

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

8

AUG. 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

狭き道が普通の道に。そして大通りへ？

- Ⅰ 過去1カ月の株価は世界的に堅調に推移した。狭き道だと考えられた景気のソフトランディング論が勢力を増しているからだ。今やソフトランディングシナリオは十分に起こりうる普通の道となった。
- Ⅱ 今後、ソフトランディングはメインシナリオ（大通り）になるのか。その鍵は製造業だと考えている。なぜなら未だに「沈んでいる」からだ。単純に言えば、これは先行き景気悪化のサインを出している。逆に製造業が反転上昇した場合には「死角無し」に変わる。その意味で当社はPMIを注視している。



米国

経 … 年末年始の浅い景気後退予想を維持、景気後退回避の可能性も現実味を帯びつつある。

株 … インフレ沈静化への期待が上昇、製造業の業績動向を注視。

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%台後半で横這いへ。

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 … 米金利低下とリスクオンは米ドル安要因となる一方、リスクオフは米ドル高要因に。



ユーロ圏

経 … 製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで、ゼロ近傍の成長が継続。

株 … 製造業中心に景況感悪化が目立ち、先進国株内では慎重スタンスを推奨。

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。



日本

経 … 非製造業中心に回復継続だが、需要減などから内外需ともややモメンタム鈍化。

株 … 上昇に一服感も、賃上げや東証の資本効率改善要請など独自のカタリストは健在。

債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。しかし、マイナス金利解除はまだ先。

リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。

為 … 世界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	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	

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



カナダ

- 経 … 高金利政策は継続するものの、過剰貯蓄の取り崩しやインフレ低下で景気は腰折れせず。
- 債 … 利上げ打ち止めで金融政策は再び様子見姿勢へ。長期金利は3%台半ばがレンジ上限に。
- 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。



豪州

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



中国

- 経 … 7月政治局会議で景気対策への期待が幾分高まったが、具体策待ちの状況。
- 株 … 米中関係の改善、景気対策強化への期待はあるが、状況は流動的で、様子見が必要。
- 債 … 追加金融緩和は小幅に留まると予想し、現水準からの大幅な金利低下は想定せず。
- 為 … 当局は一方的な人民元安を阻止しており、当面对米ドルで7.3元／米ドルが節目。



ブラジル

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

世界経済・金融市場見通し

ソフトランディング論が勢力を増す

過去1カ月の株価は世界的に堅調に推移した（続伸）。その理由の1つは景気の「軟着陸（ソフトランディング）論」が勢力を増していること。もっともこれは、中央銀行や市場参加者の当初想定とは異なる。当初想定とは、①利上げ→②景気悪化→③インフレ沈静化、である。インフレ退治が至上命題で、そのためには景気悪化が必要。そうするために中央銀行は金融引き締めを行う、が基本的な考え方だ。

先行指標が反転上昇

この場合、②景気悪化は不可避で、ソフトランディングは狭き道だと考えられてきた。しかし、景気は想定以上に強い。各国で失業率は過去最低水準近傍にある。加えて米国では、6月に労働市場悪化の兆しに見えていた新規失業保険申請件数が足元で改善している。個人消費はコロナ禍での給付金等による資産増（過剰貯蓄）で堅調な上、先行指標となる消費者マインドの反転上昇が明確となってきた。

インフレは制御可能な領域に

金利の影響を受けやすい住宅市場では、実際に早期に減速していたが、米国を含むいくつかの国で反転上昇が確認される。肝心のインフレは、とりわけ総合CPIベースでは、各国で制御可能な領域となってきた。前述の②景気悪化に至ることなく、①利上げ→③インフレ沈静化、は果たして可能なのか。不確実性が残るとはいえ実現可能性が高まっていることは事実で、新興国を含む世界経済にとって朗報だ。

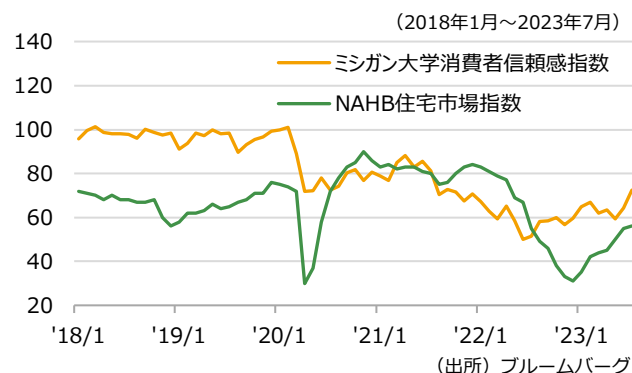
先行きの鍵は製造業にあり

今やソフトランディングシナリオは十分に起こりうる普通の道となった。では、今後メインシナリオ（大通り）になるのか。その鍵は製造業だと考えている。なぜなら未だに「沈んでいる」からだ。伝統的な景気の見方では、製造業PMIは景気の先行指標とされ、先行きの景気悪化を示唆している。逆に言えば、製造業が反転上昇した場合には「死角無し」に変わる。その意味で当社はPMIを注視している。

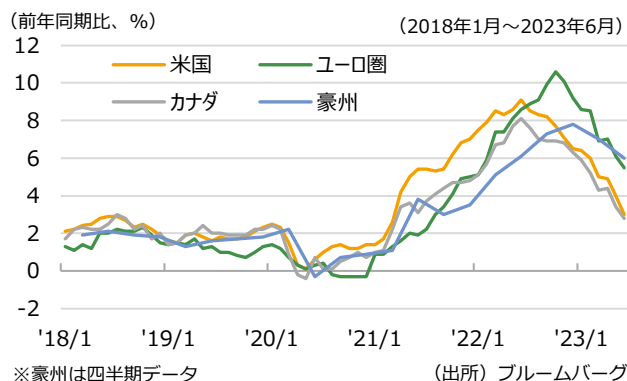
米新規失業保険申請件数（4週移動平均）



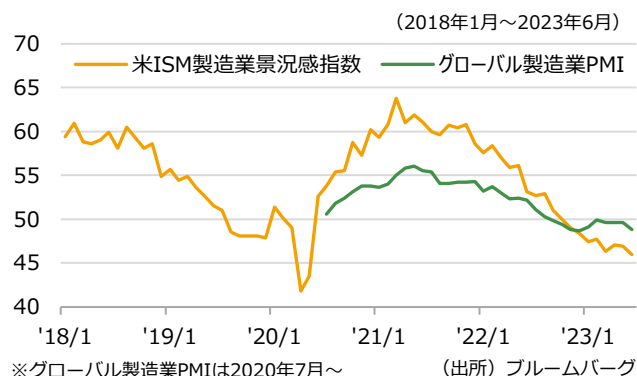
米ミシガン大学消費者信頼感指数とNAHB住宅市場指数



先進各国の消費者物価指数



米ISM製造業景況感指数とグローバル製造業PMI



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				年末年始の浅い景気後退予想を維持、景気後退回避の可能性も現実味を帯びつつある。 製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで、ゼロ近傍の成長が継続。 非製造業中心に回復継続だが、需要減などから内外需ともややモメンタム鈍化。 高金利政策は継続するものの、過剰貯蓄の取り崩しやインフレ低下で景気は腰折れせず。 高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。 7月政治局会議で景気対策への期待が幾分高まったが、具体策待ちの状況。 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				インフレ沈静化への期待が上昇、製造業の業績動向を注視。 製造業中心に景況感悪化が目立ち、先進国株内では慎重スタンスを推奨。 上昇に一服感も、賃上げや東証要請など独自カリストは健在。 米中関係の改善、景気対策強化への期待はあるが、状況は流動的で、様子見が必要。 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。 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。 利上げ再開の懸念が浮上しており、目先は株価調整の可能性に注意。 目先は、急速な上昇を受けスピード調整が出やすいが、中長期的な上昇傾向は変わらず。
	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%台後半で横這いへ。 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。 YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。しかし、マイナス金利解除はまだ先。 利上げ打ち止めで金融政策は再び様子見姿勢へ。長期金利は3%台半ばがレンジ上限に。 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。 追加金融緩和は小幅に留まると予想し、現水準からの大幅な金利低下は想定せず。 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。 金融引き締めは過大になりがちで、景気悪化とインフレ期待の下振れで長期金利は低下へ。 エルニーニョ等の懸念が幾分高まるも、利上げ再開の可能性は低く、レンジ推移が続こう。 実質金利の低下、中銀の利下げ期待のけん制により、金利低下余地は限られよう。 インフレ鈍化で年内利下げ開始の可能性も十分。高い金利水準と金利低下期待が魅力。 ※脚注参照 インフレ再加速の可能性が高く利上げは継続。利上げ一巡後は高金利が評価される局面に。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

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

商品	原油				OPECプラスの協調減産や石油備蓄の積み増しに加え、需要の下振れリスク後退も追い風。 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				米金利低下とリスクオンは米ドル安要因となる一方、リスクオフは米ドル高要因に。 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。 当局は一方的な人民元安を阻止しており、当面对米ドルで7.3円/米ドルが節目。 利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。 追加利上げ観測がポンド高要因も、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。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しよう。 高い実質金利、豊富な海外労働者からの本国送金、直接投資の拡大が通貨高要因に。 ※脚注参照 中銀は通貨高に導くほど利上げする意志がなく、対米ドルで横ばいと減価の繰り返しに。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2021年	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	5.9	2.1	1.7	0.4	0.00 ~ 0.25	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.50 ~ 4.75	1.51	3.87	3.4	2.9
ユーロ圏*1	5.4	3.3	0.4	1.0	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.50 4.00	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.9	1.5
日本	2.1	1.0	1.4	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.07	0.42	0.6	0.7
カナダ	5.0	3.4	1.5	1.0	0.25	4.25	5.00	4.25	1.43	3.30	3.2	2.9
豪州	5.2	3.7	1.5	1.4	0.10	3.10	4.60	4.10	1.67	4.05	3.9	3.6
中国	8.4	3.0	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	10.0	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%	4,650 6.7%	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%	4,250 12.0%	4,650 9.4%	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	6.00	4.00	0.97	3.67	3.5	3.0
インド*1	9.1	7.2	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.33	7.0	6.5
インドネシア	3.7	5.3	5.4	5.2	3.50	5.50	5.75	5.25	6.38	6.94	6.0	6.5
フィリピン*2	5.7	7.6	5.5	5.3	2.00	5.50	6.25	5.75	2.18	4.49	4.2	3.5
ベトナム	2.6	8.0	5.8	6.5	4.00	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	2.0	1.5	5.50	10.50	11.00	9.00	7.57	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-2.1	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.6	2.5	3.0	14.00	9.00	25.00	15.00	23.18	9.16	20.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
インド	2,037	2,069	2,380	2,500	英ポンド	155.74円	158.47円	163円	151円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	5.0%		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	1,280	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%	27.1%	5.5%		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	8.2円	8.2円
						8.0%	19.9%	22.0%	0.0%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	1.77円	-	-
						9.7%	15.5%	-	-
					トルコ・リラ	8.55円	7.00円	4.5円	3.8円
						-38.5%	-18.2%	-35.7%	-15.6%

※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

衰えの兆しを見せない実体経済

約20年ぶりとなる政策金利の高水準にも拘らず、実体経済に目立った衰えはない。アトランタ連銀推計値を見ると、実質GDPは4四半期連続で潜在成長率を上回る高成長を維持する勢いであり、当社は景気見通しを上方修正した。FRBはインフレ抑制の実現には低成長が不可欠としてきた。実質GDPだけを見ると、インフレ抑制に向けた舞台が整っておらず、微調整どころか大幅利上げが必要な状況とさえ映る。

基調的なインフレ鈍化の端緒か

もっとも、焦点の物価指標にはFRB待望の動きがある。6月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と鈍化。内訳では、住居費を除くサービス価格と財価格が前月比横這い。住居費は同+0.5%と高い伸びだが、2カ月連続の鈍化とピークアウトした模様。中古車価格など一部項目に引き続き注意が必要なほか、単月の結果に過ぎないとはいえず、インフレ鈍化に向けた一定の進捗と言えよう。

失業なき労働市場のひっ迫感緩和？

労働市場は引き締まった状態を維持しているが、ひっ迫感は徐々に後退しつつもある。失業率は約50年ぶりとなる低水準に留まる一方、求人率はピークの7.4%から上下しつつも5.9%へと低下。賃金上昇率に先行する離職率もピークアウトしているほか、求人広告に基づく賃金上昇率は15カ月連続で鈍化中だ。賃金環境はFRBが注目する住居費を除くサービス価格を大きく左右するだけに朗報である。

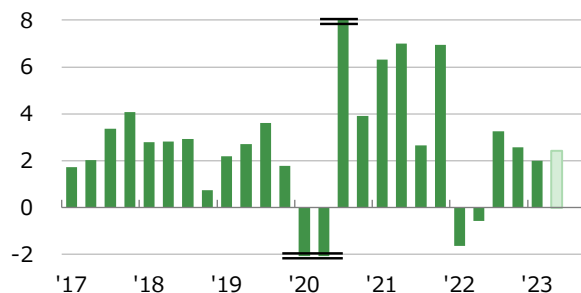
景気後退かソフトランディングか

金融機関の貸出態度が過去の景気後退期と同様に厳格化しており、景気後退論の一因ともなっている。他方、金融引き締め下で大きく落ち込んだ住宅市況は早くも底打ちし、実体経済は高金利環境への耐性も見せつつある。製造業景況観は低迷したままだが、先行きの反発機運も散見される。先行性の高い製造業が本格的に持ち直すようであれば、景気後退回避の可能性が景気後退の可能性を上回ることになる。

実質GDP

(前期比年率、%)

(2017年1-3月期～2023年4-6月期)



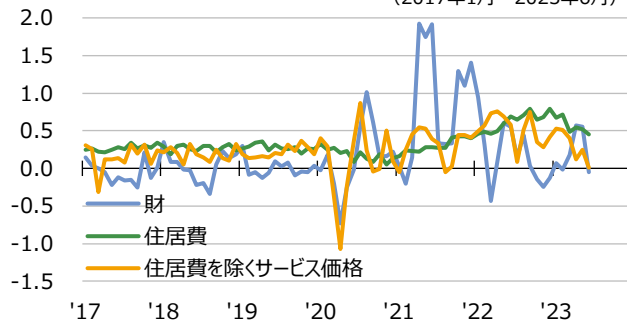
(注) 薄い緑は7月26時点のアトランタ連銀推計値

(出所) ブルームバーグ

食品・エネルギーを除くコアCPIの品目別内訳

(前月比、%)

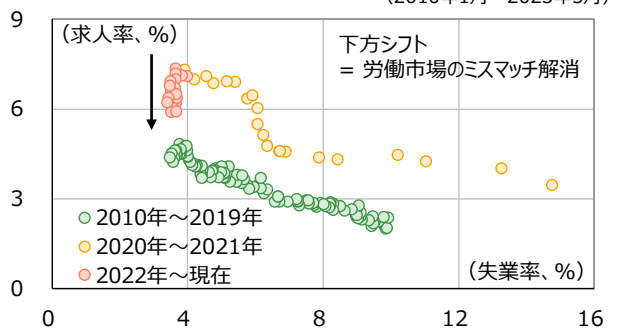
(2017年1月～2023年6月)



(出所) ブルームバーグ

求人率と失業率

(2010年1月～2023年5月)



(出所) ブルームバーグ

ISM製造業景況感指数と受注・在庫バランス

(2000年1月～2023年6月)



(出所) ブルームバーグ



株式

中立スタンスを継続

生成AI向け半導体への期待に続き、CPIの伸び率鈍化により米国のインフレ懸念が後退したことを受け、米国株は好調に推移した。この1カ月では米国が景気後退に陥らずインフレ沈静化を実現出来るとの期待も高まりつつある。その一方、企業業績面では製造業を中心に慎重な見方も見られる。マクロとミクロの温度差が目立つ状況であり、決算発表とその後の株価反応には注意したい。

バリュエーションが高まり易い状況に

S&P500の12カ月先予想PERは20倍弱、リスクプレミアムは1.2%程度の水準。株式市場の視点が利上げ停止から利下げ開始時期にシフトするタイミングが迫る中、バリュエーションは切り上がり易い局面にあり、高バリュエーションが即座に株価調整に繋がる状況にはないとみる。現在の米国株はインフレ低下期待と企業業績悪化リスクのバランスが取れた状態にあると考え、中立判断は継続する。

決算発表の注目は製造業

S&P500構成銘柄及び同製造業の四半期税前利益の市場コンセンサスは右図の通り。製造業は7-9月期以降、前年同期比で10%強の増益予想。その一方、7月にアジアの半導体大手が年間売上高見通しを引き下げるなど不安材料も見られる。在庫調整一巡による底打ちタイミングは近付いていると考えるが、今回の決算発表において各社が今後の需要についてどのような見通しを示すかは注視したい。

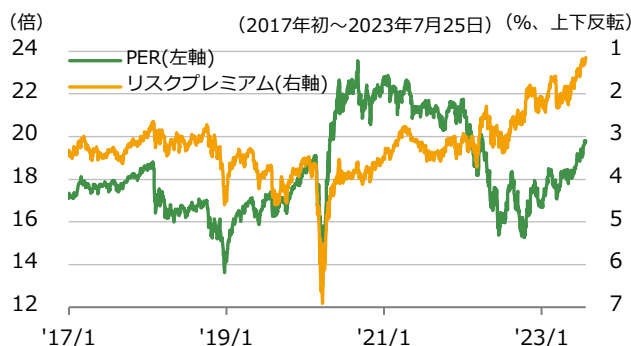
過去と比べると株価上昇時期がやや早い

右図は利上げ停止前後のS&P500の動きを見たもの。利上げ停止後の株価は総じて堅調であり、現在は期待が高まり易い局面にある。しかし、足元の株価上昇は過去と比べ上昇時期が早いことは否めず。更なる株価上昇には、利上げ停止から利下げ開始への期待に綺麗に繋がることが求められ、一定のリスクが残っている。これから増えるであろうFRB高官の利下げ開始時期に関する発言に注視したい。

S&P500の推移



S&P500のPERとリスクプレミアム

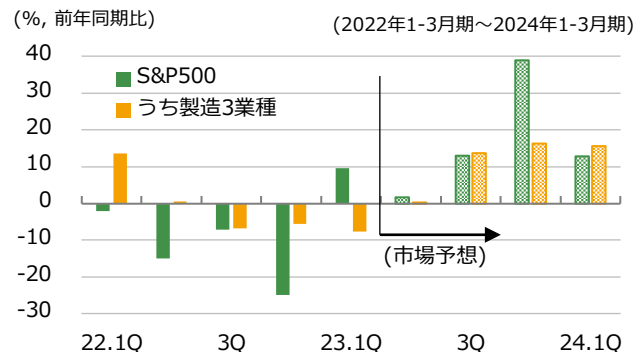


※PERは12カ月先予想PER

※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

S&P500の税前利益見通し

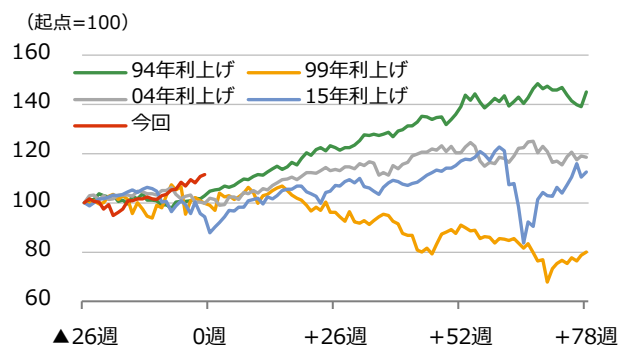


※対象は12月が本決算、四半期決算の銘柄、市場予想は2023年7月21日時点

※製造3業種は素材、資本財・サービス、ITの合計

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

利上げ停止前後のS&P500指数の推移



※今回は2023年7月FOMCが最後の利上げになると仮定

(出所) フレームワークより大和アセット作成



債券・金利

更なる利上げは「データ次第」

7月FOMCでは0.25%ポイントの追加利上げを決定し、政策金利を5.25-5.50%へと引き上げた。声明文は今回の利上げで打ち止めを示唆しておらず、パウエル議長も更なる利上げの可能性を排除しなかった。ただし、政策運営は「データ次第」であることも再び強調し、必ずしも利上げありきではない。前回6月の政策金利見通しが更なる利上げを念頭に置いていたことを踏まえると、ハト派的な結果だ。

長期金利見通しを上方修正

利上げ打ち止め・利下げ開始見通しの若干先送りと中立金利上昇の可能性を考慮し、長期金利見通しを上方修正。各国中銀の間で、中立金利（緩和的でも引き締めめでもない金利水準）上昇の可能性が取り沙汰されている。FRBは明示的に議論しておらず、中立金利見通しは2021年から2.50%で横這いだ。ただし、加重平均値は昨年後半から上昇傾向にある。

リート

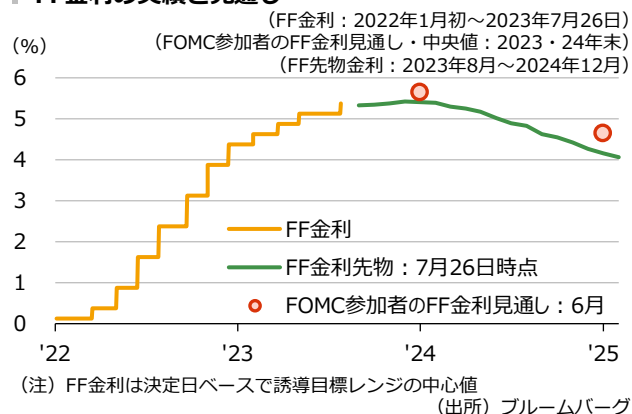
金利上昇の落ち着きなどを背景に上昇

米国リート市場は、6月半ばから7月半ばにかけて上昇。6月CPIの鈍化を受けて、長期金利の上昇が一服したことや投資家センチメントが改善したことなどが株価をサポート。セクター別では、オフィスやデータセンターが引き続き好調だが、広範なセクターが上昇。4-6月期の決算発表は始まったばかりだがおおむね堅調。金利上昇やインフレ鈍化の業績への影響に引き続き注目したい。

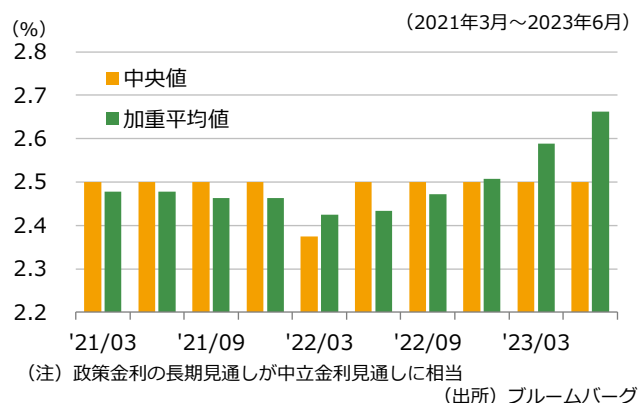
堅調な業績動向が続こう

インフレ鈍化に伴い、賃料上昇も減速することが想定される。ただリートの賃料収入は契約更新に伴い徐々に増加・減少するため、今後も堅調なキャッシュフロー成長が継続しよう。またバランスシートが健全な銘柄による物件取得が回復傾向にある点にも注目したい。割安な価格での物件取得は、長期的な外部成長の原動力となろう。

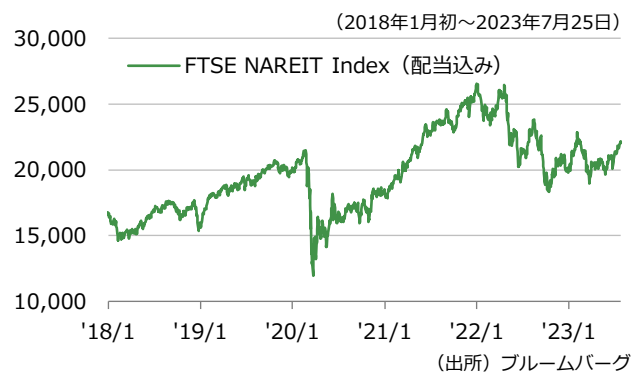
FF金利の実績と見通し



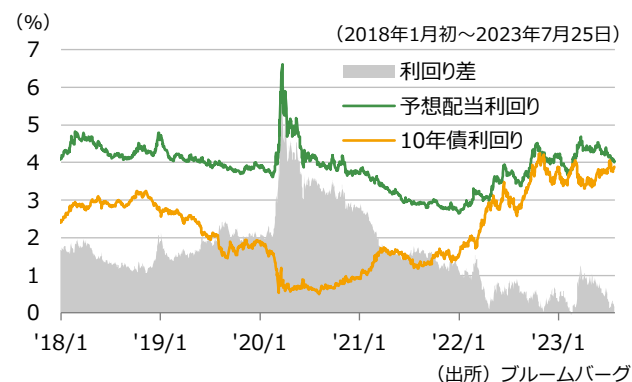
FOMC参加者の中立金利見通し



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

日米金利差にほぼ見合う米ドル円の水準

日米5年国債金利差と米ドル円は基本的に連動している。昨年の米金利上昇局面では日米金利差のわりに米ドル高だったが、米利上げ減速観測で米金利が低下した11月以降は米ドルの割高感が解消。日銀の政策修正観測が高まった12～3月は金利差のわりに円高だったが、政策修正観測が後退した5～6月は円の割高感が後退し、やや米ドル高に。現状は日米金利差にほぼ見合った米ドル円の水準と言える。

米ドル円は127～143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、3.3%なら135.1円を中心に126.9～143.3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127～143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

米国の5年実質金利は昨年9月末につけた1.92%を超えて、今年7月には2.15%まで上昇したが、米CPIの上昇率が市場予想より鈍化したことを受け、実質金利は反落した。一方、市場の5年期待インフレ率は2%台前半で安定的に推移している。今後、米国の景気減速とインフレ鈍化が進むなかで、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になると予想している。

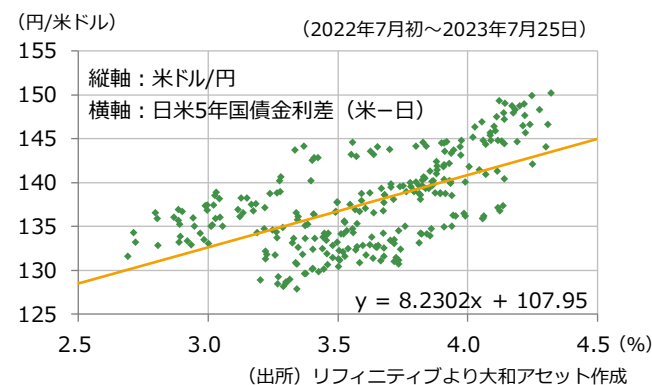
米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

米国のコアCPI（食品・エネルギーを除く）の前年比は6月時点で4.8%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.7%にまで鈍化している。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIの前年比は6月時点で3.6%へと高まっており、米国の伸びを上回る。日米のインフレ率逆転は、日米の金融政策格差が次第に縮小に向かうとの見方を強め、金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働くだらう。

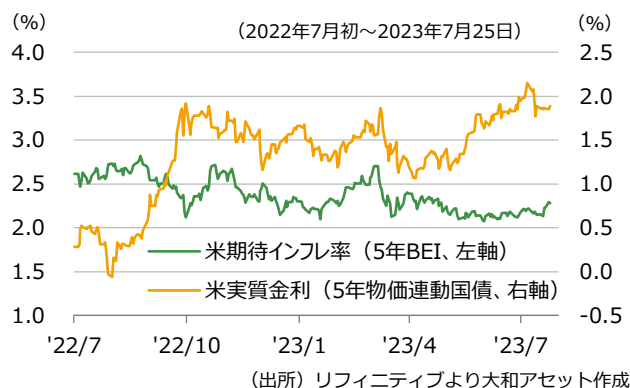
日米5年国債金利差と米ドル円



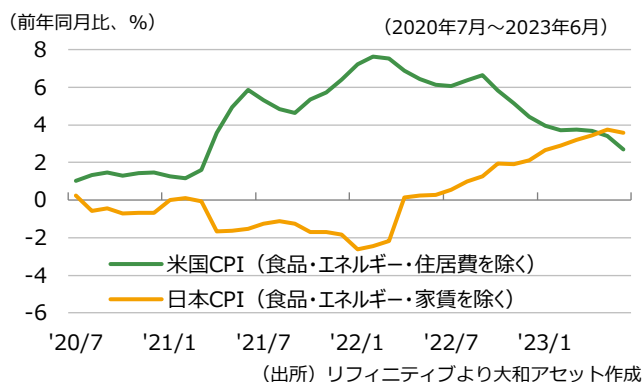
日米5年国債金利差と米ドル円 (分布図)



米国の期待インフレ率と実質金利



日米の家賃を除くコアインフレ率





経済

景気は当面ゼロ近傍の成長が継続

実質GDPは再度の改定で、2022年10-12月期の前期比▲0.1%の後、2023年1-3月期は同▲0.1%から0.0%へ上方修正された。結果的に2四半期連続のマイナス成長、いわゆる景気後退を免れていたわけだが、過去の数字の軽微な修正に本質的な意味はない。当面は製造業の顕著なマイナスとサービス業の若干のプラスとで、ゼロ近傍の成長が継続しよう。景気後退に陥る可能性も否めず。

製造業の一段の悪化とサービス業の軟化

PMIは製造業が昨年7月以降50を下回って推移し、最近6カ月連続で低下している。サービス業は今年に入り50を上回って推移しているが、最近3カ月連続で低下し50に接近している。ECBの金融引き締めに加えて、製造業の悪化は中国をはじめとする世界経済の減速と企業の在庫積み増しへの慎重姿勢が、サービス業の最近の軟化は潜在需要の発現の一巡も要因と考えられる。景気下振れリスクは大きい。

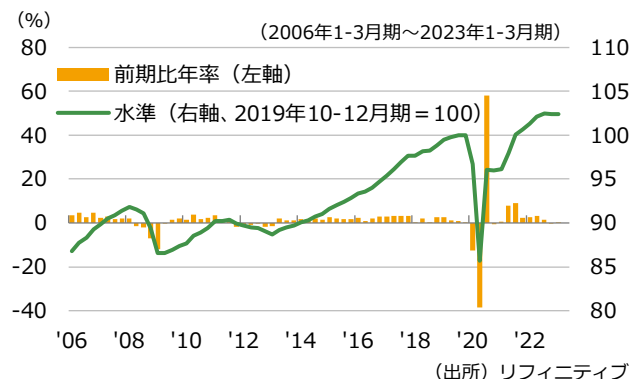
失業率は低下も個人消費は復調せず

失業率は2020年9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、5月は6.5%に達した。コロナ前のデスインフレ下では失業率と実質小売売上高は概ね逆相関で推移していたが、過去2年の高インフレ下では、労働需給のひっ迫を反映した失業率の低下にも拘らず、賃金の伸びがインフレ率を下回り、実質小売売上高は減少基調にある。個人消費の復調にはインフレの落ち着きが必要。

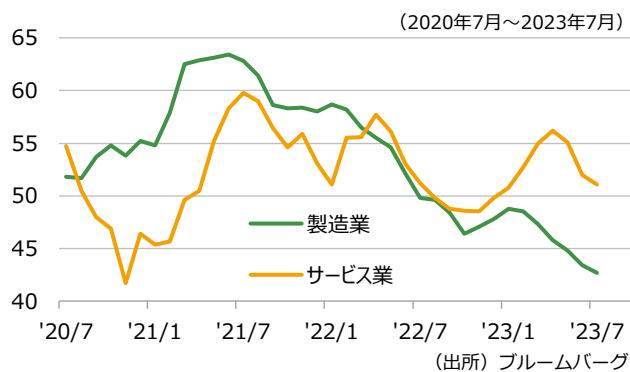
コアのインフレ率は大幅に上振れたまま

消費者物価指数は総合では昨年10月の前年同月比10.6%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。コアはピークアウトしつつあるが、鈍化基調に転じたとは未だ判断できず。労働需給のひっ迫は容易に解消されそうになく、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。

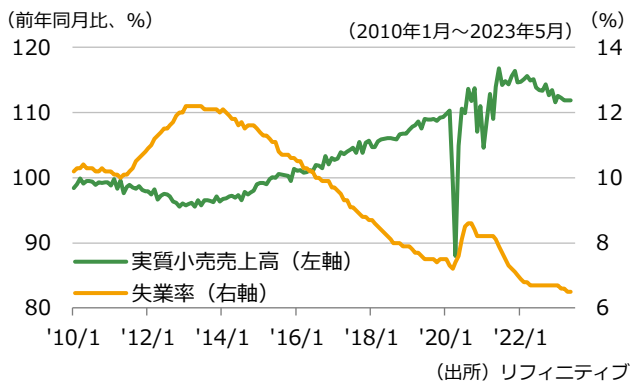
実質GDP



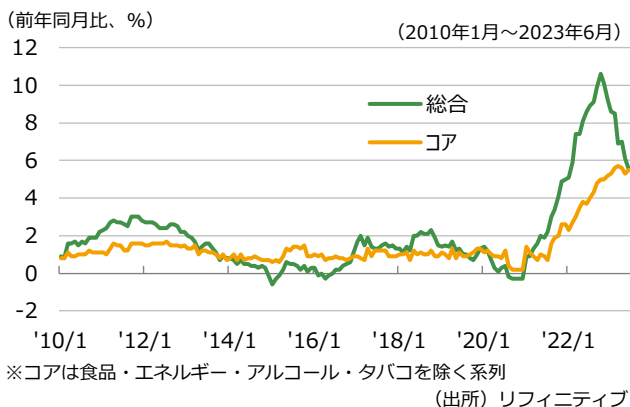
PMI



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。直近1カ月間の騰落率は先進国内で中位。しかし、ECBが利上げを継続する中、ドイツの7月製造業PMIが38.8まで低下するなど、景気に対する不透明感は先進国内で最も高い。日米欧主要指数の12カ月先コンセンサス予想EPSの4週間前比は欧州のみが低下しており、業績予想にも景気の不透明感が徐々に顕在化してきている。先進国株内では最も慎重姿勢で挑みたい。

製造業の景況感悪化が目立つ

ユーロ圏の景況感指数は、高インフレを背景に消費者信頼感の悪化が目立っていた。直近指数もまだ低いものの、インフレピークアウトにより徐々に回復してきている。代わりに低下が目立つのは製造業。新型コロナの影響が大きかった2020年秋口以来の水準に低下している。決算発表において、欧州製造業への懸念が高まらないかを注視したい。

債券・金利

ECBは9月の追加利上げで打ち止めか

インフレがあまりにも長きに亘り高過ぎるとのECBの見通しの下、昨年7月の利上げ開始から9会合連続となる7月の追加利上げはほぼ確実。しかし、これまでの利上げの実体経済への影響を見極めるため、今後は追加利上げの方針を示さず、データ次第の姿勢に移行しよう。もっとも、コアのインフレ率の上振れに鑑みれば、9月の追加利上げは避け難く、9月を以て当座の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月から完全に停止している。資金供給オペの返済もあり、ECBの総資産は時間の経過に伴い着実に減少する。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、長期金利は低下基調での推移を見込む。

Euro STOXX 50の推移

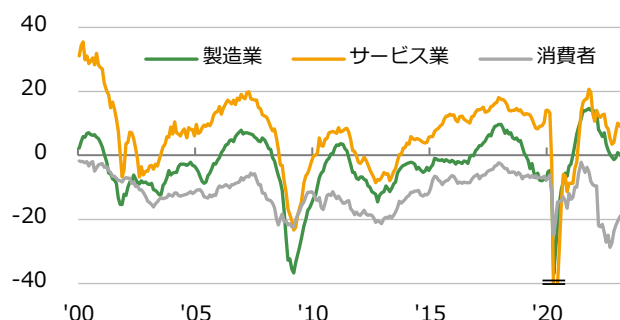
(2020年初～2023年7月25日)



(出所) リフィニティブ

ユーロ圏景況感指数の推移

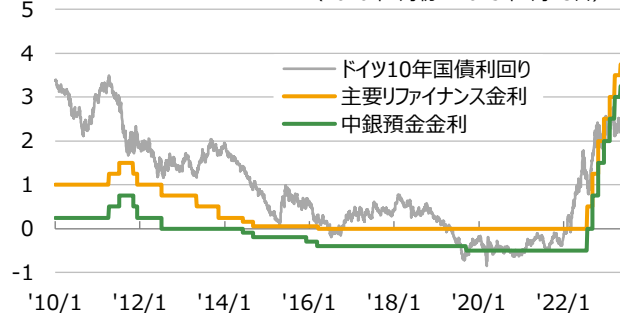
(2000年1月～2023年6月)



(出所) 欧州委員会より大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利

(2010年1月初～2023年7月25日)

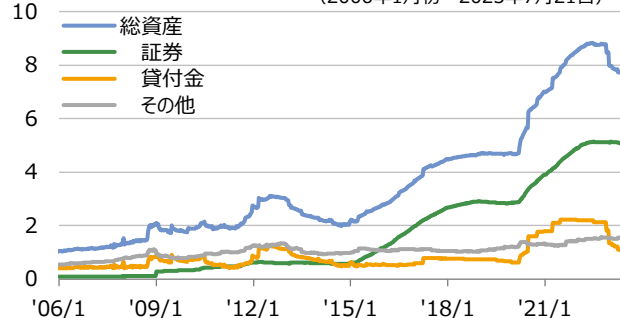


※政策金利は発表日ベース

(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7月21日)



(出所) ECB



為替

独日金利差縮小とユーロ安・円高の兆し

ユーロ圏のインフレ期待が高まるなかでECBの利上げ織り込みが進み、独日5年国債金利差は拡大してきた。だが、コアインフレ率が頭打ちとなり、タカ派のECBメンバーにも利上げに慎重な発言が出始めるなかで、独金利に低下の兆しが見られる。独日金利差が縮小してもリスクオンのうちはユーロ円は下落しにくい、景気悪化懸念によりリスクオフに傾き、ユーロ安・円高が進むと予想している。

金利差動向に反したユーロ高・米ドル安

3～4月には、FRBに比べECBの利上げ継続姿勢が強いことなどから米金利より独金利が上昇し、ユーロ高・米ドル安に作用したが、5月以降は相対的な独金利低下に転じた。だが、市場にリスクオンのユーロ高・米ドル安圧力が働いたために、金利差の動向に反してユーロ高・米ドル安が進んだ。今後は景気悪化懸念によりリスクオフ圧力が働くことでユーロ安・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。

経済指標の弱さはユーロ安要因に

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、米国のプラスが拡大し、相対比較からはユーロ安・米ドル高になりやすい状況だ。それにもかかわらずユーロ高・米ドル安が進んだのは、株高などリスクオンの動きが原因だ。今後、米国ESIも低下した場合、米金利低下による米ドル安リスク、あるいは世界景気悪化懸念によるリスクオフのユーロ安リスクがある。

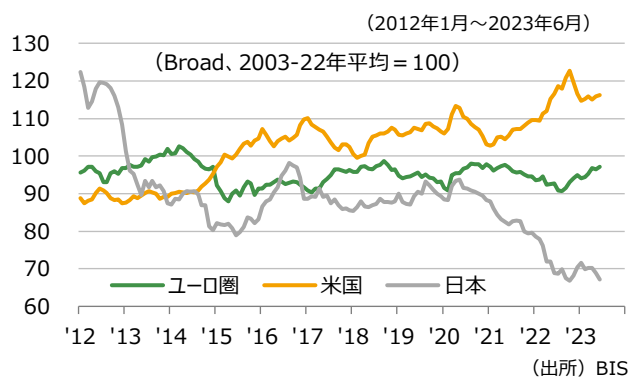
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



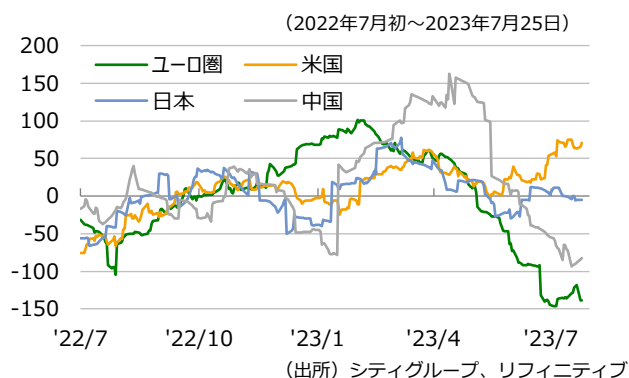
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



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の成長が継続

実質GDPは2022年4-6月期以降停滞したまま。PMIは製造業が昨年8月以降50を下回って推移し、最近では4カ月連続で低下している。サービス業は今年の2月に50を上回って以降比較的堅調に推移しているが、軟化の兆しも。BOEの金融引き締め効果で、当面はゼロ近傍の成長が継続し、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。後ずれのリスクも否めず。

賃金に連れたサービス価格の上振れ

消費者物価指数のうち総合は伸び率の鈍化が明らかになってきた。一方、コアは鈍化基調に転じたとは未だ判断できず。賃金に連れてサービス価格の伸びが加速し、コアを押し上げる構図に変化なし。失業率の若干の上昇や昨秋以降の労働参加率の上昇も労働需給を有意に緩和するには至らず、賃金と物価のスパイラル的な上昇が懸念される。

為替

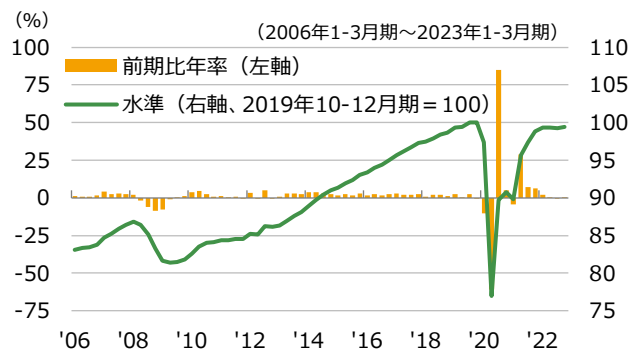
BOEの金融引き締めは過大になりがち

BOEは2021年12月の利上げ開始から13回連続で利上げを実施中。賃金上昇率やインフレ率の高さに鑑みれば、8月も0.5%ポイントの利上げを見込む。政策金利は最終的に6%に達しよう。ゼロ成長下での物価高騰は供給側の要因が大きく、金融政策の効果は働きにくい。金融引き締めの程度は過大になりがち。景気悪化とインフレ期待の下振れで長期金利は低下も、米国を上回ったままと想定する。

インフレ鈍化でポンド安の兆し

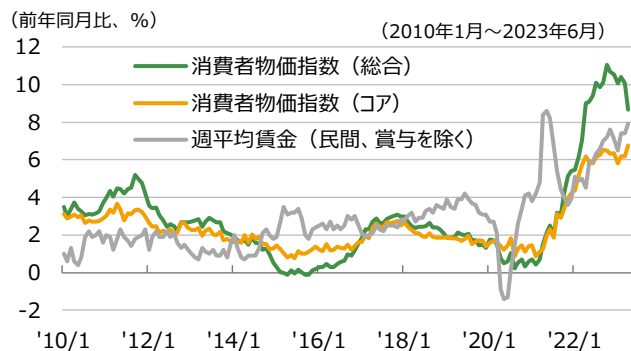
7月上旬にかけてはユーロ圏に比べ英国の長期金利が上昇し、ユーロに対してポンドが持ち直した。BOEのタカ派姿勢が強まったことが一因だ。労働需給の逼迫を背景にインフレ鈍化に時間がかかるとの見方もあり、市場の追加利上げ観測は大きく高まってきた。だが、6月CPIの上昇率鈍化を受け、利上げ観測の後退とともにポンド安に傾きつつある。

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2023年5月まで

(出所) リフィニティブ

政策金利と長期金利



※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

内需外需ともややモメンタム鈍化

引き続き経済活動正常化やインバウンド消費回復、自動車の挽回生産により内需は堅調だが、食品や電力料金の値上げ、ガソリン補助金縮小、「ゼロゼロ融資」返済開始などの影響がやや懸念される。外需は、リオープンや人手不足によりサービス業が堅調な一方、製造業は、欧米の利上げや製品価格上昇による需要の減退、電気製品の販売不振、中国の不動産や輸出産業の不振などから先行き不透明感が強い。

景気の跛行色強い

6月調査日銀短観の業況判断DIによると、内需関連は良好な環境の継続を示唆するものが多い一方、製造業は全般に低調で業種毎のばらつきが目立つ状況となっている。部材不足解消から自動車の景況感の回復傾向が鮮明になりつつあるほか、仕入れ価格上昇一服により紙・パルプ、食料品などが改善した。一方、電気製品販売不振の電気機械や中国经济不振の影響を受ける化学などの景況感が冴えない。

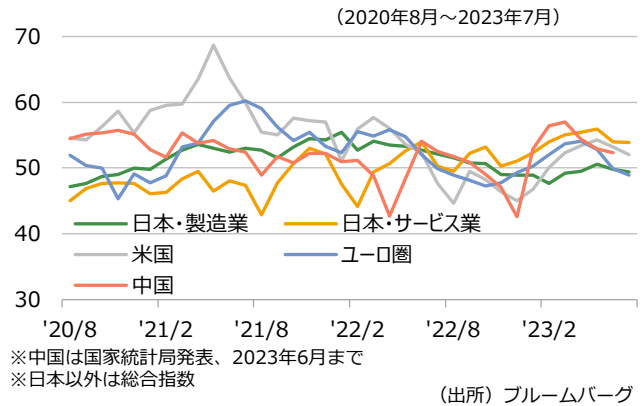
輸入物価下落で物価上昇一服へ

6月の消費者物価指数の前年同月比は+3.3%と4月の+3.2%から伸び率が小幅に拡大したが、1月の+4.3%をピークに伸び率は鈍化傾向にある。原油や天然ガスなどエネルギー価格の下落により輸入物価の前年比が急低下しており、今後はタイムラグを伴い消費者物価の伸びも鈍化すると思われる。ただし、コスト高や人件費増を価格転嫁する動きが積極化しており、高い伸び率が長期化する可能性もある。

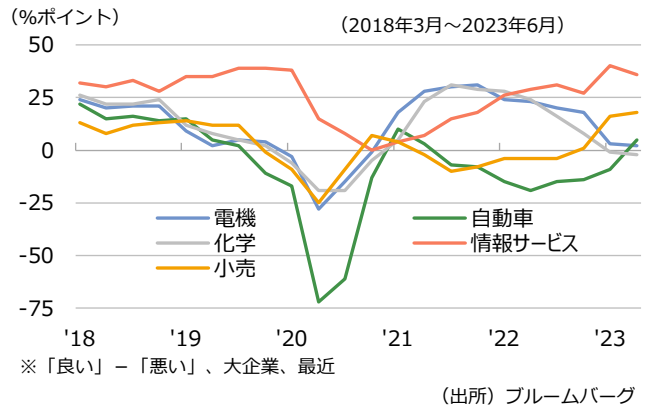
賃上げ進むも実質賃金マイナス継続

春闘の賃上げ率が+3.58%と約30年ぶりの高い伸びとなり、5月の所定内給与も前年同月比+1.7%と4月の+0.9%から伸び率が加速した。一方、実質賃金は▲0.9%と4月の▲3.2%から大幅にマイナス幅が縮小したものの、14カ月連続のマイナスとなっている。趨勢的に名目賃金の上昇率が改善傾向にあり、輸入物価下落の影響が消費者物価に波及してくれば、実質賃金の伸び率の改善が期待される。

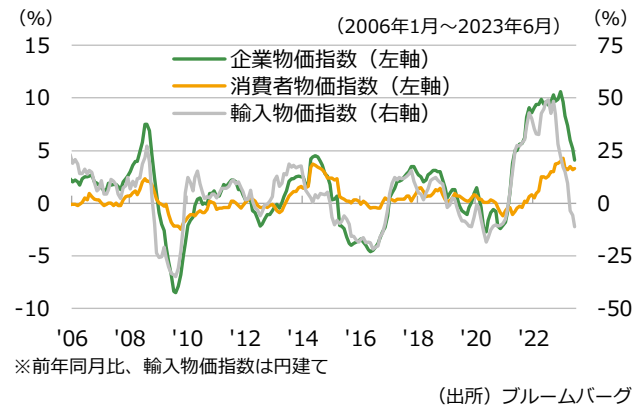
PMI



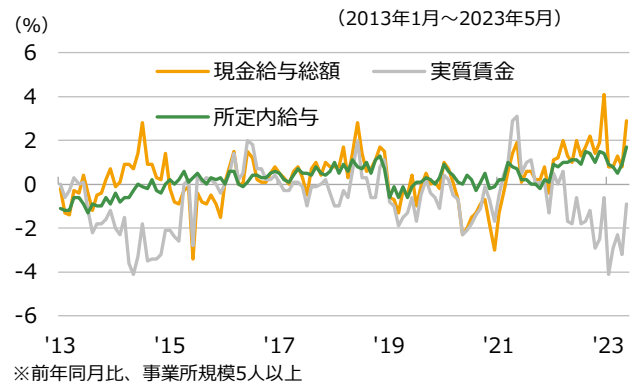
日銀短観 業況判断DI



物価指数



賃金





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気スタンスを継続。7月に入り日銀のYCC修正観測が再び高まり、円高になったこともあり、直近1カ月騰落率は先進国株式内では劣位。その一方、東証の資本効率改善要請などもあり、海外投資家の日本株に対する注目度は引き続き高いと見られる。グローバルでの企業業績への懸念の高まりなど、不確実性が高まった際にはアウトパフォームし易い状況にあると考える。

バリュエーションに割高感はない

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍台程度、リスクプレミアムで6%台半ばと前月からほぼ横這い、米国株対比での割安感が変わらず。一方、4-6月期の株価急上昇から一服感が見られることは注意点。しかし、毎月勤労統計における春闘の賃上げ効果の発現など日本の変化と捉えられる事象が散見され、日本株に対する期待は維持され易い環境にあると考えている。

訪日旅行者の消費支出は堅調

6月の訪日外客数は207万人と新型コロナ前比で7割強の水準に回復。旅行者1人当たりの支出額は新型コロナ前比で6割弱増加している。費目別で見ると宿泊費、飲食費などが増加。これに対して、買物代は小幅な低下に留まっており全体としてしっかりとした内容。訪日外客数の回復に見合った国内経済への寄与が期待出来る内容であり、株式市場においても評価されよう。

東証要請への対応は着実に進展

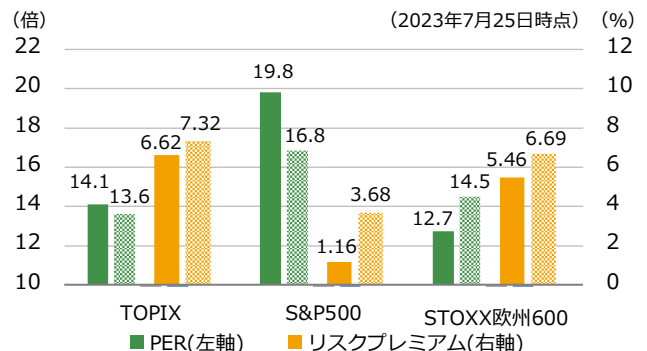
東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対するコーポレートガバナンス報告書における開示状況は右図の通り。約3分の1の銘柄が何らかの開示を行った。開示内容はROEや株主還元に関する目標設定が主体であり、株式市場の期待を上回るものではないが、概ね沿った内容とみる。現在未公表の銘柄も順次公表するとみられ、日本株のカタリストとしてプラス作用すると考える。

TOPIXの推移

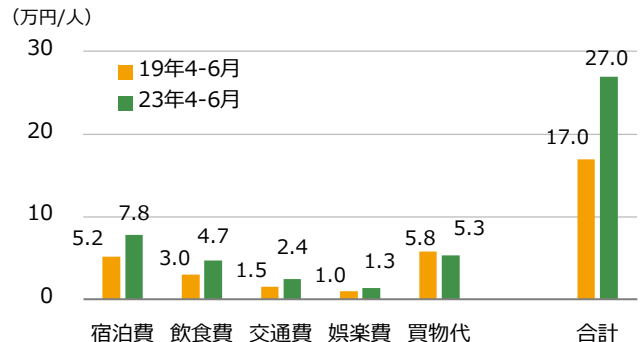
(2020年初～2023年7月25日)



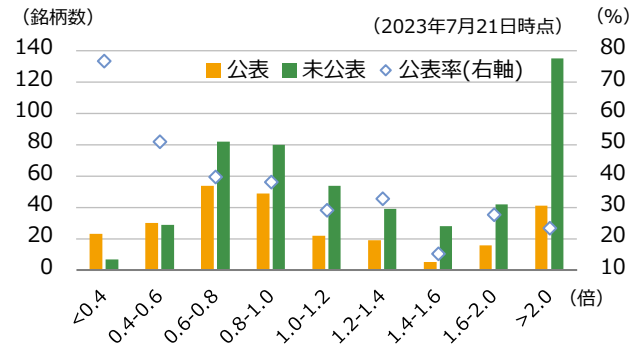
バリュエーションの日米欧比較



訪日旅行者の費目別支出額



東証要請への応答状況 (PBR水準別)





債券・金利

YCCの運用柔軟化を決定

7月28日に日銀はYCCにおいて許容する長期金利の上限を事実上0.5%から1.0%に引き上げる措置を決定した。サプライズのある政策修正に対し日銀は、同施策が金融緩和策の持続性を高めるためであることを強調した。CPIを見ると、日銀が目指す持続的、安定的に2%の物価目標に到達する目途が立ってきたと言える状況にはなく、今回の施策が金融引き締め策への転換に繋がる可能性は低いと考える。

10年国債利回りの予想を引き上げ

10年国債利回りの予想値は23年末：0.6%、24年末：0.7%に引き上げる。政策金利は23年末、24年末共に▲0.1%と予想。7月会合前の10年OIS金利は概ね0.6%前後で推移しており、YCCの運用柔軟化後の10年国債利回りは同水準を意識した推移になると予想。早期のマイナス金利撤廃が行われる可能性は低く、金利上昇は限定的になるとみる。

リート

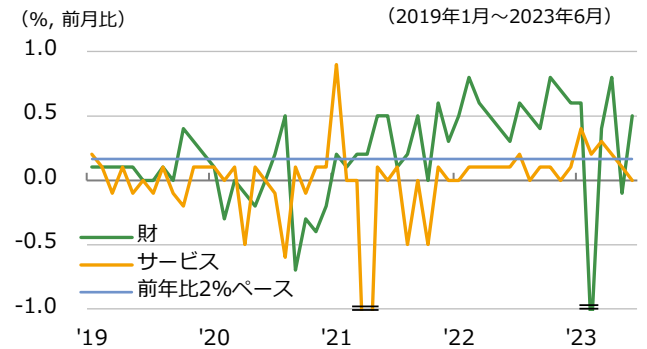
日銀の政策変更も横ばい圏の推移

5月以降、東証REIT指数は1,800中盤から1,900付近のレンジで横ばい圏での推移が続いている。7月も、日銀の金融政策修正懸念の台頭と後退に合わせて、上昇・下落したが、レンジ内での推移だった。日銀の金融政策決定会合の結果が公表された7月28日は、未明の報道もあり、J-REIT市場は日中の変動が大きかったが、前日比の下落幅は小幅にとどまり、政策変更を落ち着いて受け止めた。

国内長期金利の動向に注目

今回の日銀の政策変更を受けて日本の金融政策の不透明感が払拭され、J-REIT市場の本格的な上昇を期待するのはまだ早いと考える。短期的には国内長期金利の動向とその動きに合わせた日銀の対応に注目したい。また夏から秋にかけての公募増資の動向に注意。公募増資の発表が相次ぐと需給悪化懸念から下落につながるリスクを警戒する。

消費者物価指数（財・サービス別）



(出所) INDB Accelより大和アセット作成

10年国債利回り



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

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) ブルームバークより大和アセット作成



為替

米ドル安と円高により米ドル円が下落

今年7月には米ドル円が下落に転じたが、その局面では他通貨に対する米ドル安と円高の両方が寄与した。米金利低下と株高（リスクオン）が米ドル安に作用した一方で、他国金利低下と日銀政策修正期待による円高がリスクオンの円安を上回ったと見られる。ただ、足元では日銀政策修正期待の後退により円安に傾いたため、米ドル円と他通貨対円（クロス円）の下落（＝円高）は緩和している。

通貨先物の円売り・米ドル買いが縮小

通貨先物市場では投機筋の円売り・米ドル買いが7月11日に11.7万枚まで拡大した後、やや縮小した。なお、2017年には13.5万枚、2013年には14.3万枚で円売り・米ドル買いはピークアウトした。一方、ユーロ買い・米ドル売りが5月ピークに近い水準へ拡大し、ポンド買い・米ドル売りも拡大。全体的には「米ドルに対し円売りと（一部通貨を除き）他通貨買い」で、リスクオンの通貨ポジションと言える。

米金利低下・リスクオンの米ドル安に

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も米ドル相場が変動しやすく、同方向に動くとも円相場が変動しやすくなる。7月には、米金利が低下して株価上昇が進む（リスクオンの）なかで米ドル安圧力が強まっている。

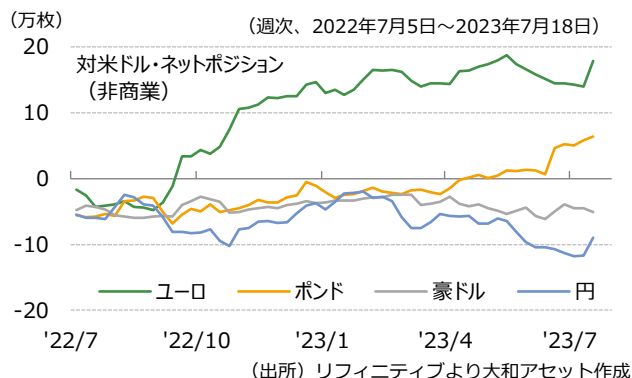
貿易収支が改善して円高に働く兆し

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。

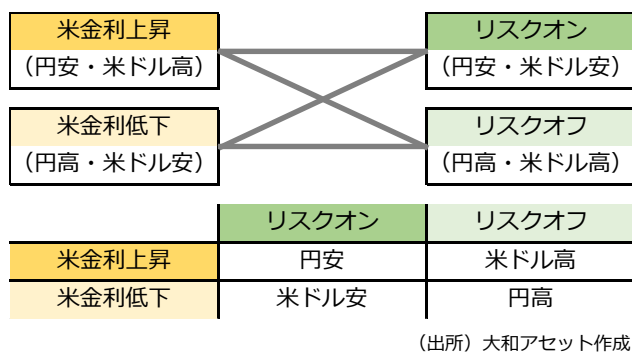
米ドル・円・他通貨の為替



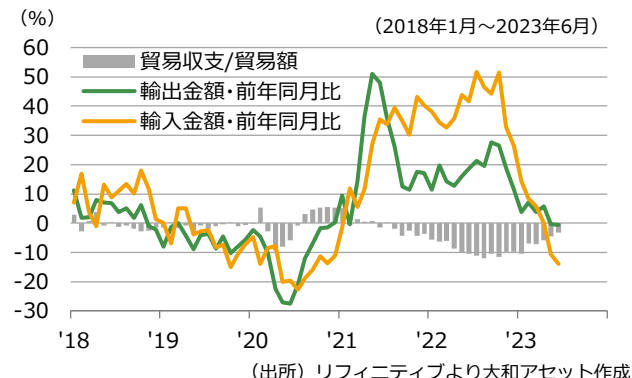
IMM通貨先物ポジション



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

過剰貯蓄の取り崩し余地は大きい

コロナ禍以降に積み上がったカナダの過剰貯蓄（対GDP比）は米国から数四半期遅れて減少している。米国に比べて労働市場が早期に回復したことや金利上昇（住宅ローン利払い費の増加）に備えて過度な消費を控えたことなどが要因として考えられる。米国経済は足元でも底堅さを維持していることに鑑みれば、当面のカナダ経済は過剰貯蓄の取り崩しを背景に意外なまでの底堅さを示す可能性は十分ある。

経済は底堅く、コアCPIは高止まり

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3.5～4.0%のレンジで推移しており、2%の物価目標達成と整合的なペースから上振れたまま。背景には景気が想定より強く、プラスの需給ギャップが解消されないことがある。経済がマイナス成長に陥らなくても、潜在成長率を下回り続ければ、需給ギャップのマイナス転換が見えてくるため、その時を粘り強く待ちたい。

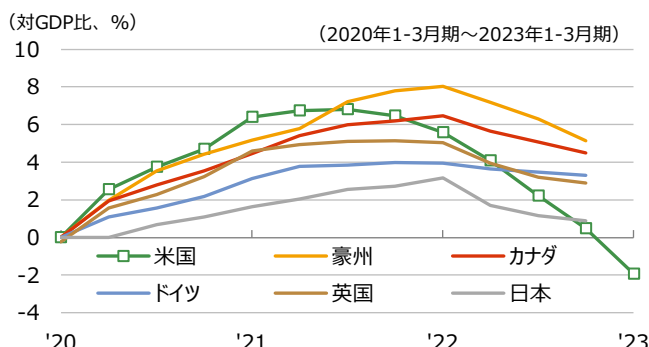
住宅市場は持ち直しが鮮明に

住宅市場の持ち直しが鮮明だ。住宅価格指数は6月まで3カ月連続の前月比上昇、住宅販売件数は2010年代の平均水準まで回復し、直近では住宅着工件数も急増した。深刻な景気後退の可能性が低下したどころか、住宅市場の活況によりインフレ沈静化が後ずれるリスクが高まった。6月と7月に連続で利上げが実施されたことを受けて、目先は住宅市場において需要の抑制効果が出るか注目したい。

労働市場は堅調、ミスマッチ解消も進む

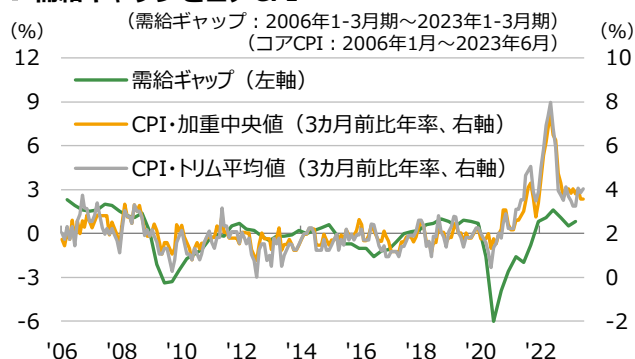
6月の雇用者数は前月比5.99万人増となり、5月の1.73万人減は季節的な要因による若者の雇用減を主因とした一時期な事象であったことを確認。労働市場は依然として堅調だ。一方、欠員率（労働力人口に対する求人件数の割合）は緩やかながらも低下傾向が続いている。UV曲線がコロナ前の関係性に戻るにはまだ時間がかかりそうだが、労働市場のミスマッチ解消は着実に進んでいると判断されよう。

コロナ禍以降の各国の過剰貯蓄



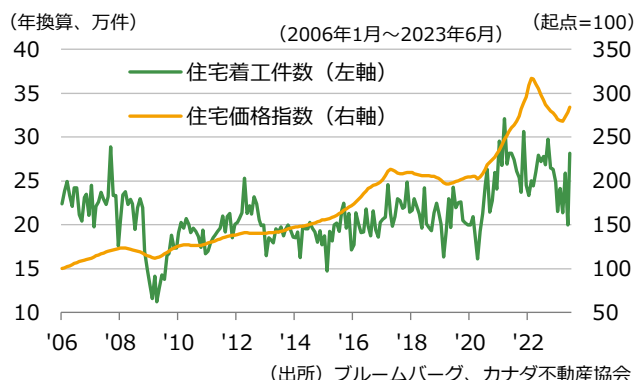
※過剰貯蓄の計算方法は様々だが、ここでは2015年から2019年の貯蓄率をベースにFRBスタッフが算出した値を使用
※米国以外は2022年10-12月期まで (出所) FRB

需給ギャップとコアCPI

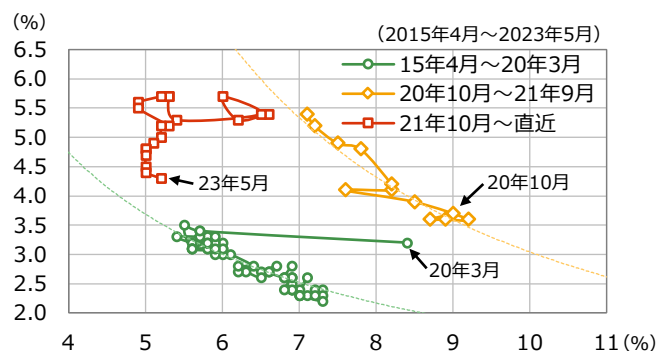


※需給ギャップはカナダ銀行が金融政策報告書で公表している推計値
(出所) カナダ銀行、カナダ統計局より大和アセット作成

住宅着工件数と住宅価格指数



UV曲線 (横軸：失業率、縦軸：欠員率)



※U: Unemployment rate (失業率)、V: Vacancy rate (欠員率)
※2020年4月～2020年9月は欠測データ (出所) カナダ統計局



債券・金利

10年国債利回りの予想値を上方修正

カナダ銀行は今年1月の利上げ後、政策金利を据え置いていたが、6月と7月に連続で各0.25%ポイント利上げし、政策金利を5.0%とした。引き締めが足りなかったこと（≒自然利子率が従前の想定より高い可能性）が利上げ再開の背景にあるとみられる。今回、その自然利子率の上昇や米金利見通しの引き上げを背景に、今年末と来年末の10年国債利回りの予想値を各3.2%と2.9%に上方修正した。

カナダ銀行は再び様子見姿勢に入るか

カナダ銀行は6月金融政策決定会合の直後、コロナ禍を経て自然利子率が上昇する可能性を示したが、7月会合の金融政策報告書ではその推計値の見直しを見送った。他方、ブラジル中銀は6月末公表のインフレ報告書でカナダの自然利子率の推計値を引き上げた。それでも引き上げ幅は小さく、ひとまず直近2回の利上げで再び様子見姿勢に入ると見込む。

為替

米国との金利差縮小でカナダ・ドル高に

足元では米国とカナダの長期金利差縮小（相対的にカナダの長期金利が上昇）に沿って、カナダ・ドルも対米ドルで増価基調にある。両国ともに7月の利上げ後は政策金利の据え置きが見込まれる。中立金利は同等と推計されるが、足元の政策金利は米国の方が高く、来年以降に予想される利下げ幅は米国の方が大きいため、長期金利差は更に縮小しよう。カナダ・ドルも対米ドルでの増価基調が続くと想定。

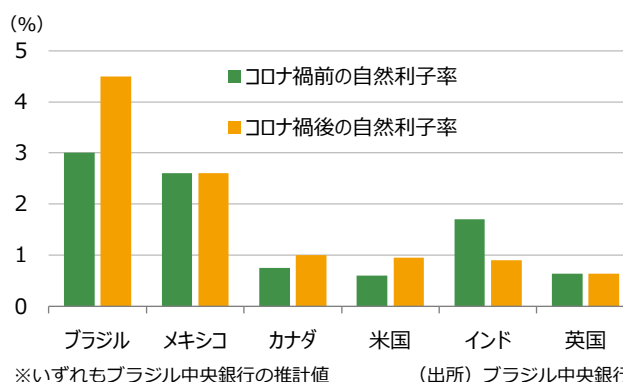
原油価格の下値不安後退も追い風に

産油国であるカナダの為替レートは原油価格と連動する場面が多々ある。足元で原油価格の下値不安が後退しており、31ページに示す通り今年後半から来年にかけて原油価格が上昇基調で推移すれば、カナダ・ドルの増価にも弾みが付くだろう。カナダ・ドルの予想値は今年末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



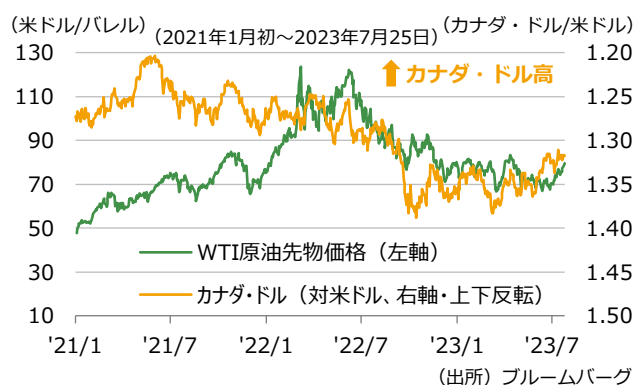
コロナ禍前後の各国の自然利子率



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

サービス価格の高止まり懸念

消費者物価指数は4-6月期に前年同期比+6.0%となり、ピークアウト感が鮮明。もっとも、以下に示す賃金上昇率の加速や他国の事例を参考にすれば、サービス価格は高止まりし、インフレ沈静化の足かせになる公算が大きい。高インフレ・高金利の継続は経済の重荷だが、堅調な労働市場や19ページに示した過剰貯蓄の取り崩し、人口の急増などを背景に、景気後退に陥る可能性は引き続き低いとみる。

労働市場は好調を維持

雇用者数は5月の前月比7.65万人増に続き6月は同3.26万人増。人口（労働供給）の急増と旺盛な労働需要が噛み合い、労働市場は好調を維持。失業率は4月に3.7%まで高まったが、6月には再び3.5%へ低下した。失業率の先行指標とされる求人件数や設備稼働率は減少（低下）傾向だが、水準は依然として高く、またタイムラグを考慮すると、失業率が上昇傾向を示すのは今年終盤以降と想定される。

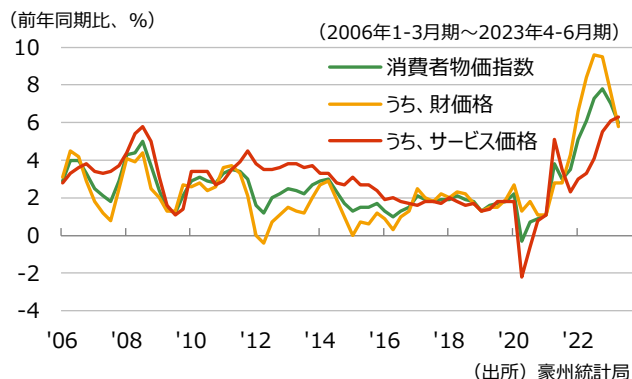
年後半の賃金加速が確実視される

4-6月期NAB企業景況感調査では、3カ月先の労働コスト見通しが+1.44%と統計開始以来の最高を記録した。労働市場のひっ迫に加えて、7月から最低賃金を大幅に引き上げると発表されたことが影響した模様。前期比でピークアウトしたかに見えた賃金指数も年後半に再加速しよう。RBAは5月時点で賃金指数が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。

住宅市場の底打ち感が強まる

住宅市場は底打ち感が鮮明になっている。昨年来の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6月まで4カ月連続の上昇を記録した。住宅市場の需給ひっ迫は、前述の賃金上昇率の高まりとともにインフレ抑制を一段と難しくする要因になる。

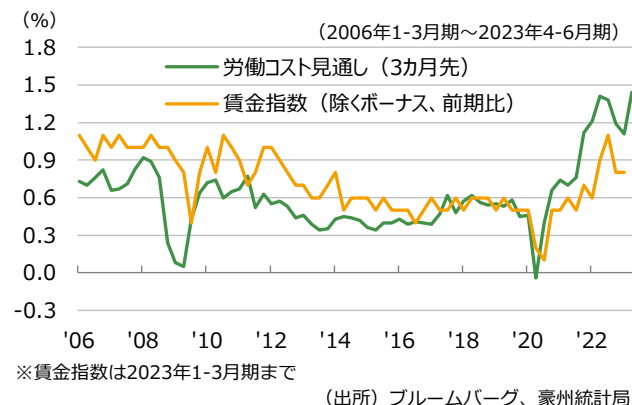
消費者物価指数



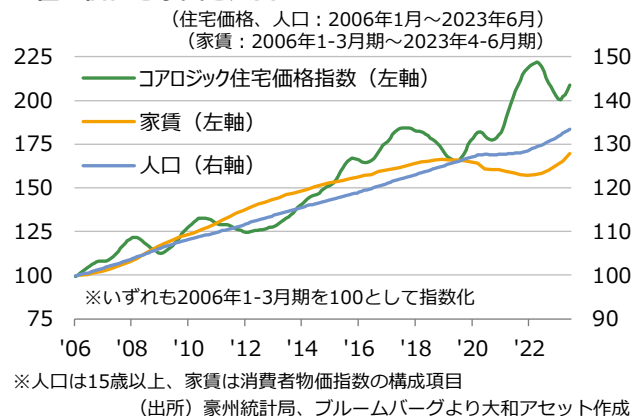
雇用者数と失業率



労働コスト見通しと賃金指数



住宅価格と家賃と人口





債券・金利

7月は利上げを見送ったが、8月に再検討

住宅ローン返済額（除く繰上返済）は5月に可処分所得比9.4%となり、過去最高水準に。追加で利上げしなくとも、固定金利型住宅ローンの更新によりこの比率は更に高まると予想されるなど、利上げの効果はまだ時間差で表れる。こうした主張が尊重され、7月RBA理事会では利上げが見送られた。また、インフレ見通しの上振れリスクも懸念される中、8月理事会では改めて利上げの是非を評価する方針。

10年国債利回りの予想値を上方修正

RBAは妥当な期間内（2025年半ばまで）にインフレ率を目標に戻すことを重視している。賃金上昇率の更なる加速とサービス価格の高止まりが懸念され、インフレ見通しの上振れリスクは大きい。年内残り2回の利上げを見込む。なお、米金利見通しの引き上げなどを理由に、今年末と来年末の10年国債利回りの予想値を各3.9%と3.6%に上方修正した。

為替

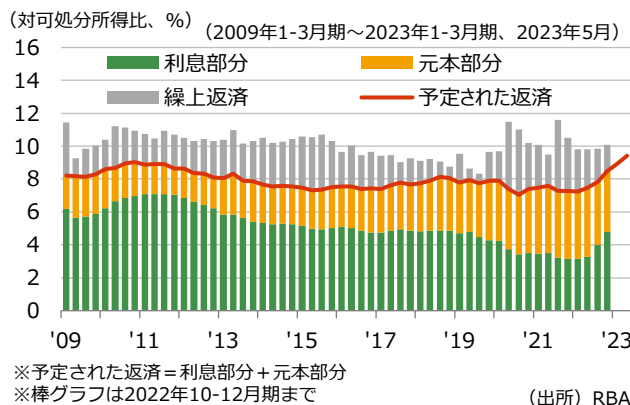
米国との長期金利差拡大で豪ドル高に

FRBは7月で利上げ打ち止めとなる可能性が高い一方、RBAの利上げは残り2回あると予想している。また、2024年以降に予想される利下げ幅は米国の方が大きいため、両者の長期金利差は拡大（相対的に豪州の長期金利が上昇）傾向で推移する公算が大きく、それに沿って豪ドルも米ドルに対して増価すると見込む。豪ドルの予想値は今年末を0.73米ドル/豪ドル、来年末を0.74米ドル/豪ドルで据え置く。

海外要因の動向も豪ドルを左右

豪ドルは、リスクオン（株高時）に買われやすく、リスクオフ（株安時）に売られやすいという特徴もある。過去数カ月は米国株が堅調な一方、経済的な結びつきが強い中国の株価や為替が軟調になっており、豪ドルは世界的なリスクオンの波に乗り切れていない。短期的には、米国株の動向や、中国の景気対策の効果などにも左右される展開が見込まれる。

住宅ローン返済額



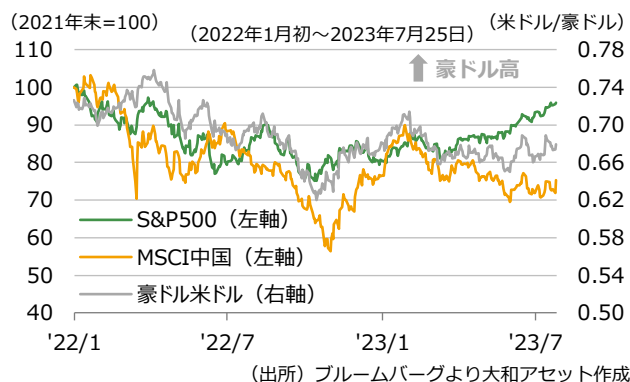
政策金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



米中の株価と豪ドル（対米ドル）





経済

7-9月期に景気2番底の可能性が高まる

4-6月期GDPは前年同期比+6.3%と、事前予想を顕著に下回り、景気回復の弱さが鮮明。6月の経済指標も冴えないものが多い。不動産投資の不振が続いており、景気けん引役として期待される小売売上高も大幅に鈍化。7-9月期にも経済指標が低迷し、景気2番底の可能性が高い。7月政治局会議や、政府発表の消費支援方針では具体策が示されず、依然として景気対策が待たれる状況と考える。

貯蓄志向が高止まりし、消費に暗雲

厳しい雇用環境の継続や、国営企業等での給与カットが広がり、消費者心理を冷え込ませている。6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。「増加し続ける収入」神話が崩壊しつつある中、高い貯蓄志向および投資意欲の低下が、基調的な消費意欲の抑制に繋がる可能性に注意。

株式

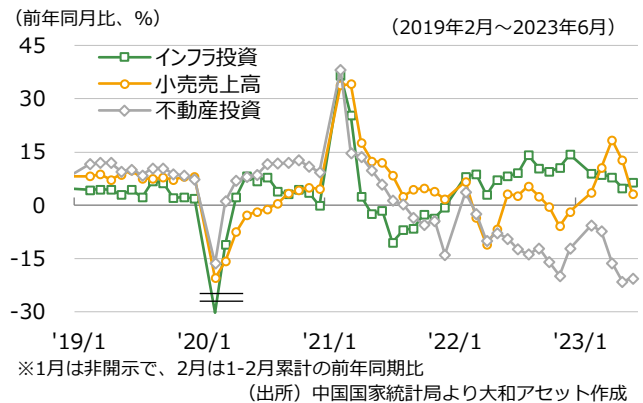
3月以降のレンジを上抜くのは難しいか

株価指数は6月以降レンジ推移を継続。景気2番底への懸念が重しの一方、景気対策への期待、及び米中両政府の意思疎通の再開等が下支えする構図は当面続こう。7月政治局会議で当局が経済状況への危機感を高めた他、資本市場の活性化に言及したことは好材料。ただ、具体策待ちの状況であり、株価指数が3月以降のレンジを上抜くのは難しいか。

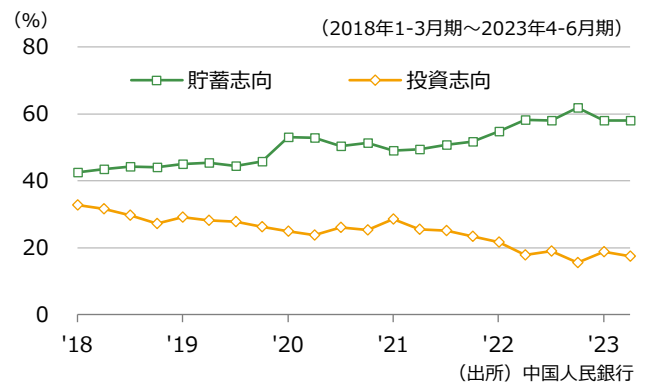
ハイテク銘柄に資金流入、政策支援の期待

香港上場のハイテク株が相対的にアウトパフォームする可能性が高い。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モデル」を開始し、ITやEV、ハードウェア等の24銘柄に資金が流入しやすい。また、李強首相がハイテク産業の健全で持続的な発展を促進する方針を示したことも支援材料。

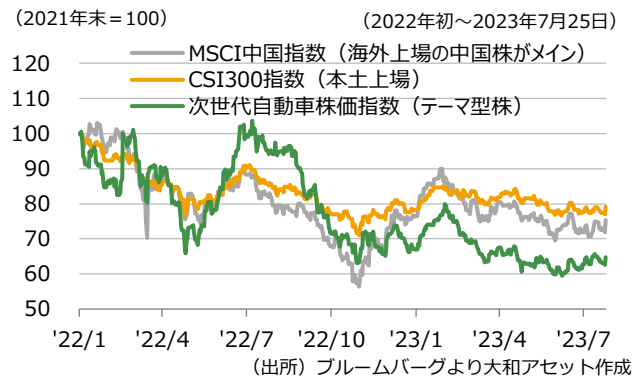
主要経済指標の推移



中銀の四半期の都市部預金者向けアンケート調査



各種株価指数の推移



香港取引所の2通貨建て証券取引制度対象銘柄の抜粋

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

追加金融緩和は小幅に留まろう

6月の社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は+9.3%と、約18年ぶりの低水準へ減速し、需要不足の深刻化が鮮明。6月の利下げに続き、中銀は年後半にも準政策金利のMLF金利、預金準備率を引き下げようが、小幅に留まろう。7月政治局会議では、依然大幅な金融緩和と一線を描く方針が示されている。需要喚起には大規模な財政支出や、量的緩和等が必要で、政策が待たれる状況は変わらず。

際立つ低ボラティリティ

海外のリスクセンチメントが不安定な場面でも、中国国債利回りは概ねレンジ推移を継続し、ボラティリティの低さは際立つ。政府の「質の高い経済成長方針」の下、大規模な金融緩和の可能性は低く、長期金利のレンジ推移継続を見込む。金利変動リスクを低減したい国内外の機関投資家にとって、魅力的な投資先と予想。

為替

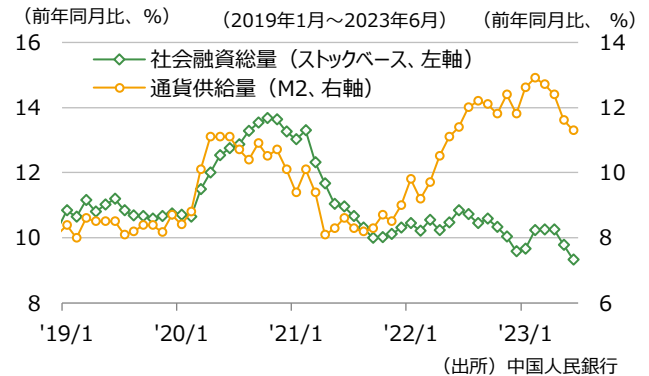
対米ドルで当面7.3元/米ドルが節目

7月に人民元の対米ドルレートが節目の7.3元/米ドルに近づいてきた場面で、中銀はクロスボーダー融資に関するマクロブルデンシャル調節因数を引き上げ、企業や金融機関の外貨調達時の上限を引き上げた。急速な人民元安を容認しない姿勢が示され、市場に安心感をもたらした。人民元安を狙った投機筋の動きもみられていないため、更なる大幅な元安は想定せず。

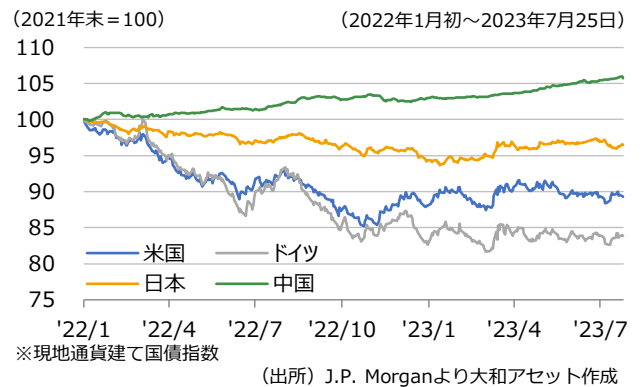
総合収支は黒字を維持

米中摩擦の中、中国輸出の低迷が目立つが、需要不足による輸入の落ち込みも顕著で、貿易黒字は概ね高水準を維持。対外旅行収支の赤字拡大や証券投資の流出があったが、確認可能な1-3月期では貿易黒字にカバーされている。クロスボーダーのフローを表す総合収支は黒字を維持する可能性は高く、持続的な人民元安の圧力にはならないと予想。

マネー関連指標



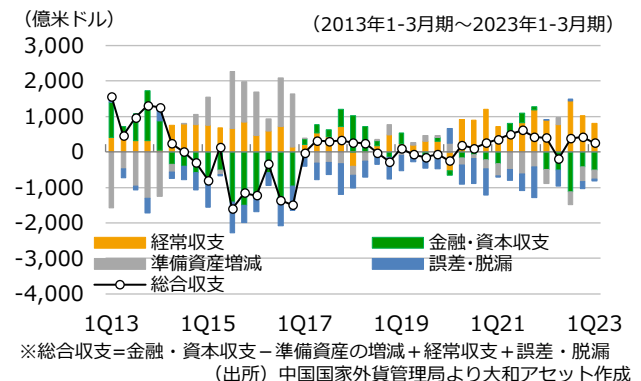
中国国債と日欧米国債のトータルリターン比較



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



総合収支およびその内訳





経済

需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向

実質GDPは拡大傾向を続けているが、基調としては潜在成長率を下回っているほか、1-3月期の高成長は農業部門の極端な上振れが寄与したため、需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向にある。目先は成長率がマイナスに転じる可能性が高いものの、利下げ開始が目前に迫っているなど、景気低迷が長引いた2015年から2016年とは状況が大きく異なる。今年10-12月期以降はプラス成長が続くと見込む。

信用の伸びは緩やかに縮小

2021年3月から2022年8月までの大幅な利上げが時間差で債務返済負担を高めており、企業・消費者信用残高は5月に前年同月比+10.4%まで伸びが鈍化した。ブラジル中銀は今年末に+7.7%へ更に鈍化すると予想している。米国など先進国では利上げが十分か否かの議論が続いているが、ブラジルでは十分な利上げが実施されたと言える。もっとも、2016年時のような深刻な信用収縮は見込まれない。

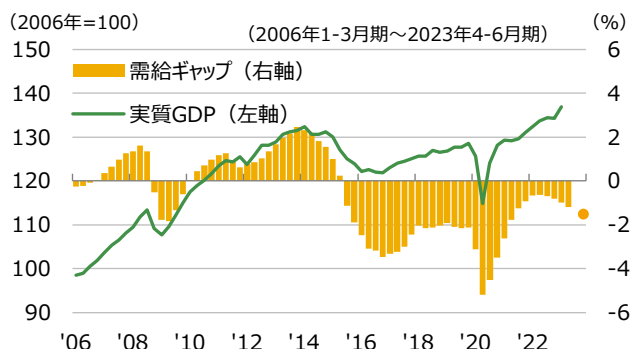
インフレ懸念が一段と和らぐ

消費者物価指数は6月に前年同月比+3.16%まで鈍化し、今年のインフレ目標の中心値（3.25%）を下回った。昨年後半の減税による物価押し下げ効果の反動で、今年後半は再加速するものの、目標レンジからは大きく乖離せず推移すると予想されている。減税等の影響を受けづらいコア指数（トリム平均値）は、遅れて伸びが鈍化してきたが、今後も鈍化傾向が続くだろう。インフレ懸念は一段と和らいだ。

16年からの利下げ局面より景気は底堅い

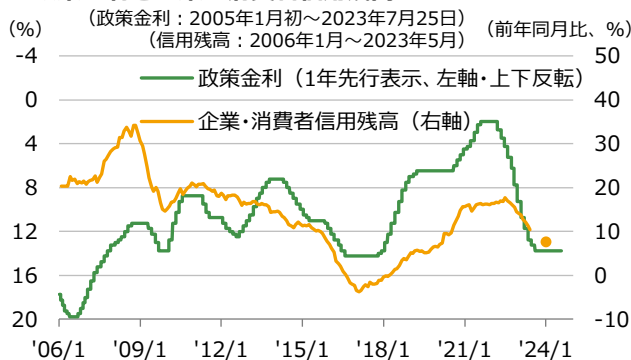
インフレ率だけを見れば、高金利政策を維持した後に2016年10月から2018年3月まで利下げした局面と現状が被る。しかし、前述の通り企業・消費者の信用収縮は比較的マイルドにとどまる公算が大きいほか、失業率が低位で推移するなど労働市場は底堅く、FGV消費者信頼感指数もすでに分水嶺の100に接近している。このように景気は総じて底堅く、現時点でデフレ的な状況に至るとは想定できない。

実質GDPと需給ギャップ



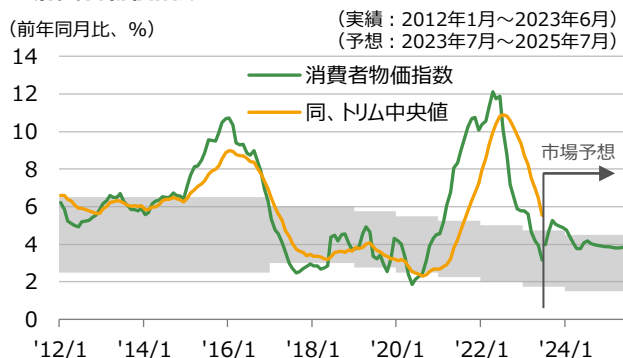
※実質GDPは2023年1-3月期まで
 ※需給ギャップはブラジル中央銀行の推計値（●は2023年末予想）
 （出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

政策金利と企業・消費者信用残高



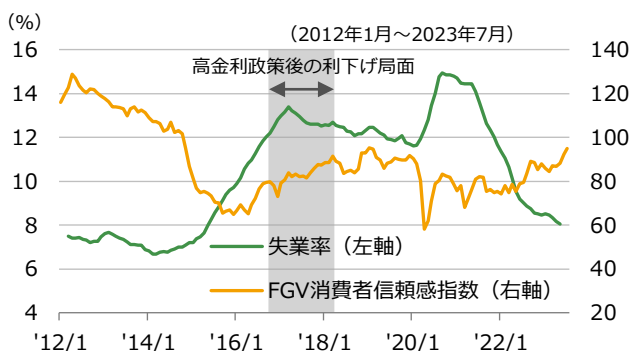
※●はブラジル中央銀行による企業・消費者信用残高の2023年末予想
 （出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

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

失業率と消費者信頼感指数



※失業率は3カ月移動平均のCEICによる季節調整値
 (2012年3月～2023年5月) (出所) CEIC、ブルームバーグ



債券・金利

8月からの利下げ局面入りが濃厚に

インフレ鈍化に加え、6月末のCMN（国家通貨審議会）で来年以降のインフレ目標を3%に維持することが決定されると、インフレ予想ならびにその上振れリスクが低下し、8月の利下げ開始が濃厚となった。過去、政策金利は中立金利を挟んで上下してきたが、前項で示した通り前回の高金利政策から利下げの局面に比べて景気は底堅く、現時点では中立金利を下回る水準への利下げまでは想定しづらい。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

政策金利の予想に変更はないが、インフレ目標の据え置きによるリスクプレミアムの低下を受けて、今年末の10年国債利回りの予想値を11.0%から、ルラ大統領当選前に予想していた10.0%に戻した。利下げ開始後はこれまでのようなペースでの国債利回り低下（価格上昇）は見込めないが、高い金利収入と価格上昇の両方を期待できる局面自体は続こう。

為替

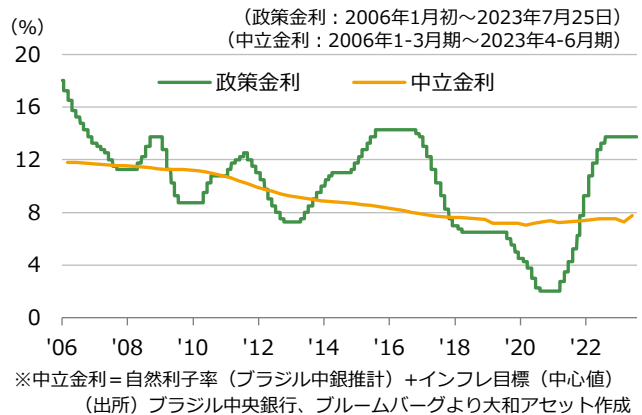
レアルは「やや強気」から「中立」へ

今回、ブラジル・レアルの今後1年程度の見通しを「やや強気」から「中立」に引き下げた。①「やや強気」に引き上げた昨年9月時点の5.2レアル/米ドルから今年末と来年末の予想値である4.7レアル/米ドル付近までレアル高が進行したこと、②前回の高金利政策から利下げの局面を振り返ると利下げ開始後は対米ドルでレンジ推移になったこと、③これから貿易黒字が縮小しやすい季節になることが理由。

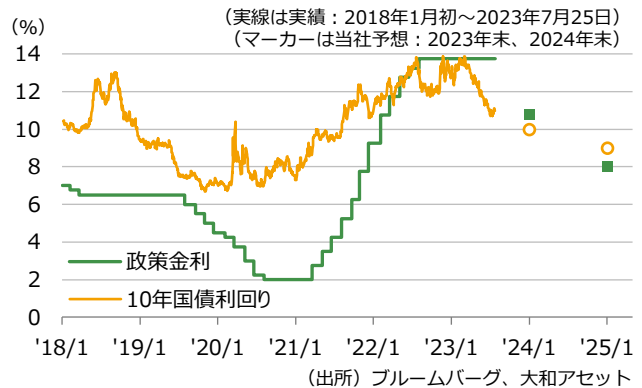
「利下げ開始＝レアル安」とは限らない

見通しは引き下げたが、レアル安が進行するとは予想していない。利下げにより金利面での魅力は低下するが、景気浮揚を期待した海外からの株式投資などがレアル買い要因になるからだ。また、インフレへの警戒は残っているため、インフレ見通し上振れにつながるレアル安が進行すれば、利下げペースが鈍化し、レアルを下支えすることになるだろう。

政策金利と中立金利



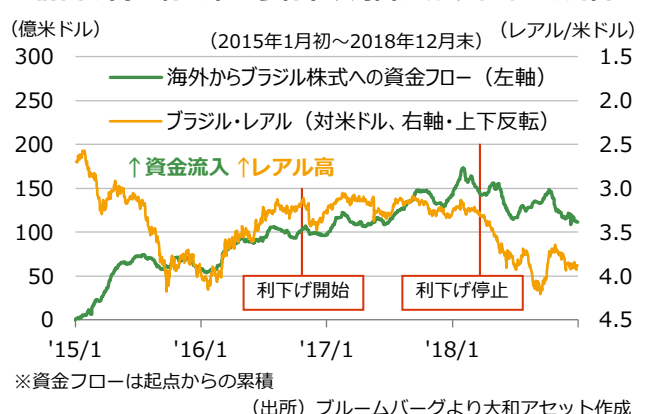
政策金利と10年国債利回り



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



前回の高金利政策から利下げ局面における為替の動向





経済

内需主導、対米依存度の高い国に注目

年後半に米国で景気後退の可能性が残っているが、その程度は浅いとの見方が強まっている点は、新興国経済にとって朗報である。特に、内需主導のインド等の景気見通しは相対的に明るいと言えよう。また、対米輸出の依存度の高い新興国に対して、今までの景気見通しの下方修正が巻き戻される可能性も。一方、中国の景気見通しが厳しい中、対中依存度が相対的に高いタイやマレーシア等に注意。

目先数カ月はエルニーニョの影響に注意

エルニーニョ現象が今後数カ月間続くとみられる中、その影響に引き続き注意が必要。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。新興国では現時点で中国、インド等の一部地域で洪水が発生し、インドのトマト価格の高騰がみられたが、政府対応で状況は落ち着きに向かっている。

米中摩擦の恩恵を受ける国の景況感高い

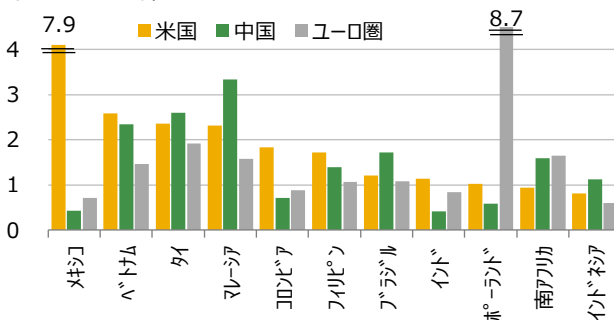
6月の製造業PMIでは、輸出主導の国や資源国において、50を下回る国が多かった。また、東欧諸国では顕著な株価上昇と対照的に、企業マインドが芳しくないことに注意が必要。一方、米中摩擦の恩恵を受けるとみられるインド、メキシコやインドネシア等は50を上回って推移。サプライチェーンの中国離れが予想以上に速く進んでいる可能性がある。また、内需主導のフィリピンも底堅く推移。

インドのインフレ圧力は限定的

エルニーニョ現象を受け、インドでインフレへの懸念が若干浮上したが、リスクは限定的とみる。6月には一時的な天候不順でトマト価格が高騰し、CPIの前年同月比が市場予想を上回ったが、依然中銀目標レンジに収まっている。政府は行政手段でトマト価格の抑制に動き出しており、今後も食品価格が高騰する場合、補助金で価格を抑制する方針。インフレ再燃および利上げ再開の可能性は低いと予想。

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出

(%, 対GDP比率)



※米国への依存度が高い国から並べ替え

(出所) OECD TiVA2021、IMFより大和アセット作成

エルニーニョの降雨量、気温への影響

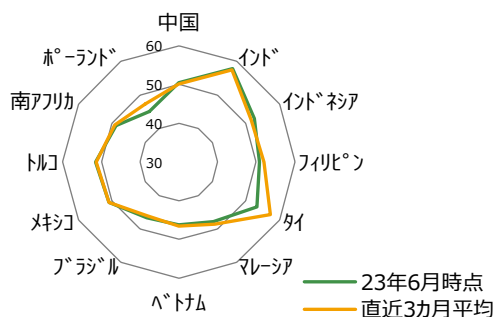
国	影響	国	影響
中国	増加	ベトナム	高温
インド	減少	ポーランド	限定的
インドネシア	減少	南アフリカ	減少
韓国	増加	トルコ	限定的
フィリピン	減少	ブラジル	増加
マレーシア	減少	メキシコ	増加
タイ	高温		

※「増加」「減少」は降雨量で「増加」は洪水も含まれる

※6月-翌年2月の期間を参照

(出所) 気象庁より大和アセット作成

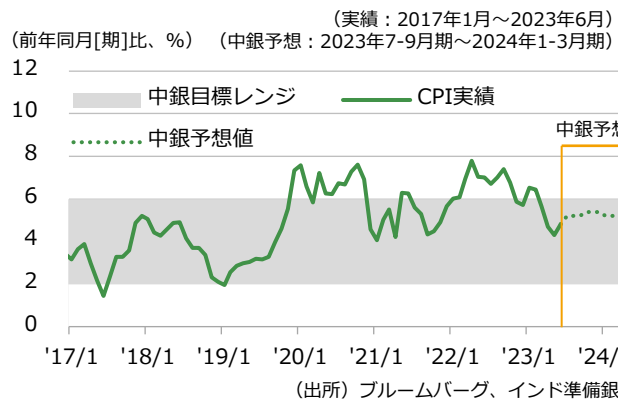
新興国の製造業PMI



※過去3カ月は、23年3月-23年5月

(出所) ブルームバーグ

インドの消費者物価指数



(出所) ブルームバーグ、インド準備銀行

株式会社

年初来、多数の新興国が脚光を浴びる

年初来の新興国株を振り返ると、多数の新興国が米株に並ぶ20%前後の上昇率を記録し、脚光を浴びた。インドも4月以降は約13%上昇し、7月には連日史上最高値を更新する場面も。他方、東欧はウクライナ情勢好転を先取りする形で反発。当面、スピード調整には注意が必要だが、米国が景気後退しても軽微に留まる可能性が高まっており、新興国に資金が流入しやすい地合いが続こう。

米ドル安の期待が新興国株を支える

7月に入り、米ドル指数（DXY）が約1年3カ月ぶりの低水準となる中、新興国株式市場のバリュエーションも連動して切り上がり、株価上昇に寄与。中期的には米国の利下げへの転換期待が米ドル安に繋がる期待が依然として強く、さらに米ドル安が進行する余地はあると言える。米ドル安の期待が新興国株式のバリュエーションの切り上がりに作用しやすい状況が続こう。

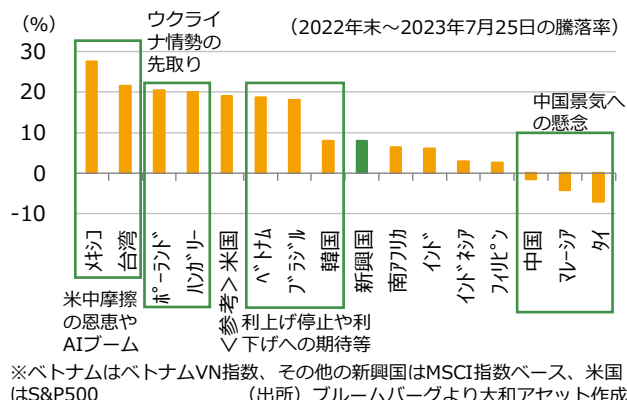
インド株の最高値更新が続く

6月に続き、7月にもインドの主要な株価指数が史上最高値を更新。モディ首相の国賓としての米国訪問で、米企業のインドへの大型投資が発表され、「インドの時代到来」を印象付けたことが寄与。また、モンスーン（雨季）の前線がインド全土をカバーし、雨不足懸念が和らいだ点も安心感に。インド版積み立てNISAのSIP（Systematic Investment Plan）と海外資金の流入が続くと予想。

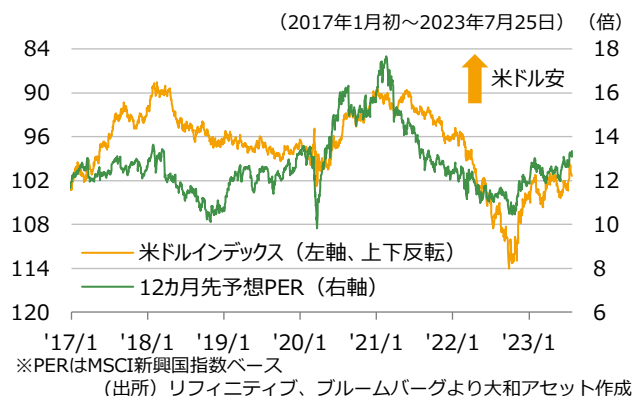
インド株予想PERの割高感は薄い

インドの株価指数が史上最高値更新にも拘らず、バリュエーションを示す12カ月先PERをみると、割高感は強くない。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といえよう。目先は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。

年初来の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



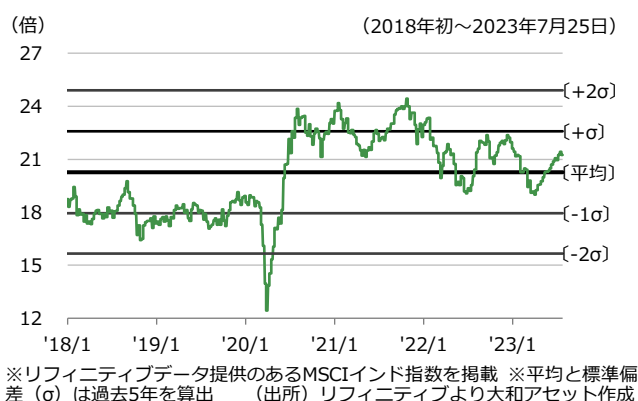
米ドル指数と新興国株のバリュエーション



インド株価指数の推移



インド株の12カ月先予想PER（株価収益率）



債券・金利

年初来は新興国債券が相対的に買われる

2023年上半期は、個別要因を抱えるトルコや南アフリカを除き、金利低下が進んだ新興国が多く、米国債をアウトパフォーマンス。特に、4-6月期以降は、ウクライナ情勢の改善期待で東欧が金利低下したほか、高金利通貨買い・低金利通貨売りのキャリートレードでブラジル、メキシコ等の中南米が買われた。ブラジル、メキシコ、インドネシア等は実質金利が相対的に高く、引き続き選好されやすい見込み。

利上げ一巡で、キャリートレード続こう

6月も物価の鈍化が進んだ新興国が多い。インド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、中国、タイ、ベトナムはCPIの前年同月比伸び率が中銀目標レンジ、もしくは目標値以下に。インドネシア、マレーシア、フィリピン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、インド等は利下げも意識され、キャリートレードが続きやすい見込み。

リート（アジア先進国含む）

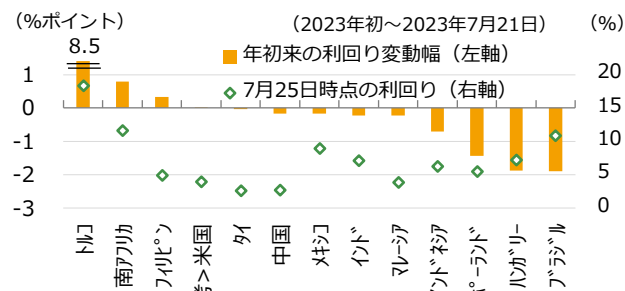
国・地域別でまちまちな展開

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、6月半ばから7月半ばにかけて、シンガポール市場がおおむね堅調推移、オーストラリア市場は投資家センチメントの改善などを背景に上昇傾向、香港市場は中国経済動向への懸念などから軟調推移とまちまちな展開。今後は4-6月期の決算で堅調な業績動向が確認できるか注目したい。

安定的な不動産市場と高い配当利回り

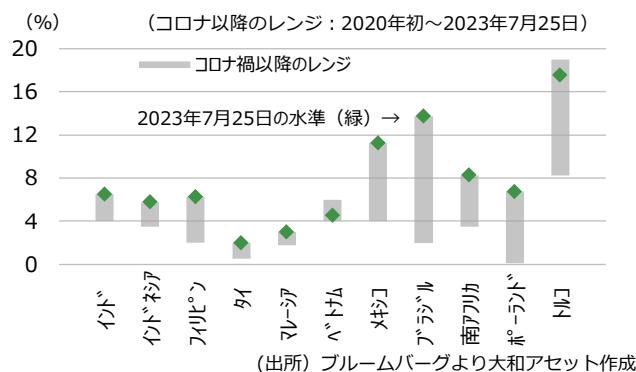
当地域は、観光業の重要性が相対的に高く、旅行者数の回復に伴う商業施設やホテルの復調に注目したい。またオーストラリアでは移住者数が大きく増加しており、住宅市場や個人消費への恩恵が期待される。中国を除く当地域の実物不動産市場はおおむね堅調に推移しており、相対的に高い予想配当利回り水準が株価を下支えしよう。

年初来の新興国国債市場利回りの動向

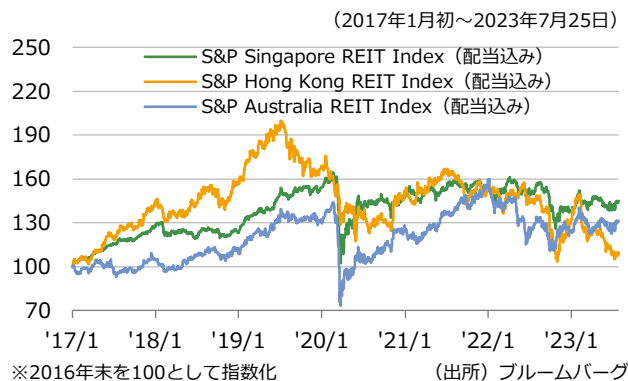


※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。
(出所)ブルームバーグより大和アセット作成

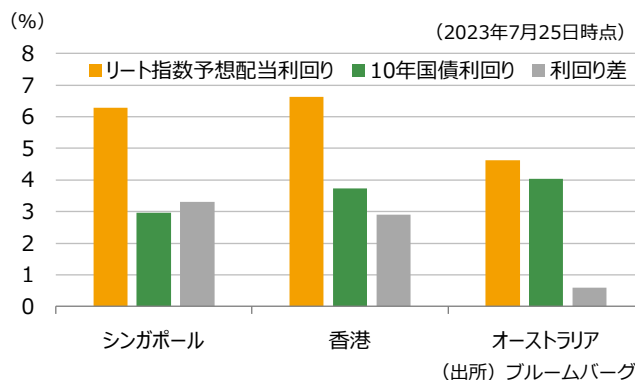
新興国のコロナ禍以降の政策金利の動向



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

目先は新興国通貨高が続くと予想

直近1カ月間の新興国の対米ドルレートは、個別要因を抱えるトルコを除き、通貨高の国が多い。メキシコ・ペソは引き続き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続伸し、約7年半ぶりの高値水準。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、新興国通貨が一段と買われると予想。

新興国への資金流入が加速

米国の利上げ打ち止め観測や景気後退が軽微との期待が強まっていることは、新興国市場にとって適温相場の環境であり、資金流入が加速している。国及び地域別では、インド、インドネシア、ブラジル、台湾、韓国等への資金流入がみられる。インドでは、株式市場への海外マネーの流入が加速したが、コロナ禍以降の海外投資家の累積ポジションをみると、足元は21年の約7割に留まり、積み増す余地はある。

輸出鈍化も、貿易収支の悪化は限定的

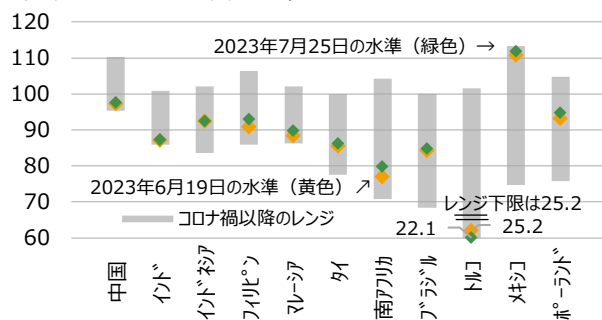
新興国の輸出の鈍化が懸念されているが、個別要因のあるトルコを除き、新興国全般では貿易収支の悪化は顕著ではない。原油先物価格の1/バレル70米ドル台での推移が、輸入に依存するインドやフィリピン、ポーランドなどの貿易赤字縮小に寄与。今後は電気製品の需要低迷がASEANの輸出を押し下げようが、サプライチェーンの中国からの分散化が下支えする期待も浮上。

サプライチェーンの分散化が加速

米国の四半期ベースの国別輸入額をみると、2009年から1位を占めていた中国が、今年1-3月期にはカナダとメキシコに逆転された。サプライチェーンの中国からの分散化が予想以上に速く進んでいる可能性が高い。ベトナム、韓国、インド、台湾も米国への輸出をじわじわと拡大。貿易構造の変化は、今後これらの国の経常収支に構造的な変化をもたらす、通貨高に繋がることも期待されよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバークより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)

(億米ドル)

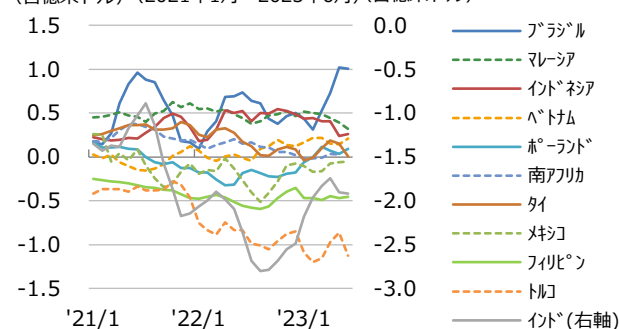
(2020年1月27日～2023年7月20日)



※パンデミック発生からの累積ベース (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6月) (百億米ドル)

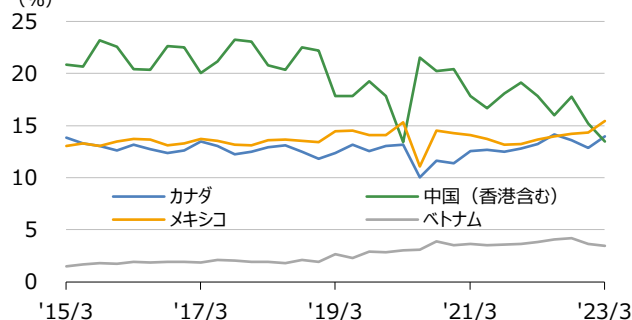


※3カ月移動平均

(出所) CEICより大和アセット作成

米国輸入の国別内訳の推移

(%) (2015年1-3月期～2023年1-3月期)



(出所) U.S. Census Bureauより大和アセット作成



原油

原油価格上昇見通しの確度が高まる

今年後半から来年は原油の需給バランスが需要超過で推移（在庫は減少）し、原油価格が上昇基調で推移すると見込む。WTI原油先物価格の予想値は、今年末を85米ドルに、来年末を90米ドルに据え置く。EIAによるOECD加盟国の商業用原油在庫の予想は、来年末まで増加傾向という年初時点の見通しから、直近では来年末まで減少傾向という見通しに転換しており、当社の見方を裏付けている。

SPR積み増しとOPECプラスが下支え

米エネルギー省は今年予定していた2,600万バレルのSPR放出を終えたようだ。いよいよ、昨秋に発表したWTI原油が67～72米ドルの水準でSPRを積み増すとの方針を実行に移すときが来た。これまで期待先行で価格が支えられていた面もあるが、今後は実弾での買い支えが見込まれる。また、OPECプラスの協調減産ならびにサウジアラビアとロシアの自主減産も進んでおり、下値不安は後退した。

需要見通しは横ばいから小幅な上方修正

昨年2月のロシアによるウクライナ侵攻後の価格上昇や、各中銀の急速な利上げを受け、世界の原油需要見通しは下方修されてきた。しかし、米国を中心に経済活動が想定以上に強いという状況が続いており、年初以降は需要見通しが横ばいもしくは小幅な上方修正となっている。米国経済のソフトランディング（軟着陸）期待が高まる中、原油需要見通しの下振れリスクも小さくなっていると言えよう。

売りポジションの解消を余儀なくされる

原油需要は落ちるどころか見通しが上方修正されており、米政府によるSPRの積み増し期待やOPECプラスの協調減産などで原油価格の下落余地が小さい中、WTI原油先物は期先物価格よりも期近物価格が高いバックワーデーションの状態になっており、ショート勢にとっては分が悪い。先月号で指摘した通り、拡大していた投機筋のショートポジションの巻き戻しが足元の原油価格上昇の一因になっている。

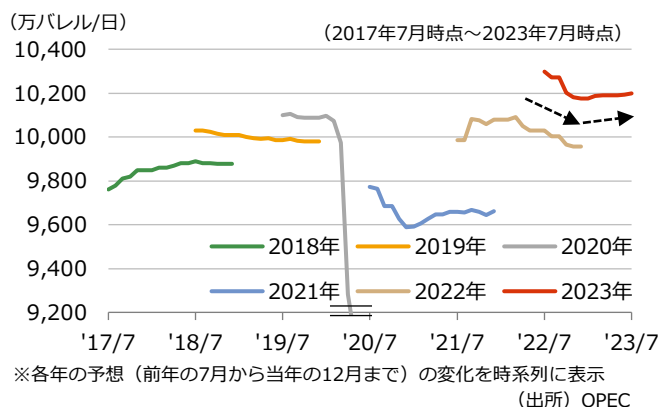
原油価格と原油在庫



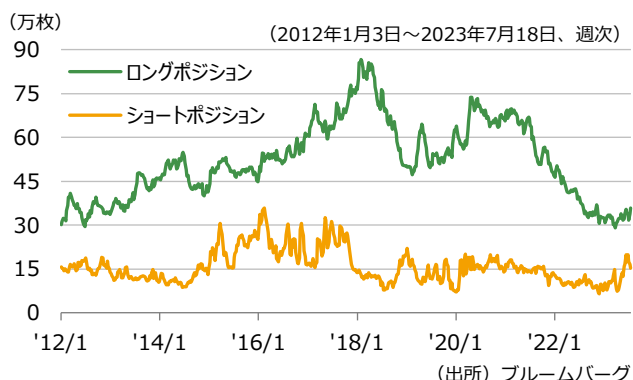
原油価格と米国のSPR（戦略石油備蓄）



世界の原油需要見通しの変化



投機筋のNY原油先物ポジション





金

金価格の予想値を下方修正

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にある。これは「名目金利が上昇すれば金価格が下落しやすく、インフレ懸念が高まれば金価格が上昇しやすい」ことを表し、定性的にも納得できる関係と言える。今回、米国の長期金利の予想値を引き上げたことにより、金価格の予想値は、今年末を2,100米ドルから2,040米ドルに、来年末を2,300米ドルから2,200米ドルに、それぞれ下方修正した。

好悪入り混じる材料に方向感を欠く

足元ではFRBの利上げ打ち止め（金の好材料）と利下げ開始時期の後ずれ（金の悪材料）の思惑が混在し、金価格は1,900米ドル台で方向感の乏しい展開となっている。ポジション別では、投機筋の先物買いが再び強まった一方、ETFからの資金流出は続いている。中銀の売買は、4月と5月に大統領選挙前の通貨防衛のためとみられるトルコの売りが目立ったが、足元では落ち着きを取り戻している様子。

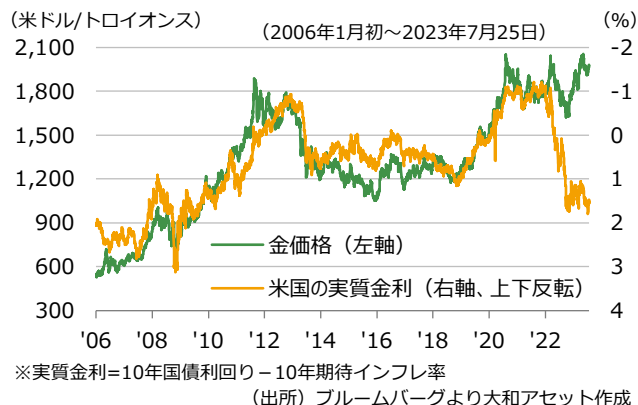
利下げ転換と金ETFへの資金流入待ち

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。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。その実現に向けては、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。今回、FRBの利下げ開始の見通しを後ろ倒ししたため、金価格が上昇トレンドを示す時期も後ずれする可能性が高まったと考えられる。

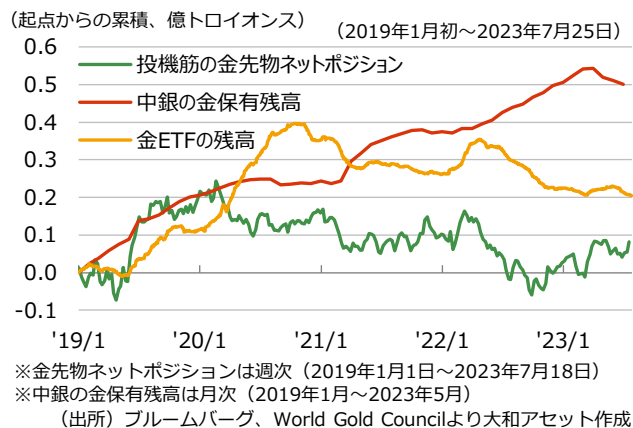
中銀の米ドル離れと金買いは長期テーマ

中東や南米、ASEAN、BRICSなどにおいて、米ドル以外での貿易決済を促進する動き（あるいはその観測）がある。中には共通通貨の立ち上げを検討しているところもあり、裏付けとして金の保有が義務付けられる可能性もある。世界の外貨準備に占める米ドルの割合は趨勢的に低下し、その一部が金の購入に回ることが期待される。こうした世界的な潮流は長期的に金価格を下支えする要因になるだろう。

金価格と米国の実質金利



先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化



金価格と金ETFの残高



金価格と世界の外貨準備に占める米ドル以外の割合



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
インフレ鈍化と景気減速のバランス	中	大	大	米国ではCPI前年比の鈍化傾向が定着したといっても良い状況になってきており、市場もインフレは収束しつつあるとの見方が大半のようだ。一方、景気に対する見方には幅があるように思われる。メインシナリオは当社含め、インフレ鈍化に沿う形で景気も減速し、一時的に小幅なマイナス成長もあり得るといったところだが、足元の景気指標は底堅い推移が続いており、景気が上振れする可能性も考えられる。最近の株価堅調は、この上振れシナリオを幾分織り込んだものだろう。しかし、製造業などに的を絞ってみると、場合によっては既にリセッション入りと言っても過言ではない指標が散見される。それらの指標が景気全体に先行していると見ることもでき、今後、大方の予想以上の景気後退が到来するリスクも否定はできない。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	日銀は7月の金融政策決定会合でYCCを修正（厳格に抑制する長期金利水準を+0.5%から+1.0%へ引き上げ）した。植田総裁は記者会見で、+0.5～1.0%の長期金利水準は物価見通しが展望レポートの想定を上振れて推移するリスクシナリオへの事前準備であり、単純に長期金利の許容変動幅を広げたものではない、といった趣旨を説明した。しかし、市場は短絡的に許容変動幅の拡大と解釈する可能性があるうし、今後の物価動向や海外金利の動向次第では、なし崩し的に変動幅が拡大してしまう可能性もある。日銀の意図と市場の思惑に乖離が生じやすいとみられ、市場のボラティリティが必要以上に高まる恐れがある。
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には注意が必要だ。直近はそのような景気低迷リスクを回避するため金融緩和を実施し、景気対策も打ち出しているが、金融緩和は小規模であり、また景気対策は具体性に欠けるため、実効性には疑問符が付く。今後、より本格的な景気対策が実施される可能性が高いとみるが、そうでなければ、グローバルな経済・金融市場にとって大きな下振れリスクとなろう。
ウクライナにおける戦闘激化、もしくは停戦の可能性	小	大	大	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、今後反攻をさらに強めてくると想定されるため、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。一方、ロシアによるワグネル反乱などを見て、中国がロシア支援を縮小し、結果としてロシア・ウクライナ戦争が停戦の向かう可能性が出始めたと考える。中国としても、自国の景気動向を考慮すれば、ロシアに深入りするよりも、一旦は米国とよりを戻すという選択肢が魅力的に映る可能性がある。
米中間の緊張が緩和に向かう可能性	小	大	大	6月のプリンケン米国務長官の訪中は、中国側の対応が冷淡だったと報じられているが、その後もイエレン財務長官の訪中、プリンケン長官と王毅政治局員のインドネシアでの会談、キッシンジャー氏の訪中など、関係改善を模索していると捉えられる動きが続いている。11月に米国で開催されるAPEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議時に米中首脳会談を実施する方向で調整しているとの観測もある。両国とも景気という面では対立を緩和させたい誘因がある。また、来年の米大統領選でトランプ氏が勝利した場合、対中強硬が一層強まるとの見方もあるため、中国が緊張緩和を狙うのであれば早めに動く可能性がある。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、英国ではインフレに対抗するための「金融引き締め＋財政拡大」というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、政権交代にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。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		7/25	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%	0.00	3.50	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	5.00%	0.25	2.50	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	2.75	3.85
中国	1年物MLF金利	2.65%	0.00	-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	5.00%	0.00	3.75	4.90
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	1.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	3.50	6.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	8.50%	1.00	0.50	4.25
トルコ	1週間物レポ金利	17.50%	2.50	3.50	9.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		7/25	1カ月	1年	3年
米国		3.88%	0.15	1.09	3.30
ドイツ		2.43%	0.07	1.41	2.87
日本		0.47%	0.10	0.27	0.45
カナダ		3.52%	0.16	0.66	3.01
豪州		4.03%	0.04	0.67	3.16
中国		2.67%	0.00	-0.11	-0.19
ブラジル		10.98%	-0.12	-2.62	3.70
英国		4.27%	-0.05	2.33	4.12
インド		7.10%	0.03	-0.29	1.28
インドネシア		6.24%	-0.06	-1.16	-0.65
メキシコ		8.86%	0.23	0.06	3.11
ロシア		11.20%	0.15	2.38	5.27
トルコ		17.55%	2.25	1.30	5.53

		直近値	期間別変化率		
株価指数		7/25	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	35,438	5.1%	10.8%	33.9%
	S&P500	4,567	5.0%	15.1%	42.0%
ユーロ圏	STOXX 50	4,391	2.8%	21.8%	32.6%
日本	日経平均株価	32,683	-0.3%	18.0%	43.6%
	TOPIX	2,285	0.9%	17.6%	45.3%
中国	MSCI中国	63.52	4.8%	-8.0%	-32.1%
インド	MSCIインド	2,193	5.0%	13.1%	68.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,613	2.2%	10.2%	32.3%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,196	5.9%	0.6%	44.2%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		7/25	1カ月	1年	3年
米ドル		140.90	-1.9%	3.1%	32.7%
ユーロ		155.78	-0.6%	11.5%	25.9%
カナダ・ドル		106.98	-1.8%	0.6%	35.2%
豪ドル		95.71	-0.3%	0.7%	26.9%
人民元		19.76	-1.4%	-2.4%	31.0%
ブラジル・リアル		29.66	-1.3%	16.3%	46.2%
英ポンド		181.81	-0.5%	10.4%	33.9%
インド・ルピー		1.72	-1.8%	0.5%	21.3%
インドネシア・ルピア		0.94	-2.0%	3.1%	29.2%
フィリピン・ペソ		2.59	1.1%	6.7%	20.2%
ベトナム・ドン		0.60	-2.5%	2.0%	30.1%
メキシコ・ペソ		8.32	-0.6%	24.6%	74.6%
ロシア・ルーブル		1.56	-8.4%	-33.9%	5.4%
トルコ・リラ		5.23	-8.2%	-31.9%	-66.3%

		直近値	期間別変化率		
リート		7/25	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	22,013	9.5%	-0.4%	35.4%
日本	東証REIT指数	1,886	2.3%	-5.8%	12.8%

		直近値	期間別変化率		
商品		7/25	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	79.63	15.1%	-17.7%	92.9%
金	COMEX金先物価格	1,964	2.3%	14.2%	3.5%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

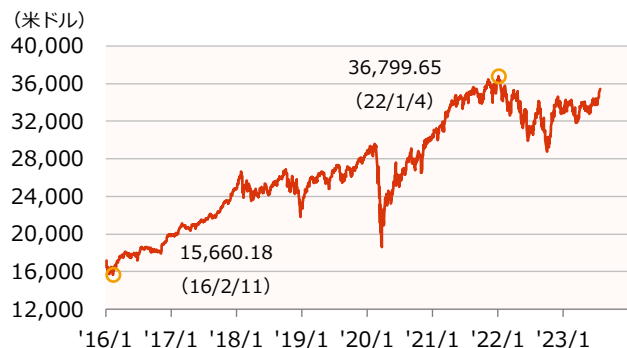
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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)



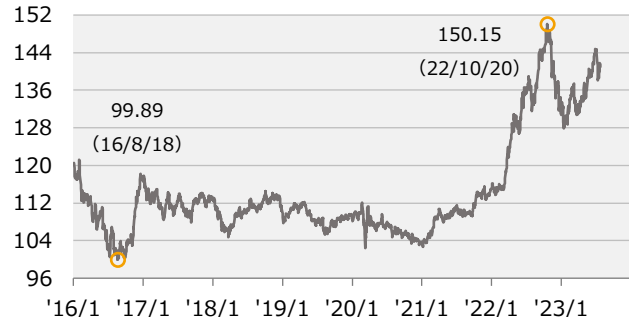
※グラフの期間は2016年1月初～2023年7月25日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

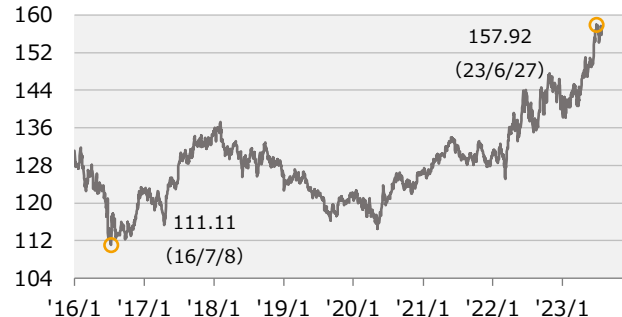
米ドル

(円/米ドル)



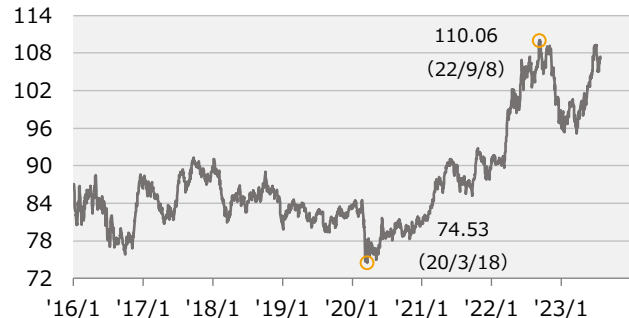
ユーロ

(円/ユーロ)



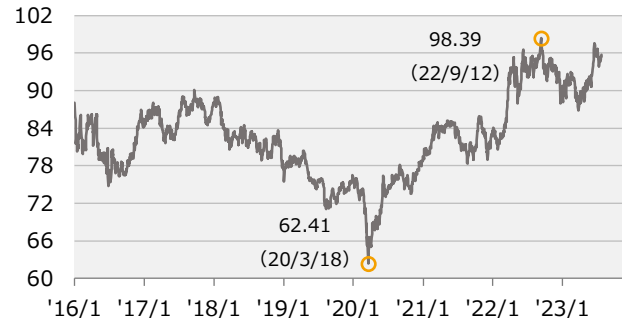
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



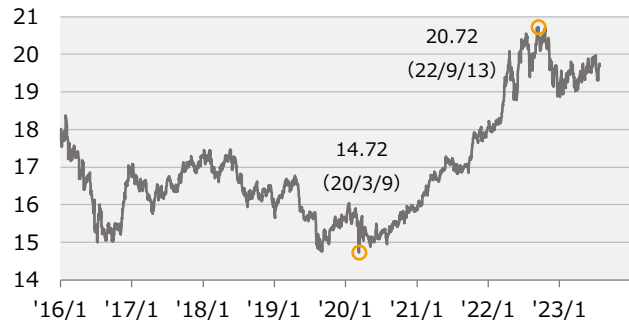
豪ドル

(円/豪ドル)



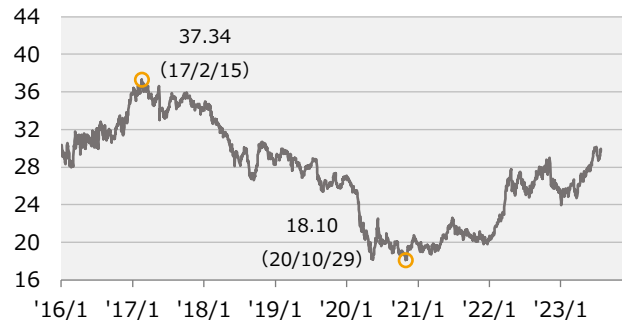
中国人民元

(円/人民元)



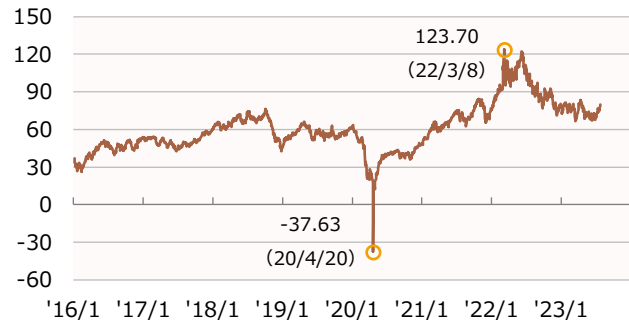
ブラジル・レアル

(円/レアル)



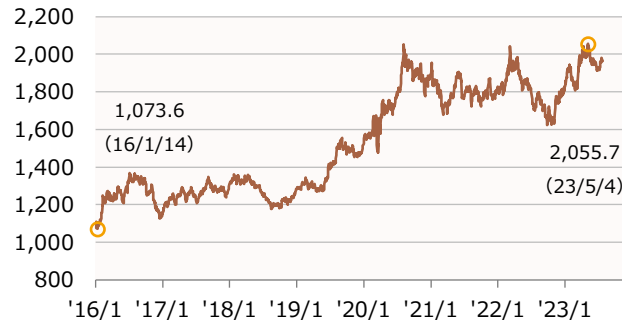
WTI原油先物価格

(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7月25日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.1	5.3	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%	4.5% 4%	▲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0.75%ポイントの利下げ。	2023年7、9月に各0.25%ポイントの追加利上げ。 2024年に計2%ポイントの利下げ。	- YCCの運用柔軟化により、YCC撤廃の必要性は低下。 - マイナス金利撤廃は2025年以降を予想し、2024年までは大きな政策修正を予想せず。

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2023年	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） ●BRICS首脳会議（南ア、22-24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） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（インドネシア、5-7日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●G20首脳会議（インド、9-10日） ●ブラジル金融政策決定会合（20日） ●シンガポール大統領選挙（月内）
	10月	●インボイス制度開始（1日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●スイス総選挙（22日） ●ECB理事会（26日） ●EU首脳会議（26-27日） ●FOMC（31日-11月1日） ●米財務省為替報告書（月内）	●RBA理事会（3日） ●ニュージーランド総選挙（14日） ●カナダ金融政策決定会合（25日） ●アルゼンチン大統領・議会選（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（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） ●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		●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（18-19日）	●FOMC（10-21日） ●ECB理事会（7日） ●EU首脳会議（月内）	●イラン議会選挙（1日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●ラマダン開始（11日） ●ロシア大統領選挙（17日） ●RBA理事会（19日） ●ブラジル金融政策決定会合（20日） ●トルコ地方選挙（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（25-26日）	●ECB理事会（11日） ●米財務省為替報告書（月内） ●FOMC（30日-5月1日）	●ラマダン終了（9日） ●韓国議会選挙（10日） ●カナダ金融政策決定会合（10日） ●インド総選挙（-5月まで） ●ペルー大統領・議会選挙（月内）
	5月		●G7首脳会議（イタリア、月内） ●欧州議会選挙（月内）	●RBA理事会（7日） ●南アフリカ総選挙（8日） ●ブラジル金融政策決定会合（8日） ●ベネズエラ大統領選挙（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（13-14日）	●ECB理事会（6日） ●FOMC（11-12日） ●EU首脳会議（月内）	●メキシコ大統領選挙（2日） ●カナダ金融政策決定会合（5日） ●RBA理事会（18日） ●ブラジル金融政策決定会合（19日）
	7月	●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（18日） ●FOMC（30-31日）	●カナダ金融政策決定会合（24日） ●ブラジル金融政策決定会合（31日）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保证券、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：住宅ローン担保证券、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7月25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7月31日)