

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 2023

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

ソフトランディングの向こう側

- 1. ようやくインフレ退治に目処がつき、利上げという「山登り」は概ね終了した状況にある。振り返れば、利上げ局面のテーマは「利上げするしかない」と明確で、その結末は「ソフトランディング」だった。
- 1. これから、利下げという「山下り」に入るが、利下げ局面のテーマは「経済データ次第」で明確ではない。山の向こう側にはどのような景色が広がっているのか。現時点で市場コンセンサスはなく、それを見極めていくことになる。



- 経 … 過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクは継続的な高成長。
- 株 … 利下げが株式市場の焦点となる時期は後ずれ、目先は内需の動向を注視。
- 債 … 景気の力強さが継続する中で利下げ観測は引き続き後退、金利は当面高止まりへ。
- 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・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。



- 経 … 製造業だけでなくサービス業も悪化する中、景気は下振れリスクを抱えつつ停滞が続く。
- 株 … ECBの利上げ停止示唆はポジティブだがファンダメンタルズの不透明感が高い。
- 債 … 景気悪化とインフレ期待の下振れで、利上げ打ち止めを機に長期金利は早晚低下へ。
- 為 … 追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。



- 経 … 経済活動正常化の進展に加え、原材料高一服と賃上げの効果もあり回復傾向継続。
- 株 … 株主還元強化への期待など独自要因は健在、2024年度春闘賃上げ率に注目。
- 債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。
- リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。
- 為 … 世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替

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



- 経 … 引き締め的な金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。
- 債 … インフレ高止まりで高金利政策は長期化。長期金利は3%台での推移が継続しよう。
- 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。



- 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 … 賃金上昇率の加速と資源価格の反発によるインフレ再加速を受け、追加利上げへ。
- 為 … RBAの利上げと相対的な長期金利の高止まりにより、対米ドルでの増価を見込む。



- 経 … 効果的な景気支援策が打ち出される可能性は低く、景気低迷が長引くリスクが浮上。
- 株 … 有効な景気対策望みにくい、不動産業のリーマン・モーメント回避期待で下げ止まるか。
- 債 … 追加金融緩和は小幅も、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利低下が進もう。
- 為 … 景気見通しの悪化と、当局の元安けん制の綱引きの中、当面7.3元/米ドル近辺で推移。



- 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

インフレ退治は過去のものに

過去1カ月の株価は世界的に、概ね横ばい推移となった。その理由の1つは、進むべき方向を「見極め中」というところがあるだろう。振り返れば、ここ2年ほどの大きなテーマであり続けたのが「インフレ」。ただ、インフレ退治は過去のものになりつつあり、9月の理事会でECBは利上げ局面の終了を示唆した。FRBも年内にあと1回（0.25%ポイント）の追加利上げをやるかやらないかといったところだ。

利上げ局面はテーマが明確

市場参加者にとって、利上げ局面はある意味わかりやすい相場環境だったと言える。インフレ退治が至上命題であるために「利上げするしかない」わけだ。それを前提に当初想定したのは高金利政策で景気が悪化することで、ソフトランディングは細き道だと考えられた。しかし、実際には景気が想定以上に強く、大きな落ち込みを見せていない。そしてそれが2023年入り後の堅調な株式市場に作用した。

利下げ局面はコンセンサスがない

これからは利下げ局面という新しいステージが始まる。では、新しいステージでの注目点とはというと、実は困ったことがある。それは市場にコンセンサスがないこと。利上げ局面での「利上げするしかない」といった明確なものではなく、全てが「経済データ次第」となる。今わかっていることは政策金利の据え置き期間がしばらく続くということだけで、ここでのポイントとなる「その期間」は明確ではない。

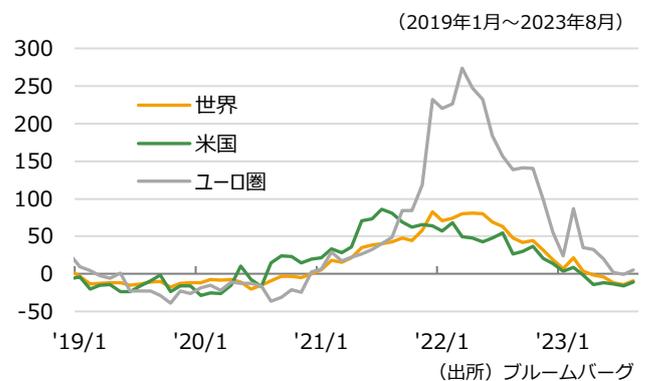
ソフトランディングの向こう側

例えば、米国の2024年GDP成長率のエコノミスト予想を見ると、予想平均はレンジ中央でしかなく、予想は平均値の上下双方に分布している。また政策金利の見通しではエコノミストと市場の見通しで乖離がある。これらは市場コンセンサスがどこにあるのか「よくわからない」ことを意味する。足元のソフトランディングは織り込み済で、その向こう側はどんな景色なのか。それを見極めていくことになる。

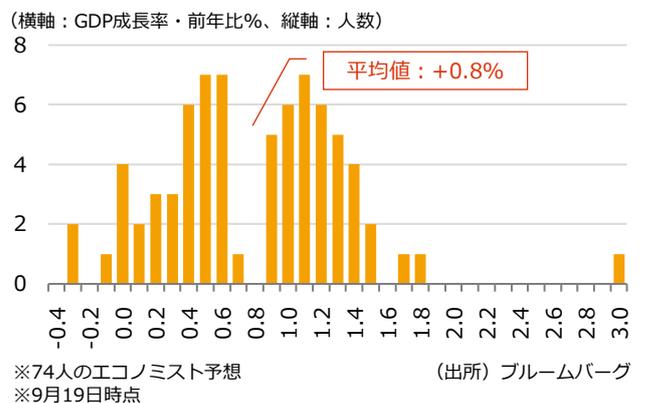
世界株式



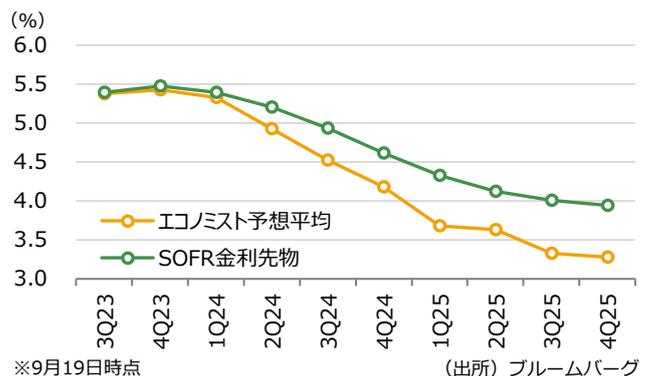
インフレ・サプライズ指数



米国の2024年実質GDP成長率の見通し分布



米国の政策金利の見通し



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクは継続的な高成長。製造業だけでなくサービス業も悪化する中、景気は下振れリスクを抱えつつ停滞が続く。経済活動正常化の進展に加え、原材料高一服と賃上げの効果もあり回復傾向継続。引き締め的な金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。効果的な景気支援策が打ち出される可能性は低く、景気低迷が長引くリスクが浮上。高金利で目先の経済成長は巡航速度を下回るが、利下げで年終盤から緩やかに回復。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									利下げが株式市場の焦点となる時期は後ずれ、目先は内需の動向を注視。ECBの利上げ停止示唆はポジティブもファンダメンタルズの不透明感が高い。株主還元強化への期待など独自要因は健在、2024年度春闘賃上げ率に注目。有効な景気対策望みにくいが、不動産業のリーマン・モーメント回避期待で下げ止まるか。史上最高値を更新しているものの、割高感のみられておらず、上昇余地があると予想。米中摩擦の恩恵や構造改革を受け、株価指数の上昇余地があると予想。利上げ再開の懸念が浮上しており、目先は株価調整の可能性に注意。中長期的な上昇傾向は変わらないが、目先は米ドル高の影響で上値が重い可能性がある。

債券	米国	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	一言コメント
														景気力強さが継続する中で利下げ観測は引き続き後退、金利は当面高止まりへ。景気悪化とインフレ期待の下振れで、利上げ打ち止めを機に長期金利は早晩低下へ。YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。インフレ高止まりで高金利政策は長期化。長期金利は3%台での推移が継続しよう。賃金上昇率の加速と資源価格の反発によるインフレ再加速を受け、追加利上げへ。追加金融緩和は小幅も、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。相対的に高い金利収入と債券価格上昇の両方を期待できる局面が継続。金融引き締めの累積的な効果が本格化するなか、長期金利は低下基調が明確に。インフレ圧力は限定的で、インデックス組み入れへの期待もあり、レンジ推移が続こう。天候不順への懸念や、米ドル高の影響を受け、長期金利が低水準から上昇しやすい環境。インフレ鈍化で年内利下げ開始の可能性も十分。高い金利水準と金利低下期待が魅力。※脚注参照 インフレ再加速により利上げは継続。利上げ一巡後は高金利が評価される可能性も。

リート	米国	日本	一言コメント
			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。

商品	原油	金	一言コメント
			OPECプラスの協調減産と需要の下振れリスク後退で原油価格は高止まりの公算。米経済の力強さと米実質金利の高止まりが重荷。中銀の金準備積み増しが下支え要因。

※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	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	一言コメント
																米金利上昇・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。RBAの利上げと相対的な長期金利の高止まりにより、対米ドルでの増価を見込む。景気見通しの悪化と、当局の元安けん制の綱引きの中、当面7.3元/米ドル近辺で推移。利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。追加利上げ観測後退でポンド高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下がポンド安要因に。海外からの資金流入、中銀の介入等を受け、外部環境悪化の局面でも底堅い推移を予想。米ドル高が重しだが、構造改革等のファンダメンタルズの改善が下支えし、レンジ推移を予想。強い内需と、原油高による貿易収支悪化の綱引きの中、レンジ推移になる可能性が高い。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しようが、目先は米ドル高で減価圧力が強まろう。高い実質金利、豊富な海外労働者からの本国送金、直接投資の拡大が通貨高要因に。※脚注参照 基調的な経常赤字と政策金利を大幅に上回る高インフレが通貨の重荷。

※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		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2021年	2022年	2023年	2024年	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
米国	5.9	2.1	2.1	1.1	0.00 ~ 0.25	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.75 ~ 5.00	1.51	3.87	4.1	3.6
ユーロ圏*1	5.6	3.3	0.5	1.1	0.00 ~ -0.50	2.50 ~ 2.00	4.50 ~ 4.00	3.00 ~ 2.50	-0.18	2.57	2.2	1.5
日本	2.2	1.0	2.2	1.2	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.7	0.9
カナダ	5.0	3.4	1.5	1.0	0.25	4.25	5.00	4.50	1.43	3.30	3.7	3.3
豪州	5.2	3.7	1.5	1.4	0.10	3.10	4.60	4.10	1.67	4.05	4.2	4.0
中国	8.4	3.0	4.4	4.6	2.95	2.75	2.40	2.40	2.78	2.84	2.5	2.6
ブラジル	5.0	2.9	3.0	1.5	9.25	13.75	11.75	8.00	10.94	12.71	10.5	9.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	
米国	36,338	33,147	34,500	37,200	米ドル	115.08円	131.12円	140円	128円
NYダウ	18.7%	-8.8%	4.1%	7.8%		11.5%	13.9%	6.8%	-8.6%
米国	4,766	3,840	4,360	4,650	ユーロ	130.90円	140.41円	147円	132円
S&P500	26.9%	-19.4%	13.6%	6.7%		3.7%	7.3%	4.7%	-10.2%
欧州	4,298	3,794	4,100	4,450	カナダ・ドル	91.08円	96.76円	106円	99円
STOXX 50	21.0%	-11.7%	8.1%	8.5%		12.3%	6.2%	9.5%	-6.6%
日本	28,792	26,095	33,000	36,500	豪ドル	83.68円	89.37円	95円	92円
日経平均株価	4.9%	-9.4%	26.5%	10.6%		5.3%	6.8%	6.3%	-3.2%
日本	1,992	1,892	2,350	2,550	中国人民元	18.11円	19.16円	18.5円	17.4円
TOPIX	10.4%	-5.1%	24.2%	8.5%		14.7%	5.8%	-3.4%	-5.9%
中国	84.29	64.47	60	62	ブラジル・リアル	20.65円	24.80円	29.8円	27.2円
MSCI	-22.4%	-23.5%	-6.9%	3.3%		3.8%	20.1%	20.1%	-8.7%

	リート			
	実績値		予想値	
	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
米国	26,561	20,089	25,900	28,000
NAREIT指数	43.2%	-24.4%	28.9%	8.1%
日本	2,066	1,894	1,950	2,000
東証REIT指数	15.8%	-8.3%	3.0%	2.6%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率
 ※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)
 ※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし
 *1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(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	0.9	0.25	3.50	5.25	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	6.5	6.3
フィリピン*2	5.7	7.6	5.5	5.3	2.00	5.50	6.25	5.75	2.18	4.49	4.2	3.5
ベトナム	2.6	8.0	5.8	6.5	4.00	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	3.5	2.5	5.50	10.50	11.00	9.00	7.57	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-2.1	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.6	2.5	3.0	14.00	9.00	35.00	30.00	23.18	9.16	30.0	25.0

	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	170円	153円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	5.0%		10.3%	1.7%	7.3%	-10.0%
インドネシア	6,696	7,393	8,200	8,500	インド・ルピー	1.55円	1.59円	1.67円	1.59円
MSCI	1.5%	10.4%	10.9%	3.7%		9.5%	2.7%	5.0%	-4.8%
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	0.913円	0.858円
VN指数	35.7%	-32.8%	27.1%	5.5%		9.3%	4.5%	8.2%	-6.0%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.38円	2.49円	2.37円
						5.2%	5.3%	4.7%	-4.8%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.559円	0.57円	0.53円
						12.7%	10.9%	1.9%	-7.0%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.72円	8.9円	8.7円
						8.0%	19.9%	32.4%	-2.2%
					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	5.0円	4.1円
						-38.5%	-18.2%	-28.6%	-18.0%

※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

リベンジ消費を受けた足元の高成長

8月分の経済指標が公表される中、7-9月期の高成長観測は蓋然性を増しつつある。地区連銀経済報告などに基づく、行楽シーズンでのリベンジ消費が大きく影響している公算が高い。ただし、リベンジ消費は最終局面との声もあり、足元の強い消費モメンタムは一時的に留まる可能性もある。金融政策・相場展開におけるリスクは景気モメンタムの低下ではなく、むしろ景気の継続的な力強さである。

健全な家計のバランスシート

足元における高成長の背景に過剰貯蓄が影響している。過剰貯蓄の多寡を巡る見方は分かれるものの、完全に消失したとは言い切り難い。年末にかけて取り崩し終わる可能性が高いか。また、家計のバランスシートに問題は少ない。たしかに、クレジットカード・ローンなどの延滞率は上昇傾向にあるが、コロナ禍前の水準に回帰しつつあるに過ぎない。家計が財布の紐を大幅に締めるとは目先考え難い。

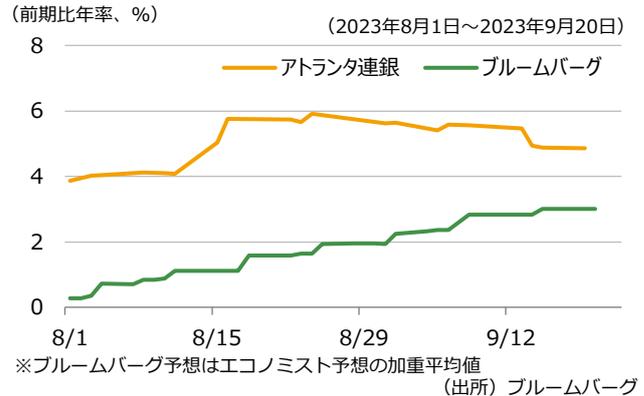
雇用増加ペースは適正並みに鈍化

8月非農業部門の雇用者数は前月比+18.7万人と、2016~19年平均並みの雇用拡大ペースに鈍化してきた。適正とされる雇用拡大ペースと遜色ない。また、求職者の増加を背景に失業率は3.8%へと上昇し、FOMC参加者が長期トレンドとみる4.0%に近づいてきた。労働市場の過熱感が一步後退する結果であると同時に、雇用環境の良好さは当面の経済活動を下支えていくと見込まれる。

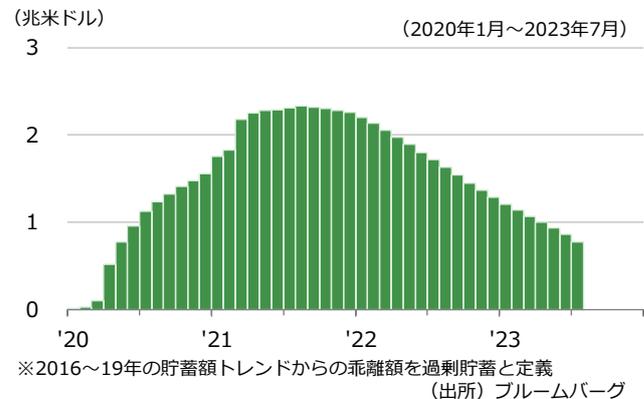
インフレ抑制は持久戦

8月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%と若干上振れた。住居費を除くサービス価格が同+0.4%と前月から幾分加速。単月の上振れであり、コアCPIのモメンタムが大きく高まったとは現時点で言い難い。他方、前年同月比は+4.4%と5カ月連続の鈍化であるものの、インフレ目標の2%を優に上回っている。インフレ率の水準は依然「高過ぎる」状況で、一段の鈍化が待たれる。

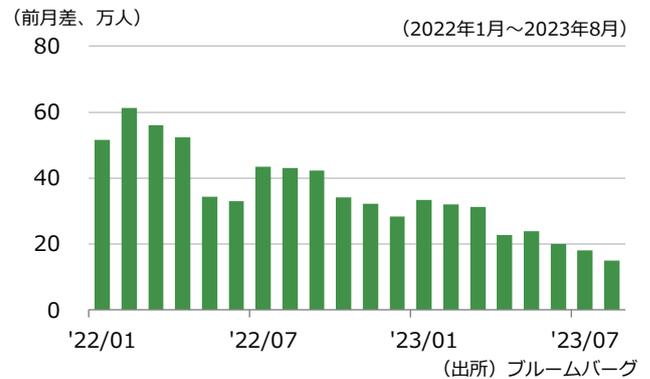
7-9月期実質GDP予想値



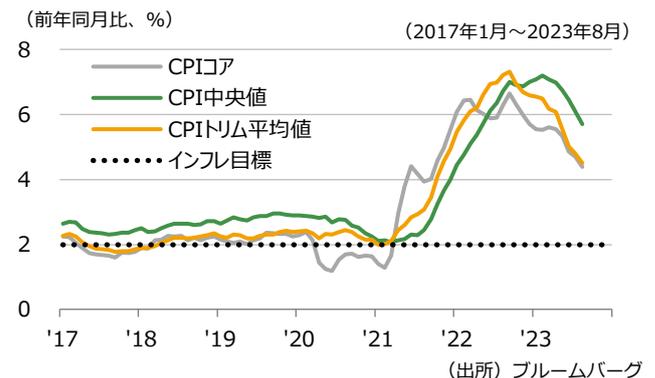
過剰貯蓄の試算例



非農業部門の雇用者数



基調的なインフレ率





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。金利上昇への警戒により直近1カ月の騰落率は先進国株式内で低位。9月FOMCで2024年末の政策金利見通しが大きく切り上がったことはマイナス材料。米国経済は全般的に底堅いものの、10月から一部免除されていた学生ローンの返済が再開されること、過剰貯蓄減少への警戒感があることなどの不確実な要因もあり当面はこれらの動向にも注意が必要と考える。

金利変動の影響を受けやすい状況

S&P500の12カ月先予想PERは18倍台半ば、リスクプレミアムは1%程度。リスクプレミアムが低水準（割高）である状況は変わらず、株式市場が金利変動の影響を受けやすい状況にあると考える。一方、9月FOMCを経ても2024年に利下げが行われるとの見方は変わらず。従って、時間の経過と共に利下げ開始が株式市場の焦点になるとは引き続き考えているものの、その時期はやや後ろ倒しされたとみる。

目標株価の観点からは警戒感強くない

一方、個別銘柄ベースでは高値警戒感は限定的と考えている。右図はS&P500構成銘柄のコンセンサス目標株価の平均乖離率とS&P500を見たもの。乖離率が10%を下回ると目標株価への接近が意識され、株価が一旦ピークを付けやすい傾向が見られる。現在の乖離率は15%程度。目標株価との乖離率が大きいという状況ではないものの、高値警戒からは一定の距離がある状況と考える。

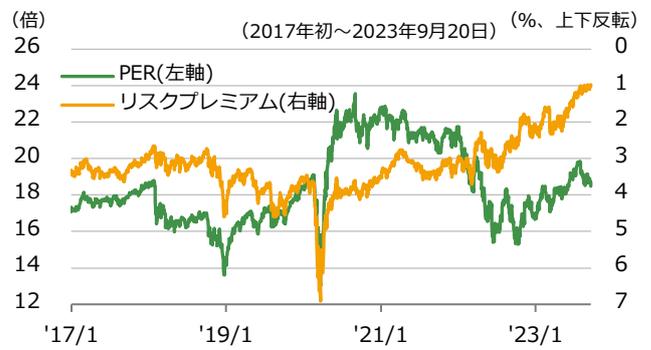
米国内需の動向に注目

ファンダメンタルズの観点からは米国内需に注目。米国の過剰貯蓄の減少が一部で指摘されているほか、10月からは一部免除されていた学生ローンの返済が再開される。過剰貯蓄は過去平均の貯蓄額の算出方法次第で大きく振れるが、減少基調にあることは否めない。年末商戦が注目される時期が近付いており、小売業の決算発表や、全米小売業協会が発表する今年の年末商戦見通しを注視したい。

S&P500の推移



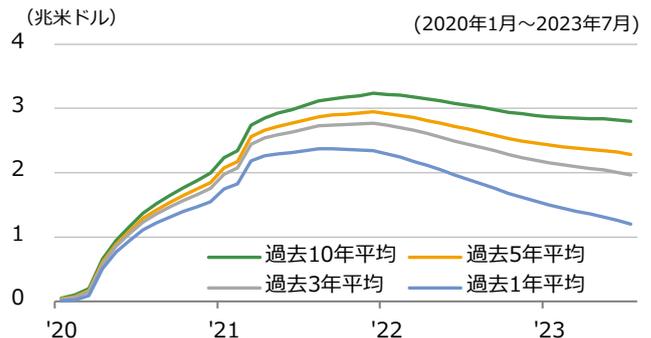
S&P500のPERとリスクプレミアム



S&P500構成銘柄の目標株価との平均乖離率



過剰貯蓄の動向





債券・金利

FRBはFF金利見通しを大幅引き上げ

FRBは9月FOMCで政策金利を5.25-5.50%で据え置いた一方、FOMC参加者は2024年末のFF金利見通しを大幅上方修正。年内の追加利上げを選択肢として残す一方、来年の利下げ開始時期が年後半に後ずれした格好である。インフレ率は「高過ぎる」とはいえ鈍化傾向にあることから、当社は年内の追加利上げを予想していない。他方、FF金利見通しを受け、2024年政策金利予想を若干引き上げ。

長期金利見通しを上方修正

①景気力の強さ、②利下げ開始までの時間、③利下げ終着点の切り上がり論、などを踏まえ、長期金利見通しを上方修正した。景気の弱含みが目立って見られなければ、利下げ観測の更なる後退とともに当面の長期金利は4%台に留まりやすいだろう。先行きの金利低下を想定するものの、景気モメンタムが低下するまで、投資判断は「中立」としたい。

リート

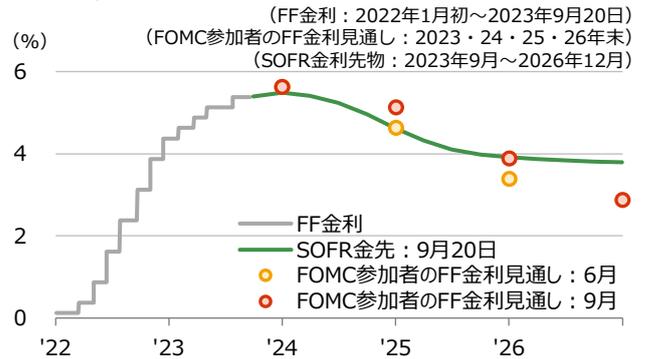
金利上昇傾向の中、横ばい推移

米国リート市場は、8月半ばから9月半ばにかけておおむね横ばいでの推移。8月末にかけて落ち着いた長期金利は9月に入り再度上昇傾向となり、リート市場の重しに。ただ金利上昇局面でも、米国リートの堅調な業績動向や健全なバランスシートなどを背景に株価はおおむね底堅く推移。今後は景気動向を横目でみながら、金融政策の転換点を模索する展開となろう。

過去水準との比較では魅力的だが…

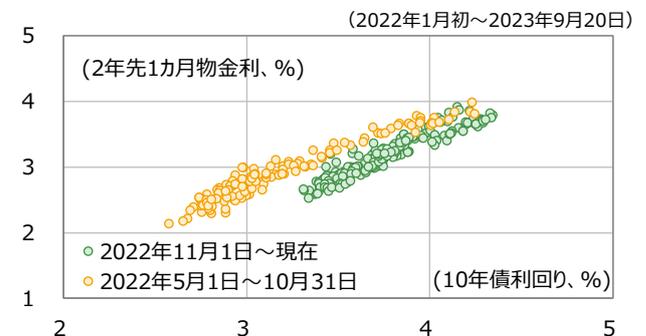
米国リート指数の予想配当利回りは4%を超え、過去水準との比較では魅力的だが、10年国債利回りとはほぼ同水準。米国リートは堅調なキャッシュフローの成長が見込まれるなど、配当利回りだけでバリュエーション評価はできないが、リート指数として上値を目指すには、金利などの外部環境の改善が待たれる。

FF金利と見通し



※FF金利は決定日ベースで誘導目標レンジの中心値 (出所) ブルームバーグ

10年債利回りと2年先1カ月物フォワード金利



※2年先1カ月物フォワード金利は2年先政策金利期待に相当 (出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT Index推移



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT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

日米金利差の変動のわりに米ドル高に

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。ただ、日銀の政策修正観測が高まった昨年12月は日米金利差の変動のわりに円高が進み、今年8月から9月は金利差変動のわりに米ドル高が進む局面があった。米金利上昇のなかでのリスクオフが米ドル高を招いたことや、エネルギー高が円安・米ドル高に働いたことが原因だ。米金利低下やエネルギー安になると米ドルの割高感は解消されやすい。

米ドル円は150円程度でピークアウトか

過去1年程度では、日米5年国債金利差が4.3%なら米ドル円は144.4円を中心に137.2～151.6円、3.3%なら134.0円を中心に126.8～141.2円に収まりやすい。また金利差縮小局面では金利差のわりに米ドル円が低水準となりやすい。来年前半にかけてはFRBの金融引き締め姿勢が後退するにつれて米金利が低下（日米金利差が縮小）し、米ドル円は130～150円程度のレンジ内で下落傾向になると予想。

米実質金利は米ドル安要因に転換するか

FRBが高金利を長く維持するとの観測などを背景に米10年実質金利は2009年以来の2%台まで上昇。ただ、市場の期待インフレ率が2%台前半で安定的に推移するなかで実質金利上昇は止まりつつある。一方、日銀緩和修正観測で日本の実質金利は下がりにくい状況にある。今後、米景気減速とインフレ鈍化によりFRBのタカ派姿勢が後退するとともに米実質金利が低下し、米ドル安要因になると予想する。

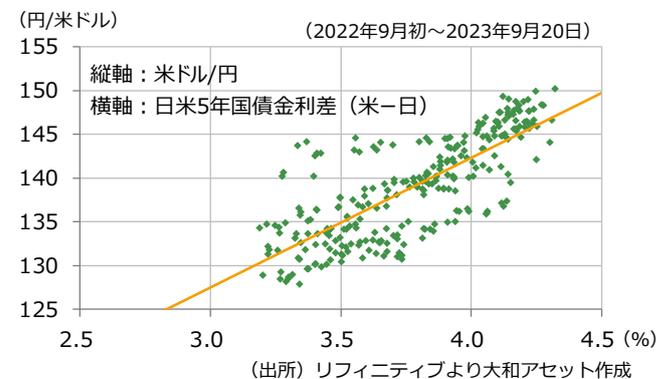
米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

米国のコアCPI（食品・エネルギーを除く）の前年同月比（以下同じ）は8月時点で4.3%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.2%にまで鈍化。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは8月に3.8%へと高まっており、米国を大幅に上回る。基調的なインフレ動向は日米の金融政策格差が縮小に向かうとの見方につながり、金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働く要因だろう。

日米金利差との相関からの米ドル円推計値



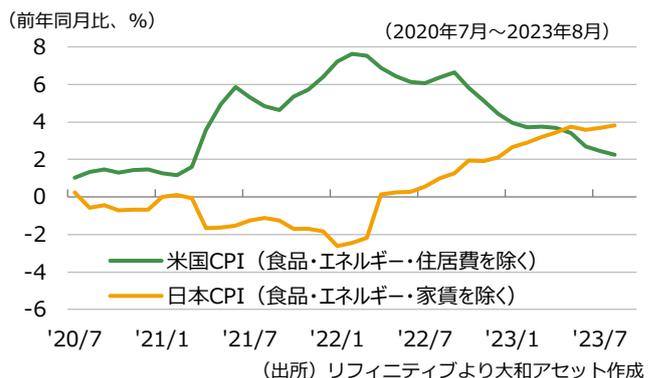
日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



日米の実質金利



日米の家賃を除くコアインフレ率





経済

景気は停滞中で下振れリスクも大きい

実質GDPは2022年10-12月期に前期比▲0.1%と、2年ぶりのマイナス成長に陥った後、1-3、4-6月期とも同0.1%と、辛うじて景気後退を免れている状況。ECBの9月の見通しでは、7-9、10-12月期もそれぞれ前期比0.0%、0.1%と停滞し、2024年以降に漸く前期比0.4%程度の成長軌道に復するとの由。しかし、ECBによる金融引き締めの一巡が要因と考えられる。

PMIはサービス業も50割れに

PMIは製造業が昨年7月以降50を下回って推移し、最近では低水準に沈んでいる。相対的に好調であったサービス業も最近の低下が急で、直近の8月は昨年12月以来となる50割れに陥った。ECBの金融引き締めが「奏功」しているわけだが、供給制約が解消しつつある中での製造業の悪化は中国をはじめとする世界経済の減速が、サービス業の悪化は潜在需要の発現の一巡が要因と考えられる。

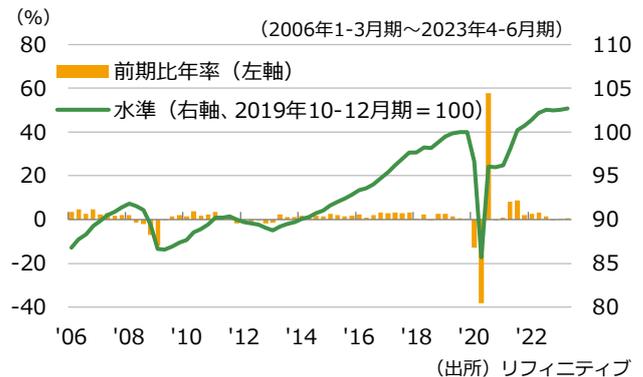
労働需給のひっ迫と賃金の上振れ

失業率は2020年8月をピークに低下基調にあり、ユーロ圏発足来の最低を更新しつつ、直近の7月は6.4%に達した。新型コロナウイルス問題による労働供給の制約を主因に労働需給はひっ迫したままで、それを反映して賃金は上振れている。もともと、景気が停滞するなか、賃金の伸びが一段と加速する状況ではなくなってきた。賃金と物価のスパイラル的な上昇への懸念は一先ず後退しつつある。

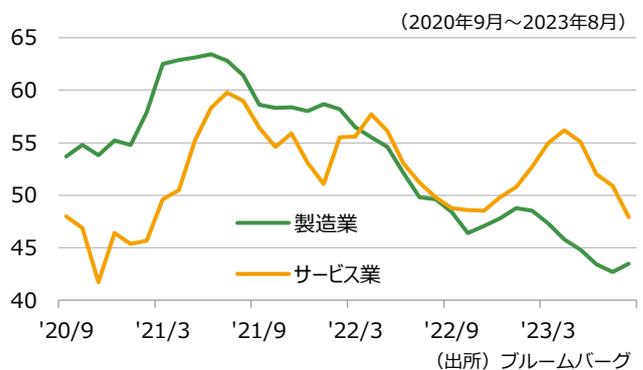
インフレ率は目標の2%から大幅に乖離

消費者物価指数は総合では昨年10月の前年同月比10.6%をピークに直近の8月は5.2%まで伸び率がほぼ半減している。エネルギー価格の下落が主因。食品・エネルギー等を除くコアは今年3月の同5.7%のピークに対して8月は5.3%と、あまり鈍化していない。何れにせよ、インフレ目標の2%を大幅に上回ったまま。それでも、サービス価格に鈍化の兆しが窺えるなど、少なくとも方向は下向きへ。

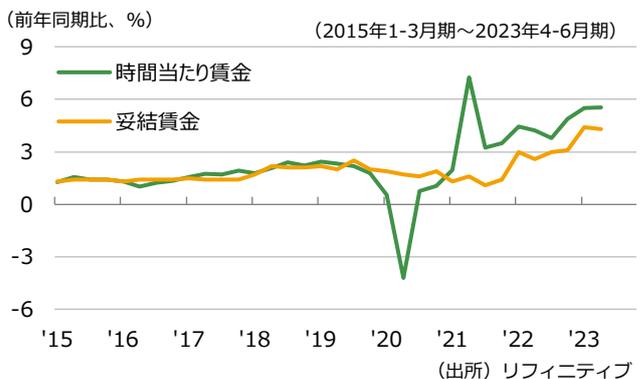
実質GDP



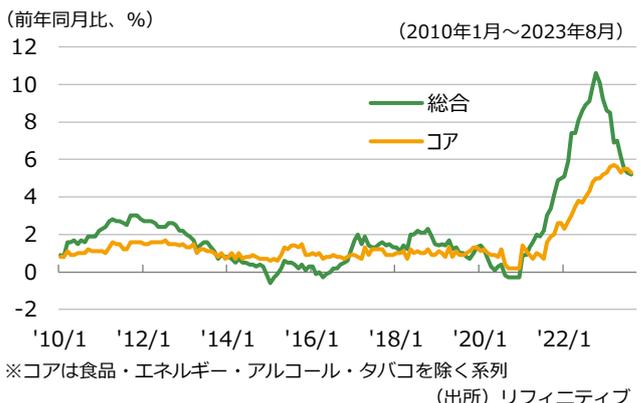
PMI



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。9月のECB理事会で決定した利上げをもって、利上げを停止する方向性が示された。米国に年内追加利上げの可能性が残る中、先んじて利上げ停止局面に入ったことは株式市場にとってポジティブ。その一方、ユーロ圏のインフレは依然高く、景気への不透明感も強い。利下げ開始への期待が株式市場の焦点になるにはまだ時間が掛かると考え、中立判断を継続する。

製造業のセンチメント悪化が目立つ

ユーロ圏の信頼感指数は低調。消費者の信頼感 は22年後半の直近ボトムからは改善も、過去と比べて依然低水準。加えて、この数カ月は製造業も低下基調にあり、ユーロ圏の景気に対する不確実性は日米と比べても高い。24年の域内における企業業績の市場予想は7月から8月に低下。ここ数週間 は下げ止まっているものの、まだ注視は必要と考える。

債券・金利

ECBは利上げ終了も利下げは見通せず

インフレがあまりにも長きに亘り高過ぎるとの見通しの下、ECBは昨年7月の利上げ開始から10回連続となる利上げを9月に実施した。しかし今回は、「十分に長い期間維持されれば」との条件の下、政策金利はインフレ目標の達成に大きく寄与する水準に達したとして、利上げ打ち止めを示唆した。これで今次局面の利上げは終了したと考える。但し、高インフレに鑑みれば、利下げは当面見通せず。

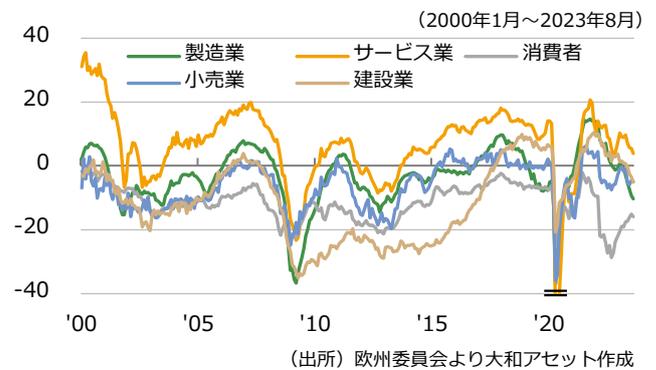
長期金利は早晩低下へ

ECBの現在の一義的な金融政策手段は政策金利であり、量的引き締めに関しては、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の停止に留まる。保有債券の売却は当面議論されそうになく、債券需給への影響は限定的。景気悪化とインフレ期待の下振れが見込まれるなか、利上げ打ち止めを機に長期金利は早晩低下に転じると想定する。

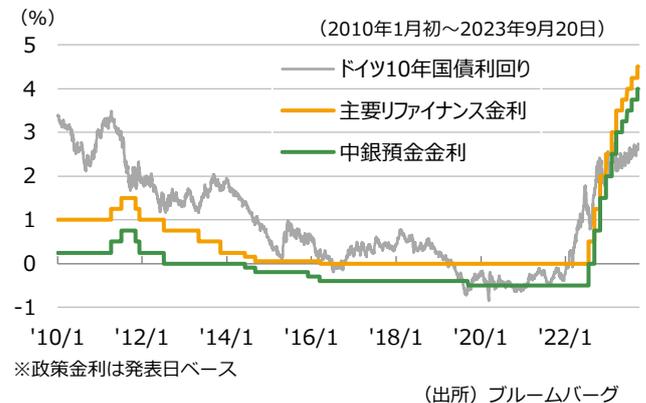
Euro STOXX 50の推移



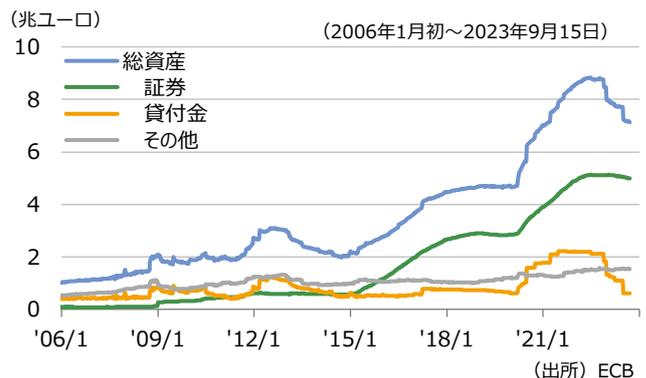
ユーロ圏信頼感指数の推移



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

独日金利差縮小につれユーロ安・円高へ

年央までは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た。その後、景気減速下でコアインフレ率がピークを打ち、追加利上げ観測も後退するなかで、独金利は相対的に低下しつつある。独日金利差が縮小した当初はリスクオンによりユーロ高・円安が進んだが、景気減速懸念でリスクオフに傾くことによりユーロ安・円高に傾きやすくなると見ている。

独米金利差に応じユーロ安・米ドル高に

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

実質実効為替の「変動」から言えること

内外物価変動格差を控除した実質実効為替レートを見ると、ユーロは昨年8月を底に上昇してきた。最近1年間では、米ドルと円が下落したのに対し、ユーロは上昇。ユーロ高は、米国や日本に比べユーロ圏の価格競争力を低下させ、製造業の景況感を悪化させる一因になっている。ただ、ユーロ高はインフレを抑制する一因になるため、インフレの鈍化が個人消費などの内需回復につながる可能性はある。

経済指標のユーロ安・円高圧力は限定的

経済指標の市場予想比を反映する経済サプライズ指数 (ESI) を見ると、ユーロ圏はマイナス圏で低迷、米国はプラス幅が縮小し、日本は堅調に推移している。ESIの相対的な変化からは、ユーロ安・円高や米ドル安・円高に作用しやすい状況にある。ただ、今のところは欧米のESIが一方向的に低下して景気悪化懸念が強まるような状況にはないので、欧米金利低下を伴うリスクオフの円高は抑制されている。

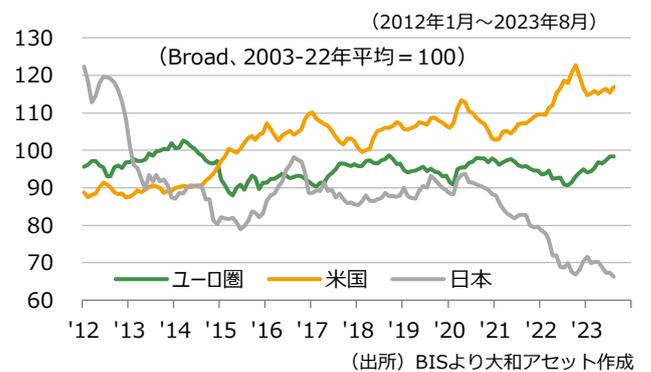
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



経済サプライズ指数





経済

景気は当面停滞したまま

実質GDPは2022年4-6月期以降停滞しており、その水準は依然コロナ前を下回る。PMIは製造業が昨年8月以降50を下回って推移し、直近の8月は2020年5月以来の低水準に沈んだ。相対的に好調であったサービス業も8月は今年1月以来となる50割れに陥った。景気のけん引役が不在な上、BOEによる金融引き締めの一時的な効果に鑑みれば、当面景気は停滞したままと見込む。

コアのインフレ率も低下基調へ転換か

週平均賃金は直近の7月まで高い伸びが続いているが、8月消費者物価指数は食品・エネルギー等を除くコアで前年同月比6.2%と、7月の6.9%から目立って鈍化した。サービス価格が主導。果たして、コアのインフレ率の鈍化が単月の事象か基調変化かは即断できないが、最近の経済指標の顕著な悪化に鑑みれば、基調変化の可能性も十分に考えられる。

為替

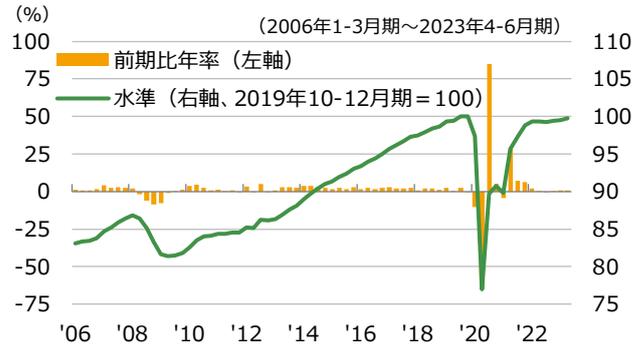
BOEは既に利上げ打ち止め

BOEは2021年12月の利上げ開始から14会合連続で利上げを実施した後、9月は政策金利を据え置いた。政策金利が十分に長い間、十分に引き締めめであることが必要、より持続的なインフレ圧力が明らかになれば追加利上げが必要、などの方針は変わらず、利上げ打ち止めの示唆はない。しかし、コアのインフレ率の推移に鑑みれば、既に利上げ打ち止めの可能性が高い。長期金利も低下基調を見込む。

ポンド安・ユーロ高が進行か

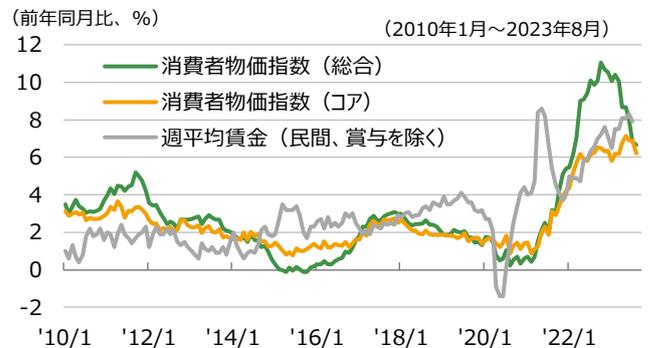
ユーロ圏に比べ英国の長期金利は相対的に上昇し、ポンド高・ユーロ安の一因となってきた。賃金上昇率が高まり、コアインフレ率の鈍化が進まないなかで追加利上げ観測が根強かったためだ。だが、景気減速や労働需給緩和に加え、コアインフレの鈍化が明確化しつつある。長期金利が相対的に低下しているので、ポンド安・ユーロ高が進む可能性が高い。

実質GDP



(出所) リフィニティブ

消費者物価指数と週平均賃金



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

※週平均賃金は3カ月移動平均で2023年7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

経済活動正常化進む

引き続き、国内外の人流回復、供給制約解消や仕入れ価格上昇一服などから経済活動正常化が進展している。輸入物価や人件費上昇等のコスト増を積極的に価格転嫁する動きが広がり、高い物価の伸びが継続しているが、家計の過剰貯蓄や賃金上昇などから消費が腰折れする状況には至っていない。製造業も、業種毎の強弱はあるものの自動車の挽回生産や円安傾向などから総じて底堅い動きとなっている。

経常黒字拡大

7月の経常黒字は2兆7,717億円と7月としては過去最大。前年同月比では、電機の減少、自動車の増加で輸出はほぼ横這いとなった一方、エネルギー価格の下落による輸入減で貿易収支が改善、海外の金利上昇による利子収入増等で第一次所得収支も増加した。原発処理水放出問題により中国からの団体旅行の回復は後ずれする可能性はあるものの、訪日外国人増加によるサービス収支改善も見込まれる。

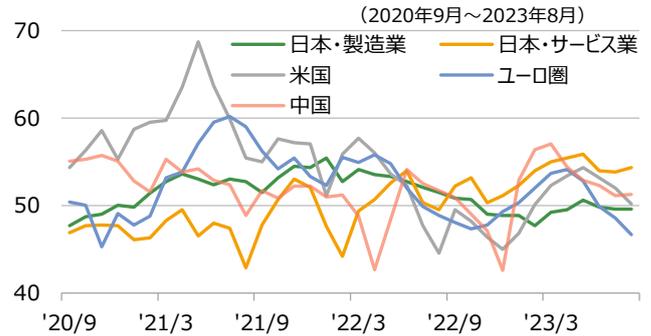
消費者物価は高止まり

8月の東京都区部消費者物価指数（前年同月比）は+2.9%と7月の+3.2%から伸び率が鈍化した。政府の物価対策の影響を除くと4%近い上昇率が継続している。物価対策は本年末までの延長だが、人手不足や賃上げ原資確保などから企業の積極的な価格転嫁が続いており広範な物価上昇につながっているほか、原油価格の上昇や円安が再度進行しているため、消費者物価は高い伸びが継続しよう。

賃金の伸びは2カ月連続で鈍化

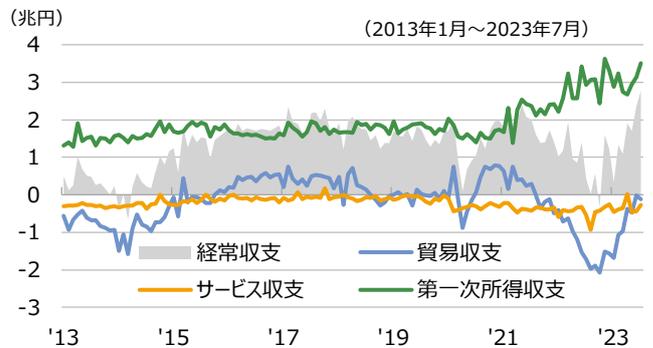
7月の現金給与総額（前年同月比、以下同じ）は+1.3%と6月の+2.3%から伸び率が鈍化した。所定内給与は+1.6%と6月の+1.3%から伸び率が拡大したが、残業時間の短縮により所定外給与の伸びが+0.5%（6月+1.9%）となったほか、ボーナスなど特別に払われた給与が+0.6%（6月+3.5%）だった。実質賃金は▲2.5%とマイナス幅が拡大し16カ月連続の減少でやや期待外れの状況にある。

PMI



(出所) ブルームバーグ

経常収支



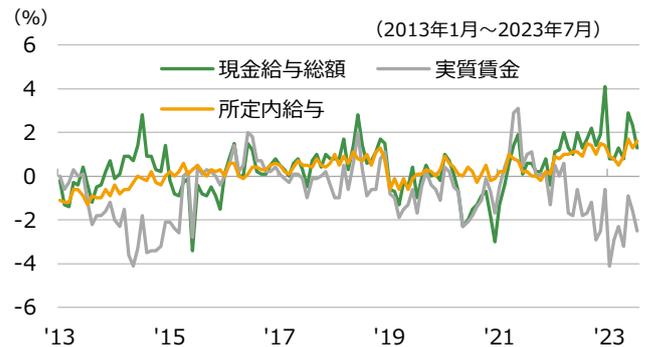
(出所) 財務省

消費者物価指数



(出所) ブルームバーグ

賃金



(出所) ブルームバーグ



株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気スタンスを継続する。東証の資本効率を意識した経営の要請など、日本の独自要因への注目は引き続き高い。金融政策の早期修正への思惑が再び高まったことはマイナス材料であるものの、日本株が注目され易い状況は継続すると予想する。為替予想を円安に修正したことなどを受け、TOPIXの年末予想を23年末：2,350ポイント、24年：2,550ポイントに引き上げる。

バリュエーションに割高感はなし

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍台前半、リスクプレミアムは6%台前半であり、依然目立った割高感はなく、バリュエーション調整を警戒する局面ではない。米国の利下げ開始時期が後ずれする可能性が意識される中では、急速な円高リスクも限定的と考える。このため、東証要請による株主還元強化や、2年連続の高めの賃上げの実現などの材料に株式市場が反応し易いと考える。

為替前提は円安方向に修正余地あり

2023年度の会社計画の為替前提は、急速な円安が進行した昨年度ほどではないものの、過去平均と比べると大幅な円高水準。中間決算発表時に為替前提が大きく円安方向に修正されることが予想される。製造業を中心にファンダメンタルズ面で弱い動きが見られるものの、為替前提を円安方向に修正することがサポートとなり、企業業績全般で見れば会社計画の下振れリスクは限定的とみる。

2024年春闘の賃上げ要求に注目

目先の注目点は2024年春闘の賃上げ要求。連合は毎年10月に翌年の春闘の基本構想を公表し、ここで賃上げ目標が示される。春闘前年7-9月期のインフレ（コアCPI）と春闘の賃上げ率を見ると、インフレ率が2%を上回る場合は例年より高めの賃上げ率となりやすい。足元のインフレ率は3%強であり、2024年春闘の賃上げ要求も高水準となろう。賃上げ継続を株式市場は好感しよう。

TOPIXの推移



TOPIXのPERとリスクプレミアム

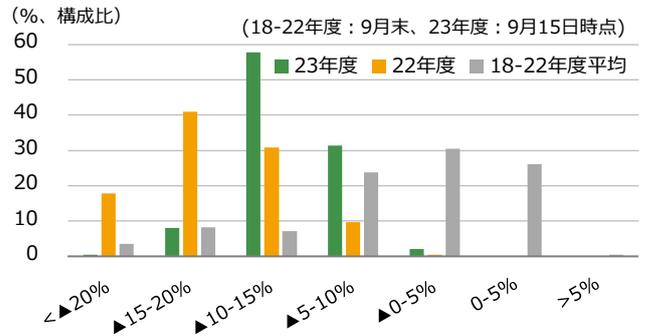


※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはTOPIXの益回り-10年国債利回り

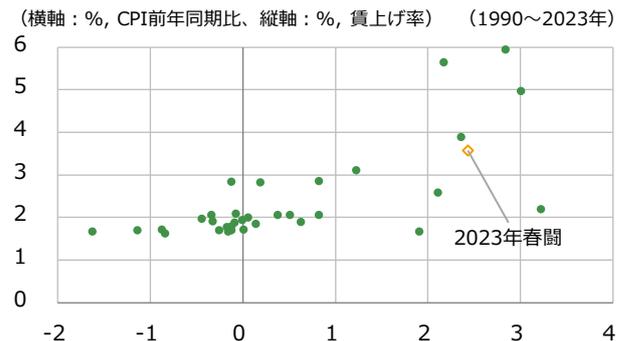
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

会社計画の為替計画との乖離率



※対象は18-22年度は9月末時点、今期は直近のTOPIX2月、3月決算銘柄
※横軸は乖離率で、マイナスは会社計画が実勢に対して円高水準であることを示す

インフレと春闘賃上げ率



※CPIは生鮮食品を除く総合、期間は春闘前年7-9月の平均

(出所) 連合、INDB Accelより大和アセット作成



債券・金利

マイナス金利の解除時期予想を変更

これまで2025年以降としていたマイナス金利の解除時期の予想を24年4月に修正する。日銀高官が物価目標達成について自信を深めていると推測される発言が一部出てきていること、来年の春闘において2年連続で高めの賃上げが実現する可能性があること、円安が進行していることなどを考慮した。YCCの撤廃はマイナス金利解除前の24年1月と予想する。

10年国債利回りの予想を引き上げ

金融政策の見直し修正を受け、10年国債利回りの予想は23年末を0.7%（従来0.6%）、24年末を0.9%（同0.7%）に引き上げる。日銀は、当面現在の金融緩和策を継続するとの趣旨の発言を続けると予想するものの、金融市場における政策正常化への思惑が大きく後退することはなく、0%台後半の推移が継続するとみる。

リート

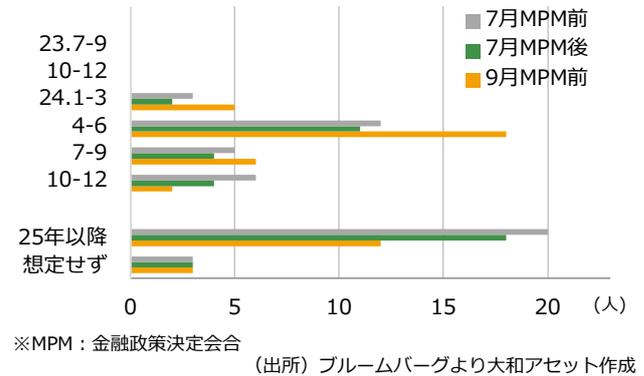
金利上昇も底堅い動き

5月以降、東証REIT指数は1,850付近から1,900付近のレンジでの推移が続く。9月上旬に上値を試す動きもあったが、一部新聞社の植田日銀総裁へのインタビュー記事公表後、日本の10年国債利回りが0.7%台まで上昇したことを受け、下落に転じた。ただし、J-REIT市場の下落幅は限定的で底堅い動き。ホテルや住宅を中心に公募増資の発表が続くが、J-REIT市場への影響は限定的だった。

金利想定の変更に合わせて見通しを修正

東証REIT指数の予想値を2023年末1,950、2024年末2,000に50ずつ引き下げた。不動産ファンダメンタルズに変化はないが、日本の10年国債利回り予想値の上方修正に合わせ、要求利回り水準を引き上げたことによる下方修正。上値の重さはあるものの下値不安は限定的で、安定した配当が期待されることから投資スタンスはやや強気を維持。

マイナス金利解除時期（エコノミスト予想）



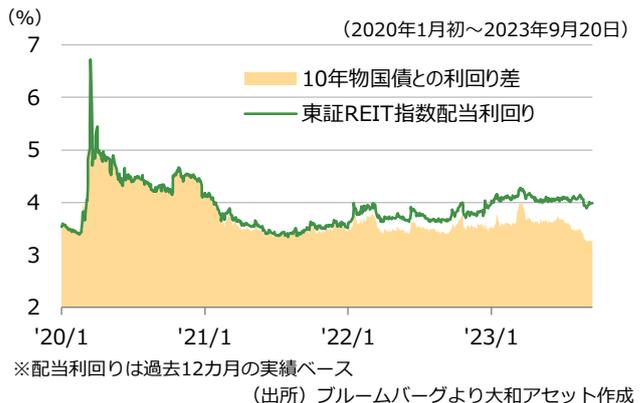
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安が止まり、米ドル高主導へと変化

米ドル円は今年7月中旬以降に上昇し、昨年11月以来の米ドル高・円安水準（147円台）に到達した。当初は他通貨に対し米ドル高と円安が進んだが、最近では円安が止まり、米ドル高主導へと変化した。米金利上昇とリスクオフがともに米ドル高に働く一方で、海外金利上昇による円安をリスクオフの円高が打ち消したからだ。今後は海外金利が低下するとともに米ドル高圧力が後退し、円高に傾くと予想する。

エネルギー高による円安圧力は頭打ちへ

7月以降に米ドル高・円安が進んだ一因に、原油や天然ガスなどのエネルギー価格上昇がある。エネルギー高は、輸入依存度が高い日本の輸入増加を通じて円安に働く一方、生産量が多い米国の金利上昇を促して米ドル高に働く。ただ、エネルギー価格が上昇したことで生産国の供給削減は拡大しにくい一方、消費国の需要減退は拡がりやすい。エネルギー高による円安・米ドル高圧力は続かないと見ている。

米金利上昇・リスクオフの米ドル高

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

貿易収支が改善して円高に働く兆し

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

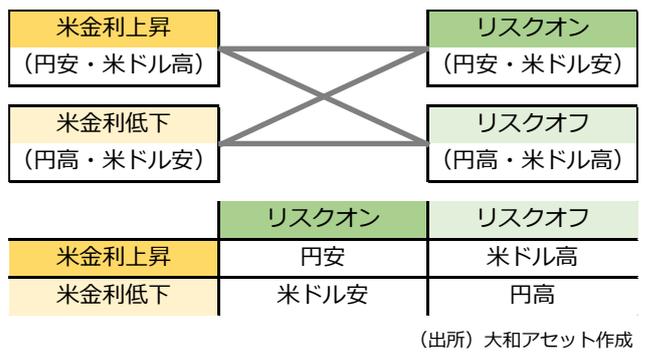
米ドル・円・他通貨の為替



原油価格と米ドル円



米ドルと円の変動パターン



日本の貿易収支比率と輸出入伸び率（円建て）





経済

経済は低空飛行が継続

4-6月期実質GDPは前期比年率▲0.2%と、暖冬などの影響により上振れた1-3月期の同+2.6%から失速。内訳では、主力の個人消費が1-3月期の同+4.7%から同+0.2%へと顕著に減速した。足元でも月次の経済指標は、潜在成長率を下回りつつも深刻な景気後退には陥らないというカナダ銀行ならびに当社の見通しと整合的なデータが並ぶ。実質GDP成長率は引き続き今年を1.5%、来年を1.0%と予想。

利上げ再開の効果が表れる

カナダ銀行が今年1月の利上げ後に政策金利を据え置くと、消費者心理や住宅市場が持ち直し、インフレ高止まり懸念が強まる場面があった。同行は6月に利上げを再開し、7月も追加利上げを実施。その効果もあって消費者心理は頭打ち状態となり、住宅販売件数は減少に転じ、住宅価格指数は上昇ペースが鈍化した。インフレ沈静化に向けて適度に景気抑制的な環境が続く可能性が高まったと考えられる。

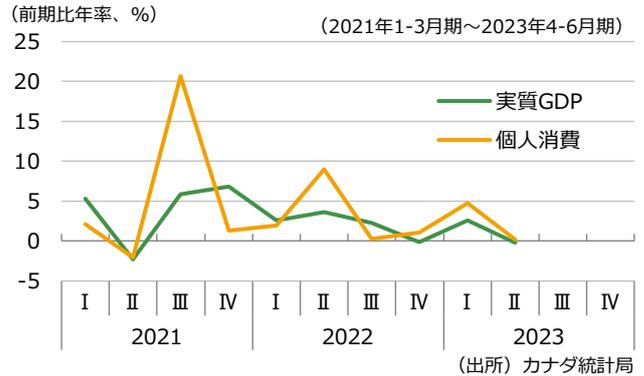
企業の価格設定行動が正常に向かう

カナダ独立企業連盟の調査による企業の1年先販売価格引き上げ計画は足元で顕著に低下。その水準は依然としてコロナ前を大きく上回っているものの、企業の価格設定行動が正常に向かっている様子うかがえる。また、求人件数がピーク時の4分の3程度まで減少するなど労働需給が緩和する中、企業の賃金引き上げ計画も明確に低下しており、今後は実際に平均時給の伸びも鈍化することが想定されよう。

インフレ目標の達成に向けて足踏み

実際のインフレ率は沈静化に向けて足踏み状態。カナダ銀行が重視するコアCPI（加重中央値とトリム平均値）の3カ月前比年率は、依然として2%のインフレ目標達成と整合的なペースから上振れたままである。しかも、8月は加重中央値が+4.4%、トリム平均値が+4.6%と、いずれも過去1年で最高の伸びを記録した。こうした状況が続けば、追加利上げによって景気を更に抑制する必要性が高まろう。

実質GDPと個人消費



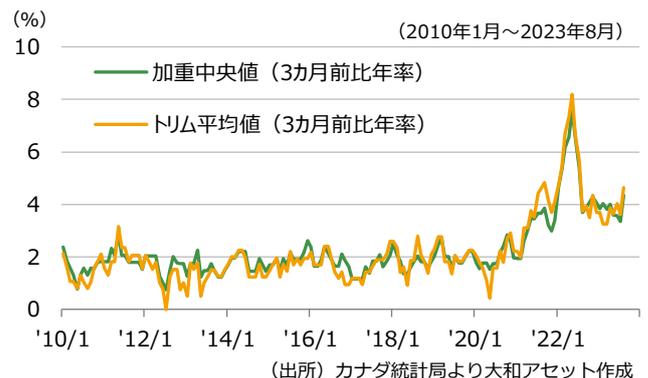
消費者景況感指数と住宅販売件数



企業の販売価格・賃金引き上げ計画



コアCPI





債券・金利

インフレ再加速で利下げ開始が後ずれ

カナダ銀行は9月金融政策決定会合で3会合ぶりの利上げ見送りを決定し、政策金利を5.00%に据え置いた。足元のインフレ再加速により追加利上げの可能性が幾分高まったが、引き続き年内の政策金利据え置きをメインシナリオとする。一方、従来 of 想定よりインフレ沈静化には時間がかかるとの見方から、利下げ開始時期の想定を後ろ倒しし、来年末の政策金利予想値を4.25%から4.50%に引き上げた。

10年国債利回りの予想値を小幅に上方修正

カナダの10年国債利回りは、同国の政策金利およびその見通しだけでなく米国の金利にも依存する。今回、カナダの利下げ開始後ろ倒しと米10年国債利回りの予想値引き上げに伴い、カナダの10年国債利回りの予想値を小幅に上方修正した。引き続き、今後数年の利下げ余地はカナダの方が小さく、両者の10年国債金利差は縮小傾向で推移すると見込む。

為替

カナダ・ドル高予想の方向感が変わらず

米国との長期金利差縮小や原油価格上昇などを背景に、過去1カ月でカナダ・ドルは米ドルや円に対して増価した。今回は、米国に比べてカナダの10年国債利回りの上方修正が小幅にとどまったため、今年末、来年末ともにカナダ・ドル（対米ドル）の予想値をカナダ・ドル安方向に修正した。もっとも、両者の金利差縮小に沿ってカナダ・ドル高米ドル安が進行するとの予想の方向感が変わっていない。

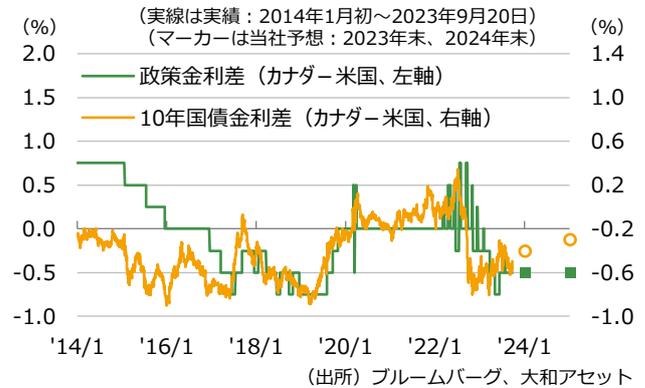
対外収支の改善がカナダ・ドルの支えに

7月貿易収支（財）は9.9億カナダ・ドルの赤字となり、5月の26.7億カナダ・ドルの赤字、6月の49.2億カナダ・ドルの赤字から急速に改善。航空機の輸出急増や金の輸入急減など特殊要因が重なった影響もあるが、今後は原油価格上昇の恩恵を受けよう。対外収支の改善による実需の資金フロー好転もカナダ・ドルを下支えする要因になると期待される。

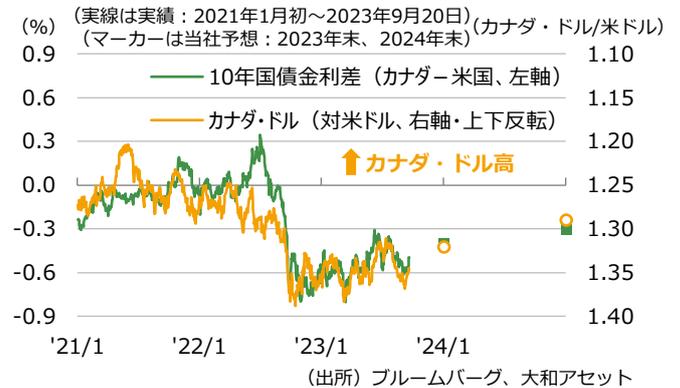
政策金利と10年国債利回り



米国との政策金利差と10年国債金利差



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



原油価格と貿易収支



※原油価格は各月末値
※貿易収支は2023年7月まで (出所) ブルームバーグ、カナダ統計局



経済

巡航速度を下回る成長が継続

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

労働市場は好調を維持

8月雇用者数は前月比6.49万人増となり、学校の休業に伴う季節調整の歪みなどが影響して同0.14万人減となった7月の悪化を十分に取り戻した。積極的な移民の受け入れで生産年齢人口が急増する中でも、労働参加率が67.0%と過去最高を更新するなど労働供給は潤沢な一方、求人件数はコロナ前を著しく上回る水準で高止まりするなど労働需要も旺盛。失業率は低位で推移しており、労働市場は好調継続。

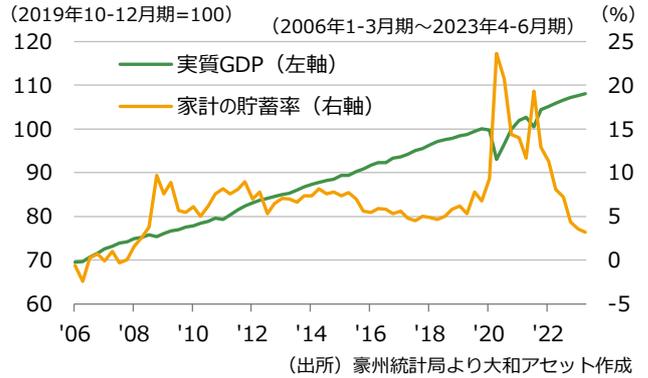
賃金インフレへの懸念は続く

8月NAB企業景況感調査では、労働コストの伸びが7月から低下したものの、高水準を維持した。前期比でピークアウトしたかに見えた賃金指数も7-9月期に再加速すると見込まれる。NAB企業景況感調査では、最終製品価格の伸びも高まっており、労働コストの上昇が販売価格に転嫁されていることを示唆。賃金インフレへの懸念は続きそうだ。資源価格の反発も相まって、インフレ率は再加速する公算大。

労働生産性の低迷継続に注意

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

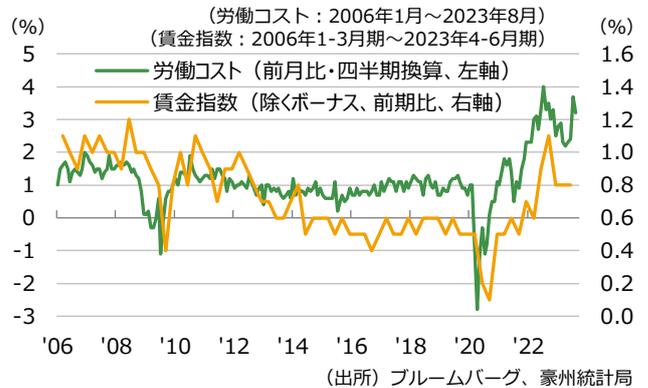
実質GDPと家計の貯蓄率



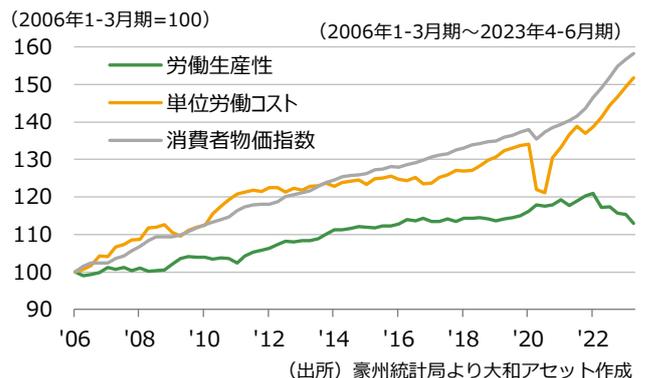
雇用者数と失業率



労働コストと賃金指数



労働生産性と単位労働コスト・消費者物価指数





債券・金利

インフレ再加速により利上げ再開の公算

RBAは9月理事会で3会合連続となる利上げ見送りを決定し、政策金利を4.1%に据え置いた。個人消費が減速していることに加え、過去の利上げの効果がまだ完全に発現していないことなどが理由。しかし、依然としてインフレ率が政策金利を上回る中で、豪州は米国やカナダのように利下げを遅らせることで様子見姿勢を続けられる立場にはない。インフレ再加速により利上げ再開に踏み切ると見込む。

10年国債利回りの予想値を小幅に上方修正

豪州の10年国債利回りは、同国の政策金利およびその見通しだけでなく米国の金利にも依存する。今回、米10年国債利回りの予想値引き上げに伴い、豪州の10年国債利回りの予想値を小幅に上方修正した。市場はRBAの追加利上げを十分に織り込んでいないとみられるため、他国と比較して豪州の10年国債利回りは高止まりしやすいと考えている。

為替

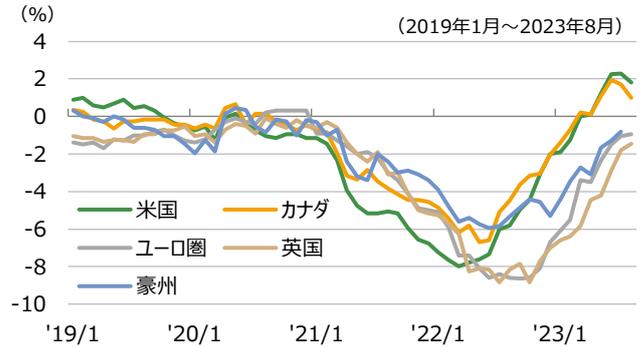
緩やかな豪ドル高の見通し

中国の景気刺激策への期待や資源価格の反発などを背景に、過去1カ月で豪ドルは米ドルや円に対して増価した。市場はRBAによる追加利上げの可能性を過小評価しており、当社の予想通り利上げが実施されれば、相対的な豪州の長期金利上昇に伴って、豪ドルも主要通貨に対して増価すると見込む。今回、米ドル高要因により対米ドルレートの見通しを下方修正したが、方向性としては豪ドル高の見通し。

対中関係改善と資源価格の反発に期待

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

各国・地域の実質政策金利

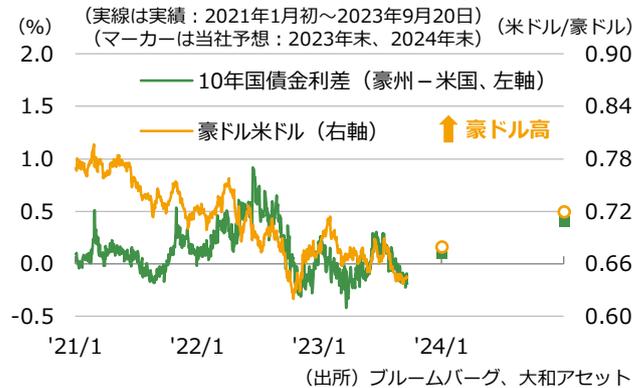


※実質政策金利 = 政策金利 - 消費者物価指数 (前年同月比)
※豪州は2023年7月まで (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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)



交易条件と貿易収支





経済

景気は低迷が続く可能性が高い

8月の経済指標では、裾野の広い自動車販売・生産が持ち直す中、自動車産業の影響を受けやすい鉱工業生産と小売売上高が上昇に転じた。しかし、不動産やインフラの投資は低迷しており、景気が芳しくない状況が続いている。実質GDP成長率の前年同期比は、7-9月期に2%台で底をつける可能性が高いが、依然有効な景気対策が欠如する中、10-12月期も4%台での低位推移を見込む。

発表済みの不動産販売促進策は力不足か

当局は住宅ローン金利や頭金比率を引き下げる不動産販売促進策に加え、北京・上海を含む1級都市での規制緩和も発表し、やや市場予想を上回る緩和策に踏み込んだ。しかし、建築途中物件などへの消費者の不信感もあり、9月と10月に住宅販売が盛んになる季節性「金九銀十」の再現は期待薄。不動産業の低迷が長期化し、景気回復の足枷になろう。

株式

株価対策打ち出されるも、効果は限定的

8月以降、当局が証券取引時の印紙税引き下げや、大株主への所有株の売却制限等、様々な株価対策に取り組んだ。しかし、顕著な株価上昇には繋がっておらず、下落傾向に歯止めをかけた程度。セクター別では、銀行・資源等のバリュー株が上昇。不動産市場の「リーマン・モーメント」回避への期待が高まる一方、人民元安や、景気対策の欠如、米中関係の先行き不透明感等で、レンジ推移継続か。

リーマン・モーメント回避への期待は上昇

8月以降、業界大手のカントリー・ガーデンの信用不安が強まり、不動産市場発の「リーマン・モーメント」が懸念されていたが、足元は同社と債権者との交渉で債券の償還・利払いが一部延期されたことが安心感をもたらし、不動産株の底打ちがみられた。ただ、信用不安が再び強まるリスクは残されており、引き続き慎重な姿勢が望ましいと予想。

主要経済指標の推移

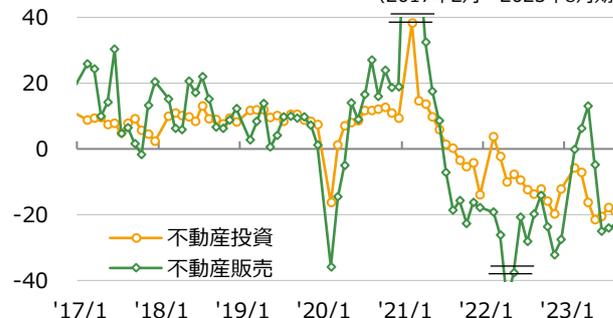
(前年同月比、%) (2020年2月～2023年8月)



※1月は非開示で、2月は1-2月累計の前年同期比 ※インフラ投資は大和アセットの計算値 (出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

不動産業の投資と販売の推移

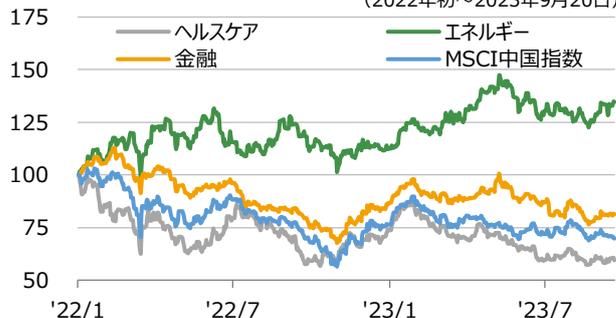
(%) (2017年2月～2023年8月期)



※1月は非開示で、2月は1-2月累計の前年同期比 (出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

各種株価指数の推移

(2021年末 = 100) (2022年初～2023年9月20日)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中国不動産企業株価指数の推移

(2021年1月初～2023年9月20日)



※ブルームバーグ中国不動産企業株価指数を掲載 (出所) ブルームバーグ



債券・金利

追加金融緩和の可能性は残る

8月に準政策金利の1年物MLF金利が0.15%ポイント(%pt)引き下げられたのに続き、9月14日には預金準備率の0.25%pt(5%の銀行を除く)引き下げが発表された。しかし、依然小幅な引き下げに留まることや、国慶節期間中に高まる流動性供給の側面もあり、景気浮揚の効果は限定的と予想。利下げを含む追加金融緩和を見込むが、小幅なものに留まり、需要喚起には力不足と考える。

金利のレンジ推移継続を予想

不動産企業のデフォルト連鎖への懸念が払しょくされない中、金利は概ねレンジ推移を継続。米中金利差(米国-中国)が約17年ぶりの高水準まで上昇する中、外国マネーの流出は続いており、金利上昇圧力として働こう。ただ、信用不安が一段高まる局面では、資金の逃避先として国債市場に資金が流入するとみられるため、金利のレンジ推移継続を予想。

為替

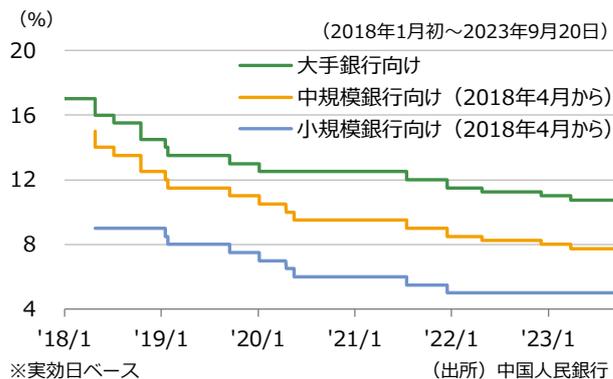
実効レートは上昇

9月には、景気見通しの悪化や、不動産業発の信用不安、輸出の低迷等を受け、人民元対米ドルレートが節目の7.3元/米ドルを割り込む場面があった。ただ、米ドル高の環境の中、人民元は他通貨ほど減価しなかったため、実効レートは足元むしろ上昇。当局は7.3元/米ドル近辺で人民元安を阻止しようとしているため、目先は7.3元/米ドルが節目か。

規制強化で大幅な人民元安は見込まず

人民元安圧力は高いが、一段の大幅な人民元安の可能性は現時点で低いと見込む。投機筋のポジションをみると、スポット市場での元売り投機の増大を伴う、先物市場での元買いのポジション(右図の緑色)は限定的で、人民元安を仕掛ける余地は限定的。信用不安の後退や、米ドル指数の低下の場面では、人民元高に転じる可能性も考えられる。

平均預金準備率の推移



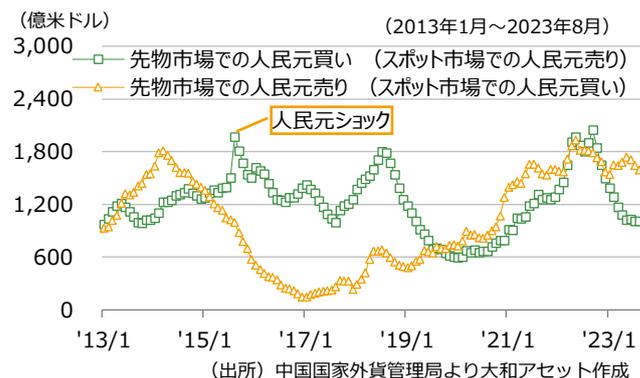
債券市場からの外国人投資家の資金流出



人民元対米ドルレートと実効レートの推移



対米ドル等外貨の先物ポジション





経済

景気後退回避の可能性が一段と高まる

4-6月期実質GDPは、農業部門の極端な強さを主因とした1-3月期の上振れ（前期比+1.8%）からの反動が警戒されていたが、同+0.9%と高成長を維持。すでに利下げが開始され、企業や消費者のセンチメントが改善する中、10-12月期以降のプラス成長が見込まれるため、景気後退を回避する可能性が更に高まった。4-6月期の結果を受けて今年の実質GDP成長率予想を+2.5%から+3.0%に引き上げた。

高金利でも個人消費は底堅く推移

2021年3月以降の大幅な利上げにもかかわらず個人消費は底堅く推移した。特に行動制限緩和後はサービス業の回復がけん引役となった。2015年7月にかけて政策金利を14.25%まで引き上げ、2016年10月から利下げした局面と比較しても、個人消費の強さは明らかだろう。最近のインフレ鈍化や利下げにより消費者のセンチメントも急速に改善しており、当面の個人消費が落ち込むリスクも後退。

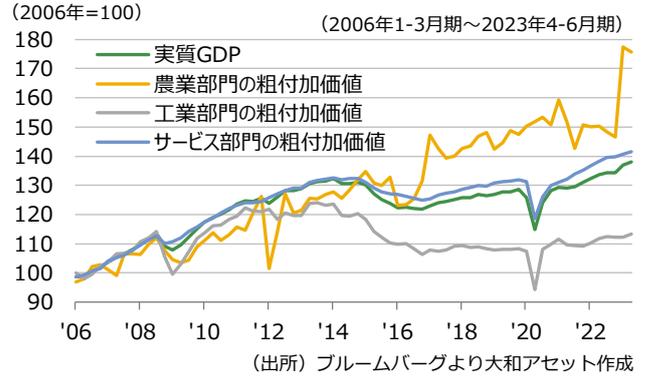
労働市場も好調を維持したまま

雇用者数は昨年後半に減少したものの、最近増加傾向が続いている。失業率も低下傾向だ。PMIの雇用指数を見ても、サービス業が8月まで6カ月連続で分水嶺の50を超えているほか、製造業も8月は10カ月ぶりに50を超えた。インフレ鈍化と利下げへの期待により、企業のセンチメントも改善しており、雇用を削減する動きは乏しい。労働市場から見ても景気が腰折れする状況にはないと言えそうだ。

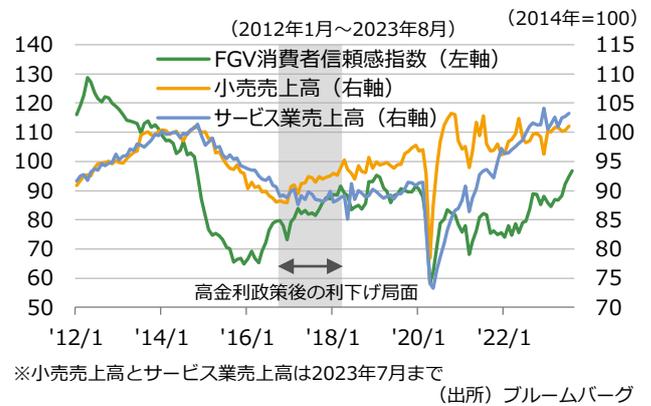
基調的なインフレ鈍化は継続

8月消費者物価指数（総合）は前年同月比+4.6%と、7月の+4.0%から伸びが加速。もっとも、昨年後半の減税による押し下げ効果のはく落や、足元の原油価格上昇の影響が大きく、各種コア指数は鈍化傾向を示している。例えばトリム中央値は7月の同+5.1%から8月は+4.8%へ鈍化した。総合指数は9月に一段と加速することが見込まれるが、その後はインフレ目標レンジに向けて鈍化すると予想される。

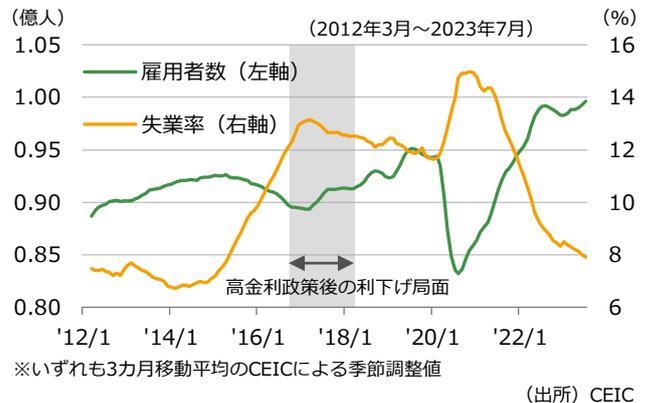
実質GDPと産業別の粗付加価値



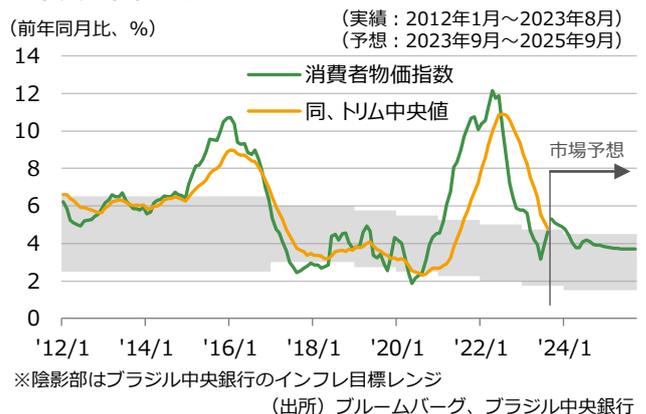
消費者信頼感指数と個人消費



雇用者数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

0.5%ポイントずつの利下げを継続

ブラジル中銀は8月に続いて9月の金融政策決定会合でも0.5%ポイント（%pt）の利下げを決定し、政策金利を12.75%とした。後述の通り当面は利下げペースを変更する理由が乏しいため、引き続き中立金利（8%近傍と推計）に向けて0.5%ptずつの利下げを継続すると見込む。国債利回りは高水準からの緩やかな低下傾向が見込まれるため、今後1年程度のブラジル債券の見通しは「強気」を維持する。

利下げペース変更のハードルは高い

ブラジル中銀は、利下げ幅拡大には「デysinフレの見通しに対する自信を深めるための十分なポジティブ・サプライズ」が必要との姿勢。来年以降のインフレ目標（中心値）3%に対し、市場のインフレ率予想は上振れているため、利下げ幅拡大の可能性は低い。一方、中立金利まで距離があり、為替も安定しているため、利下げ幅縮小の可能性も低い。

為替

対米ドルでレンジ推移に移行

ブラジル中銀が8月2日に利下げ開始を決定すると、米金利の上昇や中国景気への懸念など外部環境の悪化が重なり、ブラジル・レアルは米ドルに対して減価。しかし、今後の利下げに関する市場のコンセンサスが固まるなど金融政策の不透明感が後退し、外部環境の悪化も一服する中、最近では4レアル/米ドル台後半でのレンジ推移に落ち着いている。今年末と来年末の予想値は4.7レアル/米ドルを維持する。

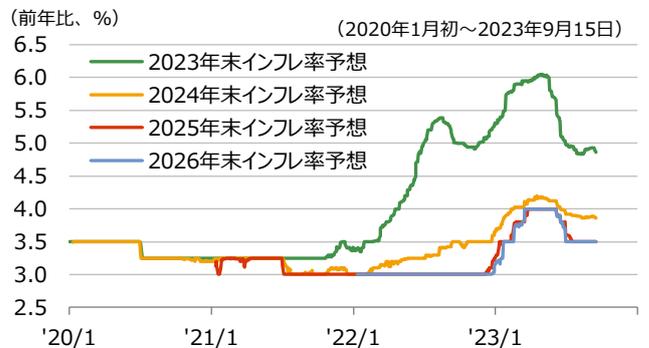
海外からの株式投資と貿易収支に注目

利下げにより金利面でのレアル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活発化はレアルの下支え要因になると期待される。また、今年貿易黒字が過去最高ペースで推移している。これから貿易収支が悪化する季節になるが、資源価格が反発する中で貿易黒字の縮小が小幅にとどまれば、実需面からレアルを下支えすることにもなる。

政策金利と10年国債利回り

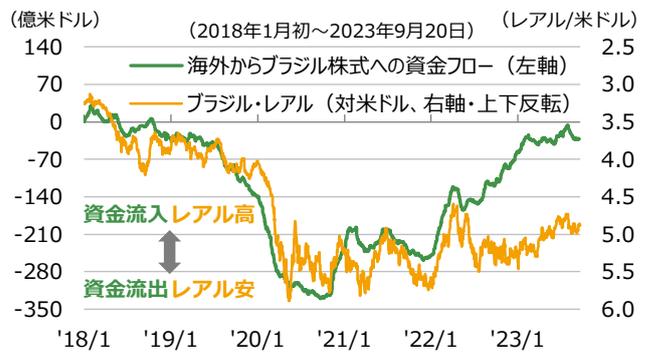


インフレ率に関する市場予想の変化



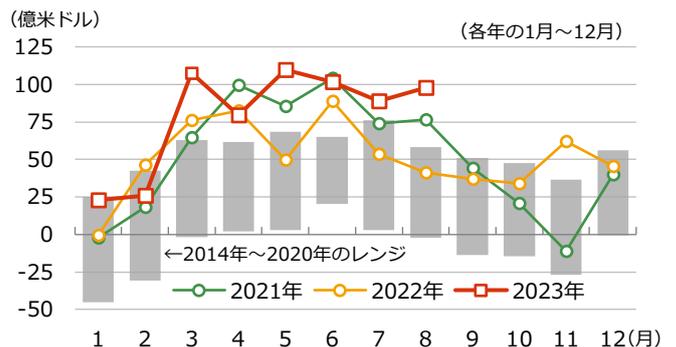
※2024年末予想は2020年1月10日～、2025年末予想は2021年1月12日～、2026年末予想は2022年1月11日～

ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



※資金フローは起点からの累積（2023年9月18日まで）

貿易収支



※2023年は8月まで



経済

対米輸出比率の高い国に上方修正余地

2023年入り後は、中国の景気低迷長期化が懸念される中、ASEANや韓国等、輸出主導且つ対中輸出の割合が高い国の景気減速への懸念がある。しかし、ASEAN諸国の対中輸出は中国の加工貿易向けの割合が大きく、最終消費国が米国の製品も多いため、中長期的に米国のソフトランディングや、供給網の中国離れの恩恵を受けやすい。今後は景気見通しの上方修正が進みやすいと予想。

原油等資源価格の上昇が非資源国の重し

エルニーニョ現象による食品価格の上昇懸念は限定的となっている一方で、足元は原油先物価格が90米ドルを超えたことが懸念材料として浮上。資源国のブラジルや、インドネシア、マレーシア、南アフリカが恩恵を受ける一方で、非資源国のインド、トルコ、フィリピン等において貿易収支が悪化する可能性がある。ただ、ロシアからの原油輸入を受け、インドの大幅な貿易赤字の拡大は想定せず。

インドの食品価格の上昇は一時的と予想

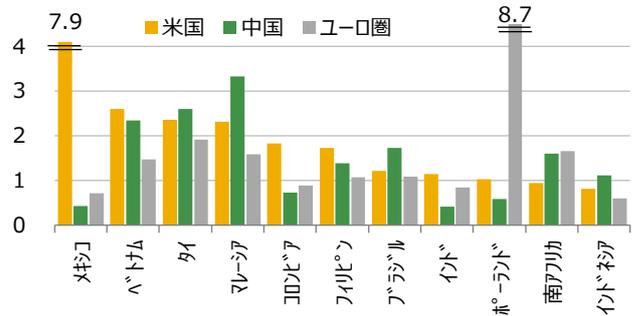
インドでは、主要食材のトマト価格の高騰を受け、7-8月のCPIの前年同月比が中銀の許容範囲を上回った。しかし、足元はトマト価格が正常範囲へ下落し、懸念が後退。また、政府はタマネギ、コメや小麦などの備蓄を放出し、10月以降の祝祭シーズンに先んじて物価対策を強化。食品価格の上昇は一時的な可能性が高く、インフレの再燃及び利上げ再開は予想しない。

インドは24年上半期に利下げ開始の予想

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測値によると、インドではCPIの前年同月比が10-12月期に中銀の許容範囲へ低下し、2024年上半期以降は利下げ局面に入ると見込まれている。当社では、2月の予算案発表や、米国の金融政策動向を睨みながら4月に利下げを開始すると予想しており、経済と株式市場には追い風になると考える。

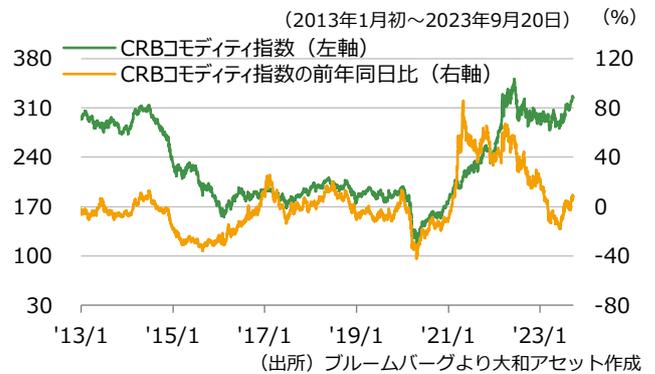
新興国の最終消費国に対する付加価値輸出

(%、対GDP比率)



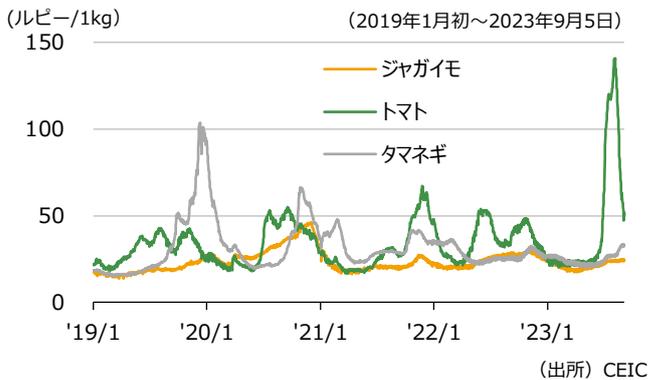
※米国への依存度が高い国から並べ替え ※2021年時点 (出所) OECD TiVA2021、IMFより大和アセット作成

CRBコモディティ価格指数の推移



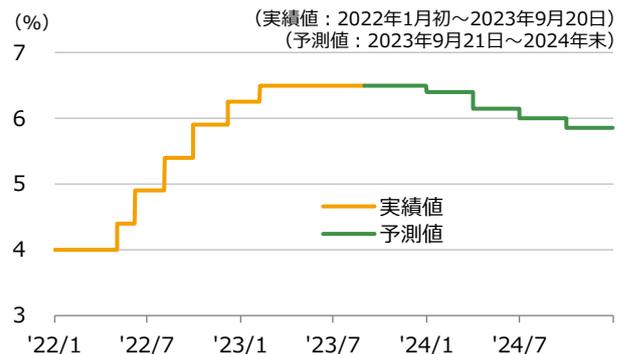
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドの主要食材の小売価格



(出所) CEIC

インドの政策金利の推移と四半期ベースの予測値



※2023年9月21日時点のブルームバーグ集計のエコノミスト予測値 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

米ドル高にも拘らず新興国株は概ね堅調

直近1カ月間の新興国株は、米ドル指数の上昇にも拘らず概ね堅調で、米ドル高への耐性を示している。また、原油価格が約10カ月ぶりの高水準へ上昇したが、インフレ懸念が残るフィリピンを除き、原油等を輸入する非資源国への影響は限定的。資源国のブラジルやインドネシアの他、インドのエネルギー精製セクター等の上昇に繋がっている。原油価格の高騰は想定しないが、目先の注目材料の一つ。

輸出主導の国の改善が続くかを注視

8月の製造業PMIは、インドやメキシコ、インドネシア等が好調。引き続き供給網の中国離れの恩恵を受けていると見込まれる。また、ベトナムの景況感回復が目立つ。同国の輸出の底打ち感に加え、韓国の9月輸出（20日時点）も反発したため、電気製品の輸出回復が期待される。その場合、ASEAN等の輸出主導国においては、今年の相対的な株価出遅れの挽回が期待できよう。

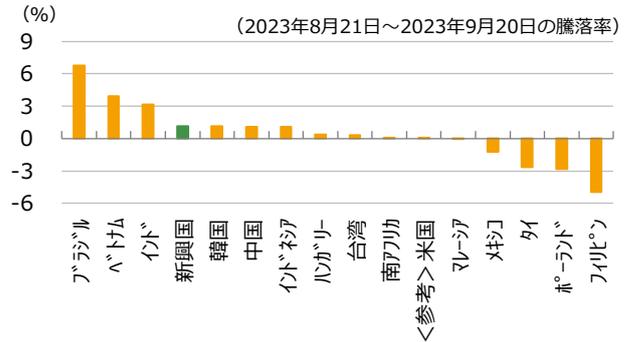
インド株は再び史上最高値を更新

インド株は8月に海外環境が芳しくない中でも底堅く推移し、9月入り後は7月に続き、再び史上最高値を更新。年初来でのセクター別の動きをみると、強い内需を背景に指数ウエイトの高い銀行株が上昇した他、好調な自動車販売を受け自動車株の上昇が目立つ。また、米国中小銀行の信用不安の影響が懸念されるITセクターにも資金が流入しているが、米国の景気見通しの上方修正で上昇余地はあると予想。

インド株の上昇は業績拡大がけん引

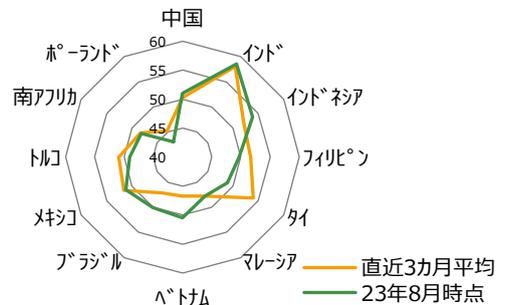
史上最高値を更新しているインド株だが、株価指数上昇のけん引役は、予想EPS（1株当たり純利益）の前年比約20%前後の高い伸びである。バリュエーションを示す12カ月先PERをみると、過去5年の平均を小幅上回る水準に留まり、割高感はないと言える。目先はスピード調整の可能性もあるが、調整すれば好ファンダメンタルズを背景に買戻しも入りやすい地合いと考える。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



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

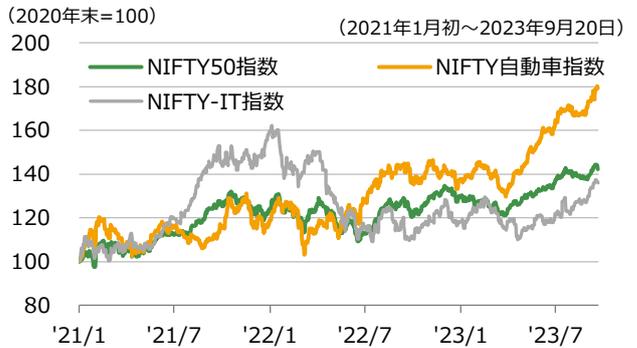
新興国の製造業PMI



※過去3カ月は、23年5月-23年7月

(出所) ブルームバーグ

インド株の主要セクターの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インド株のEPS（1株当たり純利益）



※2023年以降は2023年8月末時点のブルームバーグ予想
※NIFTY50指数を参照 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

米金利高止まりも新興国への影響限定的

直近1カ月は、米長期金利の高位推移にも拘らず、新興国の国債市場は、トルコを除き、概ね底堅く推移。個別では、金融政策正常化に踏み込んだハンガリーが金利低下。中国の信用不安の影響はみられず。ブラジル、ベトナム、ハンガリー、ポーランドが利下げ局面に入り、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、南アフリカ、タイ等は利上げ終了、メキシコは利下げが期待されると予想。

インド、主要債券指数へ組み入れられる

インド現地通貨建て国債が新興国の主要な債券指数の1つのJP Morgan GBI-EM Global Diversified Indexに組み入れられることが9月21日に発表された。組み入れ開始は2024年6月28日で、比率は最大10%。一部投資銀行によれば、今回の組み入れで約4-6兆円の資金流入が期待される。高金利や通貨変動幅の低下等により投資魅力は高まっている。

リート（アジア先進国含む）

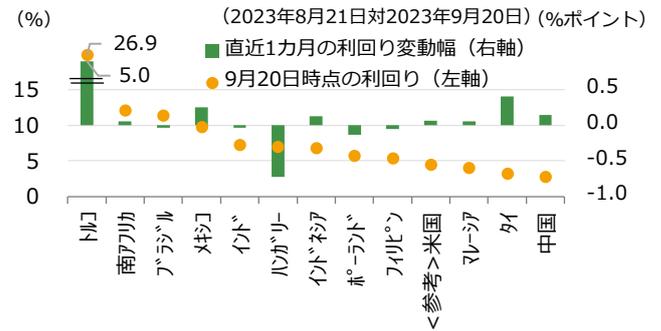
おおむね横ばいでの推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、8月半ばから9月半ばにかけて、おおむね横ばいの推移となったが、9月以降は米国の長期金利が上昇傾向となる中、上値の重い展開。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。

安定的な不動産市場と高い配当利回り

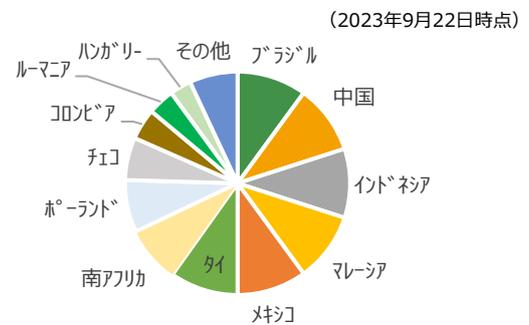
中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。アジア地域ではオフィスへの出社率も相対的に高く、金融システムも安定的で不動産価格への下押し圧力は限定的。またシンガポールや香港では、10年国債利回りと比較しても予想配当利回りは魅力的な水準で、今後も株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



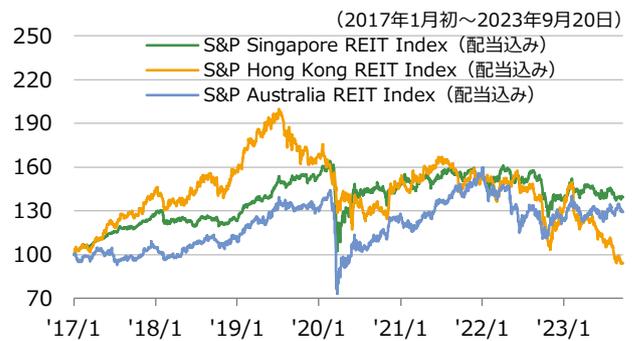
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

JP Morgan GBI-EM Indexの国別割合



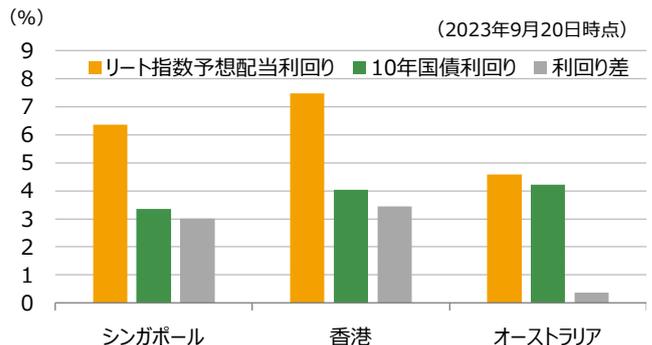
※JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index
(出所) JP Morganより大和アセット作成

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

米ドル高局面も新興国の減価幅は限定的

直近1カ月間は、米ドル指数の上昇にも拘らず、新興国通貨の対米ドルレートは概ね底堅く推移。減価幅をやや拡大したのは、原油輸入国のため原油価格の上昇が幾分嫌気されたと考えられるポーランドやタイ。一方、資源国のブラジルは増価。なお、人民元安のアジア通貨への影響は限定的。中期的には、米国で利上げ停止期待や利下げ転換の蓋然性が高まれば、新興国通貨が買われると予想。

中国からの資金流出が顕著

8月以降は、外部環境が悪化する中、新興国からの資金流出がみられたが、信用不安に見舞われている中国株からの流出が大きい。中国株を除いてみると、流出のペースはさほど速くない。一方、インドの株式・債券市場やブラジル株への資金流入は続いている。新興国の中で、エクスポージャーを中国からインド、ブラジル等へ変える動きも考えられ、当面このような動きが続く可能性がある。

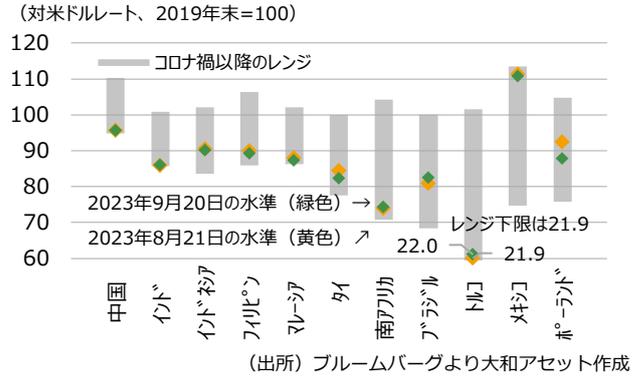
原油価格の上昇が非資源国貿易収支の重し

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

米ドル高局面では、対外脆弱性に留意

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

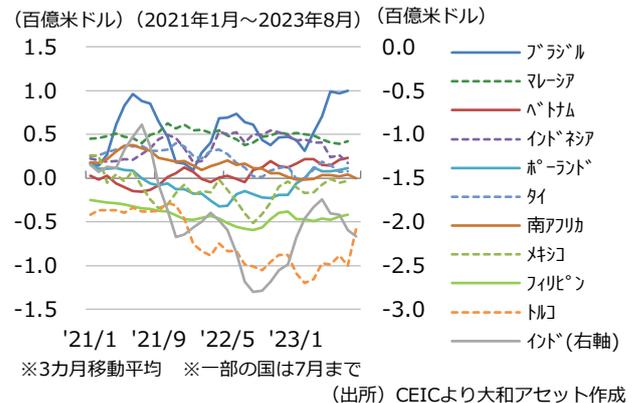
新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化



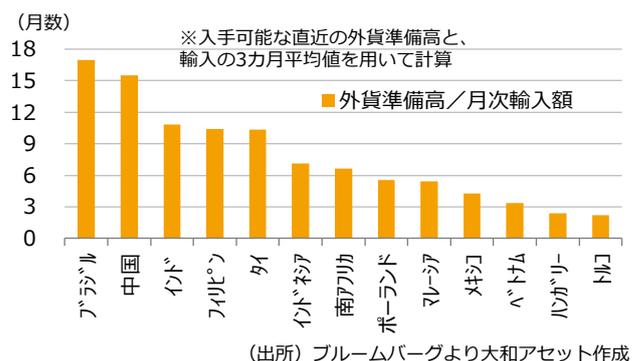
新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)



主要新興国の貿易収支



月次輸入額の倍数からみた外貨準備の状況





原油

想定を上回る上昇スピード

サウジアラビアが日量100万バレルの自主減産を、ロシアが日量30万バレルの輸出削減を、それぞれ年末まで延長すると表明したほか、世界の原油需要が予想以上に強いとの見方が広がり、原油価格は想定を上回るペースで上昇した。今年後半から来年は上昇基調で推移するとの見方に変化はないが、ファンダメンタルズの確認（実際の原油在庫減少など）を待つ必要があり、目先の上昇余地は限定的とみる。

イランの増産を警戒するサウジとロシア

サウジとロシアの増産に慎重な姿勢の背景には、減産を免除されているOPEC加盟国の中で、特にイランの増産への警戒があるようだ。米国は囚人交換のためにイランの資産約60億米ドルの凍結を解除し、イラン核合意の協議再開にも前向きな姿勢を示すなど態度が軟化。バイデン政権としては過度な原油価格の上昇を阻止したいため、イランの原油輸出増加を黙認し、イランが増産しやすい状況が続こう。

極端な需給引き締めは一時的か

足元の原油価格はサウジの財政均衡ラインを明確に上回っており、サウジとしては現状の価格水準を維持できれば満足と考えられる。ただ、原油価格の下振れリスクを警戒するあまり、当面は供給が過度に抑制される可能性も否定できない。しかし、イランの増産が思いのほか進まず、原油価格が一段と上昇すれば、需要減退を回避するため減産が緩む公算が大きく、原油価格の上値は徐々に重くなるだろう。

想定以上に強い原油需要が上振れリスク

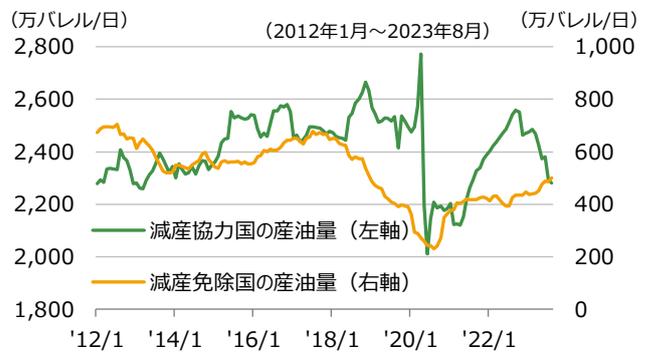
世界の原油需要は今年、来年と前年比で日量200万バレル超増加すると予想されている。需要増のけん引役の1つは中国。景気悪化が懸念されているが、これまでのところ需要見通しは切り下がっていない。それどころか、世界全体では需要見通しが上方修正されている。足元の価格上昇に対しても需要が底堅さを示せば、価格は目立って下がらないどころか、更なる上値をめざす可能性さえ出てくるだろう。

原油価格と原油在庫



※○は当社の原油価格予想 (2023年末、2024年末)
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2023年9月以降はEIAの予想)
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

OPEC加盟国の産油量



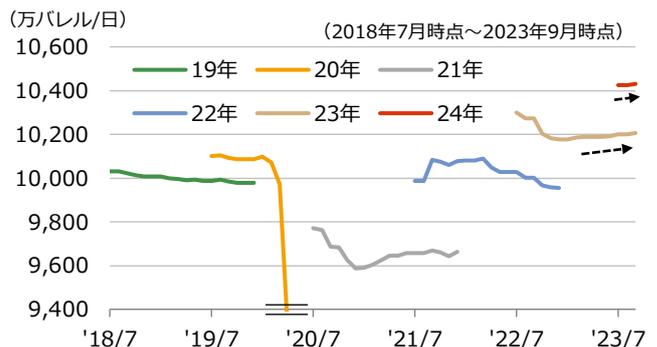
※減産免除国はイラン、ベネズエラ、リビア
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

原油価格と主な中東産油国の財政均衡価格



※財政均衡価格の2023年以降はIMFの見通し
(出所) ブルームバーグ、IMF

世界の原油需要見通しの変化



※各年の予想 (前年の7月から当年の12月まで) の変化を時系列に表示
(出所) OPEC



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「名目金利上昇・インフレ期待不変」であれば金価格が下落しやすく、「インフレ期待上昇・名目金利不変」であれば金価格が上昇しやすいということである。今回、米長期金利の予想値上方修正と日銀のマイナス金利脱却予想に伴い、金価格の今年末の予想値を2,040米ドルから1,960米ドルへ、来年末を2,200米ドルから2,020米ドルへ引き下げた。

日銀のマイナス金利脱却も懸念材料

今回、当社は日銀がマイナス金利を解除する時期の予想を来年4月に前倒しした。これによって、世界でマイナス金利政策を採用している国が無くなり、マイナスの利回りで取引される債券はなくなる見込み。金利が付くことが当たり前の世界に戻ることは、金利の付かない金にとって逆風となるだろう。円建て金価格は最近でも高値を更新する動きが見られていたが、今後は上値が重くなるのが懸念される。

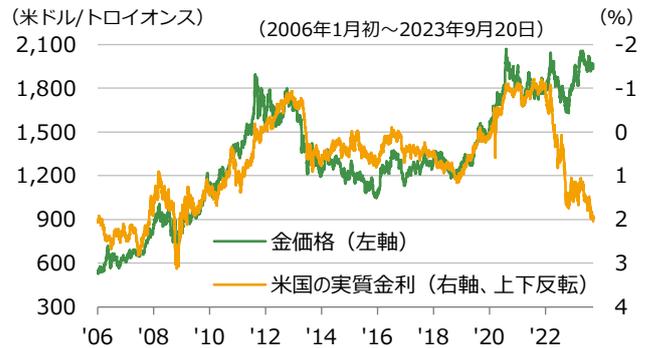
金ETFからの流出傾向が続く

金投資をポジション別に見ると、中銀の保有残高が拡大している一方、投機筋の先物ネットポジションやETFの残高が減少している。前述の通り、金利上昇あるいは金利高止まりへの懸念が強く、ファンダメンタルズ分析に基づいて投資家が手を引いている様子がうかがえる。一方、中銀は後述の通り違う論理で動いている。投資家と中銀の相反する投資行動により、金相場は方向感が出づらくなっている。

中銀の買いは下支え要因

中銀の売買では、中国の買いが続いているほか、ここ数カ月はポーランドの買いも目立つ。また、5月の大統領選挙前に大量に売っていたトルコも買い越しに転じた。今後も金は、米ドル資産への依存度を低下させたい国の受け皿になろう。最近の金価格は金利上昇により上値の重い展開が続いているが、中銀とみられる買いにより1,900米ドル前後では底堅さを示している。今後も同様の展開が想定される。

金価格と米国の実質金利



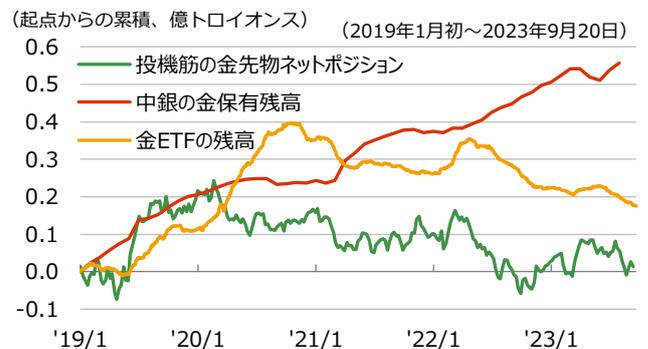
※実質金利=10年国債利回り-10年期期待インフレ率 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格とマイナス利回りの債券残高



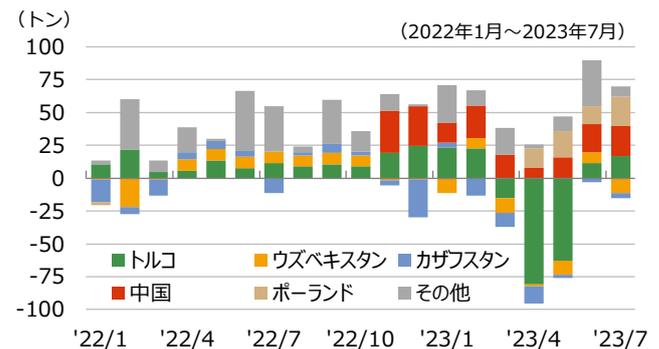
※マイナス利回りの債券残高は、ブルームバーグ・グローバル総合インデックスが対象 (2016年は月次、2017年1月10日以降は日次データ) (出所) ブルームバーグ

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化



※金先物ネットポジションは週次 (2019年1月1日~2023年9月12日) ※中銀の金保有残高は月次 (2019年1月~2023年7月) (出所) ブルームバーグ、World Gold Councilより大和アセット作成

各中銀の金購入量



(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
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国のインフレについては今後も鈍化傾向が続くとの見方が大勢だ。景気については数カ月前まで、リセッションとソフトランディングで見方が分かれていたが、その後ソフトランディングで意見の一致を見たかに思えた。しかし、足元では強過ぎる景気がにわかにクローズアップされ、金利も再び上昇している。そのような状況を受け、金融引き締めが不十分なのではないかとの見方も浮上し、その要因として景気に中立的な金利水準が以前よりも上昇しているのではないかとの説も打ち出されている。これが正しければ、今後の政策金利の行方は非常に不透明になり、その結果、様々な市場が不安定化する恐れがある。また政策金利見通しの不透明化は、引き締め過ぎによる景気後退をもたらす危険性を高めることにもなりかねない。
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気に対する懸念が強まっている。当社では従来より中国景気に対し慎重な見方をしているが、想定以上に状況が悪化するリスクも検討しておく必要があると見ている。景気減速の強まりを受け、中国当局も金融緩和や不動産関連の規制緩和、消費促進策などを打ち出しているが、これまでのところ目立った効果はみられていない。こうした状況が続けば、経済の大きさに比して実態を示すデータや情報が少ないこともあり、当局の政策対応能力への懸念など様々な憶測を招きかねない。その結果、中国懸念を材料に様々な市場でスパイラル的にリスクオフ圧力が強まる恐れがある。
ウクライナにおける戦闘激化、もしくは停戦の可能性	中	中	中	ウクライナが反攻を強めていると報道されているが、ロシアも防衛を強めている模様で、ウクライナが顕著に支配地域を奪還するまでには至っていない。当然ウクライナとしては、今後さらに反攻を強めるとみられ、戦闘が一段と激化する恐れがある。場合によっては、ロシアによる核兵器使用リスクが再び意識される可能性もあろう。ただし、戦闘のこう着は停戦交渉開始への必要条件でもある。今後の政治情勢（プーチン大統領訪中予定、習主席訪米観測、来年の米大統領選など）や足元の経済環境を考慮すると、米中が共に停戦に利益を見出すことで、予想外に停戦が成立する可能性もあると考えている。
米中間の緊張が緩和に向かう可能性	中	中	中	6月のプリンケン米務長官の訪中は、中国側の対応が冷淡だったと報じられているが、その後もイレン財務長官の訪中などをはじめ、米中高官の対話が継続しており、米中双方が関係改善を模索していると考えられる。また、その延長線上ということになるが、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観測もある。中国にとっては景気下押し圧力の緩和、米国にとってはウクライナ支援負担の軽減という理由で、緊張緩和を外交の選択肢とする誘因があると思われる。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	日銀は7月の金融政策決定会合でYCCを修正（厳格に抑制する長期金利水準を+0.5%から+1.0%へ引き上げ）した。植田総裁は記者会見で、+0.5~1.0%の長期金利水準は物価見通しが展望レポートの想定を上振れて推移するリスクシナリオへの事前準備であり、単純に長期金利の許容変動幅を広げたものではない、といった趣旨を説明した。しかし、今後の政策に対する市場のコンセンサスは、政策修正前よりも分散してしまっただけがある。YCCの意味やマイナス金利の重要度、あるいは物価見通しといった点で市場の見方と日銀の姿勢がかい離し、局面によっては市場のボラティリティが高まる可能性がある。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、英国ではインフレに対抗するための「金融引き締め+財政拡大」というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、政権交代にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。直近では一部格付け会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務の増加に警鐘を鳴らしている。財政悪化に加えて何らかの脆弱性を抱えている国は、リスク回避のターゲットとなる可能性がある。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		9/20	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	3.00	5.25
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.25	3.25	4.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	1.75	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.10%	0.00	1.75	3.85
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45
ブラジル	セリック・レート	12.75%	-0.50	-1.00	10.75
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	3.50	5.15
インド	レポ金利	6.50%	0.00	1.10	2.50
インドネシア	7日物借入金金利	5.75%	0.00	2.00	1.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	2.75	6.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	13.00%	1.00	5.50	8.75
トルコ	1週間物レポ金利	25.00%	7.50	12.00	16.75

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		9/20	1か月	1年	3年
米国		4.41%	0.15	0.84	3.71
ドイツ		2.70%	0.08	0.78	3.19
日本		0.73%	0.09	0.47	0.71
カナダ		3.91%	0.19	0.81	3.33
豪州		4.22%	-0.02	0.58	3.33
中国		2.68%	0.12	0.02	-0.44
ブラジル		11.55%	0.07	-0.50	3.56
英国		4.22%	-0.46	0.93	4.03
インド		7.18%	-0.04	-0.09	1.16
インドネシア		6.75%	0.24	-0.44	-0.14
メキシコ		9.72%	0.37	0.41	3.81
ロシア		11.73%	0.49	2.89	5.36
トルコ		23.83%	4.17	13.06	10.50

株価指数		直近値 期間別変化率			
		9/20	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	34,441	-0.2%	12.2%	24.5%
	S&P500	4,402	0.7%	14.2%	32.6%
ユーロ圏	STOXX 50	4,276	1.5%	23.3%	30.2%
日本	日経平均株価	33,024	5.0%	19.3%	41.4%
	TOPIX	2,406	7.5%	23.6%	46.1%
中国	MSCI中国	58.75	-0.6%	-5.6%	-40.3%
インド	MSCIインド	2,249	3.9%	8.1%	64.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,608	0.6%	0.6%	35.1%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,226	4.1%	0.6%	36.1%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		9/20	1か月	1年	3年
米ドル		148.34	2.0%	3.2%	41.9%
ユーロ		158.15	0.0%	10.3%	27.7%
カナダ・ドル		110.19	2.7%	2.4%	39.1%
豪ドル		95.65	2.7%	-0.5%	25.5%
人民元		20.31	1.8%	-0.8%	31.7%
ブラジル・リアル		30.42	4.0%	8.9%	56.8%
英ポンド		183.12	-1.1%	11.9%	35.6%
インド・ルピー		1.78	1.8%	-1.4%	24.9%
インドネシア・ルピア		0.96	1.4%	0.6%	35.9%
フィリピン・ペソ		2.61	0.8%	4.5%	20.5%
ベトナム・ドン		0.61	-0.3%	0.2%	34.7%
メキシコ・ペソ		8.68	1.8%	20.8%	75.4%
ロシア・ルーブル		1.54	-0.3%	-34.1%	11.5%
トルコ・リラ		5.49	2.4%	-30.0%	-60.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		9/20	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,780	1.0%	0.7%	23.4%
日本	東証REIT指数	1,876	1.2%	-7.0%	10.8%

商品		直近値 期間別変化率			
		9/20	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	90.28	11.1%	6.9%	119.6%
金	COMEX金先物価格	1,967	2.6%	17.7%	0.3%

※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)



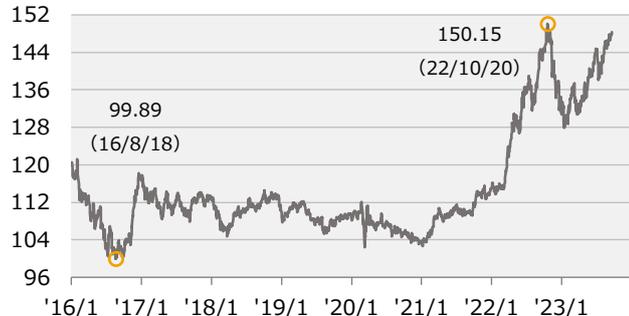
※グラフの期間は2016年1月初～2023年9月20日

(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)



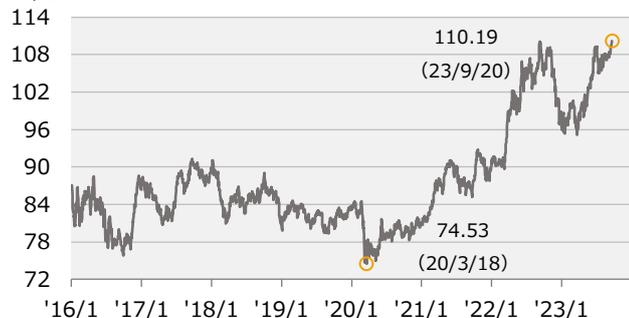
ユーロ

(円/ユーロ)



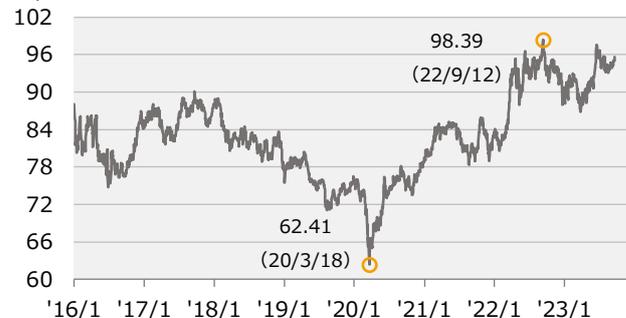
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



豪ドル

(円/豪ドル)



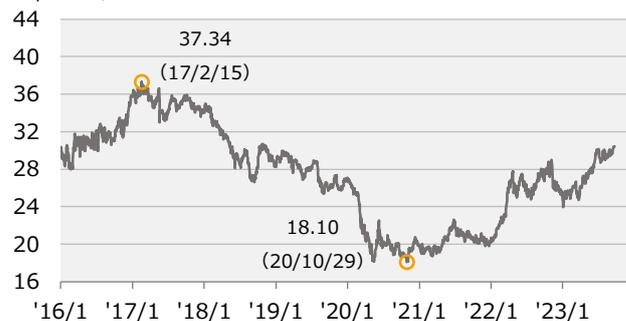
中国人民幣

(円/人民幣)



ブラジル・リアル

(円/リアル)



WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2016年1月初～2023年9月20日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.0	5.4	3.3
日本	-4.2	2.2	1.0
カナダ	-5.1	5.0	3.4
豪州	-1.8	5.2	3.7
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	5.0	2.9
先進国	-4.2	5.4	2.7
新興国	-1.8	6.9	4.0

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国  FRB	ユーロ圏  ECB	日本  日本銀行
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：平均して2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利 中銀預金金利	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	<ul style="list-style-type: none"> 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0.50%ポイントの利下げ。 	<ul style="list-style-type: none"> 既に利上げ打ち止め。 2024年は累計1.5%ポイントの利下げ。 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は完全に停止、保有債券の売却は実施せず。 	<ul style="list-style-type: none"> マイナス金利の解除は2024年4月と予想。2年連続の高い春闘の賃上げ率を確認後の政策修正を想定。 YCCの撤廃はマイナス金利解除に先行し、2024年1月を予想。

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

	日本	欧米	その他地域	
2023年	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●インボイス制度開始 (1日) ●日銀金融政策決定会合 (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (3日) ●ニュージーランド総選挙 (14日) ●カナダ金融政策決定会合 (25日) ●アルゼンチン大統領・議会選挙 (22日) ●中国共産党3中全会 (月内)
	11月		<ul style="list-style-type: none"> ●APEC首脳会議 (米国、月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) ●大納会 (29日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (12-13日) ●ECB理事会 (14日) ●EU首脳会議 (14-15日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (5日) ●カナダ金融政策決定会合 (6日) ●中国中央経済工作会議 (中旬) ●ブラジル金融政策決定会合 (13日)
2024年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●世界経済フォーラム (ダボス会議) (スイス・ダボス、15-19日) ●ECB理事会 (25日) ●FOMC (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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			<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●東京マラソン (3日) ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (10-21日) ●ECB理事会 (7日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●イラン議会選挙 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (6日) ●ラマダン開始 (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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (25-26日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (11日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●FOMC (30日-5月1日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了 (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		<ul style="list-style-type: none"> ●G7首脳会議 (イタリア、月内) ●欧州議会選挙 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (7日) ●南アフリカ総選挙 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (8日) ●ベネズエラ大統領選挙 (月内)
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (13-14日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (6日) ●FOMC (11-12日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ大統領選挙 (2日) ●カナダ金融政策決定会合 (5日) ●RBA理事会 (18日) ●ブラジル金融政策決定会合 (19日)
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (18日) ●FOMC (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (24日) ●ブラジル金融政策決定会合 (31日)
	8月		<ul style="list-style-type: none"> ●米ジャクソンホール会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (6日)
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (12日) ●FOMC (17-18日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (18日) ●RBA理事会 (24日)

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、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、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9月20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9月26日)