもリスクとみておく必要があるとみられる。
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国経済に関しては、ソフトランディングがコンセンサスで、リスクがあるとすれば下振れとの見方で過去3カ月の市場は動いてきたと思われるが、依然多くの経済指標が堅調を維持しており、また悪化していた指標の一部には持ち直しの動きも見られ、さらにはCPIやPPIが予想より強含むに至って、再び上振れリスクが意識されるようになってきた。その結果、一時期主流派になりかけた3月にも利下げ開始との見方は一転して少数派となり、市場金利も上昇している。市場金利が上昇すれば、それ自体が金融引き締め効果を持つため、市場と実体経済の相互作用を読み切るのには一段と難しくなっており、先行き不透明感が強まっている。
米中間の対立激化	中	中	中	大統領選挙が徐々に近づくにつれ、米中対立激化懸念が再び強まっている。トランプ候補は、再選した場合60%の対中関税を課すと表明している。バイデン政権も、トランプ候補のような大風呂敷は広げないが、先端技術分野を中心に対中規制を強めている。結局、対中強硬路線が国民の支持を幅広く集められる数少ない政策になっていることが、民主・共和両陣営から強硬策が競争のように出て来る原因だろう。この状況は大統領選挙に向けて強まりこそすれ弱まることはないとみられ、将来的には市場でも懸念が強まる恐れがある。特に、世論調査でトランプ候補がやや優勢とみられる点は懸念に拍車をかけそう。
ウクライナや中東における地政学リスクの高まり	中	中	中	欧米のウクライナに対する支援疲れが指摘される中、ウクライナの反転攻勢が困難になりつつあり、局面がこう着しているようだ。局面こう着は停戦への第1段階ともいえるが、現状での停戦はウクライナ、ロシア双方とも国内世論を納得させられるものではなく、戦闘続行の誘因は強いだろう。中東ではイスラエルによるガザ地区への攻撃が続いているが、イスラエルへの人道的な観点での非難が強まることで、第三者の介入を招く恐れがある。また、スエズ運河の通航に支障をきたしており、物流面での混乱がインフレ懸念を再燃させる恐れもある。3月に選挙が実施されるイランの動向も注意が必要だろう。
日銀と市場の思惑のギャップによる市場の不安定化	中	中	小	紆余曲折を経て、日銀のマイナス金利解除は4月とのコンセンサスが出来つつある。しかし、実際にマイナス金利をどのように解除するのか、具体的には現在の当座預金の3区分をどうするのか、それらへの付利をどのように変化させるのか、といった点に関しては市場の見方は定まっておらず、実際の政策変更で市場に波乱が生じる余地はある。また5月に発表される1-3月期GDPが地震や一部自動車会社の不祥事による生産停止の影響などにより、3期連続でマイナス成長になる恐れがある点も、マイナス金利解除自体の判断に影響するかもしれない。
日本の政治の不安定化	中	中	小	岸田内閣の支持率が低下したまま。政権維持には危険水域とされる20%台以下が定着しつつある。政策面では減税策が不評だが、減税で政権が倒れた事例として橋本内閣が思い起こされる。また、政治資金疑惑も近年に大問題化しつつあり、あたかも竹下内閣退陣につながったリクルート事件のようだ。衆議院の任期は2025年までであるため、仮に岸田首相が退陣したとしても、当面は自公体制継続がコンセンサスだろうが、国会審議の行き詰まりによって追い込まれ解散に至るリスクもあるのではないかと懸念されている。野党の支持率は低いが、世論が自民党にお灸を据えるべしと思えば、政権交代の可能性も否定できない。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	2022年、英国では「金融引き締め+財政拡大」というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、政権交代にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。昨年一部格付け会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務増加に警鐘を鳴らしている。さらに足元では、日米などで利払い費増加への懸念もじわり強まっており、財政リスクが無視し得ないものになりつつあるようだ。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値 期間別変化幅						直近値 期間別変化幅			
		2/19	1カ月	1年	3年			2/19	1カ月	1年	3年
政策金利						10年国債利回り					
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.75	5.25	米国		4.28%	0.16	0.46	2.94
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	1.50	4.50	ドイツ		2.41%	0.07	-0.03	2.72
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	1.25	5.15	英国		4.11%	0.18	0.59	3.41
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本		0.74%	0.07	0.23	0.63
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.50	4.75	カナダ		3.59%	0.09	0.30	2.38
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	1.00	4.25	豪州		4.17%	-0.12	0.35	2.74
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45	中国		2.44%	-0.07	-0.45	-0.83
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50	インド		7.10%	-0.08	-0.27	0.96
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.00	0.25	2.50	インドネシア		6.62%	0.00	-0.12	0.07
ブラジル	セリック・レート	11.25%	-0.50	-2.50	9.25	ブラジル		10.91%	0.03	-2.50	2.44
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	0.25	7.25	メキシコ		9.32%	0.03	0.21	3.24
トルコ	1週間物レポ金利	45.00%	2.50	36.00	28.00	トルコ		23.43%	-0.72	14.36	10.84
						為替（対円）					
株価指数		2/19	1カ月	1年	3年	米ドル		150.13	1.4%	11.9%	42.4%
米国	NYダウ	38,628	2.0%	14.2%	22.7%	ユーロ		161.84	0.2%	13.0%	26.6%
	S&P500	5,006	3.4%	22.7%	28.1%	英ポンド		189.09	0.5%	17.1%	28.0%
ユーロ圏	STOXX 50	4,763	7.1%	11.4%	28.3%	カナダ・ドル		111.29	0.9%	11.8%	33.1%
日本	日経平均株価	38,470	7.0%	39.8%	28.2%	豪ドル		98.19	0.5%	6.4%	18.3%
	TOPIX	2,640	5.2%	32.5%	36.8%	中国人民幣元		20.86	1.2%	6.7%	27.5%
中国	MSCI中国	53.01	5.1%	-22.7%	-58.5%	インド・ルピー		1.81	1.4%	11.8%	24.7%
インド	MSCIインド	2,612	3.7%	31.7%	53.5%	インドネシア・ルピア		0.961	1.2%	8.9%	28.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,842	2.8%	5.2%	18.0%	フィリピン・ペソ		2.67	0.9%	9.6%	22.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,225	3.7%	15.6%	4.4%	ベトナム・ドン		0.612	1.4%	7.6%	33.7%
						ブラジル・リアル		30.29	0.7%	16.7%	54.6%
リート		2/19	1カ月	1年	3年	メキシコ・ペソ		8.81	1.6%	20.7%	70.6%
米国	NAREIT指数	22,144	-0.8%	1.2%	14.3%	トルコ・リラ		4.86	-0.9%	-31.8%	-67.9%
日本	東証REIT指数	1,707	-5.9%	-6.5%	-12.0%						
商品		2/19	1カ月	1年	3年						
原油	WTI原油先物価格	79.19	7.9%	3.7%	33.7%						
金	COMEX金先物価格	2,024	-1.2%	9.4%	13.9%						

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



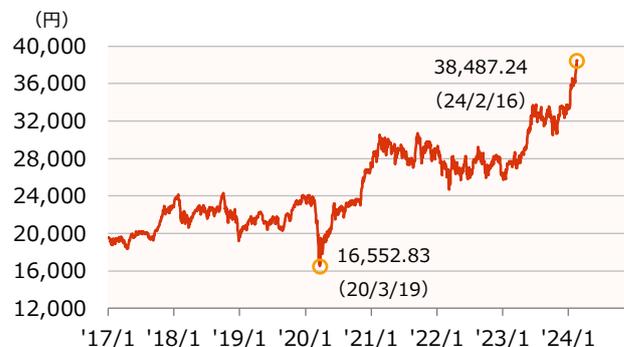
S&P500



STOXX 50



日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



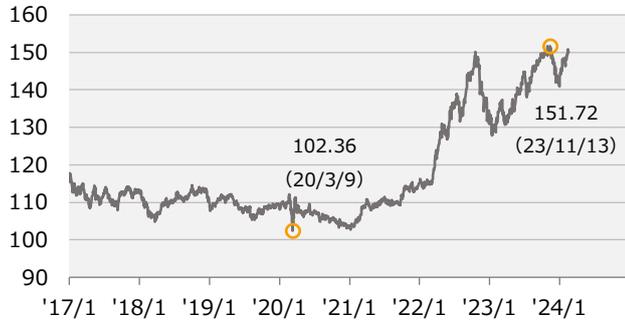
※グラフの期間は2017年1月初～2024年2月19日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

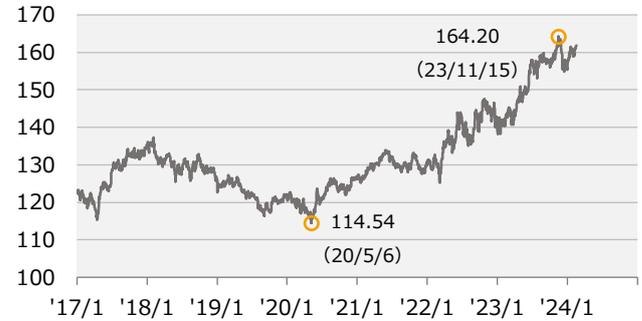
米ドル

(円/米ドル)



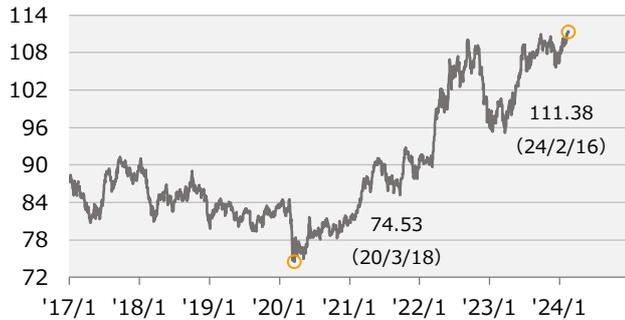
ユーロ

(円/ユーロ)



カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



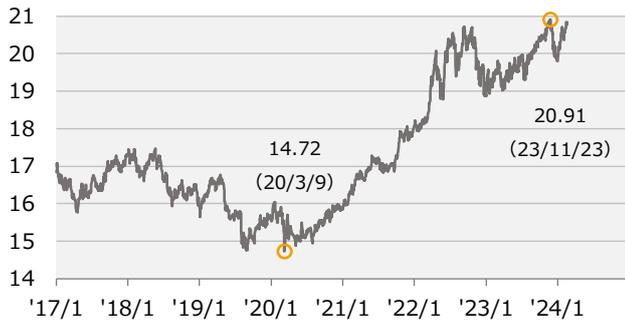
豪ドル

(円/豪ドル)



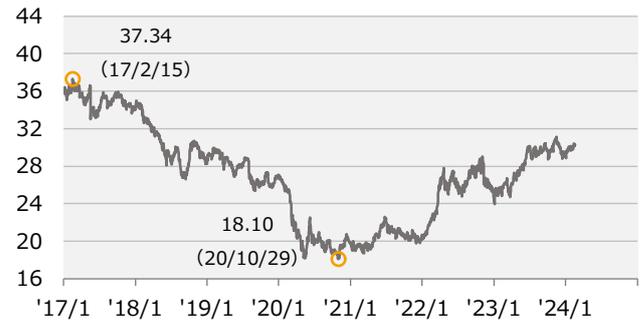
中国人民元

(円/人民元)



ブラジル・レアル

(円/レアル)



WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2017年1月初～2024年2月19日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.1	5.9	3.4
日本	-4.1	2.6	1.0
カナダ	-4.9	5.4	4.1
豪州	-2.2	5.5	3.9
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	4.8	3.0
先進国	-4.2	5.6	2.6
新興国	-1.8	6.9	4.1

消費者物価	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	1.3	4.7	8.0
ユーロ圏	0.3	2.6	8.4
日本	0.0	-0.2	2.5
カナダ	0.7	3.4	6.8
豪州	0.9	2.8	6.6
中国	2.5	0.9	1.9
ブラジル	3.2	8.3	9.3

政策金利		年末値		
		2020年	2021年	2022年
米国	FFレート (上限)	0.25	0.25	4.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-0.50	2.00
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	0.25	0.25	4.25
豪州	キャッシュ・レート	0.10	0.10	3.10
中国	1年物MLF金利	2.95	2.95	2.75
ブラジル	セリック・レート	2.00	9.25	13.75

失業率	年末値		
	2020年	2021年	2022年
米国	6.7	3.9	3.5
ユーロ圏	8.2	7.0	6.7
日本	3.0	2.7	2.5
カナダ	8.9	6.0	5.0
豪州	6.6	4.2	3.5
中国	4.2	4.0	4.0
ブラジル	14.2	11.1	7.9

(出所) ブルームバーグ、IMF、内閣府

各国金融政策

	米国 FRB 	ユーロ圏 ECB 	日本 日本銀行 
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：平均して2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利 中銀預金金利	(短期)一部当座預金の金利 (長期)10年物国債利回り
- 2024年末の 当社予想値	4.50~4.75%	3.25% 2.75%	0.0% 1.0%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートの縮小を当面継続。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計1.25%ポイントの利下げ。 新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資は2024年7月から月平均75億ユーロ減額。 	<ul style="list-style-type: none"> マイナス金利の解除は2024年4月と予想。2年連続の高い春闘の賃上げ率を確認後の政策修正を想定。 運用柔軟化などの施策を勘案し、YCCは当面継続すると予想。

(出所) FRB、ECB、日本銀行、大和アセット

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

年	日本	欧米	その他地域		
2024年	3月	<ul style="list-style-type: none"> ●米スーパーチューズデー (5日) ●ECB理事会 (7日) ●FOMC (19-20日) ●BOE金融政策委員会 (21日) ●EU首脳会議 (21-22日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●イラン議会選挙 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (6日) ●ラマダン開始 (10日) ●ロシア大統領選挙 (17日) ●RBA理事会 (19日) ●ブラジル金融政策決定会合 (20日) ●トルコ地方選挙 (31日) 		
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ●東京マラソン (3日) ●北陸新幹線 (金沢~敦賀間) 開業 (16日) ●自由民主党党大会 (17日) ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) ●時間外労働上限規制の猶予期間終了 (31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (11日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●FOMC (30日-5月1日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了 (8日) ●韓国議会選挙 (10日) ●カナダ金融政策決定会合 (10日) ●インド総選挙 (-5月まで) ●ペルー大統領・議会選挙 (月内) 	
	5月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (9日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (7日) ●南アフリカ総選挙 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (8日) ●ベネズエラ大統領選挙 (月内) 	
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (13-14日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (6日) ●欧州議会選挙 (6-9日) ●FOMC (11-12日) ●G7首脳会議 (イタリア、13-15日) ●BOE金融政策委員会 (20日) ●EU首脳会議 (27-28日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ大統領選挙 (2日) ●カナダ金融政策決定会合 (5日) ●RBA理事会 (18日) ●ブラジル金融政策決定会合 (19日) 	
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●新紙幣発行 (7月前半) ●東京都知事任期満了 (30日) ●日銀金融政策決定会合 (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●米共和党大会 (15-18日) ●ECB理事会 (18日) ●FOMC (30-31日) ●パリ五輪 (26日-8月11日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (24日) ●ブラジル金融政策決定会合 (31日) 	
	8月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (1日) ●米民主党大会 (19-22日) ●米ジャクソンホール会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (6日) 	
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (19-20日) ●岸田自民党総裁任期満了 (30日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●国連総会 ●ECB理事会 (12日) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●東方経済フォーラム (3-6日) ●カナダ金融政策決定会合 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (18日) ●RBA理事会 (24日) ●AIIB年次総会 (25-26日) 	
	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (17日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ新大統領就任 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (23日) ●IMF世界銀行年次総会 (25-27日) ●BRICS首脳会議 (月内) 	
	11月	<ul style="list-style-type: none"> ●東証が株式取引時間を延長 (5日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領選挙 (5日) ●FOMC (6-7日) ●BOE金融政策委員会 (7日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (5日) ●ブラジル金融政策決定会合 (6日) ●COP29 (アゼルバイジャン、11-24日) ●G20首脳会議 (ブラジル、18-19日) 	
	12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) ●大納会 (30日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (17-18日) ●ECB理事会 (12日) ●BOE金融政策委員会 (19日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (10日) ●カナダ金融政策決定会合 (11日) ●ブラジル金融政策決定会合 (11日) 	
	2025年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●大発会 (6日) ●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●世界経済フォーラム (ダボス会議) (月内) ●ECB理事会 (月内) ●FOMC (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
		2月			<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (4日)

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

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

※当資料は原則として2024年2月19日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2024年2月26日)