

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

11

NOV. 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



一難去ってまた一難

- I 過去2カ月ほど、市場参加者を悩ませていたのは米長期金利の上昇。その背景には金融政策の「Higher for Longer（より高く・より長く）」があり、とりわけ「より長く」が強く意識された。
- I FRB高官による長期金利上昇の牽制発言もあり、その織り込みも一巡。いよいよ利下げ開始時期が市場でのテーマになるかと思いきや、中東情勢の緊迫化というイベントが発生した。先行きの金融政策は利下げ・利上げの両方向が考えられ、不確実性は引き続き高い。



- 経 … 過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。
- 株 … 目先の焦点は米国内需に、学生ローン返済再開の影響を注視。
- 債 … 景気の力強さが継続する中で利下げ終着点は引き続き上昇、金利は当面高止まりへ。
- 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 … 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 … 金融引き締めの一環的な効果等で、景気は下振れリスクを抱えつつ停滞したまま。
- 株 … 利上げは停止されたものの、利下げ開始時期はまだ見通せず。
- 債 … 景気は脆弱なままであり、利上げ打ち止めを受けて長期金利は既に低下基調へ転換。
- 為 … 追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。



- 経 … 経済活動正常化進展、円安で企業業績改善の一方、インフレにより消費は弱含み。
- 株 … 東証要請への具体的動きはまだこれから、2024年度春闘賃上げ率にも注目。
- 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 … 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 … 引き締め的な金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。
- 債 … 来年後半の利下げ開始を徐々に意識して、長期金利は緩やかな低下傾向へ。
- 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 … 労働コストの伸び低下と海外経済の不透明感の高まりにより、当面の利上げ観測は後退。
- 為 … 金融政策から受ける影響は低下。豪ドルは世界景気や市場心理に左右されやすい展開。



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高まる。
- 株 … 有効な景気対策は依然望みにくく、不動産業のリーマン・モーメント回避は言い切れず。
- 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 … 景気見通しの悪化と、当局の元安けん制の綱引きの中、当面7.3元／米ドル近辺で推移。



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の再評価

過去2カ月ほど、市場参加者を悩ませていたのは米長期金利の上昇。FRBの利上げ開始以降、10年金利は4%を上限としてレンジ推移していたが、8月からは上昇に転じ、10月初には一時4.8%台後半まで上昇した。その背景には金融政策の「Higher for Longer（より高く・より長く）」があり、とりわけ「より長く」が強く意識されたことがある。市場は「ソフトランディング」の再評価を行っている。

景気が強いので株価と金利が上がる

各国での大幅利上げにもかかわらず、少なくともここまでの世界経済は想定以上に堅調で、それは株式市場にとって良い面と悪い面がある。良い面は景気（業績）が良いこと（業績相場）。悪い面はそれゆえに利上げが行われること（逆金融相場）。それを米長期金利とS&P500指数の相関でみると、春頃は順相関の関係にあった。つまり、景気が想定以上に強いので、株価も金利も上がったことを意味する。

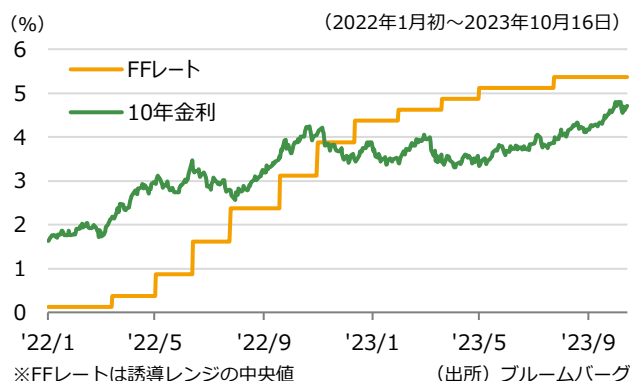
金利が上がるので株価が下がる

夏以降は逆相関の関係に変わる。景気が強いゆえに利上げの最終地点が切り上がり（より高く）、利下げ開始時期が後ずれする（より長く）。それは株価にネガティブで、金利が上がるので株価が下がることを意味する。ただ、長期金利の上昇は金融引き締め効果を持つため、10月には複数のFRB高官が長期金利の過度な上昇を牽制した。これをもってソフトランディングの再評価局面も終了したと言えよう。

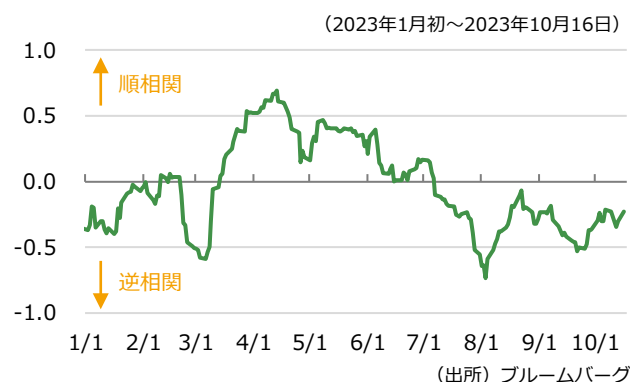
一難去ってまた一難

では、いよいよ利下げ開始時期が市場でのテーマになるかと思いきや、中東情勢の緊迫化というイベントが発生した。一般に危機（質への逃避）は利下げ要因だと言える。しかし材料が「中東」の場合は例外で、原油価格の上昇を通したインフレで利上げ要因となる。つまり先行きの金融政策は両方向が考えられ、不確実性は引き続き高い。当面の市場動向は一進一退の展開となることが想定される。

米国の政策金利と10年金利



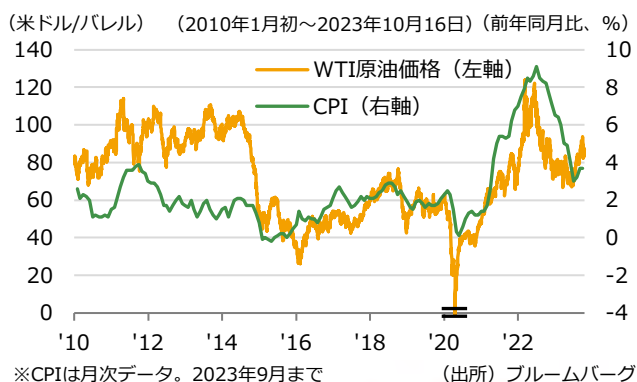
米国10年金利とS&P500指数の時系列相関係数（25日間）



米国の住宅ローン金利と住宅購入指数



WTI原油価格と米国の消費者物価指数



主要資産の見通し（今後1年程度）

… 見通し変更前

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。金融引き締め効果の累積的な効果等で、景気は下振れリスクを抱えつつ停滞したまま。経済活動正常化進展、円安で企業業績改善の一方、インフレにより消費は弱含み。引き締め的な金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。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高まる。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				目先の焦点は米国内需に、学生ローン返済再開の影響を注視。利上げは停止されたものの、利下げ開始時期はまだ見通せず。東証要請への具体的動きはまだこれから、2024年度春闘賃上げ率にも注目。有効な景気対策は依然望みにくく、不動産業のリーマン・モーメント回避は言い切れず。史上最高値を更新しているものの、割高感のみならず、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。中長期的な上昇傾向は変わらないが、目先は米ドル高の影響で上値が重い可能性がある。
	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				景気の力強さが継続する中で利下げ終着点は引き続き上昇、金利は当面高止まりへ。景気は脆弱なままであり、利上げ打ち止めを受けて長期金利は既に低下基調へ転換。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。来年後半の利下げ開始を徐々に意識して、長期金利は緩やかな低下傾向へ。労働コストの伸び低下と海外経済の不透明感の高まりにより、当面の利上げ観測は後退。追加金融緩和は小幅だが、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。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。金融引き締め効果の累積的な効果が本格化するなか、長期金利は低下基調が明確に。インフレ圧力は後退し、主要インデックス組み入れへの期待もあり、レンジ推移が続こう。天候不順への懸念や、米ドル高の影響を受け、長期金利が低水準から上昇しやすい環境。景気は堅調だがインフレ鈍化で来年春から利下げ。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。市況は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プラスの協調減産と需要の下振れリスク後退で原油価格は高止まりの公算。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。追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、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。金融政策から受ける影響は低下。豪ドルは世界景気や市場心理に左右されやすい展開。景気見通しの悪化と、当局の元安けん制の綱引きの中、当面7.3円/米ドル近辺で推移。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。追加利上げ観測後退でポンド高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下がポンド安要因に。海外からの資金流入、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。米ドル高が重しだが、構造改革等のファンダメンタルズの改善が下支えし、レンジ推移を予想。高成長と、原油高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 基調的な経常赤字と政策金利を大幅に上回る高インフレが通貨の重荷。
	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 2022年	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国	2.1	2.1	1.1	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.75 ~ 5.00	3.75 ~ 4.00	3.87	4.4	3.9	3.5
ユーロ圏*1	3.3	0.5	1.1	1.5	2.50 2.00	4.50 4.00	3.00 2.50	2.50 2.00	2.57	2.4	1.7	1.5
日本	1.0	2.2	1.2	0.8	-0.10	-0.10	0.00	0.30	0.42	0.7	0.9	1.0
カナダ	3.4	1.5	1.0	1.5	4.25	5.00	4.50	4.00	3.30	3.8	3.4	3.3
豪州	3.7	1.5	1.4	1.6	3.10	4.10	4.10	3.60	4.05	4.2	4.0	3.8
中国	3.0	4.4	4.6	4.4	2.75	2.40	2.30	2.20	2.84	2.5	2.5	2.4
ブラジル	2.9	3.0	1.5	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.71	11.4	10.8	10.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末		実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国 NYダウ	33,147 -8.8%	34,500 4.1%	37,200 7.8%	39,800 7.0%	米ドル	131.12円 13.9%	140円 6.8%	128円 -8.6%	123円 -3.9%
米国 S&P500	3,840 -19.4%	4,360 13.6%	4,650 6.7%	4,980 7.1%	ユーロ	140.41円 7.3%	147円 4.7%	132円 -10.2%	130円 -1.5%
欧州 STOXX 50	3,794 -11.7%	4,100 8.1%	4,450 8.5%	4,710 5.8%	カナダ・ドル	96.76円 6.2%	106円 9.5%	99円 -6.6%	98円 -1.0%
日本 日経平均株価	26,095 -9.4%	33,000 26.5%	36,500 10.6%	38,500 5.5%	豪ドル	89.37円 6.8%	92円 2.9%	88円 -4.3%	89円 1.1%
日本 TOPIX	1,892 -5.1%	2,350 24.2%	2,550 8.5%	2,710 6.3%	中国人民元	19.16円 5.8%	19.2円 0.2%	17.4円 -9.4%	17.1円 -1.7%
中国 MSCI	64.47 -23.5%	60 -6.9%	62 3.3%	65 4.8%	ブラジル・レアル	24.80円 20.1%	29.8円 20.1%	27.2円 -8.7%	25.1円 -7.7%

	リート			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国 NAREIT指数	20,089 -24.4%	21,400 6.5%	24,000 12.1%	26,300 9.6%
日本 東証REIT指数	1,894 -8.3%	1,950 3.0%	2,000 2.6%	2,000 0.0%

※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 2022年	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
英国	4.3	0.5	1.0	1.5	3.50	5.25	3.75	3.25	3.67	4.0	3.0	2.5
インド*1	7.2	6.2	6.4	6.5	6.25	6.50	5.75	5.25	7.33	7.0	6.5	6.5
インドネシア	5.3	5.4	5.2	5.2	5.50	6.00	5.50	5.00	6.94	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.5	5.3	6.0	5.50	6.25	5.75	5.25	4.49	4.6	4.2	3.8
ベトナム	8.0	4.8	6.0	7.0	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	3.1	3.5	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.04	9.5	9.0	8.5
ロシア*4	-2.1	-	-	-	7.50	-	-	-	10.31	-	-	-
トルコ	5.6	2.5	3.0	4.0	9.00	35.00	30.00	20.00	9.16	30.0	25.0	20.0

	株価指数					為替（対円）			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末		実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
インド	2,069	2,380	2,600	2,830	英ポンド	158.47円	170円	153円	150円
MSCI	1.6%	15.1%	9.2%	8.8%		1.7%	7.3%	-10.0%	-2.0%
インドネシア	7,393	7,650	8,250	8,500	インド・ルピー	1.59円	1.71円	1.60円	1.54円
MSCI	10.4%	3.5%	7.8%	3.0%		2.7%	7.5%	-6.4%	-3.8%
ベトナム	1,007	1,280	1,350	1,500	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.933円	0.865円	0.848円
VN指数	-32.8%	27.1%	5.5%	11.1%		4.5%	10.6%	-7.3%	-2.0%
					フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.39円	2.37円
						5.3%	7.3%	-6.3%	-0.8%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.57円	0.53円	0.51円
						10.9%	1.9%	-7.0%	-3.8%
					メキシコ・ペソ	6.72円	8.9円	8.7円	8.5円
						19.9%	32.4%	-2.2%	-2.3%
WTI原油 （米ドル/バレル）	80.26	85	90	98	ロシア・ルーブル*4	1.77円	-	-	-
	6.7%	5.9%	5.9%	8.9%		15.5%	-	-	-
金 （米ドル/トロオンス）	1,826	1,960	2,020	2,200	トルコ・リラ	7.00円	5.0円	4.1円	3.7円
	-0.1%	7.3%	3.1%	8.9%		-18.2%	-28.6%	-18.0%	-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 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

景気の減速感が出てくるか

9月ISM景況感指数では、製造業が49.0と3カ月連続で改善し、新規受注指数や雇用指数などが上昇した。他方、非製造業は53.6と前月の54.5から低下。特に新規受注指数が51.8と前月の57.5から急低下し、昨年12月以来の低水準となった。需要の弱含みを示唆するのか、来月分が注目される。経済の根幹を成す非製造業で金融引き締め効果の影響が出始めたのであれば、景気全体の減速感が出やすい。

雇用者数は反発も需給のひっ迫は限定的

9月雇用統計はまちまちな結果。非農業部門の雇用者数は前月比+33.6万人と市場予想を倍近く上回った。極端な振れではあるものの、雇用拡大基調がADPなど他の雇用関連指標と大きく食い違っているわけではない。他方、雇用者数以外は凡庸な結果で、失業率は3.8%、労働参加率は62.8%、平均時給は前月比+0.2%といずれも前月と同じ。労働需給の緩和度合いを、引き続き確認する局面である。

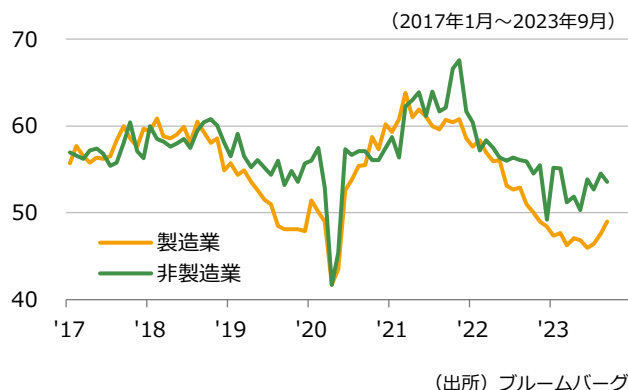
サービス価格反発も単月の振れの範疇か

9月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%と市場予想通りだったが、住居費が前月比+0.5%、FRBが注目する住居費を除くサービス価格が同+0.6%とそれぞれ前月から加速した。もっとも、単月の上振れの範疇で、インフレ抑制が危ぶまれるとは言い難い。また、全体的な大幅上振れでもないため、FRBが今回のCPI結果を強く懸念し、11月FOMCで追加利上げをする可能性は低いだろう。

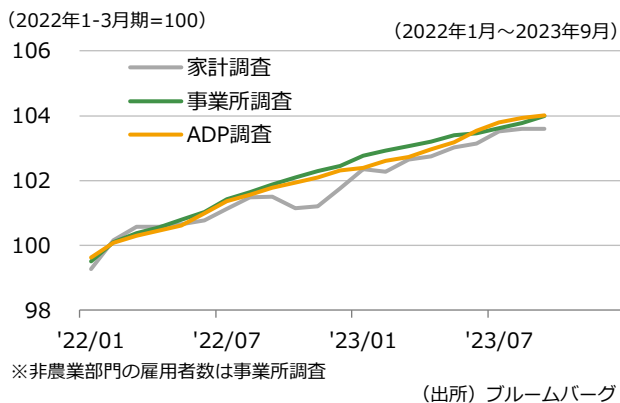
長期金利上昇は金融環境の引き締めり？

長期金利の大幅上昇を受けて、FRB高官から金融環境の引き締めりを背景とした追加利上げ不要論が出始めている。もっとも、金融環境の引き締めり度合いは指標に左右される側面も大きい。少数の指標から算出される指数では金融環境の引き締めりが目立って確認される一方、広範な指標から算出される指数では引き締めりは限定的に留まっている。信用スプレッドの拡大が限定的であることと整合的だ。

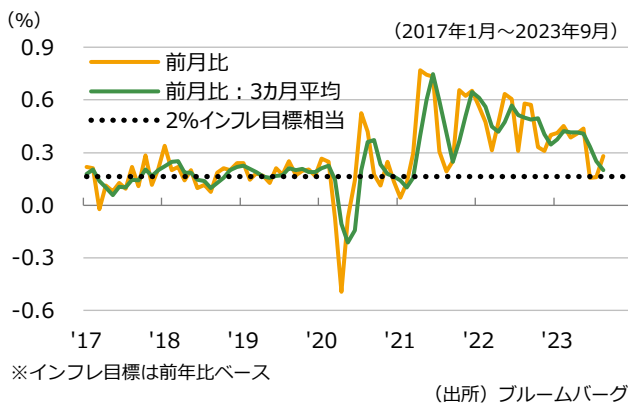
ISM景況感指数



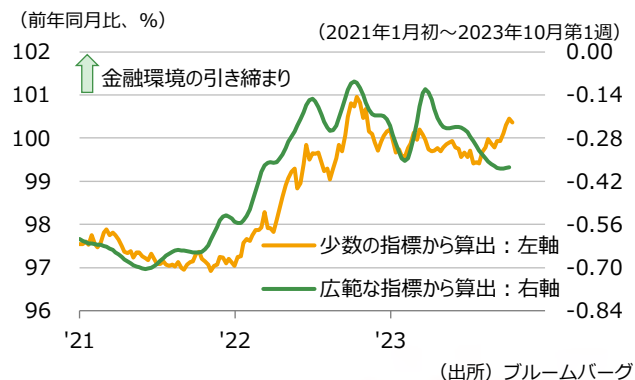
各種統計の雇用者数比較



食品・エネルギーを除くコアCPI



金融環境指数





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。利下げ開始時期の市場予想が24年後半以降にシフトする中、市場の焦点は米国景気に比重が移りつつある。その米国景気は足元まで堅調に推移しているとみられる一方、一部免除されていた学生ローンの返済が10月から再開されること、11月には暫定予算の期限切れが控えていることなどの不確実な要因は存在する。まずは、これらの動向を見極めたい。

リスクプレミアムは依然割高水準

S&P500の12カ月先予想PERは18倍台前半、リスクプレミアムは0%台後半。特に、リスクプレミアムの低水準（割高）が目立つ状況であり、引き続き、株式市場が金利変動の影響を受け易い状況にあると考える。当社では、米長期金利の上昇は一服も当面高止まると予想。このため、中東情勢を受けた原油価格の動きや、米国の政府閉鎖への懸念など金利に影響を与え易いイベントの動向は注視したい。

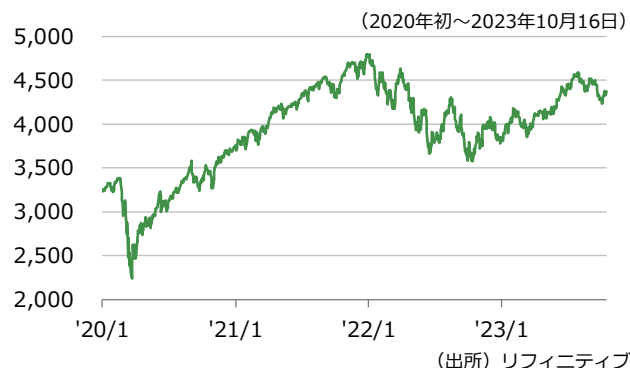
利下げ開始までに下押しは生じるか？

米国の金融政策の焦点は「どれだけ政策金利を据え置くか」に移りつつある。過去6回の利下げ開始までの期間別の騰落率は右図の通り。景気減速により、平均5%程度の下落が発生する一方、利下げ開始までには株価上昇が期待出来る。また、1～2四半期程度の利下げ開始時期のズレの影響は小さい。このため、目先の焦点は、株価下落を生じさせるような景気減速が発生するか否かであると考え。

学生ローン返済再開の影響を注視

景気動向の焦点である米国内需は、各種統計等を見る限り、足元まで堅調に推移。また、右図の通り、家計ローンの延滞率は徐々に上昇しているものの、米銀大手の決算発表からは7-9月期の延滞率の上昇も緩やかであることが示唆され、急変は見られず。一方、10月からの学生ローン返済再開の影響はまだ不透明。11月から年末商戦が本格化する小売企業の決算などを通じて、影響の有無を確認したい。

S&P500の推移



S&P500のPERとリスクプレミアム

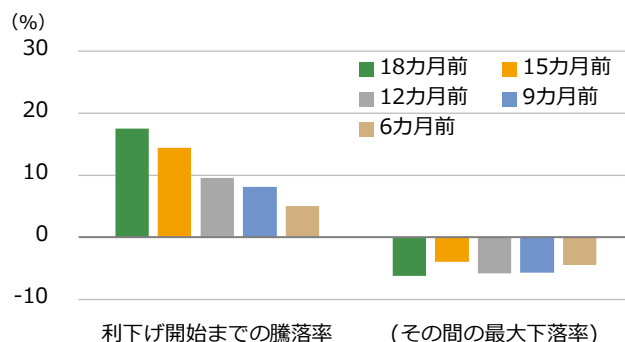


※PERは12カ月先予想PER

※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

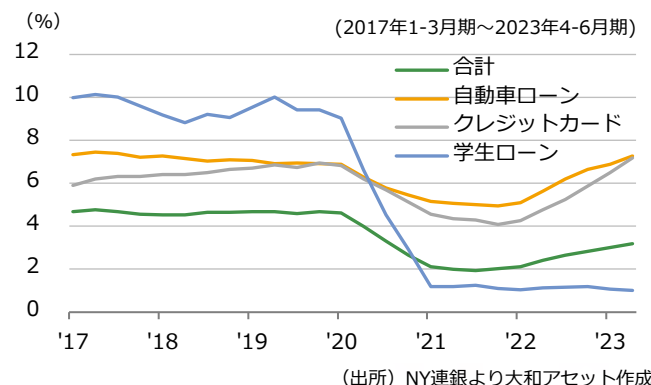
利下げ開始までの期間別S&P500平均騰落率



※対象は1989年以降の6回の利下げ局面

※週次ベースで2020年2月以降は新型コロナの影響が大きいため、騰落率算出には含めず
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

家計債務・新規30日以上延滞残高比率





債券・金利

追加利上げは見送りか

10年債利回りが一時4.9%に迫るなど、金利は9月FOMC後に長期を中心に大きく上昇。金利上昇は金融引き締め効果があるため、FRB高官から追加利上げ見送りの可能性が示唆されつつある。他方、利上げ局面でもあるため、利下げ開始に向けた議論はFOMC内部で一向に進まず。パウエルFRB議長が一度指摘した実質政策金利も、定量的なガイダンスとしてFOMC内部で支持されていないことが明らかに。

長期金利上昇に一服感

市場参加者の中期的な政策金利観が一段と上昇した一方、利上げ局面は終盤を迎えつつある。財政政策の不透明感強いものの、地政学リスクの高まりもあり、金利上昇局面はひとまず一服。利下げ議論の本格化までは4%台前半での推移となろう。他方、利下げ終着点も大幅に切り上がっており、先行きの長期金利低下余地は従来予想より小幅になりやすい。

リート

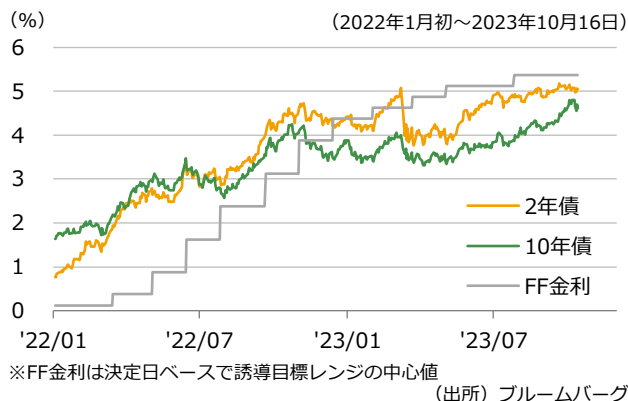
長期金利の上昇を受けて下落

米国リート市場は、9月半ばから10月半ばにかけて長期金利の上昇を背景に下落。依然、金利がリート価格の重しとなる状況が続いている。ただ財政や景気動向、地政学リスクなど様々な不確実性を内包しつつ、金融引き締めサイクルは終盤との想定を継続。10月後半から7-9月期の決算発表が始まる。堅調な業績動向が続くか、見通しに大きな変更がないか注目したい。

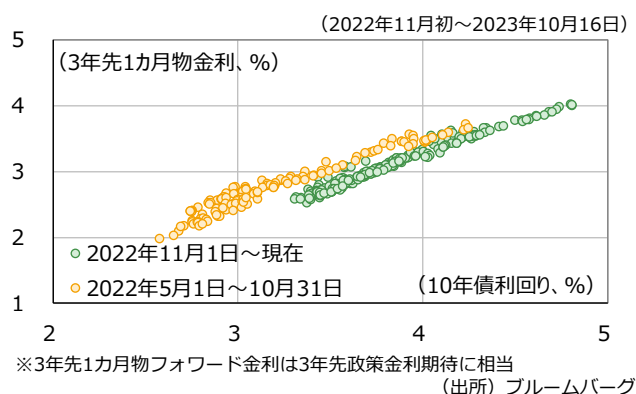
外部環境に左右される展開が続こう

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、今後も長期金利などの外部環境に左右される展開が続こう。長期金利の上昇を受けて米国リート指数の見通しを引き下げたが、堅調な業績動向や緩やかな長期金利の低下想定などからポジティブな投資リターン想定は継続。投資スタンスもやや強気を維持。

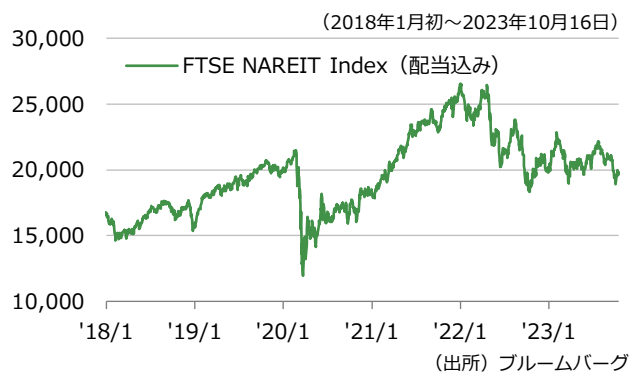
FF金利と短期・長期国債利回り



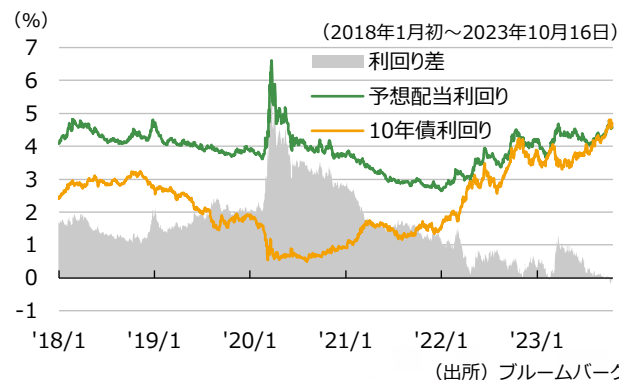
10年債利回りと3年先政策金利期待



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

日米金利差に連動している米ドル円

日米5年国債金利差と米ドル円は基本的に連動しており、今後の米ドル円は日米金利差の動向次第と見ている。過去1年間程度の米ドル円と日米金利差との相関から推計した米ドル円は10月16日時点で148円台後半であり、現実の米ドル円をやや下回る水準にある。日米5年金利差が今より拡大して10月初旬につけたピーク（4.5%弱）を更新しなければ、米ドル円は150円を大きくは超えにくいと見ている。

米ドル円は150円程度から下落傾向か

過去1年間程度では、日米5年国債金利差が4.4%なら米ドル円は149.0円を中心に143.1～154.9円、3.4%なら132.2円を中心に126.3～138.1円に収まりやすい。以前に比べると、金利差変化に対する為替変化の比率は高まっている。今後1年間程度は、FRBの金融引き締め姿勢の後退で米金利が低下（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している。

米実質金利は米ドル安要因に転じるか

日銀緩和修正観測で日本の実質金利はじり高傾向にある一方、米国で高めの金利が長期化すると観測から米実質金利は大幅に上昇し、米ドル高に働いてきた。ただ、市場の期待インフレ率は2%台前半で安定的に推移している。また、追加利上げの必要性が低下したとの考えを示すFRB高官が増えている。FRBのタカ派姿勢が後退するとともに米実質金利が低下し、米ドル安・円高に作用すると見ている。

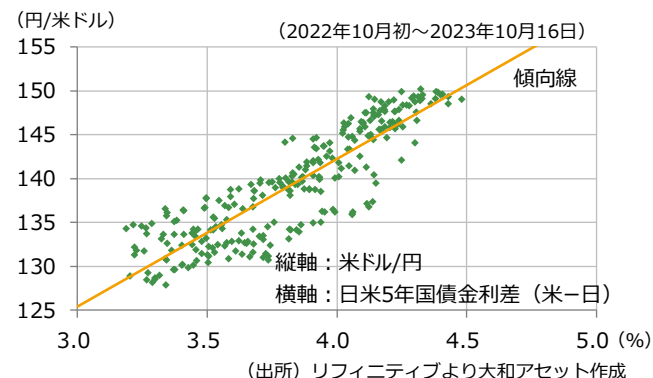
米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

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9月時点で4.1%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.0%にまで鈍化。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは9月時点で3.6%であり、米国を大幅に上回る。基調的なインフレ動向は日米金融政策格差が縮小に向かうとの見方につながり、日米金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働く要因となるだろう。

日米金利差との相関からの米ドル円推計値



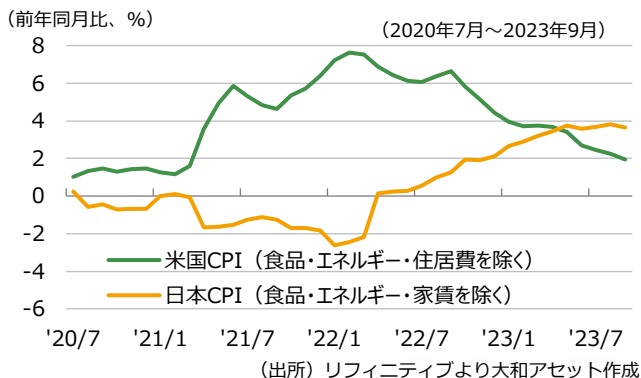
日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



日米の実質金利



日米の家賃を除くコアCPI





経済

景気は下振れリスクを内包しつつ停滞

実質GDPは2022年10-12月期に前期比▲0.1%と、2年ぶりのマイナス成長に陥った後、1-3、4-6月期とも同0.1%と、辛うじて景気後退を免れている状況。PMIの推移からは、2023年後半も景気は停滞したままの公算が大きい。2024年入り後は潜在成長率並みの同0.4%程度の回復軌道に復すると見込む。しかし、ECBによる金融引き締めの累積的な効果に鑑みれば、景気はなお下振れリスクが大きい。

サービス業PMIは2カ月連続で50割れ

PMIは製造業が2021年6月をピークに低下基調にあり、昨年7月以降は50を下回って推移し、最近では40台前半に沈んでいる。サービス業は2023年に入り50超で推移していたが、8、9月は再び50割れに陥った。ECBによる金融引き締めの効果発現と考えられるが、潜在需要の一巡、世界経済の減速、供給制約の長期化なども要因と考えられる。エネルギー価格が再度高騰すれば、一段の低下を免れず。

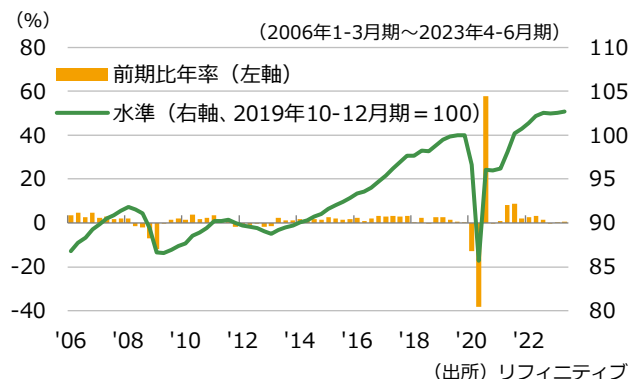
雇用情勢は改善も個人消費は上向かず

失業率は2020年8月の8.6%が新型コロナウイルス発生後のピークで、その後は低下基調を辿り、直近の8月は6.4%に達した。労働供給の制約を主に労働需給はひっ迫しているが、高インフレが個人消費を抑制し、賃金の上振れにも拘らず、実質小売売上高は2021年央からの減少基調が漸く止まったに過ぎない。インフレ率がどの程度速やかに低下するかが、当面の個人消費、延いては景気の鍵を握る。

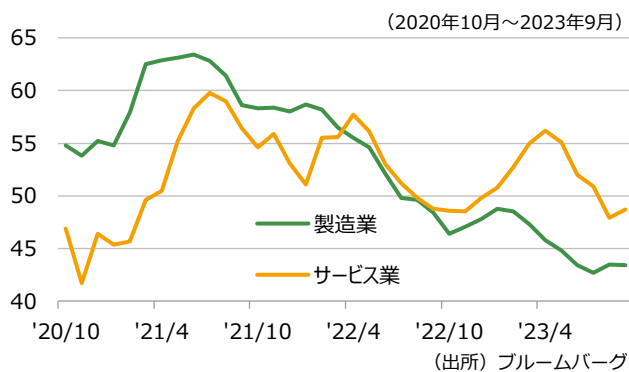
インフレ率は基調としてピークアウト

9月消費者物価指数は食品・エネルギー等を除くコアでも4.5%と、8月の5.3%から大幅に鈍化した。一過性の要因があるにせよ、財、サービスを問わず鈍化が明確で、先行する生産者物価指数の下振れからも、インフレ率は基調としてピークアウトした可能性が高い。しかし、目標値の2%を大幅に上回っており、2%への収斂の道筋は不透明。期待インフレ率も2%から上振れたまま。

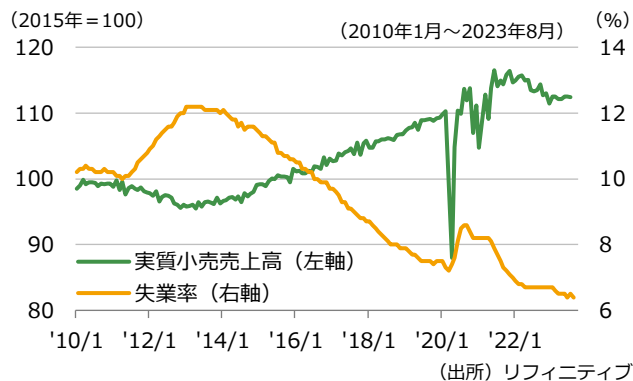
実質GDP



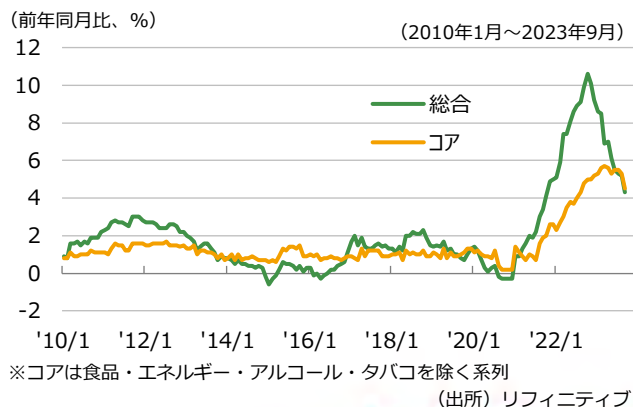
PMI



実質小売売上高と失業率



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。ECBは9月の理事会をもって利上げ停止を示唆。しかし、域内のインフレは依然高水準であり、利下げ開始時期はまだ見通せない。製造業PMIが40台前半であるなど経済実勢も弱い。インフレ減速が一段と進めば、米国と比べて早期の利下げ転換が意識される可能性もあるが、足元は景気鈍化が警戒され易い局面だろう。

インフレのさらなる鈍化を待ちたい

9月のユーロ圏の消費者物価はコア（エネルギーや食品等を除く）が前年同月比+4.5%と8月の+5.3%から鈍化。ピークアウトは確認出来るものの、まだ4%台。インフレサプライズ指数は7月、9月とマイナスだが、米国などと比べ特に低いわけではない。株式市場のマインド改善には、もう一段のインフレ鈍化が求められよう。

債券・金利

ECBは利上げ終了も利下げは見通せず

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10会合連続となる利上げを9月に実施した。同時に、政策金利が現水準で「十分に長い期間維持され」ることを条件に、利上げ打ち止めを示唆した。実際、今次局面の利上げは終了したと考える。現水準でどの程度長期化するかは物価動向次第だが、足元の高インフレに鑑みれば、利下げは当面見通せず。

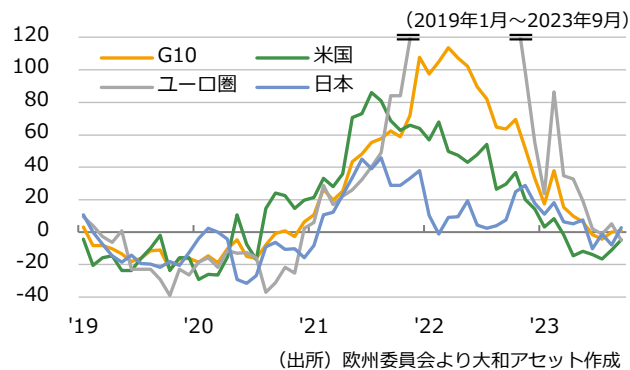
長期金利は低下基調へ

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停止しているが、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については、金融市場の不安定化を避けるため、当初の方針通り2024年末まで再投資を継続しよう。景気は脆弱なままであり、早晚インフレ期待の低下に連れて、長期金利は低下基調を見込む。

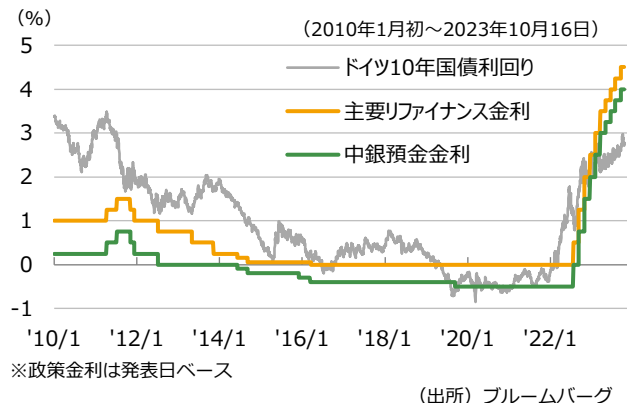
Euro STOXX 50の推移



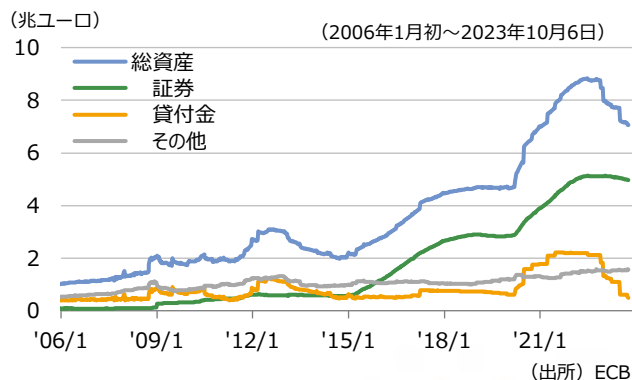
インフレサプライズ指数



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

独日金利差縮小とユーロ安・円高を予想

景気減速下でユーロ圏のコアインフレ率がピークを打ち、ECBの追加利上げ観測も後退するなかで、独金利は日本の金利に比べ相対的に上昇しなくなっている。先行きは独金利が相対的に低下して、ユーロ安・円高に作用すると予想している。その際に、リスクオンになるとユーロ高・円安圧力が働くが、景気減速懸念によりリスクオフに傾きやすくなり、ユーロ安・円高が進行しやすくなると見ている。

ユーロ安・米ドル高が抑制される可能性

独金利は米金利に比べ相対的に低下している。7月のように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・米ドル安が進むこともなくなっている。景気減速懸念でリスクオンの動きが後退するなか、金利差動向に応じてユーロ安・米ドル高が進行している。ただ、先行きは米金利低下により独金利の相対的低下が止まり、ユーロ安・米ドル高は抑えられると予想している。

実質実効為替でのユーロ高と円安

物価変動格差を控除した実質実効為替レート（広義）について、ユーロは昨年8月を底に上昇。過去20年平均とほぼ同水準にあり、水準は高くないが、ユーロ高はユーロ圏の価格競争力を低下させる一方、インフレを抑制する一因になる。円は9月に1970年1月以降の最低水準を更新。円安は日本の価格競争力を上昇させる一方、インフレを促進する一因になる。日本の売り手には有利だが、買い手には不利だ。

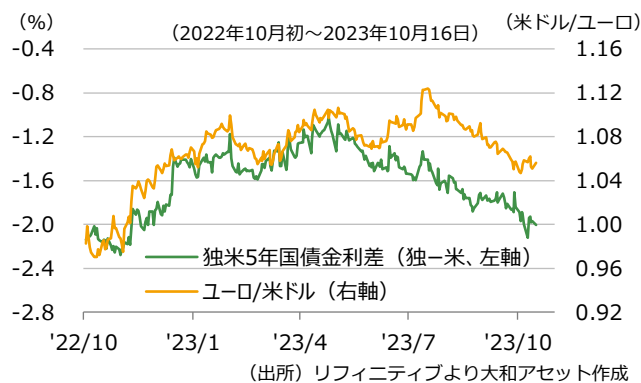
経済指標からのユーロ変動圧力は限定的

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）は、ユーロ圏がマイナス圏で若干上昇、米国がプラス圏で小動き、日本がプラス圏で反落している。最近のESIの相対的変化からすると、米ドルや円に対するユーロの変動圧力は小さいと言えそうだ。今のところ欧米のESIが大幅に低下して景気悪化懸念が強まるような状況にはないので、欧米金利の低下を伴うリスクオフの円高は抑制されている。

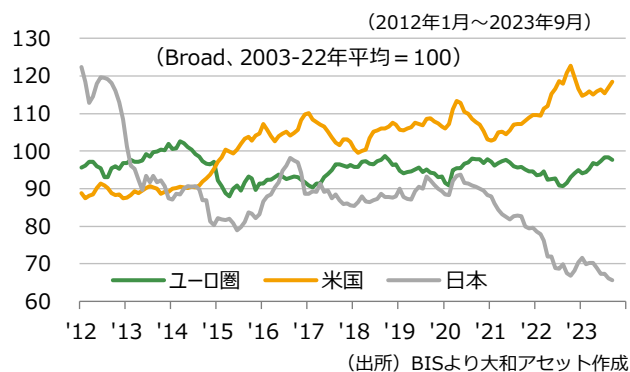
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



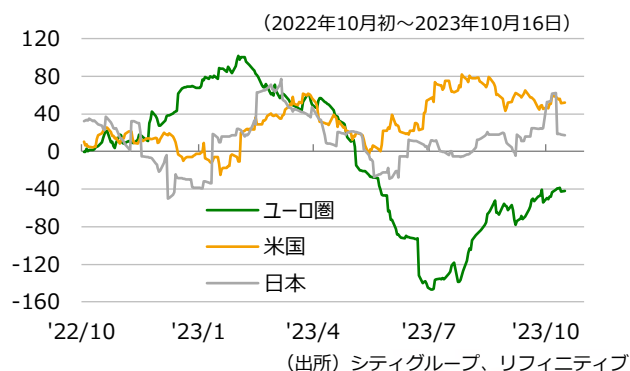
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



経済サプライズ指数





経済

景気は当面停滞したまま

GDP統計が遡及改定され、実質GDPの水準は既に2021年10-12月期にコロナ前を上回っていたことが判明した。主に2021年中のデータが上方修正された結果で、最近1年程度の停滞した状況は変わらず。PMIは相対的に好調であったサービス業でも、8、9月に50を下回った。景気のけん引役が不在な上、BOEによる金融引き締め効果の累積的な効果に鑑みれば、景気は当面停滞したままと見込む。

コアのインフレ率は低下基調へ転換か

週平均賃金（民間、賞与を除く）は3カ月移動平均で8月まで前年同月比（以下同じ）8%台の高い伸びが3カ月続いているが、8月消費者物価指数は食品・エネルギー等を除くコアで6.2%と、7月の6.9%から目立って鈍化した。最近の経済指標の顕著な悪化に鑑みれば、コアのインフレ率の鈍化は単月の事象に留まらず、基調変化の可能性が高い。

為替

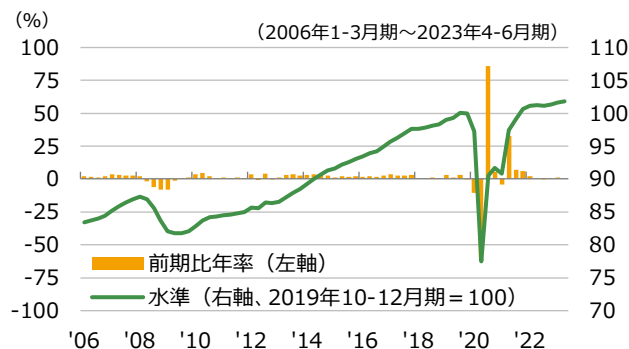
BOEは政策金利を現水準で長期間維持へ

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した後、9月は政策金利を据え置いた。政策金利が十分に長い間、十分に引き締めめであることが必要、より持続的なインフレ圧力が明らかになれば追加利上げが必要、などの方針は変わらず、利上げ打ち止めの示唆はない。しかし、コアのインフレ率の推移に鑑みれば、今次局面の利上げは終了したと考える。長期金利も低下基調を見込む。

ポンド安・ユーロ高が一服

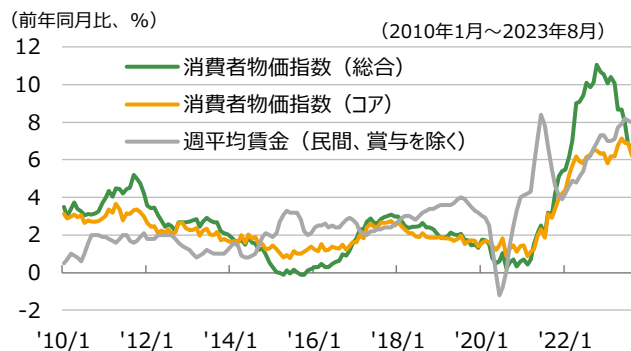
ユーロ圏に比べ英国の長期金利は8月以降、相対的に低下し、ポンド安・ユーロ高要因となってきた。英国の景気減速や労働需給緩和に加え、コアインフレの鈍化が明確化し始め、追加利上げ観測が後退したため、ユーロ圏でも追加利上げ観測が後退したため、足元で英金利の相対的低下とポンド安・ユーロ高は一服しているが、ポンドの反発は限定的か。

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

(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) ブルームバーク

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

企業活動好調の一方、消費は弱含み

引き続き、国内外の人流回復、供給制約解消などから経済活動正常化が進み、外需の円安効果もあり企業活動は改善傾向にある。一方、相次ぐ値上げによる幅広い分野の物価上昇やガソリン価格の上昇などから消費者の生活防衛姿勢が強まりつつある。今後は補助金再開によるガソリン価格の低下メリットが期待されるが、物価上昇による実質賃金の減少継続などから消費の先行きには不透明感がある。

企業は非製造業好調、製造業まちまち

9月調査日銀短観では非製造業を中心に景況感の改善傾向が確認された。これまで価格転嫁に慎重だった業種においても積極的な値上げにより採算が改善、電気料金や物流費などのコスト上昇も一服しており、利益を確保しやすい状況にある。製造業においては、部材不足解消や円安により自動車の改善が顕著な一方、販売低迷の電機や、中国経済不振の影響を受ける化学などの素材業種が低調である。

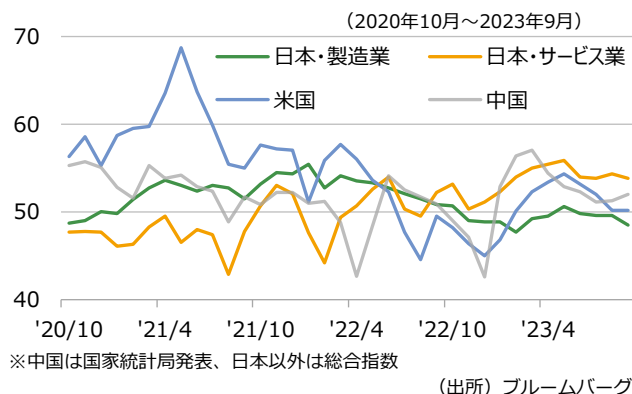
賃金の伸びは加速せず

8月現金給与総額の伸び（前年同月比、以下同じ）は+1.1%。速報値から0.2%pt下方修正された7月と同じ。所定内給与の伸びは+1.6%と7月の+1.3%から加速したが、特別給与が▲5.4%と大幅なマイナスに。仕入れ価格が上昇する中、賃上げ原資に福利厚生費や広告宣伝費などの削減のほか、残業代やボーナスの圧縮も回っているようだ。実質賃金は▲2.5%と物価高影響で17カ月連続前年比減。

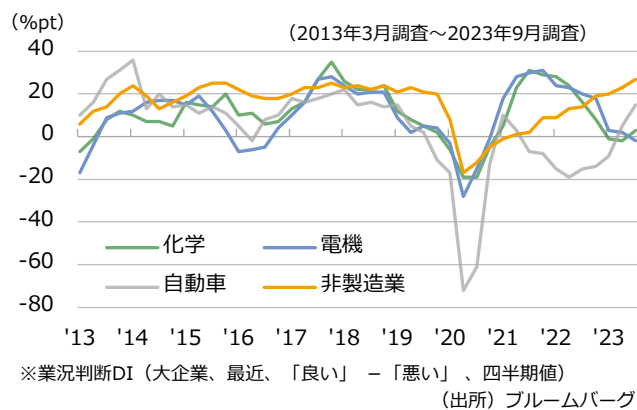
消費は低調

8月の家計調査（2人以上勤労者世帯、実質値）では、前年同月比で収入▲7.0%、消費支出▲5.5%と、ともに前年割れで減少幅は拡大傾向。幅広い分野で物価上昇が進み、消費者は生活防衛色を強めている。一方、人手不足、賃上げ原資確保、同業他社の動きなどから、企業の価格転嫁に対する抵抗感が弱まっており、円安再進行やエネルギー価格の上昇もあってインフレ率の高止まりが想定される。

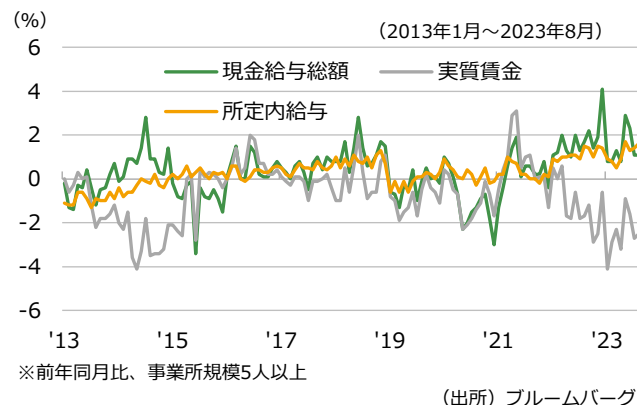
PMI



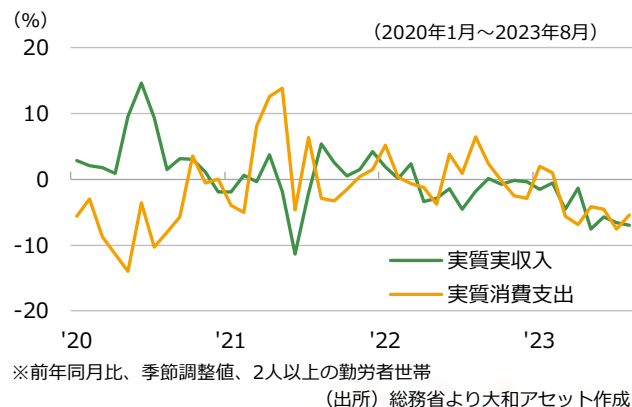
日銀短観



賃金



家計調査





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カ月の騰落率は先進国株式市場内で低位。年初来の良好な騰落率を受け、四半期末を挟んだリバランスの動きなどが影響したとみられる。しかし、東証の資本効率を意識した経営の要請など、日本の独自材料に対する注目度は依然高い。海外要因で下落することがあっても、下落一巡後は反発に転じやすいだろう。

バリュエーションは依然割高感なし

TOPIXのバリュエーションはPERで13倍台半ば、リスクプレミアムは6%台半ばで、依然目立った割高感はない。企業業績面では、製造業の事業環境は一部で厳しいものの為替の円安効果もあり、7-9月期決算において、通期の会社計画やコンセンサス予想が大きく切り下がることはないとする。中東情勢の混迷に歯止めがかかれば、株式市場の焦点は再び日本の独自要因に移ろう。

東証要請への対応はまだこれから

いわゆるPBR1倍割れへの対応として注目される東証の「資本コストや株価を意識した経営」に対して、具体的な方針を示した企業はTOPIX1000においてもまだ3分の1程度。東証は年明け以降、対応を開示している企業を公表する方針を示しており、企業への開示をより求めていく方針。したがって、東証要請への対応は今後本格化するとみられ、株主還元の強化などが株式市場に好影響を与えよう。

価格転嫁は過去にない程広がっている

日本株のもう一つの注目点は、賃金上昇を伴う適度な物価上昇環境への転換。日銀短観の販売価格判断DIは企業規模に関わらず高水準であり、価格転嫁の広がりが確認出来る。10-12月期は2024年春闘の賃上げ率に焦点が当たり易いと考えており、連合が2年連続でこれまでより高い賃上げ目標を掲げるにより、日本の賃金上昇を伴う適度な物価上昇環境への期待が一段と高まることが予想される。

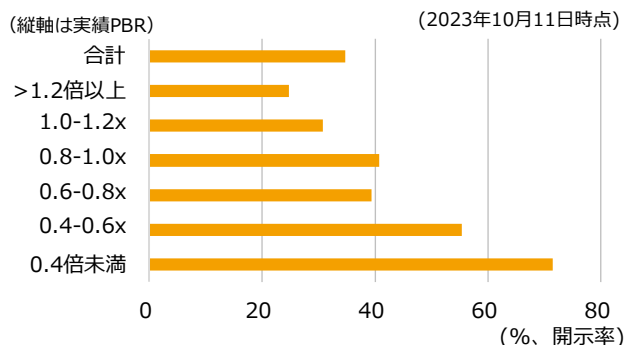
TOPIXの推移



TOPIXのPERとリスクプレミアム

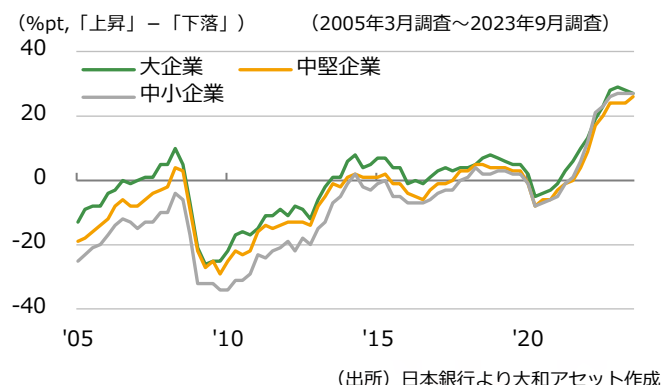


東証要請への対応を開示した銘柄の比率 (PBR別)



※対象はTOPIX1000の2月・3月決算銘柄
※縦軸の1.0-1.2xはPBR1.0倍以上1.2倍未満を示す
(出所) 会社資料より大和アセット作成

日銀短観 (販売価格判断DI)





債券・金利

サービスインフレも徐々に変化

当社がメインシナリオとする24年4月のマイナス金利撤廃に向けたポイントは賃上げとサービスインフレ。サービス価格は前月比年率2%を下回る月もまだ多い。その一方、右図の通り、インフレ率の品目別構成比を見ると前年比2%超の品目は全体の約5割まで上昇している。ウェイトが高い住居費が横ばい圏にあることは重荷であるが、サービスインフレにも徐々に変化が出てきている点に注目している。

25年末の長期金利は1.0%と予想

10年国債利回りは23年末と24年末は前回予想を継続、新たに作成した25年末は1.0%と予想。政策金利は25年に2回の利上げで、25年末で0.25%と予想する。現在の金融政策において影響が大きい春闘は、連合が10-12月期に賃上げ目標を公表、翌年1-3月に労使交渉の結果が見えてくるとの時間軸。まずは、連合の来年度の賃上げ目標を確認したい。

リート

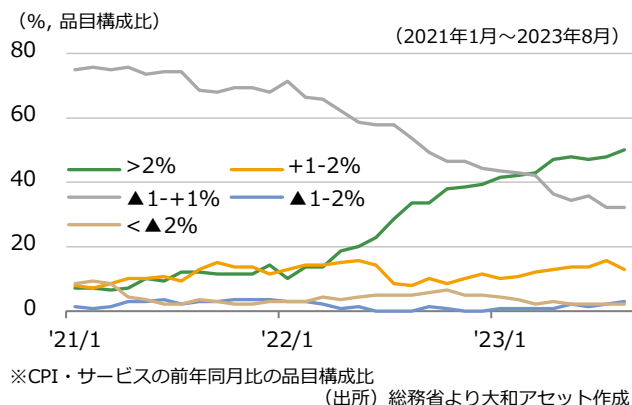
金利上昇が続き一時1,800割れ

9月の一部新聞社による植田日銀総裁へのインタビュー記事公表後、日本の10年国債利回りは大きく上昇した。一時0.8%台まで上昇した局面では、東証REIT指数は1,800を割り込み、2023年4月以来の安値を記録した。その後は日米長期金利の上昇一服に合わせてJ-REIT市場は上昇に転じたものの、中東情勢の緊迫化を受けて、投資家のリスク回避姿勢が高まり、再び下落した。

国内長期金利の動向を注視

国内長期金利がJ-REIT市場に与える影響が大きい展開が続くそう、引き続き動向を注視。2023年に大量供給により悪化が懸念されていたオフィス市況は底堅い需要から見通しが改善するなどJ-REIT市場には明るい兆しが見える。J-REIT各社でバイバックを含めた資本コストを意識した動きが出てくると反発のきっかけとなる期待もある。

サービスインフレの動向



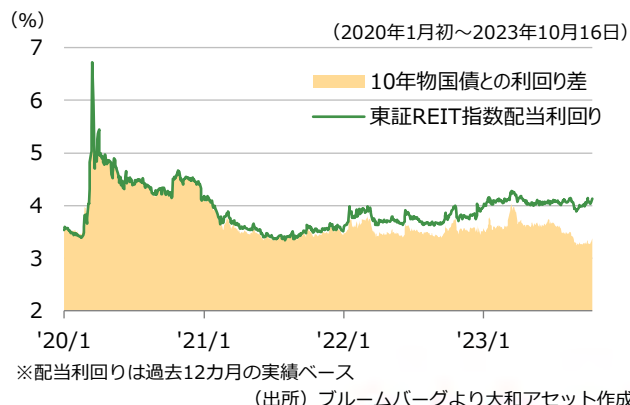
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安が止まる一方で米ドル高が進行

米ドル円は7月中旬以降に上昇し、昨年10月以来の米ドル高・円安水準（150円台）に到達した。米ドル以外の通貨に対する円安が止まり、クロス円相場が安定推移する一方、円以外の通貨に対する米ドル高が進行してきた。海外金利上昇による円安とリスクオフの円高が相殺された一方で、米金利上昇とリスクオフがともに米ドル高に働いたからだ。ただ、米金利上昇・米ドル高は長くは続かないと見ている。

エネルギー高による円安圧力は頭打ちへ

7月以降の米ドル高・円安の一因に、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を通じて円安に働く一方、生産量が多い米国の金利上昇を促して米ドル高に働く。ただ、エネルギー高を受け生産国の供給削減は抑えられる一方、消費国の需要減退は拡がりやすい。中東リスクはあるが、エネルギー高による円安・米ドル高圧力は続きにくいと見ている。

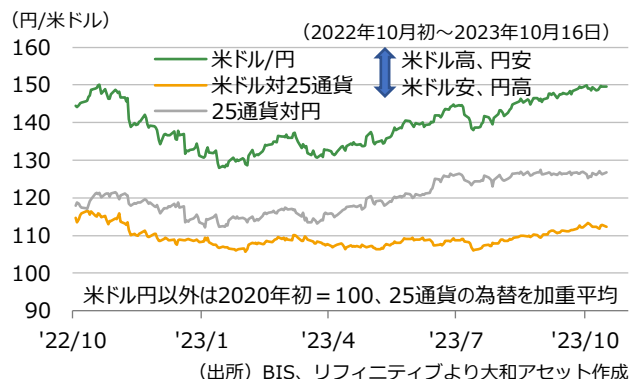
最近では米金利低下・株高の米ドル安も

7月以降は米金利上昇・株安（リスクオフ）による米ドル高が進んできたが、高い政策金利の長期化観測による米金利上昇が止まり、米金利低下・株高（リスクオン）による米ドル安局面も出てきた。米金利と米株価が逆方向に動く米ドル相場が変動しやすく、同方向に動く円相場が変動しやすくなる。米金利低下・リスクオンなら米ドル安になり、米金利低下・リスクオフなら円高になりやすいと言える。

景気減速なら米金利低下・株安の円高か

米ドル円と米金利は順相関、米ドル円と米株価は逆相関の状況が続いている。これは、米金利と株価が逆相関にあり、米金利上昇・株安で米ドル円上昇、あるいは米金利低下・株高で米ドル円下落となるケースが多いためだ。今は米景気が底堅いが、景気減速が強まった場合には米金利と米株価が順相関へと変化し、米金利低下・株安（リスクオフ）で米ドル円下落（円高）となるケースが増えると見ている。

米ドル・円・他通貨の為替



原油価格と米ドル円

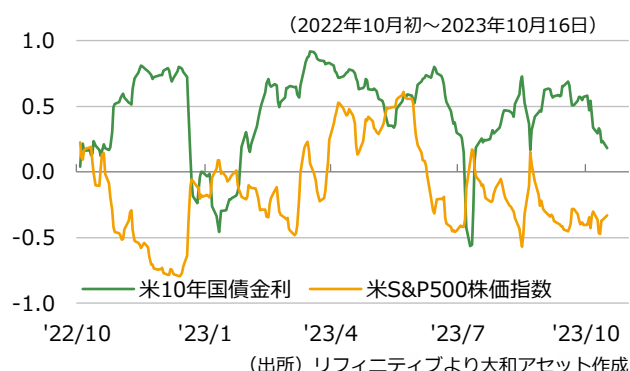


米ドルと円の変動パターン

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

米ドル円との時系列相関係数 (25日間)





経済

人口急増に支えられて景気腰折れは回避

カナダ統計局の推計に基づく、実質GDP（前年同月比）は年初の+3.2%から8月に+1%弱まで減速した。生産年齢人口が前年同月比+2.5%となっており、積極的な移民の受け入れを主因とした急速な人口増加が成長を支えている構図が浮かび上がる。他方、昨年来の利上げの効果は着実に効いており、当座は景気浮揚の材料も乏しい。経済は潜在成長率を下回るペースでの低空飛行が続くと予想。

雇用増は継続するも、個人消費は減速

雇用者数は9月に前月比+6.4万人と急増するなど、雇用の増加トレンドは継続。失業率は7月から5.5%で横ばいを維持しており、労働市場は堅調を維持していると言える。一方、実質小売売上高は、暖冬などによる年初の上振れ以降、緩やかな減少傾向を示しており、個人消費に力強さはない。供給制約や人手不足が解消に向かう中、抑制的な消費行動により、インフレ圧力は徐々に後退していくと見込まれる。

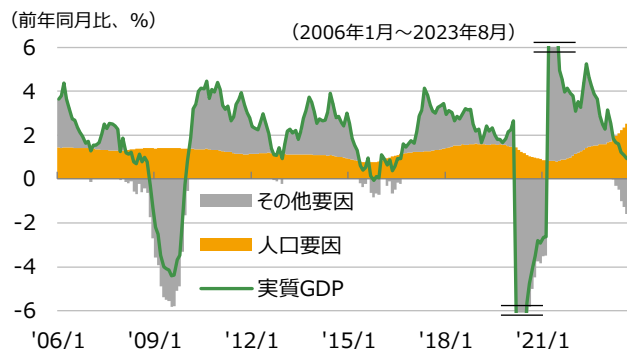
労働需給緩和で賃金の伸びも鈍化するか

時間当たり賃金の伸びは、依然として高止まりしている。ただし、労働需給のひっ迫度合いを示す欠員率は低下傾向が続いており、カナダ銀行の企業調査による今後1年の賃金上昇率予想も低下が鮮明になっている。今後は実際に時間当たり賃金の伸びも鈍化傾向を示すだろう。2%のインフレ目標と整合的な3%前後の賃金の伸びに落ち着くにはまだ時間を要するが、その正しい方向には進んでいる様子。

インフレ再加速の懸念はひとまず後退

消費者物価指数は総合だけでなくコア（加重中央値とトリム中央値）も7月から8月にかけて前年同月比の伸びが加速し、インフレ再加速への懸念が高まった。しかし、一転して9月はいずれも伸びが鈍化し、この懸念はひとまず後退。また、住宅価格指数が9月に前月比▲0.3%と6カ月ぶりのマイナスに転じるなど、6月と7月に実施された利上げの効果も出始めており、早期の追加利上げの必要性は低下。

実質GDP成長率と要因分解

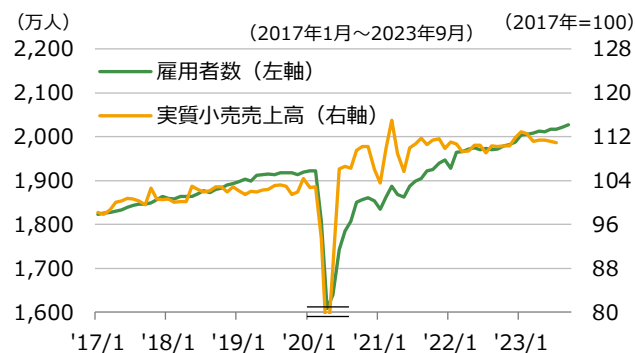


※2023年8月はカナダ統計局の推計値より計算

※人口は労働力調査の生産年齢人口を使用

（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

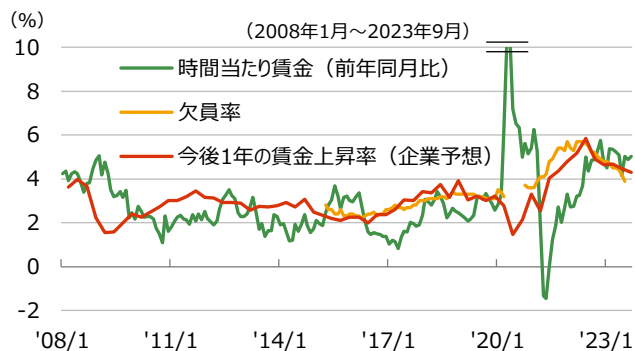
雇用者数と実質小売売上高



※実質小売売上高は2023年7月まで

（出所）カナダ統計局

賃金データと欠員率

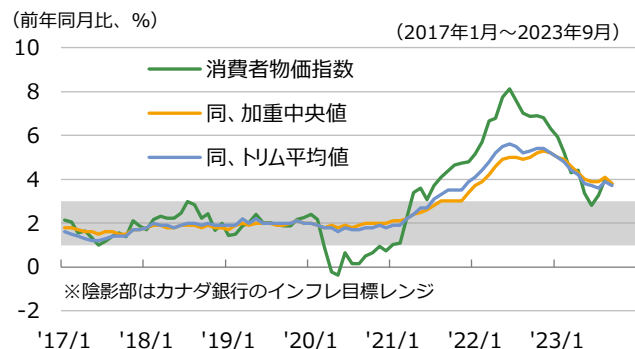


※欠員率は2015年4月～2020年3月、2020年10月～2023年7月

※今後1年の賃金上昇率は2008年1-3月期～2023年7-9月期

（出所）カナダ統計局、カナダ銀行

消費者物価指数



（出所）カナダ統計局



債券・金利

来年後半から慎重に利下げを進める予想

カナダ銀行は9月金融政策決定会合で3会合ぶりの利上げ見送りを決定し、政策金利を5%に据え置いた。引き続き追加利上げの可能性は排除できないが、すでに景気が減速していることや、既往の利上げの効果が今後も時間差で表れることを考慮し、政策金利の据え置きを続けよう。来年後半からの利下げを見込むが、中立金利の水準が不確かであるため、景気と物価の反応を見ながら慎重に進めると想定。

企業の価格設定行動が正常化するか注目

景気の減速感が強まる中でもカナダ銀行はインフレへの警戒を怠っていない。特に企業の価格設定行動が正常から遠いことを懸念している。例えば、企業が想定する値上げ/値下げの頻度が平時より高いままであるため、コスト上昇をすぐに販売価格に転嫁する恐れがある。こうした企業の価格設定行動も利上げ打ち止めや利下げの判断を慎重にさせる要因。

為替

対米ドルでは緩やかな増価予想

過去1カ月のカナダ・ドルは、米金利上昇やリスク回避姿勢の強まり、原油価格の下落などを受けて、対米ドルで減価。米国とカナダはいずれも来年後半に利下げを開始するとの想定だが、その後に予想される利下げ幅は米国の方が大きいと、両者の長期金利差は縮小し、それに沿ってカナダ・ドルは対米ドルで緩やかに増価すると見込む。米国の利下げ後ずれやカナダの想定以上の景気悪化がリスク要因。

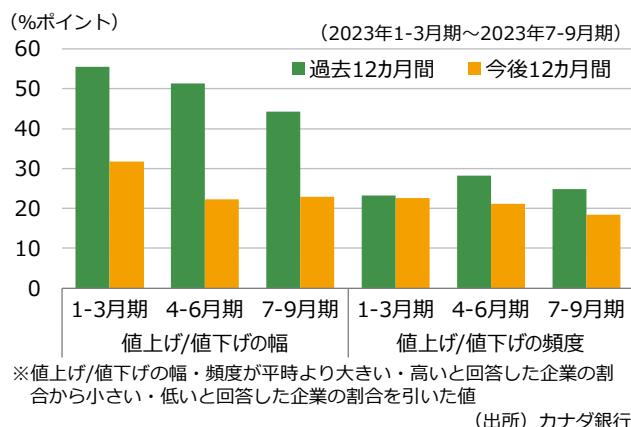
対外収支の改善がカナダ・ドルの支えに

8月貿易収支（財）は+7.2億カナダ・ドルと、4カ月ぶりの黒字に転じた。原油価格の上昇などが輸出額の増加を通じて貿易収支の改善に寄与した格好だ。カナダ経済の低成長（輸入の低迷）と原油価格の堅調な推移（詳細は31ページ）が続けば、貿易黒字が定着しやすくなろう。実需の資金フロー好転もカナダ・ドルの下支え要因になると期待される。

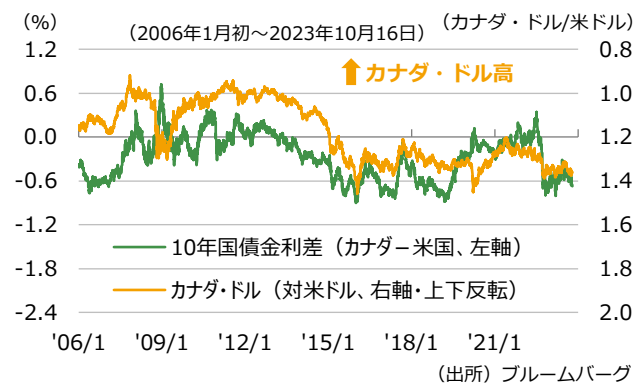
政策金利と10年国債利回り



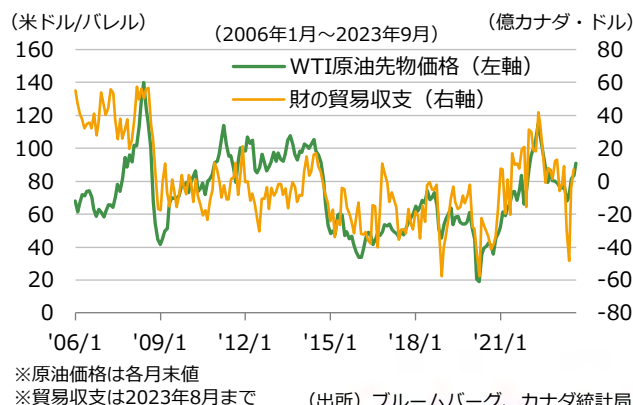
企業の価格設定行動



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



経済

経済成長は巡航速度を下回るが底堅い

実質GDPは1-3月期、4-6月期といずれも前期比+0.4%で、潜在成長率を下回る状態が継続。高インフレによる実質賃金の低下で個人消費の減速感強いが、設備投資などが成長をけん引している。今後は実質賃金の上昇により、個人消費も底堅さを増すと想定される。急速な人口増加やコロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しも支えとなり、引き続き景気後退に陥る可能性は低いと考えている。

労働市場は堅調だが、軟化の兆しも

雇用者数は増加傾向、失業率は低位での推移が続いており、労働市場は依然として堅調だ。ただし、過去3カ月の雇用者数変化を労働時間別に見ると、フルタイム雇用（週35時間以上勤務）の5.3万人減に対して、パートタイム雇用（週35時間未満勤務）が12.2万人増と、雇用増はパートタイムがけん引役になっている。労働時間の伸び悩みは、労働市場の過度なひっ迫が緩和し始めたことを示唆しよう。

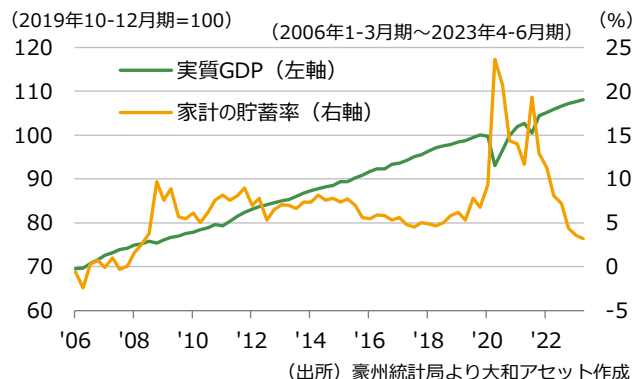
企業から見たインフレ懸念は後退

9月NAB企業景況感調査では、労働コストの伸びが8月から顕著に低下。仕入れコストや最終製品価格の伸びも低下し、企業から見た過度なインフレ懸念は和らいだ格好。賃金指数は7-9月期に再加速すると見込まれるが、その後は持続しない可能性が高まった。ただし、労働コストの伸びや消費者のインフレ期待は、依然として2~3%のインフレ目標と整合的なペースから上振れている点には留意が必要。

労働生産性の低迷継続に注意

RBAによるインフレ見通しの前提は、今後1年程度で労働生産性の伸びがコロナ前のトレンドに回帰すること。しかし、直近でも労働生産性の低下が続く、単位労働コストならびに物価の上昇圧力につながっている。労働生産性の前提が低下すると、インフレ率が目標に回帰する時期の見通しが後ずれすることになる。それに応じて追加利上げの必要性が高まるだろう。労働生産性の動向に今後も注意したい。

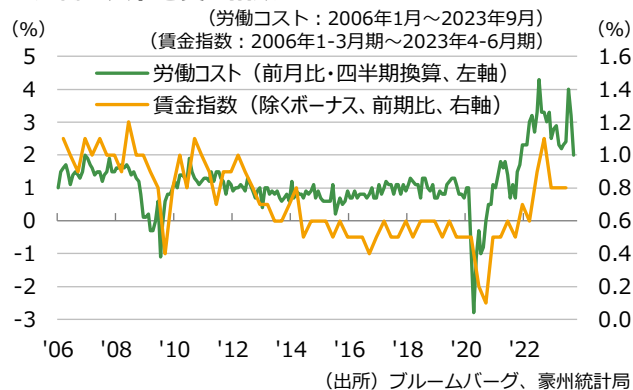
実質GDPと家計の貯蓄率



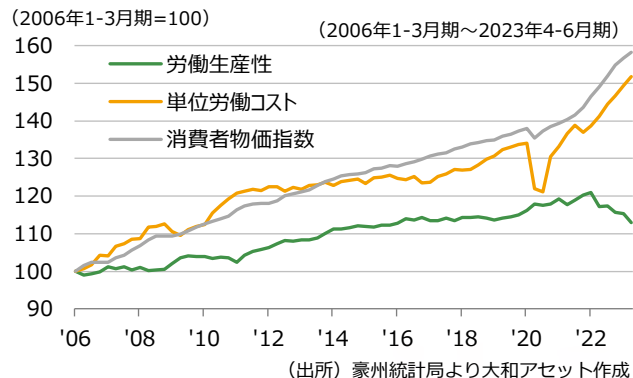
雇用者数と失業率



労働コストと賃金指数



労働生産性と単位労働コスト・消費者物価指数





債券・金利

追加利上げなしの予想に変更

RBAは10月理事会で4会合連続となる利上げ見送りを決定し、政策金利を4.1%に据え置いた。依然としてインフレ率が政策金利を上回る水準にあり、利上げ再開の可能性は排除できない。ただし、過度なインフレ懸念が幾分和らいでいるため、政策金利を据え置いて様子を見る余地は拡大。海外経済の不透明感の高まりもあり、当社は年内の利上げ見通しを撤回し、今年末の政策金利予想を引き下げた。

RBAのバランスシート縮小はあまり進まず

TFF第1弾の返済は順調に進行し、企業の資金調達環境が顕著に悪化した様子はない。第2弾の満期は来年5月と6月に集中するほか、RBAがYCCやQEで買入れた国債・準政府債の償還も来年4月まではほとんどなく、バランスシート縮小は進まない見込み。ただ、一時検討された保有債券の売却が実行されれば、長期金利の上昇要因になるため要注視。

為替

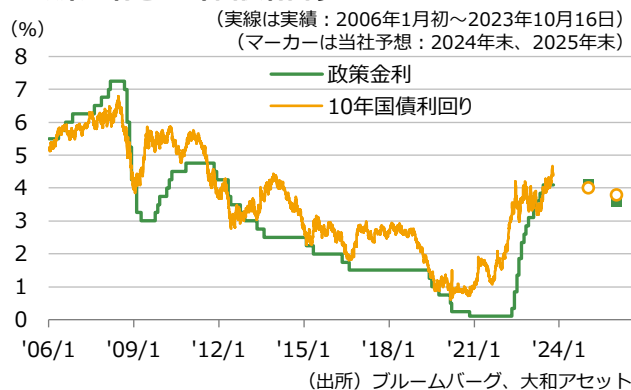
豪ドルの見通しを「中立」に引き下げ

米金利上昇やリスク回避姿勢の強まりを受けて、過去1カ月の豪ドルは米ドルや円に対して減価。今回、豪州の政策金利予想引き下げと米国の長期金利予想引き上げを理由に、豪ドルの予想値を下方修正した。来年後半以降の米国の利下げや世界経済の回復、市場心理の改善を背景に豪ドル高・米ドル安を予想するが、海外要因に強く依存するため、豪ドルの見通しも「やや強気」から「中立」に引き下げた。

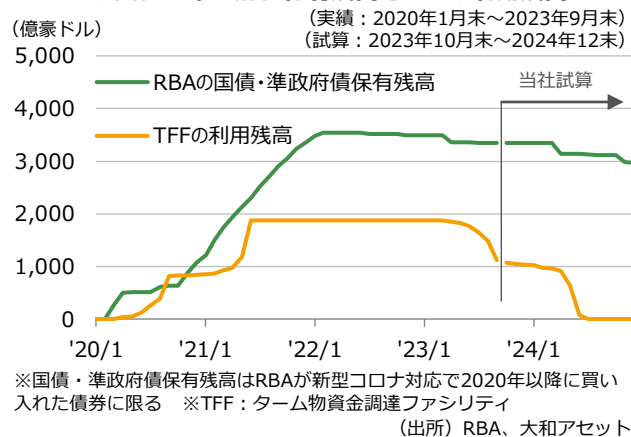
高水準の貿易黒字が豪ドルを下支え

2010年代後半以降の天然ガス輸出の拡大により、貿易収支は黒字が定着。過去1年は資源価格の下落にもかかわらず、EVの生産に欠かせないリチウムの輸出急増や中国による豪州産石炭の輸入再開により高水準の貿易黒字を維持。今後、資源価格の反発（交易条件の改善）により貿易黒字が拡大すれば、実需面から豪ドルを下支えすることが想定される。

政策金利と10年国債利回り



RBAの国債・準政府債保有残高とTFFの利用残高



米国との10年国債金利差と豪ドル (対米ドル)



交易条件と貿易収支





経済

経済成長率は4%台での低位推移続くか

長期のトレンドを見ると、2014-20年のサービス業の発展促進期間を除いて、実質GDP成長率の前年同期比は、鉱工業生産伸び率に0.7を掛けた値に沿う傾向がある。そのため、鉱工業生産の伸び率がパンデミック発生前の+6%を持続的に超えるのが難しいと予想される中、GDP成長率も高く4%台後半の水準で推移するとの試算になる。有効な景気対策の欠如もあり、低位推移の確度は高まっている。

「金九銀十」現れず、追加対策待たれる

政府は8月から住宅ローン金利や頭金比率の引き下げに加え、北京・上海等1級都市での不動産購入規制を緩和する不動産販売促進策を発表。しかし、建築中断物件への消費者の不信感強く、9-10月に住宅販売が盛んになる季節性「金九銀十」は現れず。政府は販売回復による不動産企業の自力での債務危機乗り越えを望んでおり、追加対策が待たれる。

株式

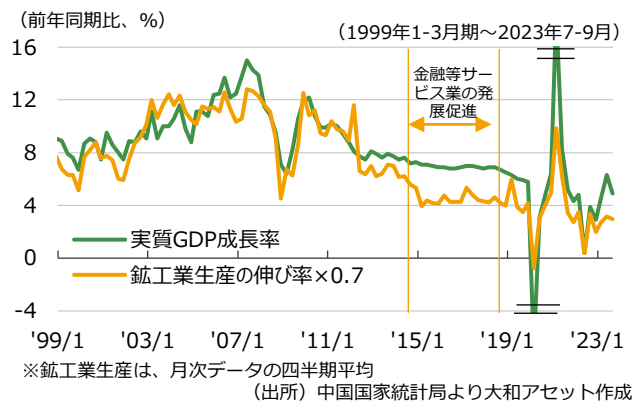
株価を懸命に下支えするも、効果薄か

8月の証券取引時の印紙税引き下げや、大株主への所有株の売却制限等につき、9月以降は100社超の国有企業が自社株買いを行ったほか、政府系ファンドによる買い支えもみられた。ただ、有効な景気対策が欠如し、不動産業への懸念も続く中で、株式市場への介入の効果が続くか疑問は残る。APECでの米中首脳会談が実現しても米中関係改善は期待しづらく、株価を押し上げる材料限定的か。

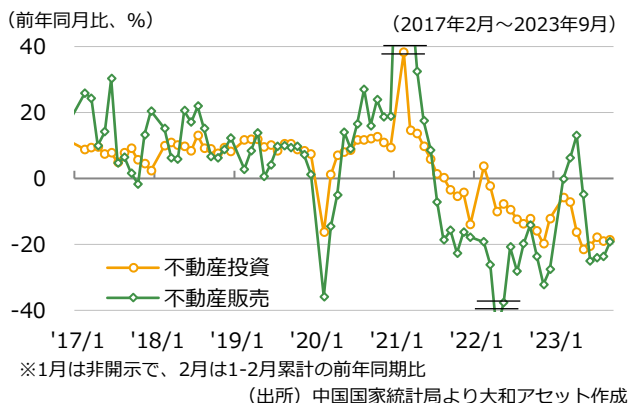
リーマン・モーメント回避とは断言できず

8月のカントリー・ガーデンに続き、9月は恒大集団の信用不安が再燃し、不動産市場発の「リーマン・モーメント」の懸念は根強い。実行可能な債務再編計画を示さない恒大集団に対し、香港では企業清算を求める動きがある。10月末予定の恒大集団に対する香港裁判所の決断や、カントリー・ガーデンがデフォルト回避可能かなどが目先の注目材料。

実質GDP成長率と鉱工業生産の推移



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の推移





債券・金利

需要不足の状況は変わらず

8月以降、中銀が準政策金利の1年物MLF金利と預金準備率を引き下げたが、景気浮揚の効果は薄い。中長期貸出の伸び率は依然として冴えない水準にあり、国慶節を挟んだ9-10月の不動産販売や個人消費は、いずれも市場の事前予測を下回った。追加金融緩和の可能性は残るが、当局は大幅な利下げとは一線を画しており、需要喚起には力不足の見込み。足元は、特別国債の発行に踏み切るかにも注目。

米中金利差（米国-中国）が2%超える

景気の低位推移が長引くと予想される中、金利は2.6%を挟むレンジで推移を継続。米中金利差（米国-中国）がブルームバーグで確認可能な2005年以来的最高水準の2%超えまで拡大し、外国マネーの流出は継続。金利上昇圧力として働こう。ただ、追加金融緩和期待が高いことや、国内資金の逃避先として選好されるため、金利のレンジ推移継続を予想。

為替

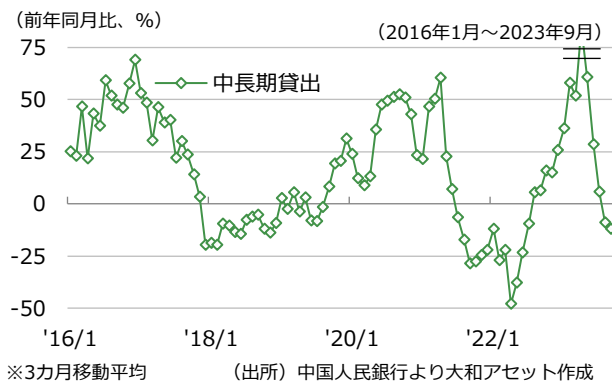
人民元が対円で昨年の元高水準に接近

9月以降の米ドル高局面で、人民元対米ドルレートが概ね節目の7.3元/米ドルで底堅く推移。当方は、人民元安圧力と、当局の7.3元/米ドル近辺での人民元安阻止の綱引きの中、対米ドルではレンジ推移を継続しよう。一方、対円では足元の円安により、約30年ぶりの元高円安だった昨秋の水準に接近。対米ドルがレンジ推移とみられるため、対円は米ドル円の動向に左右されよう。

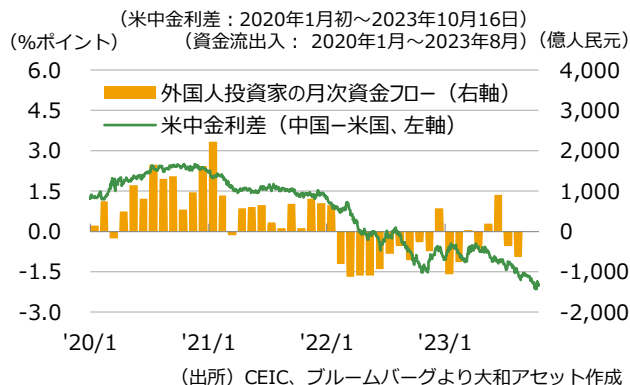
総合収支の赤字化懸念が人民元安圧力に

2023年の4-6月期までの総合収支をみると、「総合収支の黒字化」を支えていた大幅な経常黒字が2022年7-9月期以降、減少傾向にある。金融・資本収支の赤字拡大が重なれば、今後は総合収支が赤字に転落する見込み。総合収支が大幅な赤字を記録すれば、2015年の人民元ショックのリスクが意識される可能性もあり、警戒が必要。

中長期貸出の伸び率



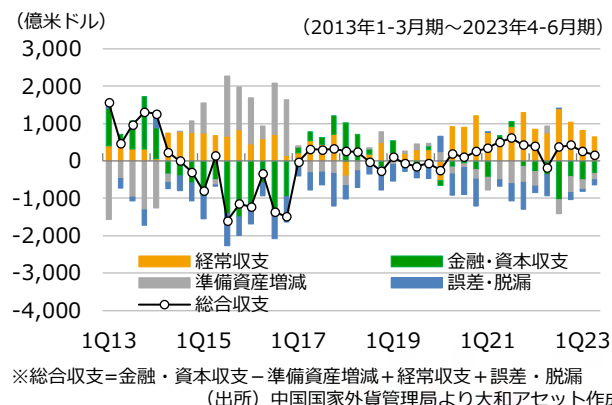
債券市場からの外国人投資家の資金流出



人民元の対米ドル、対円レートの推移



総合収支およびその内訳





経済

景気は底堅く、インフレ圧力も乏しい

高金利政策にもかかわらず、繰越需要や拡張的な財政政策に支えられて景気は底堅く推移し、実質GDPは今年4-6月期まで8四半期連続のプラス成長を記録した。高金利の影響はまだ時間差で効いてくるものの、企業・消費者のセンチメントは改善傾向もしくは底堅く、景気後退リスクは小さい。一方、需給ギャップはマイナスが継続しており、需要面からインフレ再加速が懸念されるような状況にはない。

民間部門の信用収縮は底打ちが近い

企業・消費者信用残高の伸びは、2022年6月の前年同月比+17.8%を直近のピークとして、今年8月には同+8.9%まで鈍化した。ブラジル中銀は今年末には同+7.3%へ更に鈍化すると予想。しかし、同行はすでに8月に利下げを開始しており、来年末には同+8.5%に加速するとも予想している。2016年のような深刻な信用収縮は回避され、信用拡大とともに景気は緩やかに回復していく公算が大きい。

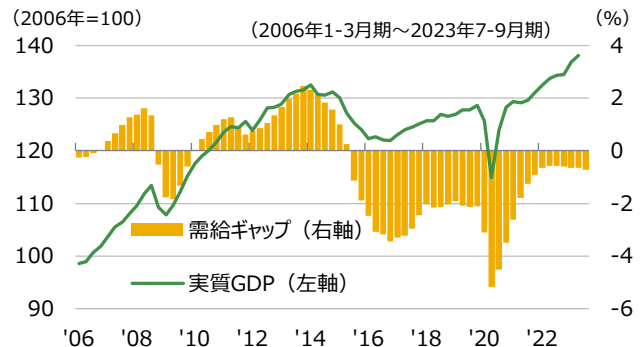
労働市場も消費者信頼感指数も改善傾向

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、雇用者数が増加傾向を維持するなど労働市場は堅調であり、FGV消費者信頼感指数もすでに分水嶺の100に接近。当時より良好な経済環境の下で利下げを開始しており、労働市場や個人消費が悪化する余地は小さい。

基調的なインフレ鈍化は継続

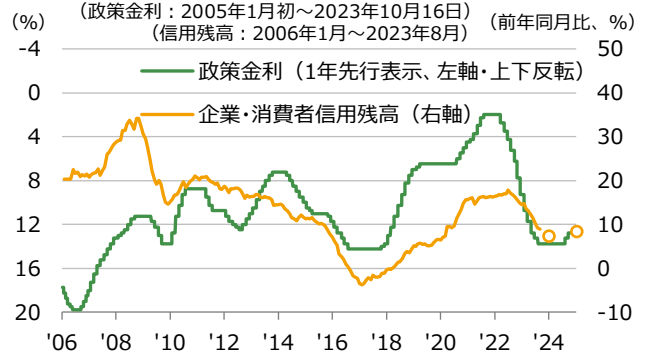
9月消費者物価指数（総合）は前年同月比+5.2%と、8月の+4.6%から伸びが加速し、インフレ目標レンジを上回った。しかし、コアのトリム平均値は逆に8月の同+4.8%から+4.7%に鈍化し、目標レンジ内に回帰するなど、基調的なインフレ率は減速傾向が続いている。また、ベース効果のはく落によって、総合も10月以降は伸びが鈍化すると予想されており、インフレ再燃への懸念は強まりづらい。

実質GDPと需給ギャップ



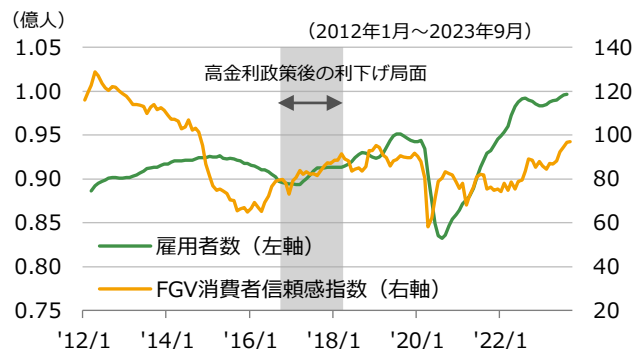
※実質GDPは2023年4-6月期まで ※需給ギャップはブラジル中銀の推計
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

政策金利と企業・消費者信用残高



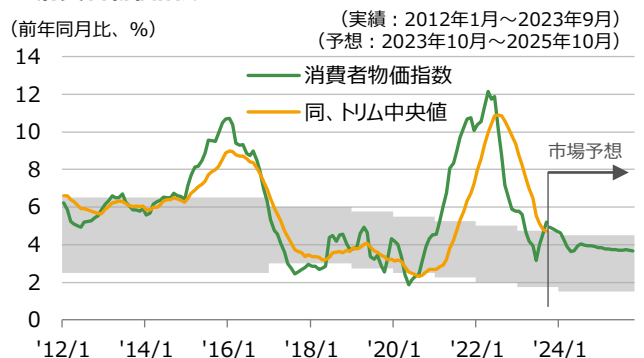
※○はブラジル中銀による企業・消費者信用残高の23年末・24年末予想
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

雇用者数と消費者信頼感指数



※雇用者数は3カ月移動平均のCEICによる季節調整値
(2012年3月～2023年8月) (出所) CEIC、ブルームバーグ

消費者物価指数



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行



債券・金利

当面0.5%ポイントずつの利下げを継続

ブラジル中銀は8月と9月の金融政策決定会合で各0.5%ポイント（pt）の利下げを決定した。今後も0.5%ptずつの利下げが継続すると見込む。ただし、米国との金利差縮小による通貨安からのインフレ再燃を回避するため、来年半ばからは0.25%ptに利下げ幅を縮小するとの見通しに変更した。また、米長期金利の予想値引き上げの影響も加味して、今年末と来年末の長期金利の予想値も上方修正した。

ブラジル国債の「強気」見通しを維持

今年半ばからの世界的な金利上昇にもかかわらず、JPモルガン算出のブラジル国債指数（現地通貨建て）は高値から0.5%安の水準にとどまる。高い金利収入が債券価格下落の大部分を相殺した格好。今後1年程度は、引き続き他国と比較して高い金利収入が得られることに加え、国債利回りも低下傾向での推移が見込まれるため、見通しは「強気」を維持。

為替

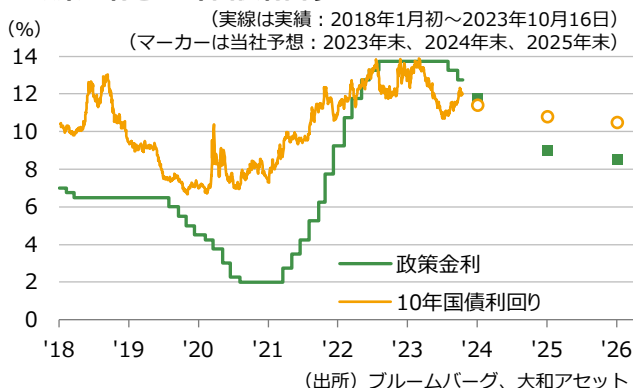
足元は米ドルの動向に振らされる展開

ブラジルでは今後も0.5%ポイントずつの利下げが続くと市場予想が固まっているため、金融政策（金利）の面では米国の影響を受けやすくなっている。9月半ばから10月上旬にかけては、ブラジル固有の材料に乏しい中、主に米国の長期金利上昇による米ドル高圧力を受け、ブラジル・レアル安米ドル高が進行した。足元ではレアル安が一服しているが、今後も米金利の動向に神経質にならざるを得ない。

海外からの株式投資と貿易収支に注目

海外経済や米国の金融政策の不確実性が後退すれば、景気浮揚を期待した海外からブラジル株式市場への投資が活発化し、レアルを下支えするだろう。また、今年は貿易黒字が過去最高ペースで推移している。これから貿易収支が悪化する季節になるが、資源価格が反発する中で貿易黒字の縮小が小幅にとどまれば、実需面からのレアル下支えも期待される。

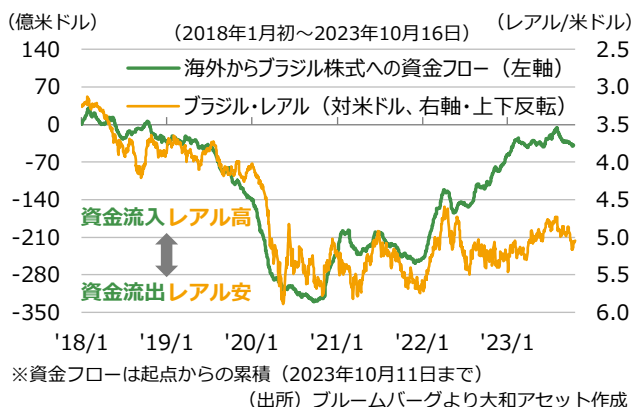
政策金利と10年国債利回り



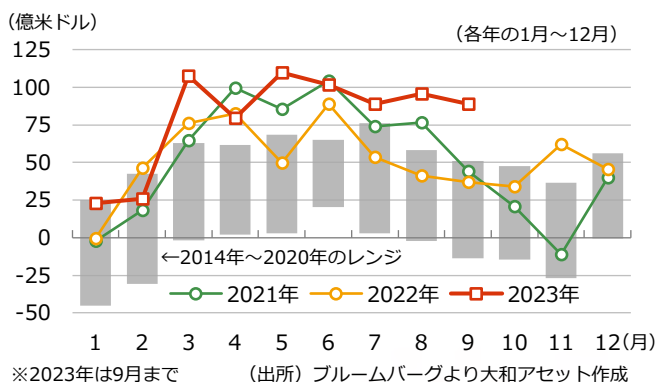
ブラジル国債指数



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

アジアの成長率は下方修正も高水準維持

10月発表の「IMF世界経済見通し」では、多くの新興国の2024年実質GDP成長率見通しが下方修正された。米中欧等の景気見通しが芳しくない中、アジアの輸出主導国ではベトナムやマレーシア、タイ等が下方修正されたが、それでもインドやASEANの成長率の水準は高い。また、米国景気のソフトランディングの見方が強まると、これらの国の成長率の上方修正余地があると予想。

資源価格の全面高はみられず

原油先物価格が80米ドル台で推移すると、資源国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等が恩恵を受けよう。一方、食品価格高騰の懸念の後退や、天然ガス価格の低位推移等、資源価格全般の上昇はみられていない。そのため、非資源国のインド、トルコ、フィリピン等において貿易収支の顕著な悪化は見込まず。また、ロシアからの原油輸入を受け、インドの貿易赤字の大幅な拡大は想定せず。

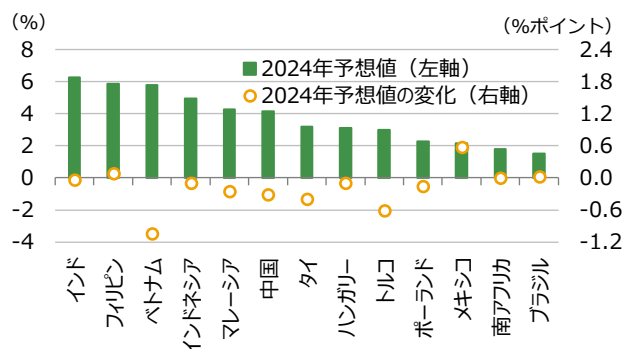
インドの物価上昇率、中銀許容範囲へ

7-8月にかけて、インドでは主要食材のトマト価格の高騰を受け、CPIの前年同月比が一時的急騰。しかし、足元は政府の食品価格の抑制策が奏功したことや、9月以降の降雨が順調であったことから、CPIは3カ月ぶりに中銀の許容範囲へ回帰した。コアインフレも低下傾向を強めており、インフレ再燃の可能性は低く、利上げ局面が終了したと見込む。

インドでは好景気が続く見込み

インドの鉱工業生産の前年同月比伸び率（3カ月平均）は、約1年ぶりの高水準を記録し、市場予想も上回った。政府の力強いインフラ投資の推進を受け、資本財やインフラ/建築関連などの生産が一段と加速し、裾野の広い不動産と自動車産業も堅調。世界の景気減速が懸念される中で、インドでは強い内需で景気がけん引されている構図は変わらず、金融引き締めも乗り越え、好景気が続く見込み。

主要新興国の2024年の実質GDP成長率見通し



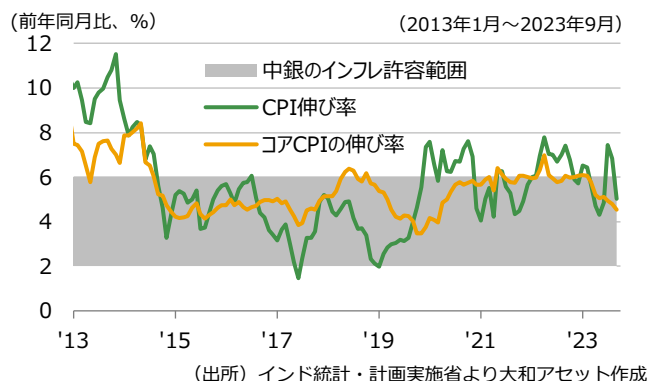
※IMF世界経済見通し10月号の数値を掲載し、変化は10月号対4月号の変化
(出所) IMFより大和アセット作成

CRBコモディティ価格指数の推移



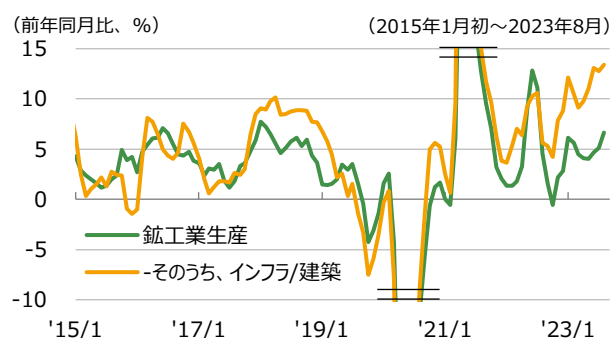
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドの物価状況



(出所) インド統計・計画実施省より大和アセット作成

インドの鉱工業生産の推移



※3カ月移動平均 (出所) インド統計・計画実施省より大和アセット作成



株式

米金利高に耐性を示す国が多い

直近1カ月間の新興国株は、米長期金利上昇、米ドル高が進む中、メキシコや、ブラジルなどにおいて利益確定とみられる動きが強まった。また、資金流出懸念を受け、ベトナムやタイ等の下落も顕著であった。ただ、これらの国を除いて、底堅く推移する国が多く、依然悪環境への耐性を示している。高騰は想定していないが、目先は中東情勢を含めた原油価格の動向に注意したい。

製造業輸出国の輸出の改善が期待される

足元では、電気製品などの輸出が強みのベトナム、マレーシア、タイなどへの景気回復期待が浮上。半導体価格の底打ち観測や、サムスン電子の予想を上回る決算、韓国の輸出の市場予想を上回る回復などが期待を強めた。ただ、ASEAN等輸出主導国においては、製造業PMIなどをみると企業マインドの改善の足取りは不安定だが、期待先行で今年の株価出遅れを挽回する可能性も想定しうる。

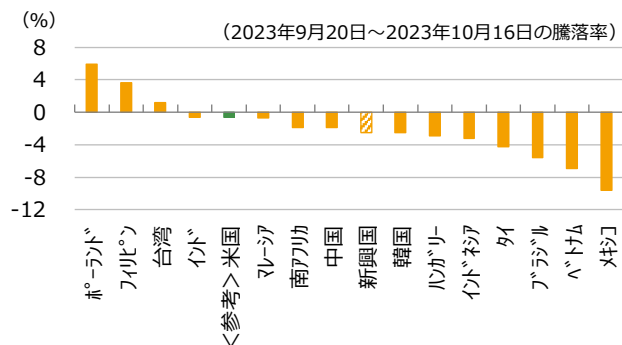
インド、国内リテール資金の流入が加速

インドでは、「インド版積み立てNISA」と言える投信積立制度（SIP）がある。2020年以降投資額が急速に拡大し、その資金の大部分が自国の株式市場に流入しているとみられる。2022年には外国人投資家の資金の引き揚げも相殺できる規模となり、存在感は一層高まっている。足元は過去最高の月次流入額を更新しており、株式需給の継続的改善が期待されよう。

インド株予想PERの割高感は見当たらず

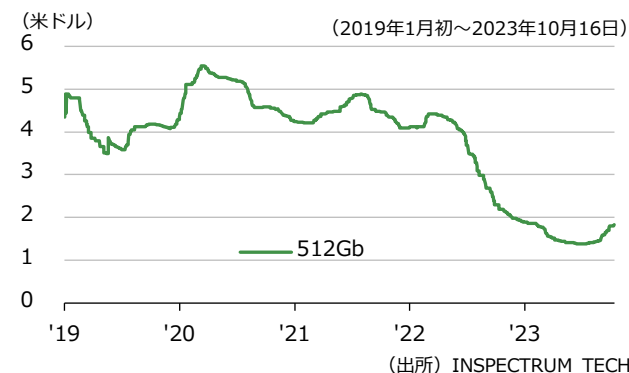
7月の史上最高値を9月に更新したインド株だが、12カ月先予想PERをみると、過去5年の平均程度であり、割高感は見当たらず。株価指数上昇のけん引役は、予想PERの上昇よりも、予想EPS（1株当たり純利益）の前年比約20%前後の高い伸びである。目先は外部環境を受けスピード調整の可能性もあるが、調整すれば好ファンダメンタルズを背景に買戻しも入りやすい地合いと考える。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）

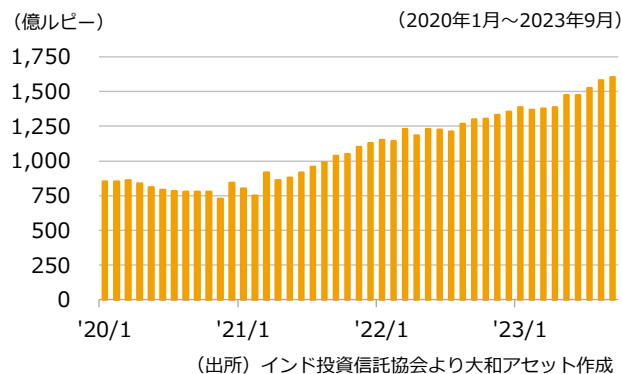


※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

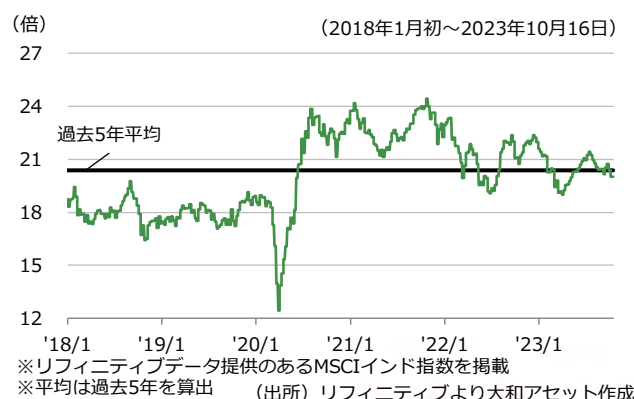
NAND型フラッシュメモリの価格の推移



インドSIPによるインド株式市場等への資金流入



インド株の12カ月先予想PER（株価収益率）





債券・金利

米金利高止まりも多く新興国は底堅い

直近1カ月は、米金利上昇や中東不安定化にも拘らず、アジア、メキシコ等の国債市場は概ね底堅く推移。個別では、ハイベータのブラジルやハンガリー、トルコ等が金利上昇。今後は、すでに利下げ局面のブラジル、ベトナム、ハンガリー、ポーランドに続き、メキシコ、インドは利下げ開始時期を探る局面。他方、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、南アフリカ等は利上げ終了の見込み。

利回り7%台のインド国債にも注目

キャリートレードの投資先として、ブラジル、メキシコなどが人気だが、9月21日に主要な新興国債券指数の1つのJP Morgan GBI-EMシリーズへの組み入れが発表されたインド国債への注目度が高まっている。一部投資銀行によれば、今回の組み入れで約4-6兆円の資金流入が期待される。高金利や通貨変動幅の低下等により投資魅力は高まっている。

リート（アジア先進国含む）

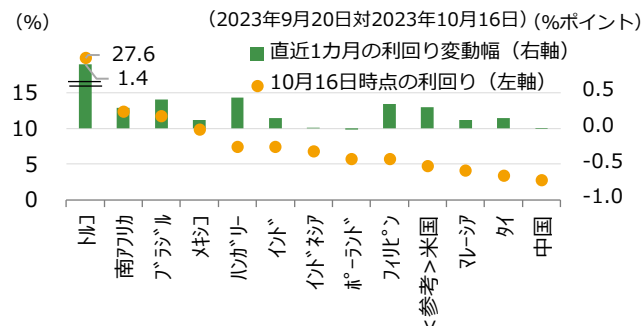
長期金利の上昇を受けて軟調推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、9月半ばから10月半ばにかけて、米国の長期金利が上昇したことなどを背景におおむね軟調推移。長期金利の動向には注意が必要だが、当地域のリートにとっては短中期の金利が重要になるため、その動向にも注意を払いたい。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を支えたと想定。

安定的な不動産市場と高い配当利回り

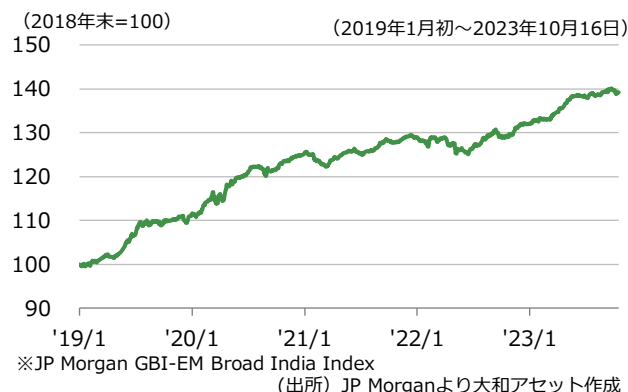
中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。長期金利上昇の影響には注意が必要だが、アジア地域ではオフィスへの出社率が相対的に高く、金融システムも安定的で不動産価格への下押し圧力は限定的との想定を維持。またシンガポールや香港の予想配当利回りは魅力的な水準で、今後も株価を支えよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）

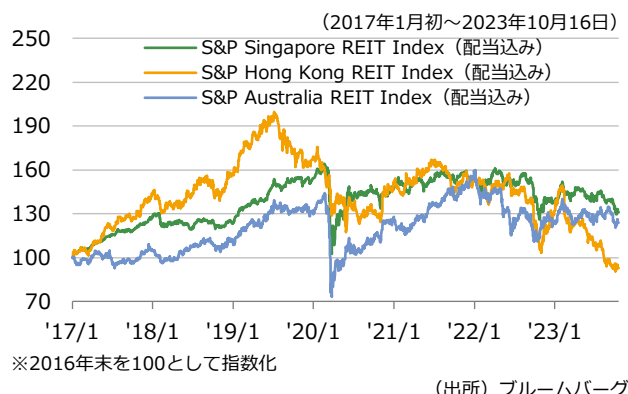


※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

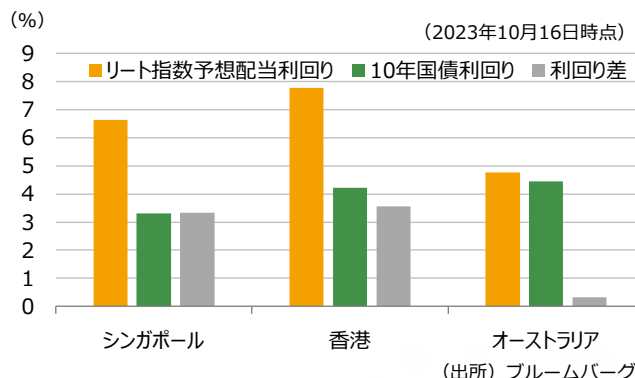
インドの現地通貨建て国債指数の推移



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

強い米ドルに対し、新興国通貨も下落

直近1カ月間は、中東の混乱などで米ドル高となり、それまで強かったメキシコ、ブラジル、ハンガリー等が売られた。一方で、アジア通貨は概ね底堅く推移。特筆に値するのはポーランド。総選挙での親EU派政権誕生が好感されたほか、イスラエルからの資金シフトなども期待され通貨上昇。米国での利上げ停止が確実になり、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。

中国からの資金流出が一段と加速

8月に続き、9月にも一段の米ドル高や中東の地政学リスクを受け、新興国からの資金流出がみられた。特に、信用不安に見舞われている中国株からの流出が一段と加速。中国株を除いてみると、流出のペースは相対的に緩やかで、為替市場での流動性ひっ迫なども観測されず。個別では、中国資金の受け皿となっていたインドやブラジル、インドネシアもやや流出しており、当面要注意。

原油価格の高位推移が非資源国の重し

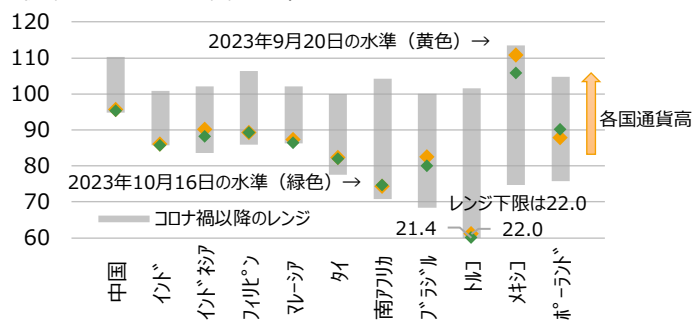
国別通貨の選別において、原油価格上昇の影響が注目されよう。非資源国のインドやフィリピン、ポーランドでは、貿易収支の悪化が懸念材料。但し、インドはロシア産原油の輸入もあり、影響は2022年に比べて限定的と予想。一方、資源国のブラジルやインドネシア、マレーシア等にはポジティブ。なお、ベトナムや韓国の電気製品輸出の改善が続くかにも注目。

米ドル高局面では、対外脆弱性に留意

米ドル高の局面では、対外脆弱性が注目される。外貨準備が十分かを判断する目安として、外貨準備が輸入額の3カ月分を上回っているかが挙げられる。トルコやハンガリー、米ドルへのクローリングペッグ制を採用しているベトナムには警戒が必要だが、その他においては、9カ月を上回る国を中心に、外貨準備高の状況は概ね良好で、海外の資金引き上げ等への耐性も備えていると言えよう。

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10月15日)

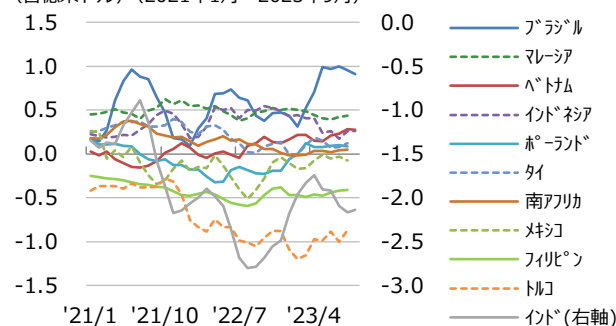


※累積ベース

(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9月) (百億米ドル)

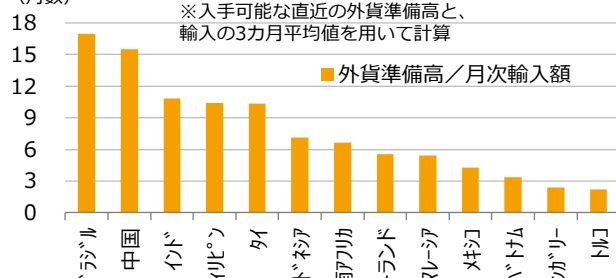


※3カ月移動平均 ※一部の国は8月まで

(出所) CEICより大和アセット作成

月次輸入額の倍数からみた外貨準備の状況

(月数)



(出所) ブルームバークより大和アセット作成



原油

基調的な上昇見通しを継続

WTI原油は2023年末を85米ドル、2024年末を90米ドル、2025年末を98米ドルと予想する。米シェール企業の増産に慎重な姿勢や、OPECプラスの協調減産が続く中、来年以降は世界的に景気が底打ちから回復に向かうことで、原油市場は基調的に需要超過（在庫減少）の状態が続くと見込む。原油価格は、短期的に大きな変動を伴いながらも、原油在庫の減少に沿って中期的に上昇傾向を辿ると想定。

短期的には中東問題が波乱要因

短期的にはイスラエルとハマスの紛争を中心とした中東問題が原油相場のかく乱要因になろう。両者は世界的な原油供給に直接的な影響を及ぼす訳ではないが、イランの関与によっては状況が変わる。米国がイランの原油輸出に関する制裁を厳格化する程度では、増産余地が大きいサウジの増産によって過度な価格上昇は抑制されようが、ホルムズ海峡が封鎖されれば価格が跳ね上がる事態も考えられる。

米国の増産は短期的な上値抑制要因だが

米カンザスシティ連銀の集計では、シェール企業の「損益分岐点」と「産油量を大幅に増やす水準」の差がコロナ禍前に比べて拡大。企業の増産に慎重な姿勢が分かる。足元は、価格上昇を受けて米国の産油量が過去最多となり、一段の価格高騰を抑制している。しかし中期的には「損益分岐点」の切り上がりに連れて「産油量を大幅に増やす水準」も上昇が想定されるため、原油価格の上値余地も広がろう。

需要は増加継続、2025年に伸び加速か

米経済のソフトランディング（軟着陸）想定や中国政府の景気対策などにより、世界経済が腰折れするリスクは低く、原油需要は増加基調が続くと予想される。コロナ禍後の経済再開の一巡や、高金利政策の影響により、来年はまだ需要主導での原油価格上昇を想定しづらい。しかし、2025年は成長率の加速に伴って原油需要の伸びも高まる可能性が高く、原油価格は需要面からも上昇しやすい環境になろう。

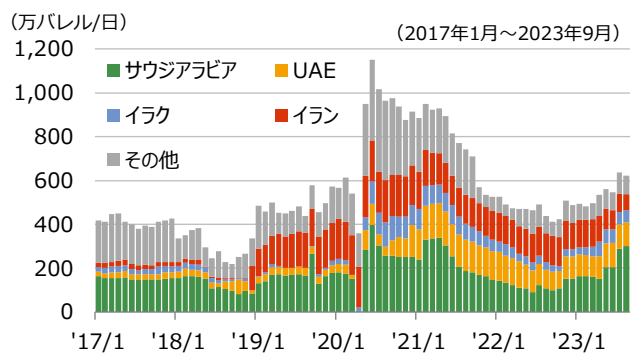
原油価格と原油在庫



※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫

(出所) ブルームバーグ、EIA

OPEC加盟国の原油増産余地



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

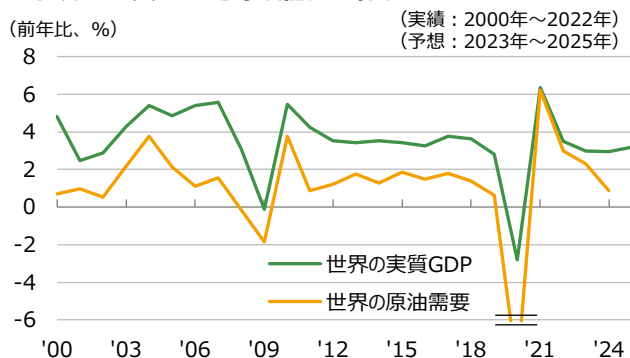
原油価格と米シェール企業調査



※シェール企業の損益分岐点と産油量を大幅に増やす水準はカンザスシティ連銀集計の平均値（後者は2015年4-6月期～）

(出所) ブルームバーグ、カンザスシティ連銀

世界の実質GDPと原油需要の伸び



※実質GDPの予想はIMF、原油需要の予想（2024年まで）はIEAによる

(出所) IMF、ブルームバーグ、IEA



金

投資家が売り、中銀が買う構図が継続

金価格は方向感の乏しい推移が継続。ポジション別に見ると、中銀の保有残高が拡大している一方、投機筋の先物ネットポジションやETFの残高が減少。米金利の上昇あるいは高止まりへの懸念が強く、ファンダメンタルズ分析に基づいて投資家が手を引いている様子がうかがえる。一方、後述の通り中銀は異なる論理で動いている。投資家の売りと中銀の買いが交錯して、金相場は動きづらくなっている。

金利の上昇・高止まり懸念が相場の重荷

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にあり、最近の実質金利上昇が金相場の重荷となっている。別の言い方をすれば、期待インフレ率が安定的に推移するなど、インフレヘッジとしての金の魅力が高まっていない一方、名目金利の上昇によって、金利の付かない金の相対的な投資妙味が低下していることを示す。こうした状況が反転するためには、米国の利下げ開始が近づく必要があると考えられる。

中銀の金準備積み増しが相場の下支えに

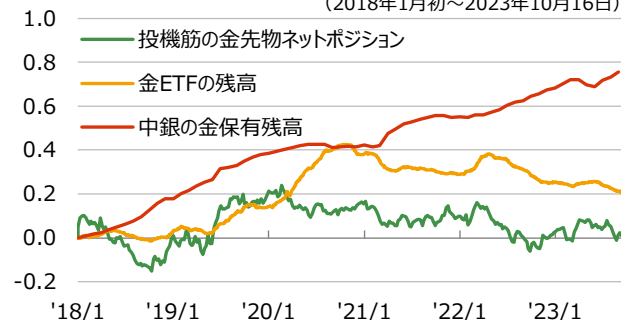
世界経済の分断が進む中、米国との関係が芳しくない国にとっては米ドル資産を持つことのリスクが大きくなっており、金は外貨準備を米ドルから分散させたい国の受け皿になっている。今回、米長期金利の予想値を引き上げたにもかかわらず金価格の予想値を据え置いたのは、こうした中銀の金買いが相場の下支えになると想定したため。来年以降は金利低下で投資家心理が改善し、上昇基調で推移しよう。

有事の金買いは一時的で終わるリスク

「有事の金」とよく言われるが、金価格は、戦争などの警戒感が高まる局面で上昇し、実際に始まると下落に転じる、というのが経験則。最近のイスラエルとハマスの紛争による上昇も一時的で終わる可能性には注意が必要だ。一方、地政学リスクの高まりが景気を冷やし、利上げ観測の後退や利下げ期待の高まりにつながれば、金価格の上値余地は広がる。この紛争が米国の金融政策に影響を与えるか要注目。

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化

(起点からの累積、億トロイオンス) (2018年1月初～2023年10月16日)



※金先物ネットポジションは週次 (2018年1月2日～2023年10月10日)

※中銀の金保有残高は月次 (2018年1月～2023年8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

(米ドル/トロイオンス) (2006年1月初～2023年10月16日) (%)

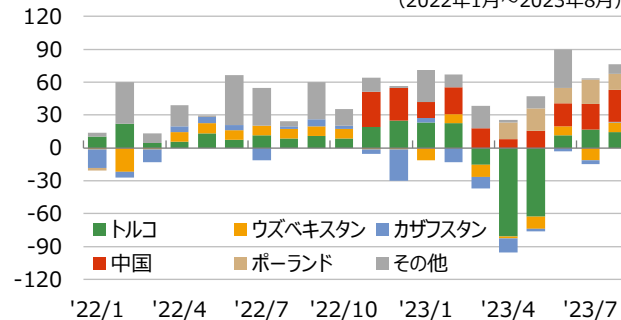


※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

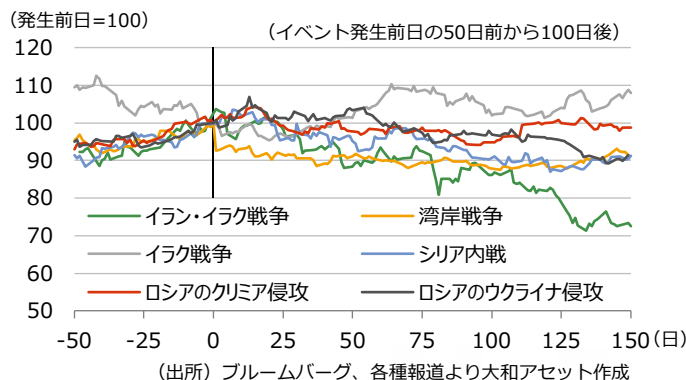
各中銀の金購入量

(トン) (2022年1月～2023年8月)



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

地政学リスクが顕在化した前後の金価格の動き



(出所) ブルームバーグ、各種報道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	米国景気についてはソフトランディングとの見方が大勢で、足元では強過ぎる景気を受けて金利も上昇した。そのような状況で、高水準の政策金利が長期間続くとの見方が強まっているが、「長期間」がどの程度かについてのコンセンサスは十分に形成されておらず、マーケットの不確定要因となっている。一方で、金融引き締め効果が表れるのはこれからだとの見方も一定程度存在する。確かに、コロナ対応で過剰に積み上がっていた家計や企業の手元流動性が枯渇し始めているとの分析は増えており、家計や企業の利上げ抵抗力が弱まっている恐れがある。その場合、今後急速なリセッションに陥る可能性も否定はできない。
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	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。景気減速の強まりを受け、ここ2〜3カ月、中国政策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おり、足元では減速に歯止めがかかり始めたようにも見受けられる。ただし、経済の大きさに比してデータや情報が少ないこともあり、市場参加者が経済実態を本当に正しく把握出来ているのか、との疑念は残る。また、政策当局が現在の景気をどの程度悪いと考えているのか、どの程度対策を打つ必要があると考えているのか、どの程度打てる対策があるのか、といった政策当局の姿勢や対応力が不透明であることも市場参加者の疑心暗鬼を招く要因となっている。
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（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以降、イェレン財務長官、ケリー特使、レモンド商務長官など、米高官の訪中が続いていたが、先日はシューマー民主党院内総務ら超党派議員団も訪中するなど、米中関係の改善を模索する動きが続いているようだ。その延長線上で、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が実施されるとなれば、米中の緊張は一定程度緩和し、金融市場も好感しう。ただし、直近でハマスとイスラエルの紛争が発生したことにより、米中のイスラエルに対する姿勢の違いが、関係改善への障害となる恐れもある。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	9月には、植田日銀総裁が早期の金融政策正常化に前向きになりつつあるのではないかと市場参加者が受け取る報道がなされたこともあり、日銀の政策変更に対する警戒感が高まったが、その後の決定会で緩和スタンスに変化がないことが確認された。しかし、多くの政策委員が指摘していることもあって、来年度春闘の賃上げ率が今後の政策変更を占う重要指標との認識が高まっているため、賃上げに関するニュース次第で市場の政策変更思惑が大きく変化する可能性がある。その場合、市場の見方と、賃金以外も総合的に勘案するであろう日銀の見方とのギャップが大きくなり、市場全体が不安定になる恐れがある。
中東情勢の混迷が国家間紛争に発展するリスク	小	大	大	10月上旬のハマスによるイスラエル攻撃を受けて、中東情勢がにわかに緊迫の度を高めている。今後、イスラエルがガザ地区に対し地上戦に踏み切ると犠牲者が格段に増加し、情勢は一層不透明となろう。ハマスの狙いの1つは、アラブ諸国がイスラエルと関係改善を図る動きに歯止めをかけようということではないか。サウジがイスラエルとの国交正常化交渉を中断したと報じられており、その意味では一定の成果があったといえる。今後は、ハマスやヒズボラを支援しているとされるイランの動向がカギを握ろう。イスラエルがガザ地区への攻撃を強めた際に、イランが動くのか、動かないのか。もし動けば地政学リスクは飛躍的に増大しよう。
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。またIMFは新興国の政府債務の増加に警鐘を鳴らしている。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		10/16	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	2.25	5.25
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	3.25	4.50
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	1.75	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	1.50	3.85
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45
ブラジル	セリック・レート	12.75%	-0.50	-1.00	10.75
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	3.00	5.15
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.60	2.50
インドネシア	7日物借入金金利	5.75%	0.00	1.50	1.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	2.00	7.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	13.00%	0.00	5.50	8.75
トルコ	1週間物レポ金利	30.00%	5.00	18.00	19.75

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		10/16	1カ月	1年	3年
米国		4.71%	0.37	0.69	3.96
ドイツ		2.79%	0.11	0.44	3.41
日本		0.76%	0.05	0.51	0.74
カナダ		4.03%	0.29	0.55	3.46
豪州		4.46%	0.35	0.45	3.74
中国		2.68%	0.01	-0.02	-0.54
ブラジル		11.99%	0.44	-0.13	3.62
英国		4.48%	0.12	0.15	4.30
インド		7.33%	0.14	-0.13	1.40
インドネシア		6.77%	0.08	-0.61	0.03
メキシコ		9.83%	0.23	-0.02	3.68
ロシア		12.08%	0.44	3.24	5.84
トルコ		24.06%	-0.49	11.93	10.69

		直近値	期間別変化率		
株価指数		10/16	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,985	-1.8%	14.7%	18.8%
	S&P500	4,374	-1.7%	22.1%	25.5%
ユーロ圏	STOXX 50	4,150	-3.4%	22.7%	27.9%
日本	日経平均株価	31,659	-5.6%	16.9%	35.2%
	TOPIX	2,274	-6.4%	19.8%	40.5%
中国	MSCI中国	57.63	-3.9%	5.8%	-44.1%
インド	MSCIインド	2,236	-1.6%	12.3%	61.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,363	-2.3%	1.3%	30.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,141	-7.0%	7.5%	21.0%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		10/16	1カ月	1年	3年
米ドル		149.51	1.1%	0.6%	41.9%
ユーロ		157.90	0.2%	9.2%	27.9%
カナダ・ドル		109.85	0.5%	2.6%	37.4%
豪ドル		94.83	-0.3%	2.8%	27.1%
人民元		20.45	0.5%	-0.9%	29.9%
ブラジル・レアル		29.67	-2.3%	6.2%	58.9%
英ポンド		182.67	-0.2%	9.8%	34.2%
インド・ルピー		1.80	1.0%	-0.3%	24.9%
インドネシア・ルピア		0.95	-1.2%	-1.4%	32.9%
フィリピン・ペソ		2.63	1.3%	5.3%	21.7%
ベトナム・ドン		0.61	0.2%	-0.9%	34.3%
メキシコ・ペソ		8.36	-3.4%	12.9%	67.7%
ロシア・ルーブル		1.53	0.3%	-35.2%	13.3%
トルコ・リラ		5.36	-2.0%	-32.2%	-59.7%

		直近値	期間別変化率		
リート		10/16	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	19,603	-6.8%	6.9%	14.9%
日本	東証REIT指数	1,812	-3.5%	-4.7%	7.3%

		直近値	期間別変化率		
商品		10/16	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	86.66	-4.5%	1.2%	112.0%
金	COMEX金先物価格	1,934	-0.6%	17.3%	1.5%

※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）、

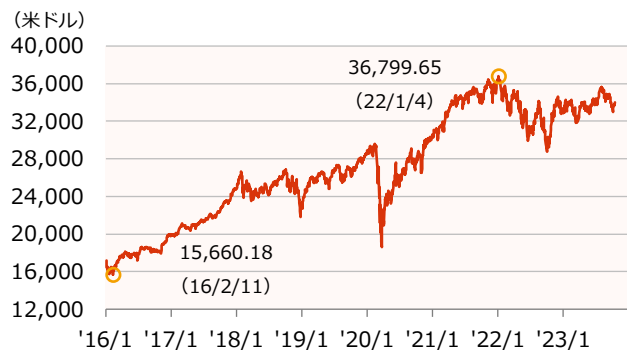
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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)



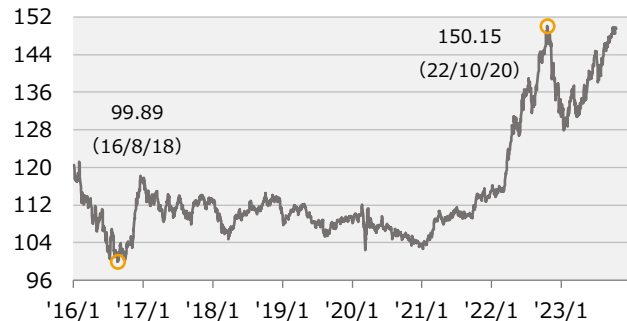
※グラフの期間は2016年1月初～2023年10月16日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

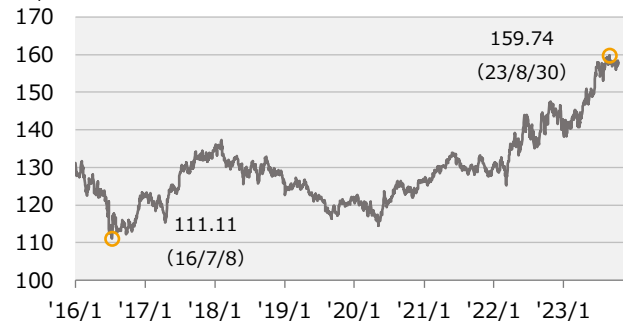
米ドル

(円/米ドル)



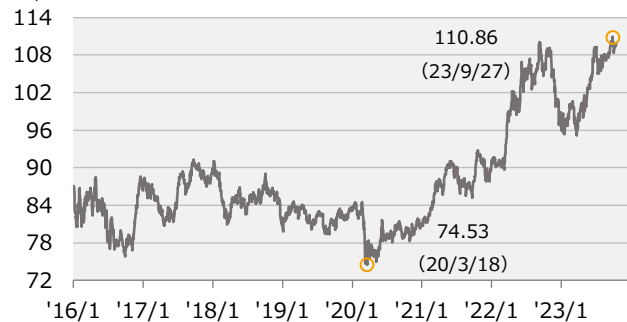
ユーロ

(円/ユーロ)



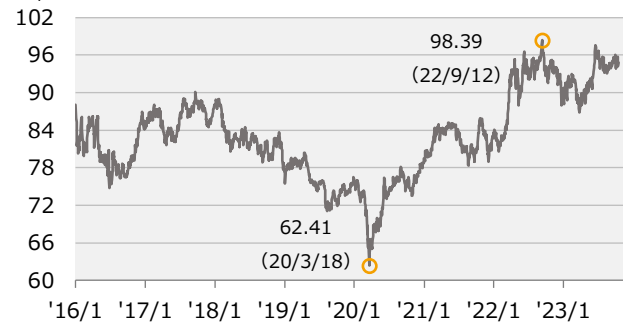
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



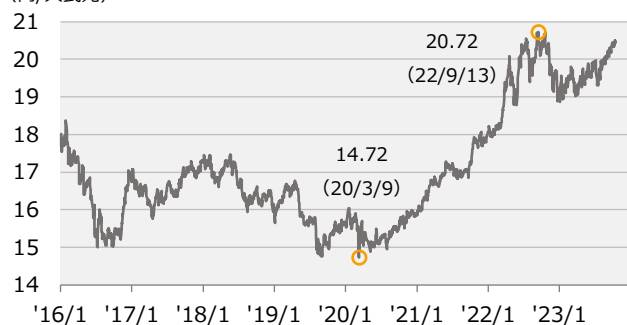
豪ドル

(円/豪ドル)



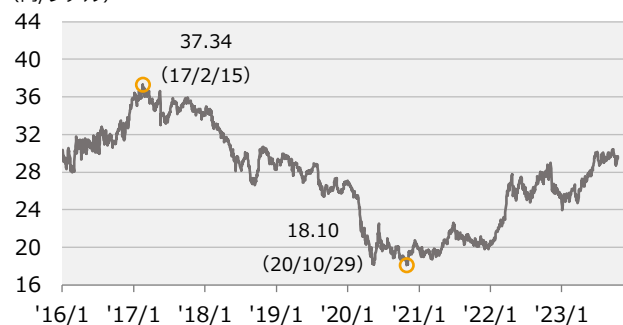
中国人民元

(円/人民元)



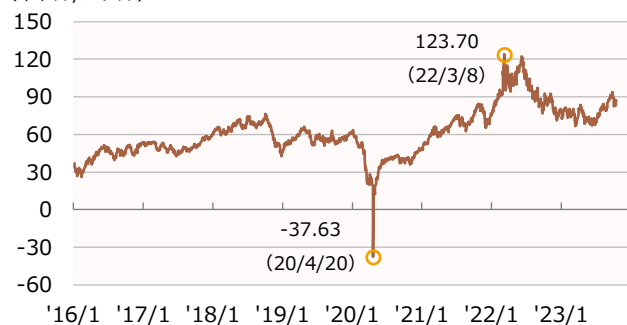
ブラジル・レアル

(円/レアル)



WT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10月16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	-6.0	5.6	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	5.6	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

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
- 2024年末の予想値	4.75~5.00%	3% 2.5%	0.0% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	- 年内は追加利上げ見送り。 - 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継続。 2024年は累計0.50%ポイントの利下げ。	2024年は累計1.5%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年末まで継続。	- 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。 - YCCの撤廃はマイナス金利解除に先行し、2024年1月を予想。

(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	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議（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） ●パリ五輪（26日-8月11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）
	9月	●日銀金融政策決定会合（19-20日）	●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18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）
	10月	●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（17日） ●米財務省為替報告書（月内）	●カナダ金融政策決定会合（23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くださいのうえ、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、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、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10月16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10月20日)