

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

7

JUL. 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

もうはまだなりの行方は？

- Ⅰ 今月のタイトルの「もう」には2つの意味が掛けてある。1つは「もうそろそろ」景気が悪化するはずであるが、それが「まだ」であること、もう1つは「もうそろそろ」各国での利上げ局面が終了するはずであるが、それが「まだ」であること。
- Ⅱ 先行き、景気が強いままインフレ率が低下すれば、ソフトランディングとなるシナリオが考えられる。一方、追加利上げは限界的に景気後退の確率を高める。「まだ」の行方を見極める重要な局面にある。



- 経 … これまでの金融引き締めが年後半の景気を下押し、年内の景気後退期入り予想を維持。
- 株 … バリュエーションが高く、利下げ開始への期待が高まるタイミング待ち。
- 債 … 中期的な長期金利低下を予想、利下げ開始の蓋然性が高まるまで3%台半ばで横這いへ。
- 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 … 米金利上昇による米ドル高圧力は後退しても、リスクオフによる米ドル高圧力が存続。



- 経 … 供給制約の緩和や潜在需要の発現と金融引き締めとの綱引きで、景気はゼロ近傍の成長。
- 株 … インフレ低下ペースやECBの金融政策への不透明感が継続。
- 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 … 追加利上げ観測がユーロ高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がユーロ安要因。



- 経 … 経済正常化さらに進み内需回復、自動車挽回生産本格化など供給制約解消もプラスに。
- 株 … スピード調整リスクは警戒も、株価上昇の国内独自材料への期待は継続。
- 債 … 金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。
- リ … 短期的には公募増資の動向に警戒も、配当利回りの高さから緩やかな上昇を見込む。
- 為 … 世界の景気悪化懸念による金利低下・リスクオフや、日銀の政策修正観測が円高要因。

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 … 住宅市場の持ち直しで景気腰折れリスクは後退。ただし、利上げ継続で景気は抑制的に。
- 債 … 底堅い個人消費や住宅市場の回復、堅調な労働市場を背景に利上げ継続。
- 為 … 米国との政策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 … 引き締め的な金融政策に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支えに。
- 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 … 目先数カ月は、弱い投資・生産を受け、景気の2番底への懸念が強まろう。
- 株 … 目先は、米中関係の改善や景気対策期待が下支えになり、テーマ株に投資妙味。
- 債 … 追加金融緩和の可能性は高いも、現水準からの大幅な金利低下は想定せず。
- 為 … 米ドル指数の動向に振られやすいが、資金逃避による大幅な人民元安は想定せず。



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、年後半からの利下げで緩やかに回復。
- 債 … 高い金利水準に加え、利下げ局面に入ること債券価格の上昇も想定される。
- 為 … 実質金利の高さや利下げ期待などを背景とした海外からの資金フローが追い風に。

世界経済・金融市場見通し

もうはまだまだ

今月の投資環境見通しのタイトルは「もうはまだまだの行方は？」とした。この「もう」には2つの意味が掛けている。1つは「もうそろそろ」景気が悪化するはずであるが、それが「まだ」であること、もう1つは「もうそろそろ」各国での利上げ局面が終了するはずであるが、それが「まだ」であること、である。実際に後者に関して、今回当社は多くの国で利上げの最終地点の見通しを引き上げた。

利上げ局面での株高

2023年も半分を過ぎたところで、異変が生じている。利上げ局面での株高だ。年初の時点で、今年「確実」と思われたことは「景気が悪化すること」。インフレ退治のためにはそれが必要で、そうなるように十分に引き締めの水準まで利上げを行うと中央銀行が宣言している。しかしコロナ禍での給付金等による過剰貯蓄もあり、景気は意外なほどの耐性を見せ、失業率は各国で過去最低水準近傍にある。

取り残される恐怖

景気悪化が確実視されるのであれば、それに備えるのは当然だ。金融市場では、例えばそれは株式をアンダーウエイトにすることだ。市場での景気悪化（後退）見通しは根強い。ただ、ヘッジポジションにはコストがかかり、景気後退期入りが先送りされることでコストが嵩む事態となっている。更には逆にFOMO（Fear Of Missing Out、取り残される恐怖）となっているのが株高の真相だと思われる。

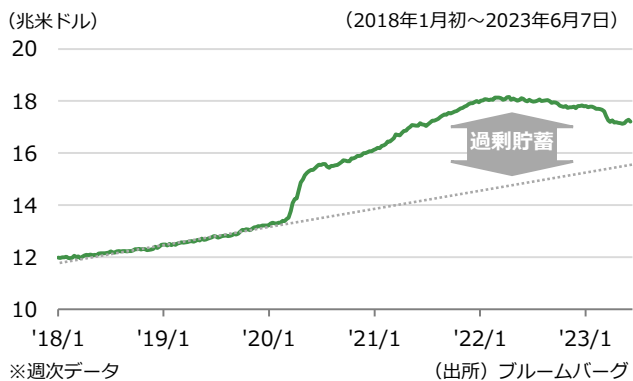
「まだ」の行方を見極める局面

景気が強いゆえにインフレもなかなか下がらない。利上げ局面は「もうそろそろ」終わりだと考えられたが「まだ」続くことになる。先行き、景気が強いままインフレ率が低下すれば、ソフトランディングとなるシナリオが考えられる。一方、追加利上げは限界的に景気後退（ハードランディング）の確率を高める。「まだ」の行方を見極める重要な局面にあり、それはFOMOが正しいのかということでもある。

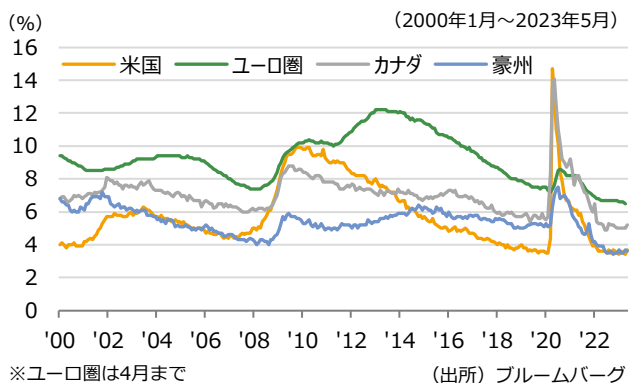
世界株式



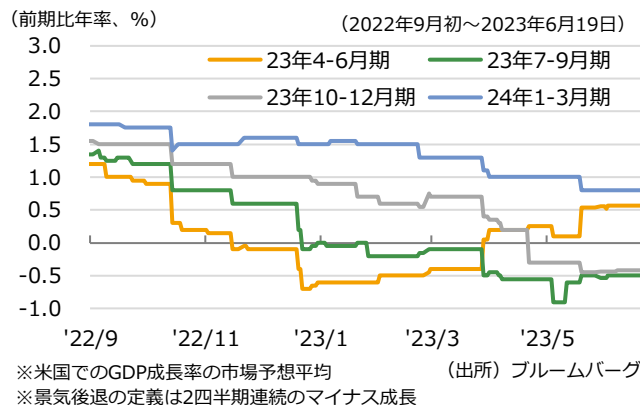
過剰貯蓄（米国での銀行預金残高）



先進各国の失業率



先送りされる米国の景気後退時期



早見表

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				これまでの金融引き締めが年後半の景気を下押し、年内の景気後退期入り予想を維持。供給制約の緩和や潜在需要の発現と金融引き締めとの綱引きで、景気はゼロ近傍の成長。経済正常化さらに進み内需回復、自動車挽回生産本格化など供給制約解消もプラスに。住宅市場の持ち直しで景気腰折れリスクは後退。ただし、利上げ継続で景気は抑制的に。引き締めの金融政策に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支えに。目先数カ月は、弱い投資・生産を受け、景気の2番底への懸念が強まる。高金利で目先の経済成長は巡航速度を下回るが、年後半からの利下げで緩やかに回復。
	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				バリュエーションが高く、利下げ開始への期待が高まるタイミング待ち。インフレ低下ペースやECBの金融政策への不透明感が継続。スピード調整リスクは警戒も、株価上昇の国内独自材料への期待は継続。目先は、米中関係の改善や景気対策期待が下支えになり、テーマ株に投資妙味。史上最高値を更新したものの、割高感のみられておらず、上昇余地があると予想。景気モメンタムがやや弱まる中で、来年2月の総選挙も意識されやすく、上値が重いと予想。利上げ停止と、預金準備率引き下げ期待が下支えしようが、経常赤字の拡大が懸念材料。不動産、社債市場での規制緩和、利下げを受け、堅調な株価推移を予想。
	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				中期的な長期金利低下を予想、利下げ開始の蓋然性が高まるまで3%台半ばで横這いへ。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。金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。底堅い個人消費や住宅市場の回復、堅調な労働市場を背景に利上げ継続。賃金上昇率の加速が続く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。追加金融緩和の可能性は高いが、現水準からの大幅な金利低下は想定せず。高い金利水準に加え、利下げ局面に入ること債券価格の上昇も想定される。賃金・物価の上振れで金融政策の不確実性は高く、長期金利は米国を上回ったまま。インフレの低下、利上げの打ち止め等好材料出尽くし感があり、レンジ推移に転じると予想。長期金利はすでに利上げ終了を織り込んで低水準にあるため、金利低下余地は限定的。インフレ鈍化で利上げの可能性は小。相対的な高金利に加え将来の利下げ余地も大きい。 ※脚注参照 エルカン新中銀総裁の下で大幅利上げが見込まれる。利上げ一服後は投資妙味が出よう。
	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。短期的には公募増資の動向に警戒も、配当利回りの高さから緩やかな上昇を見込む。
	日本				

商品	原油				需要の下振れリスクに対して、OPECプラスの協調減産や石油備蓄の積み増しが支えに。米国の利下げ織り込みの後ずれが重荷。利下げ開始が近づけば投資需要の拡大に期待。
	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				米金利上昇による米ドル高圧力は後退しても、リスクオフによる米ドル高圧力が存続。追加利上げ観測がユーロ高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がユーロ安要因。世界の景気悪化懸念による金利低下・リスクオフや、日銀の政策修正観測が円高要因。米国との政策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。米ドル指数の動向に振られやすいが、資金逃避による大幅な人民元安は想定せず。実質金利の高さや利下げ期待などを背景とした海外からの資金フローが追い風に。追加利上げ観測がポンド高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がポンド安要因。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。資源輸出増による経常収支の改善が下支えになるが、当面は外部環境に注意が必要。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。米ドル高の一服を受け、減価圧力が緩和し、米ドルベッグ制維持でレンジ推移を継続しよう。米国対比での高金利や良好な対外収支を背景に、対米ドルで底堅い推移を想定。 ※脚注参照 大幅利上げが実施されれば、通貨の下支え策も緩和されるため、リウ高進行は困難。
	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	1.0	-0.3	0.00 ~ 0.25	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.25 ~ 4.50	1.51	3.87	3.2	2.6
ユーロ圏*1	5.3	3.4	0.4	1.0	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.25 3.75	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.9	1.5
日本	2.1	1.0	1.0	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	5.0	3.4	1.5	1.0	0.25	4.25	5.00	4.25	1.43	3.30	2.9	2.6
豪州	5.2	3.7	1.5	1.4	0.10	3.10	4.60	4.10	1.67	4.05	3.7	3.3
中国	8.4	3.0	5.0	5.0	2.95	2.75	2.55	2.55	2.78	2.84	2.8	3.0
ブラジル	5.0	2.9	2.5	1.5	9.25	13.75	10.75	8.00	10.94	12.71	11.0	9.0

	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
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%	130円 -0.9%	123円 -5.4%
米国 S&P500	4,766 26.9%	3,840 -19.4%	4,360 13.6%	4,610 5.7%	ユーロ	130.90円 3.7%	140.41円 7.3%	140円 -0.3%	132円 -5.7%
欧州 STOXX 50	4,298 21.0%	3,794 -11.7%	4,350 14.7%	4,650 6.9%	カナダ・ドル	91.08円 12.3%	96.76円 6.2%	100円 3.3%	97円 -3.0%
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%	18.8円 -1.9%	18.1円 -3.7%
中国 MSCI	84.29 -22.4%	64.47 -23.5%	70 8.6%	77 10.0%	ブラジル・レアル	20.65円 3.8%	24.80円 20.1%	27.7円 11.7%	26.2円 -5.4%

	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	5.50	3.50	0.97	3.67	3.5	2.8
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	6.5	6.8
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	6.2	6.5	4.00	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	2.0	1.5	5.50	10.50	11.25	9.50	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	2,350	英ポンド	155.74円	158.47円	163円	151円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	-1.3%		10.3%	1.7%	2.9%	-7.4%
インドネシア	6,696	7,393	8,200	7,900	インド・ルピー	1.55円	1.59円	1.63円	1.58円
MSCI	1.5%	10.4%	10.9%	-3.7%		9.5%	2.7%	2.5%	-3.1%
ベトナム	1,498	1,007	1,200	1,350	インドネシア・ルピア*3	0.807円	0.844円	0.897円	0.831円
VN指数	35.7%	-32.8%	19.2%	12.5%		9.3%	4.5%	6.3%	-7.4%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.38円	2.50円	2.37円
						5.2%	5.3%	5.1%	-5.2%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.559円	0.56円	0.53円
						12.7%	10.9%	0.1%	-5.4%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.72円	7.9円	7.5円
						8.0%	19.9%	17.5%	-5.1%
					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	5.4円	4.7円
						-38.5%	-18.2%	-22.9%	-13.0%

※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

低下するモメンタムと底堅い実績値

5月ISM景況感指数では製造業が46.9、非製造業が50.3とともに前月から低下。非製造業では新規受注判断が大きく低下するなど需要の鈍化を示唆しており、経済全体が弱まり始めた可能性もある。他方、アトランタ連銀が日々算出する4-6月期実質GDPは前期比年率+1.8%程度と潜在成長率並みの成長を引き続き示唆。足元の景気は想定以上に底堅く、2023年景気見通しの小幅上振れ要因となりうる。

強弱交錯し始める労働市場

5月雇用者数は3カ月平均で前月比+28万人と適正ペースとされる同+10万人台前半を上回ったままである。他方、週平均労働時間は34.3時間とコロナ禍以前の水準へと縮小してきた。企業は雇用者こそ削減していないものの、労働時間の減少を通じて労働需要を抑制しつつある形だ。また、賃金上昇率に先行する4月離職率も2.4%とコロナ禍以前の比率に回帰しつつある。雇用者数も今後正常化に向かうか。

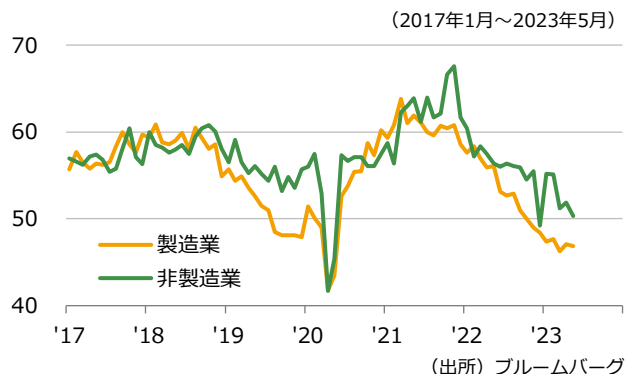
進捗が依然確認できないインフレ鈍化

5月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%と、子細に見れば2カ月連続の小幅加速。牽引役は中古自動車価格や住居費と、一部の品目に偏った側面もある。また、FRB執行部が注目する住居費を除くサービス価格は前月比+0.2%とコロナ禍以前の平均的な伸び率に留まった。関連指標が示唆するようなインフレ鈍化が、夏場にかけて確認され始めるかが目先の一大注目点ともいえる。

金融不安に伴う引き締め効果は大きい？

金融不安が金融機関の貸出態度ならびに信用引き締めに及ぼす影響度合いについて、金融不安は一部金融機関のずさんなALMの結果であるため、インフレ抑制に大きく寄与しないとの見方がある。実際、金融環境指数では、少数の指標から算出される指数だけでなく、より広範な指標から算出される指数でも環境の緩和が見られる。ただし、商業用不動産など更なる問題が今後顕在化するリスクは拭えない。

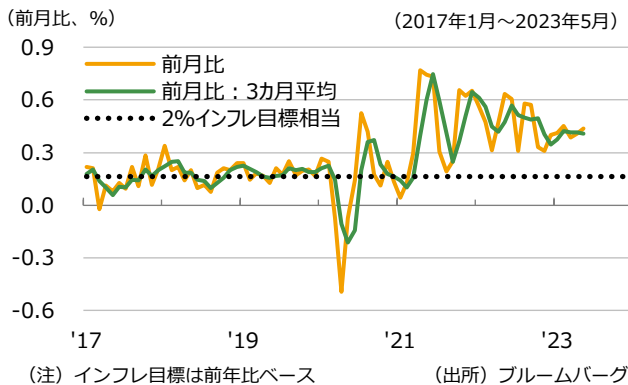
ISM景況感指数



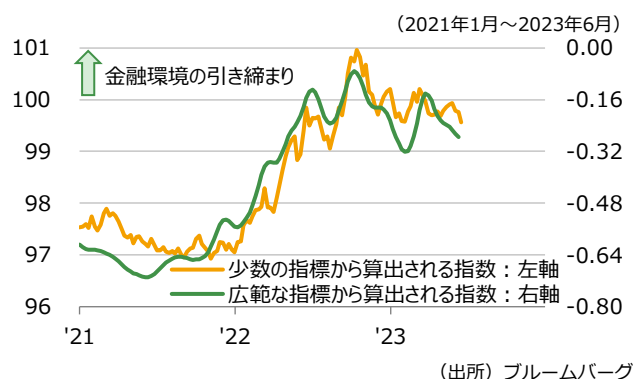
雇用者数と週平均労働時間



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

生成AI向け半導体への期待等により、直近1カ月の米国株は堅調。公表直後はタカ派と評価された6月FOMCだが、パウエル議長の会見を経てFRBのタカ派化懸念は後退した。しかし、利下げ開始への期待が市場の焦点になるタイミングまで距離があることは否めず、株価が上昇するにはまだ越えるべきハードルが残っていると考え、中立スタンスを継続する。

バリュエーションに割安感はない

S&P500のコンセンサス予想EPSは直近1カ月で2023年、2024年共に上昇しており景気減速懸念が高まる状況には至っていない。しかし、直近の株価上昇はバリュエーションの拡大が主体であり、S&P500の12カ月先予想PERは19倍台に上昇、リスクプレミアムは1%台半ばまで低下した。PER、リスクプレミアム共に割安感はなく、米国景気や金融政策の動向にはより一層注視する必要がある。

投資家センチメントは警戒水準から距離

株価上昇もあり投資家センチメントは改善。機関投資家と個人投資家のブルベア比率（両者の平均値）は足元で20台後半と過去平均を上回る水準まで上昇。同数値は投資家センチメントが楽観域に入ってきたことを示す。しかし、過去のピークは40程度であり、過度な楽観により株価の反落を警戒する局面からはまだ距離があると考え。投資家センチメント的にはまだ上値を試す余地があろう。

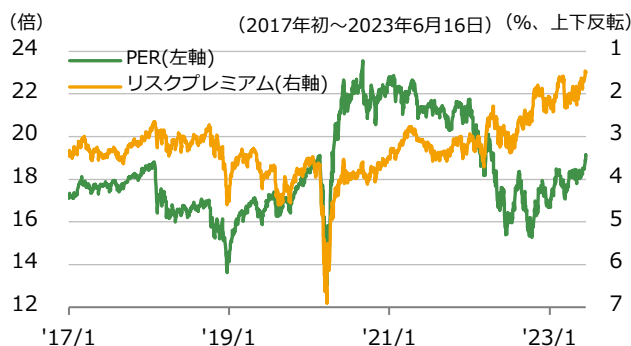
集中物色は過去最高レベルに

一方、物色の集中は進展。右図は各時点におけるS&P500のウェイト上位銘柄の累計ウェイトを見たものであり、足元は2005年以降のピーク域にある。主要ハイテク株の株価回復と、生成AI用半導体への強い期待が寄与している。生成AI用半導体は期待がまだ継続し易い環境にあると考えるものの、さらなる株価上昇に向けて、特定テーマ以外の物色の広がりが見られるかを注目したい。

S&P500の推移



S&P500のPERとリスクプレミアム

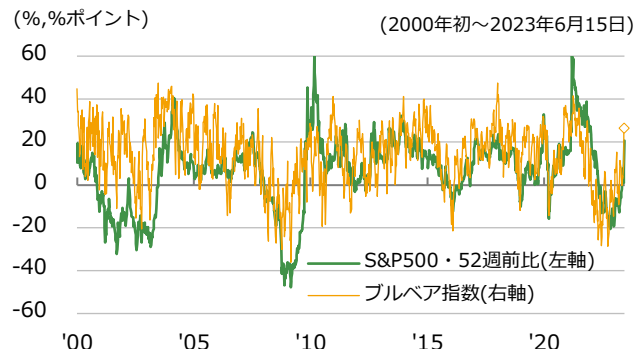


※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはS&P500の益利回り－10年国債利回り

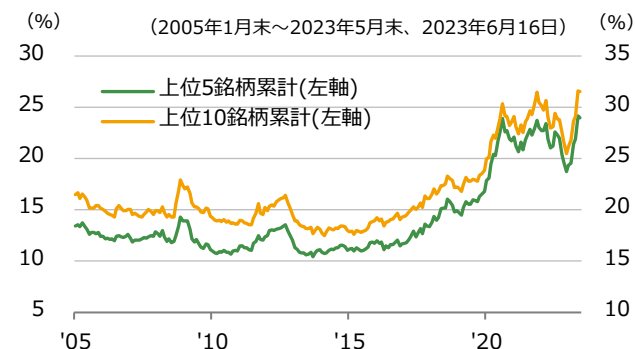
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

投資家センチメントと米国株



※ブルベア比率は"強気"- "弱気"の機関投資家と個人投資家指数の単純平均
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

S&P500のウェイト上位銘柄の累計ウェイト



※直近以外は月末値、直近は2023/6/16時点

※各時点における指数構成銘柄のウェイト上位銘柄の累計

(出所) フルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

FRBは年内2回の追加利上げを示唆

6月FOMCでは政策金利が5.00-5.25%で据え置かれた一方、FOMC参加者の政策金利見通しは23年末5.625%（中央値）と前回3月の5.125%から引き上げられ、年内2回の追加利上げを示唆した。もっとも、パウエル議長は記者会見で利上げ到達点について「データ次第」との姿勢を繰り返した。当社は7月に0.25%ポイントの追加利上げを新たに予想。ただし、9月以降に更なる利上げリスクも残る。

市場は2回の追加利上げに懐疑的

次回7月FOMCでの5.25-5.50%への利上げ織り込みは6割台半ばと、6月FOMC前から上昇したものの、織り込み余地を残す。FOMC参加者の政策金利見通しとは対照的に、2回目の追加利上げに相当する9月FOMCでの5.50-5.75%への利上げ織り込みはわずか10%未満しかない。インフレ鈍化が夏場にかけて確認できなければ、利上げ期待は高まろう。

リート

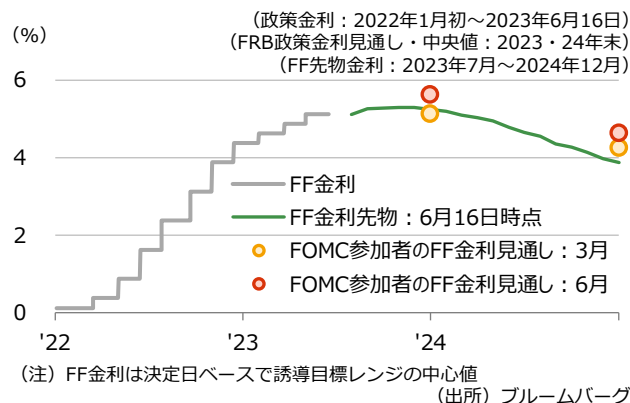
センチメント改善を受けて上昇

米国リート市場は、5月半ばから6月半ばにかけて、投資家センチメントの改善を受けて上昇。セクター別では、これまで軟調だったオフィスセクターが反発。また将来的なAI関連の需要増加が期待されたデータセンターセクターが大きく上昇した。一方インフレ鈍化などを背景に賃料の契約期間が比較的短いホテルセクターやセルフストレージセクターは上値の重い展開となった。

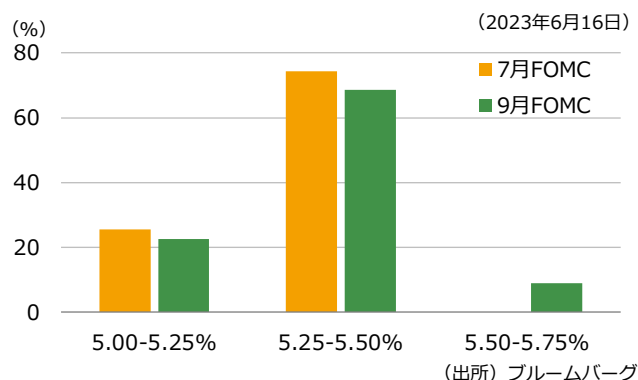
金利動向や金融政策に左右されよう

米国リート指数の予想配当利回りは4%を超え、過去平均と比較すると魅力的な水準だが、長期金利との利回り差は1%を下回っている。米国リートの業績動向はおおむね堅調に推移しており、2023年も堅調なキャッシュフロー成長が見込まれる。米国リート市場は、今後も金利動向や金融政策に左右される展開が続こう。

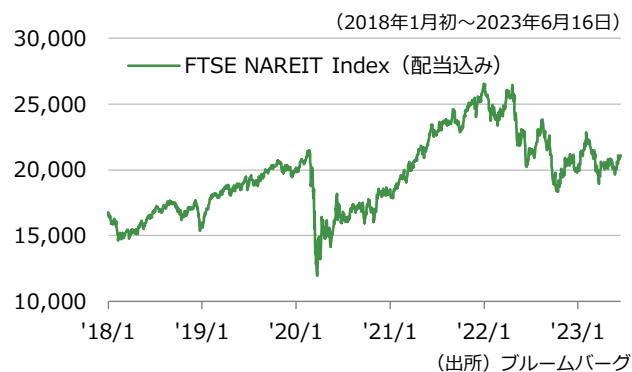
FF金利と見通し



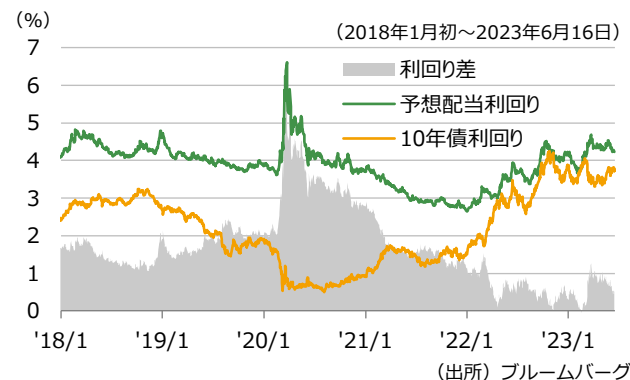
FF金利先物における追加利上げの織り込み度合い



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差のわりに米ドル高・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円の水準が高かったが、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。12月以降は日銀のYCC修正が影響し、金利差のわりに米ドル安・円高の水準となった。最近では、日銀の早期緩和修正観測の後退などにより、日米金利差のわりにやや米ドル高・円安となっている。

米ドル円は126～144円程度で推移か

日米5年国債金利差が4.0%なら米ドル円は140.6円を中心に132.4～148.8円、3.2%なら134.3円を中心に126.1～142.5円に収まりやすい。ただ、同じ日米金利差でも金利差の縮小局面では拡大局面より米ドル円が低水準となりやすい。FRBの金融引き締めが終わりに近づくとの見方から米金利が低下しながら日米金利差は縮小していき、米ドル円は126～144円程度のレンジ内で下落傾向になると予想。

米実質金利低下による米ドル安を予想

米ドル高を促した米実質金利（5年）は昨年9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇した後、今年4月には1%近くまで低下したが、最近では再び1.9%台まで上昇している。ただ、市場の期待インフレ率は低下傾向にあり、2%に近づいている。今後、米経済指標の悪化やインフレの鈍化を背景にFRBのタカ派姿勢が弱まることにより、実質金利の低下が進んで米ドル安要因となる可能性が高い。

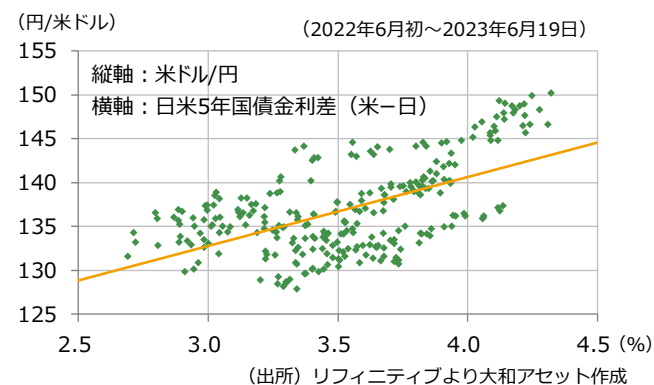
米経済指標は米ドル円の上値抑制要因に

今年1～3月は米経済指標が市場予想を上回るケースが多く、経済サプライズ指数（ESI）が上昇。原因としてはコロナ禍からの経済再開が進んだことのほか、米ドル安による米国の財・サービスの需要増もあった。だが、その後は米ドル高の影響もあり、ESIは低下に転じている。米ドル実効為替の動向からすると、当面はESIが低迷しやすいと見られ、米金利や米ドル円の上値を抑える要因となりそうだ。

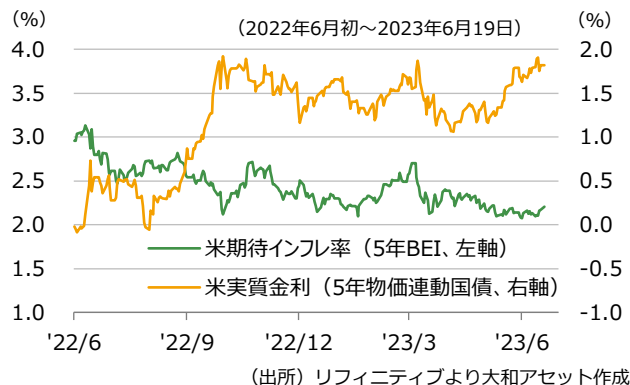
日米5年国債金利差と米ドル円



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



米ドル実効為替変化率と米経済サプライズ指数





経済

景気は当面ゼロ近傍での成長が継続

実質GDPは直近の改定で、2022年10-12月期、2023年1-3月期とも前期比▲0.1%と、2四半期連続のマイナス成長、いわゆる景気後退に陥っていたことが判明した。但し、その程度は軽微で、4-6月期以降一段と悪化している証左はない。供給制約の緩和や潜在需要の発現の一方、ECBの金融引き締め、の累積的な効果の強まりで、景気は当面、上振れ、下振れとも限られ、ゼロ近傍での成長が継続しよう。

製造業の悪化とサービス業の堅調

PMIは製造業が1年近くに亘って拡大・収縮の節目となる50を下回って推移し、最近数カ月は一段と低下する一方、サービス業は年明け後に50を上回って以降上昇基調で推移している。製造業の悪化は中国をはじめとする世界経済の減速、企業の在庫積み増しへの慎重姿勢等が、サービス業の堅調は雇用・所得環境の改善が主因と考えられる。両者の乖離は暫く継続しよう。

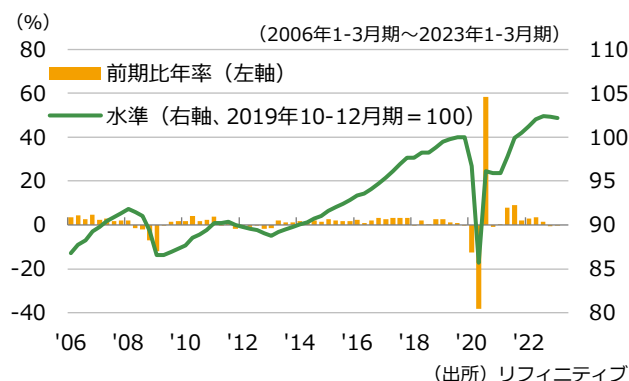
失業率の低下と賃金の上振れ

失業率は2020年10月以降低下基調にあり、ユーロ圏発足来の最低を更新しつつ、直近の4月は6.5%に達した。労働需給のひっ迫を反映して賃金は上振れつつあり、あくまでリスク要因ながら、賃金と物価のスパイラル的な上昇も懸念される。ECBは6月の理事会で、失業率は2025年にかけて更に低下するとの見通しを示しており、金融引き締めの累積的な効果が労働市場を軟化させるには時間を要しよう。

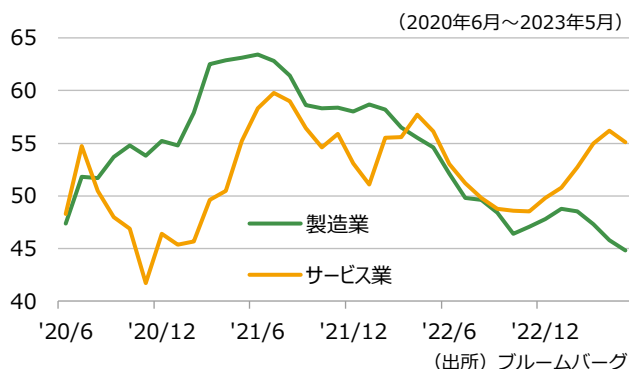
コアのインフレ率の高止まり

消費者物価指数は総合では昨年10月をピークに伸び率の鈍化基調が明白である。最大の要因はエネルギー価格の下落で、鈍化基調の継続を見込む。コアは漸く2カ月連続で鈍化したが、変化は僅かで、ピークアウトしたとは未だ判断できず。労働市場の軟化に時間を要すると見込まれるなか、サービス価格を主因にコアのインフレ率は当面2%の目標値から大幅に上振れたままの可能性が高い。

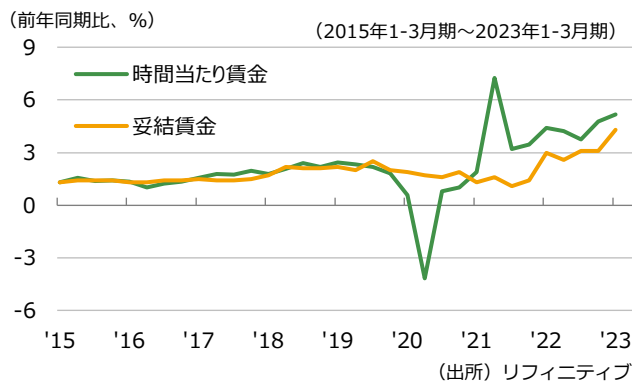
実質GDP



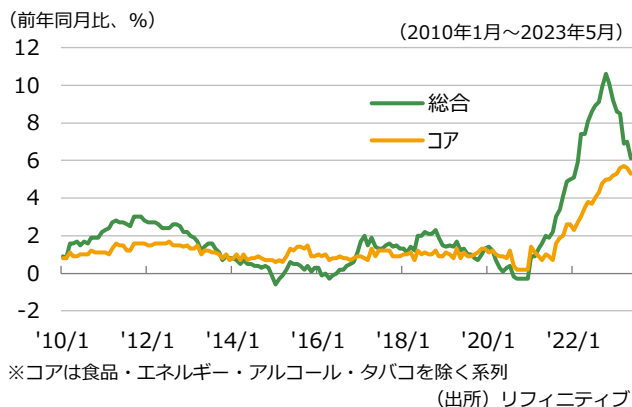
PMI



賃金



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株の中で低位。ドイツの製造業PMIが43台にまで落ち込むなど景気への不透明感があることに加え、ECBの利上げ停止時期に関する不確実性が影響した。ECBの金融政策について市場では、7月会合での利上げに加え、さらに年内にもう1回の利上げが織り込まれている。残り1回との見方が強い米国と比べた不確実性は相対的に高い。

インフレサプライズ指数はまだ高い

日米欧のインフレサプライズ指数は資源価格高騰時から低減も依然プラス圏。また、日米やG10との比較においても同指数のプラス幅が大きく、相対的にインフレ沈静化へのペースが鈍いことを示している。サービス価格の前年同月比は直近の5月でもピーク水準に近く、株式市場のセンチメント改善には、サービスインフレの沈静化が求められる。

債券・金利

ECBは7月で利上げ打ち止めか

インフレがあまりにも長く、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8会合連続で利上げを実施中。ラガルド総裁は利上げ途上であることを何度も強調し、次回7月の追加利上げを実質的に予告した。一方、ECBはこれまでの利上げに伴う金融環境の引き締まりが実体経済へ徐々に影響を及ぼしつつあると認識している。金融安定に係るリスクも勘案しつつ、7月で利上げ打ち止めと見込む。

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月から完全に停止することを決定した。長期資金供給オペの多額の返済もあり、ECBの総資産は時間の経過に伴い着実に縮小する。大幅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、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

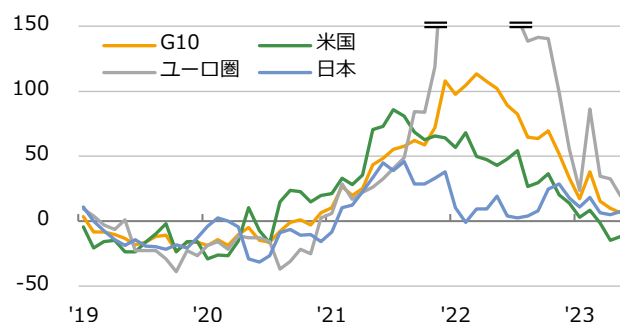
(2020年初～2023年6月19日)



(出所) リフィニティブ

インフレサプライズ指数

(2019年1月～2023年5月)



(出所) ブルームバーグ

ECBの政策金利とドイツの長期金利

(2010年1月初～2023年6月19日)

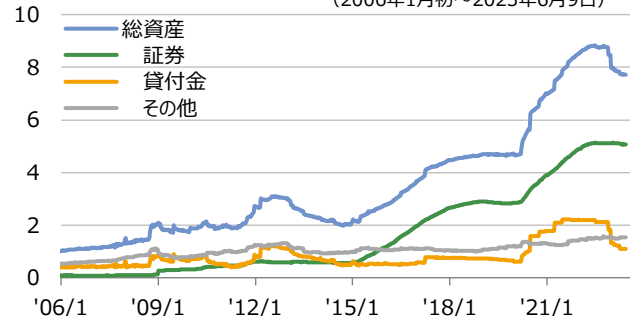


※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

ECBの資産残高

(兆ユーロ) (2006年1月初～2023年6月9日)



(出所) ECB



為替

ユーロ高・円安は続きにくいと予想

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が、3月以降は欧米金融機関の信用不安もあり、金利差拡大は抑制された。ただ、欧米金利低下がリスクオンの円安に作用したため、独日金利差が縮小してもユーロ円は上昇傾向を続けてきた。今後は、欧米の景気悪化懸念による独日金利差縮小とリスクオフでユーロ安・円高が進むと予想している。

金利面はユーロ安・米ドル高に作用

3～4月には、FRBに比べECBの利上げ継続姿勢が強いことや、米銀破綻の影響による米金利低下が、ユーロ高・米ドル安に作用したが、5月以降は相対的な独金利低下とユーロ安に転じた。ただ、市場にリスクオンのユーロ高・米ドル安圧力が働いているため、金利動向のわりにユーロ安は限定的だ。今後は、欧米の景気悪化懸念によりリスクオフに傾き、ユーロ安・米ドル高が進みやすくなると見ている。

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、最近ではECBのタカ派姿勢によりユーロが上昇。過去20年平均との対比では、円よりもユーロの水準は高いので、ユーロ圏の対日貿易収支は悪化しやすい一方、米ドルよりもユーロの水準は低いので、対米貿易収支は改善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いる。

経済指標悪化はユーロ安要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示す経済サプライズ指数（ESI）は、ユーロ圏のマイナス幅が拡大する一方で米国が底堅く、相対比較からはユーロが対米ドルで下落しやすい状況にある。それでもこれまでのユーロ安が限定的なのは、世界的なリスクオンの株高が原因だ。今後、欧州や中国に続き米国のESIもマイナス圏に低下すると、景気悪化懸念からリスクオフに転じてユーロ安が進むリスクがある。

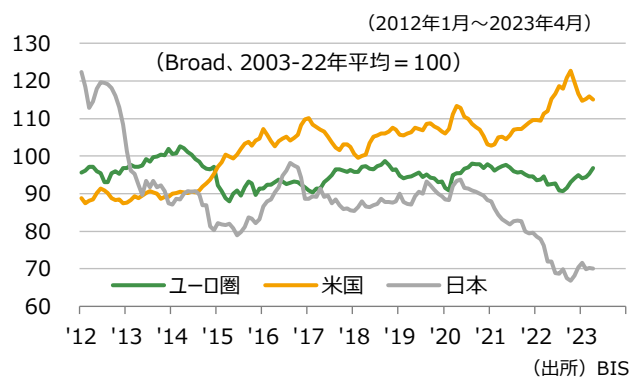
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



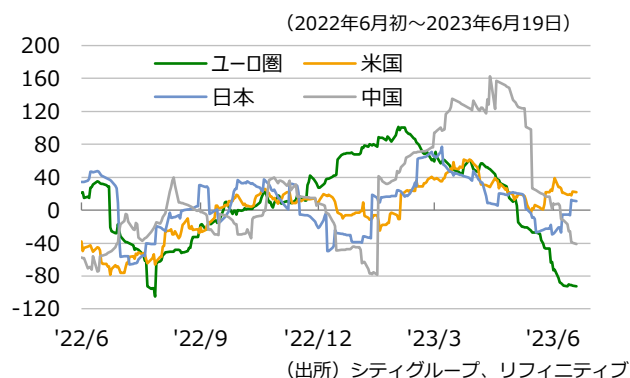
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



経済サプライズ指数





経済

景気は当面ゼロ近傍での成長が継続

実質GDPは2022年4-6月期以降、丸1年間停滞している。PMIは製造業が昨年8月以降50を下回って推移する一方、サービス業は今年の2月に50を上回って以降堅調に推移している。サービス業の堅調は雇用・所得環境の改善が主因と考えられる。BOEの金融引き締めの累積的な効果の強まりで、年内は引き続きゼロ近傍での成長が継続し、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上昇のリスク

英国の4月失業率は3.8%と低水準のままで、週平均賃金は一段と上振れた。サービス価格主導でコアの消費者物価指数の伸び率も加速しており、賃金と物価のスパイラル的な上昇が懸念される。EU離脱に起因する物流、人流の滞りが構造化する様であれば、エネルギー価格下落の二次的影響を相殺して、インフレが想定外に高止まりするリスクを否めず。

為替

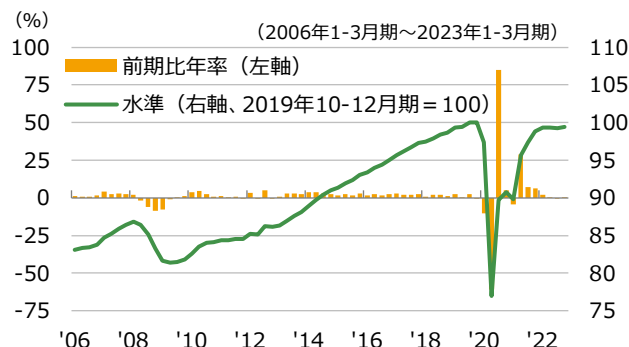
BOEは利上げ途上

BOEは2021年12月以降、13会合連続で利上げを実施中。最新の金融政策報告書でのBOEの想定を上回って賃金・物価の伸びが加速しており、6月は利上げ幅を0.5%ポイントに拡大させた。更に計0.5%ポイントの追加利上げを実施し、政策金利は5.5%に達すると見込む。昨年11月に開始した保有債券の売却ペースも加速させよう。それでも不確実性は高く、長期金利は米国を上回ったままと見込む。

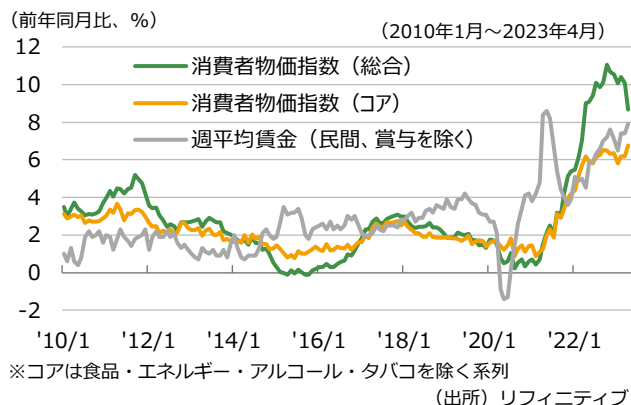
追加利上げ予想の高まりでポンド高進行

ユーロ圏に比べ英国の長期金利が相対的に上昇し、ユーロに対してポンドが持ち直している。BOEのタカ派姿勢が強まったことが背景にある。労働需給のひっ迫を背景にインフレ鈍化に時間がかかるとの見方もあり、市場の追加利上げ予想はすでに大きく高まってきた。それだけにインフレ鈍化が進むと、利上げ予想の後退とポンド安に傾くリスクも大きい。

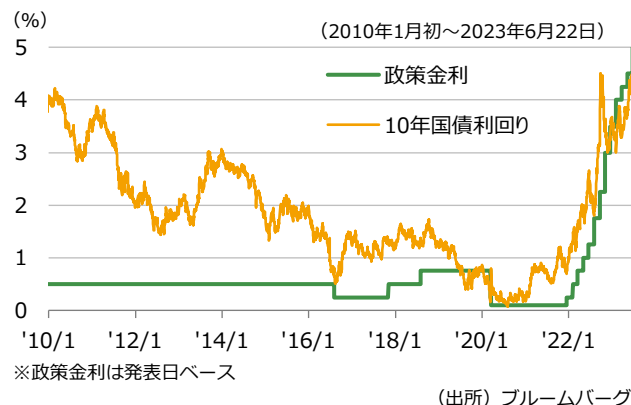
実質GDP



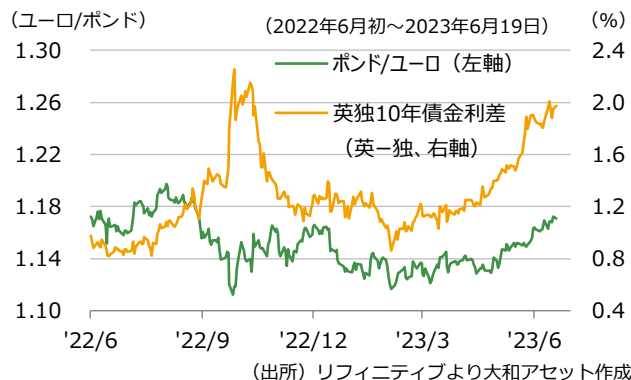
消費者物価指数と週平均賃金



政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

リオープン・供給制約解消進む

引き続き経済活動正常化やインバウンド消費の回復が進んでいるほか、半導体等部材不足の影響が解消し国内での自動車の挽回生産が本格化しつつあり、裾野の広い自動車産業回復の好影響が期待される。一方、海外でもリオープン・供給制約解消のプラス効果が見られるものの、欧米で金融引き締めの影響が顕在化しつつあることや中国経済の回復が想定を下回るなど一部に不透明感がある。

自動車の挽回生産本格化

5月の自動車販売は、国内は前年同月比+28.1%と5カ月連続の2桁増となったほか、米国は10カ月連続、中国も4カ月連続で前年を上回った。半導体等部材不足が緩和され、グローバルで自動車の生産・販売が回復している。欧米の政策金利引き上げの影響や中国での値引き販売の拡大などへの懸念もあるが、引き続き在庫不足の状況にあることから回復傾向の継続が想定される。

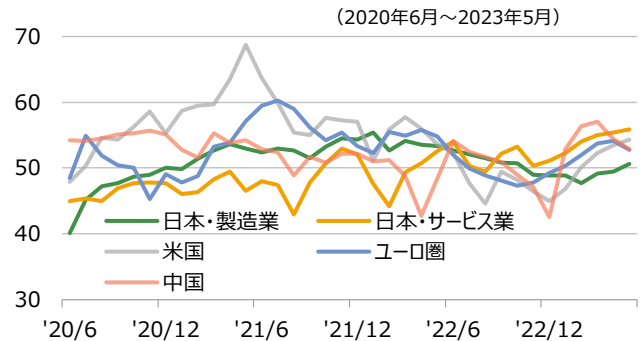
物価上昇率はピークアウトも高止まりか

5月の東京都都区消費者物価指数（前年同月比）は+3.2%と4月の+3.5%から伸び率が鈍化した。政府の電気・ガス価格激変緩和対策やエネルギー輸入価格の下落によりピークアウトした可能性が高いが、6月は大手電力料金の値上げやガソリン補助金の縮小などがある。また、企業の近年にはない積極的な価格転嫁の姿勢や円安の再進行などもあり、消費者物価の高い伸び率の継続が想定される。

賃上げは期待ほど確認できず

春闘の賃上げ率が+3.66%と高い伸びになっており賃金上昇の加速が期待されていたが、4月の現金給与総額は前年同月比+1.0%と目立った加速は見られず、実質賃金は同▲3.0%と13カ月連続のマイナスとなった。賃上げの反映が5月以降となる可能性もあるが、労働組合の組織されていない中小企業や管理職など非組合員の賃金上昇率が低い可能性があり、やや期待外れの内容となった。

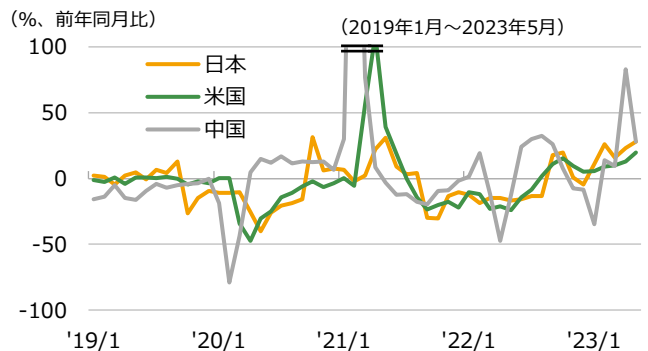
PMI



※中国は国家統計局発表、日本以外は総合指数

(出所) ブルームバーグ

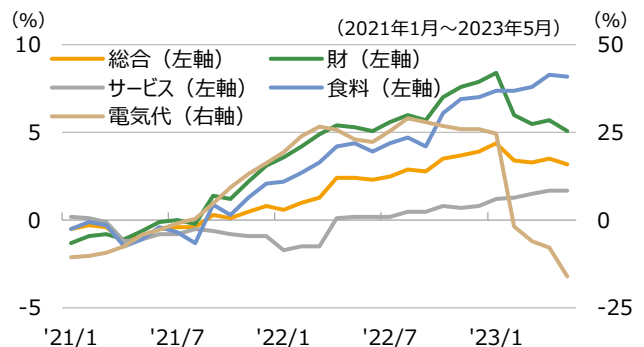
自動車販売台数



※日本:日本自動車販売協会連合会、米国:米国経済分析局（季節調整値）
中国:中国汽车工業信息网

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

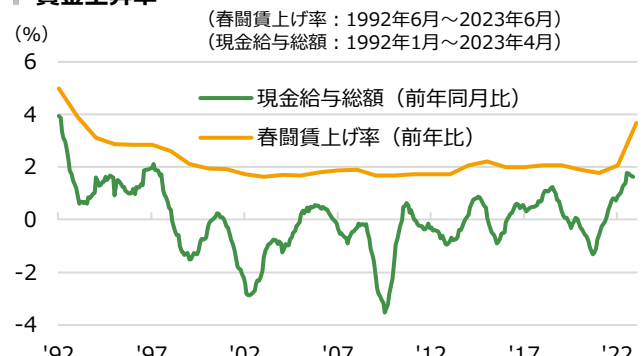
消費者物価指数



※東京都都区（前年同月比）

(出所) 総務省

賃金上昇率



※春闘賃上げ率は各年の6月末時点、2023年は6月1日時点

※現金給与総額は12カ月移動平均の前年同月比

(出所) 連合、ブルームバーグ

Daiwa Asset Management



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。直近の株価上昇ペースは速く、スピード調整リスクがある点は否めない。しかし、日本株上昇の要因となった賃上げの進展、欧米を追ってのリオープニングの本格化、東証の資本効率改善要請等への期待は変わらず。期待が剥落しないかには注意が必要であるものの、利上げにより景気への不透明感がある欧米対比での日本株の優位性は継続していると考え。

過去平均での割安感は解消しつつある

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍台半ば、リスクプレミアムで6%台半ば。米国株対比での割安感は変わらないものの、過去平均で見たPERの割安感は解消された。ただ、株価下落リスクとして想定し得るのは、スピード調整を除くと、欧米での予想以上の利上げや景気悪化など海外要因が中心。日本株独自の上昇要因の持続性には注意が必要だが、日本株が選好されやすい環境は維持されよう。

賃上げは実績を確認する段階へ

日本株独自のカタリストの1つは国内の賃上げ。4月の現金給与総額は、春闘での高い賃上げと比べ伸び率は小さく期待を下回った。しかし、厚生労働省の調査によれば改定後賃金の初回支払い時期は4月時点で4割程度。これが8月頃には8割を上回る水準まで高まる。賃上げ実績は今後数カ月を掛けて確認されることになるため、株式市場における国内の賃上げに対する期待は継続し易いだろう。

人流には改善の動き

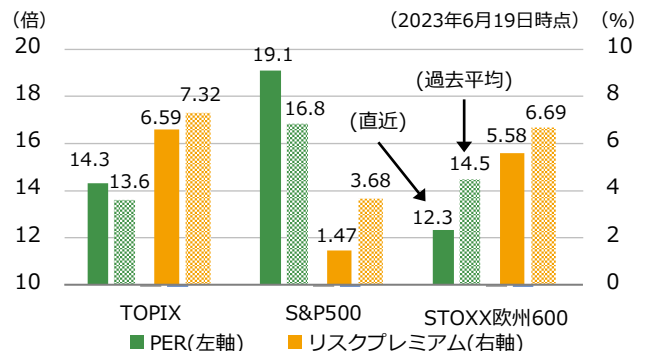
新型コロナの5類引き下げの効果を図る指標の1つは国内の人流。GW時の人流回復後、5月後半は伸び率が鈍化しコロナ規制の緩和の効果が見えない状況が続いていた。しかし、6月に入り伸び率は各地で回復を示しており、規制緩和の効果が顕在化しつつある。人流回復は国内の消費マインドの回復も示唆していると考えられ、国内サービス産業の回復は日本株のカタリストとして引き続き期待される。

TOPIXの推移

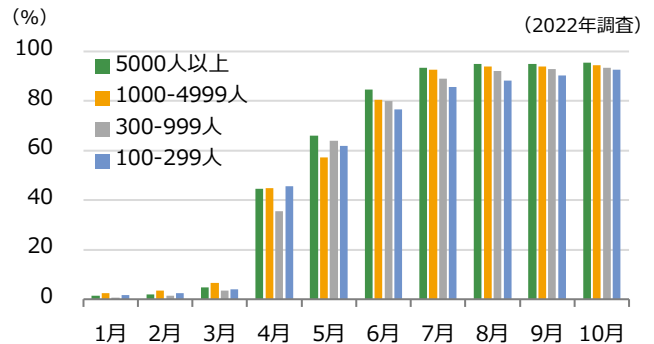
(2020年初～2023年6月19日)



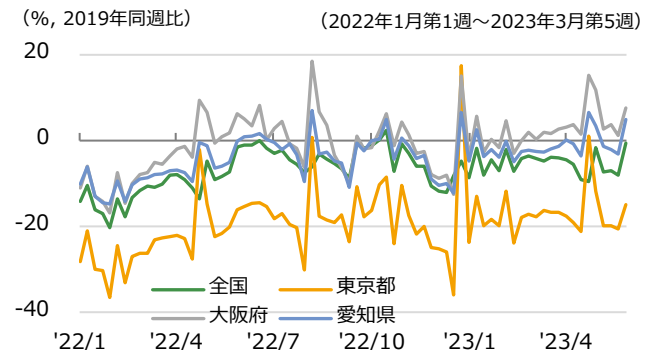
バリュエーションの日米欧比較

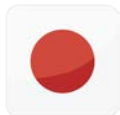


改定後の賃金の初回支給時期別企業割合



移動人口の動向





債券・金利

債券市場の機能度は改善

6月の金融政策決定会合で日銀は金融政策を据え置き。植田総裁は16日の会見において、企業の価格設定の変化など物価目標達成に向けて前向きな動きが見られることなどに言及した一方、先行きの物価や賃金上昇率には不確実性が高いともコメントし政策修正に慎重な姿勢を示した。債券市場の機能度判断DIに一定の改善が見られたこともあり、日銀が政策修正を迫られている状況にはないと見られる。

10年国債利回りの予想は据え置き

10年国債利回りの予想値は23年末、24年末とも0.5%を継続する。YCC撤廃を日銀が事前に示唆することは難しく、展望レポートが公表される会合で政策修正が行われるリスクは常にある。しかし、来年度以降の物価にまだ不確実性があり、YCCの副作用が落ち着いている状況では、金融政策の正常化を印象付けるYCC撤廃が行われる可能性は低いだろう。

リート

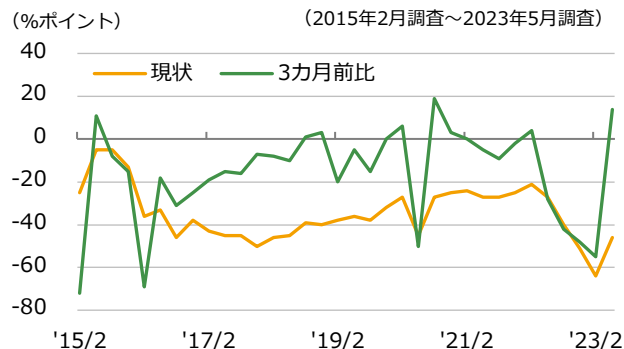
横ばい圏の推移

5月中旬以降、J-REIT市場では物流銘柄を中心に公募増資の発表が相次いだ。需給悪化懸念から下落する局面もあったが、足元1カ月はおおむね横ばい圏の推移。6月の日銀金融政策決定会合では緩和的な金融政策が据え置かれたが、引き続き投資家は日銀の政策変更、国内長期金利の上昇を警戒しており、J-REITへの積極的な投資に踏み切れない印象だ。

金融政策の不透明感払拭後の上昇を期待

中期的には日本の金融政策の不透明感が払拭されれば、相対的な利回りの魅力から国内金融機関の運用ニーズにより緩やかな上昇を見込むとの見通しに変化はない。短期的には夏から秋にかけての公募増資の動向に注意したい。公募増資の発表が相次ぐと需給悪化懸念から下落につながるリスクを警戒したい。

債券市場機能度判断DI



※現状="高い"- "低い"、3カ月前比="改善"- "低下"

(出所) 日本銀行

10年国債利回り



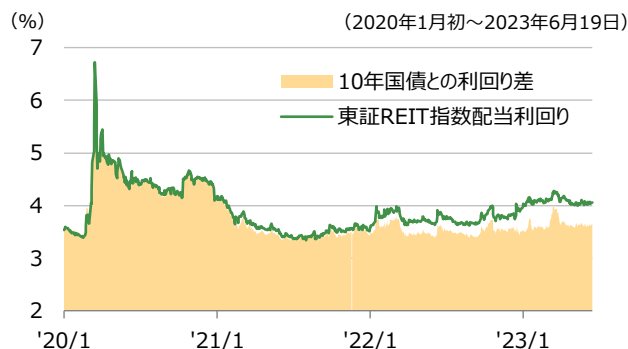
(出所) ブルームバーグ

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

米ドル円の上昇が鈍化した背景

5月まではクロス円の上昇（＝円安）とともに米ドル円が上昇してきたが、6月には米ドル円の上昇がやや鈍化した。円安は継続しているが、米ドルが頭打ちとなったためだ。最近では、欧米の金利上昇による円安が鈍る一方、株価上昇とともにリスクオンの円安や米ドル安の圧力が働き、円安が米ドル安を上回る状況にある。ただ、欧米金利が低下すると円高圧力になるため、米ドル安が優勢となりやすい。

米ドル円と米株価は再び逆相関に

米ドル円と米長期金利は順相関の一方、米ドル円と米株価は逆相関に転換している。6月に米長期金利上昇が鈍り、米株価上昇が進むなかで、米ドル円の上昇が鈍ったからだ。米ドル円は米株価よりも米金利と同じ方向に変動しやすい状況が続いている。「米金利上昇・株安」では米金利上昇による影響で米ドル円は上昇し、「米金利低下・株高」では米金利低下による影響で米ドル円は下落しやすい。

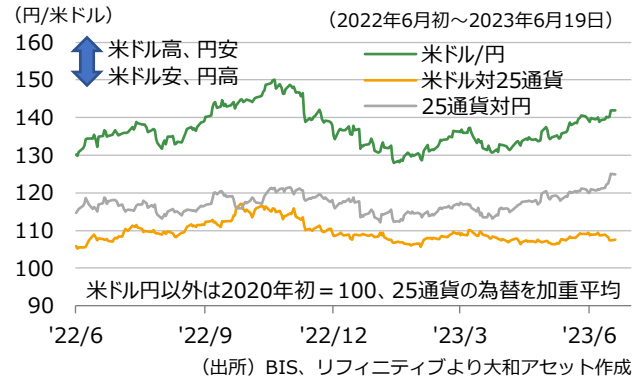
リスクオンの米ドル安に傾くのか

昨年10～12月は米利上げ減速期待による「米金利低下・リスクオンの米ドル安」、今年3月は米銀破綻による「米金利低下・リスクオフの円高」、その後は「米金利上昇・リスクオンの円安」に振れた。米金利と株価が逆方向に動くとき米ドル相場が変動しやすく、同方向に動くとき円相場が変動しやすくなる。最近では米金利上昇が鈍り、株価上昇が進む（リスクオンの）なかで、米ドル安圧力が強まりつつある。

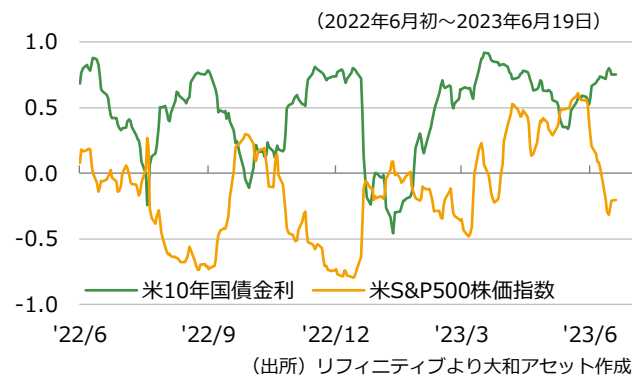
貿易収支が改善して円高に働く兆し

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、貿易収支が悪化してきた。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始め、円高要因になりつつある。

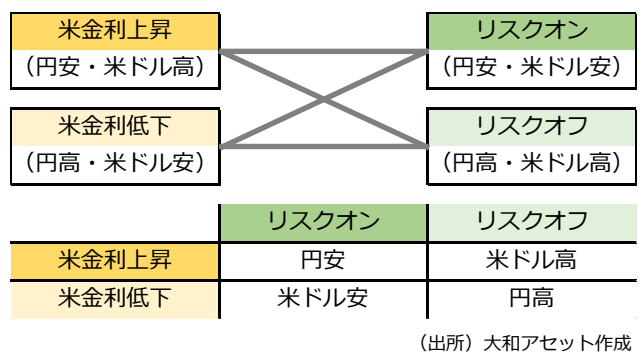
米ドル・円・他通貨の為替



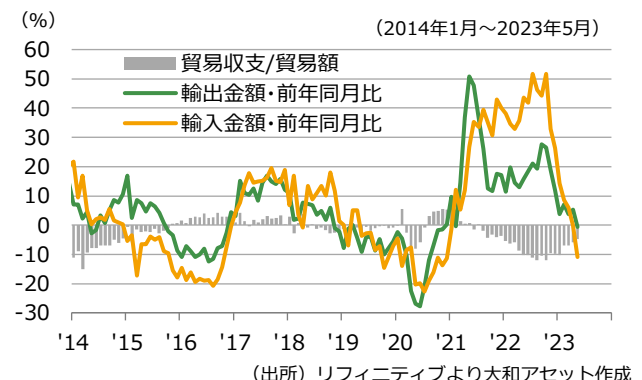
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米ドルと円の変動パターン



日本の貿易収支比率と輸出入伸び率（円建て）





経済

経済は底堅く推移

1-3月期実質GDPは前期比年率+3.1%と昨年10-12月期の同▲0.1%から反発。金利上昇により総固定資本形成は低迷しているが、政府支出は過去のトレンドを上回ったままで、特に個人消費の回復がけん引した。時間差で波及する金融引き締めの効果に対し、コロナ禍以降の過剰貯蓄や堅調な労働市場、人口の急増が消費を下支えする。年初の上振れを受け今年の成長率予想を1.0%から1.5%に引き上げた。

住宅市場は持ち直し

利上げの影響を強く受けていた住宅市場が持ち直している。住宅販売件数は4月の前月比+11.3%に続いて5月は同+5.3%となり、水準は2010年代の平均まで回復。住宅価格指数は4月の前月比+2.0%に続いて5月は同+2.1%となり、底打ち感が強まった。急速な人口増加に加え、利上げ一時停止による住宅ローン金利の上昇一服や消費者心理の改善などが需要を高めた。目先は利上げ再開後の反応に注目。

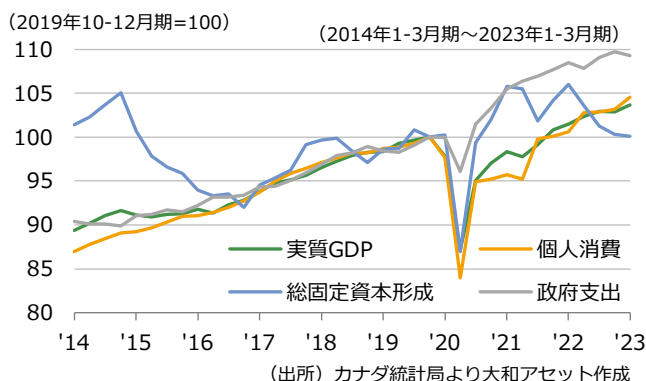
労働市場は堅調を維持

5月失業率は5.2%と4月の5.0%から上昇したが、季節的な要因による若者の雇用減が主因であり、25-54歳の失業率は4.3%で横ばい。労働市場は堅調を維持していると評価されよう。平均時給の伸びも高止まりしている。求人件数はピークからの減少が続き、一時に比べて労働市場のひっ迫は和らいだと言えるが、依然としてコロナ前を大きく上回る水準にあり、労働需給の正常化にはなお時間を要する。

2%の物価目標達成に向けて足踏み

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カ月前比年率はいずれも3%台後半で推移しており、2%の物価目標と整合的な速度から上振れたまま。カナダ銀行は需給ギャップが今年後半にマイナスに転じると想定していたが、景気は予想以上に底堅く、その時期は後ずれする可能性が高まった。賃金上昇率の高止まりや住宅価格の上昇が続けば、2%の物価目標達成はより難しくなる。

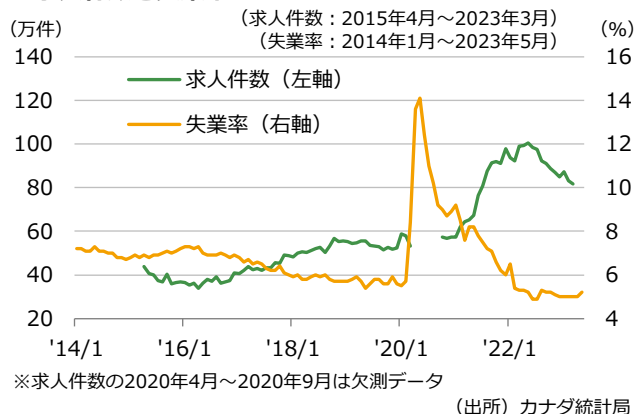
実質GDPと主な需要項目



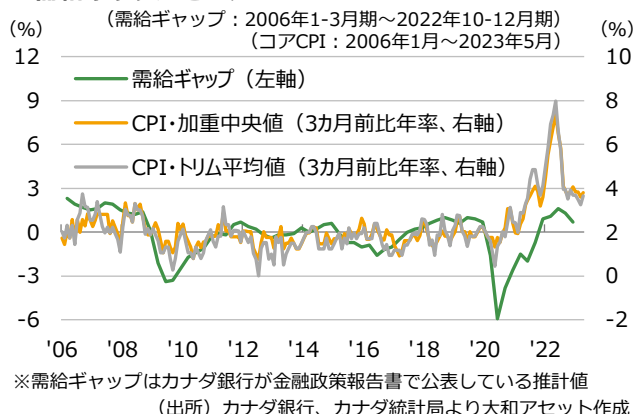
住宅販売件数と住宅価格指数



求人件数と失業率



需給ギャップとコアCPI





債券・金利

利上げ再開、更に追加利上げの公算

カナダ銀行は6月金融政策決定会合において、1-3月期実質GDPの上振れ、個人消費の驚くべき強さ、最近の住宅市場の持ち直し、持続している労働市場のひっ迫、コアCPIの高止まりなどを理由に今年1月以来の利上げを決定し、政策金利を4.75%とした。景気腰折れリスクの後退でインフレ抑制により注力できるため、更なる利上げを見込む。政策金利予想は今年末を5%に、来年末を4.25%に引き上げた。

自然利子率上昇の可能性に言及

カナダ銀行は6月会合の翌日、コロナ禍を経て自然利子率が上昇する可能性を示した。これはIMFやFRBの見解と相反するほか、5年先5年金利や10年国債利回りはレンジ内に留まり、市場は懐疑的。ただ、真実はどうであれ同行が自然利子率は上昇したと評価すれば、当面の政策金利パスは想定より高くなる。それは1年先1カ月金利の上昇に表れている。

為替

米国との金利差縮小が追い風に

カナダより米国の方が利上げの到達点が高くなることを織り込んで、昨年秋にかけて相対的に米国の長期金利が上昇するとともにカナダ・ドルが対米ドルで減価した。その後、長期金利差と為替はいずれもレンジ相場が続いていたが、6月はカナダの利上げ再開と米国の利上げ見送りで長期金利差が縮小している。更なる長期金利差の縮小が見込まれる中で、カナダ・ドルも対米ドルで堅調な推移が期待される。

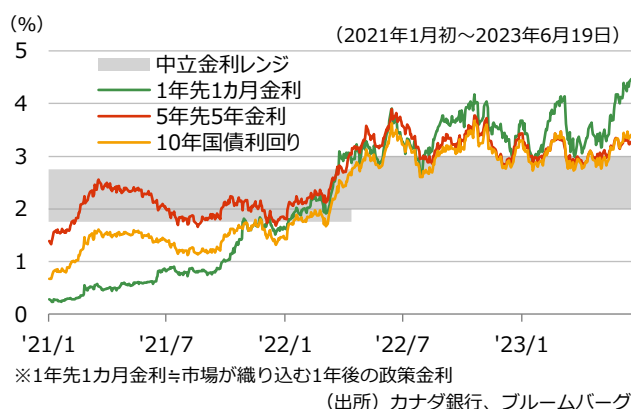
原油価格の反転上昇が待たれる

一方、足元軟調な原油価格はカナダ・ドルの重荷だ。今回、原油価格の予想値を下方修正したが、今年後半以降は上昇するとの方向感が変わっていない（詳細は31ページ参照）。原油価格が上昇基調に転じれば、カナダ・ドルの増価にも弾みが付くだろう。なお、予想値は今年末1.30カナダ・ドル/米ドル、来年末1.27カナダ・ドル/米ドルで据え置く。

政策金利と10年国債利回り



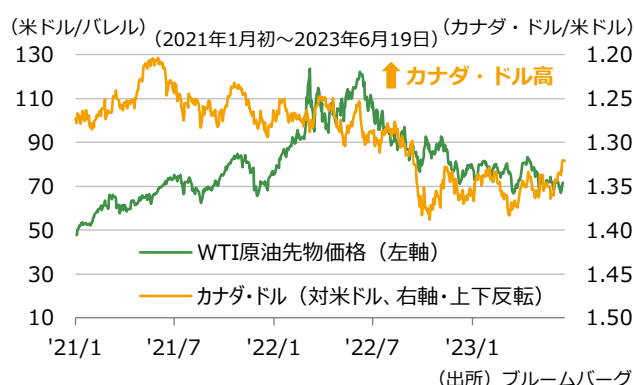
中立金利とフォワード金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



原油価格とカナダ・ドル (対米ドル)



経済

成長率は鈍化も、景気は底堅い

1-3月期実質GDPは前期比+0.2%と、昨年10-12月期の同+0.6%から減速。家計の貯蓄率が2008年以来的の水準まで低下しており、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄を取り崩す段階に。個人消費の裁量的支出が前期比▲1.0%に落ち込むなど一部に生活コスト上昇の影響は出ているが、景気は総じて底堅い。ただ、次項に示す金利見通し引き上げにより、来年の成長率予想を1.6%から1.4%に下方修正した。

労働市場は好調を維持

雇用者数は4月に前月比0.40万人減少したが、5月に同7.59万人増加し、失業率は4月の3.7%から5月に3.6%へ低下した。4月のデータを受けて一部に浮上していた労働市場軟化の思惑は5月のデータで一掃された。足元で人口の伸びが加速する中でも労働参加率が66.9%と過去最高を更新している一方、求人件数もコロナ前を著しく上回る水準で高止まりしており、労働市場は供給も需要も強い状態が継続。

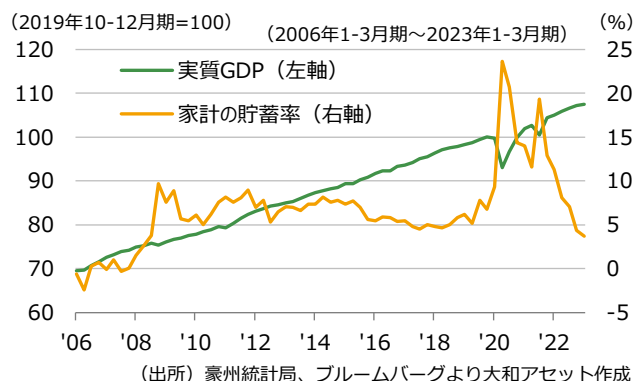
賃金上昇率は更なる加速へ

豪州公正労働委員会は7月から最低賃金を8.6%引き上げると発表。この率が適用されるのは雇用者全体の0.7%だが、その次に賃金が低く雇用者全体の20.5%を占めるカテゴリーでも5.75%の引き上げになり、賃金指数への影響は大きい。また、公務員の賃金引き上げも進行中。RBAは5月時点で賃金指数が今年10-12月期に前年同期比+4.0%まで高まると予想していたが、それを上回る可能性が濃厚に。

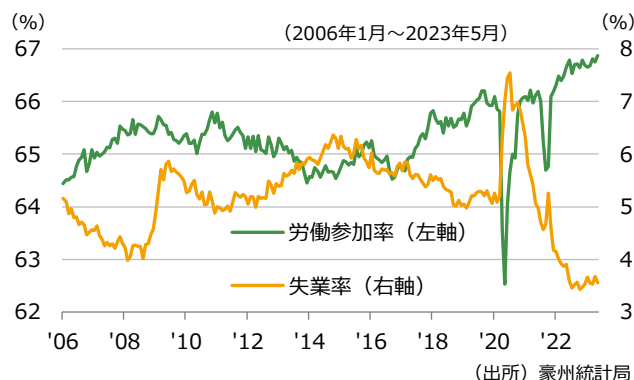
住宅市場の需給ひっ迫も継続

利上げによる住宅ローン金利の上昇（住宅購買力の低下）や急速な人口増加が賃貸住宅への需要を高め、家賃の上昇が顕著になると、今度は消去法的に持ち家への需要が高まり、コアロジック住宅価格指数は5月まで3カ月連続の上昇となった。これは逆資産効果による個人消費（景気）の腰折れリスクを低下させる一方で、前述の賃金上昇率の高まりとともにインフレ抑制を更に難しくする要因になる。

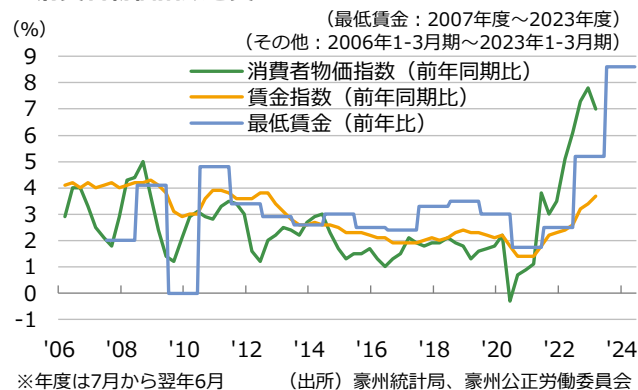
実質GDPと家計の貯蓄率



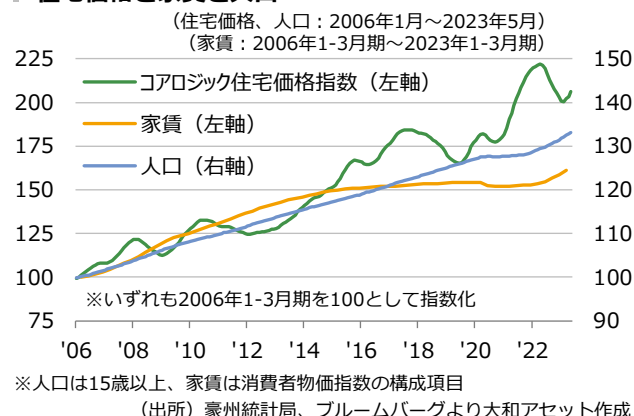
労働参加率と失業率



消費者物価指数と賃金



住宅価格と家賃と人口





債券・金利

少なくとも残り2回の利上げを想定

RBAは4月に利上げを見送った後、5月と6月に利上げを決定し、政策金利を4.1%とした。同行は妥当な期間内（2025年半ばまで）にインフレ率を目標に戻すことの重要性を謳っている。労働市場のひっ迫と最低賃金の大幅引き上げでサービス価格の高止まり懸念が更に強まる中、住宅市場の持ち直しも鮮明になっており、インフレ見通しの上振れリスクは大きい。年内、残り2回以上の利上げを見込む。

米国との政策金利差は縮小へ

政策金利予想は今年末を4.6%に、来年末を4.1%に引き上げた。市場もすでに年内残り2回の利上げを織り込んでいるほか、来年以降の利下げ期待は根強い。長期金利の上昇余地は限られよう。一方、米国との政策金利差は更なる縮小が見込まれ、相対的に長期金利は下がりにくそうだ。長期金利はすでに豪州の方が高いが、その差は一段と拡大しよう。

為替

長期金利差拡大が豪ドル高要因に

豪州は6月理事会でも利上げを決定した一方、米国は6月FOMCでの利上げ見送り観測が強まったことなどから、豪州と米国の長期金利差が拡大（相対的に豪州が上昇）し、豪ドル高・米ドル安が進行した。前述の通り今後も長期金利差は拡大傾向で推移する公算が大きく、豪ドルも対米ドルで更なる増価余地があると見込まれる。予想値は今年末0.73米ドル/豪ドル、来年末0.74米ドル/豪ドルで据え置く。

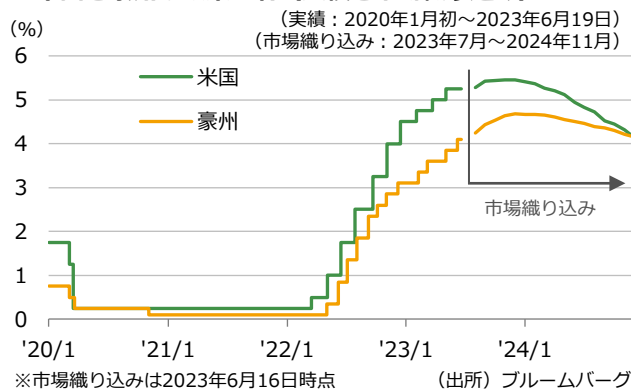
予想以上に豪ドル高が進むリスク

年初に高まった中国景気に対する過度な回復期待は後退。一方、回復が鈍いが故に足元では景気刺激策の観測報道も出てきた。当社では引き続き中国の景気回復に対して慎重な見方をしているが、予想以上の景気対策が実施されれば、豪ドルの予想値に上振れリスクをもたらす。逆に中国景気の回復が頓挫するようであれば、豪ドルの下振れ要因となる。

政策金利と10年国債利回り



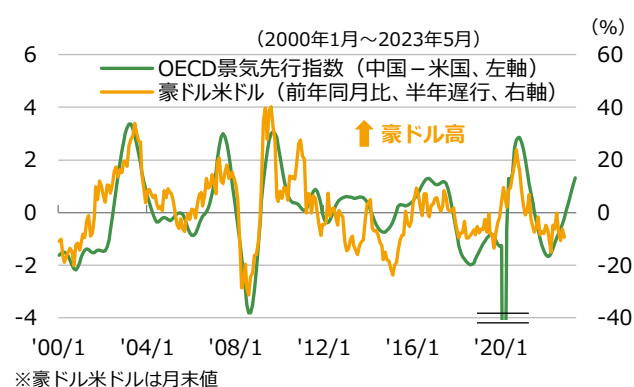
米国と豪州の政策金利（実績と市場織り込み）



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



米中の景気格差と豪ドル（対米ドル）





経済

景気2番底への懸念が高まる

5月の経済指標では、ベース効果（昨年5月の経済指標が悪かったため、前年同月比が押し上げられること）があったにも拘らず、4月より一段と鈍化したものが多かった。不動産投資は悪化し、景気けん引役として期待されるインフラ投資も鈍化したことで、生産・投資の回復は勢い不足。景気2番底への懸念が高まっており、景気見通しを「やや弱気」へ下方修正。景気対策が待たれる状況と考える。

若者の高い失業率は悪化傾向が続こう

景気回復の勢いが弱まっている中、厳しい雇用環境の継続が懸念され、消費者心理を冷や込ませている。5月の16-24歳の都市部失業率をみると、当該統計が始まった2018年以降の高水準を再び更新。6月末は大学卒業のシーズンのため、当該失業率が一段と悪化しうる。「増加し続ける収入」神話が崩壊し、消費意欲を抑制する可能性が高まっている。

株式

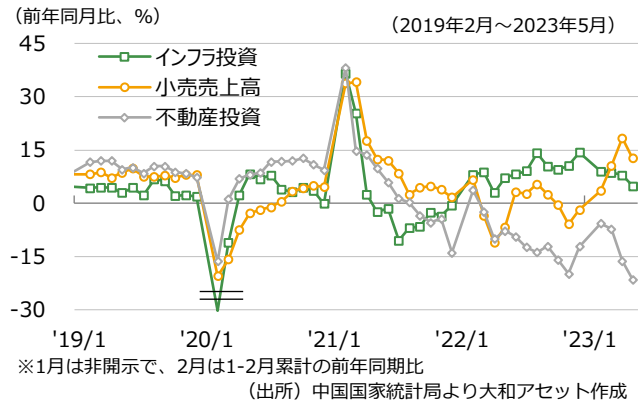
米中関係の改善や景気対策期待が下支え

4月以降は景気回復のモメンタム鈍化や新型コロナの感染再拡大等が追い打ちになり、MSCI中国指数は約6カ月ぶりの安値を更新。目先は、新型コロナの感染再拡大の影響が限定的であることや、プリンケン米国務長官の訪中実現による米中両政府の意思疎通の再開、景気対策への期待などが株価を下支えすると見込む。EV関連は税制優遇の延長などの追加対策への期待もあり底打ちの可能性はある。

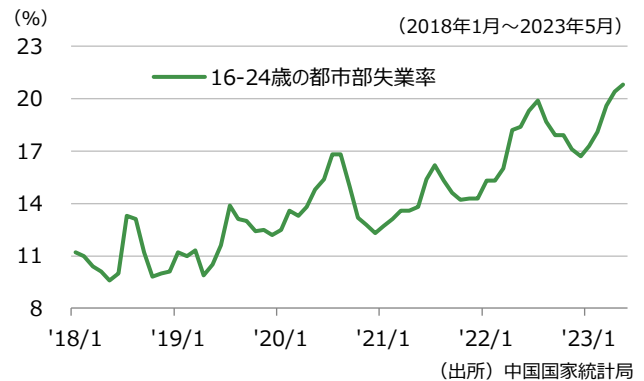
ハイテク銘柄にオイルマネーの流入を期待

6月19日から香港取引所は、2通貨建てでの証券取引制度「香港ドル-人民元デュアルカウンターモデル」を開始。指定の24銘柄に対し、本来の香港ドルの他、人民元での取引も可能にする。原油等人民元建て貿易が増加する中、原油輸出国が受け取った人民元の投資先拡大が狙い。テックやEV、ハードウェア等が含まれ、資金流入が期待される。

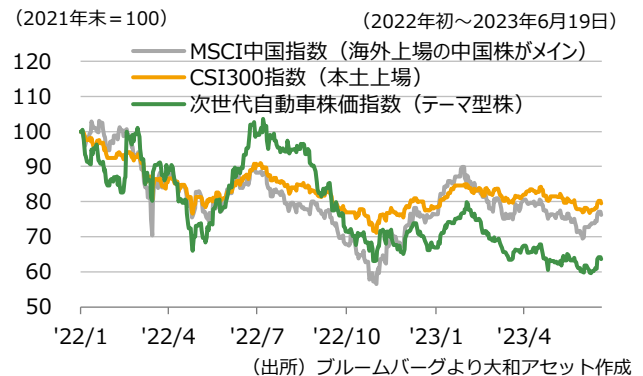
主要経済指標の推移



若者の失業率



各種株価指数の推移



2通貨建て証券取引制度の対象銘柄の抜粋

企業名	企業名
Alibaba (アリババ・阿里巴巴)	Baidu (バイドゥ・百度集团)
Tencent (テンセント・騰訊)	Xiaomi (シャオミ・小米集团)
Meituan (メイトウアン・美团)	BYD (ビーワイディー・比亞迪)
Xiaomi (シャオミ・小米集团)	Great Wall Motor (長城汽車)
JD.com (JDドットコム・京東集团)	Geely Automobile (ジーリー、吉利汽車)
JD Health International (京東健康)	Lenovo (レノボ、聯想集团)

※インターネットプラットフォーム、EV、ハードウェア関連業種の企業を抜粋
(出所) 香港取引所より大和アセット作成



債券・金利

金融緩和実施も、需要喚起には力不足か

5月の社会融資総量が冴えない結果となり、需要不足の深刻化を浮き彫りにした中、中銀は10カ月ぶりに準政策金利のMLF金利を引き下げた。これを受け、市中銀行の企業貸出の参照金利となる1年物LPRや住宅ローン金利の参照金利である5年物LPRもそれぞれ低下が進んだ。但し、利下げ幅は0.10%ptに留まっており、需要喚起には力不足と考え、追加の金融緩和や財政政策が待たれる状況は変わらず。

現水準からの大幅な金利低下は想定せず

上述の利下げを受け、10年国債利回りは約9カ月ぶりの低水準の2.60%近辺まで低下。今後に関しては、景気2番底への懸念は強いものの、大規模な金融緩和の副作用を警戒する共産党指導部は、大幅な利下げに踏み込む可能性は低いと予想。そのため、年後半の追加の利下げ幅は0.10%ptに留まると予想し、現水準からの長期金利の低下幅も限定的と予想。

為替

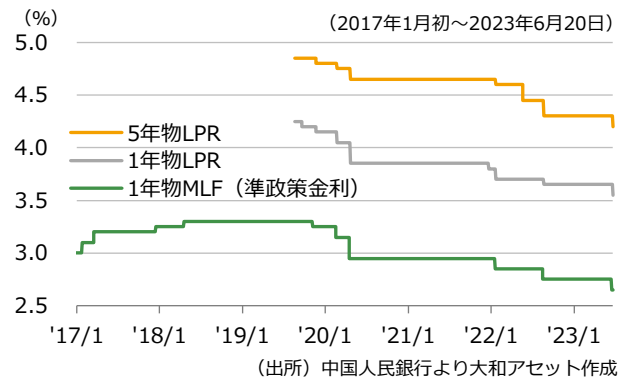
対米ドルでの一段の人民元安は見込まず

足元は、米ドル指数の上昇が一服したにも拘らず、人民元の対米ドルレートが一段と減価し、約7カ月ぶりの元安水準となった。元安の原因は、海外旅行など、リオープン後の一時的な外貨への換金需要の急増と予想。貿易業者は人民元買いに転じており、投機筋の人民元安を狙ったネットのポジションの拡大もみられていない。そのため、更なる大幅な元安は想定せず。

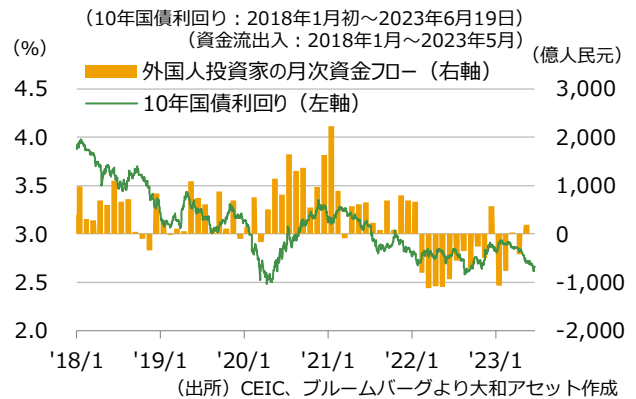
旅行収支の赤字が急拡大

約3年ぶりのゼロコロナ政策の解除を受け、今年に入り中国人による海外旅行への繰越需要が顕在化。香港、東南アジアへの団体旅行の解禁もあり、外貨への換金需要が急増。1-3月期の対外旅行収支では、赤字の急拡大が確認されている。今後国際便が2019年の6割程度まで回復する中で、旅行支出の増加が人民元安圧力として働こう。

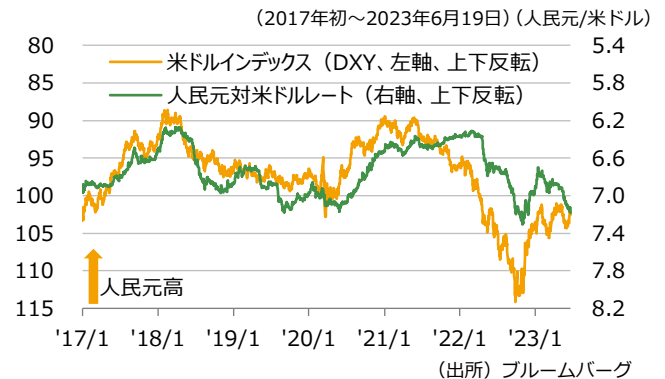
準政策金利および貸出参照レートのLPR



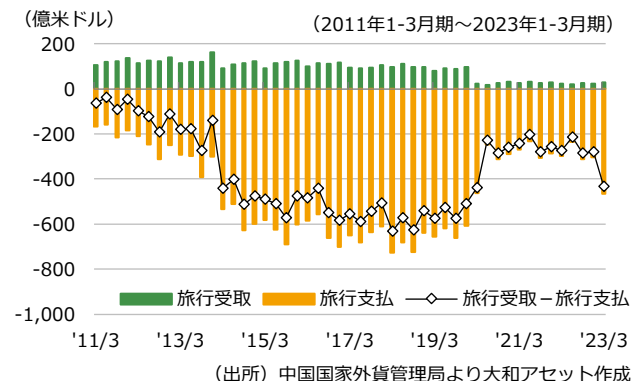
長期金利と外国人投資家の中国債券売買



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



中国の対外旅行収支





経済

農業部門がけん引し1-3月期は急成長

1-3月期実質GDPは前期比+1.9%と、昨年10-12月期の同▲0.1%から急反発。産業別では、大豆などの豊作による農業部門の極端な上振れが寄与した。他方、工業部門の粗付加価値は2四半期連続の前期比マイナスとなったほか、サービス部門の粗付加価値も伸びは高くない。今回の結果は高金利政策が必要の抑制に効いているほか、食料品価格の下押し圧力を通じてインフレ抑制につながることも示唆する。

実質GDP成長率予想ノインフレ率予想

過去1カ月、実質GDP成長率の市場予想は上方修正が続き、インフレ率の市場予想は下方修正が続くなど、ブラジル経済に対する見方は急速に改善。前述の要因に加えて、国営石油会社ペトロブラスが5月にガソリン・ディーゼル価格の決定方法を見直した効果も大きい。当社も今年の成長率予想を1.2%から2.5%に引き上げた。一方、ベース効果により来年の成長率予想は1.8%から1.5%に引き下げた。

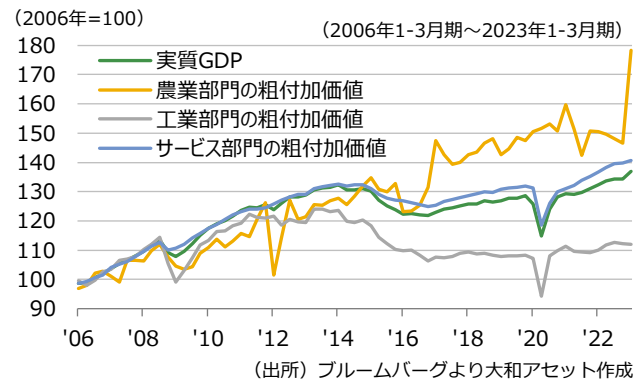
高金利政策は時間差で経済に波及

2021年以降の大幅な利上げに沿って債務負担が高まり、民間部門のDSRは2003年以来の水準まで上昇。時間差でデフォルト率が上昇しているほか、民間部門の信用創造も停滞しており、1-3月期の高成長は一時的で、4-6月期以降は巡航速度を下回る成長にとどまる公算が大きい。ただし、インフレ抑制に成功し、今年後半からの利下げが見込まれる中、四半期ベースでは来年にかけて成長率が加速しよう。

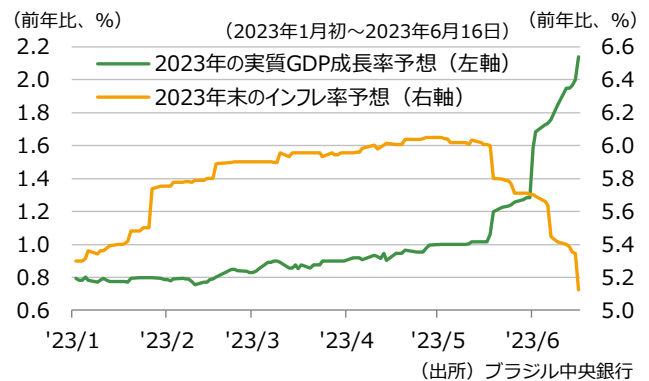
インフレ鈍化が鮮明に

消費者物価指数は5月に前年同月比+3.9%まで鈍化した。昨年後半の電気料金引き下げや減税の効果ははく落することで、今年後半は一時的な再加速が予想されている。他方、こうした特殊要因が影響しづらいコア指数（トリム中央値）は遅れて鈍化傾向が鮮明になっている。総合指数は特殊要因に振られるが、巡航速度を下回る経済成長が続くことにより、コア指数は今後も鈍化傾向を示すと見込まれる。

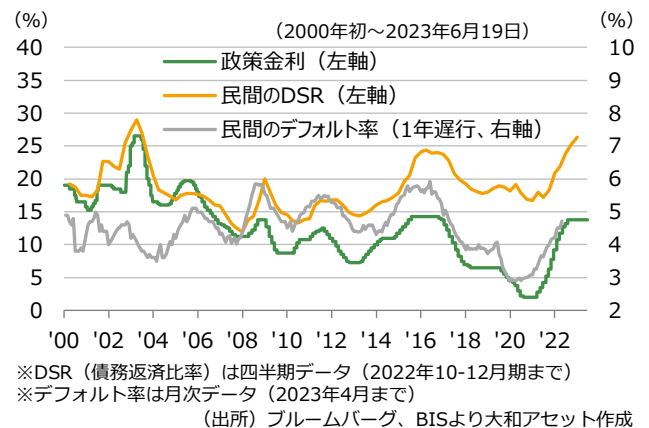
実質GDPと産業別の粗付加価値



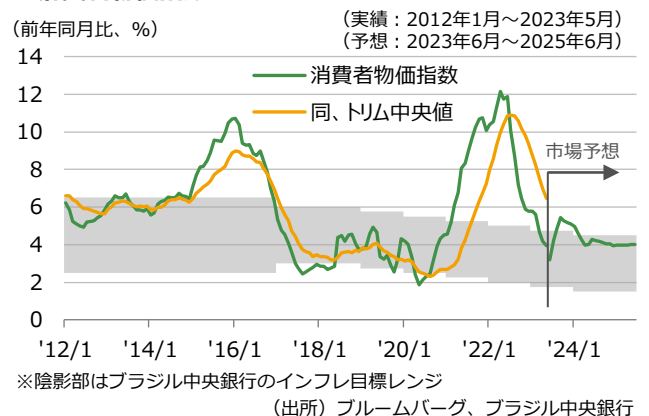
実質GDP成長率とインフレ率の市場予想変化



政策金利と民間のDSR・デフォルト率



消費者物価指数





債券・金利

利下げ開始が近づく

ブラジル中銀は昨年8月の利上げを最後に、政策金利を13.75%で据え置いている。インフレ鈍化が鮮明になる中、当社は引き続き今年8月の利下げ開始を予想。6月末のCMN（国家通貨審議会）で決定されるインフレ目標や市場の反応によっては利下げ開始が多少後ずれするリスクは残るが、誤差の範囲だろう。長期金利は利下げを織り込んで低下してきたが、来年にかけては更なる低下余地があると想定。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

高い金利収入と債券価格の上昇（将来の利下げを見込んだ金利低下）によって、JPモルガン算出のブラジル国債指数は堅調に推移。国債利回りは大きく低下したものの、他国に比べて依然として高く、また低下余地も残るため、ブラジル債券の今後1年程度の見通しは「強気」を継続。なお、円換算したブラジル国債指数の年初来上昇率は30%を超えた。

為替

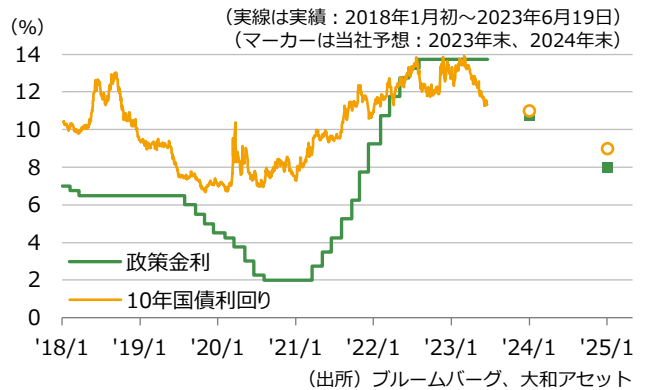
レアル高が進行

米国の利上げ見送りや利上げ余地の乏しさで米ドル高圧力が和らぐ中、新たな財政枠組み案による財政悪化リスクの後退や、相対的に高い実質金利などレアルを取り巻く良好なファンダメンタルズが評価され、レアル高が進行。インフレ沈静化と利下げ期待で海外からブラジル株式市場への資金流入が本格化すれば、更なるレアル高も想定されよう。今年末と来年末の予想値は4.7レアル/米ドルで据え置く。

予想以上にレアル高が進むリスクが浮上

S&Pグローバル・レーティングは6月14日にブラジル国債の格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。かつて2割を超えていた非居住者のブラジル国債保有割合は足元1割程度で低迷しているが、格付け引き上げが進めば保有割合が高まることでレアルを押し上げる展開も期待される。これは当社の予想以上にレアル高が進むリスクだ。

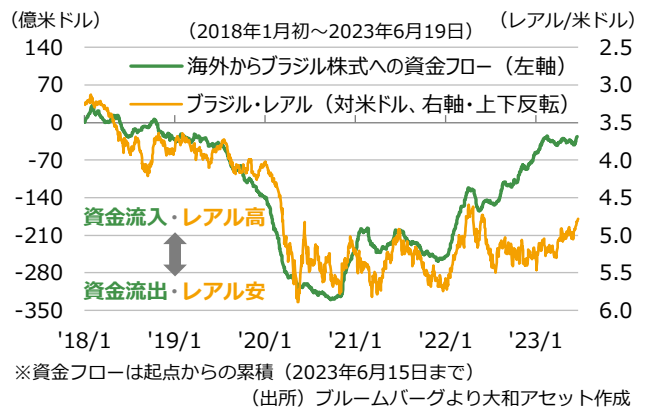
政策金利と10年国債利回り



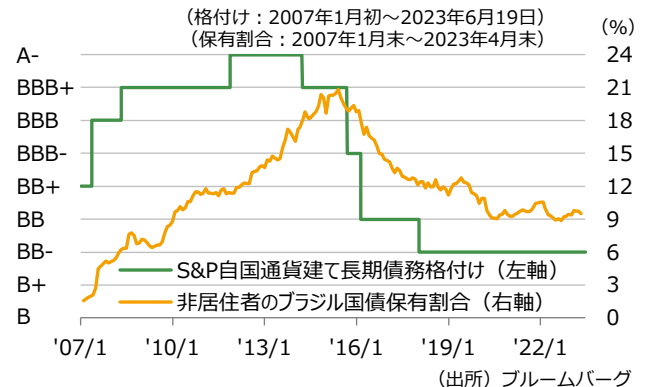
ブラジル国債指数



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの国債格付けと非居住者の国債保有割合





経済

年後半にはアジアの高成長が一層際立つ

年後半に米国で景気後退の可能性が高まる中、インド・ASEANの高成長が一層際立つであろう。IMFの4月の世界経済見通しをみると、内需の強さを背景にASEANとインドでは、少なくとも今後5年間高成長を維持する見通し。その他の地域では、2024年の利下げ期待が強い東欧・アフリカやブラジルにおいて、景気モメンタムが強まる見込み。

エルニーニョの影響に注意

日本気象庁は9日、エルニーニョ現象の発生を発表し、秋にかけて続くとした。エルニーニョは多くの地域で高温をもたらすと同時に、東南アジアで降雨量の減少、中国とラテンアメリカでの洪水も伴う降雨量の増加をもたらす傾向がある。現時点では、インドでモンスーン（雨季）がやや遅めながら概ね予定通りに訪れ、農業への影響は限定的とみられる。エルニーニョに関しては、今後引き続き注意が必要。

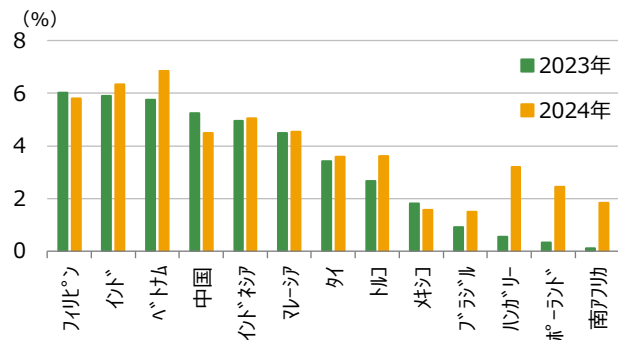
物価鈍化傾向で、利上げ終了の国が増加

新興国では5月も物価の鈍化傾向が強まった。インド、ブラジル、ベトナム、タイ等では、物価上昇率が中銀目標レンジに収まった他、フィリピン、メキシコ、ポーランド等は物価の鈍化が予想以上に進んだ。インフレ低下で政策運営の柔軟性が高まり、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、メキシコ等は利上げ局面が終了した可能性が高く、ブラジル、メキシコ等は利下げが意識される局面。

「メイク・イン・インド」が始動

インドのモディ首相は2014年の首相就任後、「メイク・イン・インド」の製造業振興を揚げ構造改革を敢行し、ビジネス環境ランキングを大幅に向上させた。2020年には生産連動型優遇策（PLI スキーム）に代表される奨励金制度を3種発表したことで、海外企業の直接投資が急増。5月はアマゾンやフォックスコン、現代自動車等が相次いで大型投資を発表。製造業大国の構想が次第に現実になる。

IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで

(出所) IMFの2023年4月世界経済見通し

エルニーニョの降雨量、気温への影響

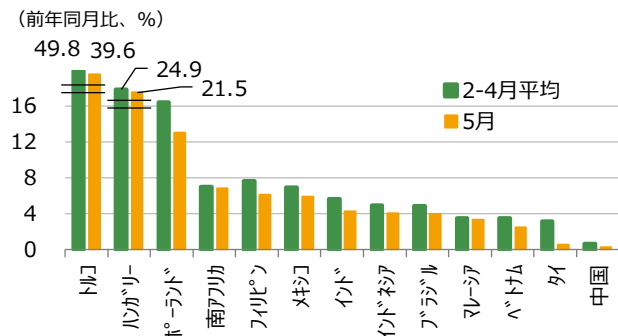
国	影響	国	影響
中国	増加	ベトナム	高温
インド	減少	ポーランド	限定的
インドネシア	減少	南アフリカ	減少
韓国	増加	トルコ	限定的
フィリピン	減少	ブラジル	増加
マレーシア	減少	メキシコ	増加
タイ	高温		

※6月-翌年2月の期間を参照

※降雨量増加は洪水も含まれる

(出所) 気象庁より大和アセット作成

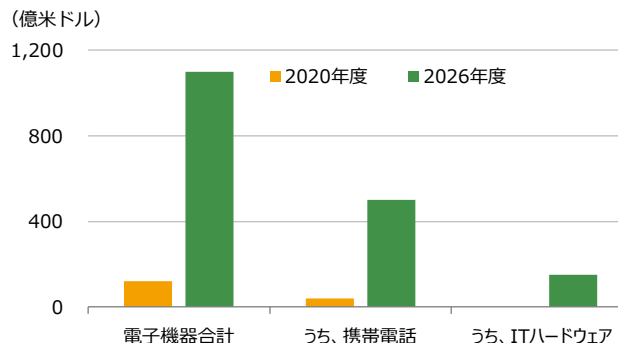
主要新興国の直近のインフレ動向



※マレーシアと南アフリカはそれぞれ1-3月平均と4月のデータを掲載

(出所) ブルームバーグ

インド政府が目指す電子機器製造の輸出額



※ITハードウェアの2020年度の輸出額はゼロ。2020年度は実績値で、2026年度は目標値。
(出所) インド電子工学・通信技術省



株式

3カ月間の株価上昇は小休止に入るか

直近1カ月の新興国株も上昇する国が多い。引き続き、中国景気への懸念を受け、中国及び中国と経済的な繋がりが深いASEANが相対的に軟調に推移。一方、内需主導のインド、ウクライナ情勢の改善期待で東欧諸国、米中摩擦の恩恵を受けるメキシコ、新たな財政枠組み案や利下げ期待でブラジルなどが上昇。MSCI新興国株価指数は概ね3カ月連続で上昇しており、当面スピード調整の可能性も。

中期的には米ドル安が新興国株を支える

6月に入り米ドル安が進む中で、新興国株式市場のバリュエーションもつれて切り上げられており、株価上昇に寄与。中期的には米国の利上げ停止や利下げ転換期待が米ドル安に繋がるとの見方は依然として強い。今後米ドル安が進行すれば、新興国株式のバリュエーションの切り上げに作用しやすい。特に、足元の新興国株式のバリュエーションに割高感は見られず、切り上げの余地はあると考えられる。

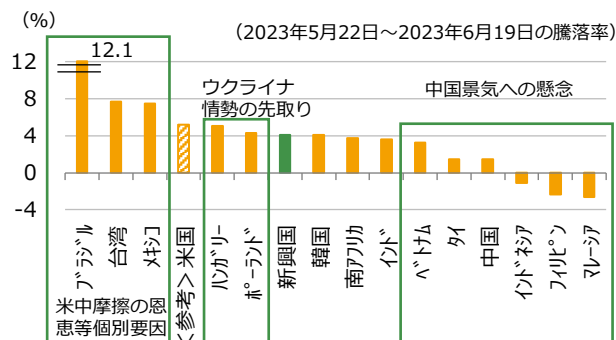
PMIに中国景気鈍化の悪影響

5月の製造業PMIでは新興国景気のまちまちな動きが示された。中国と製造業でのつながりが強いマレーシアやベトナム、インドネシア等では、製造業PMIが軟化。一方、中国人観光客の増加を好感し、タイは上昇。内需が強いインドも企業マインドが好調。一方、電力不足やウクライナ関連の制裁リスクを抱える南アフリカが低迷し株価下落にも繋がった。目先数カ月はこのような構図が続く可能性が高い。

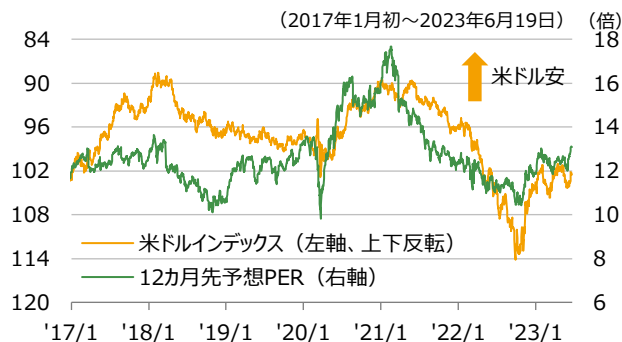
再び史上最高値を更新するインド株

6月16日、インドの主要な株価指数のNIFTY50、SENSEXが約6カ月半ぶりに史上最高値を更新。この期間は、アダニ・グループの問題や欧米銀行の信用不安があったが、足元の強い内需や中長期的な成長期待を受け、3月末以降上昇基調を取り戻した。インド株価指数のバリュエーション（予想PER）が過去5年の平均を若干上回る程度で割高感は見当たらず、今後は引き続き上昇余地はあると予想。

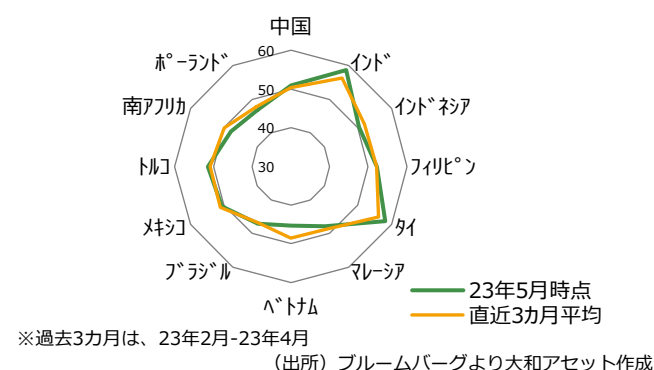
直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



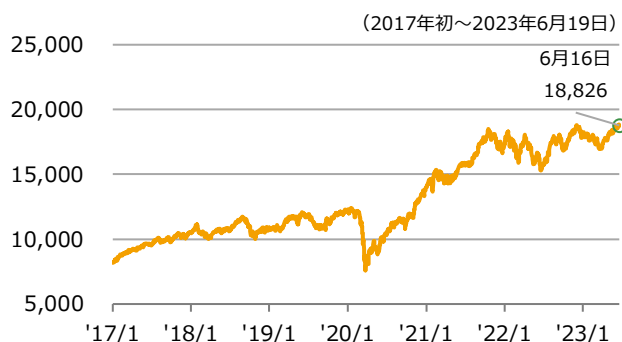
米ドル指数と新興国株のバリュエーション



新興国の製造業PMI



インド株価指数の推移（NIFTY50指数）





債券・金利

当面レンジ推移が続きやすい

直近1カ月は、前月までの顕著な金利低下を受け、スビート調整もあり、レンジ推移の国が多い。新たな財政枠組み案や利下げ期待を好感したブラジル、インフレ低下を好感したハンガリー、制裁リスクで売られすぎ感があつた南アフリカ等が顕著に金利低下。トルコは選挙後の閣僚、経済政策への思惑が交錯し上下に大幅に振れる展開。当面はエルニーニョの影響を見極める必要もあり、レンジ推移継続か。

実質金利の観点から金利低下余地限定的

ここ3カ月は、実質金利が高かった国を中心に、物価上昇率の鈍化以上に名目金利が低下したため、実質金利も低い水準まで低下した国が多い。その中で、ブラジルは実質金利がまだ相対的に高いものの、メキシコ、インドネシア等は3%未満まで低下。金利低下余地は狭まっており、当面レンジ推移を継続する可能性が高い。

リート（アジア先進国含む）

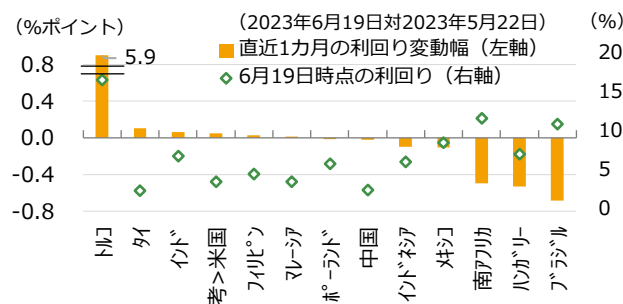
国・地域別でまちまちな展開

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、5月半ばから6月半ばにかけて、シンガポール市場がおおむね堅調に推移したものの、オーストラリア市場は中央銀行による政策金利引き上げの影響もあり軟調推移。また香港市場は中国経済動向への懸念などから軟調推移。今後は旅行者数の回復に伴い、商業施設やホテルの復調が期待される。オーストラリアでは移住者数の回復による恩恵にも注目。

安定的な外部環境と高い配当利回り

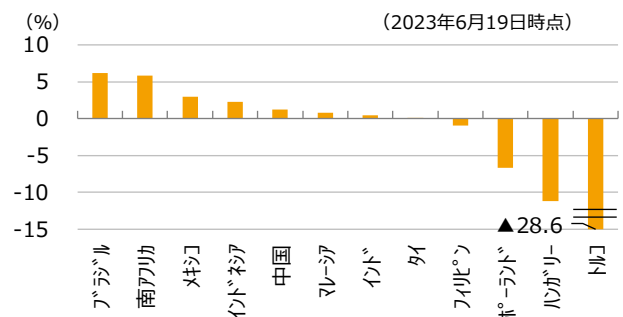
当地域は金融引き締め度合いが欧米先進国と比較して相対的にマイルドであり、銀行の不動産セクターに対する貸出態度も米国ほど厳格化していない。負債調達コストの上昇が業績上の重しにはなるものの、安定的な外部環境に加え、相対的に高い予想配当利回り水準が株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



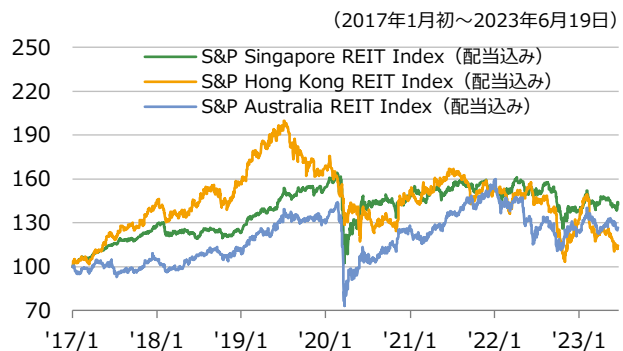
※フィリピンは米ドル建て、トルコは対5月23日、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の実質金利



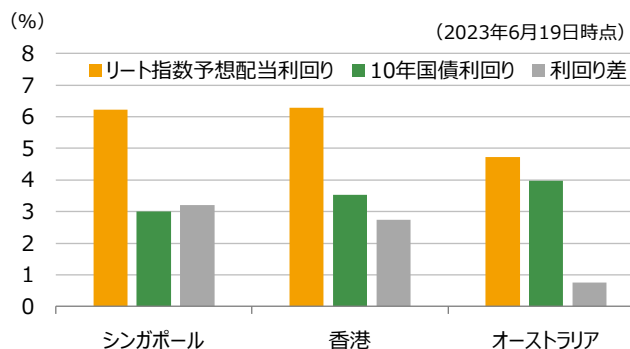
※実質金利=名目金利-2023年6月の予想CPI上昇率
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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

持続的な新興国通貨安は見込まず

直近1カ月間の新興国の対米ドルレートはまちまちな動き。中国の景気モメンタムの鈍化を受け、アジア通貨、資源国通貨等が減価。一方、メキシコ・ペソは高値警戒感があるにも拘らず、米中摩擦の恩恵を受ける期待等で3カ月連続で通貨高が進み、約7年半ぶりの高値を更新。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可能性は高く持続的な通貨安を想定せず。

外部環境悪化による資金流出は限定的

米政府の債務上限問題や欧米銀行の信用不安等の市場センチメントが悪化する中でも、新興国からの大幅な資金の引き揚げはみられていない。中国やブラジルを除いて、2020年のパンデミック以降、外国人投資家の資金流入は限定的だったため、売り手が少ないと考えられる。そのため、今後外部環境が一段と悪化する場面でも、新興国通貨が大幅に売られる可能性は低いと見込む。

トルコ、南アフリカ等には当面注意が必要

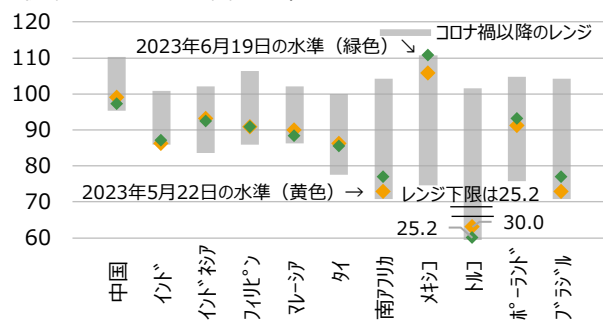
經常収支の動向をみると、WTI原油先物価格が70米ドル／バレル近辺まで低下した中、輸入に依存するインドやフィリピン、ポーランド等では貿易赤字の減少で經常収支の改善が見込まれる。また、タイやベトナムなどでは観光業の回復を受け、經常収支も徐々に上向くと予想。一方で、南アフリカとトルコの經常赤字が拡大傾向を強めており、リスク回避の局面では売られやすい通貨として注意が必要。

人民元との高相関はタイ、南ア等に限る

コロナ以降の新興国通貨為替レート（対米ドル）と人民元および主要先進国通貨の相関を計算すると、東欧・アフリカの通貨とユーロの相関が際立って高く、一般的な認識と一致。一方で、タイは人民元およびユーロとの相関が高く、海外情勢に影響されやすい通貨に姿を変えた。今後、一段の人民元安が進む場合、連れて売られやすいのはタイ、マレーシア、南アフリカなどに留まると予想。

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) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流出入（株＋債券）

(億米ドル) (2020年1月27日～2023年6月14日)

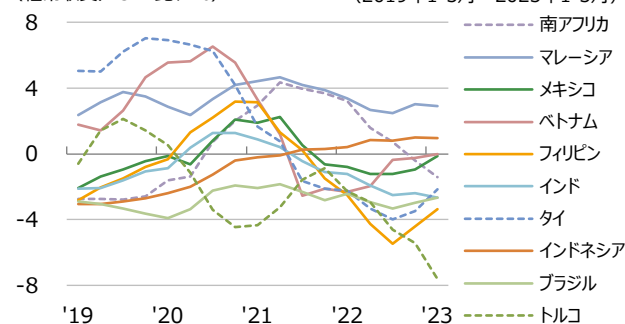


※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP比、%) (2019年1-3月～2023年1-3月)



※4四半期の移動平均を計算したもの

(出所) CEICより大和アセット作成

新興国通貨と人民元、主要先進国通貨との相関

(2020年1月初～2023年5月末)

	インド	インドネシア	フィリピン	タイ	マレーシア
日本円	0.07	0.10	0.07	0.35	0.12
ユーロ	0.21	0.19	0.11	0.46	0.21
中国人民幣元	0.26	0.25	0.18	0.47	0.38
	ポーランド	ブラジル	メキシコ	トルコ	南アフリカ
日本円	0.35	0.07	0.10	0.03	0.19
ユーロ	0.83	0.23	0.34	-0.14	0.44
中国人民幣元	0.36	0.15	0.20	-0.09	0.33

※対米ドルレートの影響

(出所) ブルーハバークより大和アセット作成



原油

景気底入れの後ずれで予想値引き下げ

WTI原油先物価格の予想値は、今年末を90米ドルから85米ドルに、来年末を100米ドルから90米ドルに引き下げた。今後は原油の需給バランスが需要超過で推移し、足元の価格水準から上昇するとの方向感が変わっていない。しかし、米国を中心にインフレがしつこく、利下げ転換ひいては景気底入れの見通しが後ずれする中、原油価格の上昇ペースも従前の想定より緩慢になるとの見方を反映した。

OPECプラスとSPR積み増しが下支え

OPECプラスは6月4日の会合で協調減産の継続を決定したが、サウジアラビアが7月から日量100万バレルの追加減産を実施すると表明。原油価格が同国の財政均衡価格を下回る中、更なる価格下落は容認しない姿勢を示した。また、米国のSPR（戦略石油備蓄）放出は6月末で一巡し、その後はWTI原油が67～72米ドルの水準で積み増す方針。OPECプラスの協調減産とSPR積み増しが相場を下支えしよう。

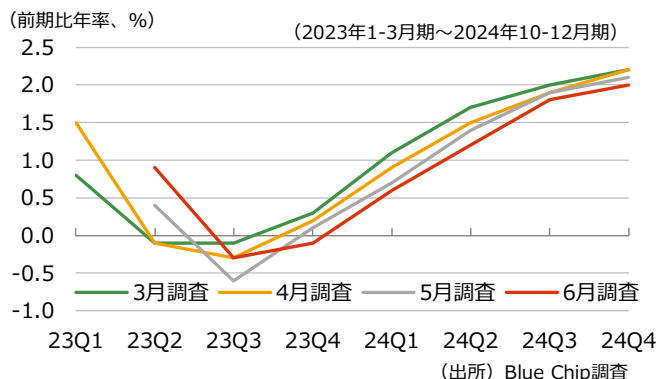
アジアの需要はまだ回復途上

今年は欧米の景気減速が懸念される中で、中国を中心にアジアの景気回復が世界の原油需要を押し上げるとみられていた。足元でもその構図に大きな変化はなく、アジアの需要はまだ回復途上。中国の緩慢な景気回復は懸念材料だが、需要が極端に減少する訳ではないため、OPECプラスの協調減産で対応できる範疇。なお、インド政府も石油備蓄を積み増す方針を示しており、官民両方の需要が期待される。

ガソリン価格と原油価格の乖離

米国でドライブシーズンを迎える中、全米平均ガソリン価格は堅調に推移。実際の需給を反映しやすいガソリン価格に対して、相対的に市場参加者のセンチメントを反映しやすい原油価格は軟調だ。いずれ来であろう景気悪化を控えて原油のロングポジションは積み増しづら一方、投機筋のショートポジションは足元で拡大。相場反転時はショートカバーによる想定以上の価格上昇に注意が必要だろう。

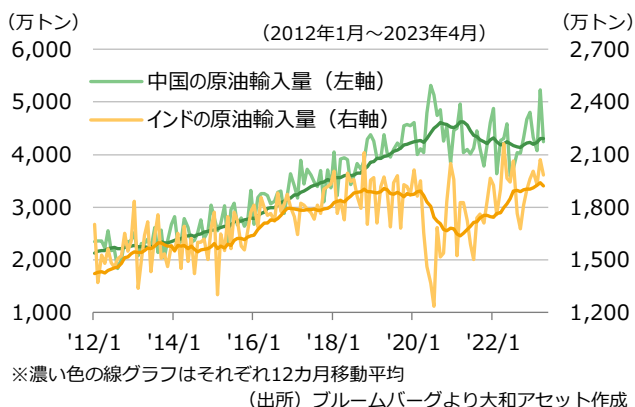
米国の実質GDP成長率（市場予想の変遷）



原油価格と主な中東産油国の財政均衡価格



中国とインドの原油輸入量



ガソリン価格と原油価格





金

足元は金相場のけん引役が不在

昨年終盤以降の金価格上昇をけん引してきた中銀の金準備積み増しと投機筋の先物買いは足元で一服している。また、金ETFへの資金流入は一進一退の展開が継続。米銀の信用不安や米国の債務上限問題への懸念が後退したほか、米国の利下げ織り込みが後ずれしており、短期的には買い材料が乏しい。一方、いずれ訪れる米国の利下げを前に積極的に売るのとはばかられるため、レンジ相場になりやすい。

利下げ転換が待たれる

金価格が本格的に上昇するためには、米国の実質金利が低下し、金ETFへ持続的に資金が入ってくる必要があるだろう。そのためには、FRBがインフレ抑制に成功し、利下げ転換が近づくことが待たれる。FRBは6月FOMCで利上げを見送ったものの、追加利上げを示唆することで、市場の早期利下げ観測を後退させた。当社は来年前半の利下げ開始を予想しているが、そこまでにはまだ時間がかかる。

中銀の売買は足元で売り越しに転じる

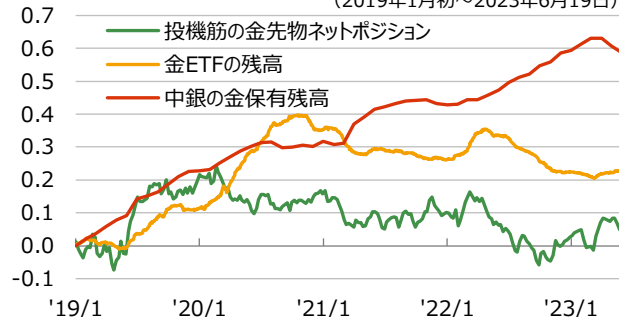
昨年、ETFからの資金流出が続く中で金相場を支えてきた中銀の売買は、足元で売り越しに。金価格上昇が影響してか、ウズベキスタンやカザフスタンが売りに回っているほか、大統領選挙前に通貨防衛のためにトルコが大量に売った模様。トルコは大幅な利上げによってリラ買いの為替介入の必要性が低下するとみられるため、一時的な売りにとどまるだろう。中国の買いが今後も続くか注目していきたい。

中銀の金買いは長期的なテーマに

外貨準備に関する中銀サーベイによると、今後5年で世界の外貨準備に占める金の割合が増加すると回答した割合が62%となり、昨年の46%から増加。一方、米ドルの割合が減少すると回答したのは55%となり、昨年の42%から増加。米ドルから金への資金シフトは長期的なテーマとしてコンセンサスになっているようだ。中銀の金保有残高の積み増しは長期的に需給環境を支える要因になるだろう。

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) (2019年1月初～2023年6月19日)



※金先物ネットポジションは週次 (2019年1月1日～2023年6月13日)

※中銀の金保有残高は月次 (2019年1月～2023年4月)

(出所) ブルームバーグ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6月16日) (%)

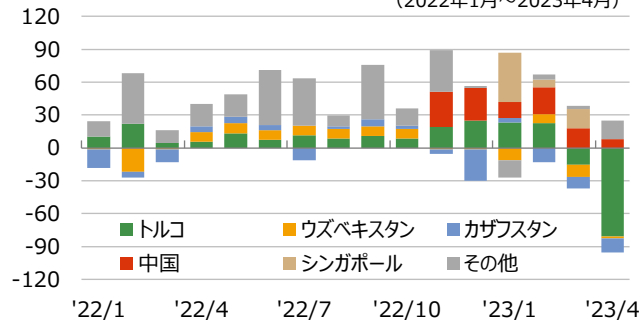


※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率

(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

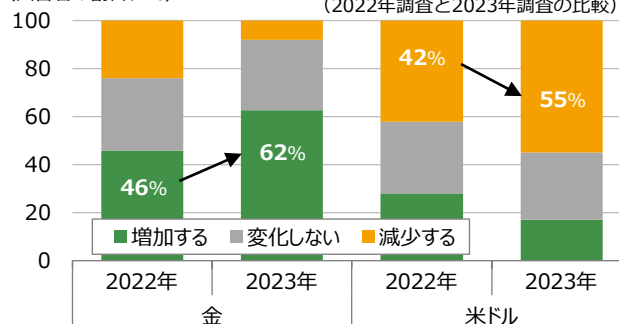
(トン) (2022年1月～2023年4月)



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

今後5年で外貨準備の金と米ドルの割合はどう変わるか

(回答者の割合、%) (2022年調査と2023年調査の比較)



※2022年は56の中央銀行、2023年は58の中央銀行への調査

(出所) World Gold Council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
インフレの上振れと過度な利上げによる景気の腰折れ	中	大	大	米国では昨年央からCPIの伸び率は鈍化傾向で、インフレ率が加速すると言う意味での上振れ懸念はかなり後退した。しかし、堅調な労働市場や米ドル高・エネルギー安の一巡により市場が期待しているほどにはインフレが鈍化しないリスクは残っている。FRBは6月FOMCでの利上げは見送ったが、今後も利上げ打ち止めに明示することは難しいだろう。欧州ではコアを中心にインフレ鈍化が遅れており、利上げ打ち止めに従来コンセンサスより後ずれしつつある。一方、今後を考えると、過去の利上げの累積的な景気抑制効果が顕著に表れてくる可能性がある。仮に、インフレ鈍化が不十分な段階で景気悪化の加速が発生すれば、政策当局は動きづらく、市場は苦境に陥る可能性がある。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	植田総裁は、今のところ金融緩和の継続が必要との認識を重ねて示しているため、政策が直ちに大きく見直されることはなかろう。しかし、海外金利が上昇した場合は国内金利にも上昇圧力がかかり、YCCの修正思惑などが台頭する可能性がある。また、植田総裁が打ち出した多角的レビューが進捗するにつれて、市場は将来の政策修正・変更の織り込みを徐々に強めていく可能性がある。バランス派とされる植田氏は政策の激変緩和に十分配慮しようが、日銀の打ち出そうとする政策の内容とタイミングが市場の思惑と一時的に大きく離れ、市場のボラティリティが高まることも考えられる。
ウクライナにおける戦闘激化	小	大	大	6月に入りウクライナが反攻を強めていると報道されている。対してロシアも防衛を強めているようで、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、今後反攻をさらに強めてくと想定されるため、戦闘は一段と激化しよう。ウクライナの反攻が奏功し、ロシアが撤退すれば地政学リスクは大きく低下する。しかし、ウクライナからの撤退はプーチン大統領のロシア国内での立場を危うくするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。結果としてロシアが不利になれば、再び戦術核の使用懸念なども浮上してくる恐れがあり、市場は改めてウクライナ情勢を大きなリスクと認識せざるを得なくなる可能性がある。
中国景気の想定以上の低迷	小	大	大	足元、中国景気の回復がもたついている。市場ではゼロコロナ規制の撤廃で景気が急回復するとの期待もあったが、修正を余儀なくされている。当社では従来から緩やかな回復を予想しており、現状は想定内だが、自律的な回復力に欠けるため当局の対応次第では想定以上に景気が低迷する恐れがある。直近はそのような景気低迷リスクを回避するため利下げを実施しているが、その幅はごく小幅であり、实体经济の押し上げにどの程度寄与するのか疑問が残る。もし中国景気が想定以上の低迷となれば、日本を含む周辺国への影響も懸念される。
米中対立の深刻化による地政学リスクの高まり	小	大	大	大国による覇権争いという底流の上で、ウクライナ紛争、気球問題、台湾問題、ハイテク競争など、様々な事象が相互に関連し、緊張関係が続いている。ようやくブリンケン国務長官の訪中が実現し、対話再開への道が開かれたが、現状では様々な問題での隔たりの大きさを改めて確認したに留まっているといえよう。米中とも政治主導によって形成された面が少なくない敵対的な世論が、政治による協調や妥協を難しくしている面がある。突発的な緊張の高まりだけでなく、対立の長期化による経済的コストの増大も市場にとってはリスクになりつつあるといえよう。
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。コロナ対応に続けてインフレ対応で財政支出を大幅に拡大している国は少なくないことから、今後財政の持続可能性が問題視されるケースがないとはいえない。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りやすいだろう。

※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		6/19	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.25%	0.00	3.50	5.00
ユーロ圏	中銀預金金利	3.50%	0.25	4.00	4.00
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	4.75%	0.25	3.25	4.50
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.25	3.25	3.85
中国	1年物MLF金利	2.65%	-0.10	-0.20	-0.30
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	0.50	11.50
英国	バンク・レート	4.50%	0.00	3.25	4.40
インド	レポ金利	6.50%	0.00	1.60	2.50
インドネシア	7日物借入金金利	5.75%	0.00	2.25	1.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	4.25	5.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-2.00	3.00
トルコ	1週間物レポ金利	8.50%	0.00	-5.50	0.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		6/19	1カ月	1年	3年
米国		3.76%	0.09	0.54	3.07
ドイツ		2.52%	0.09	0.86	2.93
日本		0.40%	0.00	0.17	0.38
カナダ		3.41%	0.28	0.00	2.87
豪州		3.97%	0.38	-0.16	3.11
中国		2.70%	-0.02	-0.12	-0.18
ブラジル		11.33%	-0.72	-1.64	3.73
英国		4.49%	0.50	1.99	4.25
インド		7.06%	0.05	-0.48	1.21
インドネシア		6.33%	-0.11	-1.15	-0.86
メキシコ		8.80%	-0.03	-0.40	2.88
ロシア		10.98%	0.11	0.93	5.34
トルコ		16.50%	8.07	-1.62	4.74

		直近値	期間別変化率		
株価指数		6/19	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,299	2.6%	14.8%	32.6%
	S&P500	4,410	5.2%	20.0%	42.3%
ユーロ圏	STOXX 50	4,362	-0.7%	26.9%	33.4%
日本	日経平均株価	33,370	8.3%	28.5%	48.5%
	TOPIX	2,291	6.0%	24.8%	44.7%
中国	MSCI中国	64.27	2.9%	-10.3%	-26.5%
インド	MSCIインド	2,109	4.4%	19.2%	76.4%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,499	-0.5%	7.5%	35.1%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,105	3.6%	-9.2%	27.3%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		6/19	1カ月	1年	3年
米ドル		141.98	2.9%	5.2%	32.9%
ユーロ		155.09	4.1%	9.4%	29.8%
カナダ・ドル		107.48	5.1%	3.5%	36.9%
豪ドル		97.27	6.1%	3.9%	33.1%
人民元		19.82	0.6%	-1.5%	31.0%
ブラジル・リアル		29.73	7.8%	13.5%	47.7%
英ポンド		181.63	5.8%	9.9%	37.6%
インド・ルピー		1.73	3.9%	0.1%	23.5%
インドネシア・ルピア		0.95	2.5%	4.0%	25.3%
フィリピン・ペソ		2.55	2.6%	1.9%	19.3%
ベトナム・ドン		0.60	2.7%	3.8%	31.0%
メキシコ・ペソ		8.31	7.2%	25.3%	76.1%
ロシア・ルーブル		1.69	-1.5%	-28.0%	10.1%
トルコ・リラ		6.01	-13.6%	-22.8%	-61.4%

		直近値	期間別変化率		
リート		6/19	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,112	4.9%	3.4%	28.0%
日本	東証REIT指数	1,863	-0.4%	-3.2%	10.6%

		直近値	期間別変化率		
商品		6/19	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	71.78	0.3%	-34.5%	80.6%
金	COMEX金先物価格	1,958	-1.2%	6.7%	12.2%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

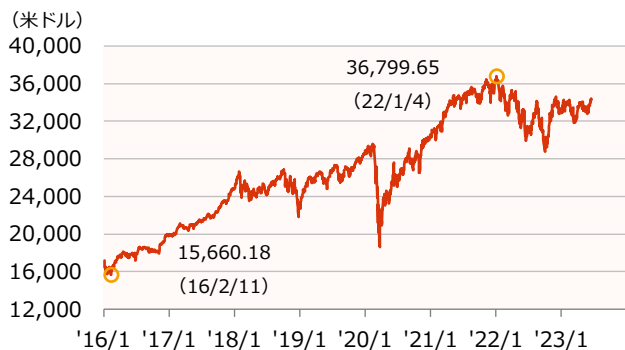
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



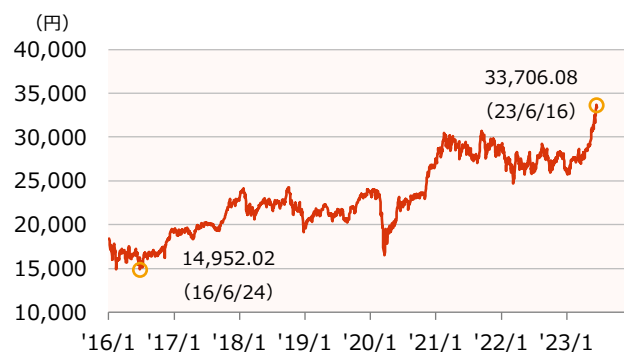
S&P500



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)



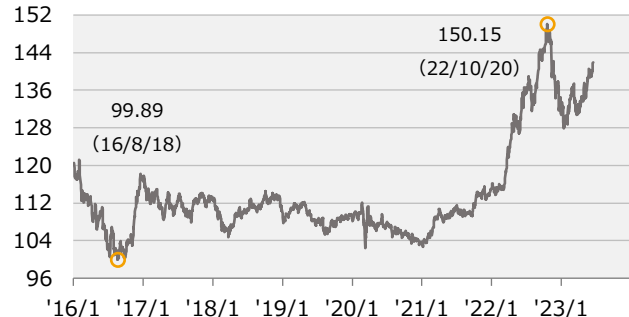
※グラフの期間は2016年1月初～2023年6月19日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

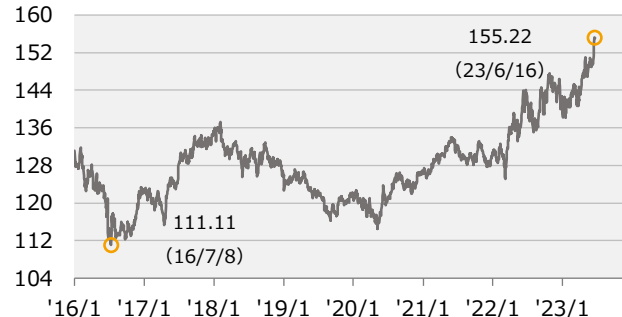
米ドル

(円/米ドル)



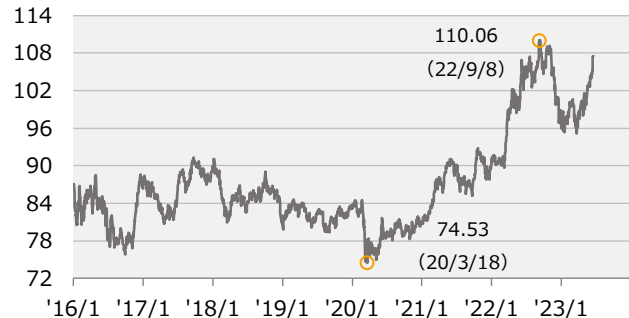
ユーロ

(円/ユーロ)



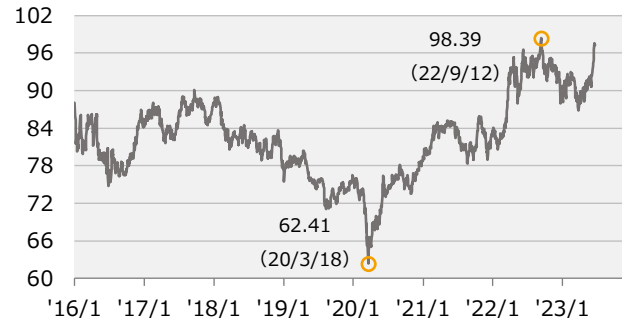
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



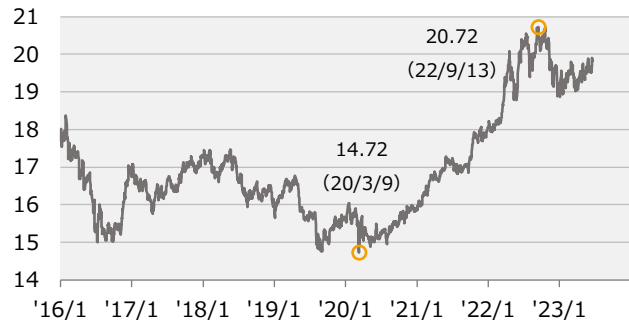
豪ドル

(円/豪ドル)



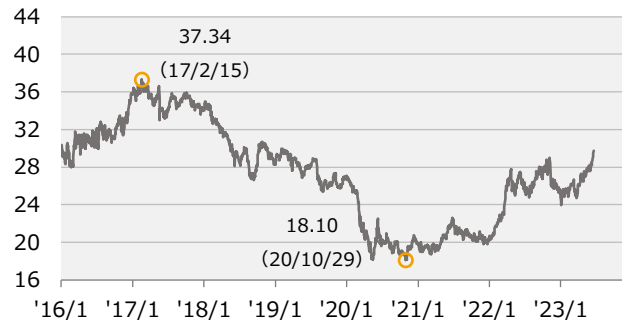
中国人民元

(円/人民元)



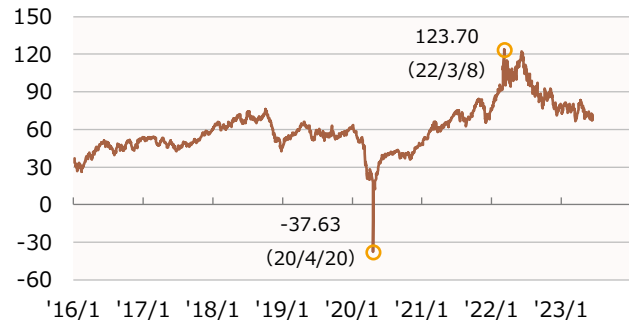
ブラジル・レアル

(円/レアル)



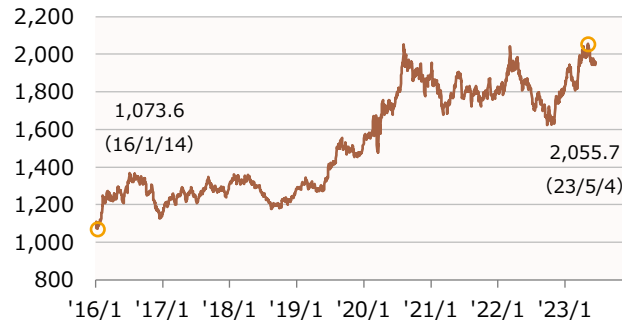
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2016年1月初～2023年6月19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	-6.1	5.3	3.5
日本	-4.3	2.1	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%	4.25% 3.75%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2023年7月に0.25%ポイントの追加利上げ。 - 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小。 2024年は累計1.00%ポイントの利下げ。	2023年7月に0.25%ポイントの追加利上げ。 2024年に計1.75%ポイントの利下げ。 - APP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。	2023年は現在の金融政策を継続し、政策修正は行わず。 2024年にマイナス金利の撤廃と10年国債利回り目標の切り上げやレンジ拡大を実施。

（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	7月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●FOMC（25-26日） ●ECB理事会（27日）	●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（12日） ●カンボジア総選挙（23日）
	8月		●米ジャクソンホール会議（月内）	●RBA理事会（1日） ●ブラジル金融政策決定会合（2日）
	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） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●G20首脳会議（インド、9-10日） ●上海協力機構サミット（インド、中旬） ●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） ●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（29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（月内）	●世界経済フォーラム（ダボス会議）（スイス・ダボス、15-19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（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	2月		●ECB理事会（1日）	●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（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（7日） ●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（5日） ●ラマダン開始（11日） ●ロシア大統領選挙（17日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●トルコ地方選挙（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●ECB理事会（11日） ●米財務省為替報告書（月内）	●RBA理事会（2日） ●ラマダン終了（9日） ●韓国議会選挙（10日） ●インド総選挙（-5月まで） ●ペルー大統領・議会選挙（月内） ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		●G7首脳会議（イタリア、月内） ●FOMC（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（月内） ●ベネズエラ大統領選挙（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（6日） ●EU首脳会議（月内）	●メキシコ大統領選挙（2日） ●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）

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、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6月19日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2023年6月23日)