

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

9

SEP. 2023

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 主要国 - 予想値
- 06 早見表 その他の国々 - 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



ソフトランディングの光と影

- Ⅰ 8月入り後の株式市場は世界的に反落基調となった。もっともこの間に、世間一般的には景気の「軟着陸（ソフトランディング）」の可能性が高まった。これは、ソフトランディング論にはポジティブ要因とネガティブ要因の両面があることを意味する。
- Ⅱ 足元はソフトランディング論の「影」の時間帯だと考えている。先行きの株式市場全般の方向性を時計に例えると、目先3カ月程度でみれば「4時」、1年先でみれば「2時」と想定している。



- 経 … 景気後退回避シナリオにシフト、高金利下で景気が力強さを増す展開にむしろ注意。
- 株 … 金利上昇により足元の株価は軟調、金融政策の不透明感後退を待ちたい。
- 債 … 景気の底堅さと需給不安が金利上昇材料に、利下げ機運の高まりは時間を要す公算。
- リ … 業績動向は堅調継続。外部環境に左右される展開を想定。
- 為 … 米金利上昇・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。



- 経 … 製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで、ゼロ近傍の成長が継続。
- 株 … 景況感悪化が目立ち、業績モメンタムも先進国内で見劣り、慎重スタンス。
- 債 … 金融引き締め強化による景気悪化とインフレ期待の下振れで長期金利は低下へ。
- 為 … 追加利上げ観測によるユーロ高圧力が後退し、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。



- 経 … 経済活動正常化さらに進み、原材料高一服に加え賃上げの効果もあり回復傾向継続。
- 株 … インバウンドの更なる回復など独自カタリストにより底堅い株価推移を予想。
- 債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。しかし、マイナス金利解除はまだ先。
- リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。
- 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 … 高金利政策は継続するものの、過剰貯蓄の取り崩しやインフレ低下で景気は腰折れせず。
- 債 … 年内は政策金利の据え置きを見込む。長期金利は3%台での推移が継続しよう。
- 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。



豪州

- 経 … 高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。
- 債 … 賃金上昇率の加速が続きインフレ沈静化には時間を要するため、利上げ余地を残す。
- 為 … RBAの利上げ継続姿勢により、米国対比での金利上昇が見込まれ、豪ドル高へ。



中国

- 経 … 効果的な景気支援策が打ち出される可能性は低く、景気低迷が長引くリスクが浮上。
- 株 … 効果的な景気対策の欠如や、不動産発の信用不安を受け、目先はリスク回避が強まろう。
- 債 … 追加金融緩和は小幅も、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利低下が進もう。
- 為 … 輸出の低迷や、景気見通しの悪化等を受け、対米ドルで人民元安が進みやすい。



ブラジル

- 経 … 高金利で目先の経済成長は巡航速度を下回るが、利下げで年終盤から緩やかに回復。
- 債 … 相対的に高い金利収入と債券価格上昇の両方を期待できる局面が継続。
- 為 … 利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。

世界経済・金融市場見通し

ソフトランディング論の光

8月入り後の株式市場は世界的に反落基調となった。もっともこの間、世間一般的には景気の「軟着陸（ソフトランディング）」の可能性が高まった。例えば7月FOMCでは、FRBスタッフはもはや米国の景気後退を予想していないとされたことなどがある。これはソフトランディング論の光と言える部分だ。しかし、株式市場が軟調であったのは、ソフトランディング論には影の部分もあることを意味する。

ソフトランディング論の影

この間の特徴の1つは、各国で長期金利が大きく上昇したこと。インフレが沈静化方向にあるにもかかわらず、昨年末の水準を上回っている。その背景には、景気が想定よりも強いということは、インフレも想定ほどには下がりにくいと考えられることなどがある。それゆえ利下げ時の最終地点の見通しが切り上がり、米国では足元で4%程度となっている。これがソフトランディング論の影の部分に当たる。

どちらのシナリオが好ましい？

つまり、ソフトランディング論にはポジティブ・ネガティブの両面がある。では、以下のシナリオはどちらが好ましいのか？ ①ソフトランディング+利下げは4%まで、②ハードランディング+利下げは2%まで。株式の運用担当者にとっては、一時の痛みを伴うものの、総じて②の方が好ましいようだ。市場の見通しが②から①へとシフトしたことがトータルではネガティブな反応になったと言えよう。

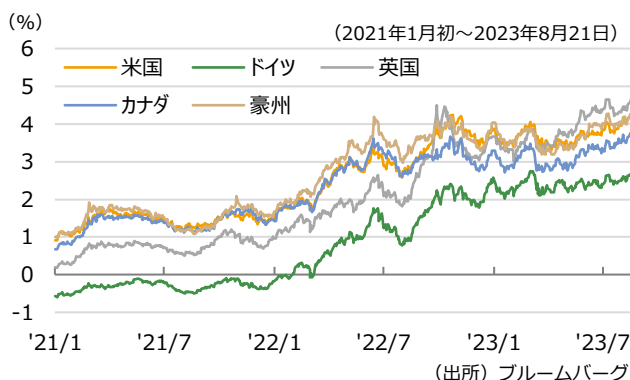
短期的に「4時」、中期的に「2時」

加えて、中国経済が減速し「チャイナショック」となるリスクが高まっていることにも警戒が必要だ。とはいえ「チャイナショック」は、グローバル需要減退（インフレ沈静化要因）という観点で、禍転じてとなる可能性もある。あるいは上記シナリオの②にシフトするとも言える。先行きの株式市場全般の方向性を時計に例えると、目先3カ月程度でみれば「4時」、1年先でみれば「2時」と想定している。

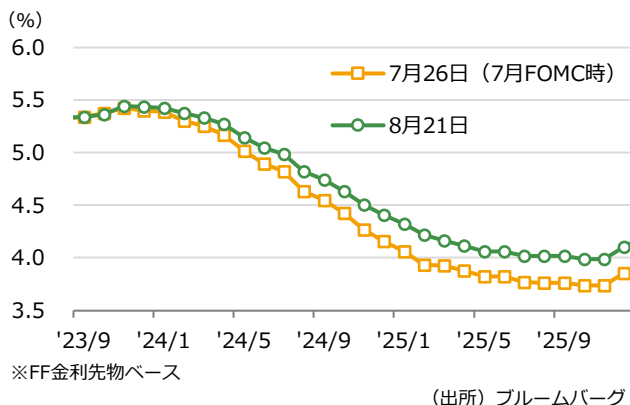
世界株式



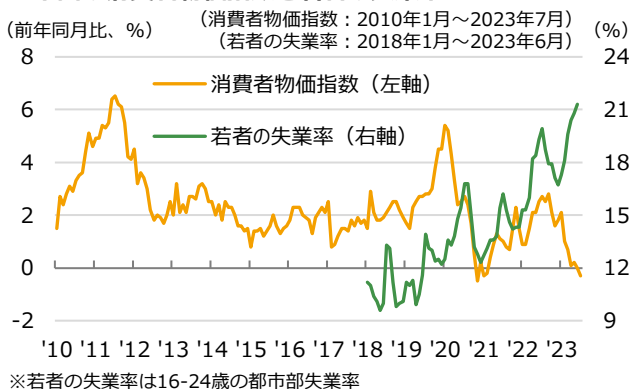
先進各国の10年国債利回り



米国の政策金利見通しの変化



中国の消費者物価指数と若者の失業率



		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				景気後退回避シナリオにシフト、高金利下で景気が力強さを増す展開にむしろ注意。製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで、ゼロ近傍の成長が継続。経済活動正常化さらに進み、原材料高—服に加え賃上げの効果もあり回復傾向継続。高金利政策は継続するものの、過剰貯蓄の取り崩しやインフレ低下で景気は腰折れせず。高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。効果的な景気支援策が打ち出される可能性は低く、景気低迷が長引くリスクが浮上。高金利で目先の経済成長は巡航速度を下回るが、利下げで年終盤から緩やかに回復。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※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				金利上昇により足元の株価は軟調、金融政策の不透明感後退を待ちたい。景況感悪化が目立ち、業績モメンタムも先進国内で見劣り、慎重スタンス。インバウンドの更なる回復など独自カリストにより底堅い株価推移を予想。効果的な景気対策の欠如や、不動産発の信用不安を受け、目先はリスク回避が強まろう。史上最高値を更新しているものの、割高感はみられておらず、上昇余地があると予想。米中摩擦の恩恵や構造改革を受け、株価指数の上昇余地があると予想。利上げ再開の懸念が浮上しており、目先は株価調整の可能性に注意。目先は、急速な上昇を受けスピード調整が出やすいが、中長期的な上昇傾向は変わらない。
	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				

債券	米国				景気の底堅さと需給不安が金利上昇材料に、利下げ機運の高まりは時間を要す公算。金融引き締めによる景気悪化とインフレ期待の下振れで長期金利は早晚低下へ。YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。しかし、マイナス金利解除はまだ先。年内は政策金利の据え置きを見込む。長期金利は3%台での推移が継続しよう。賃金上昇率の加速が続きインフレ沈静化には時間を要するため、利上げ余地を残す。追加金融緩和は小幅も、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利低下が進もう。相対的に高い金利収入と債券価格上昇の両方を期待できる局面が継続。過大な金融引き締めによる景気悪化とインフレ期待の下振れで長期金利は早晚急低下へ。エルニーニョ等への懸念が幾分高まるも、利上げ再開の可能性は低く、レンジ推移が続こう。エルニーニョ等への懸念や、実質金利の低下を受け、長期金利のレンジ推移を予想。インフレ鈍化で年内利下げ開始の可能性も十分。高い金利水準と金利低下期待が魅力。※脚注参照 インフレ再加速により利上げは継続。利上げ一巡後は高金利が評価される可能性も。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				業績動向は堅調継続。外部環境に左右される展開を想定。今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。
	日本				

商品	原油				OPECプラスの協調減産や石油備蓄の積み増し、米国の需要下振れリスク後退が支えに。米経済の力強さと米実質金利の高止まりが重荷。中銀の金準備積み増しが下支え要因。
	金				

※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）

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

為替	米ドル				米金利上昇・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。追加利上げ観測によるユーロ高圧力が後退し、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。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、対米ドルで堅調な推移に。RBAの利上げ継続姿勢により、米国対比での金利上昇が見込まれ、豪ドル高へ。輸出の低迷や、景気見通しの悪化等を受け、対米ドルで人民元安が進みやすい。利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。追加利上げ観測が債券高要因として残るが、景気減速下の金利低下が債券安要因に。貿易赤字の縮小、中銀の介入等を受け、外部環境悪化の局面でも底堅い推移を予想。相対的に堅調に推移していたことや、経常黒字の縮小を受け、目先は通貨安が進みやすい。経常収支の改善期待と、ペソの高値警戒感の綱引きの中、レンジ推移を予想。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しようが、目先は米ドル高で減価圧力が強まろう。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。※脚注参照 中銀は通貨高に導くほど利上げする意志がなく、対米ドルで横ばいと減価の繰り返しに。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	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				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 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 2021年	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	5.9	2.1	2.1	1.1	0.00 ~ 0.25	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.50 ~ 4.75	1.51	3.87	3.4	2.9
ユーロ圏*1	5.4	3.3	0.5	1.1	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.50 4.00	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.9	1.5
日本	2.2	1.0	2.6	1.6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.07	0.42	0.6	0.7
カナダ	5.0	3.4	1.5	1.0	0.25	4.25	5.00	4.25	1.43	3.30	3.2	2.9
豪州	5.2	3.7	1.5	1.4	0.10	3.10	4.60	4.10	1.67	4.05	3.9	3.6
中国	8.4	3.0	4.4	4.6	2.95	2.75	2.40	2.40	2.78	2.84	2.5	2.6
ブラジル	5.0	2.9	2.5	1.5	9.25	13.75	11.75	8.00	10.94	12.71	10.5	9.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国 NYダウ	36,338 18.7%	33,147 -8.8%	35,700 7.7%	38,000 6.4%	米ドル	115.08円 11.5%	131.12円 13.9%	134円 2.2%	123円 -8.2%
米国 S&P500	4,766 26.9%	3,840 -19.4%	4,360 13.6%	4,650 6.7%	ユーロ	130.90円 3.7%	140.41円 7.3%	143円 1.8%	132円 -7.7%
欧州 STOXX 50	4,298 21.0%	3,794 -11.7%	4,100 8.1%	4,450 8.5%	カナダ・ドル	91.08円 12.3%	96.76円 6.2%	103円 6.4%	97円 -5.8%
日本 日経平均株価	28,792 4.9%	26,095 -9.4%	32,500 24.5%	35,000 7.7%	豪ドル	83.68円 5.3%	89.37円 6.8%	95円 6.3%	91円 -4.2%
日本 TOPIX	1,992 10.4%	1,892 -5.1%	2,250 18.9%	2,450 8.9%	中国人民元	18.11円 14.7%	19.16円 5.8%	18.6円 -2.9%	17.1円 -8.1%
中国 MSCI	84.29 -22.4%	64.47 -23.5%	60 -6.9%	62 3.3%	ブラジル・レアル	20.65円 3.8%	24.80円 20.1%	28.5円 14.9%	26.2円 -8.1%

	リート			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国 NAREIT指数	26,561 43.2%	20,089 -24.4%	25,900 28.9%	28,000 8.1%
日本 東証REIT指数	2,066 15.8%	1,894 -8.3%	2,000 5.6%	2,050 2.5%

※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。

(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

その他の国々 - 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 2021年	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
英国	7.6	4.1	0.3	1.2	0.25	3.50	5.75	4.00	0.97	3.67	3.5	3.0
インド*1	9.1	7.2	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.33	7.0	6.5
インドネシア	3.7	5.3	5.4	5.2	3.50	5.50	5.75	5.25	6.38	6.94	6.0	6.5
フィリピン*2	5.7	7.6	5.5	5.3	2.00	5.50	6.25	5.75	2.18	4.49	4.2	3.5
ベトナム	2.6	8.0	5.8	6.5	4.00	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	3.5	2.5	5.50	10.50	11.00	9.00	7.57	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-2.1	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.6	2.5	3.0	14.00	9.00	25.00	15.00	23.18	9.16	20.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
インド	2,037	2,069	2,380	2,500	英ポンド	155.74円	158.47円	166円	151円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	5.0%		10.3%	1.7%	4.8%	-9.0%
インドネシア	6,696	7,393	8,200	8,500	インド・ルピー	1.55円	1.59円	1.65円	1.58円
MSCI	1.5%	10.4%	10.9%	3.7%		9.5%	2.7%	3.7%	-4.2%
ベトナム	1,498	1,007	1,280	1,350	インドネシア・ルピア*3	0.807円	0.844円	0.893円	0.831円
VN指数	35.7%	-32.8%	27.1%	5.5%		9.3%	4.5%	5.8%	-6.9%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.38円	2.48円	2.37円
						5.2%	5.3%	4.3%	-4.4%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.559円	0.57円	0.53円
						12.7%	10.9%	1.9%	-7.0%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.72円	8.5円	8.2円
						8.0%	19.9%	26.5%	-3.5%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	1.77円	-	-
						9.7%	15.5%	-	-
					トルコ・リラ	8.55円	7.00円	4.6円	3.8円
						-38.5%	-18.2%	-34.3%	-17.4%

※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 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(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

ソフトランディング見通しへとシフト

前月号で注目した7月ISM製造業景況感指数は46.4と、反発したものの物足りなさも残った。ただし、先行する新規受注・在庫バランスは更なる改善を示唆している。また、アトランタ連銀による7-9月期実質GDP推計値は執筆時点で前期比年率+5.7%と、景気は大幅に加速しうる。景気モメンタムの想定外の力強さを受け、当社は景気後退見通しを撤回し、ソフトランディング見通しへとシフト。

高金利環境でも衰えない財消費

景気の前向きさを象徴するように高金利環境で財消費が拡大した。7月小売売上高は前月比+0.7%、GDP算出に使われるグループは同+1.0%とともに市場予想を大幅に上回った。後者は、価格変動の影響を簡便的に除いた実質値でも同+1.2%と非常に強かった。そのほか、サービス消費との連動性が高い外食も同+1.2%と強く、サービス消費も加速した公算。景気の屋台骨である消費が全体を牽引する。

賃金上昇率を下回るインフレ率

7月CPIは総合で前年同月比+3.2%、食品・エネルギーを除くコアで同+4.7%だった。総合こそ前月から反発したものの、インフレ目標を考えるに際してFRBが注目するコアは4カ月連続で鈍化した。住居費がピークアウトしており、コアの鈍化基調は今後も継続する公算が大きい。インフレ率は賃金上昇率を下回っており、実質賃金上昇率の大幅なプラスが高金利環境下での個人消費を下支えしている。

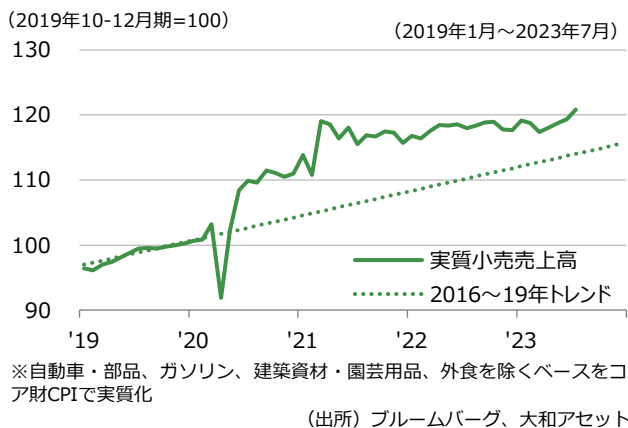
労働需給は緩慢ながらも均衡方向に

6月JOLTS求人件数は958万件、7月非農業部門雇用者数は前月比+18.7万人と、単月の振れはあるものの、労働需要指標はともに鈍化傾向を辿っている。求人・失業倍率で見た労働需給は、均衡を示す1.0を大きく上回る引き締まった状態であるとはいえ、ひっ迫感は緩慢ながらも後退傾向にある。離職率の低下なども踏まえれば、賃金上昇率は労働需給を反映する形で緩やかに鈍化していくと見込まれる。

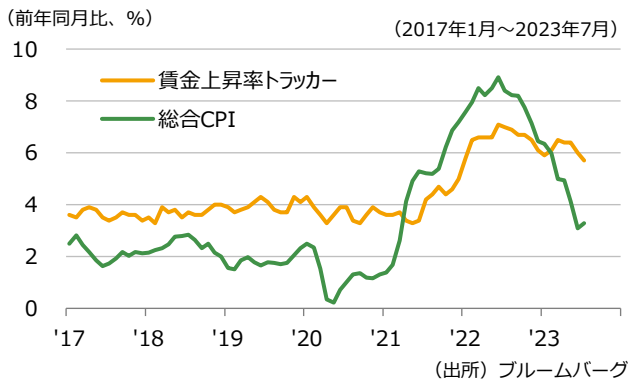
ISM製造業景況感指数と受注・在庫バランス



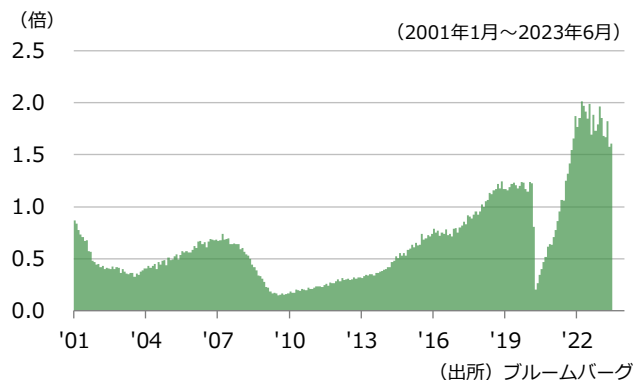
小売売上高



総合CPIと賃金上昇率トラッカー



求人・失業倍率





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。直近1カ月の騰落率は先進国内で低位。米国経済は堅調であり、企業業績も総じて底堅いものの、10年国債利回りが4%台となるなど金利上昇に対する警戒感が高まり軟調に推移した。金利上昇はFRBの利下げ開始時期など、今後の金融政策の不確実性が高まっていることを示唆しているとも言え、当面、金利の動きに一喜一憂しやすい状況が継続すると見込まれる。

金利変動の影響を受けやすい状況

S&P500の12カ月先予想PERは18倍台後半、リスクプレミアムは1%程度。PERは過去平均に近付きつつある一方、リスクプレミアムは低水準（割高）。低いリスクプレミアムは株式市場が金利変動の影響を受け易い状況にあるとも言える。一方、企業業績は総じて底堅く、もう一段の株価下落の際には、PERの観点から株価の売られ過ぎが意識される展開が期待出来ると考え、中立判断は継続する。

米国企業の業績は底堅さを維持

S&P500の12カ月先予想EPSのリビジョン指数は8月に入りプラスに転じた。セクター別のリビジョン指数を見ると、一部のセクターはマイナスであるものの、指数構成ウェイト上位5セクターは金融を除き、プラス圏にある。グローバルで製造業への業績懸念が高かった今回決算だが、米国企業の業績は全体としては底堅さが継続した点をポジティブに評価出来る。

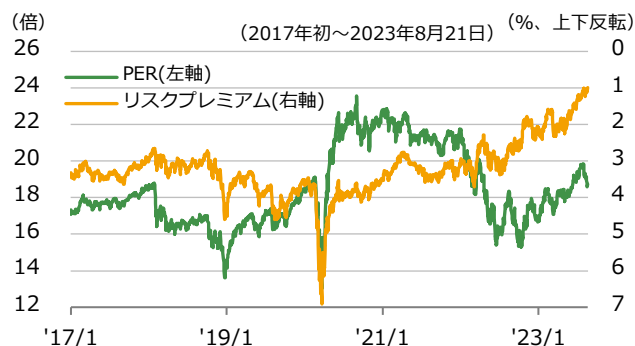
金融政策の不確実性後退を待ちたい

その一方、金融政策の先行きに関する不確実性は直近1カ月で上昇。想定より強い米国経済の裏返しとも言えるが、不確実性の上昇は株価にマイナス。特に利下げ開始時期に関する見通しの不安定化は影響が大きいと考えている。9月に示されるFOMC参加者の政策金利見通しなど、FRBによる情報発信を通じて、株式市場における今後の金融政策の見方が再び固まってくるタイミングを待ちたい。

S&P500の推移



S&P500のPERとリスクプレミアム

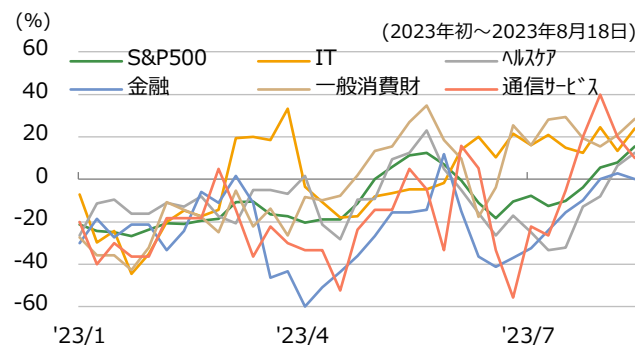


※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはS&P500の益利回り－10年国債利回り

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

リビジョン指数の動向(12カ月先予想EPS)

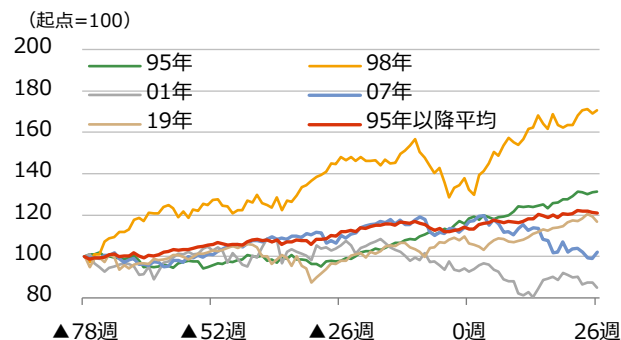


※前月末と比べ予想値が上昇した銘柄数と下落した銘柄数より算出

※セクターは指数構成ウェイト上位5セクターを表示

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

利下げ開始前後のS&P500指数の推移



※ 0週は利下げ開始日の週末を指す

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

市場参加者の中期的な政策金利観に変化

10年債利回りが一時4.36%と2007年以来の水準を付けるなど、金利は長期を中心に大幅上昇。他方、SOFR金利先物は2024年末にかけて目立って変化していない。つまり、年内の利上げ期待の高まりや来年の利下げ期待後退が金利上昇の主因ではないことになる。前月号からの大きな変化は、2026年以降の金先が大きく上昇しており、市場参加者は中期的な政策金利観を大きく引き上げていることになる。

投資判断を「中立」に引き下げ

中期的な政策金利観の変化が持続的かを見極めるため、投資判断を「中立」へ引き下げた。また、米国債増発発表を機に、需給不安が熾っており、新興国中銀の為替介入に伴う米国債売り観測も出始めている。なお、格付け会社フィッチが8月初に米国債の格付けを「AAA」から「AA+」へと引き下げたが、債券市場への直接的な影響は限定的とみられる。

リート

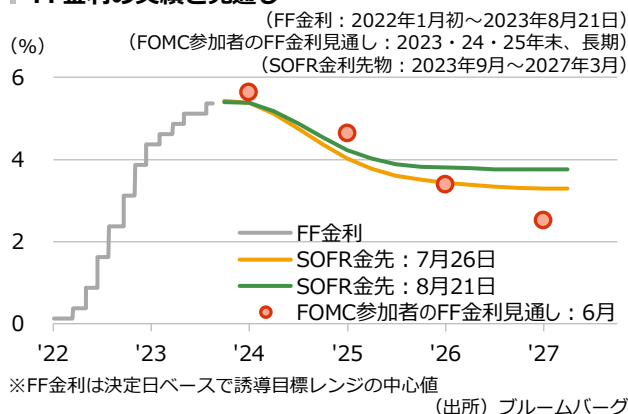
金利上昇を受けて軟調推移

米国リート市場は、7月半ばから8月半ばにかけて長期金利の上昇などを背景に軟調推移。インフレが鈍化する中での金利の上昇はリートにとっては逆風。一方、4-6月期の決算は賃料上昇を背景におおむね堅調継続。2023年の業績見通しについても多くの銘柄で引き上げられた。今後も金利や金融政策など外部環境の動向が米国リート市場のパフォーマンスを左右しよう。

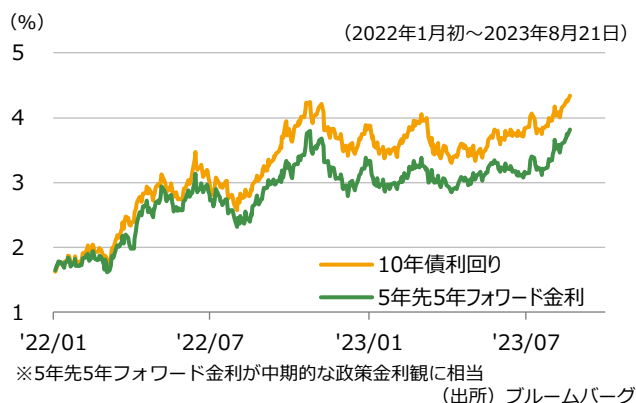
セクター別で業績動向に強弱

セクター別の業績動向では、住宅、データセンター、セルフストレージ、産業施設などが、2023年1-3月期に続き4-6月期も好調なキャッシュフロー成長を達成した。またヘルスケアでは、介護関連施設を中心に新型コロナで落ち込んだ業績の回復が進んでいる。一方、オフィスは、高い空室率などを背景に軟調な業績動向が継続。

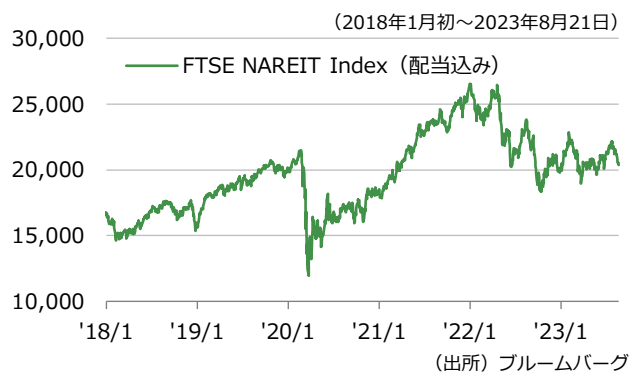
FF金利の実績と見通し



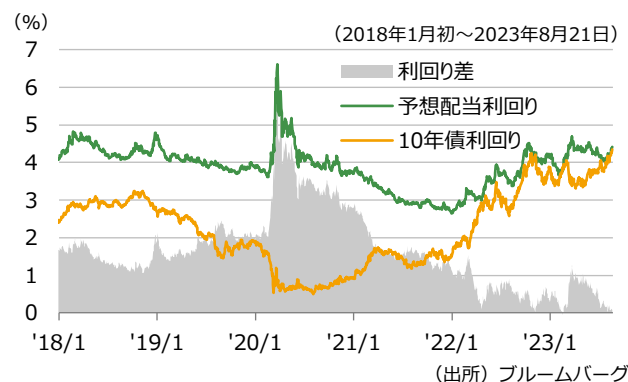
10年債利回りと5年先5年フォワード金利



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

米金利上昇とともに米ドル高・円安に

日米5年国債金利差と米ドル円は基本的に連動している。昨年の米金利上昇局面では日米金利差のわりに米ドル高だったが、米利上げ減速観測で米金利が低下した11月以降は米ドルの割高感が解消。日銀政策修正観測が高まった12月以降は金利差のわりに円高となり、今年5月以降は米金利上昇とともに米ドル高に傾いた。米金利上昇傾向で日米金利差のわりに米ドル円の水準が高い状況が続いている。

米ドル円は年内130～150円程度を予想

近年、日米5年国債金利差が4.3%なら米ドル円は144.4円を中心に136.7～152.1円、3.3%なら134.0円を中心に126.3～141.7円に収まりやすい。また、金利差縮小局面では日米金利差のわりに米ドル円が低水準となりやすい。来年初めにかけてはFRBの金融引き締め姿勢が後退するにつれて米金利が低下（日米金利差が縮小）し、米ドル円は130～150円程度のレンジ内で下落傾向になると予想する。

米実質金利は米ドル安要因に転換するか

米5年実質金利は近年につけた水準を超え、2008年以来的2.2%台まで上昇。米景気指標の堅調さが続くなかでFRBが高金利を長く維持するとの観測などが背景にある。一方、市場の5年期待インフレ率は2%台前半で安定的に推移している。今後、金利上昇効果で米国の景気減速とインフレ鈍化が進み、FRBのタカ派姿勢が後退することにより、実質金利が低下に転じて米ドル安要因になると予想する。

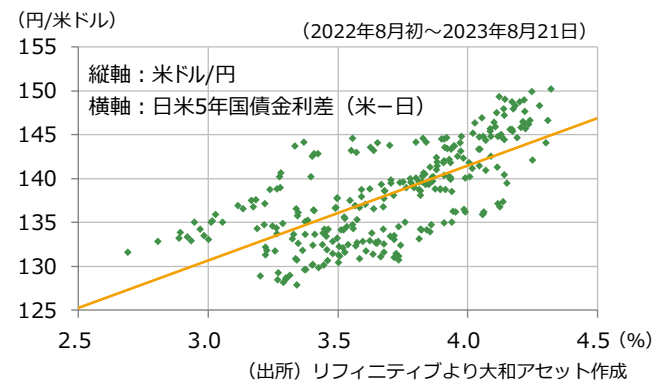
米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

米国のコアCPI（食品・エネルギーを除く）の前年同月比（以下同じ）は7月時点で4.7%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.5%にまで鈍化している。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは7月時点で3.7%であり、米国を上回る。日米のインフレ率逆転はやがて金融政策格差が縮小に向かうとの見方につながり、金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働く要因だろう。

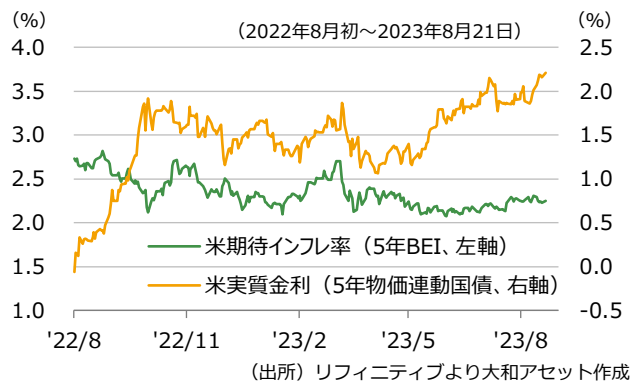
日米5年国債金利差と米ドル円



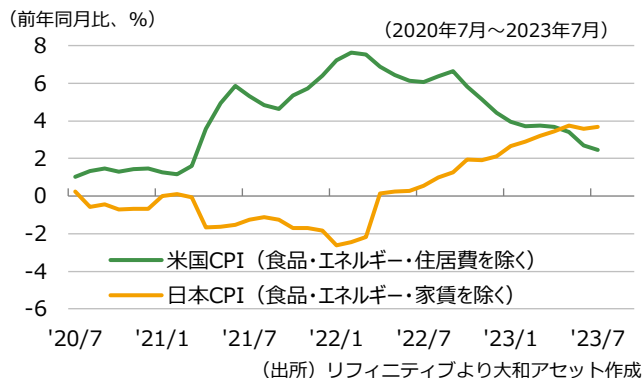
日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



米国の期待インフレ率と実質金利



日米の家賃を除くコアインフレ率





経済

景気は当面低成長が継続

実質GDPは2022年10-12月期の前期比▲0.1%、2023年1-3月期の0.0%の後、4-6月期は0.3%と、小幅に増加した。当面は製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで低成長が継続しよう。コロナ禍による供給制約の解消が進む一方、ECBによる金融引き締め効果の累積的な効果が需要を抑制する。但し、経済に過度な不均衡が存在するわけではなく、大幅な調整を強いられることもない。

製造業の極度の悪化とサービス業の軟化

PMIは製造業が昨年7月以降50を下回って推移し、最近6カ月連続で低下している。水準は新型コロナウイルスの感染拡大初期以来の低さ。サービス業は今年に入り50を上回って推移しているが、最近3カ月連続で低下し50に急接近している。ECBの金融引き締めに加えて、製造業の悪化は中国をはじめとする世界経済の減速が、サービス業の軟化は潜在需要の発現の一巡が要因と考えられる。

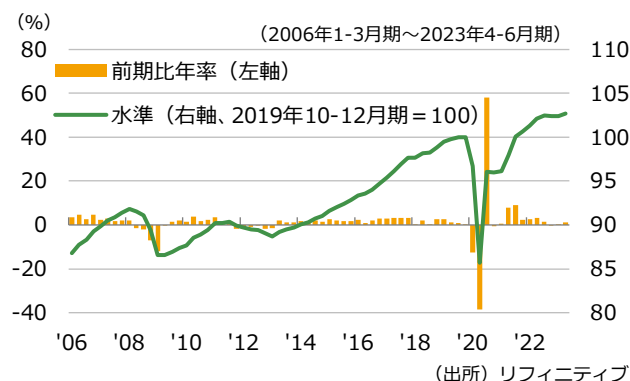
貸出基準の厳格化と借入需要の減少

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、1四半期の例外を除き厳格化し続けており、2023年1-3月期はその程度が欧州債務危機時以来にまで高まった。4-6月期はそこからはやや低下している。企業の借入需要は大幅に減少しており、その程度はリーマン・ショック時を凌ぐ。金融引き締めの先鋭化だけでなく、不確実性の高まりが、借入需要を抑制している公算が大きい。

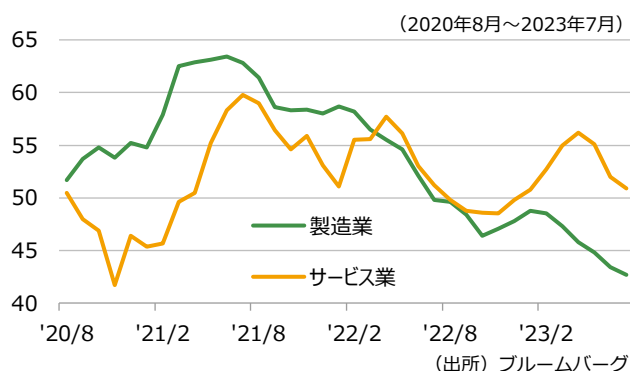
コアのインフレ率は高止まったまま

消費者物価指数は総合ではエネルギー価格の下落を主因に、昨年10月の前年同月比10.6%をピークに直近の7月は5.3%まで伸び率が鈍化している。しかし、食品・エネルギー等を除くコアは同5.5%と高止まったまま。失業率は6.4%とユーロ圏発足最低で、賃金が上振れるなか、サービス価格の伸びは依然加速している。コアのインフレ率はインフレ目標の2%を大幅に上回ったままの可能性が高い。

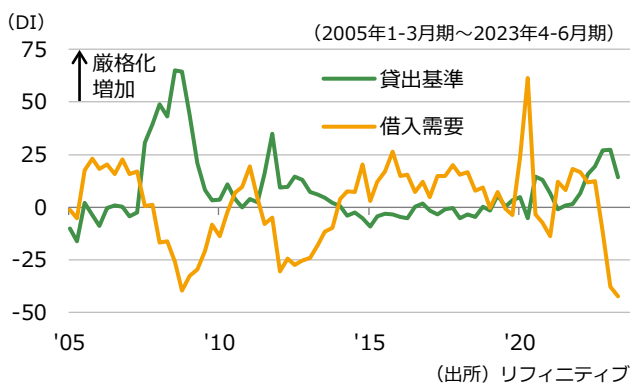
実質GDP



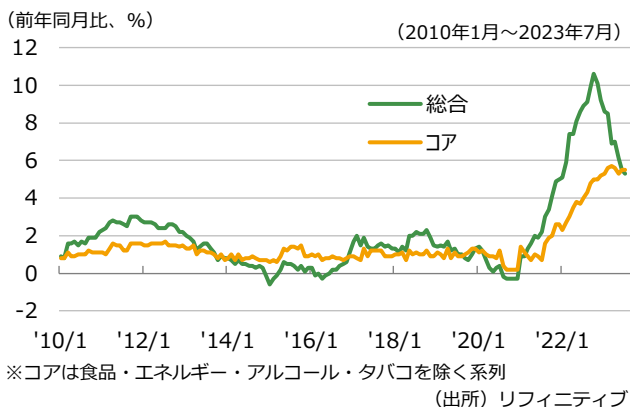
PMI



貸出基準と借入需要



消費者物価指数





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カ月の騰落率は先進国内で低位。米国の金利上昇による株式市場のセンチメント悪化に加え、欧州景気の不透明感も加わり、軟調に推移した。インフレは依然高く、金融政策に対する不確実性が残るほか、中国経済への懸念も欧州株にはマイナスに働き易い。複数の不透明要因があることを考慮すれば、中立判断ながら先進国株における優先度は低いだろう。

企業業績のモメンタムは見劣り

日米欧主要指数の12カ月先予想EPSのリビジョン指数は、足元で欧州のみがマイナス圏にある。セクター別では素材やエネルギーのほか、通信、食品・飲料など幅広いセクターが直近4週間で切り下がっている。悪化が目立つPMIや消費者センチメントなどの改善が見られるまで、欧州株の不確実性は高いと考えている。

債券・金利

ECBは9月の追加利上げで打ち止めか

インフレがあまりにも長きに亘り高過ぎるとの見通しの下、ECBは昨年7月の利上げ開始から9会合連続となる利上げを7月に実施した。それまでは利上げ途上であることを明言していたが、利上げの効果を見極めるため、今後の金融政策はデータ次第であることをラガルド総裁は強調した。しかし、コアのインフレ率の高止まりに鑑みれば、9月も追加利上げの可能性が高い。それを以て利上げ打ち止めか。

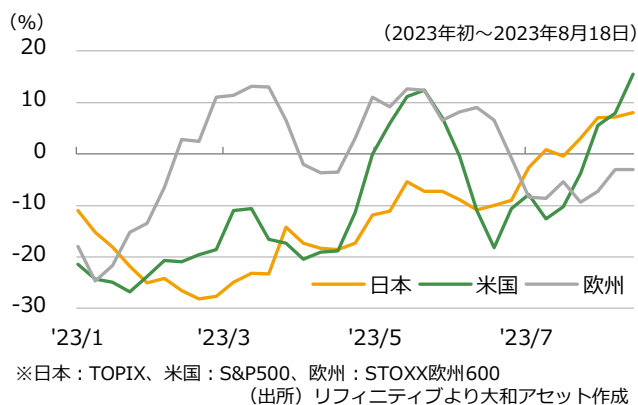
金融引き締め効果で長期金利は低下へ

ECBは従来の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を7月から完全に停止している。資金供給オペの返済もあり、ECBの総資産は時間の経過に伴い着実に減少する。急速な利上げと量的引き締めの強化が、長期的には景気悪化とインフレ期待の下振れをもたらすと考えられることから、長期金利は低下基調での推移を見込む。

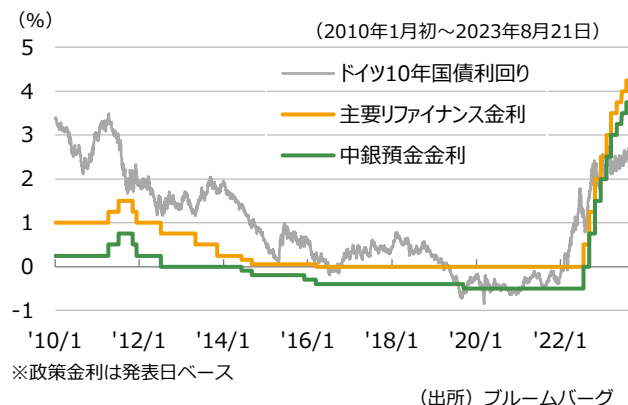
Euro STOXX 50の推移



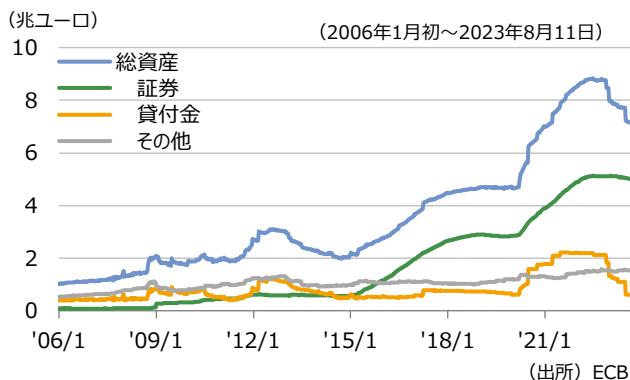
リビジョン指数の動向（12ヶ月先予想EPS）



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

独日金利差縮小につれユーロ安・円高へ

ユーロ圏のインフレ期待が高まるなかでECBの利上げ織り込みが進み、独日5年国債金利差は拡大してきた。だが、コアインフレ率が頭打ちとなり、タカ派のECBメンバーにも利上げに慎重な発言が出始めるなかで、独金利上昇が抑えられつつある。独日金利差が縮小してもリスクオンのうちはユーロ円は下落しにくい、景気減速懸念によりリスクオフに傾くことでユーロ安・円高が進むと予想している。

独米金利差に応じユーロ安・米ドル高に

4月まではFRBよりECBの利上げ姿勢が強いことなどから米金利より独金利が上昇し、ユーロ高・米ドル安が進んだが、5月以降は相対的な独金利低下に転じた。それでも7月まではリスクオンのユーロ高・米ドル安圧力により独米金利差の動向に反してユーロ高・米ドル安が進んだ。最近金利上昇や景気減速を背景にリスクオフに傾くようになったため、金利差に応じてユーロ安・米ドル高が進み始めた。

実質実効為替の水準から言えること

内外物価変動格差を控除した実質実効為替レートを見ると、ユーロは昨年8月を底に上昇してきた。過去20年平均で基準化すると、ユーロは米ドルより安く、円よりも高い。ユーロ圏の対米貿易収支は改善しやすく、対日貿易収支は悪化しやすいことを示唆している。また、為替のインフレ抑制効果が大きい順に米国、ユーロ圏、日本であることを示唆しており、実際のインフレ鈍化もその順に明確である。

最近の経済指標はユーロ高要因に

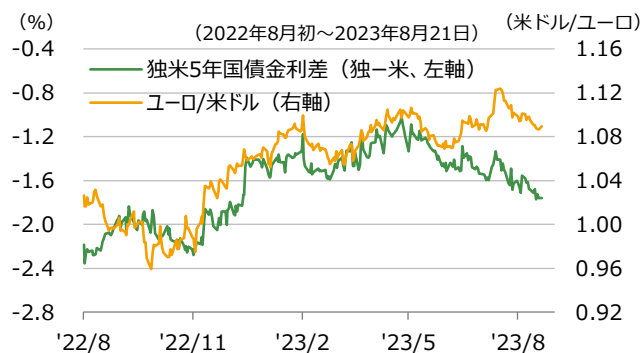
経済指標の市場予想比を反映する経済サプライズ指数（ESI）を見ると、ユーロ圏はマイナス幅が縮小し、米国はプラス幅がほぼ横ばいで推移。ESIの相対的な変化はユーロ高・米ドル安に作用しやすい状況にある。また、先進国が全体的に改善傾向にあるので、欧米金利上昇やリスクオンの円安に作用しやすい状況とも言える。最近の経済指標は米ドルや円に対してユーロ高に作用する要因と言えそうだ。

独日5年国債金利差とユーロ・円相場



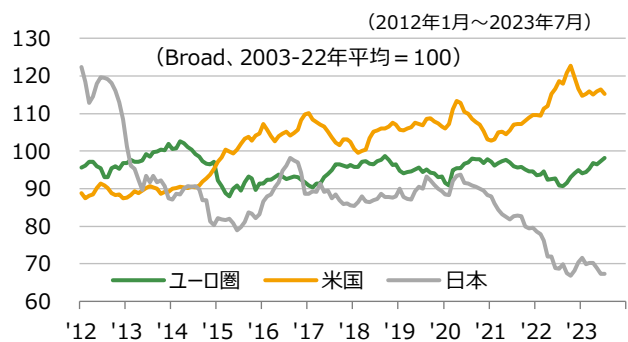
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



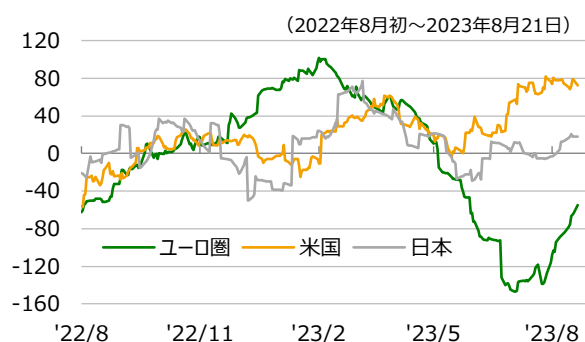
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

実質実効為替レート



(出所) BIS

経済サプライズ指数



(出所) シティグループ、リフィニティブ



経済

景気は当面低成長が継続

4-6月期実質GDPは前期比（以下同じ）0.2%と、依然低成長ながら、過去4四半期の±0.1%のレンジから上振れた。需要項目別では個人消費が0.7%と堅調であった一方、外需のマイナス寄与が大きかった。製造業の極度の悪化とサービス業の底堅さとも相通じる。BOEの金融引き締め効果で、当面は低成長が継続しよう。実質GDPの水準がコロナ前を上回るのは2024年1-3月期と見込む。

賃金と物価のスパイラル的な上昇

週平均賃金は加速し続けており、逆に鈍化が続いている消費者物価指数の総合を上回った。即ち、実質賃金の伸びがプラスに転じた。賃金の上振れはサービス価格の上昇を促しており、消費者物価指数のコアの高止まりをもたらしている。失業率は最近上昇気味で、労働需給に軟化の兆しも窺えるが、賃金と物価のスパイラル的な上昇への懸念は拭えず。

為替

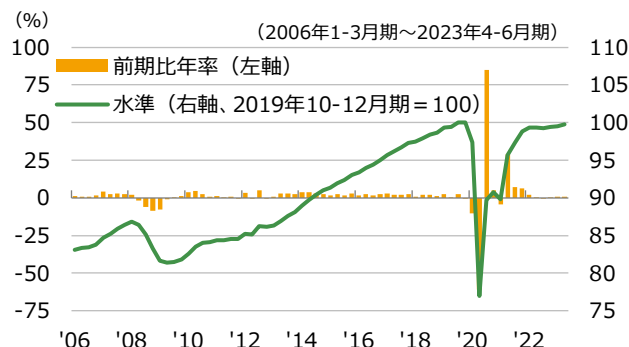
BOEは連続追加利上げへ

BOEは2021年12月の利上げ開始から14会合連続で利上げを実施中。「これまでの大幅な利上げで、現在の金融政策姿勢は引き締めの」との認識だが、「政策金利が十分に長い間、十分に引き締めのであることを確実にする」方針。賃金と物価のスパイラル的な上昇が懸念されるなか、9、11月も各0.25%ポイントの利上げで、政策金利は5.75%までの上昇を見込むが、そこで終わらない可能性も否めず。

追加利上げ観測がポンド相場を下支え

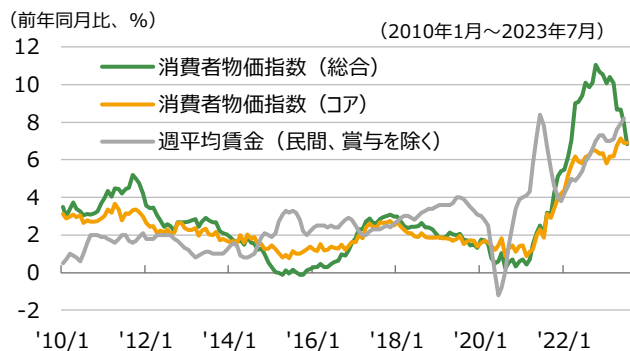
ユーロ圏に比べ英国の長期金利は相対的に上昇し、ユーロに対してポンドが上昇する一因となってきた。ひっ迫していた労働需給には緩和の兆しがあるものの、賃金上昇率が高まり、コアインフレ率の鈍化が進まないため、インフレ抑制のための金融引き締め観測が残りやすい。今後しばらくの間は、追加利上げ観測がポンド相場を支える要因になりそうだ。

実質GDP



(出所) リフィニティブ

消費者物価指数と週平均賃金

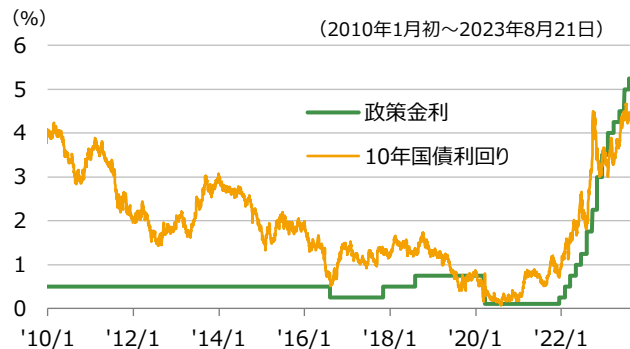


※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

※週平均賃金は3カ月移動平均で2023年6月まで

(出所) リフィニティブ

政策金利と長期金利



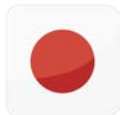
※政策金利は発表日ベース

(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) リフィニティブより大和アセット作成



経済

GDPは名目実質ともに高成長

4-6月期のGDP（前期比年率、以下同じ）は、実質が+6.0%、名目が+12.0%と名目実質ともに高い伸びを示した。実質の寄与度は、民間最終消費支出が▲1.1%となるなど内需が▲1.2%となった一方、インバウンド消費回復や自動車輸出増、エネルギー輸入減等により、外需が+7.2%と大きく伸びた。今後は中国の訪日団体旅行解禁による上乗せや賃上げの効果も期待され、高い伸びの継続が想定される。

中国の訪日団体旅行解禁

8月10日に中国政府が日本への団体旅行の解禁を発表した。中国からの訪日客数は、2019年7月の月間約105万人がピークであったが、2023年7月は約31万人とピーク時の約3割の水準に留まり、今後の回復が期待される。新型コロナ前比では、1人当たりの消費額が大幅に増加していること、円安人民元高が進んでいることなどから、今後年間1~2兆円程度のインバウンド消費の上乗せが期待される。

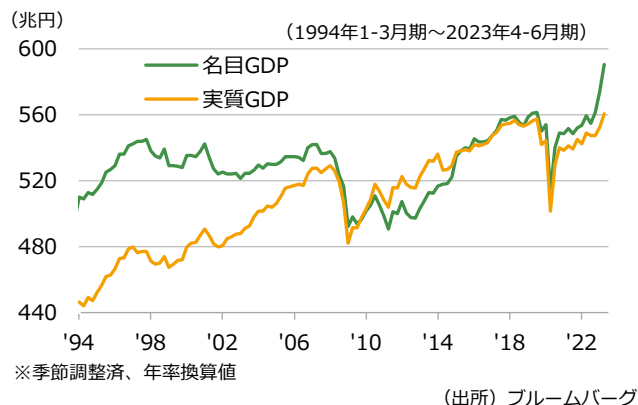
消費者物価は高止まり

7月の消費者物価指数（前年同月比、以下同じ）は+3.3%と前月から横這いとなったが、政府の物価対策の影響を除くと+4%以上の高い伸びが継続している。先行性のある輸入物価が下落しており、今後タイムラグを伴い消費者物価の伸びも鈍化すると思われるが、物価対策は9月分までの予定となっているほか、賃上げ効果や企業の積極的な価格転嫁の姿勢などから高止まりが長期化する可能性もある。

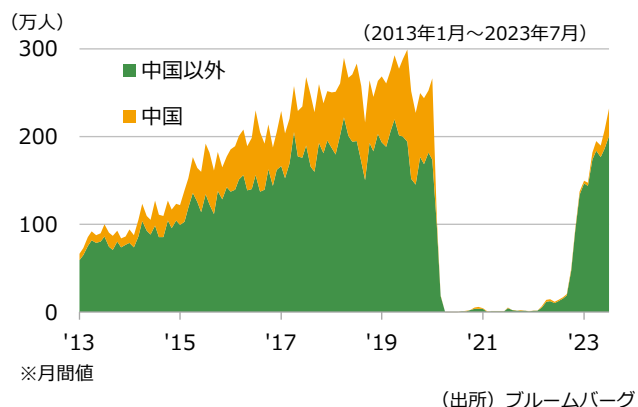
賃上げの効果に注目

6月の現金給与総額（前年同月比）は+2.3%と5月の+2.9%から伸び率が鈍化した。賃上げの反映が想定されていたことから、やや期待外れの感はあるが、振れの大きい統計であり、基調的な賃金増加傾向に変化はない。実質賃金は前年比マイナスが続いているが、企業の価格設定に今後の賃上げの影響を加味する動きも見られており、長らく続いた低インフレ局面から脱する可能性が高まりつつある。

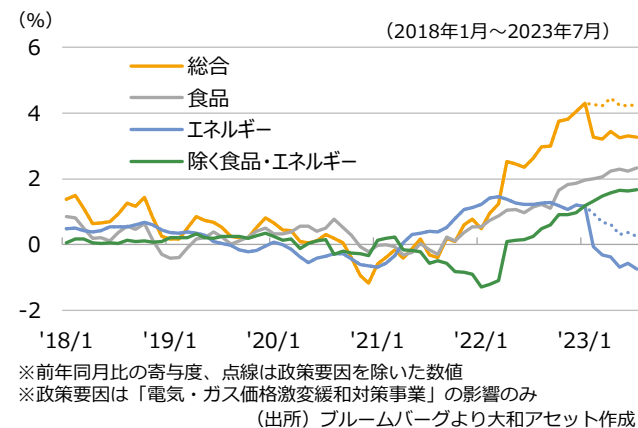
GDP



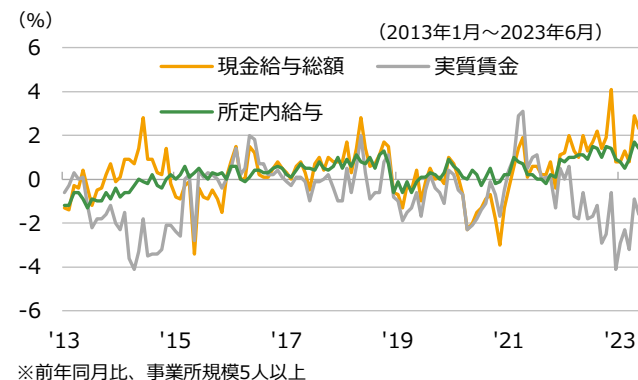
訪日外客数



消費者物価指数



賃金





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気スタンスを継続する。直近1カ月は下落したものの、下落率は欧米株と比べて小幅。米金利の上昇などが下落要因となった一方、中国が日本向けの団体旅行解禁を決定したことが上昇要因になった。東証の資本効率改善要請では、株主還元強化の動きが一部で見られており、日本株に対するポジティブな見方は継続し易い状況にあると考える。

バリュエーションに割高感はない

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍弱、リスクプレミアムは6%台後半で共に目立った割高感はない。4-6月期の株価急上昇時に見られた海外投資家の大幅買い越しは一服したものの、海外投資家による現物株の買い越し基調は足元でも継続しており、需給の底堅さが感じられる動きとなっている。米国や中国に関する不確実性がある中、日本株は相対的に選好され易い環境にあるとみる。

非製造業の利益進捗は良好

右図は1Q（主に4-6月期）利益の対会社計画進捗率と15～19年度における実績利益進捗率との乖離率を見たもの。特に非製造業において過去実績を超過している銘柄が目立ち、5%ポイント以上の上振れ銘柄で全体の3分の1を占める。1Q決算は全体では製造業の減益が目立ったものの、非製造業はしっかりとした業績であったことを示すものであり、今後、会社計画の上方修正が期待出来ると考えている。

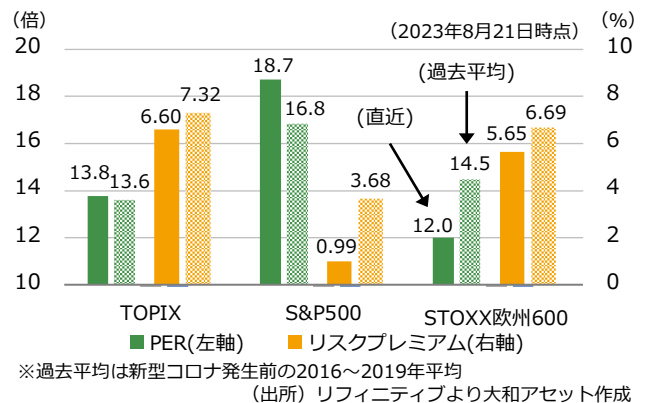
インバウンドに更なる回復余地

8月10日に中国政府は日本などへの団体旅行の解禁を決定した。23年2月6日に第一弾として解禁されたタイの中国人観光客数を見ると、2月以降に明確なレンジの切り上がりが確認出来る。中国の緩和策決定により、今後は期待から実績を確認する段階に移行する点には注意が必要であるものの、年度下期に向け、日本のインバウンドのもう一段の回復が期待出来る点は素直にポジティブ材料になろう。

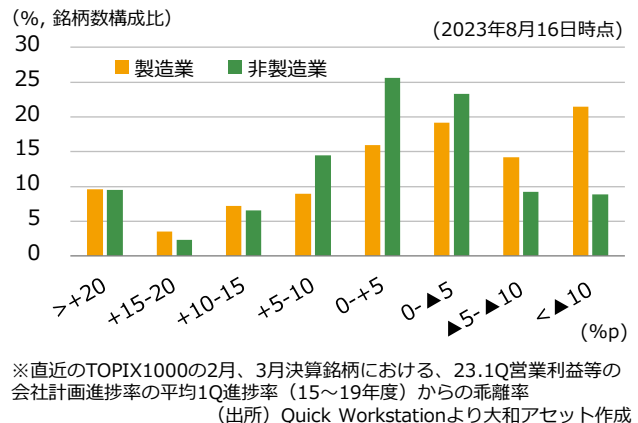
TOPIXの推移



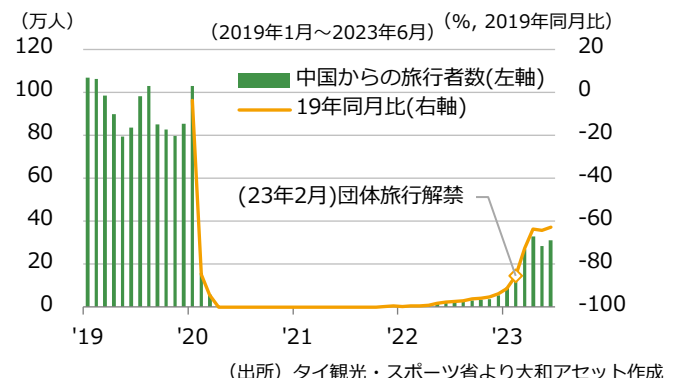
バリュエーションの日米欧比較

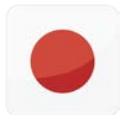


1Q利益進捗率の過去平均からの乖離率



タイにおける中国人観光客数の推移





債券・金利

市場の注目はマイナス金利の解除時期に

7月の金融政策決定会合にてYCCの運用柔軟化が決定され、市場の注目はマイナス金利の解除時期となった。解除時期の市場予想は来年4-6月期と2025年以降に大きく割れている。当社では仮に来年の春闘で2年連続で高い賃上げ率が達成されたとしても、日銀の物価目標達成には依然時間が掛かると予想し、2025年以降の解除をメインシナリオとしている。次の政策修正にはまだ時間があると考えている。

10年国債利回りの予想は変更無し

10年国債利回りの予想値は23年末：0.6%、24年末：0.7%を継続する。YCCの運用柔軟化後の10年国債利回りは概ね0.6%台前半で推移。この間、日銀は臨時の国債買入れオペを複数回実施。買入れ規模は大規模ではないものの、金利の急上昇は容認しない姿勢と解釈出来る動きであり、金利の上昇幅はある程度限られているとみる。

リート

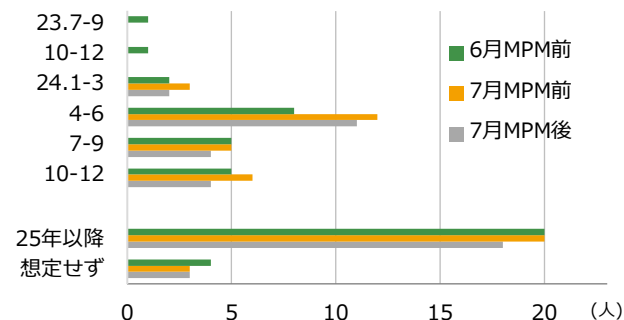
金利上昇でレンジ内で弱含み

5月以降、東証REIT指数は1,850付近から1,900付近のレンジで横ばい圏での推移が続いている。足元では日米長期金利の上昇もあり、レンジ下限の1,850付近まで下落。7月の日銀金融政策決定会合終了後、J-REIT市場では3件の公募増資が相次いで発表されたことも需給悪化懸念から下押し圧力として働いた。

引き続き国内長期金利の動向に注目

秋にかけての公募増資の動向に注意。公募増資の発表が相次ぐと需給悪化懸念から上値を抑えるリスクがある。また上昇が続く米国長期金利の動向と日銀のYCCの運用柔軟化以降の国内長期金利の落ち着きどころに注目。日銀の追加的な金融政策修正への懸念が後退すれば、J-REIT市場にはポジティブに働くと考えられる。

マイナス金利解除時期（エコノミスト予想）



※MPM：金融政策決定会合

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

10年国債利回り



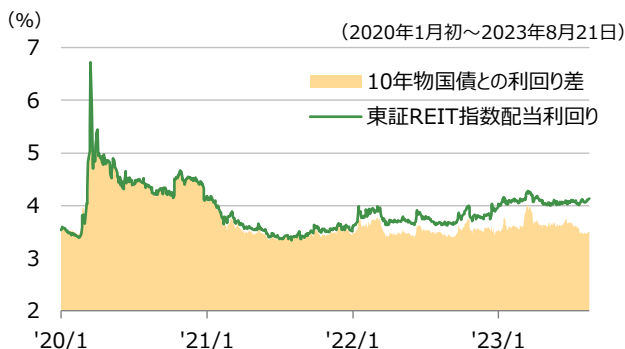
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移



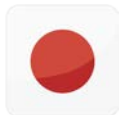
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

米ドル高と円安により米ドル円が上昇

米ドル円は今年7月中旬以降に上昇し、昨年11月以来の米ドル高・円安水準に到達。米ドルと円以外の通貨に対し、米ドル高と円安が進んだ。米金利上昇とリスクオフがともに米ドル高に働いた一方で、海外金利上昇による円安をリスクオフの円高が一部打ち消したかたちだ。米国などの金利上昇がリスクオフを招きつつあるので、次第に金利上昇が進みにくくなり、米ドル高や円安は鈍くなると見ている。

エネルギー高による円安圧力は後退へ

7～8月に米ドル高・円安が進んだ一因に、原油や天然ガスなどのエネルギー価格上昇がある。エネルギー高は、輸入依存度が高い日本の輸入増加を通じて円安に働いたり、生産量が多い米国の金利上昇を促して米ドル高に働いたりする。ただ、供給不足懸念がエネルギー高をもたらしたが、中国などの需要減退懸念がエネルギー高を抑制しつつある。エネルギー高による円安圧力は後退すると見ている。

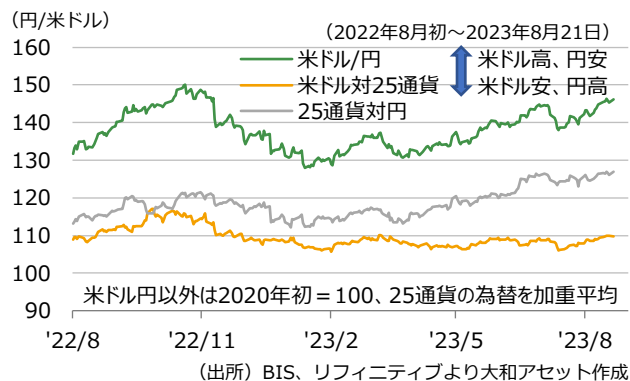
米金利上昇・リスクオフの米ドル高

米金利と株価が逆方向に動くと米ドル相場が変動しやすく、同方向に動くと円相場が変動しやすくなる。7月には米金利低下・株価上昇（リスクオン）で米ドル安に振れたが、その後は米金利上昇・株価下落（リスクオフ）で米ドル高に振れている。ただ、リスクオフは米金利上昇を抑制する要因だ。米金利が低下に転じて、リスクオフのままなら円高、リスクオンになれば米ドル安になりやすいと考えられる。

貿易収支が改善して円高に働く兆し

昨年までは資源高と円安による輸入増が、円安による輸出増を上回り、貿易収支が悪化した。輸出より輸入の外貨建て取引比率が高いので、円安当初は輸入の方が増加しやすいためだ。だが、次第に円建て輸入価格上昇が輸入数量を減少させ、外貨建て輸出価格下落が輸出数量を増加させることで、輸入より輸出が増えやすくなる。実際、相対的に輸出が増加して貿易収支が改善し、円高要因になりつつある。

米ドル・円・他通貨の為替



原油価格と米ドル円

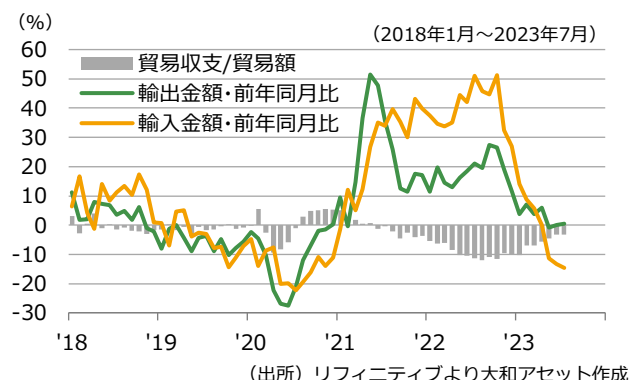


米ドルと円の変動パターン

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	リスクオフ
米金利上昇	円安	米ドル高
米金利低下	米ドル安	円高

(出所) 大和アセット作成

日本の貿易収支比率と輸出入伸び率 (円建て)





経済

経済は低空飛行が継続

月次の実質GDPは、年初の暖冬等による上振れ後、おおむね前月比ゼロ%前後での低空飛行が継続。製造業PMIも足元では好不況の境目とされる50を若干下回る水準で推移。潜在成長率を下回るが深刻な景気後退には陥らないという、経済のソフトランディング（軟着陸）を達成しつつインフレが沈静化する可能性が月を追うごとに高まっている。実質GDP成長率は引き続き今年を1.5%、来年を1.0%と予想。

貸し渋りによる経済失速リスクは限定的

金融機関の貸出態度は足元で厳格度合いが弱まっており、過度な貸し渋りにより経済が失速するような状況にはないと言える。一方、企業の信用状況は悪化傾向が続いているほか、改善傾向にあった消費者の景況感も6月と7月の利上げを受けて上昇が一服しており、借り手側は着実に金融引き締めの影響を受けていることが示唆される。景気の極端な再加速も失速も想定しにくい状態がしばらく続きそうだ。

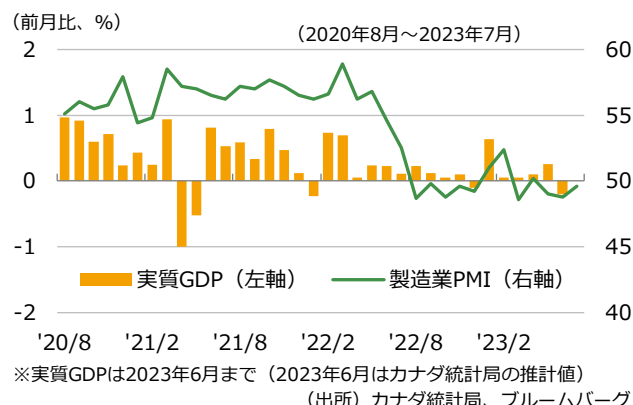
労働市場のミスマッチ解消は着実に進む

コロナ禍では労働市場のミスマッチにより、UV曲線が右上にシフトしていた（失業率上昇と欠員率上昇）。その後は行動制限の緩和や労働供給の拡大がミスマッチの解消につながり、UV曲線は徐々にコロナ前の関係性に近づいている。今後も労働市場のミスマッチ解消が進めば、失業率の大幅な上昇を回避しつつ欠員率が低下し、それに連動して賃金上昇率ならびにインフレ率が鈍化する可能性が高い。

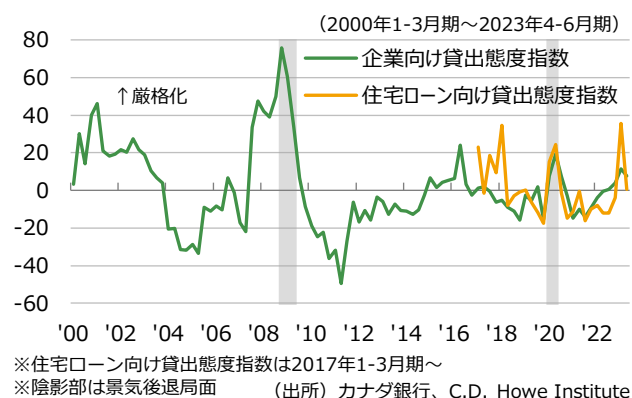
辛抱強くインフレ沈静化を待つ時間帯

カナダ銀行が重視するコアCPI（加重中央値とトリム平均値）の3カ月前比年率は、依然として2%の物価目標達成と整合的なペースから上振れたまま。しかし、加重中央値は6月の+3.8%から7月に+3.6%へ、トリム平均値は+4.0%から+3.4%へ鈍化したほか、4-6月期の需給ギャップは前期からプラス幅が縮小したと推計されている。物価目標達成にはなお時間を要するが、その方向には進んでいる。

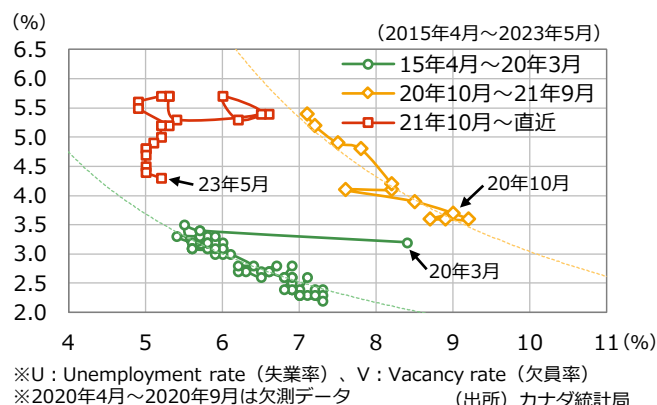
実質GDPと製造業PMI



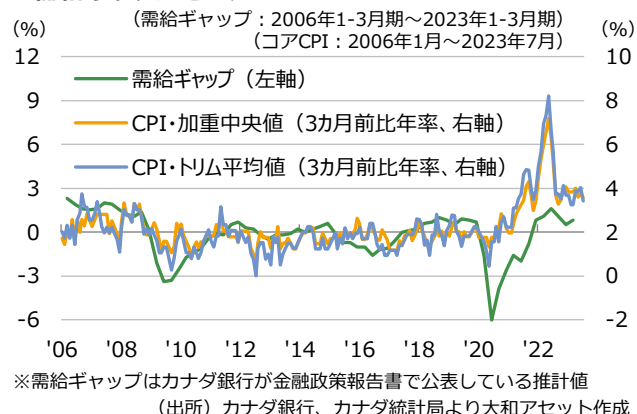
金融機関の貸出態度



UV曲線（横軸：失業率、縦軸：欠員率）



需給ギャップとコアCPI





債券・金利

カナダ銀行は様子見姿勢に

カナダ銀行は7月金融政策決定会合で0.25%ポイントの利上げを決定し、政策金利を5.00%とした。当社は利上げ局面が終了したと予想する。だが、同行の説明によると今後の決定は、コアCPIやインフレ見通しの評価、および特に①需給ギャップ、②インフレ期待、③賃金上昇率、④企業の価格設定行動がインフレ目標達成と整合的な方向に進むか否かに依存するため、追加利上げの可能性も排除できない。

来年以降の利下げ余地が不透明に

足元で自然利子率が上昇したか否かの議論が活発化している。移民急増による労働投入量の高い伸びや労働生産性の回復で向こう数年の潜在成長率は長期トレンドを上回ると予想される。自然利子率が潜在成長率に連動する推計モデルもあるため、短期の自然利子率は上昇した可能性が高く、将来の利下げ余地の縮小（長期金利上昇）観測につながっている。

為替

相対的なカナダ・ドル高予想は変わらず

米国経済の想定以上の強さが米国の自然利子率上昇説につながったことなどから、この1カ月では相対的に米国の長期金利が上昇し、カナダ・ドルは米ドルに対して減価。一方、カナダ経済も相応に底堅く、米国同様に自然利子率が上昇したとの観測がある。来年以降の相対的な米国の利下げ余地の大きさから、基調的な長期金利差の縮小とカナダ・ドルの増価を見込むが、自然利子率の議論には要注目だ。

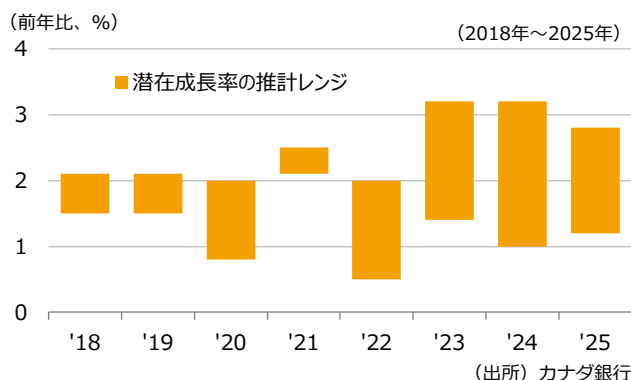
対外収支の改善に期待

公務員ストライキや対米需要の減速を主因に、5月と6月は原油価格に比べて財の貿易収支が大きく下振れた。7月もブリティッシュコロンビア州の港湾ストライキの影響が懸念される。しかし、対米需要の回復が示唆されるほか、原油価格も反発したため、ストライキ等の特殊要因が消えれば、貿易収支の改善による実需面からの通貨下支えが期待される。

政策金利と10年国債利回り



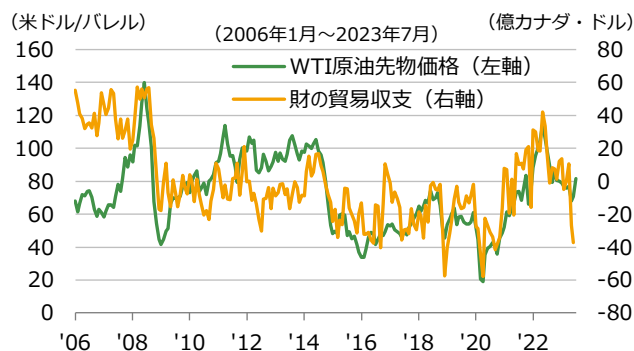
潜在成長率（カナダ銀行の推計）



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



原油価格と貿易収支



※原油価格は各月末値

※貿易収支は2023年6月まで

(出所) ブルームバーグ、カナダ統計局

経済

個人消費の減速に歯止めがかかるか

高インフレや金利上昇が重荷となり、個人消費は減速してきた。ただし、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄、好調な労働市場、急速な人口増加などに支えられて個人消費が腰折れするまでには至っていない。今後はインフレ率が緩やかながらも鈍化する中で、遅れて上昇してきた賃金上昇率が更に上昇すること（実質賃金の上昇）により、家計の購買力が高まり、個人消費は底堅さを増すと想定される。

労働市場は本当に転換点を迎えたのか

7月の雇用者数は前月比▲1.46万人と予想外に減少し、失業率は6月の3.5%から3.7%に上昇。先行して減少していたANZ-Indeed求人情数に追随して失業率が上昇し始めたと解釈できるが、発表元は今年4月と同様に学校の長期休暇に伴う季節調整の歪みが雇用者数の減少（失業率の上昇）をもたらした可能性も指摘している。今後1、2カ月のデータを確認しなければ、労働市場の方向性は判断できない。

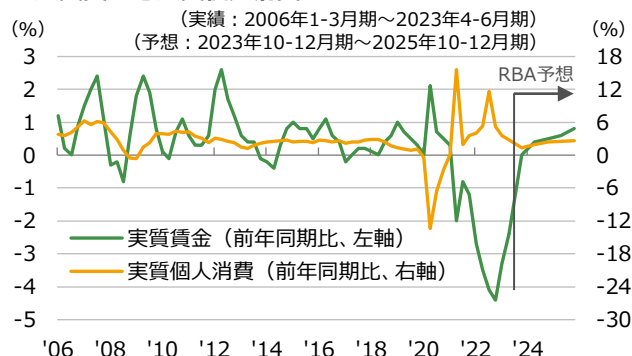
賃金インフレへの懸念は続く

7月NAB企業景況感調査では、労働コストの伸びが顕著に高まった。労働市場のひっ迫に加えて、7月から最低賃金が大幅に引き上げられたことが影響した模様。前期比でピークアウトしたかに見えた賃金指数も7-9月期の再加速がほぼ確実に。NAB企業景況感調査では、最終製品価格の伸びも再び高まっており、労働コストの上昇が販売価格に転嫁されていることを示唆。賃金インフレへの懸念は続く。

急速な人口増加が経済成長を下支え

積極的な移民の受け入れなどにより、15歳以上の人口が前年比3%近いペースで増加し、旺盛な労働需要を吸収するとともに、家計全体の消費需要を高め、経済成長を下支えしている。なお、構造的な住宅不足が続く中で住宅需要が高まったため、家賃の高騰により借り手の生計費増加やインフレ押し上げなどマイナス面もあるが、住宅価格の上昇など住宅保有者にとってはプラスの面も見られる。

実質賃金と実質個人消費

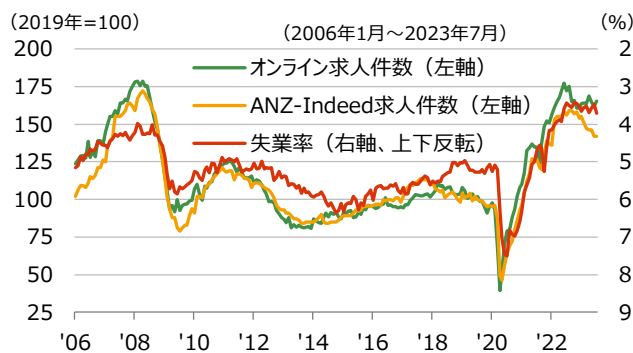


※実質賃金は賃金指数（除くボーナス）と消費者物価指数から計算

※実質個人消費の実績は2023年1-3月期まで

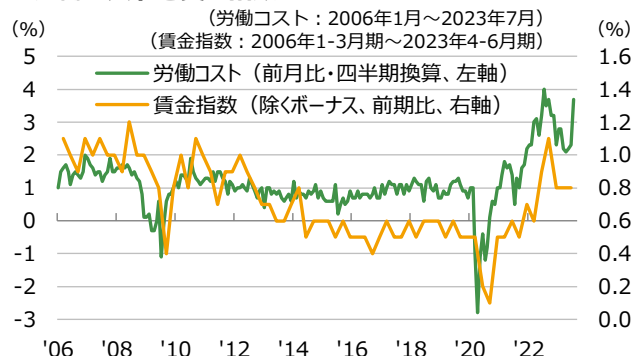
（出所）豪州統計局、RBAより大和アセット作成

求人件数と失業率



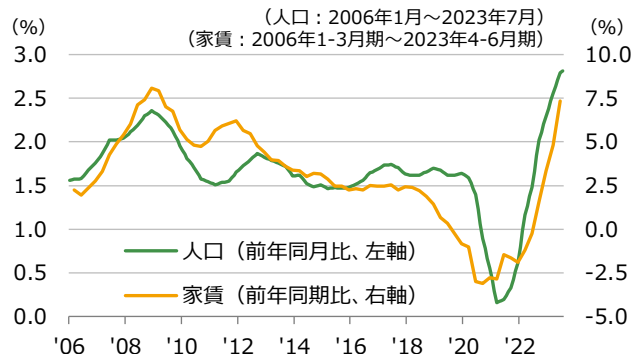
（出所）Jobs and Skills Australia、ブルームバーグ、豪州統計局

労働コストと賃金指数



（出所）ブルームバーグ、豪州統計局

人口と家賃の伸び



※人口は15歳以上、家賃は消費者物価指数の構成項目

（出所）豪州統計局より大和アセット作成



債券・金利

RBAは2会合連続で利上げを見送る

RBAは7月に続いて8月の理事会でも政策金利を4.1%に据え置いた。住宅ローン返済額の対可処分所得比（除く繰上返済）は、4-6月期の9.4%から、利上げがなくとも10-12月期に9.8%、来年10-12月期は10.1%へ上昇すると推計されるなど、過去の利上げの効果はまだ時間差で表れる。なお、個人消費の顕著な減速や労働市場の転換点到来の可能性なども、政策金利据え置き背景と説明された。

追加利上げの余地を残す

しかし、今後は実質賃金の上昇などによって個人消費が底堅さを示すと見込まれるほか、労働市場の軟化に時間を要する可能性が高いため、賃金インフレへの懸念が続く。RBAは妥当な期間内（2025年半ばまで）にインフレ率を目標に戻すことを重視しているが、上振れリスクはなお大きい。インフレ高止まり懸念を理由に年内残り2回の利上げを見込む。

為替

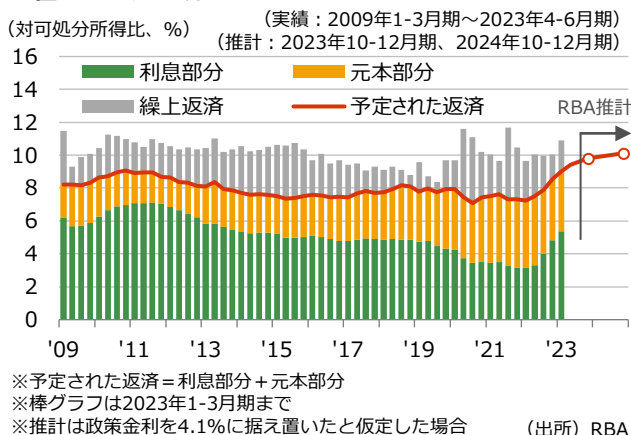
悪材料が重なり豪ドル安が進行

RBAが2カ月連続で政策金利を据え置いたことに加え、米国経済の想定以上の強さが米国の自然利子率上昇説につながったことなどから、豪米の長期金利差は再びマイナスに転じた（相対的に米国の長期金利が上昇）。加えて、豪州最大の貿易相手国である中国景気の減速懸念や、世界的な株価下落などのリスク回避的な動きも豪ドルの重荷となり、豪ドルは米ドルに対して昨年11月以来の水準まで減価。

予想値は引き下げたが、方向は豪ドル高

1カ月前から豪米の金利予想に変更はないが、中国経済の想定以上の弱さを加味し、今年末の豪ドルの予想値を0.73米ドル/豪ドルから0.71米ドル/豪ドルに引き下げた。ただし、足元のリスク回避的な動きの巻き戻しや、RBAの追加利上げにより、年末にかけて豪ドルが反発する展開を見込む。向こう1年程度の豪ドルの見通しは「やや強気」を維持する。

住宅ローン返済額



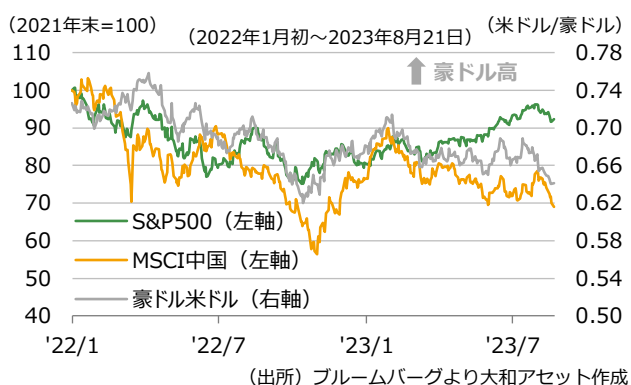
政策金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



米中の株価と豪ドル（対米ドル）





経済

景気低迷が長引くリスクが高まる

7月の経済指標は冴えないものが多い。不動産投資の不振が続いており、景気のけん引役として期待されるインフラ投資や小売売上高も低迷。輸出の減速も一段と鮮明化。しかし、政府からは7月の政治局会議後も有効な景気対策は打ち出されていない。そのため、7-9月期に景気の2番底をつける可能性が高まった上に、その後も景気低迷が長引くリスクも浮上。

不動産業の信用不安が再燃

2021年後半以降、不動産大手の恒大集団をはじめ、不動産業者の破綻や流動性危機が住宅引き渡し停滞に繋がった結果、消費者の不信感が不動産販売を減速させる負のスパイラルへ。しかし、政府は一貫して安易な不動産企業の救済は行わず、不動産業の低迷が長期化。当面、信託商品への波及も懸念され、信用不安が経済に幅広く波及するリスクに注意。

株式

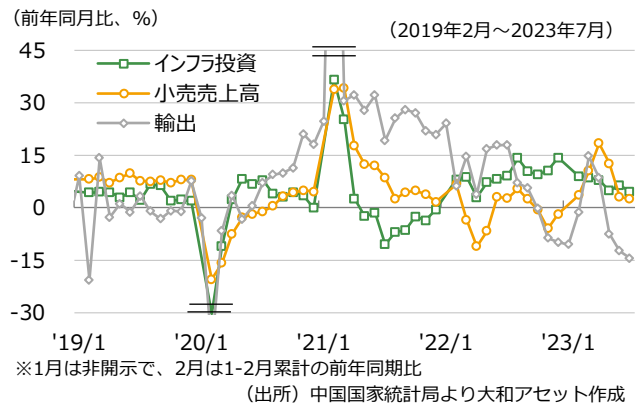
下値を探る展開へ

7月政治局会議で当局が経済状況への危機感を高め、資本市場の活性化にも言及したが、依然として効果的な政策は打ち出されていない。さらに、16-24歳の若年層の失業率公表停止が波紋を呼び、景気対策への期待を後退させ、株価指数は下落。不動産企業の債務不履行連鎖に相まって、人民元安もセンチメント悪化に繋がり、株価は当面レンジの下限を割り込み、下値を探る展開を予想。

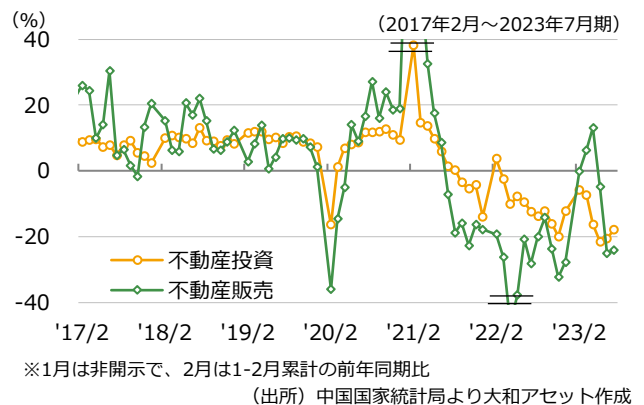
不動産発のチャイナ危機への懸念が浮上

業界大手のカントリー・ガーデンをはじめ、不動産企業が相次いで利払い不履行に陥り、さらに恒大集団が米国で連邦破産法15条の適用を申請したことが不安を招き、不動産株指数が2010年以降の最低水準近辺まで下落。信用不安がノンバンクにも波及し、国債CDSが急騰するなどチャイナショックへの懸念が浮上。当面慎重な姿勢が望ましいと予想。

主要経済指標の推移



不動産業の投資と販売の推移



各種株価指数の推移



中国不動産企業株価指数と国債CDSの推移





債券・金利

追加金融緩和も、需要喚起には力不足

中銀は8月15日に準政策金利の1年物MLF金利を0.15%ポイント（%pt）引き下げた。しかし、利下げ幅が小幅な上、1年物LPRの低下は0.10%ptに留まったため、需要喚起には依然力不足。さらに、住宅ローン金利が参照する5年物LPRが据え置きとなったことで、当局が安易に不動産企業を救済しないとの見方に繋がり、センチメントが一層悪化。追加金融緩和の可能性は高いが、依然小幅に留まろう。

債券市場が資金逃避先となり、金利低下

不動産企業のデフォルト連鎖の懸念が強まる中、債券市場は金利低下が進んだ。10年国債利回りは2020年のパンデミック発生時につけた水準の2.5%近辺まで低下。社債市場では信託商品のデフォルト等の影響は限定的で、スプレッドの大幅な拡大はみられず。信用不安が一段高まる局面では、資金の逃避先として国債市場に資金が流入しよう。

為替

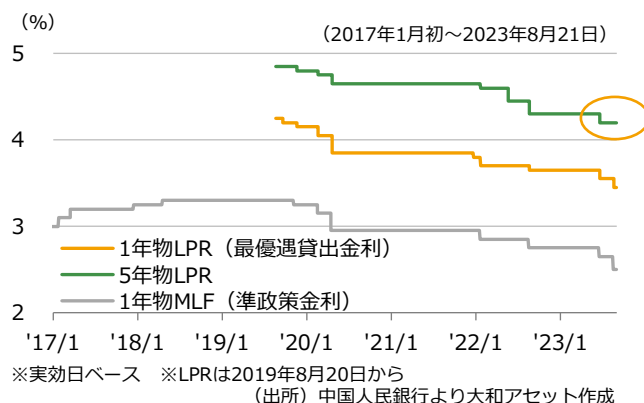
ファンダメンタルズからは通貨安続く

景気見通しの悪化や、不動産業発の信用不安、輸出の低迷等を受け、人民元は対米ドルで節目の7.3元/米ドル近辺まで減価。一方、円安の影響で人民元の対円レートは小幅に増価。当局は市中銀行に対してスポット市場で人民元買いを命じるなど、7.3元/米ドル近辺で人民元安を阻止する措置を強化。ただ、上記人民元安要因が続く可能性が高く、次の節目の7.5元/米ドルが意識されよう。

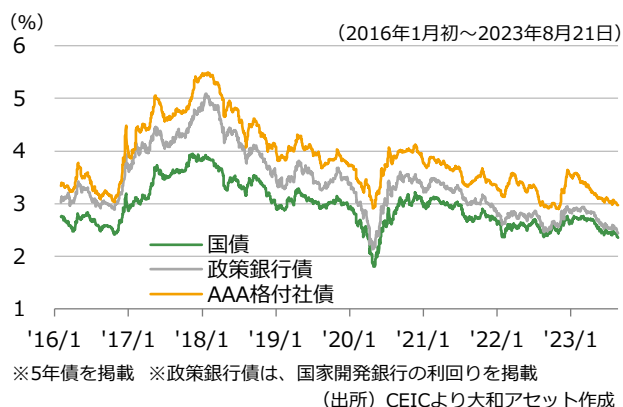
投機筋による人民元売りは限定的

人民元安圧力は高いが、7.5元/米ドルを割り込むまでの大幅な人民元安の可能性は現時点では低いと見込む。投機筋のポジションをみると、スポット市場での元買い投機の増大を伴う、先物市場での元売りのポジションは大きく、人民元安を仕掛ける余地は限定的。信用不安の後退や、米ドル指数の低下の場面では、人民元高に転じる可能性も考えられる。

準政策金利および貸出参照レートのLPR



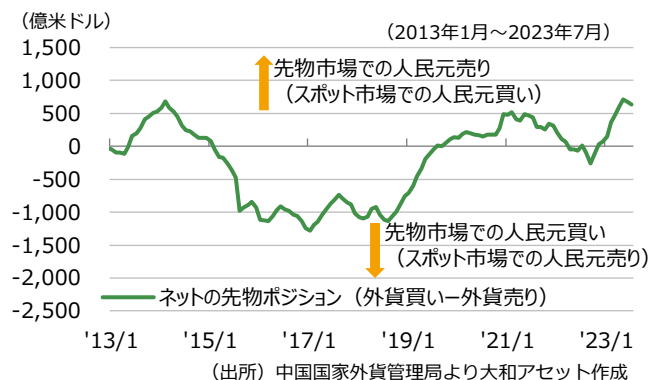
中国本土債券市場の国債と社債の推移



人民元の対米ドルおよび対円レートの推移



対米ドル等外貨のネットの先物ポジションの状況





経済

目先の成長減速は小幅かつ一時的か

実質GDPは、農業部門の極端な上振れが寄与して1-3月期に高成長を記録したが、月次の経済活動指数などを見る限り4-6月期の反動は小幅にとどまると見込まれる。7-9月期には成長率がマイナスに転じる可能性が高いものの、インフレ鈍化を受けてすでに利下げが開始されているため、景気低迷が長引いた2015年から2016年とは状況が大きく異なる。今年10-12月期以降はプラス成長が続くと想定する。

深刻な信用収縮は見込まれず

企業・消費者信用残高（前年同月比）は2022年6月の+17.7%を直近のピークとして、今年6月に+8.9%まで伸びが鈍化。2021年3月から2022年8月までの大幅な利上げの効果が時間差で表れており、ブラジル中銀は今年末に+7.7%へ更に鈍化すると予想している。もっとも、同行はすでに8月に利下げを開始しているため、2016年のような深刻な信用収縮は回避される可能性が高いと考えられる。

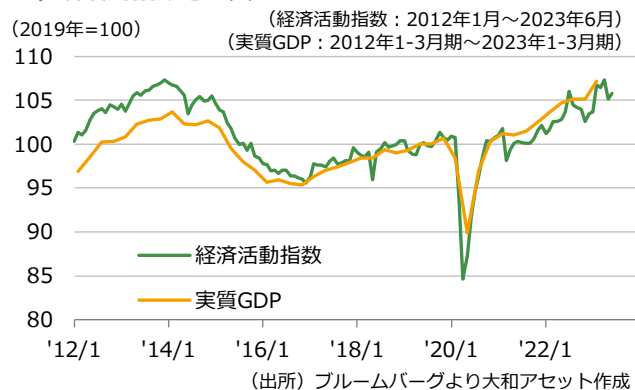
前月比のインフレ率は目標を下回る速度

消費者物価指数は、昨年7月からの減税による押し下げ要因がはく落し、6月の前年同月比+3.16%から7月に+3.99%へ再加速。ただし、前月比では6月の▲0.08%に続いて7月は+0.19%とインフレ目標を下回るペースで推移している。コア指数（トリム中央値）は前年同月比での減速が続いているほか、前月比も2カ月連続で目標を下回る上昇率にとどまっている。インフレ懸念は強まっていない。

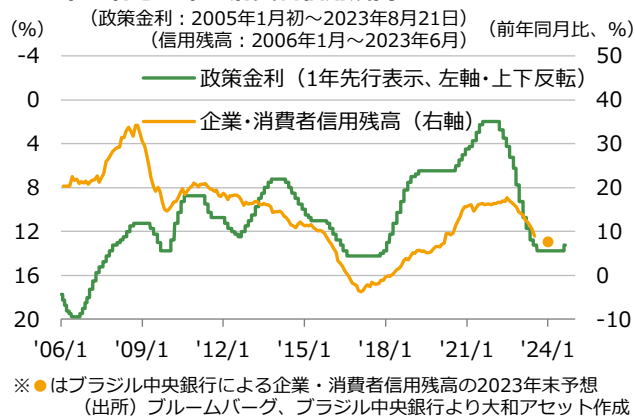
16年からの利下げ局面より景気は底堅い

インフレ抑制のために高金利政策を維持した後の利下げという点で、現状は2016年10月からの利下げ局面と重なる。しかし、前述の通り企業・消費者の信用収縮は比較的マイルドにとどまる公算が大きいほか、失業率が低位で推移するなど労働市場は底堅く、FGV消費者信頼感指数もすでに分水嶺の100に接近している。このように景気は総じて底堅く、現時点でデフレ的な状況に至るとは想定できず。

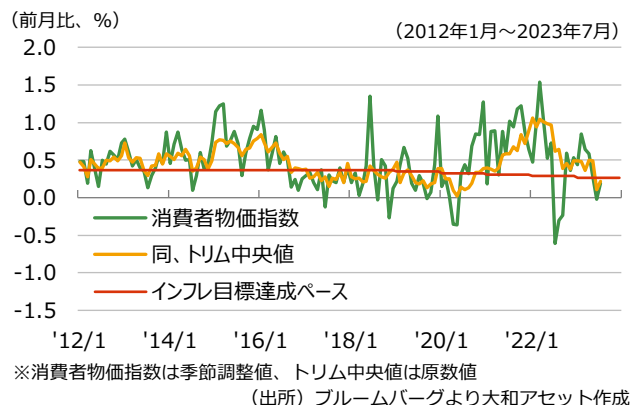
経済活動指数と実質GDP



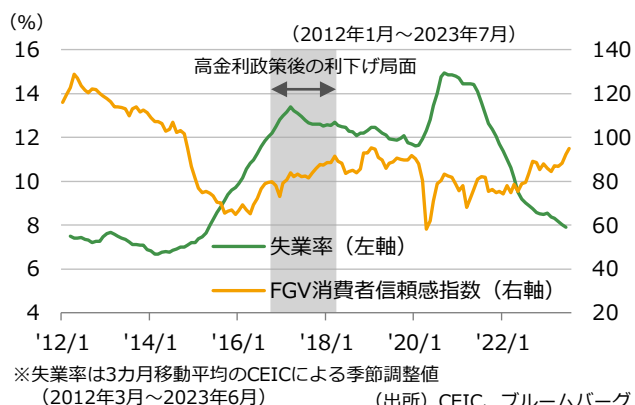
政策金利と企業・消費者信用残高



消費者物価指数



失業率と消費者信頼感指数





債券・金利

0.5%ポイントずつの利下げを継続

ブラジル中銀は8月金融政策決定会合で0.5%ポイント（%pt）の利下げを決定し、緩和サイクルに入った。後述の通り利下げペースが加速する可能性は低いため、中立金利（8%近傍と推計）に向けて0.5%ptずつの利下げを継続すると想定し、今年末の政策金利予想を10.75%から11.75%に引き上げた。国債利回りは高水準からの緩やかな低下傾向が見込まれるため、ブラジル債券の強気見通しを維持。

利下げペース加速のハードルが高まる

ブラジル中銀は利下げペースを加速するには「ディスインフレの見通しに対する自信を深めるための十分なポジティブ・サプライズ」が必要とした。2024年以降のインフレ目標（中心値）3%に対して、市場のインフレ率予想は上振れたまま。これらが早期に3%へ近づけば1回当たりの利下げ幅拡大が見込まれるが、現時点でその可能性は低そうだ。

為替

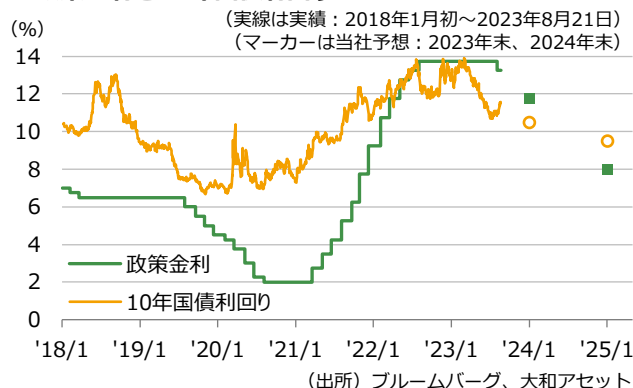
利下げ開始と外部要因が重なりレアル安

8月2日のブラジル中銀の市場予想を上回る利下げに、フィッチの米国価格下げや米金利の上昇、中国景気への先行き懸念など外部環境の悪化が重なり、レアルは米ドルに対して減価。年初からのレアル高に一服感が見られ、通貨高に起因するディスインフレ圧力は強まりづらい状況となった。ただし、これにより利下げペース加速のハードルが高まったため、金利面での魅力が再評価される可能性はあるだろう。

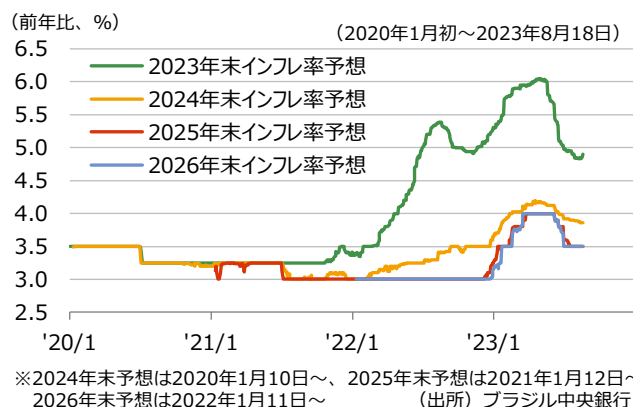
対米ドルではレンジ相場に移行か

外部環境が好転すれば、利下げによる景気浮揚を期待した海外からの株式投資が再び活発化し、レアルの下支え要因になると期待される。また、仮にインフレ見通し上振れにつながるほど更にレアル安が進行すれば、利下げペースが鈍化し、金利面からレアルを下支えすることにもなろう。足元の混乱が落ち着けば対米ドルでレンジ相場に移行すると見込む。

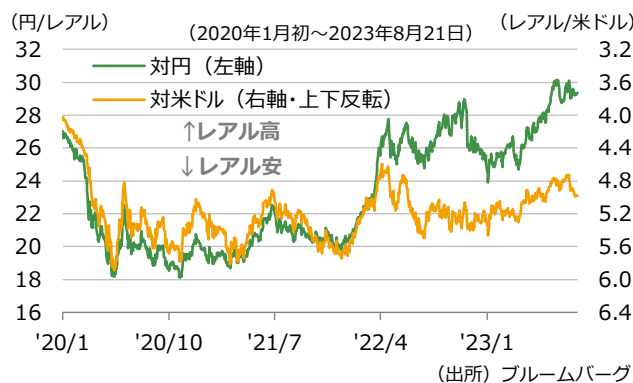
政策金利と10年国債利回り



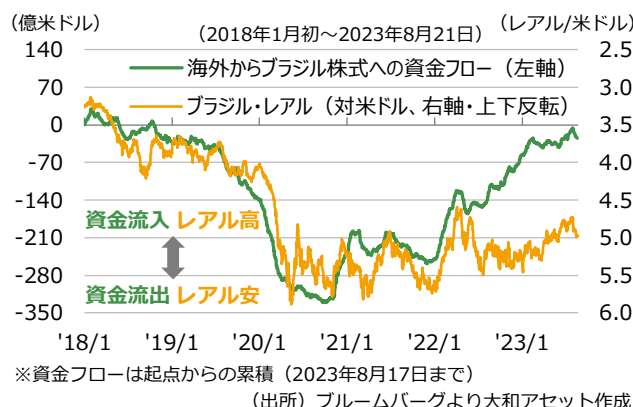
インフレ率に関する市場予想の変化



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル





経済

目先は対中輸出の割合の高い国に注意

中国の景気低迷長期化の懸念が浮上する中、足元の新興国投資においては対中輸出の割合が高い国に資金が流入しにくい局面。主に、資源国のブラジルや電子製品生産拠点の韓国、マレーシア等が挙げられる。ただ、ASEAN諸国は中国との加工貿易の割合が大きく、最終消費国が米国の製品も多いため、中長期的に米国のソフトランディングや、サプライチェーンの中国離れの恩恵を受けられると予想。

食品価格の反発はみられず

中国での洪水やアジアでの高温など、エルニーニョ現象による天候不順が拡大。コメに関しては、中国の減産やインドの一部輸出禁止などで、価格の高騰懸念も浮上。ただ、7月末時点では、世界的な食品価格の上昇はみられていない。引き続き、エルニーニョ現象の動向や、ベース効果（昨年の水準が高く、前年同月比が低く抑えられていたこと）の剥落による、食品インフレの可能性に注意。

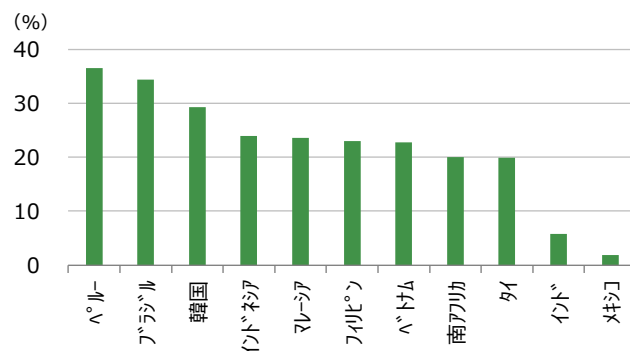
インドのインフレ圧力は限定的

エルニーニョ現象が続く中、インドでは天候不順によるトマト価格の高騰を受け、7月CPIの前年同月比が中銀の許容範囲を上回った。中銀も8月の金融政策決定会合で7-9月期のインフレ予想を許容範囲を上回る同+6.2%にしたが、物価上昇は一過性との見方を維持。今後も政府は食品価格が高騰する場合、補助金で価格を抑制する方針。インフレ再燃および利上げ再開の可能性は依然低いと予想。

強い内需等を背景に銀行収益が拡大

インドでは、名目賃金が年10%近く上昇すると予想される中、個人消費が活発化。1月の個人向け貸出は前年同月比+21.0%と、高水準で推移。住宅や自動車への購買意欲も高く、需要は堅調。加えて、2022年以降、政策金利が計2.5%ポイント引き上げられ、銀行の利ザヤは拡大し、収益は拡大傾向にある。主要株価指数Nifty50の約4割を占める銀行セクターが引き続き株価上昇を牽引する構図。

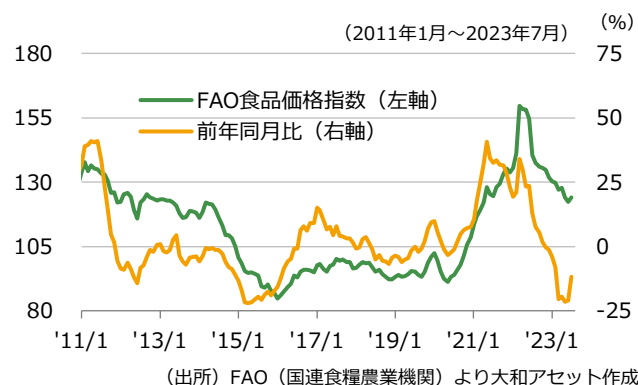
主要新興国の対中輸出の割合の比較



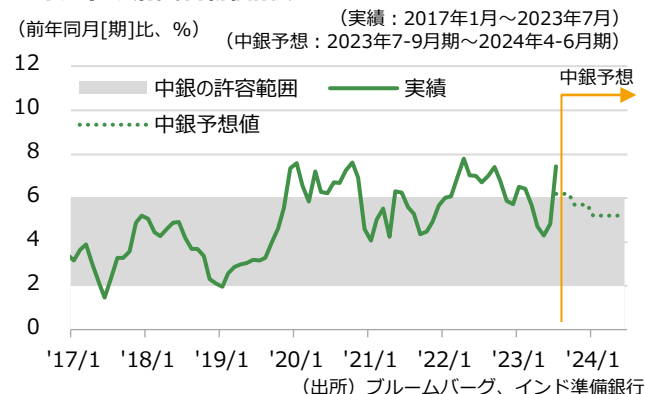
※2021年時点

(出所) CEICより大和アセット作成

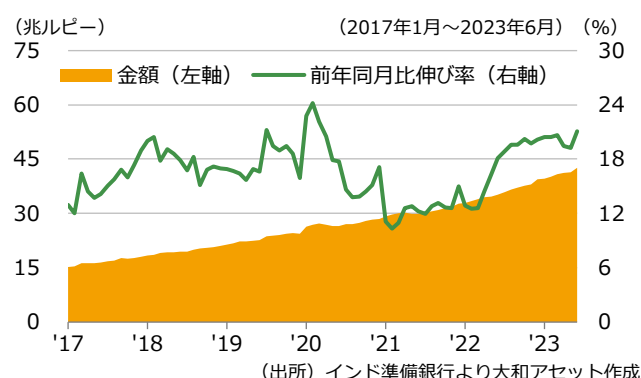
世界の食品価格の状況



インドの消費者物価指数



インドの個人向け貸出





株式

リスク回避の局面でアジアが底堅く推移

直近1カ月間の新興国株は、中国不動産危機や米金利上昇を受け、利益確定の売りがみられた。特に、今年大幅に上昇したブラジルやポーランド等が下落。一方で、中国と経済的な繋がりが深いとみられるASEAN諸国は市場予想に反して底堅く推移した国が多く、インドも史上最高値近辺で小動き。当面、慎重姿勢の継続が必要だが、米国のソフトランディングへの期待が高まるのは新興国にとって朗報。

米中摩擦の恩恵を受ける国の景況感高い

7月の製造業PMIでは、依然輸出主導の国や資源国において、50を下回る国が多かった。また、東欧諸国では堅調な株価と対照的に、企業マインドが芳しくないことに注意が必要。一方、米中摩擦の恩恵を受けるとみられるインド、メキシコやインドネシア等は好調さを維持している。サプライチェーンの中国離れが予想以上に速く進んでいる可能性が高く、これらの国がその恩恵を受けていると見込む。

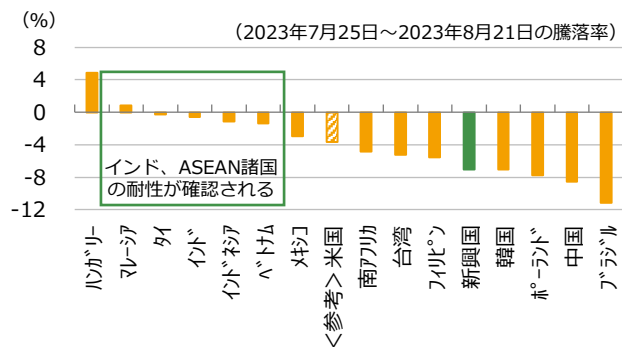
インド株は内需セクターが堅調

7月に史上最高値を更新したインド株だが、この1カ月間のリスク回避の流れの中でも、下落幅は限定的で、持ち堪えている状況にある。セクター別の動きをみると、銀行や消費関連などが内需主導の経済成長を反映し、外需の影響を受けるITセクターをアウトパフォームしている。米国の景気後退懸念が残る中では、このような構図が続こう。

インド株の業績の上方修正が進む

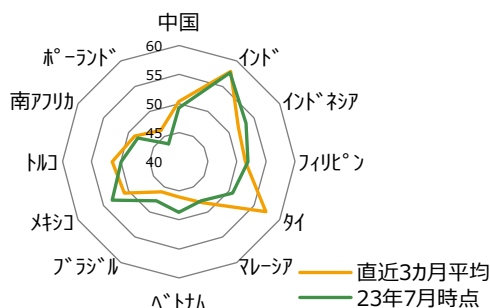
インド株に関しては、コンセンサスEPS予想の上方修正銘柄数と下方修正銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が足元は一段と上昇し、企業業績の上方修正が増加していることが示された。2022年以降の政策金利の引き上げ等が企業業績を圧迫すると一時懸念されたが、景気が底堅く推移したことに加え、利上げ局面の終了期待が寄与していると考えられる。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

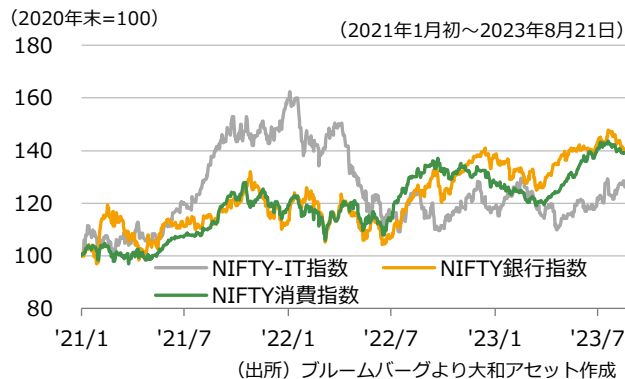
新興国の製造業PMI



※過去3カ月は、23年4月-23年6月

(出所) ブルームバーグ

インド株の主要セクターの推移



インド株のリビジョン指数の推移



※リフィニティブデータ提供のあるMSCIインド指数を掲載

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

リスク回避を受け、多くの国は金利上昇

2023年上半期に大幅に金利低下した新興国が多かったが、直近1カ月間は米国の金利上昇や中国の信用不安を受け、殆どの国で金利上昇した。特に、今まで金利低下幅が大きかったラテンアメリカや東欧・アフリカの国の金利上昇が相対的に大きい。ただ、トルコを除き、金利上昇幅は米国と同程度に留まり、耐性がみられた。リスクセンチメントが改善すれば、高金利債券市場へ再び資金が流入しよう。

利上げ一巡で、キャリートレード続こう

7月は、インド、ブラジルを除き、物価は鈍化傾向。インドネシア、ブラジル、南アフリカ、タイ、ベトナムはインフレ率が中銀目標レンジ、もしくは目標値以下に。インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン等は利上げ局面終了の可能性が高く、ブラジルの利下げに続き、メキシコも利下げ期待が意識され、キャリートレードは続きやすい見込み。

リート（アジア先進国含む）

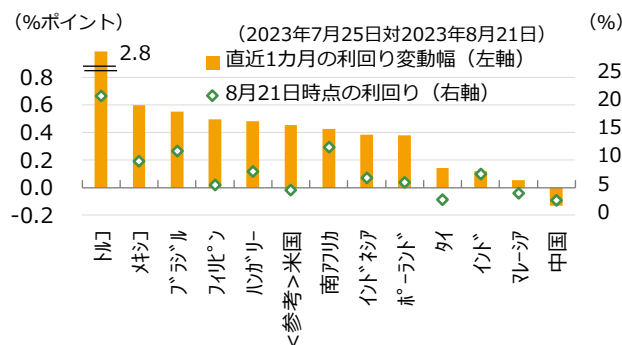
国・地域別でまちまちな展開

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、7月半ばから8月半ばにかけて、米国の金利上昇がリート市場の重しとなる中、シンガポール市場は軟調推移、オーストラリア市場は主要銘柄が好決算で大きく上昇したことから堅調。香港市場は中国不動産企業のデフォルトなどを受けて軟調推移。決算動向では、賃料収入はおおむね好調なものの、金利の上昇に足を引っ張られる銘柄が多かった。

安定的な不動産市場と高い配当利回り

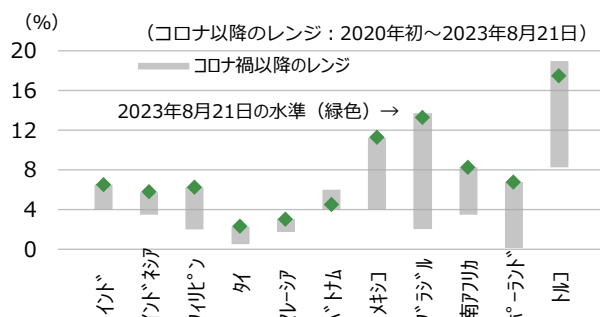
当地域は、観光業の重要性が相対的に高く、旅行者数の回復に伴う商業施設やホテルの復調に注目したい。またオーストラリアでは移住者数が大きく増加しており、住宅市場や個人消費への恩恵が期待される。中国を除く当地域の実物不動産市場はおおむね堅調に推移しており、相対的に高い予想配当利回り水準が株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向



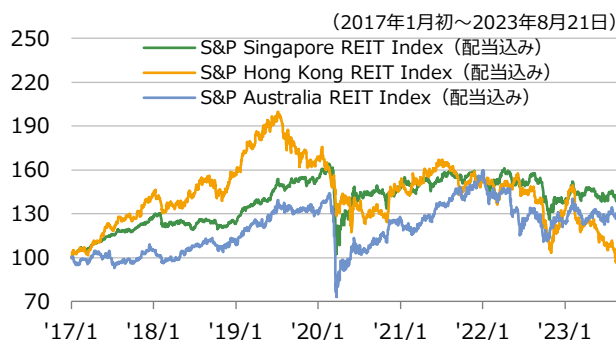
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国のコロナ禍以降の政策金利の動向



※ポーランドの政策金利の下限は0.10%
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

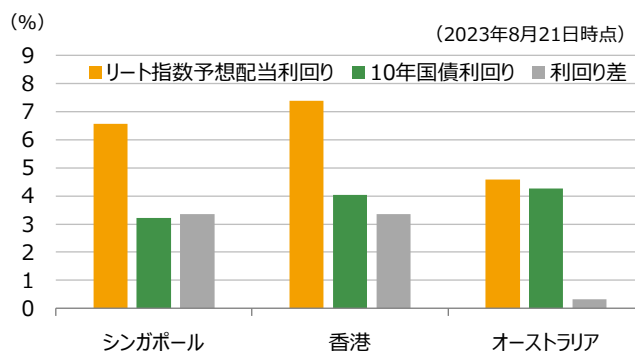
アジア・オセアニアリート指数推移



※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

アジアやメキシコの減価幅が限定的

直近1カ月間は、米金利上昇や中国の信用不安を受け、米ドル高が進み、新興国通貨の対米ドルレートは軒並み減価。アジア通貨の減価幅が限定的となった他、メキシコ・ペソは高値警戒感があるにも拘らず、調整が小幅。サプライチェーンの中国離れの恩恵がこれらの通貨を支えている可能性が考えられる。今後は米国で利上げ停止期待や利下げ転換の蓋然性が高まれば、新興国通貨が買われると予想。

新興国への資金流入が加速

足元は、外部環境が悪化する中、新興国からの資金流出がみられたが、信用不安に見舞われている中国からの流出が大きい。中国を除いてみると、流出規模は限定的で、むしろインドの株式・債券市場やブラジル株への資金流入は続いている。新興国の中で、エクスポートを中国からインド、ブラジル等へ変える動きと考えられ、当面このような動きが続く可能性がある。

輸出鈍化の懸念は限定的

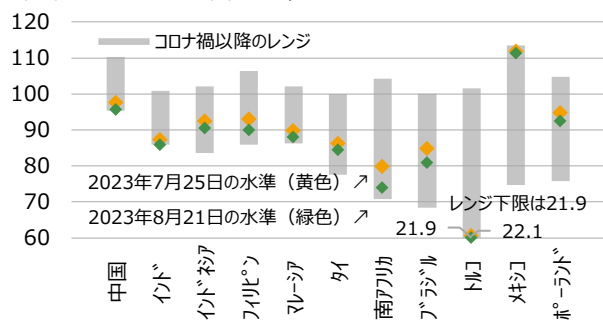
輸出鈍化による新興国の貿易収支の悪化を懸念する向きがあるが、新興国全般では貿易収支の悪化は顕著ではない。原油先物価格が1バレル70~80米ドル台での推移が、原油輸入国のインドやフィリピン、ポーランドなどの貿易赤字縮小に寄与。ASEANでは主要輸出品の電気製品の需要が弱いことが輸出を押し下げると懸念されているが、サプライチェーンの中国からの分散化が下支えする期待も浮上。

サプライチェーンの中国離れが加速

今年1-3月期に米国の国別輸入の割合において、カナダとメキシコがそれぞれ中国を逆転したことで、金融市場に衝撃が走った。サプライチェーンの中国からの分散化が予想以上に速く進んでいる可能性が高い。また、ASEAN-5もコロナ前に比べて米国輸入における割合が顕著に増加。貿易構造の変化は、今後これらの国の経常収支に構造的な変化をもたらし、通貨高に繋がることが期待されよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバークより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)

(億米ドル)

(2023年1月初~2023年8月18日)



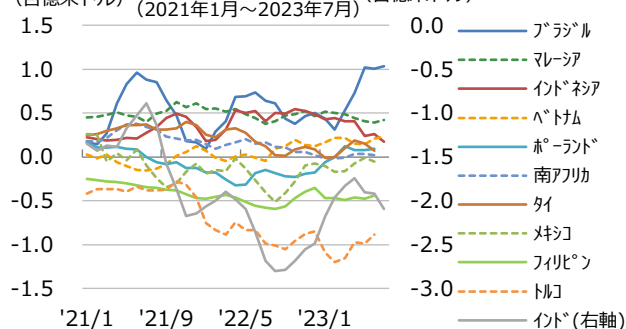
※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支

(百億米ドル)

(2021年1月~2023年7月)



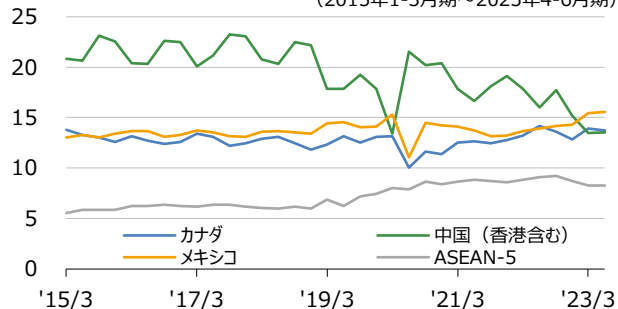
※3カ月移動平均 ※一部の国は6月まで

(出所) CEICより大和アセット作成

米国輸入の国別内訳の推移

(%)

(2015年1-3月期~2023年4-6月期)



※ASEAN-5は、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナム

(出所) U.S. Census Bureauより大和アセット作成



原油

6月末からの上昇が一服

WTI原油先物価格の予想値は今年末85米ドル、来年末90米ドルを維持。6月末の70米ドル割れから8月上旬には一時85米ドル付近まで上昇。米国のソフトランディング期待の高まりで、景気悪化を見込んで積み上がっていたショートポジションの巻き戻しが発生し、上昇に寄与した模様。ただその後は中国の景気悪化懸念に加え、イランや米国の供給増の思惑などを背景に反落するなど上昇の勢いを失った。

上昇すると上値を抑える要因が浮上

米国の原油掘削リグ稼働数は減少傾向が続いているが、生産性の向上や原油価格の上昇を理由にEIAは米国の産油量予想を1カ月前から大幅に引き上げた。実際、直近では産油量の増加が顕著で、原油価格が上昇すれば産油量が増えて上値を抑制する要因になることが改めて示された。また、米国とイランの核合意再交渉の思惑が浮上するなど、米政府からは過度な価格上昇を阻止したい意向も垣間見える。

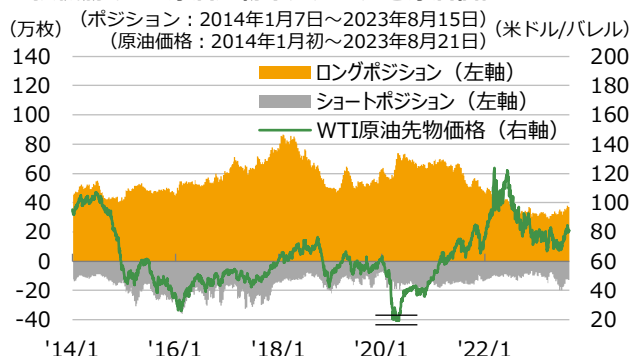
需要見通しは中国リスクに要注意

世界の原油需要は増加傾向での推移が予想されている。また、世界的な金融引き締めにもかかわらず、米国を中心に経済活動が想定以上に強く、年初以降は需要見通しが横ばいもしくは上方修正となっている。ただ、需要増をけん引する国の1つである中国については景気悪化をまだ十分に織り込み切れていない部分がある。想定以上の中国経済の悪化は今後も原油価格の上値を抑える要因として注意したい。

下値70米ドル近辺は岩盤か

米国のSPRは直近で増加に転じており、5月中旬にグランホルム米エネルギー省長官が表明した「8月受け渡し分として300万バレル購入する」との方針が実行に移されたようだ。WTI原油が67～72米ドルの水準でSPRを積み増す計画は、今後も原油価格を強力に下支えしよう。また、OPECプラスの協調減産も下値をサポートする。年内のWTI原油先物価格は70～90米ドルのレンジで推移すると見込む。

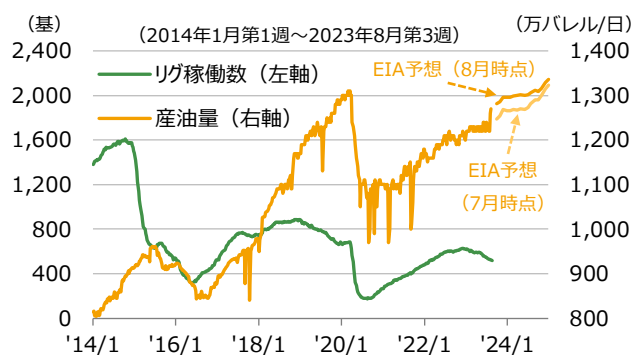
投機筋のNY原油先物ポジションと原油価格



※ポジションは週次データ

(出所) ブルームバーグ

米国の原油掘削リグ稼働数と産油量

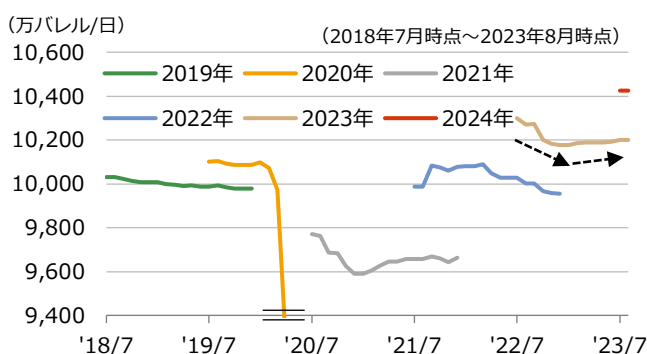


※産油量は2023年8月第2週まで

※予想は2023年9月～2024年12月

(出所) Baker Hughes、EIA

世界の原油需要見通しの変化



※各年の予想 (前年の7月から当年の12月まで) の変化を時系列に表示

(出所) OPEC

原油価格と米国のSPR (戦略石油備蓄)



※SPRは週次データ

(出所) ブルームバーグ、EIA



金

投資家の売りの中銀の買い

過去1カ月の金価格は軟調に推移し、心理的節目の1,900米ドル前後まで下落。ポジション別に見ると、投機筋の金先物ネットポジションや金ETFの残高が減少しており、投資家が手を引いている様子がうかがえる。一方、大統領選挙前の通貨防衛のためとみられるトルコ中銀の売却が一服したこともあり、中銀の売買は6月に買い越しに転じた。足元でも中銀の買いが金相場の下支え要因になっているようだ。

米国の実質金利上昇が重荷

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にある。これは「名目金利が上昇すれば金価格が下落しやすく、インフレ懸念が高まれば金価格が上昇しやすい」ことを表し、定性的にも納得できる関係と言える。最近では実質金利の上昇とともに金価格が下落した。実質金利が上昇している背景には、自然利子率が上昇しているのではないかと議論が活発化していることがあり、その動向には今後も注意が必要。

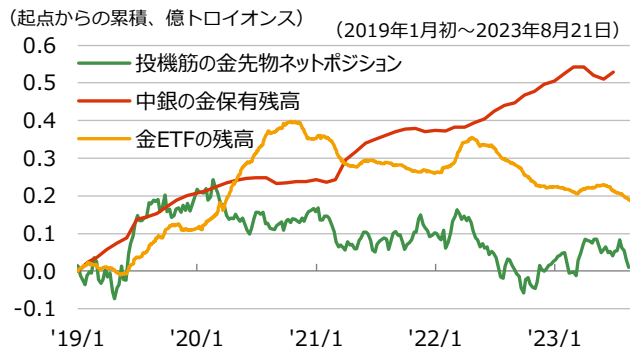
短期的に自然利子率が上昇した可能性

自然利子率の推計方法は様々で、短期と長期の概念もある。ただし、少なくとも短期的には自然利子率が上昇している可能性が高い。例えば、投資・貯蓄バランスと自然利子率の関係で見れば、コロナ禍に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが自然利子率の上昇に寄与したと考えられる。また、特に米国では製造業の自国回帰や生成AIブームによる投資拡大が自然利子率の上昇に寄与した可能性も指摘できる。

実質金利の高止まりに注意

世界の投資・貯蓄ギャップと米国の実質金利は方向性がおおむね一致していることが分かる。過去数年は相対的な投資の増加（貯蓄の減少）により、自然利子率ひいては実質金利が上昇したと解釈することもできよう。IMFの予想通りに投資・貯蓄ギャップが横ばいから更に縮小するのであれば、実質金利の低下とそれに伴う金価格の上昇は期待しづらくなる。今後の自然利子率の議論の行方に注目したい。

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化



※金先物ネットポジションは週次（2019年1月1日～2023年8月15日）

※中銀の金保有残高は月次（2019年1月～2023年6月）

（出所）ブルームバーグ、World Gold Councilより大和アセット作成

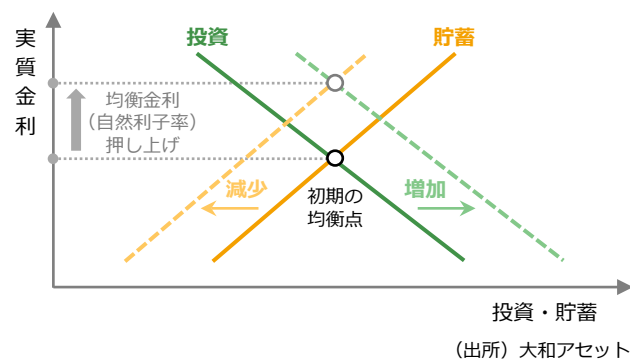
金価格と米国の実質金利



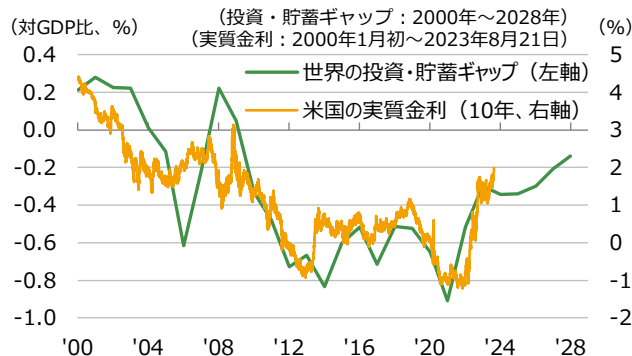
※実質金利=10年国債利回り－10年期待インフレ率

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

投資・貯蓄バランスと自然利子率の関係（イメージ）



世界の投資・貯蓄ギャップと米国の実質金利



※投資・貯蓄ギャップ=投資－貯蓄 ※2023年以降はIMFの予想に基づく

（出所）IMF、ブルームバーグより大和アセット作成

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
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国のインフレについては今後も鈍化傾向が続くとの見方が大勢だ。景気については数カ月前まで、リセッションとソフトランディングで見方が分かれていたが、その後ソフトランディングで意見の一致を見たかに思えた。しかし、足元ではいかに強過ぎる景気がクローズアップされ、金利も再び上昇している。そのような状況を受け、金融引き締めが不十分なのではないかとの見方も浮上し、その要因として景気に中立的な金利水準が以前よりも上昇しているのではないかとの説も打ち出されている。これが正しければ、今後の政策金利の行方は非常に不透明になり、その結果、様々な市場が不安定化する恐れがある。また政策金利見通しの不透明化は、引き締め過ぎによる景気後退をもたらす危険性を高めることにもなりかねない。
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	中国景気に対する懸念が強まっている。当社では従来より中国景気に対し慎重な見方をしているが、想定以上に状況が悪化するリスクも検討しておく必要があるとす。景気減速の強まりを受け、中国当局も金融緩和や不動産関連の規制緩和、消費促進策などを打ち出しているが、これまでのところ目立った効果はみられていない。こうした状況が続けば、経済の大きさに比して実態を示すデータや情報が少ないこともあり、当局の政策対応能力への疑念など様々な憶測を招きかねない。その結果、中国懸念を材料に様々な市場でスパイラル的にリスクオフ圧力が強まる恐れがある。
ウクライナにおける戦闘激化、もしくは停戦の可能性	中	中	中	ウクライナが反攻を強めていると報道されているが、ロシアも防衛を強めている模様で、ウクライナが顕著に支配地域を奪還するまでには至っていない。当然ウクライナとしては、今後さらに反攻を強めるとみられ、戦闘が一段と激化する恐れがある。場合によっては、ロシアによる核兵器使用リスクが再び意識される可能性もあろう。ただし、戦闘のこう着は停戦交渉開始への必要条件でもある。今後の政治情勢（プーチン大統領訪中予定、習主席訪米観測、来年の米大統領選など）や足元の経済環境を考慮すると、米中が共に停戦に利益を見出すことで、予想外に停戦が成立する可能性もあると考えている。
米中間の緊張が緩和に向かう可能性	中	中	中	6月のプリンケン米務長官の訪中は、中国側の対応が冷淡だったと報じられているが、その後もイエレン財務長官の訪中、プリンケン長官と王毅政治局委員のインドネシアでの会談、キッシンジャー氏の訪中など、米中両国が関係改善を模索していると捉えられる動きが続いている。11月に米国で開催されるAPEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議時に米中首脳会談を実施する方向で調整しているとの観測もある。中国にとっては景気下押し圧力の緩和、米国にとってはウクライナ支援負担の軽減という理由で、緊張緩和を外交の選択肢とする誘因があると思われる。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	日銀は7月の金融政策決定会合でYCCを修正（厳格に抑制する長期金利水準を+0.5%から+1.0%へ引き上げ）した。植田総裁は記者会見で、+0.5～1.0%の長期金利水準は物価見通しが展望レポートの想定を上振れて推移するリスクシナリオへの事前準備であり、単純に長期金利の許容変動幅を広げたものではない、といった趣旨を説明した。しかし、市場の今後の政策に対するコンセンサスは、政策修正前よりも分散してしまった感がある。YCCの意味やマイナス金利の重要度、あるいは物価見通しといった点で市場の見方と日銀の姿勢がかい離し、局面によっては市場のボラティリティが高まる可能性がある。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、英国ではインフレに対抗するための「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。直近では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。財政悪化に加えて何らかの脆弱性を抱えている国は、リスク回避のターゲットとなる可能性がある。

※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			
政策金利		8/21	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.25	3.00	5.25
ユーロ圏	中銀預金金利	3.75%	0.25	3.75	4.25
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	2.50	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	2.25	3.85
中国	1年物MLF金利	2.50%	-0.15	-0.25	-0.45
ブラジル	セリック・レート	13.25%	-0.50	-0.50	11.25
英国	バンク・レート	5.25%	0.25	3.50	5.15
インド	レポ金利	6.50%	0.00	1.10	2.50
インドネシア	7日物借入金利	5.75%	0.00	2.25	1.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	2.75	6.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	12.00%	3.50	4.00	7.75
トルコ	1週間物レポ金利	17.50%	0.00	4.50	9.25

		直近値 期間別変化幅			
10年国債利回り		8/21	1カ月	1年	3年
米国		4.34%	0.50	1.37	3.71
ドイツ		2.70%	0.23	1.47	3.21
日本		0.65%	0.20	0.45	0.62
カナダ		3.78%	0.37	0.84	3.24
豪州		4.26%	0.26	0.86	3.39
中国		2.54%	-0.07	-0.09	-0.45
ブラジル		11.58%	0.53	-0.72	3.92
英国		4.73%	0.45	2.32	4.52
インド		7.22%	0.14	-0.04	1.13
インドネシア		6.62%	0.37	-0.49	-0.10
メキシコ		9.46%	0.65	0.60	3.46
ロシア		11.23%	0.02	2.39	4.85
トルコ		18.99%	1.27	2.98	5.18

		直近値 期間別変化率			
株価指数		8/21	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,464	-2.2%	2.2%	23.4%
	S&P500	4,400	-3.0%	4.1%	29.5%
ユーロ圏	STOXX 50	4,225	-3.8%	13.3%	29.6%
日本	日経平均株価	31,566	-2.3%	9.1%	37.7%
	TOPIX	2,241	-0.9%	12.4%	39.7%
中国	MSCI中国	58.10	-5.5%	-11.4%	-40.7%
インド	MSCIインド	2,181	-0.7%	4.8%	63.0%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,526	-1.1%	3.2%	23.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,180	-0.5%	-7.0%	38.0%

		直近値 期間別変化率			
為替（対円）		8/21	1カ月	1年	3年
米ドル		146.22	3.2%	6.8%	38.2%
ユーロ		159.32	1.0%	15.8%	27.7%
カナダ・ドル		107.96	0.7%	2.4%	34.5%
豪ドル		93.79	-1.7%	-0.4%	23.8%
人民元		20.06	1.7%	-0.2%	31.1%
ブラジル・リアル		29.37	-1.0%	10.9%	56.0%
英ポンド		186.53	2.3%	15.1%	34.7%
インド・ルピー		1.76	1.8%	2.4%	24.5%
インドネシア・ルピア		0.95	1.1%	3.4%	33.1%
フィリピン・ペソ		2.58	0.0%	5.7%	18.8%
ベトナム・ドン		0.61	2.4%	4.7%	34.4%
メキシコ・ペソ		8.59	2.9%	26.5%	78.4%
ロシア・ルーブル		1.56	-0.2%	-32.3%	10.4%
トルコ・リラ		5.38	2.4%	-28.9%	-62.9%

		直近値 期間別変化率			
リート		8/21	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,381	-7.6%	-12.3%	20.0%
日本	東証REIT指数	1,847	-1.4%	-9.4%	6.5%

		直近値 期間別変化率			
商品		8/21	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	80.72	4.7%	-11.1%	90.6%
金	COMEX金先物価格	1,893	-3.7%	8.3%	-2.1%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

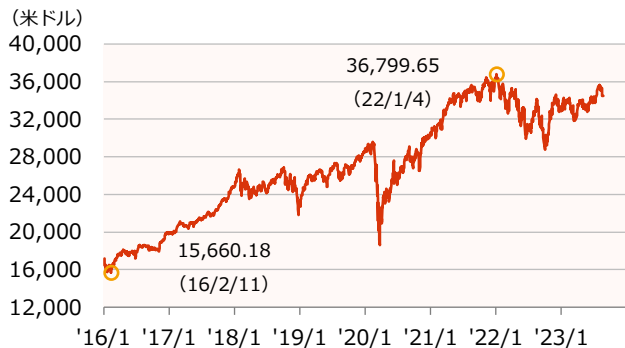
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

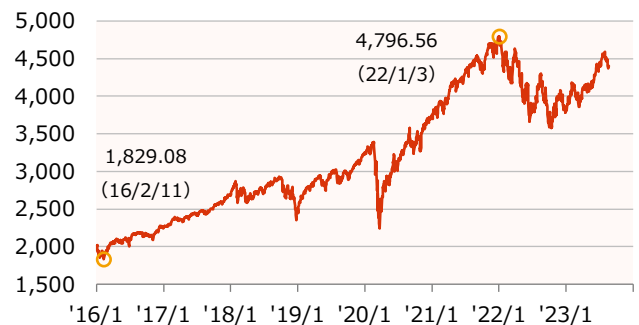
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

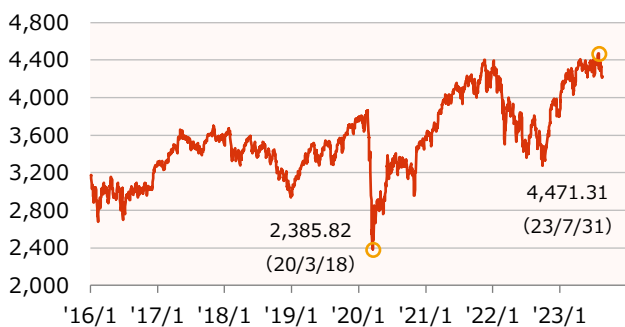
NYダウ



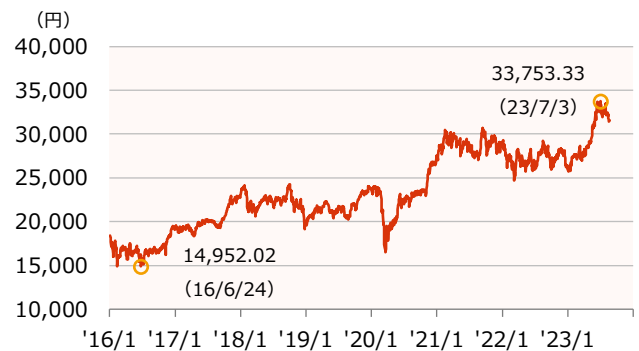
S&P500



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)



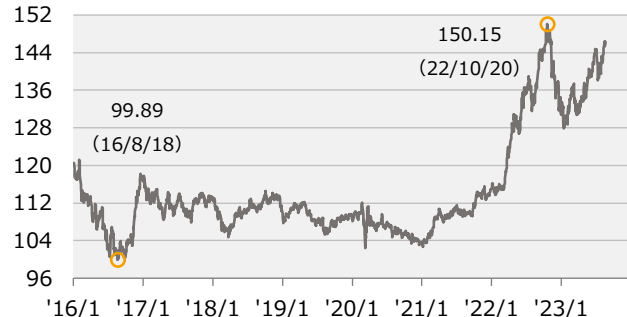
※グラフの期間は2016年1月初～2023年8月21日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

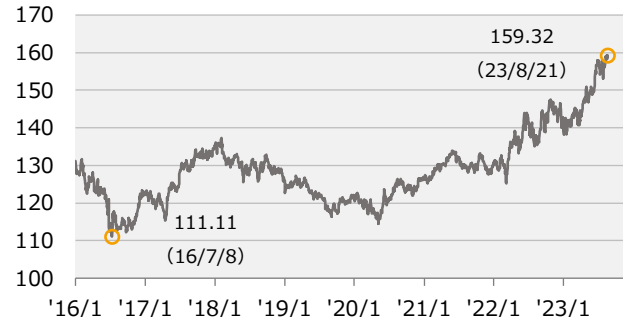
米ドル

(円/米ドル)



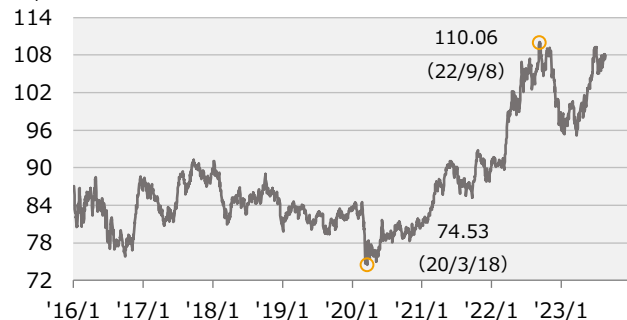
ユーロ

(円/ユーロ)



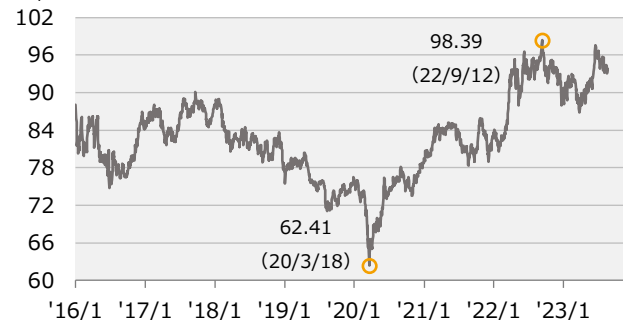
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



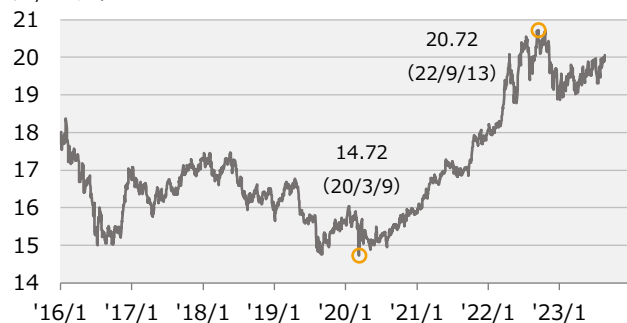
豪ドル

(円/豪ドル)



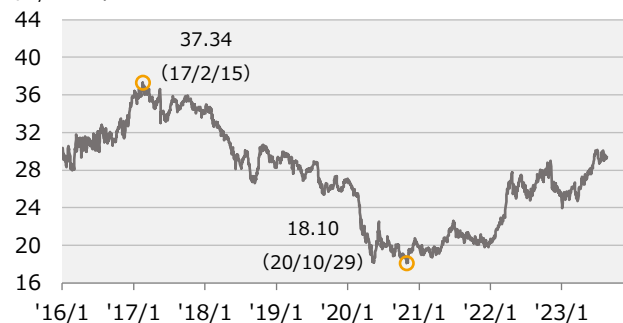
中国人民元

(円/人民元)



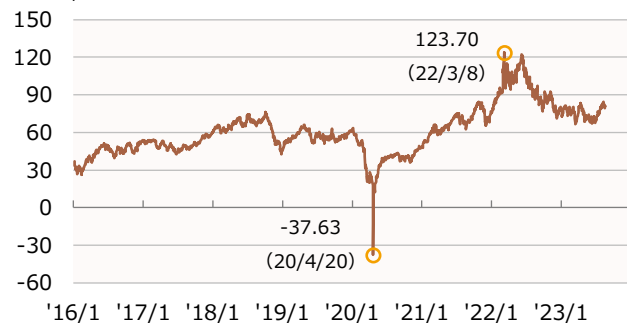
ブラジル・リアル

(円/リアル)



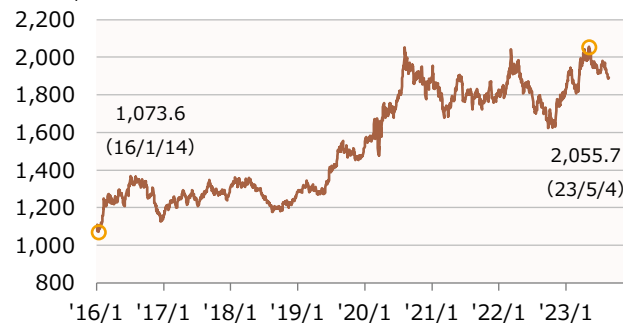
WTI原油先物価格

(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2016年1月初～2023年8月21日

(出所) ブルームバーク

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	-6.0	5.4	3.3
日本	-4.2	2.2	1.0
カナダ	-5.1	5.0	3.4
豪州	-1.8	5.2	3.7
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	5.0	2.9
先進国	-4.2	5.4	2.7
新興国	-1.8	6.9	4.0

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

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	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	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2023年末の予想値	5.25～5.50%	4.5% 4%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	- 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小。 2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。	2023年9月に0.25%ポイントの追加利上げ。 2024年は累計2%ポイントの利下げ。	- YCCの運用柔軟化により、YCC撤廃の必要性は低下。 - マイナス金利撤廃は2025年以降を予想し、2024年までは大きな政策修正を予想せず。

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2023年	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日）	●ラグビーワールドカップ（フランス、8日-10月28日） ●ECB理事会（14日） ●FOMC（19-20日）	●RBA理事会（5日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（インドネシア、5-7日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●G20首脳会議（インド、9-10日） ●ブラジル金融政策決定会合（20日） ●シンガポール大統領選挙（月内）
	10月	●インボイス制度開始（1日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●スイス総選挙（22日） ●ECB理事会（26日） ●EU首脳会議（26-27日） ●FOMC（31日-11月1日） ●米財務省為替報告書（月内）	●RBA理事会（3日） ●ニュージーランド総選挙（14日） ●カナダ金融政策決定会合（25日） ●アルゼンチン大統領・議会選挙（22日） ●中国共産党3中全会（月内）
	11月		●APEC首脳会議（米国、月内）	●ブラジル金融政策決定会合（1日） ●COP28（アラブ首長国連邦、6-17日） ●RBA理事会（7日） ●OPECプラス会合（26日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（インドネシア、月内）
	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（29日）	●FOMC（12-13日） ●ECB理事会（14日） ●EU首脳会議（14-15日）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●中国中央経済工作会议（中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（13日）
2024年	1月	●大発会（4日） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（22-23日）	●世界経済フォーラム（ダボス会議）（スイス・ダボス、15-19日） ●ECB理事会（25日） ●FOMC（30-31日）	●台湾総統・立法院議員選挙（13日） ●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）
	2月			●RBA理事会（6日） ●中華圏春節（10日） ●インドネシア大統領・議会選（14日）
	3月	●東京マラソン（3日） ●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●FOMC（10-21日） ●ECB理事会（7日） ●EU首脳会議（月内）	●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（11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（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（25-26日）	●ECB理事会（11日） ●米財務省為替報告書（月内） ●FOMC（30日-5月1日）	●ラマダン終了（9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		●G7首脳会議（イタリア、月内） ●欧州議会選挙（月内）	●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	●日銀金融政策決定会合（13-14日）	●ECB理事会（6日） ●FOMC（11-12日） ●EU首脳会議（月内）	●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	●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（18日） ●FOMC（30-31日）	●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		●米ジャクソンホール会議（月内）	●RBA理事会（6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、それらはあ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、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、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：担保付補完貸出、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2023年8月21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：2023年8月25日)