

投資環境見通し

Investment Environment Outlook



FEB. 2024

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 先進国 - 予想値
06	早見表 新興国・商品 - 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

前足かかずに前傾姿勢

- 1 コロナ禍以降のインフレが収まりつつあることから、多くの国で利上げ局面が終了し、逆に今年は利下げが見込まれる。それに伴い景気が回復していくことが期待される。ポイントは景気が回復しながら利下げも行われるところ。つまり、業績相場と金融相場が同時に出現する。
- 1 とりわけ市場の利下げ期待は大きい。ただ、市場が利下げを織り込みすぎると、結果としてそれが実現しない。投資スタンスとしては「前足かかずに前傾姿勢」という感じか。



- 経 … 既往の金融引き締めを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。
- 株 … 早期利下げ期待はやや後退も、景気は引き続き堅調。
- 債 … 利上げ打ち止めを受けて金利は低下へ、中立金利の上昇有無が今後の焦点。
- リ … 業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。
- 為 … 利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。



- 経 … 景気の逆風は多く、当面ゼロ近傍の成長が継続。回復は今年後半から緩やかに。
- 株 … 利下げ開始時期が株価を左右、景気動向は依然低調。
- 債 … 景気は脆弱で、利下げを織り込みつつ、期待インフレ率に連れて長期金利は再び低下へ。
- 為 … 利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。



- 経 … 賃金上昇は力強さに欠けるがインフレ沈静化、インバウンド需要回復が下支え。
- 株 … 海外投資家からの注目度は高く需給は良好、投資テーマも健在。
- 債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。
- リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。
- 為 … 世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替

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



カナダ

■ 経 … 景気の底割れリスクは小さいものの、今年半ば以降の景気回復は当面の利下げ幅に依存。
■ 債 … 今年4-6月期からの利下げを見込む。長期金利は3%台前半中心のレンジ相場を想定。
■ 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、今年半ば以降は対米ドルで堅調に。



豪州

■ 経 … 実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。
■ 債 … インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。
■ 為 … 相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、良好な実需動向が追い風。



中国

■ 経 … 消費は幾分改善しようが、不動産対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。
■ 株 … 保障型住宅の建設方針が不動産市況の回復期待を一段と後退させ、慎重な投資判断が必要。
■ 債 … 追加金融緩和は小幅だが、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。
■ 為 … 米ドル指数との連動を強めるも、人民元国際化期待がしぼみ、中長期の増価は期待できず。



ブラジル

■ 経 … 利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。
■ 債 … 利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。
■ 為 … 利下げは通貨安につながらず。良好な実需動向に支えられて対米ドルでレンジ相場に。

世界経済・金融市場見通し

景気先行きに楽観

1月に開催されたダボス会議のメディアの評価は「景気先行きに楽観」とされ、まさにこれが2024年のグローバル・コンセンサスだと言えよう。コロナ禍以降のインフレが収まりつつあることから、多くの国で利上げ局面が終了し、逆に今年は利下げが見込まれる。それに伴い景気が回復していくことが期待されるからだ。当社ハウスビューでも、国による差異はあれ、そのような見通しを持っている。

業績相場と金融相場の同時出現

ポイントは景気が回復しながら利下げも行われるところ。通常の景気サイクルでは景気悪化に伴い利下げが行われる。今サイクルが異なるところは、景気が悪化しなくとも、インフレ低下を理由に利下げが行われるところにある。なぜならインフレ退治のために景気に中立な水準を大きく上回る金融引き締めが行われているからだ。それは株式市場にとって、業績相場と金融相場が同時に出現することでもある。

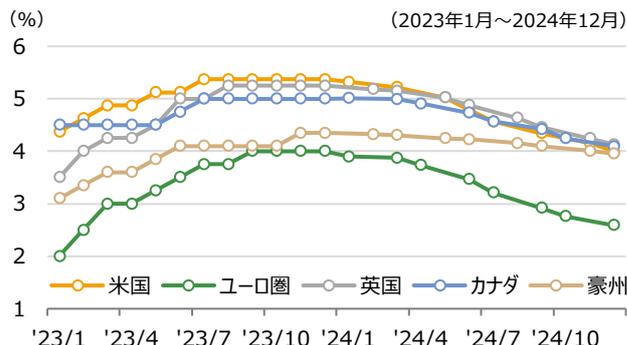
利下げ回数と株価の関係

2022年以降が逆金融相場の様相になっていたこともあり、市場の利下げ期待は大きい。例えば市場が織り込むFRBの2024年の利下げ回数とS&P500指数は基本的に連動している。ただ、利下げ期待が大きい故に、過剰に利下げを織り込んでいとも言える。12月FOMC後には利下げ織り込みが加速し、市場は一時計6.7回の利下げを織り込んだ。一方、12月FOMC参加者の見通しは中央値で計3回である。

前足かかずに前傾姿勢

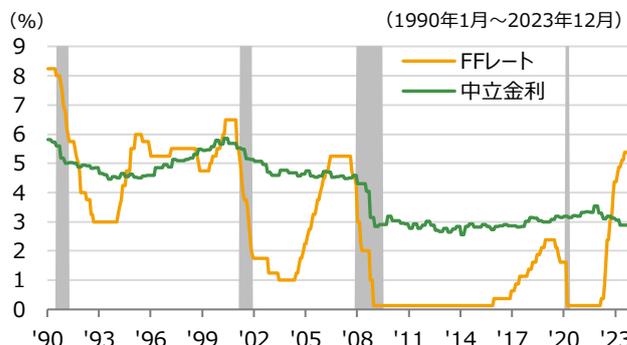
ここで1つ留意しておかなければならないのは、市場が利下げを織り込みすぎると、金融環境が適切と考えられる水準よりも緩和的になってしまうため、結果としてそれが実現しないこと（中央銀行がタカ派化）。実際に、1月にオランダ中銀クノット総裁は「市場が緩和的な見方をするほど、ECBが緩和を行う可能性は低くなる」と述べている。投資スタンスとしては「前足かかずに前傾姿勢」という感じか。

先進各国の政策金利



※2024年以降は市場見通し。1月22日時点 (出所) ブルームバーグ
 ※米国はFFレート誘導レンジの中央値、ユーロ圏は中銀預金金利

FFレートと中立金利



※FFレートは誘導レンジの中央値 (出所) ブルームバーグ
 ※中立金利は自然利子率+2%インフレ目標
 ※網掛けは景気後退期

FRBの2024年の利下げ回数とS&P500指数



※利下げ回数は0.25%ポイント換算 (出所) ブルームバーグ
 ※利下げ回数は市場織り込み

世界株式



※米ドルベース ※配当なし (出所) ブルームバーグ
 ※2020年末を100として指数化

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	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
															既往の金融引き締めを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。景気の逆風は多く、当面ゼロ近傍の成長が継続。回復は今年後半から緩やかに。金融引き締めの累積的な効果、高インフレ等で、景気は当面ゼロ近傍の成長が継続。賃金上昇は力強さに欠けるがインフレ沈静化、インバウンド需要回復が下支え。景気の底割れリスクは小さいものの、今年半ば以降の景気回復は当面の利下げ幅に依存。実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。消費は幾分改善しようが、不動産業対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。インフラ投資、サービス業などが堅調で、内需主導の際立つ高成長を維持すると予想。2024年は大統領選挙による内需拡大、利下げ期待などで、弱い外需を相殺すると予想。堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%に近い成長率を予想。利下げの効果を受け消費が回復傾向を強めるほか、外需の改善期待で輸出も加速しよう。利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国の二アショアリングの恩恵を受けて底堅い。高インフレを抑え込むための引き締めの金融・財政政策が景気を抑制する。

※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
									早期利下げ期待はやや後退も、景気は引き続き堅調。利下げ開始時期が株価を左右、景気動向は依然低調。海外投資家からの注目度は高く需給は良好、投資テーマも健全。保障型住宅の建設が不動産市況の回復期待を一段と後退させ、慎重な投資判断が必要。史上最高値を更新しているが、経済・企業業績の見通しは良好で、上昇余地があると予想。出遅れ感に加えて米中摩擦の恩恵を受け、株価指数の上昇余地があると予想。利上げ打ち止めの可能性が高まったが、利下げまでは道のりが遠く、反発の余地は限定的か。割安感に加えて、景気回復、米越蜜月期の構築などを受け、上昇余地拡大と予想。

債券	米国	ドイツ	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
													利上げ打ち止めを受けて金利は低下へ、中立金利の上昇有無が今後の焦点。景気は脆弱で、利下げを織り込みつつ、期待インフレ率に連れて長期金利は再び低下へ。景気は当面停滞したままで、利下げを織り込みつつ、長期金利は再び低下基調へ。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。今年4-6月期からの利下げを見込む。長期金利は3%台前半中心のレンジ相場を想定。インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。追加金融緩和は小幅だが、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。インフレ圧力は後退し、主要インデックス組み入れもあり、当面金利低下余地があると予想。外部環境改善の中、大幅な金利低下が進んだため、金利低下余地が限定的と予想。利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。景気は堅調だが、インフレ鈍化で春から利下げの公算。高金利と金利低下期待が魅力。利上げは1月で終了。極めて高い金利と今年終盤以降の利下げ期待が投資妙味を高める。

リート	米国	日本	一言コメント
			業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。

商品	原油	金	一言コメント
			SPR積み増し期待などから下値は限定的。今年半ば以降の景気回復でレンジ切り上げへ。中銀の継続的な金買い、米国の利下げ期待による投資家センチメントの改善が追い風。

※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）

為替	米ドル	ユーロ	英ポンド	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民元	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	ブラジル・リアル	メキシコ・ペソ	トルコ・リラ	一言コメント
															利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。利下げ観測がポンド安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもポンド安要因に。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、今年半ば以降は対米ドルで堅調に。相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、良好な実需動向が追い風。米ドル指数との連動を強めるも、人民元国際化期待がしぼみ、中長期の増価は期待できず。高水準の総合収支黒字を見込み、対米ドルで増価、対円でも底堅い推移を予想。外部環境の好転の中、構造改革、景気回復などに牽引され、当面反発余地があると予想。高成長と、好調な消費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、目先は米ドル高一服で減価圧力が弱まる。利下げは通貨安につながらず、良好な実需動向に支えられて対米ドルでレンジ相場に。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。海外からの証券投資が期待されるが、高いインフレ率が中長期的な通貨価値の毀損に。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

先進国 - 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*2		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	2.1	2.4	1.5	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.50 ~ 4.75	3.50 ~ 3.75	3.9	3.9	3.7	3.5
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.4	1.3	2.50	4.50	3.25	2.50	2.6	2.0	1.7	1.5
英国	4.3	0.3	0.3	1.1	3.50	5.25	4.25	3.25	3.7	3.5	3.0	2.5
日本	1.0	1.7	0.9	0.8	-0.10	-0.10	0.00	0.30	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	4.1	1.2	1.0	2.2	4.25	5.00	4.00	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.9	1.8	1.4	1.6	3.10	4.35	4.10	3.60	4.1	4.0	4.0	3.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末		2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	33,147	37,690	39,700	42,000	米ドル	131.12円	141.04円	130円	125円
NYダウ	-8.8%	13.7%	5.3%	5.8%		13.9%	7.6%	-7.8%	-3.8%
米国	3,840	4,770	5,000	5,300	ユーロ	140.41円	155.72円	135円	132円
S&P500	-19.4%	24.2%	4.8%	6.0%		7.3%	10.9%	-13.3%	-2.2%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	156円	152円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	-13.1%	-2.6%
日本	26,095	33,464	36,500	38,500	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	102円	100円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	9.1%	5.5%		6.2%	9.9%	-4.1%	-2.0%
日本	1,892	2,366	2,550	2,710	豪ドル	89.37円	96.06円	91円	90円
TOPIX	-5.1%	25.1%	7.8%	6.3%		6.8%	7.5%	-5.3%	-1.1%

	リート			
	実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	20,089	22,848	25,700	27,600
NAREIT指数	-24.4%	13.7%	12.5%	7.4%
日本	1,894	1,807	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-4.6%	5.1%	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。

*2 実質GDPの2023年は実績見込み

(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

新興国・商品 - 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*4		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
中国	3.0	5.2	4.6	4.4	2.75	2.50	2.30	2.20	2.8	2.6	2.5	2.4
インド*1	7.2	7.0	6.8	6.8	6.25	6.50	5.75	5.25	7.3	7.2	6.5	6.5
インドネシア	5.3	5.4	5.2	5.2	5.50	6.00	5.50	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.5	5.8	6.0	5.50	6.50	5.75	5.25	4.5	4.6	4.2	3.8
ベトナム	8.0	5.1	6.5	7.0	6.00	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-
ブラジル	3.0	3.0	1.5	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.7	10.5	10.8	10.5
メキシコ	3.9	3.5	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.0	9.0	9.0	8.5
トルコ	5.5	4.0	3.0	4.0	9.00	42.50	35.00	20.00	9.2	23.6	20.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末		2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
中国	64.47	55.95	57	60	中国人民元	19.16円	19.87円	17.8円	17.1円
MSCI	-23.5%	-13.2%	1.9%	5.3%		5.8%	3.7%	-10.4%	-3.9%
インド	2,069	2,487	2,750	3,000	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.69円	1.65円
MSCI	1.6%	20.3%	10.6%	9.1%		2.7%	6.9%	-0.7%	-2.4%
インドネシア	7,393	7,554	8,250	8,500	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.897円	0.893円
MSCI	10.4%	2.2%	9.2%	3.0%		4.5%	8.5%	-2.0%	-0.4%
ベトナム	1,007	1,130	1,350	1,500	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.43円	2.40円
VN指数	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%		5.3%	7.4%	-4.8%	-1.2%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.53円	0.51円
						10.9%	4.5%	-9.3%	-3.8%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.06円	27.7円	25.5円
						20.1%	17.1%	-4.7%	-7.9%
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	71.65	90	98	メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	8.6円	8.5円
	6.7%	-10.7%	25.6%	8.9%		19.9%	23.6%	2.9%	-0.6%
金 (米ドル/トロオンス)	1,826	2,072	2,100	2,200	トルコ・リラ	7.00円	4.79円	4.1円	3.7円
	-0.1%	13.4%	1.4%	4.8%		-18.2%	-31.6%	-14.3%	-9.8%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 中国とベトナム以外の2023年の実質GDPは実績見込み

(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

牽引役の消費に弱含み見られず

7-9月期の高成長から鈍化するとはいえ、潜在成長率を下回るには至らず、景気は堅調さを維持する模様だ。とりわけ、景気の牽引役である家計消費では、小売売上高が力強い増加傾向を維持。年末商戦などが影響した可能性があるとはいえ、過剰貯蓄の減少やクレジットカード・ローンなどの延滞率上昇が消費の向かい風となっている様子は乏しい。低成長シナリオの蓋然性を精査する必要が引き続きある。

労働市場のひっ迫感緩和と堅調さ

日次統計も加味すると、12月雇用統計は労働需給のひっ迫緩和を引き続き示唆したとみられる。1月公表のベージュブックではほぼ全ての地区で何らかのひっ迫感後退の動きが確認された。失業保険継続受給者が増加しており、職探しにこれまでよりも難航している可能性がある。もっとも、現状の水準は失業率の大幅上昇リスクを示唆しておらず、雇用の下振れによる消費弱含みへの発展を当面想定せず。

インフレの順調な鈍化と最後の一步

食品とエネルギーを除くコアPCEデフレーターはインフレ目標相当の上昇ペースを概ね維持している模様で、前年比2%台は目前。水準こそ違えど、CPIも基調で着実に鈍化している。「最後の一步」として住居費を除くサービス価格に連動する賃金に注目。賃金上昇率はインフレ目標相当の上昇ペースを上回っており、堅調な景気も加味すると、FRB高官が物価目標の実現に自信を持つには時期尚早だ。

保有資産の縮小ペースを減速へ

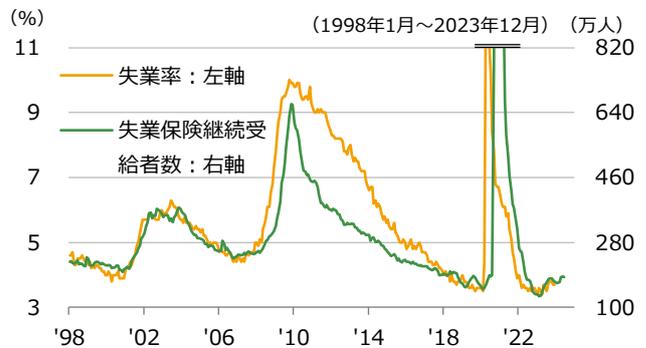
年初のFOMCでは保有資産の縮小ペースについて議論されるようだ。ダラス連銀総裁は流動性が過剰な状態ではなくなったとし、金融機関が流動性を適切に確保できるように、縮小ペースを調整したい意向を示した。2019年に短期金利急騰を受けて資産売却を即座に打ち切った反省がある。そのほか、バーFRB副議長は昨年3月に創設した資金供給プログラム（BTFP）を予定通り、1年で終了する姿勢を表明。

実質小売売上高



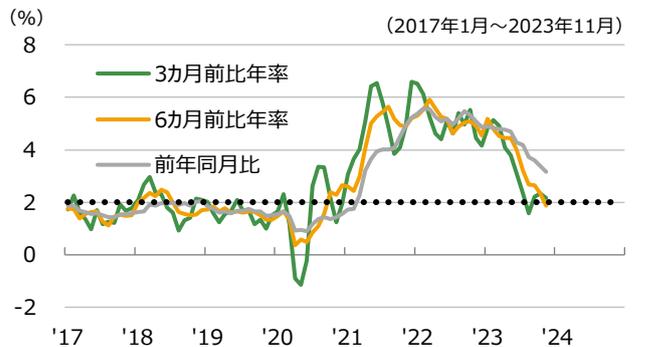
※1 除く自動車・部品、ガソリン、建築資材・園芸用品、外食
※2 コア財CPIで実質化 (出所) ブルームバーグ

失業率と失業保険継続受給者数



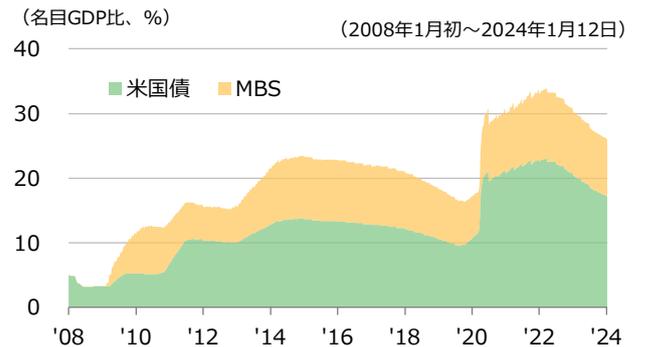
※継続受給者数は6カ月先行 (出所) ブルームバーグ

コアPCEデフレーター



※点線はインフレ目標 (出所) ブルームバーグ

FRBの国債・MBS保有残高



(出所) ブルームバーグ



株式

目標株価と判断は継続

直近1カ月の米国株は、早期の利下げ期待が後退したことはマイナス材料となった一方、半導体大手TSMCの強い売上高見通しを受けて半導体株が好調に推移したこと等が寄与し上昇。S&P500は終値で最高値を更新した。引き続き、利下げ開始への期待と、景気減速の程度が株式市場を左右しよう。2024年末のS&P500の予想は5,000を据え置き、中立判断を継続する。

極端な割高感はない

S&P500のPERは20倍程度。うち、指数ウェイトで3割弱を占めるいわゆるマグニフィセント7が26倍程度。S&P500の20倍程度のPERはヒストリカルで見ると高水準であるが、市場を牽引する高成長銘柄の影響が大きい。マグニフィセント7以外のPERは17倍台半ばであり、極端に割高感のある水準ではない。バリュエーション調整により、米国株が大きく下落するリスクが高い局面ではないと考える。

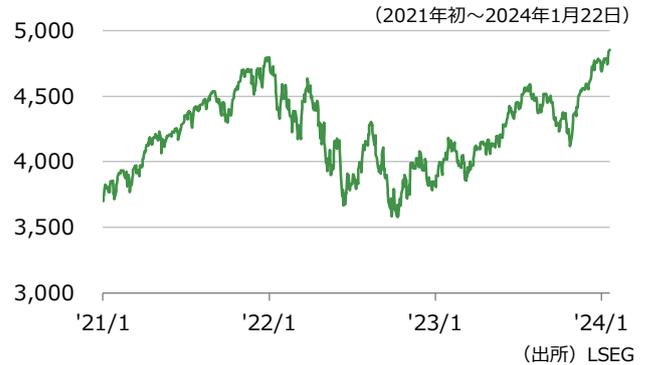
リスク要因は利下げ時期と景気

2024年の米国株のリスクは、利下げ開始時期が大きく遅れることと、景気が予想以上に悪化することであると考えている。このうち、株価へのマイナス影響がより大きいのは景気の大規模悪化。直近1カ月は、経済指標の上振れやFRB高官発言を受け3月の利下げ期待が後退し株価の上値を抑えたものの、景気が底堅いことの裏返しであり、株式市場へのマイナス影響は大きくはない。

求人や消費は引き続き堅調

求人件数やカード取引高の高頻度データ（日次や週次で公表されるデータ）は足元までしっかり。新規求人件数が高水準で推移する中、総求人件数が緩やかに低下していることは労働需給の軟化を示唆するものの、変調は見られず。一方、消費はカード取引高は11月頃に軟化の兆しを見せたが1月に入りむしろ強まっている。景気動向への注視が必要な局面であるが、現時点で目立った変調はない。

S&P500の推移

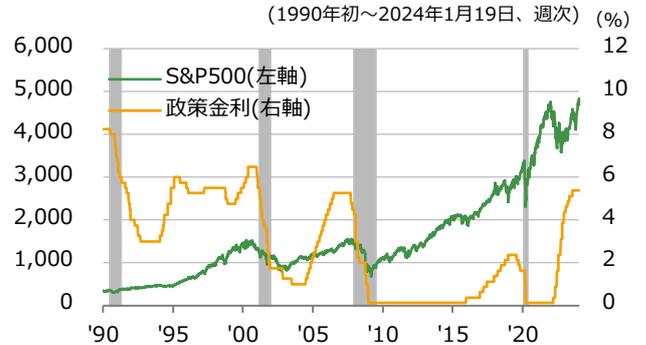


S&P500内のマグニフィセント7ウェイトとPER



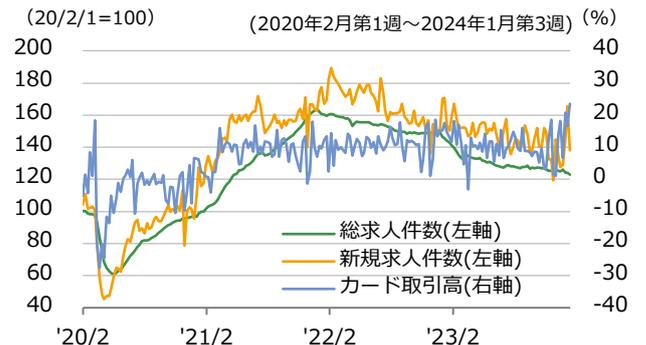
※PERは12カ月先予想ベース
※その他は23年12月末におけるマグニフィセント7を除くS&P500構成銘柄
(出所) ブルームバーグ、LSEGより大和アセット作成

株価指数と政策金利



※政策金利は誘導レンジの中央値
※網掛けは米国の景気後退期
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

求人と消費の高頻度データ



※週次で週末日は求人件数が金曜日、カード取引高が火曜日
※求人件数は7日移動平均
(出所) Indeed、BEAより大和アセット作成



債券・金利

早期利下げ観測の後退

金利先物は12月FOMC後に、3月FOMCでの利下げを一時9割も織り込んだ。しかし、ウォラーFRB理事による急速な利下げ観測に対する牽制と好調な景気指標を背景に、織り込みは5割を下回り始めた。景気後退の蓋然性が顕著に高まらない限り、急速かつ大幅な利下げは見送られ、同理事の言う「体系的かつ注意深い」、例えば四半期に0.25%ポイントといったペースでの利下げとなる公算が大きい。

局所的な投資機会

早期利下げ観測の後退とともに、長期金利も12月FOMC前後の水準に上昇。利下げ観測自体が否定されるほど景気が力強い、ないしはインフレが下げ渋る展開ではない。したがって、利下げ開始にかけて投資機会と言えよう。ただし、景気の堅調さを踏まえると、大幅な利下げを想定し難い。利下げ幅拡大の蓋然性が低いうちは局所的な機会と捉えたい。

リート

保守的なガイダンスが見込まれる

年明けの市場では、2023年末にかけての上昇の勢いが一旦寸断された。1月中旬から2月下旬にかけて決算発表が予定されており、注目は2024年通年予想。景気鈍化が見込まれる中でおそらく保守的な発表となるので、12月にかけて短期間に上昇してきている中で、市場予想を下回ると過剰反応から押し目があるとみている。構造的な成長が見込まれる高齢者向け住宅やデータセンターなどに注目。

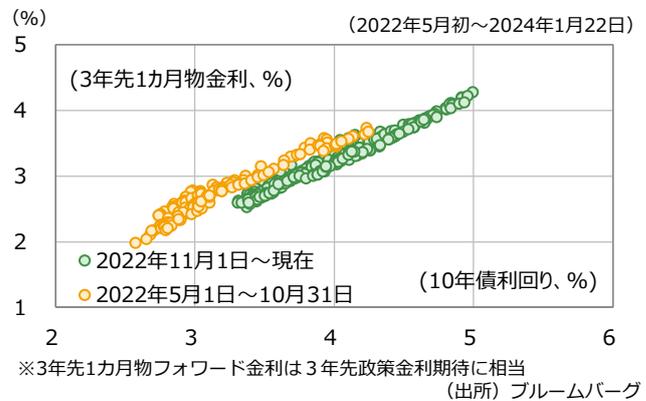
外部環境の好転

米国リート指数の予想配当利回りは、現状10年国債利回りとほぼ同程度となっており、短期的には長期金利などの外部環境に左右される展開が続こう。景気動向には不確実性が残るものの、中期的には、金利低下の多面的恩恵に加え、高金利環境下での低めに抑えられていたバリュエーションの切り上がりを想定。

3月FOMCでの利下げ開始期待



長期金利と3年先1カ月物フォワード金利



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差のわりに高水準な米ドル円

日米5年金利差は2023年10月ピークの4.59%から12月に3.58%まで縮小した後、拡大したとはいえ3.8%前後にとどまる。過去1年間の金利差との相関から算出した米ドル円の推計値は直近時点で139円台だが、米ドル円の実績値は1月に大きく上昇し、148円台に達している。米ドル円は日米金利差に見合う水準を大きく上回っており、日銀緩和修正観測の後退や日本株高が円安を助長したと見られる。

金利差比較での米ドル円の割高度は最大

23年1月初～12月末の1年間の日米5年金利差と米ドル円の相関から算出した米ドル円の推計値を、実績値は直近時点で8.7円上回っている。推計値からのプラスのかい離幅は23年1月初以降で最大だ。なお、マイナスのかい離幅は23年3月2日の▲8.2円が最大で、かい離幅が±7円を超えるケースは稀である。国内金利の反発やリスクオンの鈍化につれて、米ドル円は金利差に見合う水準に近づくと見ている。

米実質金利低下による米ドル安は一服

23年10～12月は米実質金利の低下が米ドル安に作用した。インフレ期待の鈍化を背景にFRB高官や市場が利下げ予想を強めたことや、エコノミック・サプライズ指数の低下が示すように米経済指標が市場予想を下回るケースが増えたことが要因だ。ただ、最近ではFRB高官が市場の早期利下げ観測をけん制。また、11～12月の米ドル安が米経済指標を下支えしており、米実質金利低下による米ドル安は一服。

基調的インフレは米ドル安・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12月時点で3.9%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.2%にとどまる。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは12月時点で3.8%であり、米国を大幅に上回る。こうした基調的なインフレの動向が続くと、やがて日米の金融政策格差が縮小し、金利差縮小を通じて米ドル安・円高が進みやすくなるだろう。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



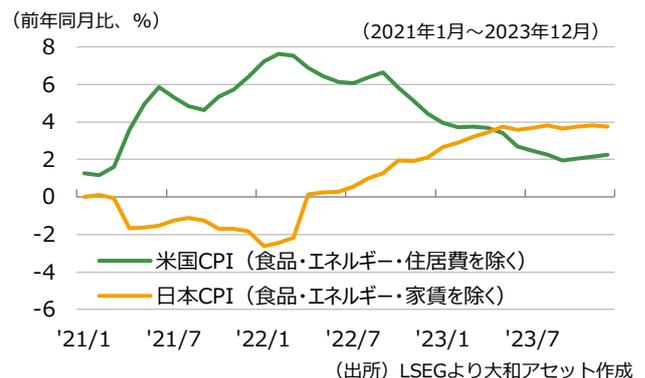
米ドル円の実績値と推計値のかい離幅



米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利



日米の食品・エネルギー・家賃を除くCPI





経済

景気は当面ゼロ近傍の成長が継続

実質GDPは2022年10-12月期以降、順に前期比▲0.1%、0.1%、0.1%、▲0.1%と停滞したまま。インフレ率の低下や供給制約の緩和は景気の押し上げ要因だが、金融引き締め効果の累積的な効果、新型コロナウイルス問題やエネルギー価格高騰への財政支援の縮小、世界経済の減速、地政学リスクの高まり等々、景気の逆風は多く、当面はゼロ近傍の成長が継続しよう。景気回復は今年後半から緩やかに。

金融引き締めによる必然的な景気悪化

PMIは製造業が2022年7月以降50を下回って推移し、2023年5月から12月までは40台前半に沈んでいた。サービス業も最近6カ月は50割れ。実質GDPは10-12月期もマイナス成長に終わった公算が大きく、景気後退と定義されよう。物価安定の責務に忠実に、ECBが金融引き締めで景気を抑制してきた当然の帰結である。もっとも、金融不安や経済の不均衡の調整の類ではなく、深い落ち込みは想定せず。

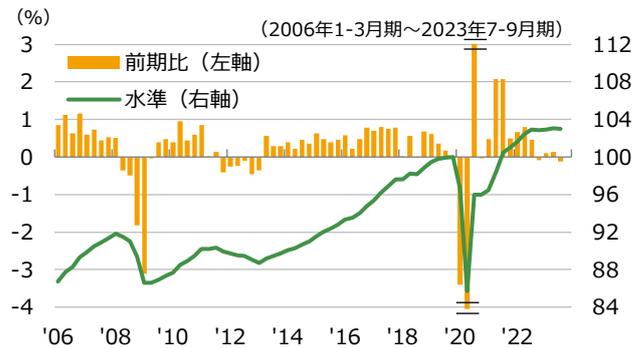
銀行貸出は利上げ後急速に低迷

ユーロ圏の銀行貸出残高は企業向け、家計向けとも、2022年終盤以降伸び率が急速に鈍化し、最近数カ月は前年同月比ゼロ近傍で推移している。ECBが2022年7月に利上げを開始すると、銀行の貸出基準が厳格化し、借入需要が低減するなど、金融引き締め効果が速やかに金融市場に、程なくして実体経済に及んだ。ECBの政策判断における3つの要件のうち、金融政策の伝達の強さは既に満たされている。

2%のインフレ目標への道筋が視野に

12月消費者物価指数は総合で前年同月比2.9%と、エネルギー価格の下落率の縮小で伸びが加速したが、一過性と思われる。食品・エネルギー等を除くコアは同3.4%と、鈍化基調がより明確になってきた。うち人件費の割合が高いサービス価格も同4.0%と、7月の5.6%をピークに着実に伸びが鈍化している。政策効果の剥落等による月次の変動はあるにせよ、2%のインフレ目標への道筋が視野に入りつつある。

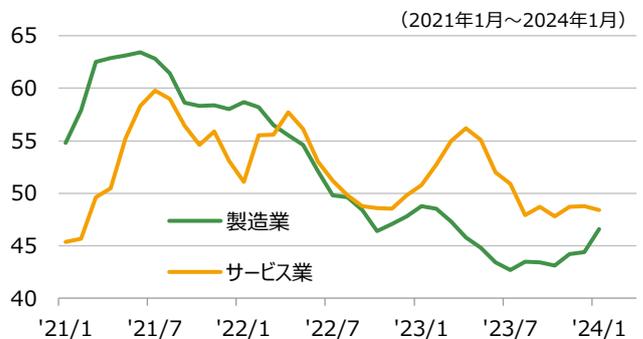
実質GDP



※水準は2019年10-12月期 = 100

(出所) LSEG

PMI



(出所) ブルームバーグ

銀行貸出残高



(出所) LSEG

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

(出所) LSEG



株式

中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。直近1カ月の欧州株は、ECB高官の利下げ開始時期への発言に振られる形で一進一退。先進国株内では低位な騰落率となった。当社では年央にECBは利下げを開始していると予想しているものの、ドイツやフランスの製造業PMIが40台前半にあるなど景気状況は米国と比べて劣る。日米株と比べ出遅れ感はあるものの、積極的に選好される局面にはないと考える。

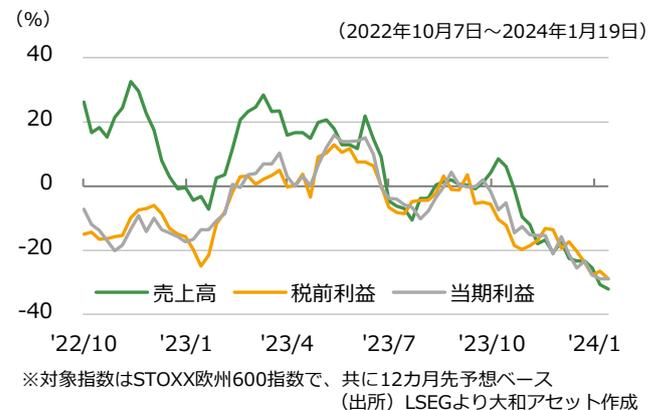
コンセンサス予想の切り下がりが継続

STOXX欧州600指数のリビジョン指数は右図の通り。12カ月先予想ベースで売上高、利益共にマイナス圏であり、2024年予想の切り下がりが続いている。ECBの利下げ開始時期が近付いて来ている点は株式市場にとってプラス材料であるものの、株式市場のセンチメントが本格的に改善するためには企業業績見通しの底打ちが求められるよう。

Euro STOXX 50の推移



リビジョン指数



債券・金利

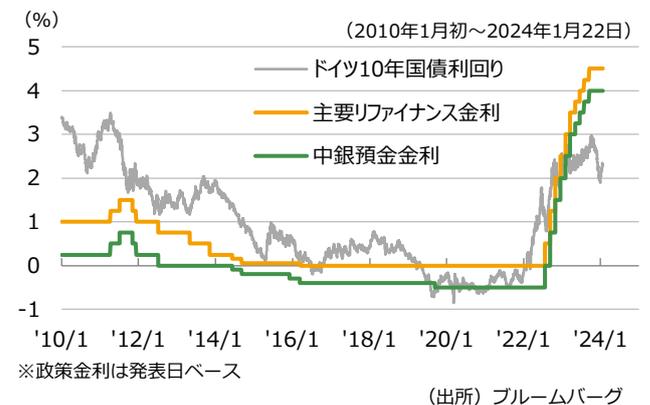
ECBは6月に利下げ開始へ

ECBは12月の理事会で2会合連続で政策金利を据え置いた。一方で、賃金や企業利益の動向を注視するとし、「政策金利が十分に抑制的な水準に必要なだけ長くあることを確実にする」との方針の下、利下げ期待を強くけん制した。もっとも、インフレ率は低下基調で推移する公算が大きく、ラガルド総裁は1月のダボス会議で、夏までの利下げの可能性に言及した。ECBは6月に利下げを開始すると見込む。

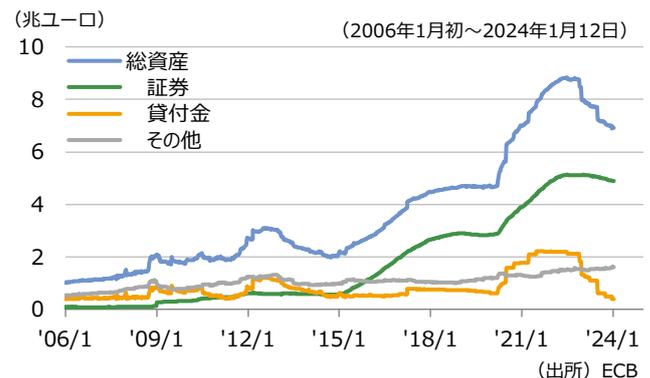
長期金利は再び低下基調へ

ECBは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還分の再投資を7月から月平均75億ユーロ減額し、年末で停止する方針。金額は僅かで、市場への影響も軽微と考えられる。長期金利は昨年末以降上昇に転じているが、ECBの利下げを織り込みつつ、期待インフレ率の低下に連れて再び低下基調で推移すると見込む。

ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

独日金利差拡大でユーロ高・円安に

ECBの利下げ観測と日銀の利上げ観測がやや弱まるなかで、独金利は日本の金利に比べ相対的に上昇し、それとともにユーロ高・円安が進んでいる。ただ、独金利の相対的上昇がさらに大きく進む可能性は低いと見ている。今後、ユーロ圏のインフレ率低下が進む中で独金利は再び低下する可能性が高い。景気減速懸念によりリスクオフに傾くことも予想され、ユーロ安・円高が進みやすくなると考えている。

リスクオフによるユーロ安・米ドル高

2023年12月はリスクオンのユーロ高・米ドル安に。24年1月は米金利に比べ独金利が相対的に上昇したがユーロ安・米ドル高に振れた。欧米金利上昇時の株安（リスクオフ）に伴いユーロ安・米ドル高圧力が働いたためだ。今後、独金利は米金利より低下しにくく、金利面のユーロ安・米ドル高圧力は働きにくいだろう。それでも景気減速懸念によりリスクオフのユーロ安・米ドル高傾向が続くと予想する。

為替が経済成長やインフレに与える影響

物価変動格差を控除した実質実効為替（広義）について、米ドルは過去20年平均を15%上回る一方、ユーロは3%下回り、円は31%下回る（23年12月現在）。「実質実効為替の水準」からすると、米国では為替が経済成長やインフレの抑制要因、ユーロ圏では中立的要因、日本では促進要因と言える。他国と比べた相対的なインフレ進行は通貨安要因だが、相対的な金利上昇に波及すると通貨高要因ともなる。

最近の経済指標はユーロ高要因に

経済指標の市場予想比を反映するエコノミック・サプライズ指数（ESI）は最近1カ月ほどは、米国がやや低下した一方で、ユーロ圏が上昇した。ESIの相対的变化からすると、ユーロ高・米ドル安圧力が働きやすい状況と言える。今後、米国ESIの低下が進み、ユーロ圏ESIの低迷が続いた場合、景気悪化懸念が欧米金利低下やリスクオフに作用し、通貨は強い順に円、米ドル、ユーロとなりやすいだろう。

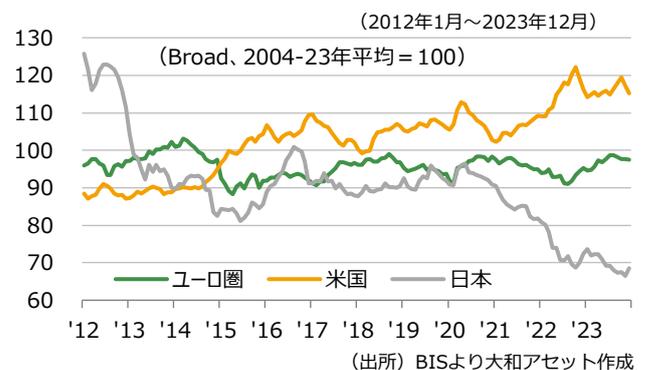
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



日米欧の実質実効為替レート



日米欧のエコノミック・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2023年7-9月期に前期比▲0.1%と、4四半期ぶりにマイナス成長に陥った。景気はこの1年間停滞したまま。PMIの推移に鑑みれば10-12月期は辛うじてマイナス成長を回避した可能性が高い。しかし、金融引き締めの一時的な効果、高インフレ、新型コロナウイルス問題やエネルギー価格高騰への財政支援の縮小等に鑑みれば、当面はゼロ近傍の成長が継続しよう。回復は年終盤以降に後ずれ。

賃金、物価の伸びは鈍化基調

週平均賃金（民間、賞与を除く）は3カ月移動平均で11月は前年同月比（以下同じ）6.5%へ鈍化した。消費者物価指数も食品・エネルギー等を除くコアで12月は5.1%と、5月の7.1%をピークに着実に鈍化している。EU離脱に伴う固有要因もあり、伸び率は相対的に高いが、景気停滞が長期化するなか、賃金、物価とも鈍化基調で推移すると見込む。

為替

BOEは8月に利下げ開始へ

BOEは12月の金融政策委員会で3会合連続で政策金利を据え置いた。利上げ局面は終了し、長期金利は低下基調に転じたと見込む。しかし、一定数の委員が依然利上げを支持しており、3会合とも据え置きは微妙なバランスでの決定と議事録に記されている。2%のインフレ目標には依然遠く、「金融政策は長期間引き締めめである必要」とのBOEの判断に鑑みれば、利下げ開始は8月と見込む。

ポンド高・ユーロ安の余地は限定的か

ユーロ圏に比べ英国の長期金利が相対的に上昇し、ポンド高・ユーロ安が進む局面もある。ユーロ圏よりも英国のインフレ率が高いため、ECBよりBOEの利下げ開始時期が遅くなるとの見方が一因だ。ただ、今後のインフレ率低下や利下げの幅は英国の方が大きくなる可能性も十分にあるので、相対的な英金利上昇とポンド高・ユーロ安の余地は限定的と見る。

実質GDP



消費者物価指数と週平均賃金



政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

総じて堅調に推移

国内外の人流回復、供給制約解消や商品市況下落などから、業種や地域毎の強弱はあるもののサービス業は回復基調が継続している。製造業は自動車の挽回生産による回復が顕著な一方、中国関連や製造設備関連などの弱さが目立つ。今後は、欧米の高金利による景気下押し圧力はあるものの、インバウンド需要のさらなる拡大やコストプッシュインフレの一巡により、総じて堅調な状況が続くと想定。

業種でのばらつきが大きい

昨年12月調査の日銀短観では、非製造業は宿泊・飲食、不動産、通信などの景況感が大幅に改善するなど全般的に好調である。価格転嫁がしやすい状況にあり、本年4月より残業規制が強化される建設や輸送なども景況感は悪化していない。製造業は、挽回生産により自動車の回復が顕著なほか、電機にも底打ち感が出てきた一方、中国の設備投資減少の影響から生産用機械などの見通しが悪化している。

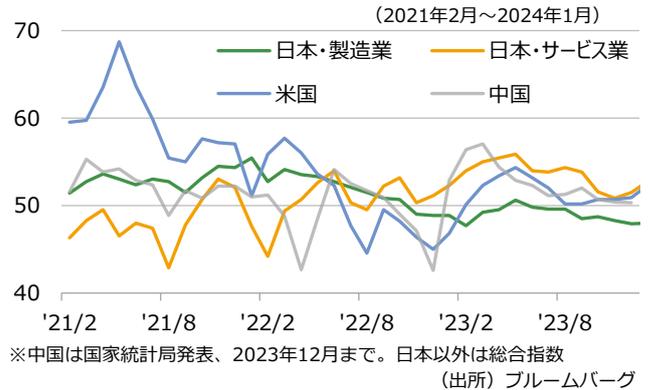
消費者物価の高めの伸び率継続

全国消費者物価指数（前年同月比）は、昨年12月が+2.6%（11月+2.8%）と伸び率が鈍化したが、除く生鮮食品・エネルギーでは+3.7%（11月+3.8%）と高めで推移している。円安の再進行やエネルギー価格の下げ止まりで先行性のある輸入物価のマイナス幅が縮小しており、本年3月までのガソリン補助金、5月までの電気・ガス代の補助金が予定通り終了すれば物価の押し上げ要因に。

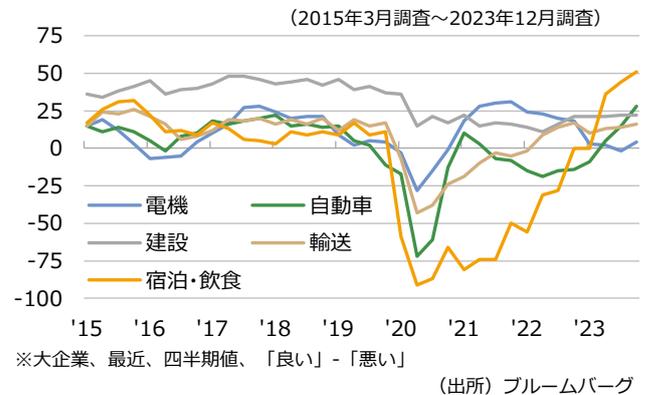
賃金の伸びは期待外れ

昨年11月の毎月勤労統計（前年同月比）は、現金給与総額が+0.7%（10月+1.5%）と伸び率が急減速した。所定内給与は+1.0%（10月+1.3%）であったが、ボーナスなど特別給与が▲3.9%（10月+13.7%）と急減した。振れの大きい統計であり、一時的要因の可能性が高いが、少なくとも賃金上昇の伸びは加速していない。実質賃金は▲2.5%（10月▲2.3%）と20カ月連続の減少で、物価上昇の衣服にもかかわらずマイナス幅拡大で期待外れの状況。

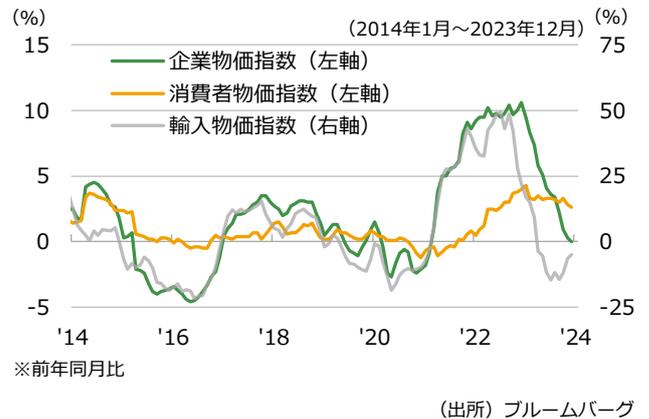
PMI



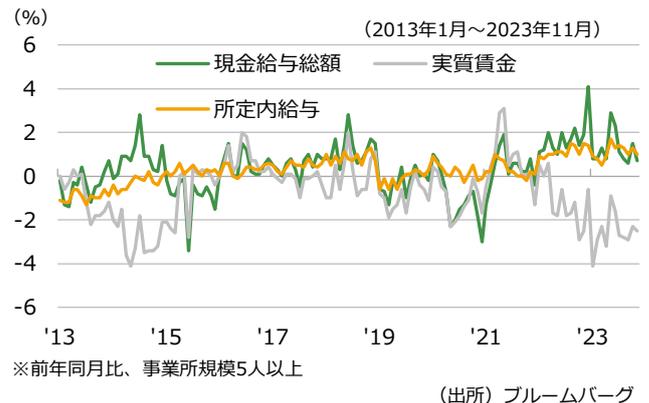
日銀短観 業況判断DI



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する。直近1カ月のTOPIXの上昇ペースは早く、短期的にはスピード調整リスクがあることは否めず。その一方、海外投資家の日本株に対する注目度は高いほか、東証要請を受けた株主還元強化の動きなど、日本の変化に対する期待は継続。株価上昇後もバリュエーションに割高感がないことも考えれば、株価の上値追いが生じ易い状況にあるとみる。

株価上昇後も割高感はない

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍強、リスクプレミアムは6%台前半。直近の株価上昇でやや切り上がったものの、PERやリスクプレミアムは過去レンジ内。米ドル円が140円台後半まで円安となったことにより、為替要因によるコンセンサス予想の切り下がりや、4月から本格化する3月期決算銘柄のガイダンスリスクもやや低下したと考える。株価は上昇したものの割高感はない。

需給環境は良好

年初からの株価上昇により注目された1月第2週の投資部門別売買動向は、海外投資家が1.4兆円（現物：約9,500億円、先物：約4,900億円）と大幅に買い越しとなった。特に一般に投資期間が長いと考えられる現物が大幅買い越しとなったことは需給の観点でポジティブ。NISAの投資枠の拡大により、個人資金が流入しやすい環境にあることも勘案すれば、日本株の需給環境は良好であるとみる。

株主還元強化の傾向は継続へ

1月15日に東証は「資本コストや株価を意識した経営」への要請に対応した企業リストを公表。集計対象が異なるが、23年7月時点で23%であった開示率は12月末時点で34%まで上昇した。PBR1倍未満の銘柄は約半数が公表している。東証は同要請において、株主還元の強化を求めている訳ではないものの、多くの銘柄が還元強化を掲げていることもあり、株主還元強化の傾向は継続しよう。

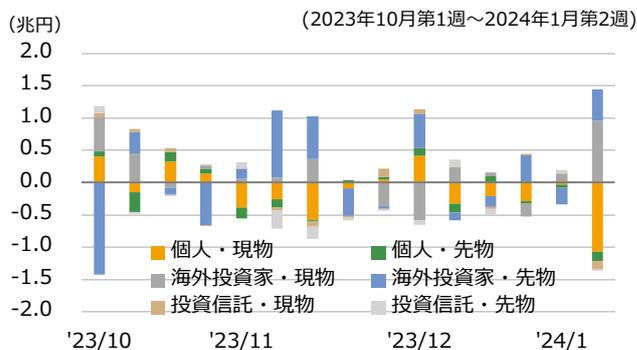
TOPIXの推移



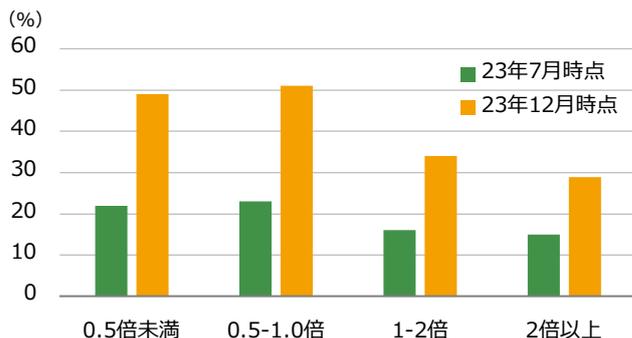
TOPIXのPERとリスクプレミアム



投資部門別売買動向



東証要請の対応状況





債券・金利

4月のマイナス金利解除の予想は維持

4月の金融政策決定会合でのマイナス金利解除、YCCは当面継続との見方を継続。昨年末の植田日銀総裁のインタビューにおいても2024年春闘に注目する姿勢を示しており、4月のマイナス金利解除をメインシナリオとしている。一方、国内の消費活動に一部で弱さが見られることなどは政策修正を後ずれさせる要因であり、インフレ動向と共に国内消費に対する日銀の見方は注視していきたい。

10年国債利回り予想は据え置き

10年国債利回りの予想は24年末：1.0%、25年末：1.1%を据え置き。日銀はマイナス金利解除後も、国内金利の高騰による市場の混乱は避けたいと考えていると推測される。YCCや共通担保資金供給オペなどによる一定の金利操作余地は残しつつ、マイナス金利の解除後の利上げペースは緩やかになると予想する。

リート

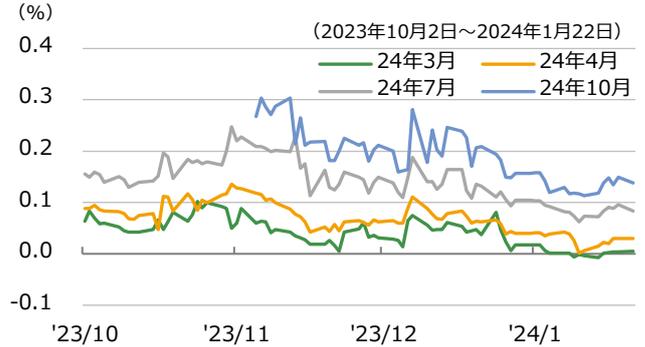
上昇基調

足元1カ月のJ-REIT市場は、上昇基調となった。12月下旬に1,700台前半まで下落した東証REIT指数は割安感が意識され、反発した。2024年に入ると、日銀による緩和的な金融政策の正常化期待が後退したこともあり、上昇が続いた。年初に北陸地方で発生した地震について、該当地域にJ-REITが保有する物件は少なく、影響は限定的だった。

緩やかな上昇を見込む

マイナス金利解除を含めた今後の国内金融政策見通しと長期金利に引き続き注目。J-REIT市場は緩和的な国内金融政策の正常化をある程度織り込んだ水準にあると考えられ、底堅い推移を想定。J-REITが保有する不動産の賃貸事業利益は今後改善が期待され、相対的に安定した高い利回りや資産価値からみた割安感が意識され、緩やかな上昇を見込む。

市場が織り込む政策金利



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

海外金利上昇・国内金利低下で円安に

2023年11～12月は、海外金利低下によるクロス円の下落（円高）とリスクオンの米ドル安により、米ドル円は下落。だが、24年1月は欧米の早期利下げ観測の後退で海外金利が上昇した一方、日銀緩和修正観測の後退で国内金利が低下し、クロス円が反発（円安）。日本株高に伴いリスクオンの円安圧力も働いた。また、米金利上昇により米ドルが対他通貨で持ち直したこともあり、米ドル円は上昇した。

米金利と同じ方向に米ドル円が変動

23年12月以降は、米株価と米ドル円の逆相関が強まる一方で、米金利と米ドル円の順相関が強まった。米金利と株価が逆方向に動くケースが多く、米金利低下・株高で米ドル円が下落し、米金利上昇・株安で米ドル円が上昇するケースが多かったため。米金利低下と株高はともに米ドル安に作用し、米金利上昇と株安はともに米ドル高に作用するので、米金利と同じ方向に米ドル円が変動しやすくなる。

米金利と株価が順相関なら円が変動へ

23年10～12月は米金利低下・株高（リスクオン）で米ドル安、24年1月は米金利上昇・株高鈍化（下落後に上昇）で米ドル高となった。米金利と株価が逆方向に動く局面では、米金利と同方向に米ドルが変動しやすくなる。だが、景気減速懸念が強まると、米金利と株価が同方向に動き、それと逆方向に円が変動しやすくなる。今後は、米金利低下・株安（リスクオフ）で円高が進む局面が増えると考えている。

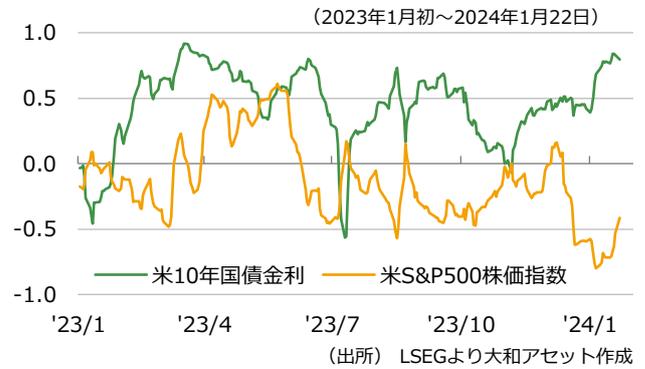
原油・金価格比率は限定的な円安を示唆

原油・金価格比率はリスクオンや米金利上昇の局面で上昇、リスクオフや米金利低下の局面で低下しやすく、米ドル円と相関がある。23年10～12月には米金利低下が進むなかで同比率が低下し、それに遅れる形で米ドル円が下落した。その後、米金利低下とリスクオン、米金利上昇とリスクオフの影響が相殺するなか、同比率は下げ止まったが、上昇は限定的だ。大幅な円安は進みにくい状況と言えそうだ。

米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



米ドルと円の変動パターン

米金利上昇 (円安・米ドル高)	リスクオン (円安・米ドル安)
米金利低下 (円高・米ドル安)	リスクオフ (円高・米ドル高)
	リスクオン
米金利上昇	円安
米金利低下	米ドル安
	リスクオフ
	円高

(出所) 大和アセット作成

原油・金価格比率と米ドル円





経済

足元は低迷、利下げ期待で先行きは楽観

引き締めの金融政策の下、足元ではゼロ%前後の経済成長と整合的なデータが並ぶ。利上げの影響はまだ時間差で出るため、目先は景気低迷が想定される。一方、先行きに目を移すと、利下げを想定して企業の12カ月先販売見通しが顕著に改善するなど、景気回復を見越した楽観的なデータが増えている。当社も今年半ば以降の成長加速を見込んでおり、今年の成長率は1.0%、来年の成長率は2.2%と予想。

景気回復の道筋は当面の利下げ幅に依存

カナダ銀行がどれだけ利下げするかによって、特に来年以降の住宅ローン返済額が大きく変化する。こうしたことから景気回復の道筋は利下げ期待に加えて実際の利下げ幅にも左右される。同行は利下げ転換までにコアインフレ率の更なる鈍化を見る必要があるとし、①需給ギャップ、②賃金上昇率、③インフレ期待、④企業の価格設定行動を重視する方針。そのため、以下でこれらの指標を中心に確認したい。

需給ギャップはOK、賃金上昇率はまだ

①需給ギャップは昨年後半にマイナス（供給超過）に転じたと推計されており、目先は低成長によりマイナス幅が一段と拡大する見込み。この点はクリア。また、欠員率がコロナ禍前の水準まで低下するなど労働市場のひっ迫緩和が進んだ。しかし、②賃金上昇率は高止まりしている。企業は今後の賃金上昇率鈍化を見込んでいるが、ストライキなどで労働組合の立場が強まっている様子もあり要経過観察。

インフレ期待と価格設定行動は正常化へ

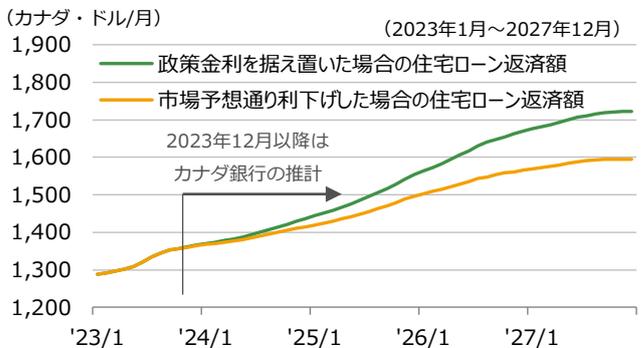
カナダ銀行の消費者/企業調査では、③消費者と企業のインフレ期待が前回調査から低下。多くの指標は2%の物価目標と整合的な水準から上振れたままだが、正しい方向に進んでいることは確か。④企業の価格設定行動は平時（コロナ前）に比べると値上げに積極的と言えるが、正常に向けた進展は見られる。カナダ銀行が重視する指標のうち賃金上昇率以外の3つは利下げを阻むものではなくなっている。

企業の販売見通しと個人消費



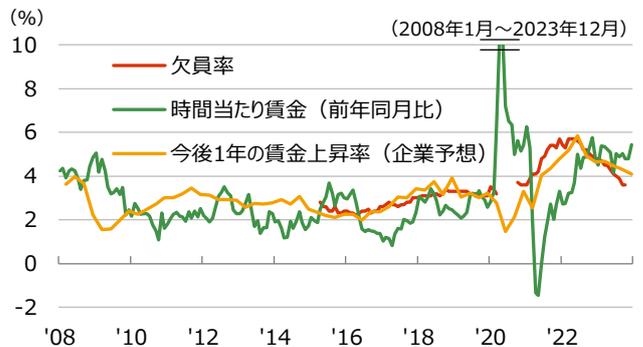
※販売見通しは、増加すると回答した企業の割合から減少すると回答した企業の割合を引いた値 ※個人消費は2023年7-9月期まで
(出所) カナダ銀行、カナダ統計局より大和アセット作成

利下げが個人の住宅ローン返済額に与える効果



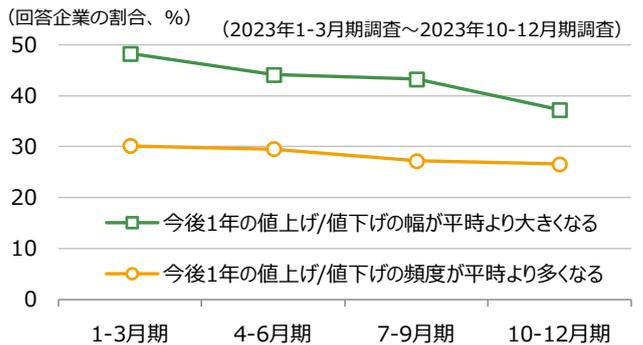
※固定金利型や変動金利型を含めた全体の中央値
※推計は2023年12月時点 (出所) カナダ銀行より大和アセット作成

欠員率と賃金上昇率



※欠員率は2015年4月～2023年10月 (20年4月～20年9月は欠測データ)
※賃金上昇率の予想は2008年1-3月期～2023年10-12月期
(出所) カナダ統計局、カナダ銀行

企業の価格設定行動



(出所) カナダ銀行



債券・金利

2%の物価目標に向けた進展は幻に

コアCPIは昨年11月のデータで2%の物価目標に向けて進展したと思われたが、12月分が上振れるとともに過去分が上方改定されたため、現時点ではあまり進展していないと評価される。先月は利下げ開始予想を今年3月に前倒ししたが、今月は4-6月期に後ろ倒しした。ただ、過去の指標に引っ張られて利下げ開始が遅れると利下げペースは速まりやすくなる。今年末と来年末の政策金利予想は据え置く。

長期金利は3%台前半中心のレンジ相場に

長期金利は、昨年末にかけて3%付近まで低下したが、早期利下げ観測が後退する中で3.5%付近まで上昇。ただし、次の一手が利下げである状況に変わりはないため、更なる上昇余地は限られるとみる。一方、実際に利下げが開始されれば、景気回復期待が長期金利の低下を阻むことになるだろう。引き続き3%台前半を中心としたレンジ相場を想定する。

為替

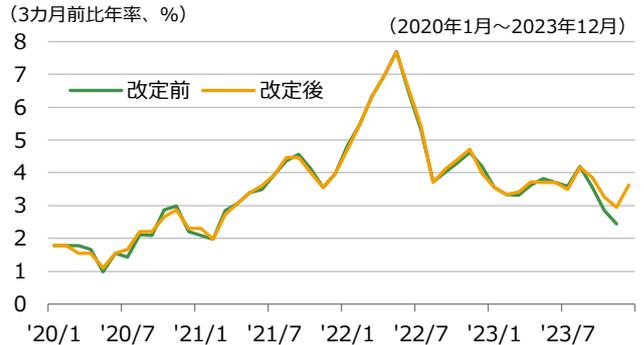
今年半ば以降のカナダ・ドル高を見込む

米国に比べてカナダの方が利下げ開始が早いと予想されるほか、当社予想を基準にすると米国の利下げ織り込みがはく落する余地がまだある点は、目先カナダ・ドル高（米ドル安）を阻む要因になり得る。しかし、今年半ば以降は米国の利下げによる米ドル安圧力や市場センチメントの改善、世界景気の回復期待による原油高が見込まれるため、年末に向けてはカナダ・ドル高（米ドル安）の展開を想定する。

需要主導の原油高でカナダ・ドル高に

近年は原油価格とカナダ・ドルが連動しない場面がよくある。これは、地政学リスクの高まりによる供給要因で原油価格が上昇する場合にリスクオフの米ドル高が強くなるためだろう。一方、今年半ば以降は、米国を中心に景気が底打ちし、需要要因による原油高が期待される。そのため、カナダ・ドルも原油高に追随して増価しやすい環境になると見込む。

コアCPIの改定前後の動き



※カナダ銀行が重視する加重中央値とトリム平均値の平均を表示
※改定前は2023年11月まで (出所) カナダ統計局より大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

米国との10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

原油価格とカナダ・ドル (対米ドル)



(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

追加利上げへの警戒感が残る消費者心理

米国ではミシガン大学消費者信頼感指数の改善が目立つ一方、豪州のウエストパック消費者信頼感指数は底ばい状態。生活コストの上昇や金利上昇懸念が消費者心理を冷やしているようだ。市場の利上げ織り込みは消失しているものの、消費者の半数以上は追加利上げを想定しているため、市場の予想通りに政策金利の据え置きが続けば、消費者の金利上昇に対する懸念も和らぎ、個人消費も底堅さを増そう。

今年は家計の購買力向上が想定される

昨年は実質賃金の伸びが大幅なマイナスで推移する中でも、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや、急速な人口増加によって個人消費は底堅かった。しかし、今年半ばには実質賃金の伸びがプラスに転換する公算。また今年7月には所得税減税が予定されており、実質可処分所得はより改善することが想定される。高金利状態は継続するが、家計の購買力向上による個人消費の回復が見込まれる。

労働市場のひっ迫は緩和傾向が継続

行動制限の緩和による雇用のミスマッチ解消や、移民流入などによる労働供給の増加により、欠員率は2022年半ばをピークに低下傾向。労働市場のひっ迫は緩和方向にあり、失業率も昨年終盤から上がり始めた。ただし、コロナ禍前の欠員率や失業率の水準に接近している米国やカナダに比べると遅れが目立つ。他国の事例を参考にすれば労働市場の軟化によるインフレ沈静化にはまだ時間を要しそうだ。

住宅投資が成長加速と物価抑制に作用か

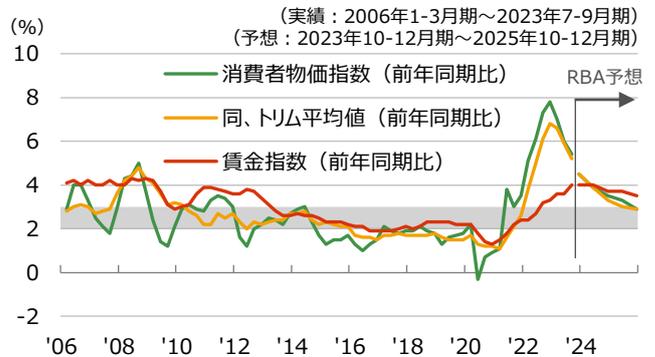
昨年は堅調な総固定資本形成の中で住宅投資が低迷したが、今年は持ち直しが期待される。急速な人口増加による住宅不足（住宅価格と家賃の上昇）が問題視される中、政府は昨年6月に続いて12月にも対策を発表した。公共住宅の供給を増やすほか、賃貸住宅建設プログラムも推進する。政府主導による住宅投資の活発化は想像に難しくなく、実質GDP成長率の押し上げとインフレ抑制の両方に作用しそうだ。

消費者信頼感指数と個人消費



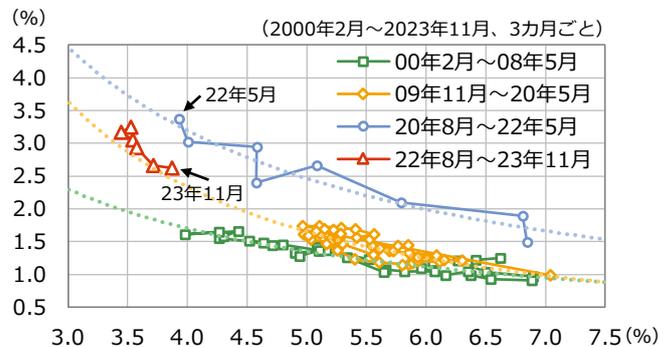
※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表値
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

消費者物価指数と賃金指数の伸び



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ
※予想は2023年11月時点
(出所) 豪州統計局、RBA

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)
※2008年8月～2009年8月は欠測データ
(出所) 豪州統計局

新規住宅融資額と住宅建設許可件数



(出所) 豪州統計局



債券・金利

利下げ開始は今年終盤と予想

昨年11月にRBAは政策金利を4.35%に引き上げ、消費者物価指数は前年同月比+4.3%に伸びが鈍化したことで、実質政策金利は辛うじてプラスに転じた。これで金融引き締めが十分とは断定できないが、RBAは政策金利を据え置いて様子を見る猶予を得た格好だ。引き続き当面は政策金利を据え置く可能性が高い。他方、利下げ開始は、金融引き締めで先行していた欧米先進国に比べて遅れ、今年終盤と予想。

利下げ余地が小さく長期金利は高止まり

2022年以降の利上げ局面において、米国などに比べて豪州の利上げは小幅にとどまった分、利下げ開始が遅れるだけでなく、利下げ余地も小さいと言える。長期金利は昨年末に一時4%を割り込む場面もあったが、足元は4%台前半で推移。利下げ開始が近づくに連れて長期金利には再び低下圧力が加わるだろうが、米国などに比べて高止まりすると想定。

為替

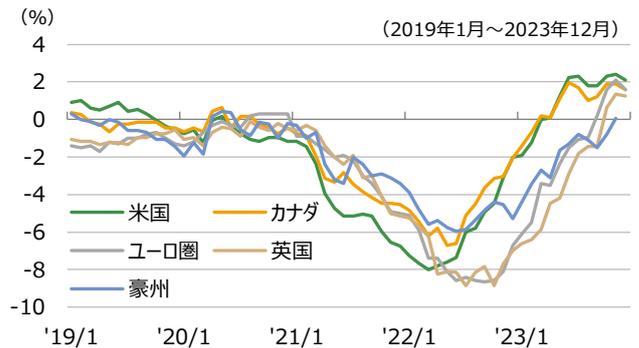
豪ドルは外部要因に振らされやすい状況

昨年末にかけては米国の早期利下げ観測が高まり豪ドル高（米ドル安）が進んだが、年初からその観測が一部後退する中で豪ドル安に転じた。豪州の政策金利は当面据え置きが予想される中、足元は米金融政策の思惑や市場心理に振らされやすくなっている。米国が利下げを開始し、豪米の政策金利差が縮小するに従って豪ドル売り圧力は和らぎ、豪ドルは対米ドルで徐々に水準を切り上げる展開を想定する。

豪ドルの割安感が修正に向かうか

かつての豪ドルは、商品価格や豪州の交易条件と高い連動性を示していた。しかし、2018~2020年春や2022年半ば~足元のように、米国に比べて豪州の政策金利が明確に低い局面では、交易条件などと比較して豪ドルが割安に放置された。来年にかけて米国対比での金利の魅力度が復活すると見込まれる中、豪ドルの割安感も修正に向かうか注目される。

各国・地域の実質政策金利

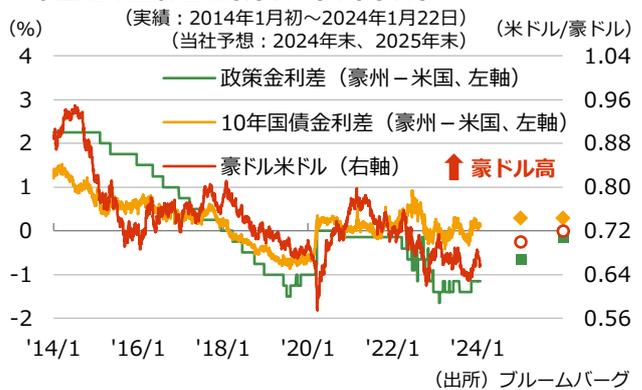


※実質政策金利=政策金利-消費者物価指数(前年同月比)
※豪州は2023年11月まで
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



米国との金利差と豪ドル(対米ドル)



交易条件と豪ドルの実質実効為替レート



※交易条件は1990年1-3月期~2023年7-9月期
※実質実効為替レートはナローベース
(出所) 豪州統計局、BIS



経済

景気低迷の出口は見えず

10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.2%。2022年の水準が低く前年比が上振れしやすい「ベース効果」を勘案しても、実態より水増しされている懸念は払しょくされず。長期トレンドでは2014-20年を除いて、実質GDP成長率は鉱工業生産伸び率に0.7を掛けた値に沿う傾向がある。そのため、実態としては成長率が4%台と推測し、2024年は4%台での低位推移が続くと予想する。

景気回復のけん引役は依然見当たらず

政府が保障型住宅建設を打ち出したが、低価格帯が中心になるため、かえって不動産市場や不動産企業に更なるネガティブな影響が及ぶ可能性がある。インフラ投資はやや改善したが、前年同月比で+6.8%に留まり、不動産の不況を相殺し、景気を押し上げるには力不足とみられる。消費性向も低下しており、景気けん引役不在の状況が続いている。

株式

全人代まで政策空白期の可能性が高い

多くの国の株価が2023年11月以降上昇傾向を強める中、中国株は、今まで底堅く推移していた国営企業も含め、下落基調を強めた。2024年の経済政策方針を定める中央経済工作会议などで、有効な景気対策が打ち出されていないことや、不動産不況による信託会社の破綻などが影響した。今後は、3月の全人代まで政策空白期になる可能性が高く、株価は下値を探る可能性が高いと考えられる。

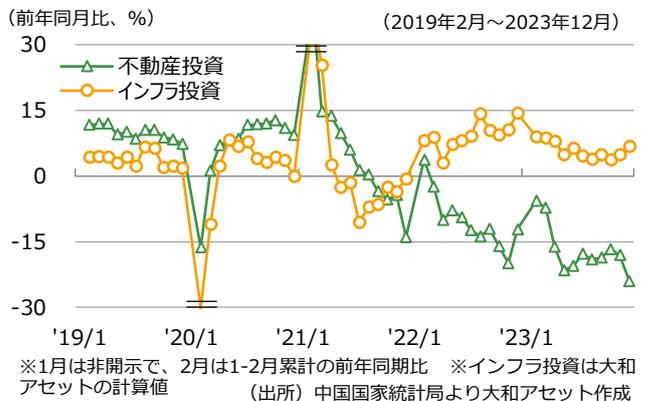
業績見通しの下方修正基調が続く

2022年末のゼロコロナ政策解除後も、当局による不動産企業への引き締め強化、有効な景気対策の欠如などを受け、景気回復は一貫して市場の期待を下回った。そのため、企業業績も下方修正基調が続いており、株価下落の要因となった。景気低迷の出口が見えない中、業績の下方修正が続く可能性が高く、株式市場が下値を探る可能性に注意が必要。

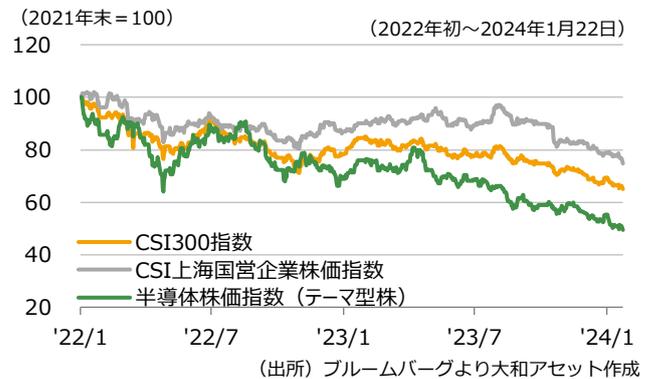
実質GDP成長率と鉱工業生産の推移



不動産投資とインフラ投資の推移



各種株価指数の推移 (現地通貨建て)



MSCI中国指数と業績見直し





債券・金利

追加金融緩和も景気押し上げには力不足

1月24日、中銀総裁は2月5日から預金準備率を0.50%ポイント引き下げると発表。引き下げ幅は約2年ぶりに0.25%ポイントから拡大したが、旧正月休暇直前の現金需要の高まりに対応した側面が大きい。政府は2023年GDP成長率が目標の+5%前後に収まったと発表するなど、景気低迷への危機感は大い。利下げの余地が少ない中、流動性供給で小出しの追加金融緩和を行うと予想。

長期金利は下値を探る展開

景気低迷の出口が見えない中、長期金利は一段と切り下がり、新型コロナウイルスが感染拡大した2020年3月につけた低水準の手前まで低下。一方、IIF発表の外国人投資家の資金フローをみると、外国マネーは6カ月ぶりにプラスとなった。金利上昇の可能性は引き続き低く、低ボラティリティは機関投資家にとって投資妙味があるとみられる。

為替

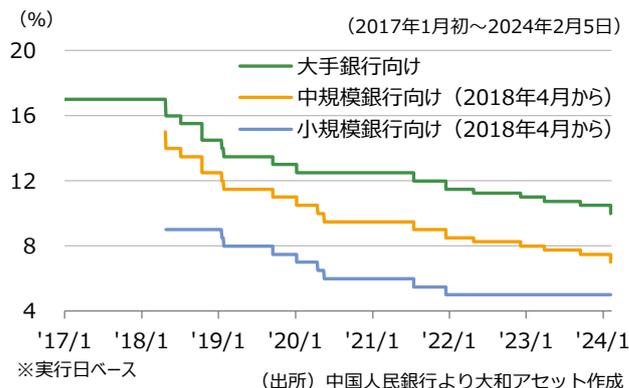
対米ドルでは7.3元/米ドルが下限か

人民元の対米ドルレートは、米ドル指数に連動した動きを続けている。ただ、9月以降の米ドル高局面で、国有銀行等が7.3元/米ドル近辺で人民元買いの動きを強めたことを勘案すると、7.3元/米ドルは当面の節目と考えられる。中長期的な景気低迷への懸念は燻っているが、資本規制もあり、現時点では景気の為替市場への影響は限定的。

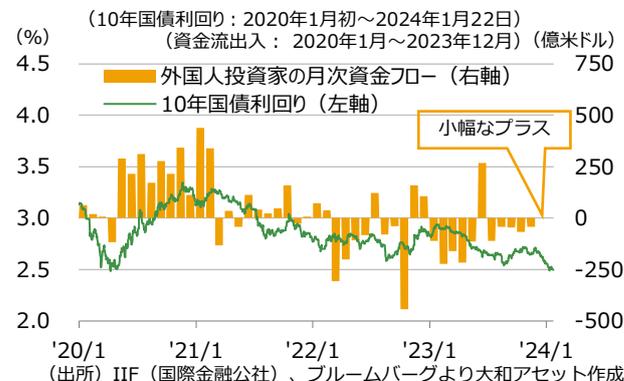
総合収支の赤字化が人民元安圧力に

2023年7-9月期の総合収支は、5四半期ぶりにマイナスに落ち込み、人民元安圧力を強めている。証券投資の大幅な資金流出が主因。今後は、中国人の海外旅行回復もあり、経常黒字が縮小傾向を強め、金融収支の赤字を補いきれない可能性が高まっている。その結果、総合収支の赤字幅が拡大すれば、人民元圧力として作用しよう。

預金準備率の推移



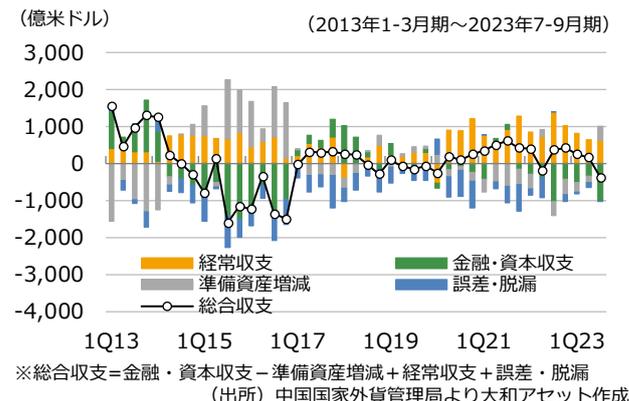
長期金利および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートと米ドル指数の推移



総合収支およびその内訳





経済

個人消費は堅調さを維持する公算

2021年以降の大幅な利上げにもかかわらず、拡張的な財政政策や堅調な労働市場、インフレ鈍化による実質賃金の上昇などを背景に、昨年の個人消費は堅調に推移した。昨年8月からの利下げの効果がすでに出始めており、例えば消費者ローンのデフォルト率は低下傾向が鮮明である。個人消費の伸びは、高金利環境下で落ち込まなかった分、今後の加速余地は小さいものの、堅調さを維持する公算が大きい。

金利低下で投資は持ち直し局面へ

昨年は堅調な個人消費に対して投資（総固定資本形成）が弱かった。しかし、投資の伸びに連動しやすい新規貸出金利は低下に転じ、今後も利下げに沿って低下する公算が大きい。投資も持ち直し局面に向かうと想定される。また、政府の産業支援策も民間投資を促すだろう。投資は今年から来年にかけて実質GDP成長率を押し上げる要因になると見込む。個人消費と投資の内需2本柱の下振れ懸念は小さい。

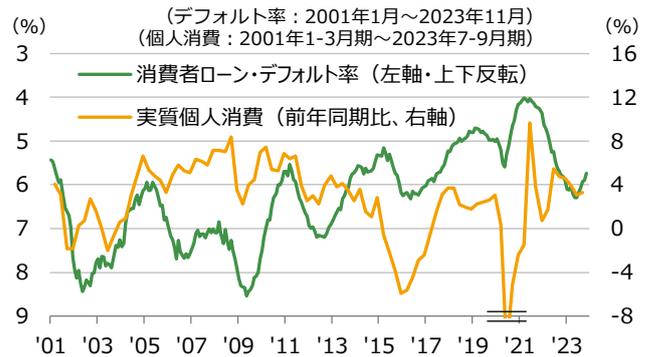
これまでのインフレ減速要因に一巡感

12月消費者物価指数は前年同月比+4.6%と、11月の+4.7%から伸びが鈍化。ガソリンの影響が大きい「運輸」が寄与して目先は更なる鈍化が見込まれる。ただし、電気料金の影響が大きい「住居」は減速余地が乏しく、昨年インフレ低下に大きく寄与した「食品・飲料」は減速が一服し、今後はインフレ率を押し上げる要因になり得る。インフレ目標中心（今年以降は3%）への回帰は難しいとみられる。

サービス価格インフレは高止まり

消費者物価指数のうち、需給ギャップと連動しやすいサービス価格は前年同月比+6%前後で高止まり状態。需給ギャップはマイナス圏（供給超過）で推移しているものの、景気が底堅いためにマイナス幅が拡大しておらず、サービス価格の伸び抑制の足かせとなっている。利下げにより成長率が加速すれば、インフレ率の目標レンジ中心への回帰は一段と遠のこう。緩和的な領域までの利下げは期待し難い。

消費者ローン・デフォルト率と個人消費



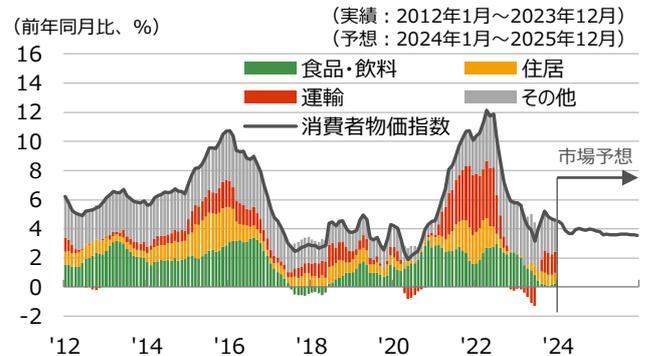
※デフォルトの定義は90日以上延滞
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

貸出金利と総固定資本形成



※新規貸出金利は企業と個人の加重平均
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

消費者物価指数



※棒グラフは項目別寄与度
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

需給ギャップとサービス価格



(出所) ブラジル中央銀行、CEICより大和アセット作成



債券・金利

0.5%ポイントずつの利下げ継続へ

ブラジル中銀は昨年8月から12月まで4会合連続で0.5%ポイントずつの利下げを実施し、直近の政策金利は11.75%。中銀からは今後複数の会合で同じ幅の利下げを決定する方針が示されている。インフレ率の高止まりが懸念される中で利下げ幅を拡大する可能性は低い。一方、為替レートが安定しており、外部要因によるインフレ再燃リスクも低いため、まだ利下げ幅を縮小する必要も乏しいとみられる。

ブラジル国債の見通しはやや強気を維持

2016年からの利下げ局面などと異なり、足元の景気は底堅く、インフレ見通しが目標中心値から上振れたままである。当時のように中立金利を下回る水準までの利下げは予想されず、長期金利の更なる低下余地は小さいと見込む。ただし、相対的に高い金利収入を得られる環境が続くと想定されるため、ブラジル国債の見通しは「やや強気」を維持する。

為替

ブラジル・レアルはレンジ相場が継続

ブラジル・レアルは4レアル/米ドル台後半でのレンジ相場が続いているが、その中で過去1カ月はレアル安が進行。米国の早期利下げ観測が後退し、海外からブラジル株式市場への資金流入が一服したほか、政府の産業支援策発表による財政悪化懸念の再燃が重荷。一方、貿易黒字など良好な実需動向はレアルの下支え要因として機能している模様。財政政策の行方や海外市場の動向には今後も注意を要する。

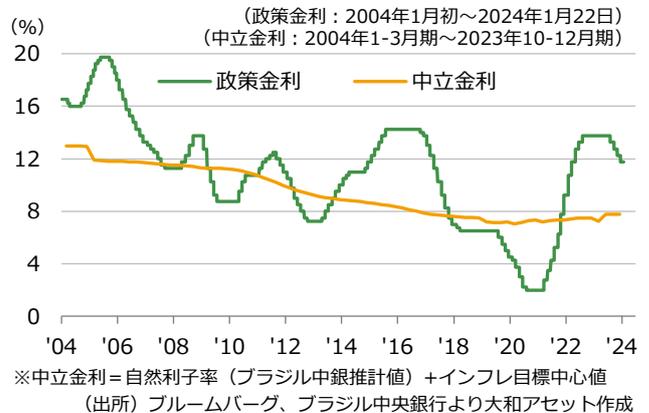
レアル安につながる利下げは想定されず

過去の利下げ局面を振り返ると、政策金利が中立金利を下回る水準だとレアルは対米ドルで減価する一方、政策金利が中立金利を上回る水準だとレアルは堅調に推移する傾向があった。現時点で中立金利を下回る水準への利下げは見込まれないため、利下げによるレアル安圧力は強まりづらいとみる。レアルは対米ドルでのレンジ相場が継続しやすいだろう。

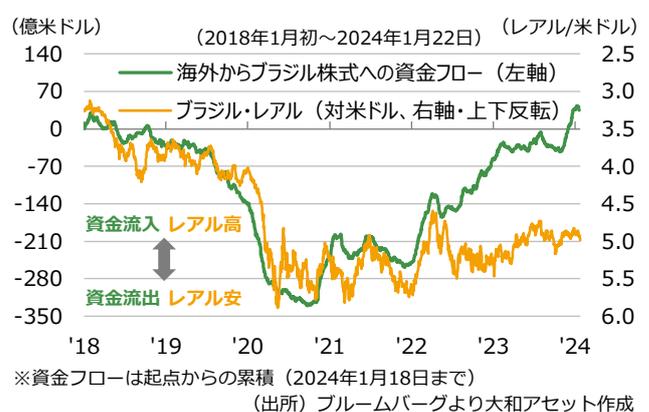
政策金利と10年国債利回り



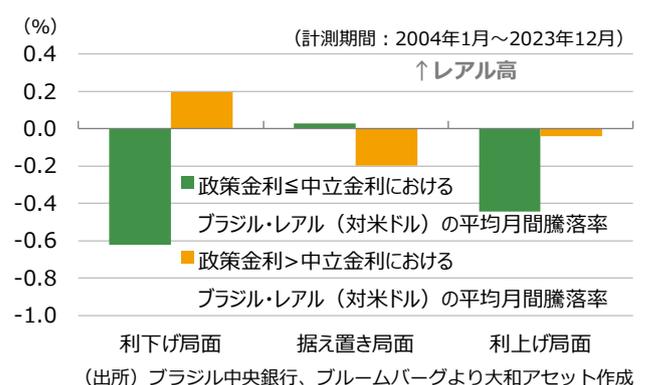
政策金利と中立金利



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



政策金利の水準・変化ごとのブラジル・レアル騰落率





経済

脱中国の恩恵を受ける国の景況感が良好

12月の製造業PMIは、引き続きインドやメキシコ、インドネシア等が好調だが、サプライチェーンの脱中国の恩恵を受けていると考えられる。また、内需主導のフィリピンも高水準を維持。今後は、世界的な電気製品の在庫調整進展観測を受け、マレーシアやベトナムなど、輸出主導の国の景況感が回復するかに注目。景況感回復が確認されれば、経済回復や株価出遅れの挽回が期待できよう。

24年後半に利下げ増加の見込み

多くの新興国ではインフレ率が中銀目標値もしくは許容範囲に収まり、インフレ沈静化が広がっている。また、東欧やメキシコ等においては中銀目標値を上回っているが、足元はインフレ低下傾向が強まっている。ブラジルとベトナムがすでに利下げ局面に入った他、多くの新興国が米利下げ開始を睨みながら、24年後半を中心に利下げを開始すると見込まれ、株式・債券市場への追い風になるう。

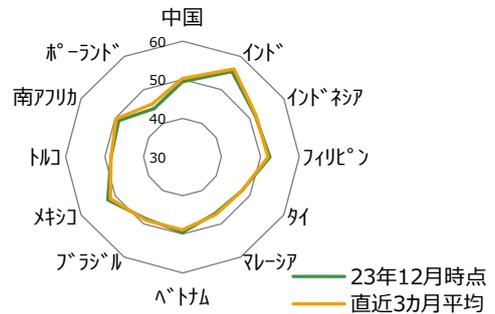
インド、「世界の工場」の期待に弾み

22年のインドのハイテク製品輸出額は、17年の2倍超へ増加し、「世界の工場」の期待に弾みがついている。23年も6月のモディ首相の訪米期間に、米企業の大規模投資が発表されたほか、米アップル社は23/24年度のインドでのiPhoneの生産目標を、3年前の6倍相当の約1兆7千億円に設定し、そのうち約7割を輸出する模様。ハイテク製品の輸出額は、今後一段と増加傾向を強めることが期待される。

ASEAN高成長の一因は人口ボーナス期

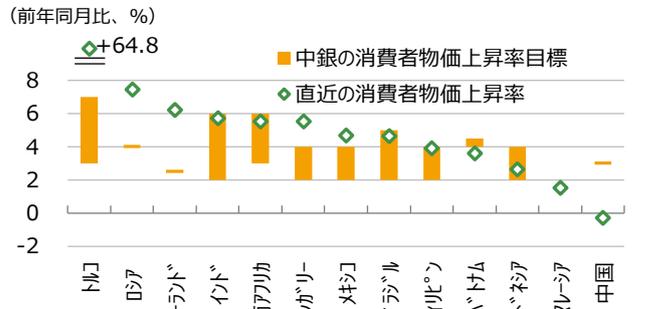
IMFの予測では、ASEAN5を1つの国とみた場合、2026年に名目GDPが世界6位に浮上し、5位見通しの日本に対し、経済規模は9割超まで迫ると予想される。その要因の一つとして、現在4つの国が人口ボーナス期で、豊富な労働力が成長を支えている点が指摘できる。さらに、ニッケルやレアアースを強みとしたEV、製造業供給網の構築も進み、中長期的に中国の経済成長率を上回る見込み。

新興国の製造業PMI



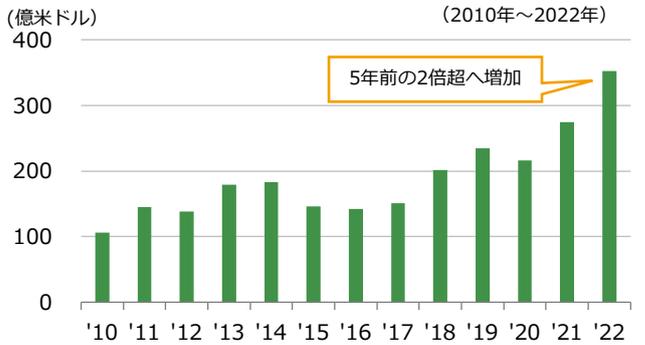
※直近3カ月は、23年9月-23年11月 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の直近のインフレ動向



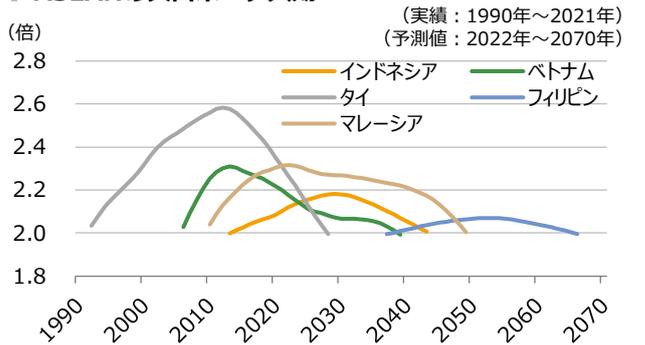
※マレーシアと南アフリカは11月時点で、その他は12月時点 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

インドのハイテク製品輸出額の推移



※ハイテク製品には、R&D売上高比率が高い産業として、航空宇宙、パソコン、医薬品、化学機器、電気機器等が含まれる (出所) 世界銀行

ASEANの人口ボーナス期



※人口ボーナス期を、生産年齢人口(15-64歳)がその他の人口の2倍以上と定義 (出所) 国連より大和アセット作成



株式

2023年の新興国株は一進一退の動き

2023年の新興国株価指数は、春頃の欧米銀行の信用不安が煽る場面や、10月頃の米金利上昇局面で、下落する動きとなったが、外部環境が落ち着くと上昇に転じ、一進一退の動きとなった。ただ、約3割を占める中国を除くと、2023年に約17%上昇。2024年は米経済のソフトランディングの可能性が高く、新興国の適温相場環境と考えられる中、一部の新興国に資金が流入しやすい地合いが続く見込み。

国別では23年に続き2極化が進みやすい

上記図表で、中国を入れるか否かで、新興国株価指数のパフォーマンスに10%超の差が付いているが、国別の株価推移において中国の大幅な劣後が背景にある。インド、メキシコ、ポーランドなどが20%を超える上昇率を記録する中で、中国は▲13%となった。中国経済の低空飛行継続が見込まれる中、ASEAN等出遅れの国や、企業業績が好調なインド等への選別投資が望ましい局面と考える。

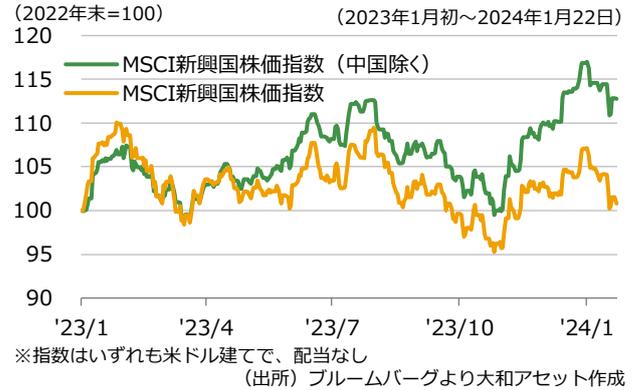
米ドル安への期待は新興国株の好材料

23年11~12月は急速に米ドル安が進み、足元はスピード調整となっているが、24年は、米利下げが進む中で米ドル安傾向が強まると見込まれている。これは新興国にとって外部環境の改善を意味し、ポジティブ材料になろう。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすく、「新興国の優等生」とみられるインド、出遅れ感のあるASEANなどへの資金流入を促しやすい。

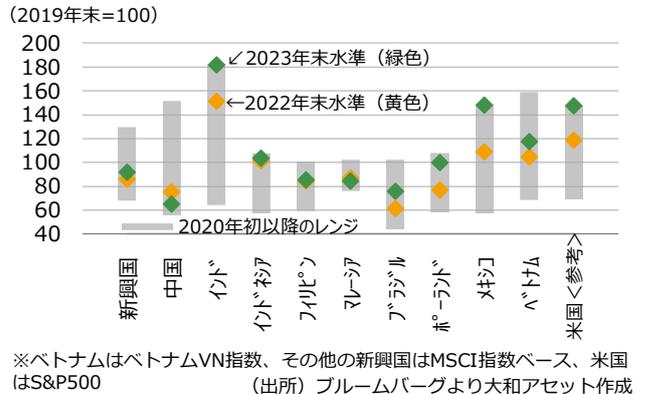
インド株は業績拡大で上昇余地あり

2023年に最高値を更新し続けたインド株だが、過熱感は限定的と考える。2021年以降は顕著な企業業績拡大が株価上昇を支え、バリュエーションはむしろ切り下げられているためである。2024年度の予想EPSも前年比+16%であり、株価の上昇余地はあると見込む。最高値更新後にスピード調整が入る可能性もあるが、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。

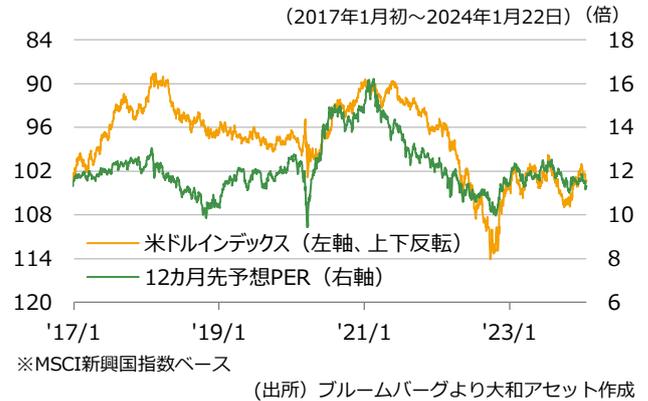
中国株による新興国株価指数のパフォーマンスの差



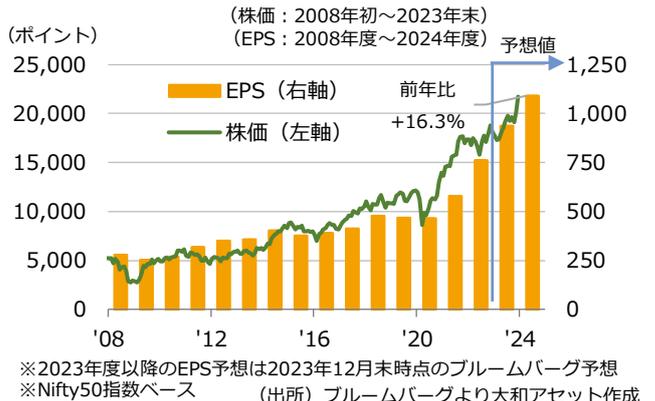
国別の株式市場の騰落率 (現地通貨)



米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



インド株のEPS (1株当たり純利益) の実績および予想





債券・金利

2023年は新興国国債が好調な一年

2023年は、欧米銀行の信用不安や米利上げによるリスク回避の流れが強まる局面でも、新興国国債市場は下値が限定的で、外部ショックへの耐性が確認された。さらに、先進国に先駆けて利下げしたブラジルをはじめ、高金利通貨の国債市場が高パフォーマンスを記録した他、低利回りの中国も米国債を上回った。24年は、年後半に利下げ開始の国が増え、堅調な推移を継続する国が多いと予想。

高利に加え価格上昇に期待のメキシコ債

メキシコではインフレ率が鈍化し、今春からの利下げが見込まれる。今年6月の大統領選挙に向けた大型インフラ投資や対米輸出の拡大、米国から本国への労働者送金などに支えられて景気は堅調なため、利下げペースは緩やかなものになる。国債市場では短期金利を中心に利下げに沿った低下が想定され、高い金利収入に加えて価格上昇も期待できる局面だ。

リート（アジア先進国含む）

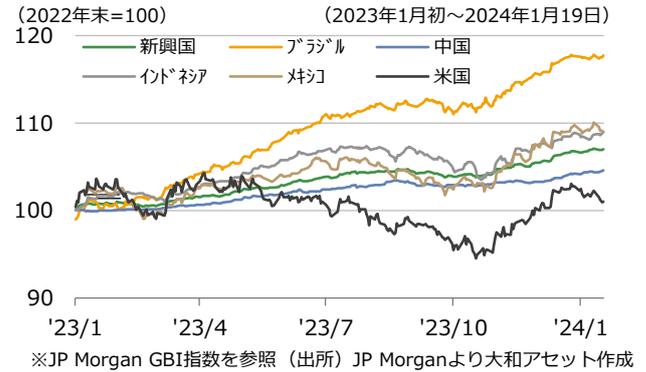
外部要因が左右も人口流入が下支え

足元のアジア・オセアニアのリート市場は、米国同様、長期金利低下に連れて上昇。しかし、今後は不安定な中国景気に振らされる状況が想定される。また、オーストラリアでは住宅ローン金利の上昇が個人消費を圧迫する可能性もあるが、人口増加が下支えとなろう。シンガポールはファンダメンタルズが堅調な商業施設や産業施設に注目。

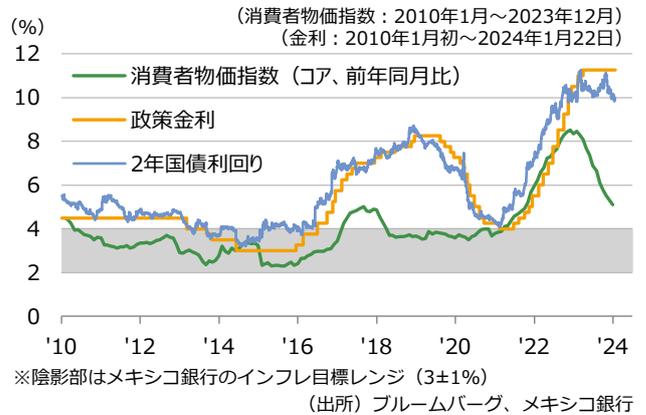
安定的な不動産市場と高い配当利回り

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。金利上昇の影響には注意が必要だが、アジア地域ではオフィスへの入社率が相対的に高く、金融システムも安定的で不動産価格への下押し圧力は限定的との想定を維持。またシンガポールや香港の予想配当利回りは魅力的な水準であることや、バイバック観測も株価を下支えしよう。

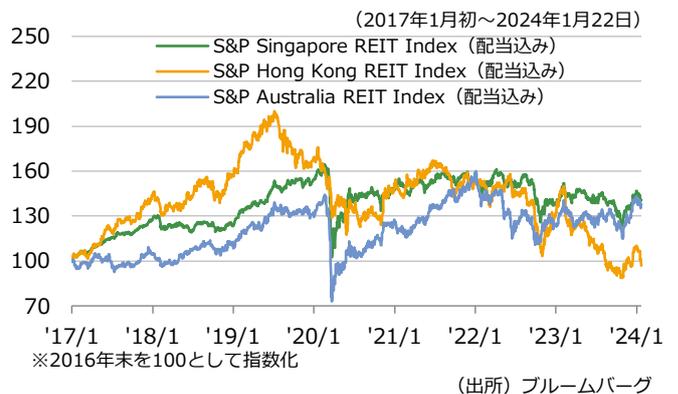
2023年の主要な新興国国債市場の推移（現地通貨）



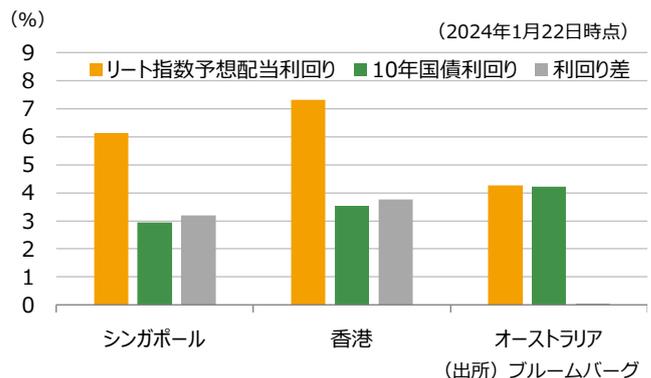
メキシコのインフレ率と金利



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





原油

WTIは70米ドル前半で底堅さを示す

最近のWTI原油先物価格は70米ドル前半で支えられて底堅い動き。引き続き米政府がSPRを積み増す水準の67~72米ドルが下値目処として意識されている模様。需給バランスに大きな偏りはなく、また投機筋のNY原油先物ネットロングポジションも、昨年価格が反発した直前の水準近くまで縮小。OPECプラスが決裂するなどのリスクシナリオが実現しない限り、この水準では支えられやすいとみる。

目先は下値も上値も限定的か

米カンザスシティ連銀の調査によると、シェール企業の損益分岐点は平均64米ドルで前期から横ばい。米政府のSPR積み増し水準はシェール企業が利益を得られる絶妙な価格帯と言える。一方、産油量を大幅に増やす価格水準は平均84米ドルと前期の90米ドルから低下。需要への不安が残る中では、価格が上昇すれば増産が上値を抑える要因として作用しやすく、昨秋の高値を超えるのは当面難しいか。

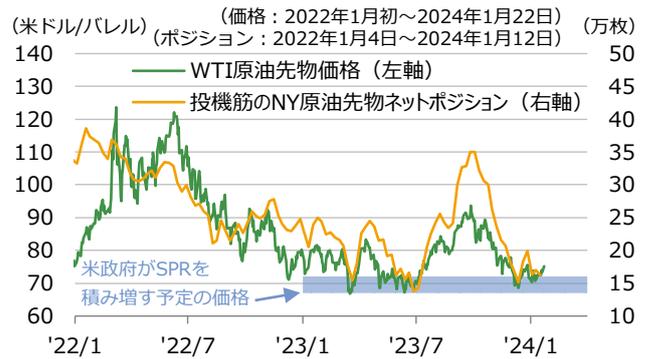
景気回復の確度が高まれば上値追いに

米国の景気が順調に減速（インフレ圧力が後退）すれば、利下げによるその後の景気回復をイメージしやすいが、足元の景気が想定より強いことで利下げ期待が後ずれし、景気の底打ち観測も後ろ倒しになってきた。しかし、ここ数カ月は今年4-6月期が景気の底という見方でほぼ動いていない。このまま今年後半以降の景気回復の確度が高まれば、原油価格は下落リスクが和らぎ、上値を追いやすくなる。

バイデン反対派は増産に慎重になる公算

当社は今年の米大統領選挙でのバイデン大統領勝利を仮定しているが、もしトランプ前大統領が勝てば、シェール開発が活発化し、ロシアとウクライナやハマスとイスラエルの紛争も解決の可能性が高まり、供給面からは原油価格に下押し圧力が強まろう。一方、現政権の継続を望まないであろう主要産油国や米シェール企業は、少なくとも選挙まで、原油価格下落につながる増産を躊躇する可能性が高そうだ。

原油価格と投機筋のNY原油先物ネットポジション



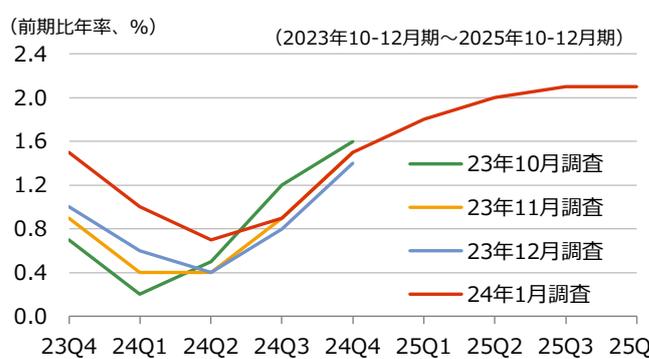
※SPRは戦略石油備蓄
※投機筋の先物ポジションは週次データ (出所) ブルームバーグ

原油価格と米シェール企業調査

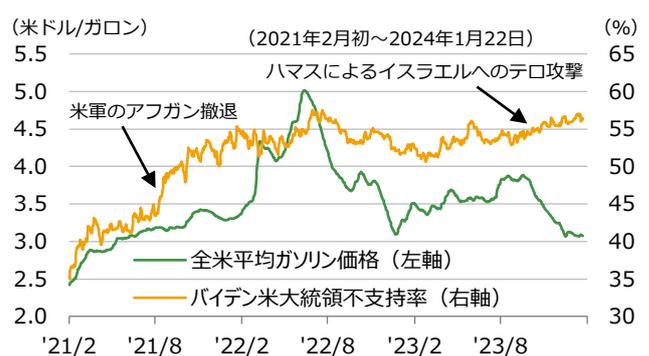


※シェール企業の損益分岐点と産油量を大幅に増やす水準はカンザスシティ連銀集計の平均値 (後者は2015年4-6月期～) (出所) ブルームバーグ、カンザスシティ連銀

米国の実質GDP成長率 (市場予想の変遷)



ガソリン価格とバイデン米大統領不支持率



※全米平均ガソリン価格は2024年1月21日まで (出所) ブルームバーグ、RealClear Politics



金

上昇一服後も底堅く推移

昨年12月に米国で早期利下げ観測が高まったことを背景に、金価格は史上最高値を更新したが、年初からその利下げ観測が後ずれする中、2,000米ドル付近まで押し戻される展開となっている。依然として市場の当面の利下げ織り込みは当社予想より過剰であり、修正余地は残るが、利下げに進むとの方向性は変わらない。また中銀の継続的な金買いも想定されるため、引き続き下落余地は小さいと見込む。

需要は金価格の上値追いを裏付けよう

今年は、①これまで同様に中銀の金保有残高が拡大し、②米国の利下げで金ETFの残高も拡大に転じると想定。③米国の利下げ転換を見込んで早々に拡大していた投機筋の金先物ネットロングポジションは縮小しようが、これら3点の総残高は2020年後半以降のレンジを脱し、増加基調で推移すると見込む。こうした需要動向の変化によって、金価格も2020年以降のレンジを上抜ける可能性が高いとみている。

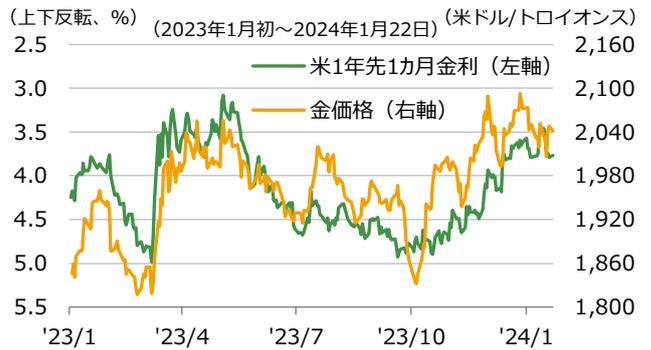
金ETFからの資金流出継続が懸念材料

ただし、金ETFの残高が減少している点は懸念材料。昨年秋に米実質金利が低下に転じた際は、残高減少に歯止めがかかったように見えたが、その後は再び減少傾向となっている。景気悪化を受けた利下げであれば、逆業績相場&金融相場で株より金が有利になりやすいが、景気が堅調な中での利下げであれば、業績相場&金融相場で株の魅力が高まるため、相対感で金を買われづらい状況が続くリスクは残る。

現物ビットコインETFの規模拡大に注目

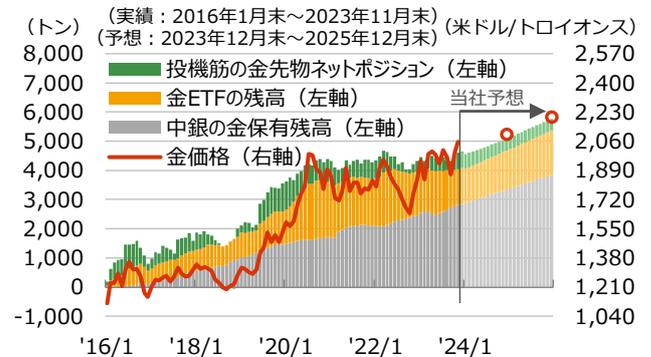
金ETFを取り巻くもう1つの懸念材料は、米国で現物ビットコインETFの上場が承認されたことである。これにより主に機関投資家がビットコインへの投資を増やす機会を得られる。金がビットコインに取って代わられる訳ではないが、投資資金の一部を金ETFから現物ビットコインETFに移管する動きが起きて不思議ではない。金相場を見る上では、仮想通貨市場の動向にも注目する必要があるだろう。

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※1年先1カ月金利=市場が織り込む1年先の政策金利 (出所) ブルームバーグ

金の主な需要動向と金価格



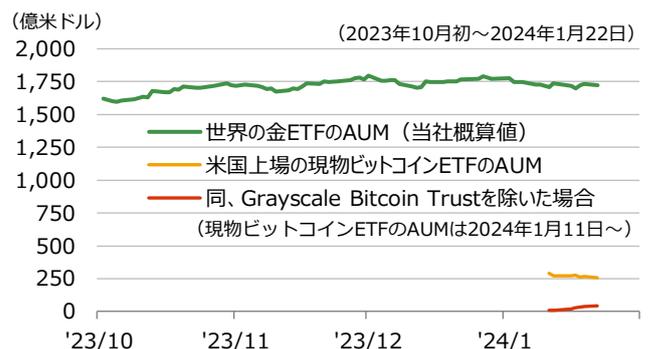
※左軸は全て起点からの累積で表示 ※金価格の予想は各年末値 (出所) ブルームバーグ、IMF、大和アセット

米実質金利と金ETFの残高



※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率 (出所) ブルームバーグ

金ETFと現物ビットコインETFのAUM (運用資産残高)



※Grayscale Bitcoin Trustは非上場投資信託からETFに転換したため、1月10日以前もAUMが存在 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。景気減速の強まりを受け、中国政策当局も金融緩和や不動産関連の規制緩和、消費促進策などを打ち出しているが、小規模な対策に留まっており、景気の持ち直し感乏しい。加えて、経済の大きさに比してデータや情報が少ないこともあり、市場参加者が経済実態を本当に正しく把握出来ているのか、との疑問も残る。より問題なのは、政策当局が現在の景気をどの程度悪く考えているのか、どの程度対策を打つ必要があると考えているのか、どの程度打てる対策があるのか、といった政策当局の姿勢や対応力が不透明である点。市場が疑心暗鬼に陥る恐れがある。
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国景気についてはソフトランディング見通しがコンセンサスであり、当社もそうである。特に昨年11月以降は、強過ぎず弱過ぎず市場にとって程良い経済指標の発表が続いており、市場のリスクセンチメントは良好にみえる。ただ、ここまで順調に鈍化してきたインフレ率も、ここからは下がりづらくなるとの見方もある。景気に関してはハードランディングシナリオも消えてはいる。市中金利は低下したとはいえ、10年以上ぶりの高水準にあることは変わらない。またQTも継続していることから、これから金融引き締めの影響が本格化してくる可能性は十分にある。過剰貯蓄の枯渇が重なれば、思わぬ景気後退に陥るリスクも否定できない。
米中間の緊張緩和進展もしくは対立激化	中	中	中	昨年の米中関係は、相次ぐ閣僚級会談や、11月には米中首脳会談も実現するなど、改善を模索する動きがみられた。米国は多方面での紛争への対処、中国は国内景気低迷への対応など、双方が課題を抱えていることから、対立は一旦棚上げとの選択肢も考えられなくはない。ただし、米国は大統領選が本格化する中、候補者が中国強硬姿勢を競うような状況は容易に想定し得る。一方、中国指導部も米国に弱腰と国民が思うような姿勢は引き続き取りづらいとみられ、再び対立が先鋭化する恐れがある。特に、ハイテク分野などでは双方妥協は難しいだろう。
ウクライナや中東における地政学リスクの高まり	中	中	中	欧米のウクライナに対する支援疲れが指摘される中、ウクライナの反転攻勢が困難になりつつあり、局面がこう着しているようだ。局面こう着は停戦への第1段階ともいえるが、現状での停戦はウクライナ、ロシア双方とも国内世論を納得させられるものではなく、戦闘続行の誘因は強いだろう。中東ではイスラエルによるガザ地区への攻撃が続いているが、イスラエルへの人道的な観点での非難が強まることで、第三者の介入を招く恐れがある。また、スエズ運河の通航に支障をきたし始めており、物流面での混乱がインフレ懸念を再燃させる恐れも高まりつつある。イランが介入を強めているとみられる点もリスクを増幅している。
日銀と市場の思惑のギャップによる市場の不安定化	中	中	小	日銀は昨年10月にYCCを修正し、長期金利上昇の許容度を上げたが、本質的な金融緩和姿勢に変化はないとの説明を継続している。しかし、市場では、植田総裁の国会答弁における「チャレンジング」という言葉を政策変更示唆と過剰に注目したかと思えば、その後は一転して正常化は後ろ倒しとの見方も出るなど、思惑の振れが大きい状態が続いている。こうした市場の地合いが続けば、日銀としても事前に政策変更を織り込ませていくような方策は取りづらく、サプライズでの政策変更とならざるを得ず、結局は市場の変動が大きくなってしまふ懸念がある。
日本の政治の不安定化	中	中	小	岸田内閣の支持率が下げ止まらない。政権維持には危険水準とされる20%台以下になりつつある。政策面では減税策が不評だが、減税で政権が倒れた事例として橋本内閣が思い起こされる。また、政治資金疑惑も近年になく大問題化しつつあり、あたかも竹下内閣退陣につながったリクルート事件のようだ。衆議院の任期は2025年までであるため、仮に岸田首相が退陣したとしても、当面は自公体制継続がコンセンサスだろうが、国会審議の行き詰まりによって追い込まれ解散に至るリスクもあるのではないかと。野党の支持率は低い、世論が自民党にお灸を据えるべしと思えば、政権交代の可能性とて否定できない。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	2022年、英国では「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。昨年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増加に警鐘を鳴らしている。さらに足元では、日米などで利払い費増加への懸念もじわり強まっており、財政リスクが無視し得ないものになりつつあるようだ。

※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						直近値 期間別変化幅			
		1/22	1カ月	1年	3年			1/22	1カ月	1年	3年
政策金利						10年国債利回り					
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	1.00	5.25	米国	4.11%	0.21	0.63	3.02	
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	2.00	4.50	ドイツ	2.29%	0.31	0.11	2.80	
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	1.75	5.15	英国	3.90%	0.40	0.53	3.60	
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本	0.66%	0.03	0.27	0.61	
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.75	4.75	カナダ	3.46%	0.27	0.62	2.61	
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	1.25	4.25	豪州	4.23%	0.22	0.83	3.10	
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45	中国	2.50%	-0.12	-0.43	-0.63	
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.25	2.50	インド	7.18%	-0.01	-0.17	1.27	
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.00	0.25	2.25	インドネシア	6.60%	0.11	-0.03	0.33	
ブラジル	セリック・レート	11.75%	0.00	-2.00	9.75	ブラジル	10.95%	0.48	-2.23	2.45	
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	0.75	7.00	メキシコ	9.26%	0.17	0.66	3.65	
トルコ	1週間物レポ金利	42.50%	0.00	33.50	25.50	トルコ	24.27%	1.31	15.24	11.40	
株価指数						為替（対円）					
米国	NYダウ	38,002	1.6%	13.9%	22.6%	米ドル	148.1	4.0%	14.3%	42.7%	
	S&P500	4,850	2.0%	22.1%	26.3%	ユーロ	161.19	2.8%	14.6%	27.6%	
ユーロ圏	STOXX 50	4,480	-0.9%	8.7%	24.4%	英ポンド	188.23	4.1%	17.2%	32.5%	
日本	日経平均株価	36,547	10.2%	37.6%	27.6%	カナダ・ドル	109.88	2.3%	13.4%	34.8%	
	TOPIX	2,545	8.9%	32.1%	37.1%	豪ドル	97.31	0.4%	7.8%	21.6%	
中国	MSCI中国	49.10	-8.0%	-33.1%	-59.5%	中国人民元	20.59	3.1%	8.0%	28.6%	
インド	MSCIインド	2,518	3.1%	22.7%	52.6%	インド・ルピー	1.78	4.1%	11.4%	25.5%	
インドネシア	MSCIインドネシア	7,607	1.4%	3.5%	9.3%	インドネシア・ルピア	0.947	3.0%	10.2%	28.1%	
ベトナム	ベトナムVN指数	1,183	7.2%	6.7%	1.4%	フィリピン・ペソ	2.63	2.4%	11.3%	22.0%	
						ベトナム・ドン	0.603	2.9%	9.9%	34.1%	
						ブラジル・リアル	29.69	1.3%	19.4%	56.5%	
						メキシコ・ペソ	8.62	2.7%	25.5%	65.9%	
						トルコ・リラ	4.89	0.4%	-28.9%	-65.0%	
リート											
米国	NAREIT指数	22,403	-1.2%	5.1%	19.7%						
日本	東証REIT指数	1,845	3.1%	2.3%	2.2%						
商品											
原油	WTI原油先物価格	75.19	2.2%	-7.5%	43.8%						
金	COMEX金先物価格	2,042	-1.3%	5.0%	9.8%						

※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

※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

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



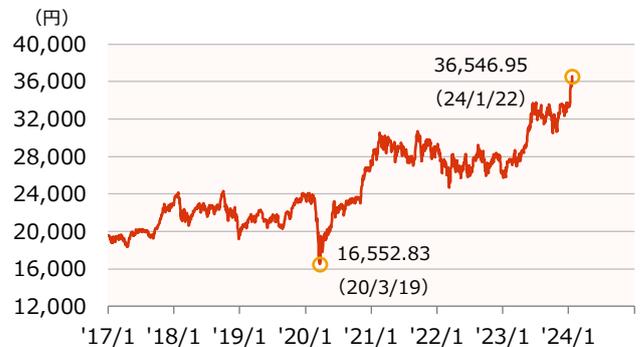
S&P500



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)



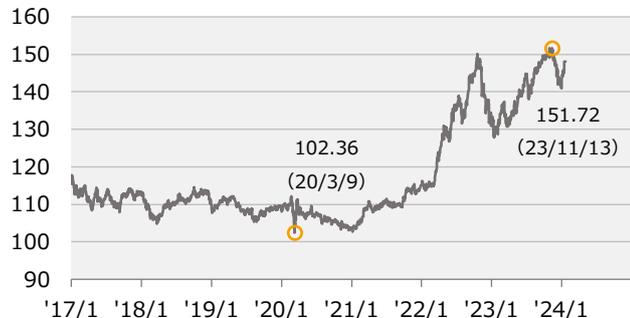
※グラフの期間は2017年1月初～2024年1月22日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

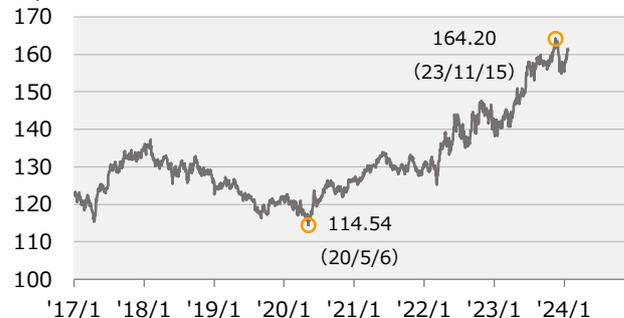
米ドル

(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)



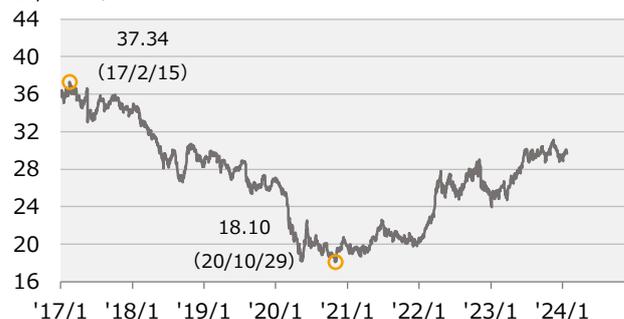
中国人民元

(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2017年1月初～2024年1月22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	5.9	3.4
日本	-4.2	2.2	1.0
カナダ	-4.9	5.4	4.1
豪州	-2.2	5.5	3.9
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	4.8	3.0
先進国	-4.2	5.6	2.6
新興国	-1.8	6.9	4.1

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	<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	(短期)一部当座預金の金利 (長期)10年物国債利回り
- 2024年末の 当社予想値	4.50~4.75%	3.25% 2.75%	0.0% 1.0%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートの縮小を当面継続。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計1.25%ポイントの利下げ。 新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資は2024年7月から月平均75億ユーロ減額。 	<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。 運用柔軟化などの施策を勘案し、YCCは当面継続すると予想。

(出所) FRB、ECB、日本銀行、大和アセット

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
2024年 2月		●BOE金融政策委員会 (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) ●北陸新幹線 (金沢～敦賀間) 開業 (16日) ●自由民主党党大会 (17日) ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) ●時間外労働上限規制の猶予期間終了 (31日)	●米スーパーチューズデー (5日) ●ECB理事会 (7日) ●FOMC (20-21日) ●BOE金融政策委員会 (21日) ●EU首脳会議 (21-22日)	●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	●森林環境税導入 (1日) ●日銀金融政策決定会合 (25-26日) ●衆議院島根1区補欠選挙 (28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		●BOE金融政策委員会 (9日)	●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) ●欧州議会選挙 (6-9日) ●FOMC (11-12日) ●G7首脳会議 (イタリア、13-15日) ●BOE金融政策委員会 (20日) ●EU首脳会議 (27-28日)	●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	●新紙幣発行 (7月前半) ●東京都知事任期満了 (30日) ●日銀金融政策決定会合 (30-31日)	●米共和党大会 (15-18日) ●ECB理事会 (18日) ●FOMC (30-31日) ●パリ五輪 (26日-8月11日)	●カナダ金融政策決定会合 (24日) ●ブラジル金融政策決定会合 (31日)
8月		●BOE金融政策委員会 (1日) ●米民主党大会 (19-22日) ●米ジャクソンホール会議 (月内)	●RBA理事会 (6日)
9月	●日銀金融政策決定会合 (19-20日) ●岸田自民党総裁任期満了 (30日)	●国連総会 ●ECB理事会 (12日) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19日)	●東方経済フォーラム (3-6日) ●カナダ金融政策決定会合 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (18日) ●RBA理事会 (24日) ●AIIB年次総会 (25-26日)
10月	●日銀金融政策決定会合 (30-31日)	●ECB理事会 (17日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●EU首脳会議 (月内)	●メキシコ新大統領就任 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (23日) ●IMF世界銀行年次総会 (25-27日) ●BRICS首脳会議 (月内)
11月	●東証が株式取引時間を延長 (5日)	●米大統領選挙 (5日) ●FOMC (6-7日) ●BOE金融政策委員会 (7日)	●RBA理事会 (5日) ●ブラジル金融政策決定会合 (6日) ●COP29 (アゼルバイジャン、11-24日) ●G20首脳会議 (ブラジル、18-19日)
12月	●日銀金融政策決定会合 (19日) ●大納会 (30日)	●FOMC (17-18日) ●ECB理事会 (12日) ●BOE金融政策委員会 (19日) ●EU首脳会議 (月内)	●RBA理事会 (10日) ●カナダ金融政策決定会合 (11日) ●ブラジル金融政策決定会合 (11日)
2025年 1月	●大発会 (6日) ●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (月内)	●世界経済フォーラム (ダボス会議) (月内) ●ECB理事会 (月内) ●FOMC (月内)	●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認のうえ、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、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、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：担保付補充貸出、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2024年1月22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：2024年1月26日)