

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

# 4

APR. 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

## 利下げ開始時期を見極める時間帯

- 過去1カ月の株価は世界的に続伸した。もっとも徐々に上値が重くなってきている感じもある。2024年の原動力となる2つのシナリオ、ソフトランディングと金融緩和のバランスがやや悪化しているためだ。
- インフレ再加速の場合は利下げ開始を遅らせればよく、再利上げは想定していない。年後半の業績相場と金融相場の同時出現という基本的な考え方に変更はない。足元は景気とインフレのバランス、その結果の利下げ開始時期を見極める時間帯だと考えている。



**米国**

**経** … 潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。

**株** … 早期利下げ期待はやや後退も、景気と半導体・ハイテク主導の企業業績は引き続き堅調。

**債** … 利下げ開始の蓋然性が高まるまで、金利は横這い圏で推移へ。

**リ** … 業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。

**為** … 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。



**ユーロ圏**

**経** … インフレ率の低下や金融引き締めの一巡等で、景気は年後半から緩やかな回復へ。

**株** … 利下げ開始時期を巡る思惑が株価を左右。景気や企業業績は依然、回復の途上にあり。

**債** … 賃金の鈍化を確認し6月に利下げ開始。利下げを織り込みつつ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。



**日本**

**経** … 物価高で消費は冴えない。春闘で賃上げ進むが賃金・物価の好循環は未だ見通せず。

**株** … 上昇ピッチ速いが業績も拡大。株主重視姿勢強まり海外投資家の旺盛な投資意欲継続。

**債** … 2回目の利上げは2025年4月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。

**リ** … 業績見通しが改善するなか、軟調な推移で割安に。高い利回りが魅力。

**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 … 目先、景気の底割れリスクは小さい。利下げによって今年半ば以降の景気回復を想定。
- 債 … インフレ鈍化で6月利下げ開始を予想。長期金利は3%台前半を中心とした推移を見込む。
- 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。



- 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 … 利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。
- 為 … 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。



- 経 … 全人代で発表された景気や不動産業への対策は力不足で、景気の低空飛行が続く見込み。
- 株 … ホワイトリスト等の不動産救済策の実行力に依然疑問が残り、慎重な投資判断が必要。
- 債 … 追加金融緩和期待に加え、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、総合収支がマイナスに落ち込んだことは人民元安圧力に。



- 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。良好な実需に支えられて対米ドルではレンジ相場を想定。

## 世界経済・金融市場見通し

### 株価は続伸も上値が重くなっている

過去1カ月の株価は世界的に続伸し、日経平均株価や米S&P500指数、インドSENSEX指数などが史上最高値を更新した。もっとも、徐々に上値が重くなっている感じもある。年初来の上昇ピッチが速かったことによる高値警戒感（スピード調整）に加え、経済面では2024年の原動力となる2つのシナリオ、ソフトランディング（景気回復）と金融緩和のバランスがやや悪化しているためだ。

### インフレ率の低下は足踏み

振り返れば、2023年のインフレ率は各国で順調に低下した。しかし、2024年入り後は足踏み状態となり、「粘着性」を見せている。例えば米国のコアCPIは、3カ月平均年率換算ベースで昨年後半に3%まで低下したものの、2月には3.8%まで再上昇した。それらを背景に、市場は昨年末に今年のFRBの利下げ回数を約7回（1回0.25%ポイントとして）織り込んだが、足元では3回程度となっている。

### 強い景気はインフレの粘着性要因

利下げ織り込みの減少は、前回号で指摘したように二面性がある。良い面は景気後退に陥る可能性が低下したからその利下げ回数の減少である点。従来はインフレ退治のためには景気悪化が不可避だと考えられていた。悪い面は強い景気がインフレの粘着性をもたらすことによる利下げ回数の減少である点。2月は前者、3月は後者の色彩が強く、株価の上値が重い一因となっている。

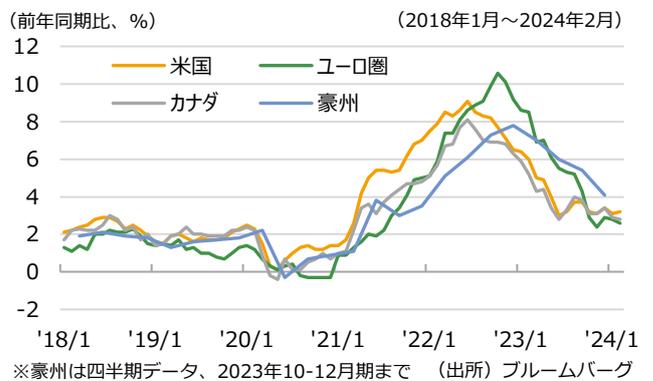
### 利下げ開始時期を見極める時間帯

もっとも、インフレ再加速の場合は利下げ開始を遅らせればよく、再利上げは想定していない。年後半の業績相場と金融相場の同時出現という基本的な考え方に変更はない。ただし、利下げ開始時期は各国での今後の景気とインフレのバランス次第。FRBが利下げを「急がない」と強調しているように、当社も足元は景気とインフレのバランス、その結果の利下げ開始時期を見極める時間帯だと考えている。

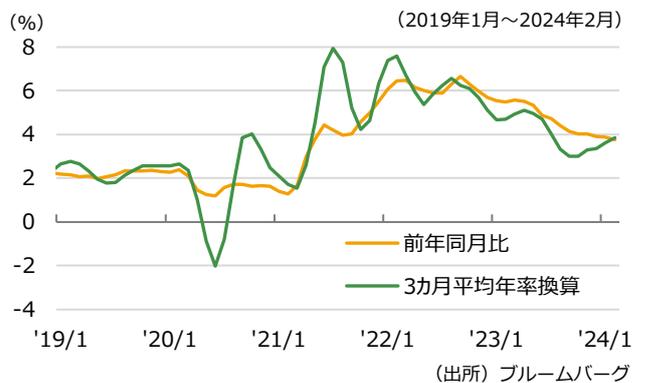
### 世界株式



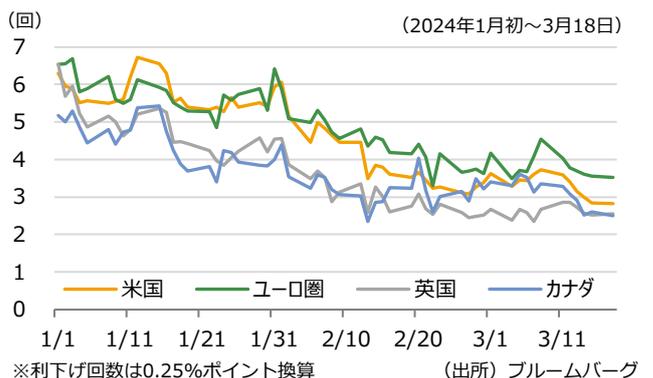
### 先進各国の消費者物価指数



### 米国のコア消費者物価指数



### 市場が織り込む2024年の利下げ回数



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
															潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。 インフレ率の低下や金融引き締めの一巡等で、景気は年後半から緩やかな回復へ。 高インフレ、高金利、供給制約等の影響が漸減し、景気は年終盤から緩やかな回復へ。 物価高で消費は冴えない。春闘で賃上げ進むが賃金・物価の好循環は未だ見通せず。 目先、景気の底割れリスクは小さい。利下げによって今年半ば以降の景気回復を想定。 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。
															全人代で発表された景気や不動産業への対策は力不足で、景気の低空飛行が続く見込み。 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。 大統領選挙を経て、ジョコ大統領の経済政策の継承や、構造改革の継続が期待される。 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。 電子製品関連の需要の回復や、利下げ効果もあり、当面7%に近い高成長を見込む。 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、景気と半導体・ハイテク主導の企業業績は引き続き堅調。 利下げ開始時期を巡る思惑が株価を左右。景気や企業業績は依然、回復の途上にある。 上昇ピッチ速いが業績も拡大。株主重視姿勢強まり海外投資家の旺盛な投資意欲継続。 ホワイトリスト等の不動産救済策の実行に依然疑問が残る、慎重な投資判断が必要。 最高値更新も、経済・企業業績の見通しは良好で、上昇余地があると予想。 大統領選挙を無難に通過したことや、出遅れ感などを受け、上昇余地があると予想。 米ソフトランディングや利上げ懸念後退の中、出遅れ感も強く、当面上昇傾向が続く。 目先は急速な上昇のスピード調整となりやすいが、好材料なお多く、上昇余地があると予想。

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
													利下げ開始の蓋然性が高まるまで、金利は横這い圏で推移へ。 賃金の鈍化を確認し6月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は再び低下へ。 インフレ率の低下に連れて8月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は再び低下へ。 2回目の利上げは2025年4月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。 インフレ鈍化で6月利下げ開始を予想。長期金利は3%台前半を中心とした推移を見込む。 利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。 追加金融緩和期待に加え、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、金利低下余地は限定的と予想。 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。 インフレ鈍化で3月から緩やかに利下げ。高い金利収入と価格上昇が期待できる局面。 極めて高い金利と今年終盤以降の利下げ期待で、通貨の下落分を上回るリターンを想定。

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。 業績見通しが改善するなか、軟調な推移で割安に。高い利回りが魅力。

商品	原油	金	一言コメント
			石油備蓄の積み増しや底堅い民間需要で下値は限定的。景気回復でレンジ切り上げへ。 米国の利下げ観測に一喜一憂する展開。中銀の継続的な金買いが相場を支える。

※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・レアル	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。 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。 米ドル指数との連動を強めるも、総合収支がマイナスに落ち込んだことは人民元安圧力に。 証券投資の資金流入継続を見込み、対米ドルで増価、対円でも底堅い推移を予想。 貿易収支の改善は支え材料も、米国との金利差縮小で、通貨高余地は限定的と予想。 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。良好な実需に支えられて対米ドルではレンジ相場を想定。 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 2022年	2023年	予想値 2024年	2025年	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	2.1	2.5	2.4	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 2.00	4.50 4.00	3.50 3.00	2.50 2.00	2.6	2.0	1.7	1.5
英国	4.3	0.1	0.0	1.1	3.50	5.25	4.25	3.25	3.7	3.5	3.0	2.5
日本	1.0	1.9	0.5	1.0	-0.10	-0.10	0.00 ~ 0.10	0.15 ~ 0.25	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	4.1	1.1	1.0	2.2	4.25	5.00	4.00	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.9	2.1	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 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	33,147	37,690	40,500	43,200	米ドル	131.12円	141.04円	135円	130円
NYダウ	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%		13.9%	7.6%	-4.3%	-3.7%
米国	3,840	4,770	5,200	5,550	ユーロ	140.41円	155.72円	142円	139円
S&P500	-19.4%	24.2%	9.0%	6.7%		7.3%	10.9%	-8.8%	-2.1%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	164円	160円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	-8.7%	-2.4%
日本	26,095	33,464	40,000	42,000	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	106円	104円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	19.5%	5.0%		6.2%	9.9%	-0.3%	-1.9%
日本	1,892	2,366	2,900	3,100	豪ドル	89.37円	96.06円	95円	94円
TOPIX	-5.1%	25.1%	22.5%	6.9%		6.8%	7.5%	-1.1%	-1.1%

	リート			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 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。

(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

… 予想値引き上げ  
 … 予想値引き下げ

早見表

# 新興国・商品 - 予想値

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2022年	2023年	予想値 2024年	2025年	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末	実績値 2022年末	2023年末	予想値 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	2.3	2.1
インド*1	7.0	7.6	6.8	6.8	6.25	6.50	5.75	5.25	7.3	7.2	6.5	6.2
インドネシア	5.3	5.1	5.2	5.5	5.50	6.00	5.50	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.6	5.8	6.0	5.50	6.50	5.75	5.25	4.5	4.6	4.5	4.0
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	2.9	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	3.2	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	4.5	3.0	3.5	9.00	42.50	40.00	20.00	9.2	23.6	22.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	64.47	55.95	52	55	中国人民元	19.16円	19.87円	18.7円	17.8円
MSCI	-23.5%	-13.2%	-7.1%	5.8%		5.8%	3.7%	-5.9%	-4.8%
インド	2,069	2,487	2,860	3,150	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.73円	1.71円
MSCI	1.6%	20.3%	15.0%	10.1%		2.7%	6.9%	1.7%	-1.2%
インドネシア	7,393	7,554	8,500	8,850	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.931円	0.929円
MSCI	10.4%	2.2%	12.5%	4.1%		4.5%	8.5%	1.7%	-0.2%
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	2.50円	2.50円
VN指数	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%		5.3%	7.4%	-2.1%	0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.57円	0.56円
						10.9%	4.5%	-2.5%	-1.8%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.06円	28.7円	26.5円
						20.1%	17.1%	-1.2%	-7.7%
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/トロイオンス)	1,826	2,072	2,100	2,200	トルコ・リラ	7.00円	4.79円	3.8円	3.3円
	-0.1%	13.4%	1.4%	4.8%		-18.2%	-31.6%	-20.6%	-13.2%

※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（2023年は実績見込み）

\*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

(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

### 想定内のコンセンサス引き上げ

2月発表の経済指標は上下双方向に大きく振れたが、3月発表の経済指標は反動が見られたものが多い。経済サプライズ指数は3月に低下しており、あくまでも想定内の一時的な動きだったと言える。ただし、同指数の低下が景気の下振れを伴っていないことに注意されたい。2024年実質GDP予想は段階的に引き上げられており、想定並みの指標発表の中で景気の堅調さが認識されているとも言える。

### 消費減速の兆し？

2月小売売上高では年末商戦の反動減からの反発は鈍く、前月に続いて下振れた。あくまでも小売販売のみではあるが、耐久財需要に陰りがやっとなってきたかもしれない。ただし、外食は前月比+0.4%と前月の落ち込みから持ち直しており、サービス消費の堅調な伸びを示唆。消費全体が崩れたというほどの弱さこそ見られないが、消費モメンタムは2023年よりも低下しつつある可能性が考えられる。

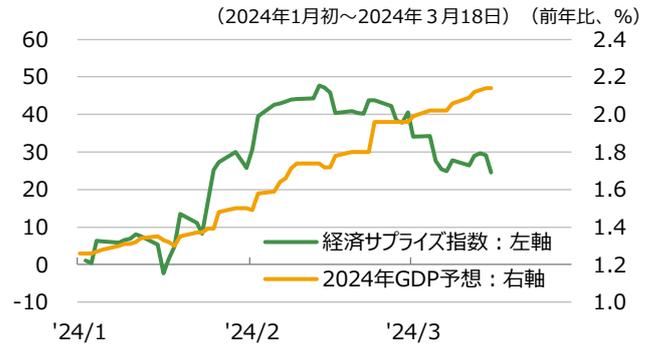
### 失業率の上昇に留意

2月雇用統計は強弱まちまち。非農業部門の雇用者数は前月差+27.5万人と、基調的に見れば昨年11月を底に持ち直しの動きが継続。他方、失業率は3.9%と前月の3.7%から上昇した。統計作成方法の違いがあるため一概に比較できないが、失業率の上昇傾向は気掛かりな動きと言える。実際、既往の高金利政策と景気懸念を背景に、企業の採用意欲は低下傾向にある。当面の失業率の推移に注意したい。

### サービス価格の加速は一時的

2月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%と、2カ月連続で同じ伸び率を記録。内訳を見ると、前月に上振れサプライズとなった住居費を除くサービス価格は同+0.4%と、1月の同+0.8%から鈍化した。住居費が同+0.5%など下げ渋りも見られるが、インフレが再燃するリスクは引き続き小さいと言える。目先はインフレ鈍化の動きが財価格以外にも広がり始めるか注目したい。

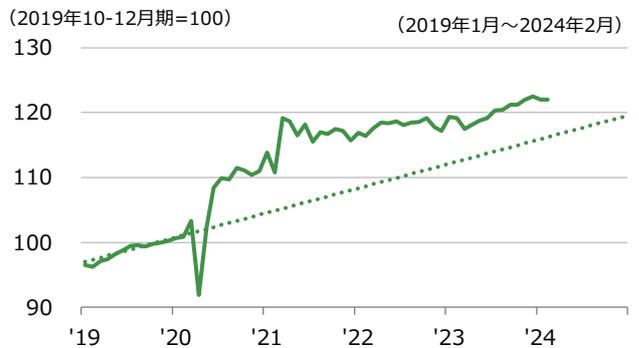
### 実質GDP予想と経済サプライズ指数



※GDP予想はブルームバーグ集計

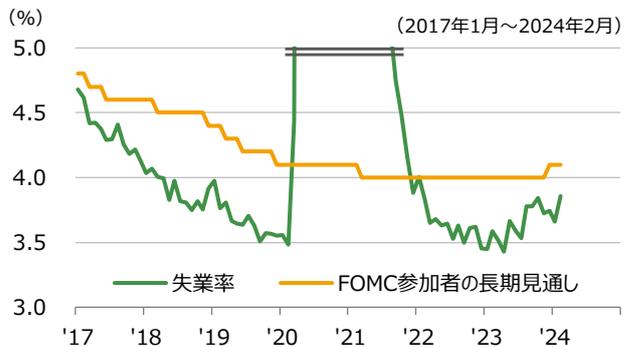
(出所) ブルームバーグ

### 実質小売売上高



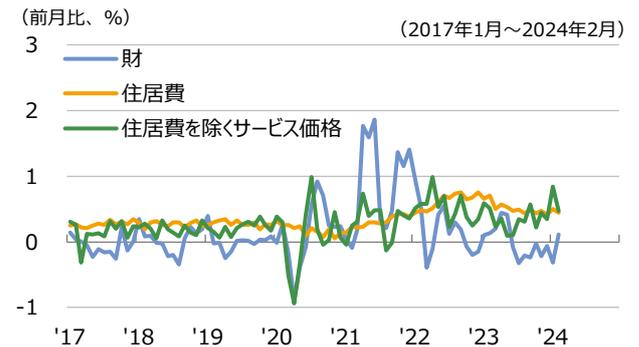
※除く自動車・部品、ガソリン、建築資材・園芸用品、外食をコア財CPIで実質化、点線は2016-19年のトレンド (出所) ブルームバーグ

### 失業率



(出所) ブルームバーグ

### 食品・エネルギーを除くコアCPI



(出所) ブルームバーグ



## 株式

### 投資判断は中立継続

直近1カ月の米国株は上昇基調を保ち、S&P500はたびたび最高値を更新した。ソフトランディング期待に加え、エヌビディアの好決算を機にますます騰勢を強めた半導体関連株が相場を牽引した。ただし3月半ば発表の2月CPI・PPIが予想を上回る伸びとなり、利下げ期待が後退した際には、株価が弱含む場面もあった。PERが高水準にあることを踏まえ、株価想定は据え置き、投資判断は中立を継続する。

### 引き続き極端な割高感はない

S&P500の予想PERは20倍程度。そのうち指数ウェイトの1割弱を占める半導体関連株が30倍弱と突出している。S&P500のPERはヒストリカルで見ると高水準であるが、半導体関連を除いた銘柄のPERは19倍程度に留まっている。割高感のある水準ではない。昨年10月末以降の米国市場がいわゆる「金融相場」を織り込んでいる点も踏まえると、S&P500の現PER水準は許容範囲内と考える。

### 半導体株はバブルではない

半導体関連株のPERも歴史的な高水準にある。しかし、①足元の半導体出荷は在庫調整が一巡し回復基調にあること、②際立った予想利益の伸長、③AI用半導体市場の中長期的な躍進への期待、といった点を考慮するならば、バブルとは言い難い。今後も折に触れて利益確定売りに晒される可能性はあるものの、基調としては高い利益成長期待に裏付けられた株価上昇が続くと想定する。

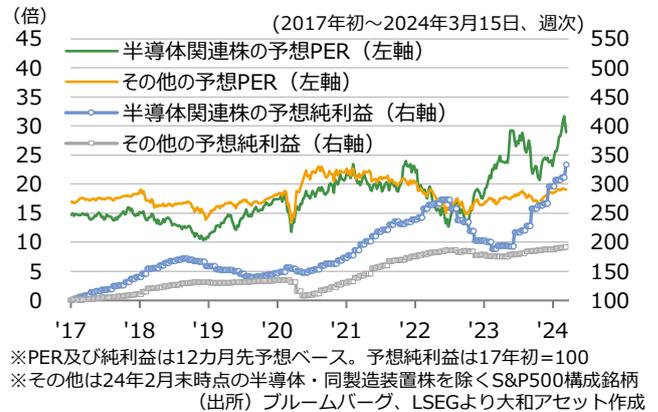
### 個人消費の動向に注意したい

ソフトランディング期待に支えられてきた米株式市場にとって警戒すべきは、景気の急減速である。直近では2月小売売上高が前月に引き続き予想比下振れした。更に週次のカード取扱高の動向を見ると、足元2月から3月上旬にかけて減速傾向にある点がやや気掛かりである。元々、減速自体は織り込まれていたとはいえ、米経済の大宗を占める個人消費の動向には引き続き注意を払いたい。

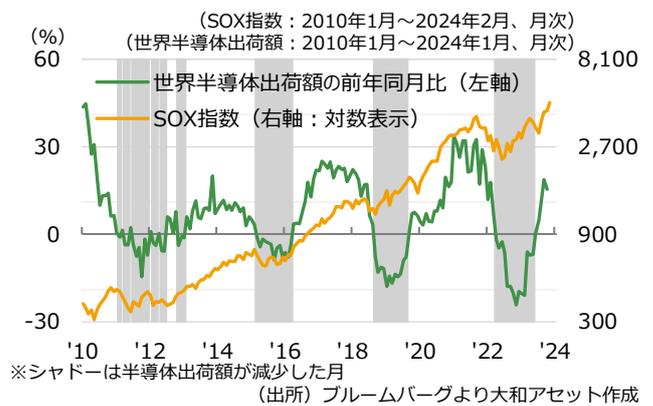
### S&P500の推移



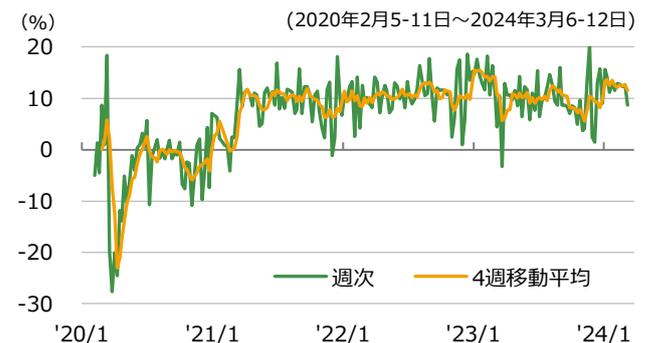
### S&P500内の半導体関連株のPERと純利益



### SOX指数と世界半導体出荷額



### 米国のカード取扱高の動向





## 債券・金利

### 利下げ開始の蓋然性をチェックへ

3月FOMCは5会合連続で、政策金利を5.25-5.50%で据え置いた。声明文に大きな変化はない中、注目されたFOMC参加者のFF金利見通しは12月と同じく、年内3回の利下げを想定する形となった。もっとも、利下げ開始時期とみられる6月FOMCまで時間があるため、景気・物価動向次第では利下げ回数や利下げペースなど想定が変化する可能性がある。物価・雇用動向などを引き続き注視したい。

### 利下げを巡る不透明感の高まり

市場参加者の間で利下げ開始先送り観測が出始めている中で、長期金利は4%台前半での推移が続いている。利下げ開始の蓋然性が高まるまで、長期金利は明確に低下しづらい展開が続く公算が大きい。また、利下げ回数や利下げペースへの不透明感が従来よりも高まってきたため、米国債の投資判断を「やや強気」から「中立」へと引き下げた。

## リート

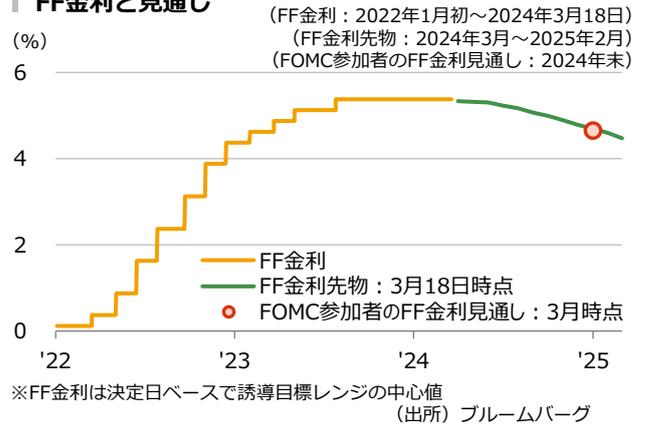
### 業績成長と過熱感無いバリュエーション

10-12月期決算は波乱なく出揃い、指数はおおむね金利に連れた推移となっている。データセンター、住宅、商業施設、産業施設などで堅調な需要が確認されている一方、サンベルト地域集合住宅、産業施設、ライフサイエンスなどでは供給増加懸念もある。リートはAIブームの裏で出遅れセクターとなっているが、全体としては健全な業績成長が見込まれ、バリュエーションにも割高感は見られない。

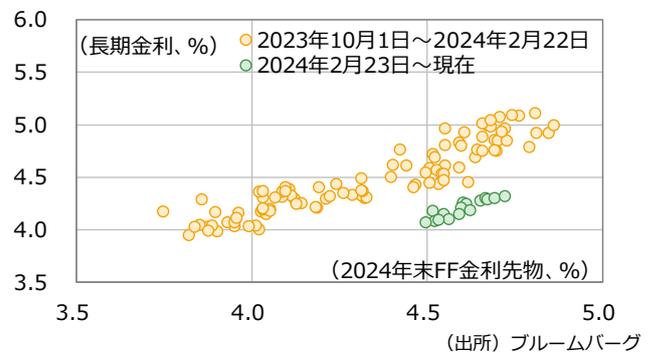
### 外部環境の好転

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。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。

### FF金利と見通し



### 長期金利と24年末FF金利先物



### FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



### 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%から縮小し直近で3.98%。21年1月以降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で143円程度だが、米ドル円の実績値は149円程度。米ドル円は日米金利差に見合う水準を大きく上回っている。日米株高などに示されるリスクオン志向が円安を助長したことが主因と見られる。リスクオンが弱まると、米ドル円は金利差に見合う水準に近づくだろう。

### 金利差比較の米ドル円割高度はやや低下

21年1月初～24年2月末の日米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、実績値は直近で6円程度上回る。推計値からのプラスかい離幅が3月初めよりやや縮小したのは、日銀政策修正観測による円高と、リスクオンの円安緩和が原因と言える。今後、米ドル円が日米金利差に見合う水準に近づくか否かは、日銀の政策見通しよりも市場のリスク許容度によるところが大きいと考える。

### 米経済指標が米ドル安要因に転換

24年1～2月は米国の名目金利だけでなく実質金利も上昇し、米ドル高に寄与した。米実質金利上昇は、FRB高官が市場の早期利下げ観測をけん制したことも一因だが、米経済指標が市場予想を上回り、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇したことが大きな要因だった。ただ、3月に入り米経済指標が予想を下回る傾向に転じ、ESIが低下しており、米実質金利と米ドルの下落要因となりつつある。

### 米経済指標は円高に作用する可能性も

昨年11～12月の米金利低下・米ドル安・米株高が景気改善要因となり、今年1～2月に発表された米経済指標は市場予想を上回った。だが、1～2月の米金利上昇・米ドル高が景気悪化要因となり、3月に発表された米経済指標は市場予想を下回ってESIが低下し始めている。経済指標の予想外の弱さは当面続きそうであり、米金利低下の米ドル安に働くとともに、リスクオフの円高に働く可能性もある。

### 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乖離幅



### 米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利



### 米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





## 経済

### 景気回復は今年後半から緩やかに

実質GDPは2022年10-12月期以降、順に前期比0.0%、0.0%、0.1%、▲0.1%、0.0%と停滞したまま。2022年7月から2023年9月までの連続利上げに伴う然るべき顛末である。今後はインフレ率の低下、金融引き締めの一巡、供給制約の緩和等が景気の追い風となる一方、財政支援の後退や中国経済の悪化が景気の逆風として働く。景気回復は今年後半からで、その程度も緩やかに留まろう。

### PMIからは景気は最悪期を過ぎた公算

ユーロ圏の2月PMIはサービス業が7カ月ぶりに50を上回った。製造業はECBが利上げを開始した2022年7月以降ずっと50を下回っているが、昨年終盤から緩やかに上昇している。景気最悪期は過ぎた公算が大きい。国別では、総合でドイツ・フランスが50を下回る一方、イタリア・スペインが50を上回っており対照的。輸出比率の高いドイツは中国経済の悪化の影響が相対的に大きいと考えられる。

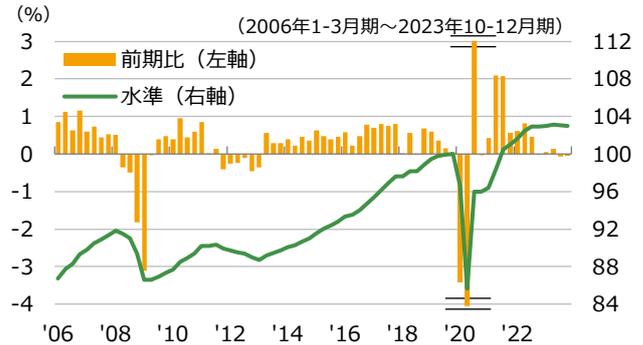
### 賃金の伸び率は漸く鈍化へ

失業率がユーロ圏発足来最低の6.4%に達するなど、労働需給はひっ迫したままで、賃金の伸び率もコロナ前を大幅に上回っている。景気は停滞したままだが、新型コロナウイルス問題に起因する供給制約を要因に、労働需給の緩和は遅れている。それでも、賃金の伸び率は鈍化しつつあることから、利下げ開始の制約にはならないと思われる。しかし、どこまで鈍化するかについては不確実性が高い。

### 2%のインフレ目標への道筋が視野に

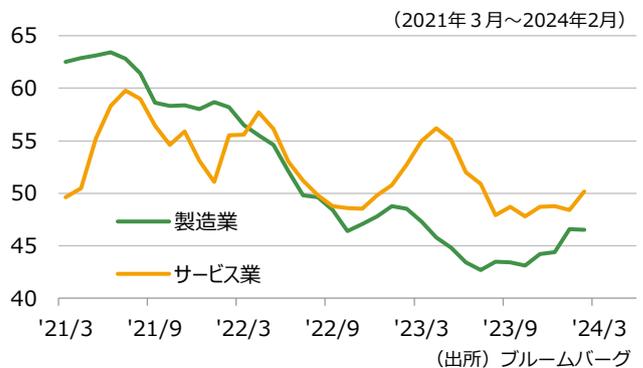
2月消費者物価指数は総合で前年同月比2.6%、食品・エネルギー等を除くコアで3.1%と、共に前月から0.2%ポイント低下した。インフレ率は低下基調にある。人件費の割合が高いサービス価格も同4.0%と、7月の5.6%をピークに伸び率が鈍化している。需要の持ち直しや商品市況の最近の上昇もあり、「ラストワンマイル」が難所だが、2%のインフレ目標への道筋が視野に入りつつある。

### 実質GDP



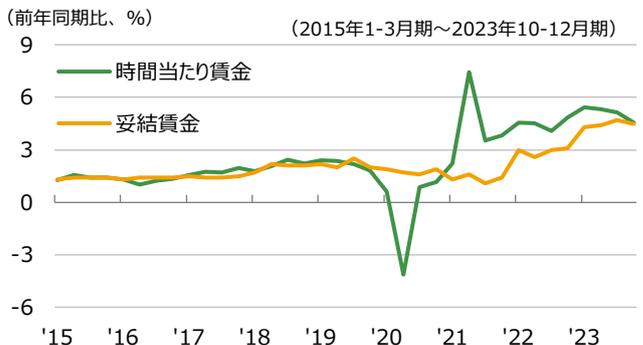
(出所) LSEG

### PMI



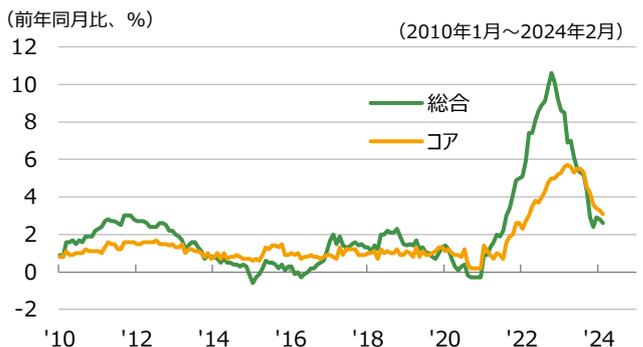
(出所) ブルームバーグ

### 賃金



(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。3/7のECB理事会では6月利下げ開始の可能性が示唆された。足元の欧州株は利下げ期待に支えられつつ、米国株に追随する形で高値を更新した。FRBと比較してECBの方が6月利下げ開始に向けた視界がクリアな点は、欧州株にとって追い風。一方、他の先進国株と比べると、依然、ファンダメンタルズの回復が遅れ気味な点はネガティブと言える。

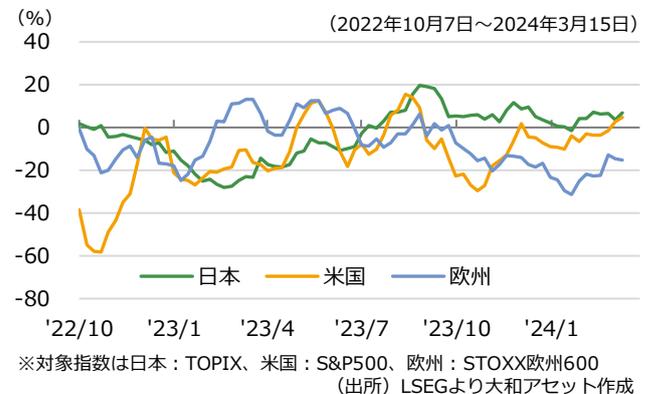
### ファンダメンタルズの回復はまだ途上

ユーロ圏の統合PMIは緩やかな回復を見せているが、依然50を下回っており、特に米国と比べて見劣りが否めない。企業業績に関しても、STOXX欧州600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数は、底打ちの兆しを見せつつも、TOPIXやS&P500と比較すると、大きく出遅れている。現状、欧州株が積極的に選好される理由は乏しいと考えられる。

### Euro STOXX 50の推移



### リビジョン指数（12カ月先予想EPS）



## 債券・金利

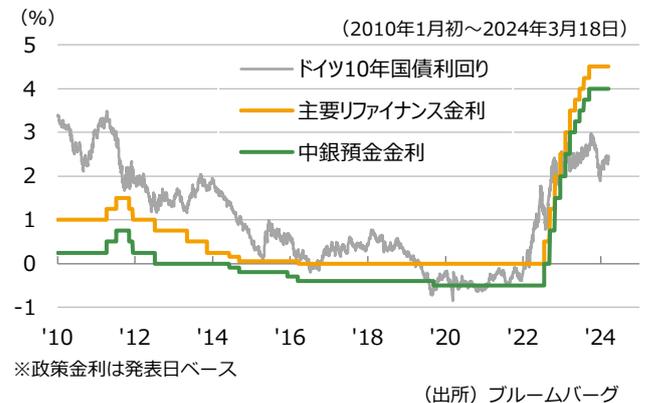
### ECB総裁は6月の利下げ開始を示唆

ECBは3月の理事会において4会合連続で政策金利を据え置いた。しかし、ラガルド総裁はインフレ目標の達成に自信を深めていると述べ、インフレ見通しを総じて下方修正し、2025年後半には2%に達するとの想定を示した。その上で、4月よりも6月にずっと多くの追加データが得られるとし、6月の利下げ開始を示唆。賃金の伸び率の一段の鈍化を確認して、ECBは6月に利下げを開始すると見込む。

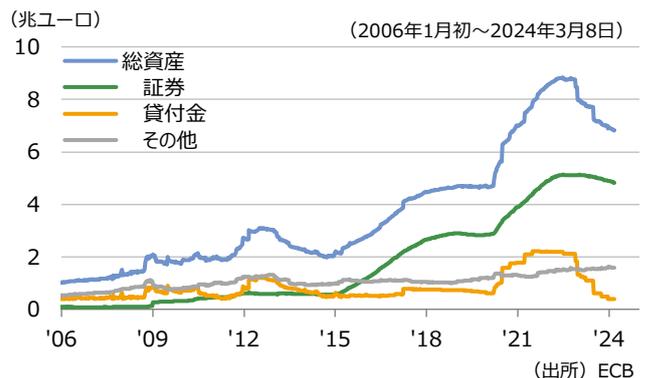
### 長期金利は再び低下基調へ

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を7月から月平均75億ユーロずつ削減し、2025年以降は償還に伴う再投資を完全に停止する方針。量的引き締めにあたるが、金額は僅かで市場への影響も軽微と考えられる。昨年未から上昇している長期金利は、ECBの利下げを織り込みつつ、再び低下基調に転じると見込む。

### ECBの政策金利とドイツの長期金利



### ECBの資産残高





## 為替

### 今後はユーロ安・円高が進行か

2月末にかけてはECBの利下げ観測が弱まるなか、独金利が日本の金利に比べ相対的に上昇し、ユーロ高・円安が進んだ。だが、3月前半には日銀の政策修正観測による日本の金利上昇からユーロ安・円高に振れた。今後はユーロ圏のインフレ率低下が進む中でECBがハト派姿勢を強めるようになり、独金利が相対的に低下するだろう。景気減速がリスクオフに働くようになり、ユーロ安・円高を予想する。

### ユーロ安・米ドル高に傾くと予想

2～3月は独金利が米金利に比べ相対的に上昇し、ユーロ高・米ドル安に振れた。独金利よりも米金利の方が水準が高いうえに、米経済指標が市場予想を下回る傾向も出てきたので、米金利の方が相対的に低下しやすく、金利面はユーロ高・米ドル安に作用しやすいだろう。しかし、米国に続いて欧州の経済指標も弱まってリスクオフに傾く局面が増えてくることにより、ユーロ安・米ドル高に傾くと予想する。

### 為替が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17%上回る一方、ユーロは3%下回り、円は35%下回る（24年2月）。実質実効為替は経済成長力や金利動向を反映しているが、米国では為替が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つなが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、ユーロ圏が上昇する一方、米国と日本が低下した。ESIの相対的な変化は、ユーロ高に作用しやすい状況にあり、実際にユーロ高・米ドル安となった。ただ、米国と日本にやや遅れてユーロ圏のESIが低下する可能性もあり、そうなると先進国全体の景気減速懸念からリスクオフのユーロ安（円高・米ドル高）に転じるだろう。

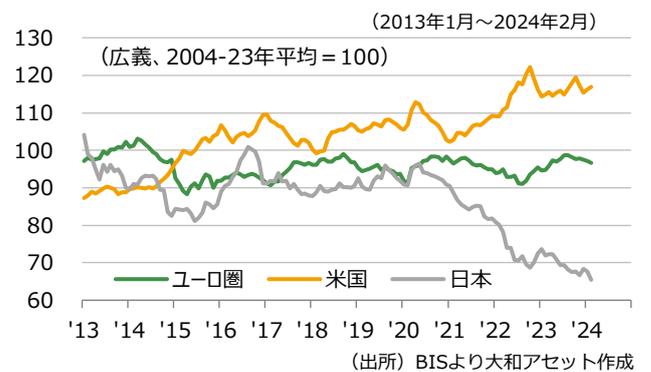
#### 独日5年国債金利差とユーロ・円相場



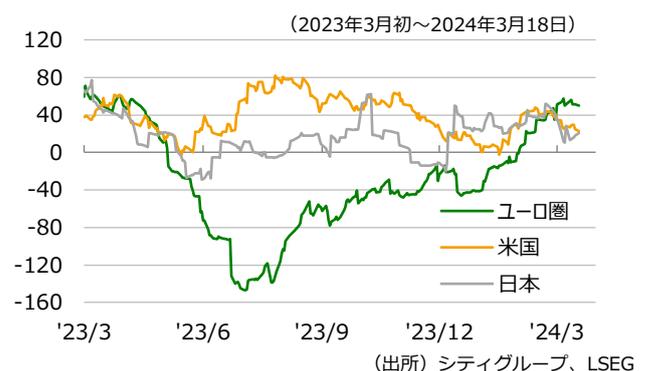
#### 独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



#### 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

### 景気回復は年終盤から緩やかに

実質GDPは2023年7-9月期の前期比▲0.1%に続き、10-12月期も同▲0.3%とマイナス成長で、景気後退に陥った。景気は2年近く停滞したまま。それでも、PMIは総合及びサービス業が2月まで4カ月連続で50を上回っており、景気回復の兆しは窺える。しかし、インフレ率、金利が相対的に高く、EU離脱を一因に供給制約も大きいことから、景気回復は年終盤からで、その程度も緩やかに留まろう。

### 賃金、物価の伸びは鈍化も依然高い

1月週平均賃金は前年同月比（以下同じ）6.1%、2月消費者物価指数は総合で3.4%、コアで4.5%へ何れも鈍化した。しかし、賃金並びに、消費者物価指数のうちコアやサービス価格は、米国、ユーロ圏と比較して伸び率が高い。景気停滞が長期化するなか、賃金、物価とも鈍化基調での推移を見込むが、2%のインフレ目標は未だ見通せず。

## 為替

### BOEは8月に利下げ開始へ

BOEは3月の金融政策委員会において5会合連続で政策金利を据え置いた。利上げ票が消失したことで、利下げへやや近づいた印象。長期金利は利下げを織り込みつつ、再び低下基調に転じると見込む。しかし、当面の金融政策に関して、「十分に長期間、景気抑制的である必要がありそうだ」との表現を踏襲し、サービス価格の高止まりにも警戒姿勢を崩していない。利下げ開始はECBより後の8月と見込む。

### ポンド安・ユーロ高に振れやすい状況に

ユーロ圏よりも英国のインフレ率や賃金上昇率が高いため、ECBよりBOEの利下げ開始が遅くなるとの見方が多く、ドイツに比べ英国の長期金利が相対的に上昇してポンド高・ユーロ安に作用してきた。だが、最近では英国の失業率上昇や賃金上昇率鈍化を背景に、ドイツより英国の長期金利が低下している。今後はポンド安・ユーロ高に振れると予想する。

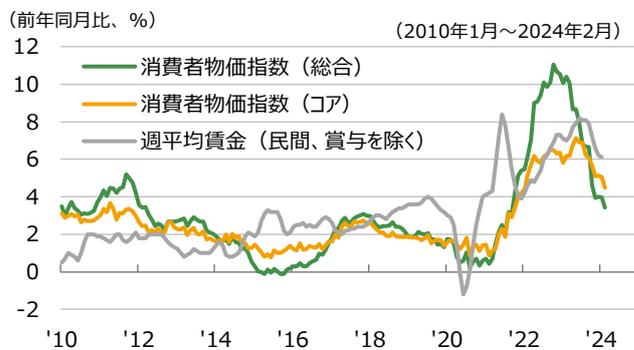
### 実質GDP



※水準は2019年10-12月期 = 100

(出所) LSEG

### 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2024年1月まで

(出所) LSEG

### 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

### 英独長期金利差とポンドの対ユーロ相場



(出所) LSEGより大和アセット作成



## 経済

### GDPプラス成長に修正も力強さに欠ける

10-12月期GDP2次速報で実質GDP成長率が前期比年率+0.4%と1次速報の▲0.4%から上方修正され、2四半期連続のマイナス成長が回避された。設備投資が大幅プラス寄与に上方修正される一方、個人消費は小幅下方修正で3四半期連続の減少。外需の寄与度は+0.6%ポイント(%pt)だが、特殊要因があり1-3月期には反動減の可能性も。能登半島地震やダイハツ生産停止の影響もあり楽観できない。

### 物価高で個人消費はさえない

家計調査、商業動態統計調査や第3次産業活動指数などをもとにGDPの個人消費を推計した総消費動向指数(季節調整値)の1月(前月比)は名目が▲0.1%、実質が▲0.2%と共に3カ月連続の前月比減となった。原材料価格上昇や円安進行などの価格転嫁による相次ぐ値上げで、家計は生活防衛意識を高めており消費は低調である。足元物価上昇に一服感も見られつつあるが、当面は軟調な状況が継続か。

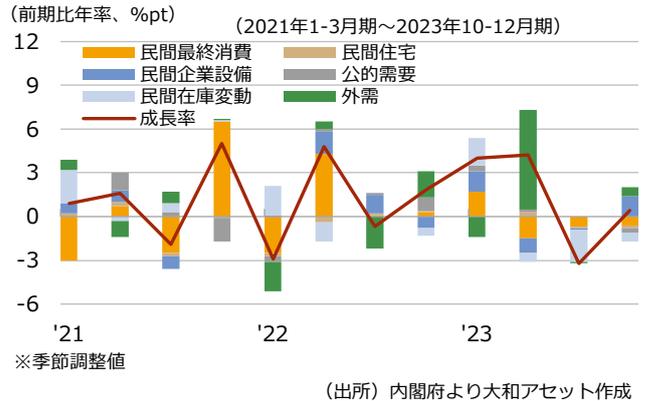
### 消費者物価の伸びは鈍化傾向

足元では物価上昇にやや一服感が見られる。消費者物価指数の上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた値は、昨年9月の79.7%ptをピークに低下基調にある。また、品目別価格の前年同月比において最も出現頻度の高い値である最頻値も昨年8月の3.0%をピークに低下基調にあり、2%割れが視野に入ってきた。商品市況の上昇が一服し、コストプッシュインフレに一服感が出ている。

### 春闘の賃上げ率は33年ぶりの高水準

連合がまとめた春闘の第1回回答の集計結果は、賃上げ率が平均5.28%で前年同時点比1.48%pt上昇となり、過去の最終集計との比較では33年ぶりに5%を超えた。ただし、昨年の賃上げ率3.58%に対し、23年の所定内給与の前年比は1.2%増にとどまった。非正規雇用割合の増加や組合のない企業の賃上げ率の低さなどが原因か。6月頃から春闘の結果が反映されてくる賃金の動向に注目。

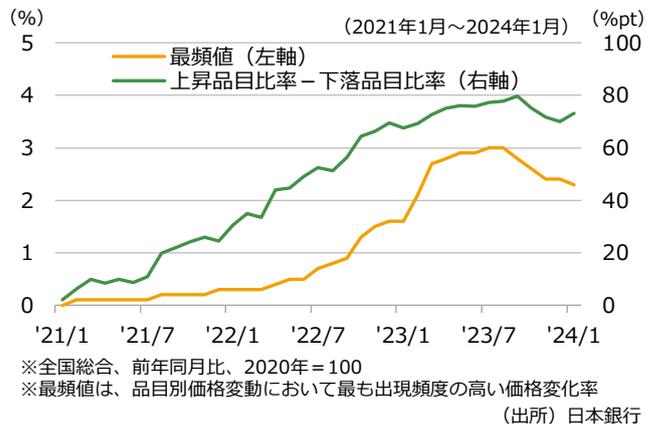
### 実質GDP成長率と需要項目別寄与度



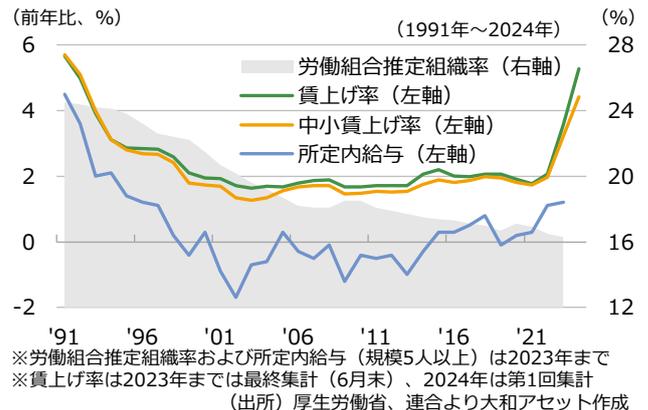
### 総消費動向指数



### 消費者物価の基調的な変動



### 賃上げ率・所定内給与・労働組合推定組織率





## 株式

## 株価急上昇も割高感さほどない

急ピッチな株価上昇が続いているが、TOPIXの予想PERは約16倍程度と割高感さほどない。また、予想EPS（1株当たり利益）も増加傾向にあり、世界的に見ても日本企業のEPS成長率の高さが際立つ。さらには、東証の市場構造改革などにより企業の株主重視の姿勢が強まっていることから、海外投資家の日本株投資意欲は引き続き旺盛で、やや高めのリバリュエーションも十分許容されうる。

## マイナス金利解除が転機となるか

前2回の日銀の利上げは、米国の利上げ打ち止め後に実施され、その後、米国の景気が悪化に転じた。今回も似たような状況。前2回の利上げ時は、金融機関や企業が脆弱性を抱えていたが、今回も国内景気に力強さはなく、企業業績は好調だが円安効果による部分も大きい。新型コロナ時の世界的な巨額の財政政策効果の一巡や欧米の利上げによる景気減速のリスクもあり、今後の状況を注視したい。

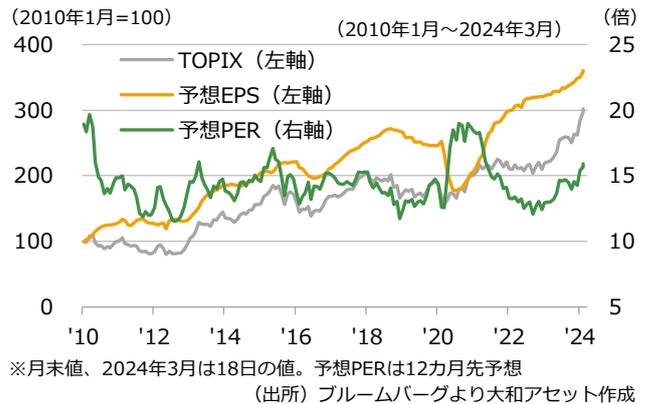
## 銀行株は依然出遅れ

2016年2月にマイナス金利、同年9月にYCCが導入され、銀行は長期金利の低下で収益が大幅に悪化、株価は長期間に亘り対TOPIXで劣後した。22年12月のYCCの誘導レンジ拡大以降は、長期金利が上昇し銀行の収益は大幅に改善、株価は対TOPIXで優位の傾向に。足元ではマイナス金利解除期待で大幅に上昇したため一旦材料出尽くしとなりやすいが、さらなる業績拡大が期待され出遅れ解消傾向は継続か。

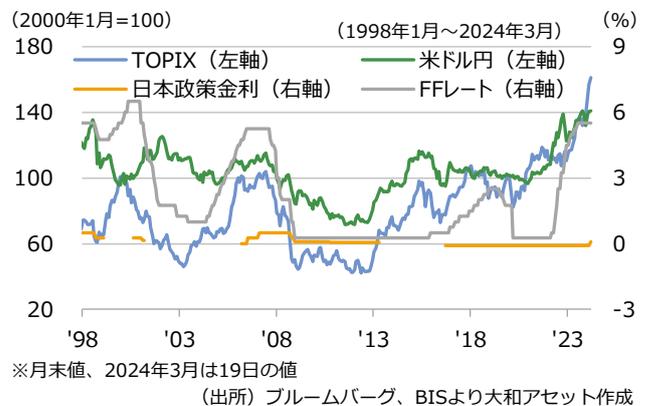
## 米国大統領選挙に向けて様子見ムードか

バイデン大統領就任後の株価推移は4年に1度の米国大統領選挙の過去のサイクルとの類似性が強い。過去のサイクル通りだと、日本株も大統領選挙年は春過ぎ頃から大統領選までは様子見ムードに移行しやすい。ただし、誰が大統領になっても厳しい対中政策の継続が想定され、中国からの資金シフトが期待されるほか、株主還元強化やデフレ脱却期待などもあり日本株は堅調に推移すると想定する。

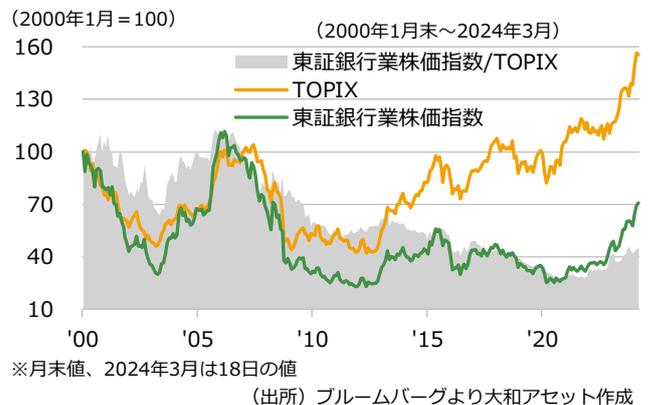
## TOPIXとEPS・PER



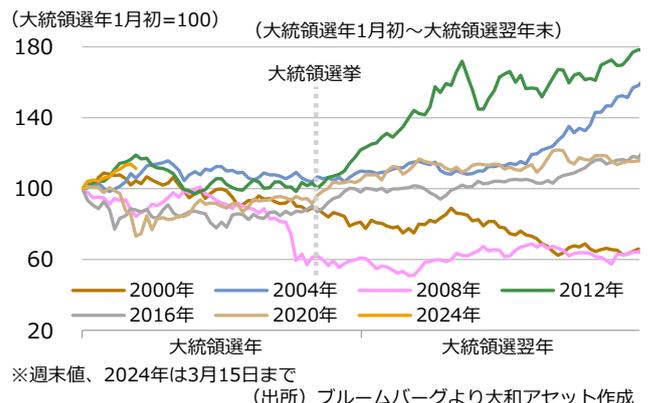
## 日米政策金利と株価



## 東証銀行業株価指数とTOPIX



## 米国大統領選挙年初来の株価推移 (TOPIX)





## 債券・金利

## 大規模な金融緩和策は終了

3月金融政策決定会合で、日銀はマイナス金利やYCC、ETFの買入れなどの主要な金融政策の撤廃・終了を決定した。利上げは2007年2月以来、実に17年ぶり。日銀は「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。これをもって、とりわけ2013年以降に始めた大規模な金融緩和策は終了し、今後は短期金利の操作が主たる政策手段となる。

## 政策金利・10年金利の予想は据え置き

声明文では「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とされた。あくまでも「見通せる状況」になっただけで、実現の確度が少しずつ高まっている状況に変わりはないからだ。次回利上げは25年4月で0.25%への引き上げ、10年国債利回りは24年末1.0%、25年末1.1%との従来予想を据え置く。

## リート

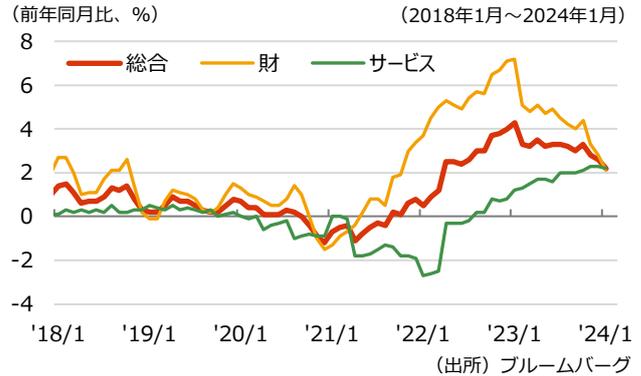
## 需給要因で大きく変動

最近1カ月のJ-REIT市場は、主に需給要因で大きく変動。東証REIT指数は取引時間中、3月13日には1,650台まで下落したが、15日には1,730台まで反発。日銀の政策変更への警戒感や、指数イベントなどによる外国人投資家の売り、3月末の決算を控えた銀行の売りなどがJ-REIT市場の下落要因となったが、日銀の政策変更についての観測記事が各社から報じられるなか、金融政策決定会合前後に反発。

## 緩やかな上昇を想定

日銀がマイナス金利政策の解除を決定し、当面緩和的な金融環境が継続するとの見通しが示されたことで、J-REIT市場は悪材料出尽くしによる反発が見られた。国内金融政策の正常化への警戒感は、今後とも一定程度は残るにせよ、長期金利の上昇が限定的なことを確認しつつ、J-REIT市場は緩やかな上昇を想定する。

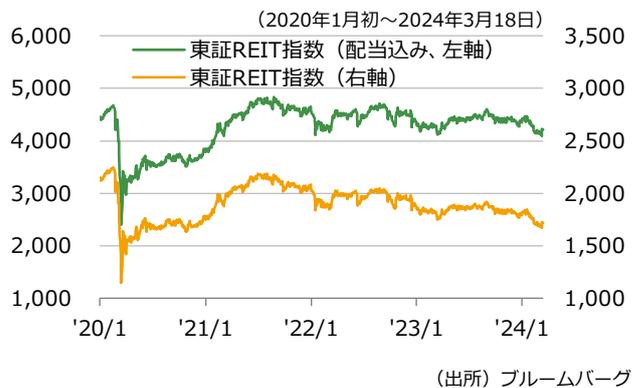
## 消費者物価指数



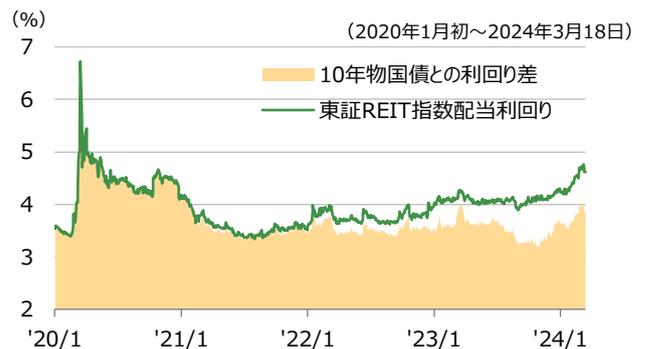
## 10年国債利回り



## 東証REIT指数の推移



## 東証REIT指数の配当利回りの推移





## 為替

### 円高と米ドル安により米ドル円が下落

3月前半にはクロス円と米ドルが下落し、円高と米ドル安の両面から米ドル円が下落。海外金利低下の円高がリスクオンの円安を上回り、円高となった。また、米金利低下とリスクオンがともに米ドル安に働いた。ただ、米金利と米株価は逆相関から順相関に傾いている。海外金利上昇・株高では円安、海外金利低下・株安では円高となり、円が変動しやすい一方で、米ドルの変動は抑えられやすくなる。

### 米株価と米ドル円の順相関の含意

米金利と米ドル円の順相関が続く一方、米株価と米ドル円も順相関に傾いている。これは米金利と米株価が逆相関から順相関に傾いているためだ。米金利と米株価が逆相関なら米金利低下・株高で米ドル安となり、米景気減速が抑えられやすいが、順相関なら米金利低下・株安で米ドル安に振れにくくなり、米景気減速が続きやすくなる。そして米金利低下・株安が続いてリスクオフの円高が進みやすくなる。

### 証券投資収支の円安圧力が鈍化

貿易・サービス収支や経常収支は2023年前半に改善した後に安定的に推移する一方、証券投資収支の資本流出は拡大した。このバランスからすると、23年後半に資本は流入減（流出増）に傾き、円安圧力になっていたと言える。ただ、今年1月は証券投資収支の資本流出が縮小し、円安圧力は鈍化した。これは対外証券投資に比べ対内証券投資が相対的に増加したためであり、今後の動向が注目される。

### 物価上昇は金利上昇・円高の一因に

円ベース輸入物価の前年同月比は2月に+0.2%とプラスに転じた。背景には、契約通貨ベース輸入物価の下落率縮小もあるが、米ドル円の上昇率拡大もある。3月も米ドル円は前年同月を上回る水準で推移しており、円ベース輸入物価の上昇は続く可能性が高い。国内企業物価の前年同月比も1月の+0.2%から2月の+0.6%へ高まり始めた。物価上昇率の高まりは、金利上昇を通じて円高の一因となるだろう。

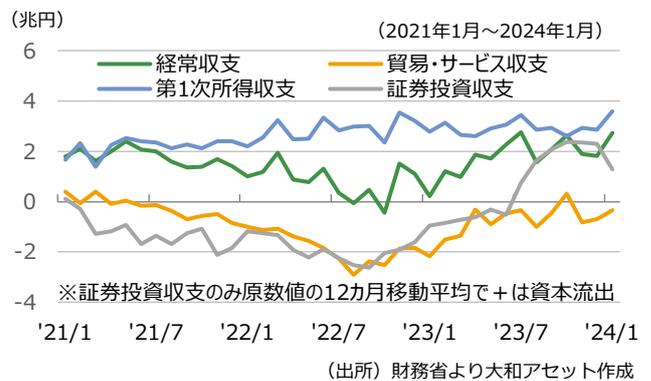
### 米ドル・円・他通貨の為替



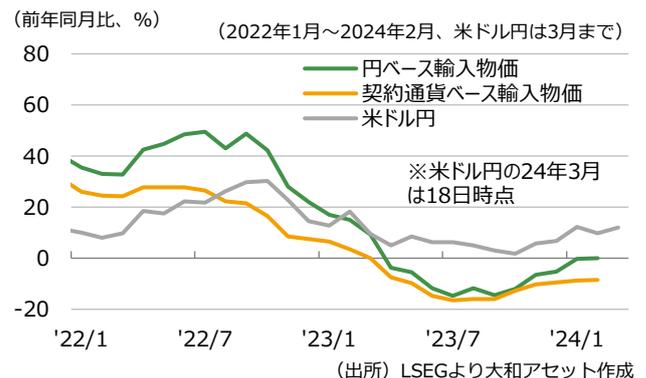
### 米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



### 国際収支 (季節調整値)



### 輸入物価と米ドル円





## 経済

### ゼロ%前後の低成長から徐々に加速へ

昨年10-12月期の実質GDPは前期比+0.2%となり、2四半期連続のマイナス成長を回避。経済は程よい弱さが続いており、ソフトランディング（軟着陸）実現に向けて歩を進めている。他方、今年半ば以降の利下げを見込んで企業や消費者のセンチメントは改善傾向で、実際に利下げが始まれば景気の下振れリスクは一段と後退しよう。成長率は徐々に加速し、2024年を+1.0%、2025年を+2.2%と予想。

### 労働市場の異常なひっ迫は相応に緩和

欠員率や失業率がおおむねコロナ禍前の水準に回帰しており、労働市場の異常なひっ迫は相応に緩和したようだ。これらの指標に遅行する賃金上昇率は、ストライキなどの影響もあり高止まりしていたが、カナダ銀行は3月の金融政策決定会合で「賃金上昇圧力が緩和するいくつかの兆候が見られる」と評価。その後発表の2月雇用統計では賃金上昇率の伸びが鈍化。賃金からのインフレ圧力は弱まる方向にある。

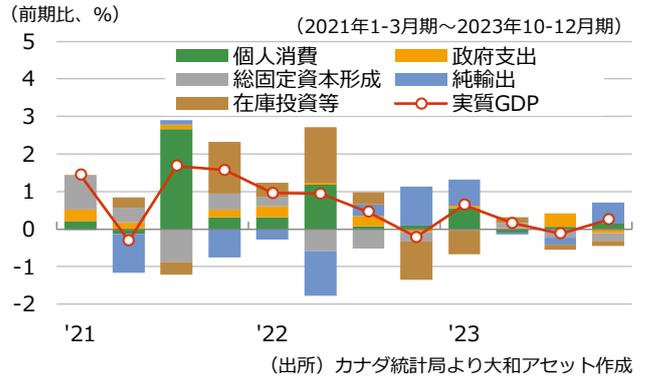
### 雇用増はソフトランディングを後押し

雇用者数は1月の前月比3.7万人増に続いて2月も同4.1万人増と、足元でも増加ペースに陰りが見えない。低成長が続いているが、今年半ば以降の利下げによる景気回復を見通せる状況にあるため、企業が雇用を削減する動機は乏しいようだ。移民を主因とした生産年齢人口や労働力人口の増加を背景に並行する雇用者数の拡大と失業率の上昇（正常化）は、ソフトランディング実現の可能性を高めている模様。

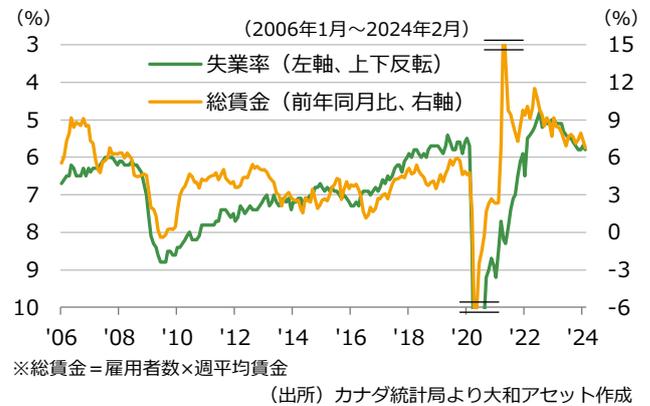
### 利下げ開始の要件を満たすまであと少し

カナダ銀行が重視するCPIの加重中央値とトリム平均値は3カ月前比年率で2%付近まで鈍化。更に同行が以前重視しており、また最近言及することが増えたCPIXは0.0%に失速した。これで、同行が利下げの要件としている「基調的なインフレ率の追加的かつ持続的な鈍化」を確認できたとは断言できないが、少なくとも3月分か4月分のデータでは利下げ開始の要件を満たしたと確信することができよう。

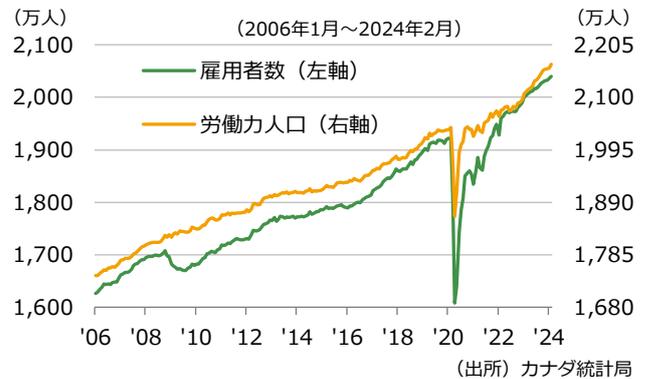
### 実質GDP成長率と項目別寄与度



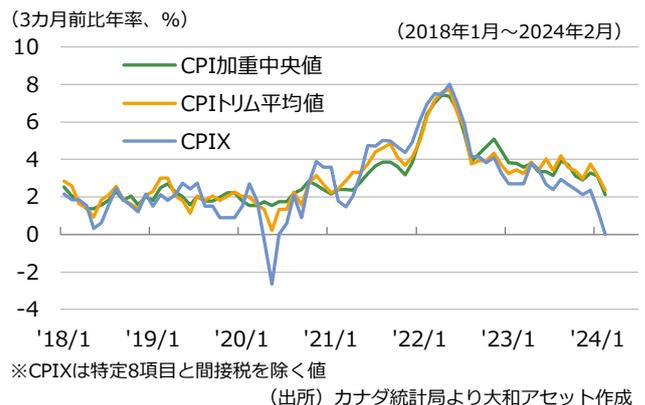
### 失業率と賃金



### 雇用者数と労働力人口



### CPIの各種コア指数





## 債券・金利

### 中立金利上昇説の答え合わせ1回目

カナダ銀行は次回4月会合において中立金利の推計値を更新する予定であり、2~3%から引き上げられるか注目。なお、昨年10月以降、同行はこの中立金利を「中長期の概念」だと付言しているため、これよりも高い水準の「短期の概念」を示す可能性もある。もっとも、5年先5年金利（市場が想定する中立金利）は3%を上回る水準にあるため、中立金利の上昇はある程度織り込み済みと言えそうだ。

### 利下げ開始は6月が最有力

カナダ銀行は利下げ開始までに「基調的なインフレ率の追加的かつ持続的な鈍化を確認したい」としているため、4月会合では材料が出揃わず、更に2カ月分のインフレ指標を見て、6月会合で利下げに踏み切ると予想。その後は漸進的に利下げしよう。ただし、景気回復や中立金利上昇説を踏まえると、長期金利は3%台前半を中心に推移しやすいとみる。

## 為替

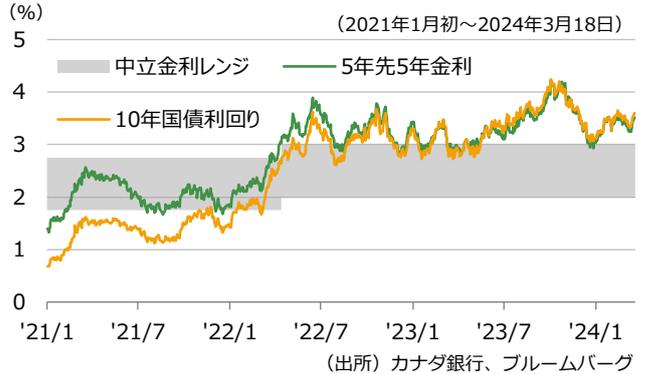
### 対米ドルではレンジから増価へ

カナダと米国の両国ともに今年半ばからの利下げが見込まれる中、最近のカナダ・ドルは1.35カナダ・ドル/米ドルを挟んだ方向感の乏しい展開。ただし、昨年までの利上げはカナダの方が小幅だったこともあり、今後の利下げはカナダの方が小幅にとどまる見込み。そのため、両者の金利差縮小に沿ってカナダ・ドルは増価しやすくなると想定。リスクは米大統領選挙でのトランプ氏勝利による原油安。

### 対円では金利差縮小に比べて下落せず

3月に入り日銀のマイナス金利解除観測でカナダ・ドル円は下落したが、両国の金利差との関係に比べれば上振れたまま。今後も金利差は縮小傾向で推移しやすいものの、金利差では説明できない構造的な円売りフローの可能性や、積極的には円を買いづらい金利水準、原油高の想定などを踏まえ、カナダ・ドル円は金利差対比で下がりづらいとみている。

### 各種金利



### 政策金利と10年国債利回り



### 米国との金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



### 日本との5年国債金利差とカナダ・ドル円





## 経済

### 経済成長率は減速から緩やかな加速へ

実質GDP成長率は2022年10-12月期から2023年10-12月期まで、順に前期比+0.8%、+0.6%、+0.5%、+0.3%、+0.2%と見事なまでに緩やかに減速してきた。高インフレや利上げで個人消費はほぼゼロ成長だが、企業の設備投資や政府支出が押し上げる構図。利上げの効果が大方浸透し、インフレ鈍化と賃金上昇で実質賃金が改善する中、今後は個人消費の持ち直しで緩やかな成長加速が見込まれる。

### 労働市場は一時的な悪化からの反動

雇用者数は1月まで2カ月連続で市場予想を大きく下回り、失業率は4.1%と2022年1月以来の4%台に乗せた。しかし、この悪化は近年の特徴である夏季休暇の長期化などによって、季節調整が上手く機能していないことが主因とみられる。その反動で2月は雇用者数が前月比で11.6万人増加し、失業率は3.7%へ急低下した。市場参加者やRBAの予想より労働市場の軟化は緩やかであることが示唆される。

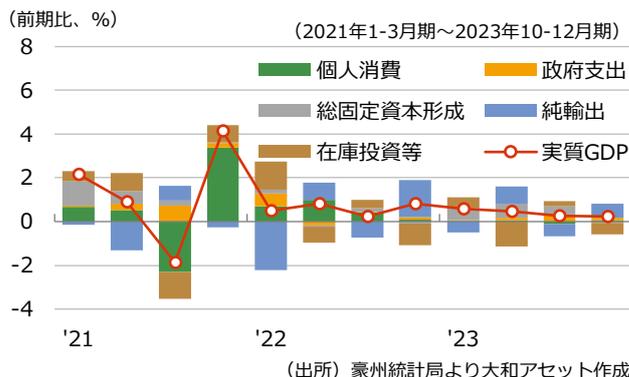
### 家計の所得環境悪化は一巡

実質賃金は昨年後半に上昇に転じた。実質賃金を労働生産性と労働分配率と交易条件に分解すると、中長期的な実質賃金の伸びは労働生産性の改善に依存することが分かる。その労働生産性も昨年後半に上昇しており、人件費上昇と労働生産性低下によるスタグフレーションへの懸念は後退した模様。また、今年7月には所得税率の引き下げが実施されるため、家計の所得環境は一段と回復することが期待される。

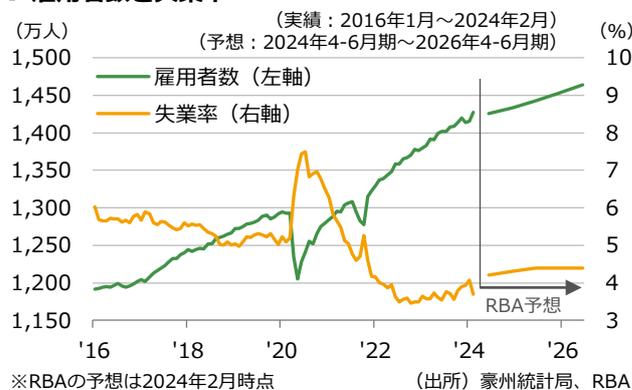
### 資源国としての強みが更に発揮されるか

豪州は鉱物・金属の生産で高い競争力を誇っているが、精製などの下流工程を中国などの他国に依存する部分が大きかった。中国への依存度を下げる意味でも、政府はレアアースやリチウムなど重要鉱物資源の国内での一貫した供給網の確立をめざし、支援策を打ち出している。政府の後押しにより民間企業も投資に踏み切りやすくなる。中長期的な投資の拡大や、雇用の確保、輸出額の増加に寄与しよう。

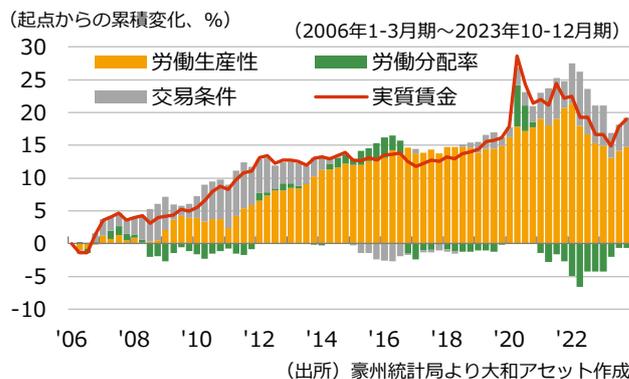
### 実質GDP成長率と項目別寄与度



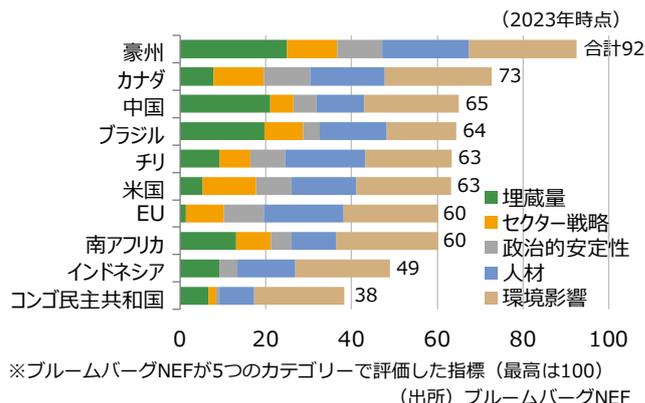
### 雇用者数と失業率



### 実質賃金の要因分解



### 鉱物・金属生産の競争ランキング (トップ10)





## 債券・金利

### 利下げの議論は盛り上がりづらい

RBAは3月の理事会で3会合連続となる政策金利の据え置きを決めた。声明文から「利上げの可能性は排除できない」との文言が消え、スタンスが中立化した。今年半ばからの利下げが視野に入る欧米の主要中銀に比べれば遅れが目立つ。インフレ率は昨年末にかけて急速に鈍化した。政府による物価高対策も多分に寄与しており、目先は鈍化が一服しそうだ。利下げの議論は盛り上がりづらいだろう。

### 長期金利は相対的に高止まりしやすいか

実質賃金の改善や7月の所得税率引き下げが物価に与える影響を見極める必要があると思われるため、利下げ開始は最速でも11月になると見込む。市場の利下げ織り込みは、米国ではFRBや当社の予想を上回る水準まで巻き戻されたが、豪州ではまだ当社の予想より多い。当社の予想が正しいとすれば、豪州の長期金利は相対的に低下しづらいと言えよう。

## 為替

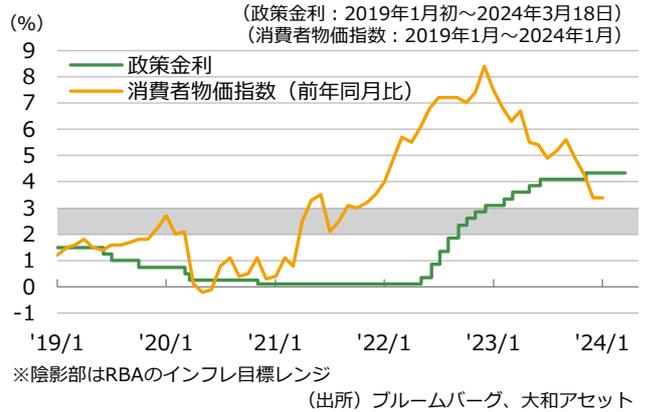
### 金利差の観点で豪ドル高を見込む

足元の豪ドルは対米ドルで方向感の乏しい展開。豪州の政策金利はしばらく据え置きが予想される中、米国の利下げ観測の揺れ動きが為替相場に強く影響している。基本的には、米国の方が先に利下げを開始し、米国の方が幅広い年限において金利が低下することで、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。リスク要因は、米国経済の想定以上の強さと、それに伴うFRBの利下げ後ずれ。

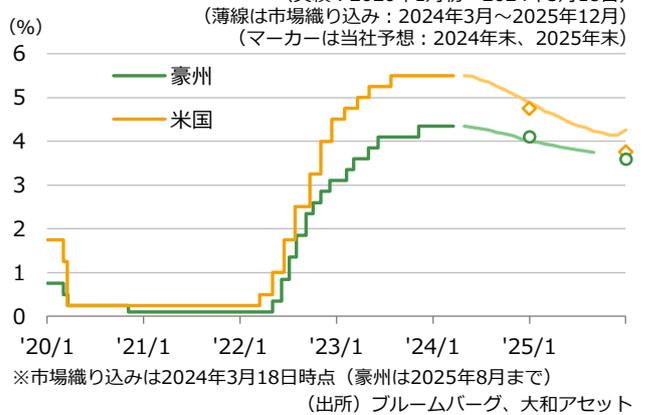
### 豪ドルを支える良好な実需

豪州の輸出は、鉄鉱石と石炭の2本柱から、2010年台半ばより天然ガスが加わって3本柱となり、貿易黒字が定着している。また、前頁の通りリチウムやレアアースなど第4の柱が育ちつつあり、貿易黒字の更なる拡大も期待される状況にある。米国対比での金利の魅力が復活すれば、実需の豪ドル買いフローも相まって豪ドル高が進みやすくなるだろう。

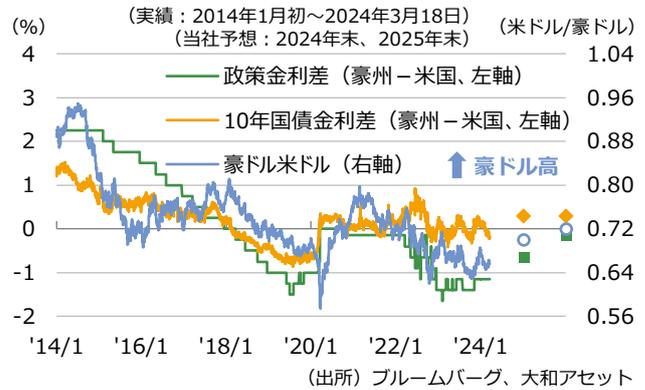
### 政策金利と消費者物価指数



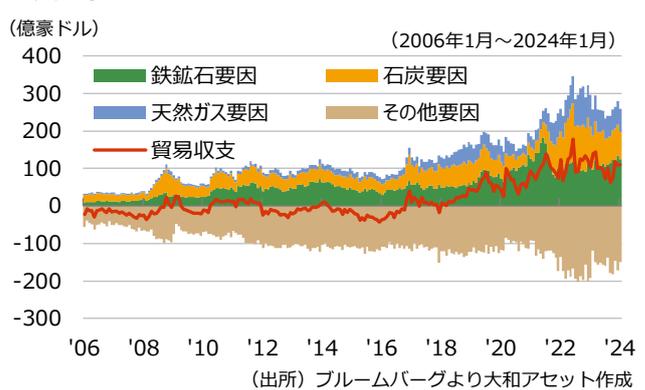
### 豪米の政策金利



### 米国との金利差と豪ドル (対米ドル)



### 貿易収支





## 経済

### 需要不足が深刻化

実質GDP成長率に先行性がみられる社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は2月に一段と鈍化し、需要不足の深刻化を浮き彫りにした。通貨供給量（M2）も減速傾向にあり、金融緩和の度合いは弱まっている状況にある。不動産関連の不良債権処理の停滞が、銀行の収益圧迫による金融仲介機能の低下や、貸出態度の消極化などを通じて、経済に下押し圧力を加えると懸念される。

### 全人代は、盛り上がり欠ける内容

今年の全人代では、財政面で特別国債を発行し、広義の財政支出が2023年の前年比+3.8%から24年に+7.0%へ加速するなど、一步踏み出した財政支援策を発表。景気の底割れ回避に寄与しよう。一方、金融政策は依然として小刻みの緩和を継続し、不動産問題への抜本的な解決策は発表されていない。景気回復への過度な期待は禁物と考える。

## 株式

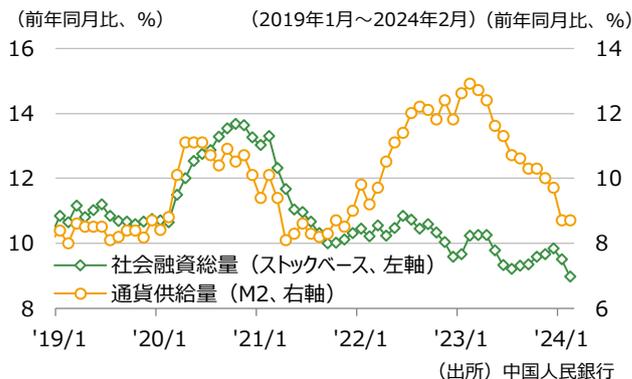
### 株式市場の底打ちの判断は時期尚早

ここ1カ月間、ニューエコノミー関連のテーマ型株が上昇したが、空売り規制の強化やソブリン・ウェルス・ファンドの「国家隊」を通じたETF買い等によるものと考えられ、対症療法である株価対策頼りには限界も。全人代の発表内容や、足元の大手不動産企業のデフォルト懸念、米中摩擦のエスカレート等に鑑みても、不確実性は高く、株式市場のセンチメントが顕著に改善するのは見込みにくい。

### デフレ環境の中、業績見通しも芳しくない

景気の低空飛行が見込まれる中、企業業績への下方修正も止まらない。指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で計算されるリビジョン指数は一段と下落傾向を強めた。生産者物価指数の前年同月比が約1年半に渡ってマイナスを記録しデフレ傾向が強い中、企業業績の更なる下方修正が続く可能性が高い。

### マネー関連指標



### 全人代で発表された経済運営に関する政府目標

項目	2023年実績	2024年目標
実質GDP成長率	+5.2%	+5.0%前後
金融政策の基本スタンス	・預金準備率0.40%ポイント(%pt)引き下げ ・1年MLF0.25%pt引き下げ	穏健的な金融政策を継続し、的確で効果的に実施（2023年の文言を踏襲）
広義の財政支出額	31.3兆元 (前年比+3.8%)	33.5兆元 (前年比+7.0%)
-特別国債	発行せず	1兆元
-地方政府専門債	3.8兆元	3.9兆元

※広義の財政支出額は、一般公共予算枠の財政支出額に特別国債、地方政府専門債を加算したもの  
(出所) 2024年政府活動報告より大和アセット作成

### 各種株価指数の推移



※CSI300、CSI上海国営企業株価指数は人民元建て、次世代自動車株価指数は米ドル建て  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### MSCI中国指数の業績見通し



※リビジョン指数は、12カ月先予想EPSに基づいて計算したもの  
(出所) LSEGより大和アセット作成



## 債券・金利

### 全人代に鑑み、金融緩和は小刻みが基本

全人代では、金融政策に関して「的確で効果的に実施」と、2023年の文言を踏襲。米利下げと同様のタイミングで、年後半に準政策金利である1年物MLF金利の0.20%ポイント引き下げなど、小刻みの金融緩和を継続しよう。そのため、大幅な住宅ローン金利の引き下げによる不動産販売促進は見込めず、経済の不確実性は拭えない状況が続こう。

### 金利低下余地は残されている

景気の低空飛行が見込まれる中、10年国債利回りは、3月に一時的に確認可能な2000年以降の最低水準の2.3%を割り込んだ。米中金利差の拡大を受け、外国人投資家の資金流出が続いている。一方、目先は万科などの大手不動産企業の債務不履行の懸念が燻る中、債券市場は資金の逃避先になりやすいことで、金利低下余地は残されていると予想。

## 為替

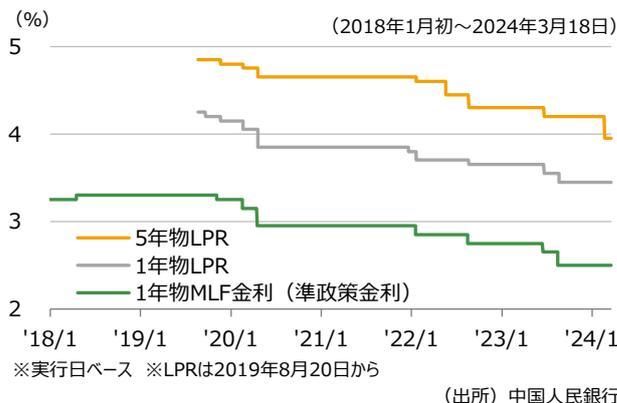
### 対米ドルでのボラティリティが低下

2024年2月以降、人民元は対米ドルで7.2元/米ドル近辺の狭いレンジで推移し、当局が為替介入を強めている可能性を浮き彫りにした。人民元の対米ドルレートは、長年概ね米ドル指数(DXY)に連動する動きとなっていたが、足元は米ドル指数との乖離がみられた。国際通貨になるための必要条件でもある「より柔軟な為替制度への移行」の方針に何らかの変更があるか、様子見が必要。

### 貿易黒字の高止まりは安心感をもたらす

景気低迷長期化の懸念が強いが、輸出以上に輸入が落ち込んだことを受け、貿易黒字は高水準を維持。2015年の人民元ショック時に比べても、なお貿易黒字は高水準で、目先は人民元為替市場の安定を支えよう。今後も、中国経済の日本化が悪材料であろうが、厳格な資本規制もあり、現時点では為替市場での大きな懸念材料にはならないと予想。

### 準政策金利および貸出参照レートのLPR



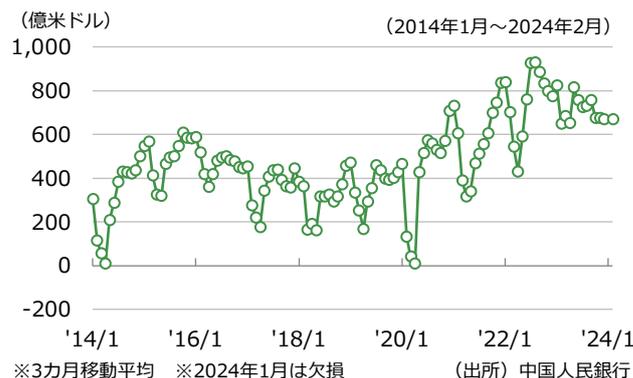
### 債券市場における外国人投資家の資金流入



### 人民元の対米ドルレートと米ドル指数の推移



### 貿易収支の推移





## 経済

### 景気回復期待が高まる

昨年前半の農業部門の上振れを主因とした高成長の後、年後半はゼロ%成長にとどまった。しかし、8月からの利下げで、製造業・サービス業ともに景況感が顕著に改善し、総合PMIは今年2月に55.1と2022年7月以来の水準まで回復している。景気後退（2四半期連続のマイナス成長）の回避はほぼ確実となった。実質GDP成長率は緩やかに加速し、通年では2024年を+1.5%、2025年を+2.5%と予想。

### 労働市場は持続可能な成長へ

労働市場は昨年、労働参加率の低迷や雇用者数の緩慢な増加、失業率の低下、実質賃金の極端に高い伸びが併存し、持続可能でない状況と思われていた。しかし、低所得者向け現金給付などの社会保障の効果が薄まり、足元では就業意欲の高まり（労働参加率の上昇）が雇用者数の増加ペース拡大に寄与している模様。労働市場が持続可能な成長に移行することで、景気下振れリスクは一段と後退するだろう。

### 個人消費の底打ちも近い

家計の信用状況も改善している。昨年8月からの利下げにより、消費者ローンのデフォルト率は昨年6月の6.3%をピークに下がり続け、直近1月に5.5%まで低下した。昨年は高いデフォルト率にもかかわらず、拡張的な財政政策や実質賃金の高い伸びなどを背景に、個人消費の減速が小幅にとどまったが、今後は信用状況の改善に沿って緩やかに加速すると想定される。成長率の押し上げに寄与しよう。

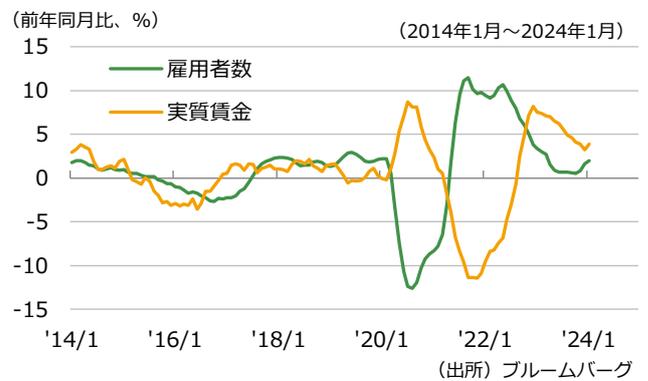
### 目標中心までのインフレ鈍化は見通せず

2月消費者物価指数は前年同月比+4.5%で1月と同等の伸び。前年の豊作によるディスインフレ圧力の一巡とエルニーニョの影響で「食品・飲料」の伸びは加速している。ガソリン価格に左右されやすい「輸送」や電気料金に左右されやすい「住居」は伸びが鈍化する余地がほぼない。景気回復でサービス価格の伸びも高止まりしやすいため、インフレ率が目標レンジ中心の3%まで鈍化する道筋は見えない。

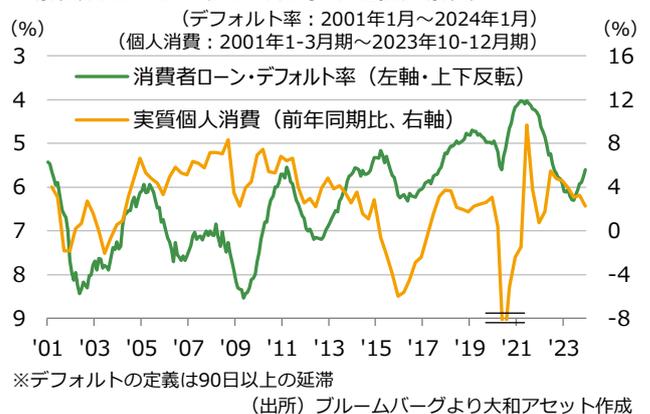
### 実質GDPとPMI



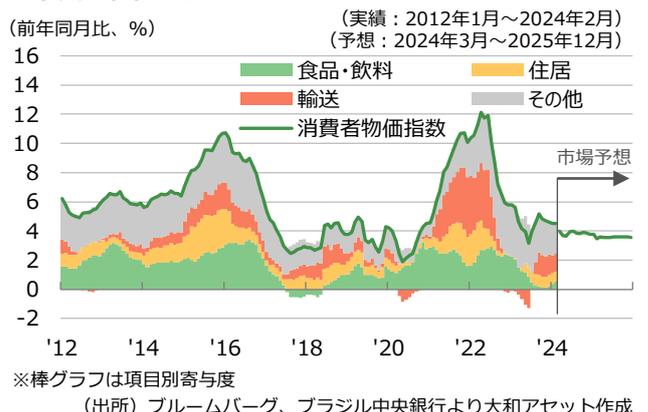
### 雇用者数と実質賃金の伸び



### 消費者ローン・デフォルト率と個人消費



### 消費者物価指数





## 債券・金利

### 今年半ばから利下げ幅を縮小するか

ブラジル中銀は3月20日に6会合連続となる0.5%ポイント（%pt）の利下げを決定。政策金利を10.75%とした。中銀は同じ幅の利下げを想定する機会を「今後複数の会合（next meetings）」から「次の会合（next meeting）」に変更し、次々回の6月会合では0.25%ptへの利下げ幅縮小を検討することを示唆。当社は引き続き6月から12月は各0.25%ptの利下げで今年末の政策金利を9%と予想。

### 高い金利とロールダウン効果

市場は当面の利下げを織り込んでおり、景気が回復に向かうことも加味すれば、長期金利の低下余地は乏しいと考えられる。一方、短期金利は利下げに伴う低下余地が残っているとみる。また、国債利回りが順イールドになっているため、たとえ金利が低下しなくとも、ロールダウン効果によって直近の金利（最終利回り）を上回るリターンが期待できる。

## 為替

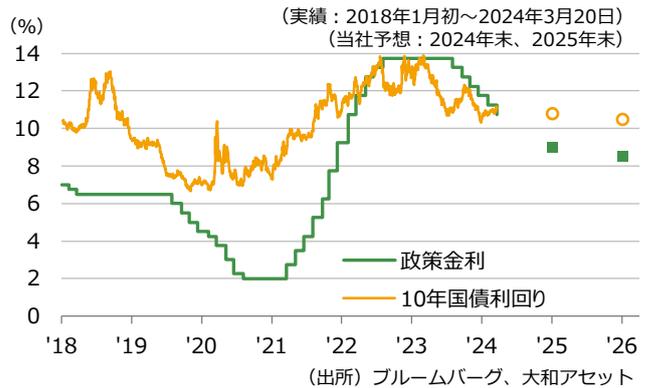
### 株式市場からの資金流出がレアルの重荷

ペトロブラス（国営石油会社）の再生可能エネルギーへの投資拡大を目的とした特別配当の保留や、ルラ大統領のブラジル銀行（国営銀行）に対する貸出金利引き下げ要求などが嫌気され、最近の株式市場は軟調。米国の早期利下げ観測の後退に加え、金融市場を軽視するこうした政治的な動きが、海外投資家のブラジル株式市場からの資金引き上げ、ひいてはブラジル・レアル安の要因になっている模様。

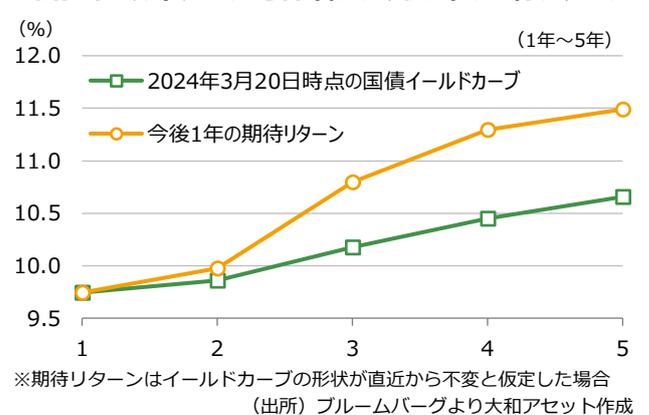
### 大幅な貿易黒字はレアルの下支え要因

株式市場からの資金流出に対して、1月は海外から債券市場への資金流入が目立ったほか、足元の貿易黒字は例年に比べて大きく、これらがレアルを下支えしているようだ。株式市場の懸念は残るものの、今後は貿易黒字が拡大しやすい季節にもなる。また、レアル安が進めば利下げ幅の縮小観測が強まることで、結果的に為替相場は安定しやすくなるとみる。

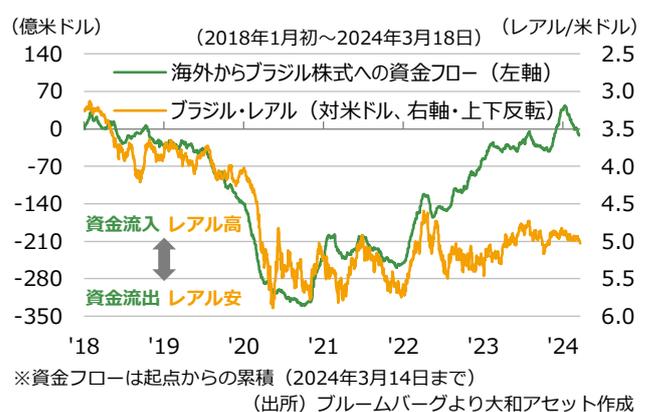
### 政策金利と10年国債利回り



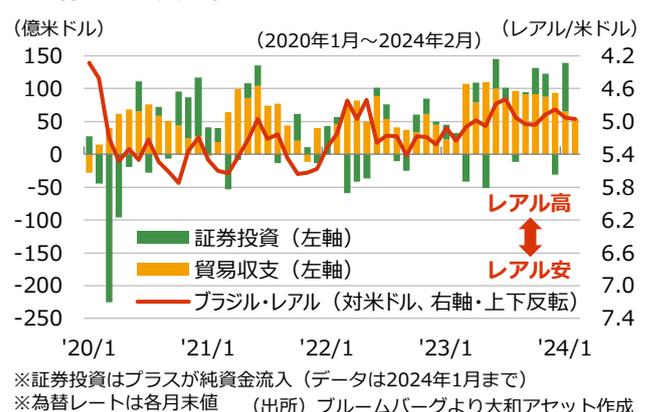
### 国債イールドカーブと各年限の今後1年の期待リターン



### ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



### 証券投資・貿易収支とブラジル・レアル





## 経済

### 高成長、景気回復の国に注目

米金利の高止まりなど、外部環境が芳しくない中で、高成長の国やいち早く景気回復に向かう国が注目されよう。インドやフィリピンは、内需主導の高成長を継続し、際立つ存在であり続けよう。また、電子製品関連の世界的な需要回復を受け、ベトナムやマレーシア、タイなどにおいて、景気回復傾向が強まろう。東欧諸国もすでに大幅な利下げを実行したことで、今後景気回復が進むと期待される。

### 利下げの条件は整っている

新興国のインフレ率はトルコを除き多くが中銀目標レンジ内か、それ以下。やや上回るメキシコも低下傾向を続け、物価の観点からは新興国の利下げの環境は整っている。ブラジルとベトナム、ポーランド、ハンガリー、メキシコ等がすでに利下げ局面に入った他、南アフリカが年前半、アジア諸国は米利下げ開始を睨みながら年後半を中心に利下げを開始しよう。株式・債券市場への追い風になると見込む。

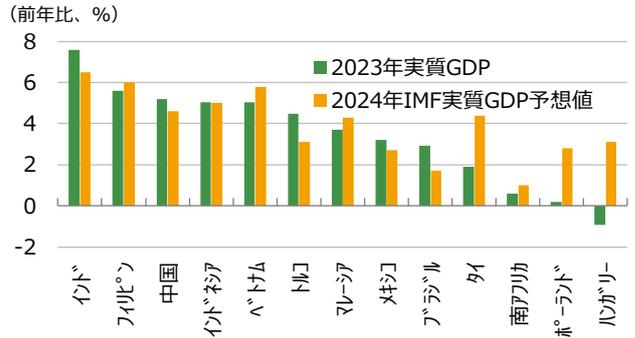
### インドは好景気継続

インドの2023年10-12月期実質GDP成長率は、前年同期比+8.4%を記録。2022年の低水準や、税収の変動が前年同期比の伸び率を押し上げた面はあるが、3四半期連続で同+8.0%を上回ったことは顕著な高成長と言えよう。一方、中銀を含めて市場参加者はGVA成長率に注目。税金の変動の影響を受けないGVA成長率は同+6.5%へ減速したこともあり、年後半の利下げ開始を後押しする内容と考える。

### インドの総選挙でモディ首相与党が優勢

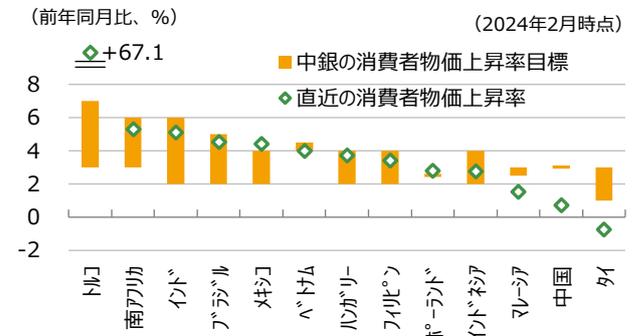
連邦議会二院制のインドで、2月27日に上院245議席中の56議席が改選され、モディ政権を支える与党BJP（インド人民党）が予想以上の勝利を取めた。最新の世論調査結果においても、与党BJPの優勢が強まっており、4月19日に始まり6月4日に結果が判明する下院総選挙では、14年および19年の総選挙のような「モディ・ウェーブ」を引き起こす可能性が高く、金融市場の好材料になろう。

### 主要新興国の2023年GDP成長率及び2024年の予測



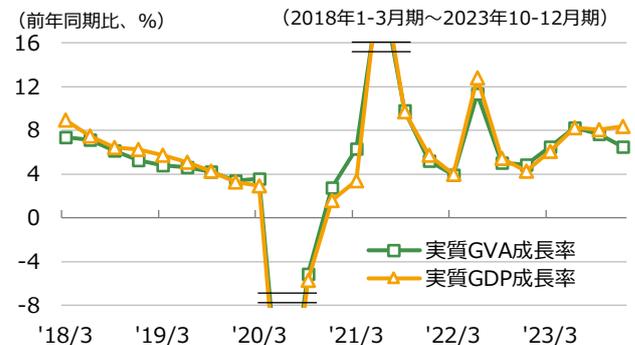
※インドの2023年成長率は当該年4月から翌年3月まで、ブルームバーグ集計の3月18日時点の実績見込み ※IMF予測は2024年1月時点 (出所) ブルームバーグ、IMFより大和アセット作成

### 主要新興国の直近のインフレ動向



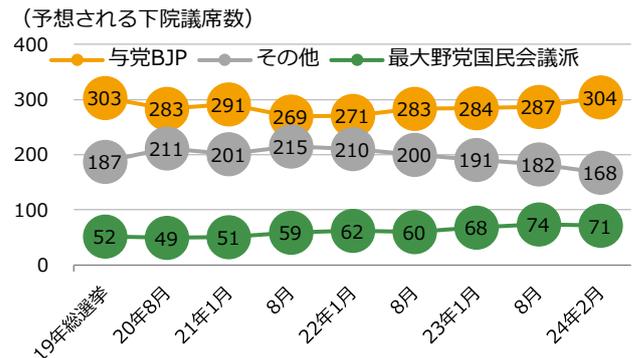
※マレーシアと南アフリカは2024年1月時点 ※マレーシアのインフレ目標は中銀の予想レンジ (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

### インドの実質GDP、実質GVA（粗付加価値）の推移



(出所) インド統計及び事業実施省

### インド下院総選挙での議席数予想に関する世論調査



(出所) India Today世論調査により大和アセット作成



## 株式

### 足元はヘルシーな調整局面と考える

足元は、やや上値が重い展開だが、米金利の高止まりにも拘らず、新興国株の調整幅は限定的であることは安心感をもたらす。ブラジルなどの一部の国の調整も、急ピッチな上昇に伴う過熱感を軽減するためのヘルシーな調整とも考えられ、新興国株は一進一退を挟みつつ上昇傾向を続けると見込む。米国のソフトランディング予想が変わらない限り、新興国にとって適温相場環境が続こう。

### 目先は、AIや電子製品需要改善に注目

国別では、AI投資ブームの恩恵を受ける台湾が大幅に上昇し、今後もそのトレンドが続く可能性が高い。また、インドは3月も最高値更新が続くなど、センチメントは依然良好。一方、ブラジルが下落したが、利下げ余地の縮小などを受け、利益確定売りが出やすい局面。目先は、ASEANの中でも電子製品供給網を形成する国が、出遅れ感もありその他の新興国をアウトパフォームすると予想。

### 電子製品の需要回復の傾向が強まる

半導体価格が上昇傾向を強めるなど、世界的な電子製品需要が回復する中、同製品の輸出主導の国が恩恵を受けると期待される。右図で示された世界の電子製品生産拠点の国々では、輸出が加速。インドにおいても、昨年後半以降、スマホの輸出額が急拡大するなど「メイク・イン・インド」が現実味を帯びている。株価は、ASEANなどで2023年に出遅れていたこともあり、上昇余地が大きいと見込む。

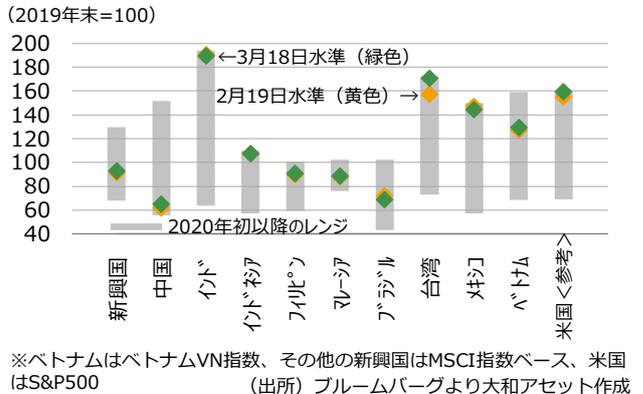
### インド株最高値再更新も、上昇余地あり

上昇傾向継続のインド株価指数のNifty50は、2月に続き、3月にも史上最高値を更新。それでも、依然として割高感は強くないと言えよう。バリュエーションを示す12カ月先予想PERをみると、過去5年の平均を若干上回る水準に留まり、株価は概ね妥当な水準にあると言えそうだ。中長期的には、依然として良好なファンダメンタルズを背景に資金が流入しやすいと見込む。

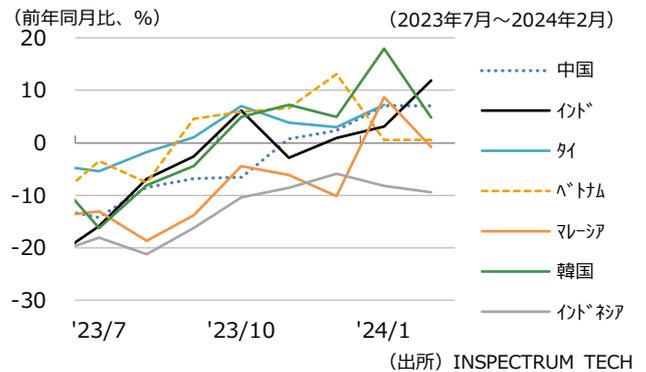
### 新興国株価指数の推移



### 国別の株式市場の騰落率 (現地通貨ベース)



### アジア諸国の輸出



### インド株 (Nifty50) の12カ月先予想PER





## 債券・金利

### インド国債投資、国際的スタンダードに

3月5日、ブルームバーグ・インデックス・サービス社は、インド国債を2025年1月からブルームバーグ新興国現地通貨建て国債指数及び関連指数に組み入れると発表。23年9月のJP Morgan GBI EM シリーズ組み入れの発表に次ぐ快挙で、インド国債投資が国際的なスタンダードへ変貌。パッシブファンドの約5~7兆円の資金流入に加え、課税前の7%程度の高金利を狙う資金流入も期待される。

### メキシコは高い位置から緩やかに利下げ

メキシコ中銀は3月21日に政策金利を11.25%から11%に引き下げることを決定。インフレ率は明確に鈍化したが、堅調な経済や最低賃金の大幅引き上げを背景にコアサービス価格は高止まりしているため、今後も0.25%ポイントずつの緩やかな利下げが見込まれる。当面のメキシコ債券は、高い金利収入に加えて短期ゾーン中心に価格上昇も期待される。

## リート（アジア先進国含む）

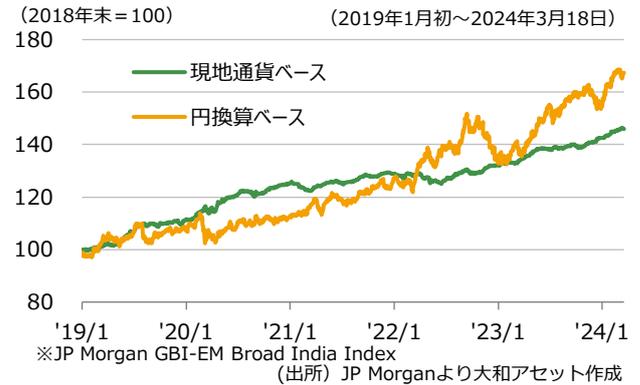
### 外部要因に左右されるが移民増が下支え

豪州は、利上げピーク観測や人口流入がサポート要因。香港は引き続き中国不動産市場の影響がリスク。シンガポールは、アジア地域では出社率の高さがオフィスの高稼働率につながっている。豪州、シンガポールとも商業施設では、新規物件供給が限定的であることや、売上に対する賃料水準が低いことから、賃料上昇が期待される。一方、物流施設は不安定な中国景気に振り回される状況を想定。

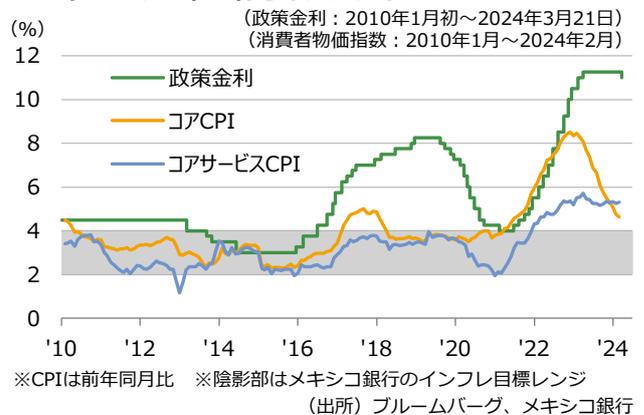
### 高配当利回りと利上げ終了観測が下支え

シンガポールや香港の予想配当利回りは長期金利対比で魅力的な水準である。中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。中国の不動産不況が上値抑制要因として意識されるが、豪州の利上げピーク観測や、米国金利低下期待が下支えとなろう。

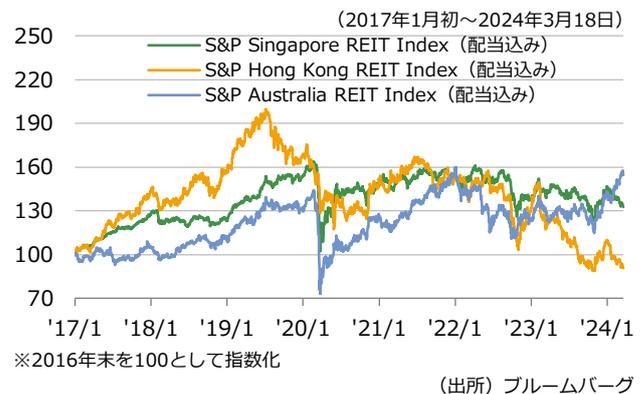
### インドの現地通貨建て国債指数の推移



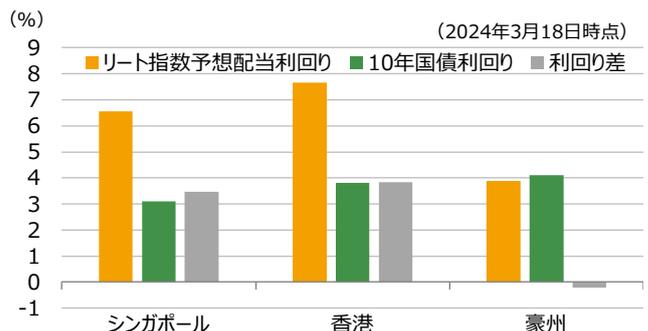
### メキシコの政策金利とインフレ率



### アジア・オセアニアリート指数推移



### 予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 米金利高止まりも、新興国通貨底堅い

足元は、米利下げ開始のタイミングが後ずれすると懸念されるにも拘らず、新興国通貨の対米ドルレートは小動き。年初来では、メキシコ、インドが増価する一方、大幅に減価した通貨もトルコやタイに限られる。更に、殆どの国が日本円ほど減価しなかったため、対円では増価。今後は、米ドル安との予想は変わらず、対米ドルで新興国通貨の買戻しが進み、対円でも小幅安に留まる通貨が多いと予想。

### 新興国市場への資金流入基調は変わらず

新興国全体の株価指数のパフォーマンスは先進国に劣後しているが、米国のソフトランディング期待が根強い中で、新興国への資金流入基調は変わらず。国別でみた場合、株式市場ではインド、インドネシア、韓国、台湾、債券市場ではインド、韓国、ブラジルへの流入が目立つ。中国は国有企業の海外勘定からの国内送金が2月に急増した可能性があり、海外マネーの流入と判断するのは時期尚早と考える。

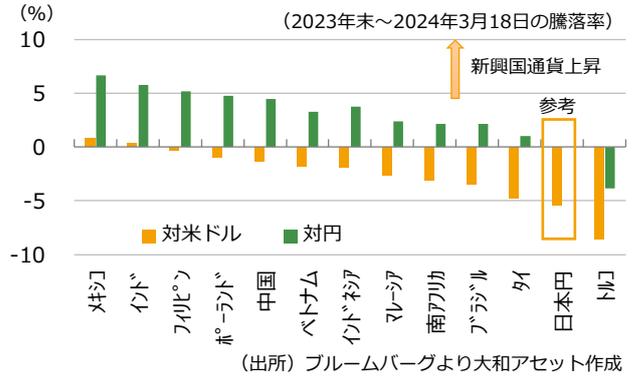
### インド、株、債券ともに資金流入が加速

インド株が最高値を更新し続けているにも拘らず、高成長を背景にインド株式市場では海外マネーの流入基調が継続。更に3月5日にインド国債のブルームバーグ新興国現地通貨建て国債指数への組み入れが発表された。昨年9月のJP Morgan GBI EMシリーズへの組み入れ発表も合わせて、インド国債投資が国際的なスタンダードへ変貌。株式と債券、両市場に海外資金が流入し、通貨高圧力として働こう。

### メキシコ・ペソの堅調地合いは継続

メキシコ・ペソは堅調な推移が継続。利下げ開始観測やメキシコと米国の大統領選挙を控えた不透明感がある中でも、キャリー狙いの投資フローや良好な実需によるペソ買い圧力は健在のようだ。メキシコ債券は高いパフォーマンスを示しているが、これまでのところ海外からの資金流入は限定的。ブラジルのように利下げ開始を機に海外からの債券投資が活発化すれば、ペソ買い圧力は一段と増しそうだ。

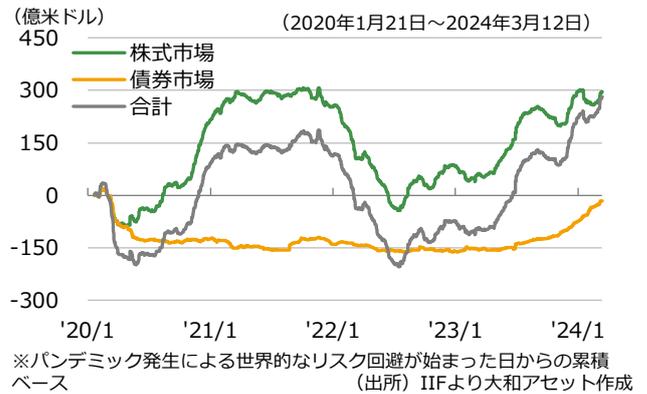
### 年初来の新興国通貨の騰落率



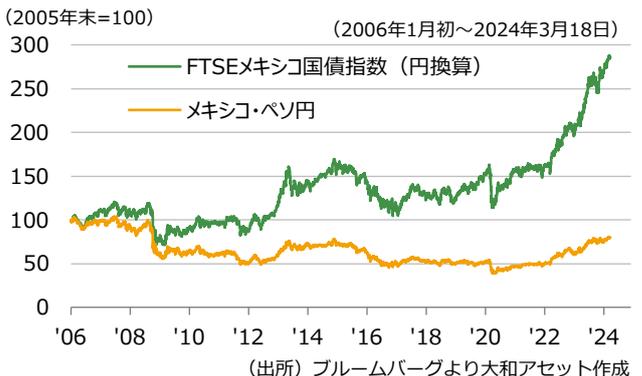
### 新興国市場への海外マネーの流出入 (株+債券)



### インドへの外国人投資家の資金流出入



### メキシコ国債指数とメキシコ・ペソ円





## 原油

### ファンダメンタルズを伴った上昇局面

原油価格は年初から上昇基調。昨年秋の上昇は期待先行の側面が大きかったが、足元の上昇はファンダメンタルズの改善（需給ひっ迫による原油在庫の減少）を伴っている。OPECプラスの協調減産延長やロシアの追加減産の決定、世界景気の回復期待は、原油在庫が今後も減少傾向を辿り、原油価格が堅調に推移する見通しの確度を高めている。引き続きトランプ前大統領の再選が今年終盤以降のリスク要因。

### 供給面からの価格押し下げ圧力は限定的

昨年は米国やブラジル、ガイアナ、カナダなどOPECプラス以外の増産が目立った。今年は米国の増産ペースが鈍り、全体の産油量はあまり伸びない見通し。更に来年は、米国とOPECプラス以外の増産が小幅にとどまる見込み。米国とOPECプラスの産油量は価格に大きく依存するため、価格が下落すれば増産は見送られよう。OPECプラスが決裂でもしない限り、供給面からの価格下押し圧力は限定的。

### 広範囲にわたる需要の拡大期待

昨年の原油需要増加は中国のリオープンングに依存する部分が大きかったが、今年と来年の増加は世界的に分散される見通し。需要増を経済の先行き不透明感が強い中国に依存せず、利下げが期待される景気回復の確度が高い多数の国に依存する状況では、見通しの下振れリスクが小さいと言える。また、各国政府が、ロシアのウクライナ侵攻以降に急減した石油備蓄を積み増す動きも需要を押し上げるだろう。

### 景気循環面から大幅下落リスクは小さい

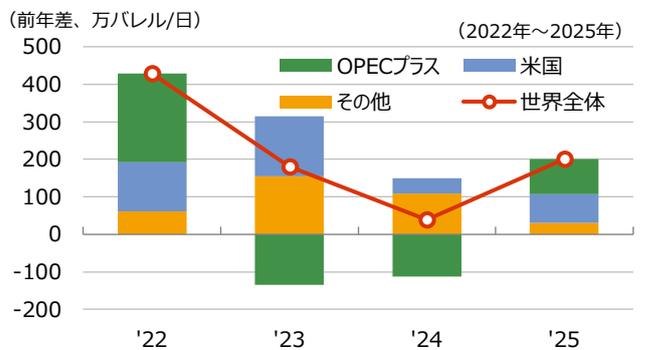
過去に原油価格が大きく下落したのは、コロナ・ショックなど何らかのショックが発生した時、あるいはOECD景気先行指数が低下に転じてしばらく経過した後というのがほとんど。当然ながら景気回復局面では原油価格も堅調に推移しやすい。足元では、依然としてOECD景気先行指数が上昇局面にある。したがって、景気循環の観点では、原油価格の大幅な下落を警戒するような状況にはないと言えよう。

### 原油価格と原油在庫



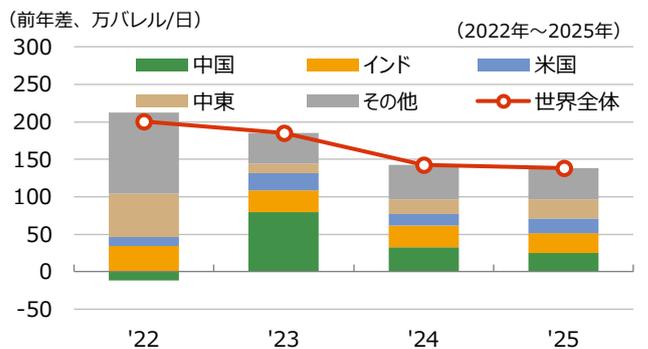
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫  
※○は当社の2024年末と2025年末の原油価格予想 (■は米大統領選でトランプ氏勝利の場合) (出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

### 産油量の変化



※2024年以降はEIAの予測 (出所) EIAより大和アセット作成

### 原油消費量の変化



※2024年以降はEIAの予測 (出所) EIAより大和アセット作成

### OECD景気先行指数と原油価格



※陰影部はOECD景気先行指数の上昇局面 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



金

明確ではない金価格急騰の背景

金価格は3月に入って急騰し、昨年12月に付けた史上最高値を超えた。理由は明確ではないが、好調な先進国株やビットコイン価格の反落に備えて、一部の投資家が金に資金を振り向けたとの見方や、年初から強まっていた米国の利下げ後ずれ観測が一服したことで、出遅れていた金を買われやすくなったとの見方などがある。中国の個人と中銀の買いも指摘されているが、これらは今に始まった事ではない。

投機筋の先物買いとETF残高のトレンド

現時点で得られる情報に基づくと、需給面では投機筋の先物買いが価格急騰の一因と言える。過去、投機筋の急激なポジション変化は相場の転換点を示していたケースも多い。ここに金ETFへの投資拡大が加われば、金価格の上昇基調が続く可能性が高まる。ETFの残高は減少傾向が続いていたが、直近は増加の兆しもある。米国の利下げ開始が近づく中で、ETFへの資金フローにトレンド変化が生じるか注目。

中銀の買いは継続的な相場下支え要因

中銀の金買いは引き続き相場の下支え要因として機能するとみている。昨年は中国やポーランドの購入が目立ち、純購入量は世界全体で2年連続となる1,000トン超を記録。中国は、外貨準備に占める金の割合が4%と低く、また米国との対立関係に鑑みれば金を買増す余地が大きいだろう。ポーランドは外貨準備に占める金の割合を20%（直近12%）に高める方針。今後も中銀の金買いが期待される。

中期的には上昇傾向での推移を見込む

目先の金価格は、足元の急騰からの調整が警戒される。ただし、米国の利下げが近づいていることを考慮すれば、積極的に金を売る動機も乏しいだろう。また、中銀による継続的な金買いが期待されるため、下落余地は限られるとみる。より長い目で見れば、上昇傾向での推移を見込む。金価格の予想値は2024年末：2,100米ドル、2025年末：2,200米ドルを維持するものの、上振れリスクが高まっている。

各資産の推移



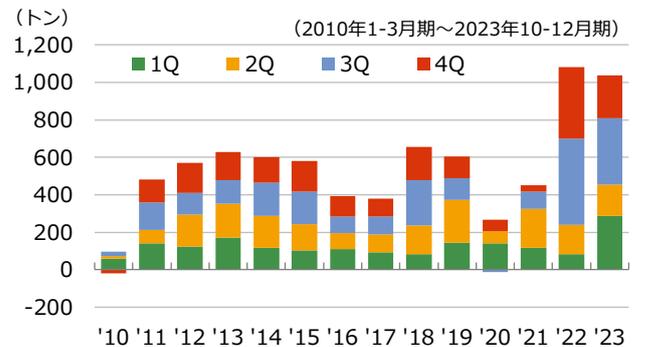
※全てトータルリターンベースの米ドル換算 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金ETFの残高と投機筋の金先物ネットポジション



(出所) ブルームバーグ

中銀の金純購入量



(出所) World Gold Council

金価格と米国10年実質金利



※10年実質金利の予想は10年国債利回りの予想に期待インフレ率を2.2%と仮定して計算 (出所) ブルームバーグ、大和アセット

## 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。足元では、懸念されている不動産市場の低迷や株式市場の下落に対して、当局が徐々に対応を強化しているように見受けられる。ただし、問題に対する確かつ妥当な規模の対策が取られているのかとなると、自信を持ってそうだとは言い切れない。中国では経済に関するネガティブな情報の発信が制限されていると言われていたが、そういった点も市場の不透明感を高める要因になっているといえるだろう。その一方で、米国などで実際に市場が価格に織り込んでいる中国リスクは限定的とみられ、こうしたギャップもリスクとみておく必要がありそうだ。
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国経済に関して、ソフトランディングが昨年後半以降の市場参加者のメインシナリオと考えられるが、リスクシナリオとなると、その時々で上振れ中心であったり、下振れ中心であったり、行きつ戻りつが続いている。まるで自転車が左右に大きく揺れながらも、まっすぐ進んでいる状態のようだ。足元は利下げ期待の後退がみられた点からは、上振れ警戒が強まったといえるが、経済指標の強弱は一段と交錯しており、1つの指標でも内訳で強弱が混在するケースも少なくない。見通し難が続けば、投資家の様子見姿勢が強まり、その結果、方向性が見えてきた時に、上振れであれ下振れであれ相場変動が一気に加速する可能性があろう。
米中間の対立激化	中	中	中	大統領選挙が徐々に近づくにつれ、米中対立激化懸念が再び強まっている。トランプ候補は、再選した場合60%の対中関税を課すと表明している。バイデン政権も、トランプ候補のような大風呂敷は広げないが、先端技術分野を中心に対中規制を強めている。結局、対中強硬路線が国民の支持を幅広く集められる数少ない政策になっていることが、民主・共和両陣営から強硬策が競争のように出て来る原因だろう。この状況は大統領選挙に向けて強まりこそすれ弱まることはないとみられ、今後、市場でも懸念が強まる恐れがある。特に、世論調査でトランプ候補がやや優勢とみられる点は懸念に拍車をかけそうだ。
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、逆にロシアの再侵攻も報じられている。ロシアが攻勢を強めた場合、欧米の危機意識が再び高まり、ウクライナ支援も再度活発化し、結果的に今まで以上に戦闘が激化する恐れもある。ただし、米国が大統領選挙を背景に動きが鈍ければ、欧米分断や欧州の負担過多も懸念される。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。足元では自民党の支持率も低下傾向が顕著になりつつあり、政権維持に危険信号が灯り始めたと言える。減税政策の失敗をきっかけに退陣した橋本内閣や、リクルート事件で退陣した竹下内閣を思い起こさせる状況だ。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とみることはできるが、野党が国会を審議拒否し、それに国民の支持が集まるようであれば、追い込まれ解散に至るリスクもある。政権交代は、過去においても野党が信頼できるのではなく、与党が如何に信頼できないかが、その原動力であった点には注意が必要だろう。
利上げ第2弾に対する市場の思惑	中	中	小	報道で3月のマイナス金利解除が既成事実となり、あたかも日銀はそれを追認しただけのような政策変更となった。こうした政策変更は、今後、必要以上に当局者発言やマスコミ報道に対する市場のボラティリティを高める恐れがあり、好ましいものではなからう。特にマイナス金利は解除したものの、利上げ第2弾に対する市場の見方は定まっていない。かなり間隔を空けてからの見方が大勢とは思われるが、今回の政策変更に鑑みれば、経済指標などを冷静に分析するよりも、当局者発言の言葉じりを捉えたような思惑先行で市場が大きく動くリスクがあろう。
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」というプ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、首相の辞任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。昨年は一価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			
		3/18	1カ月	1年	3年			3/18	1カ月	1年	3年
<b>政策金利</b>						<b>10年国債利回り</b>					
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.75	5.25	米国		4.32%	0.04	0.90	2.62
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	1.00	4.50	ドイツ		2.46%	0.06	0.35	2.72
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	1.25	5.15	英国		4.09%	-0.02	0.81	3.21
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本		0.77%	0.03	0.48	0.65
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.50	4.75	カナダ		3.60%	0.01	0.82	1.99
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.75	4.25	豪州		4.11%	-0.08	0.72	2.33
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45	中国		2.33%	-0.11	-0.55	-0.93
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50	インド		7.09%	-0.01	-0.25	0.89
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.00	0.25	2.50	インドネシア		6.65%	0.03	-0.25	-0.13
ブラジル	セリック・レート	11.25%	0.00	-2.50	8.50	ブラジル		11.18%	0.25	-2.25	2.54
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	0.25	7.25	メキシコ		9.35%	0.05	0.30	2.70
トルコ	1週間物レポ金利	45.00%	0.00	36.50	26.00	トルコ		23.85%	0.24	12.74	10.33
						<b>為替（対円）</b>					
<b>株価指数</b>		3/18	1カ月	1年	3年	米ドル		149.15	-0.7%	13.1%	37.0%
米国	NYダウ	38,790	0.4%	21.7%	18.0%	ユーロ		162.17	0.2%	15.3%	25.0%
	S&P500	5,149	2.9%	31.5%	31.5%	英ポンド		189.86	0.3%	18.3%	25.2%
ユーロ圏	STOXX 50	4,983	4.6%	22.6%	28.8%	カナダ・ドル		110.21	-1.0%	14.3%	26.4%
日本	日経平均株価	39,740	3.3%	45.4%	31.5%	豪ドル		97.84	-0.3%	10.8%	15.8%
	TOPIX	2,722	3.7%	38.9%	35.5%	中国人民元		20.76	-0.6%	8.6%	23.9%
中国	MSCI中国	55.77	4.2%	-13.5%	-50.9%	インド・ルピー		1.80	-0.6%	12.7%	19.8%
インド	MSCIインド	2,590	-0.5%	36.5%	56.3%	インドネシア・ルピア		0.950	-1.2%	10.7%	25.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,848	-0.7%	8.0%	17.7%	フィリピン・ペソ		2.68	0.0%	10.5%	19.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,244	2.8%	19.0%	3.5%	ベトナム・ドン		0.604	-1.4%	7.0%	27.8%
						ブラジル・リアル		29.68	-1.8%	18.8%	51.6%
<b>リート</b>		3/18	1カ月	1年	3年	メキシコ・ペソ		8.86	0.6%	27.0%	66.7%
米国	NAREIT指数	22,249	0.5%	13.1%	9.8%	トルコ・リラ		4.60	-5.5%	-33.7%	-69.0%
日本	東証REIT指数	1,721	0.3%	-2.7%	-13.9%						
<b>商品</b>		3/18	1カ月	1年	3年						
原油	WTI原油先物価格	82.72	4.5%	23.9%	37.9%						
金	COMEX金先物価格	2,186	8.0%	9.8%	26.0%						

※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

（出所）ブルームバーグ

## 株価指数・リート指数 - 推移

### NYダウ

(米ドル)



### 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)



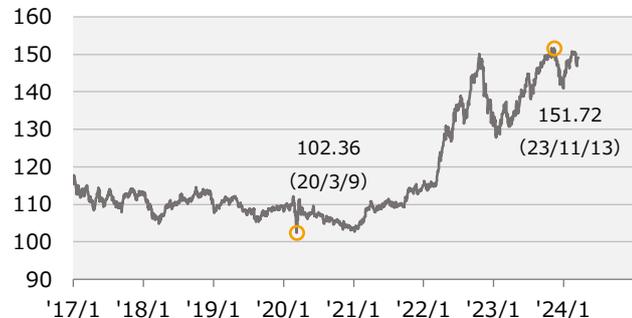
※グラフの期間は2017年1月初～2024年3月18日

(出所) ブルームバーグ

## 為替レート・商品価格 - 推移

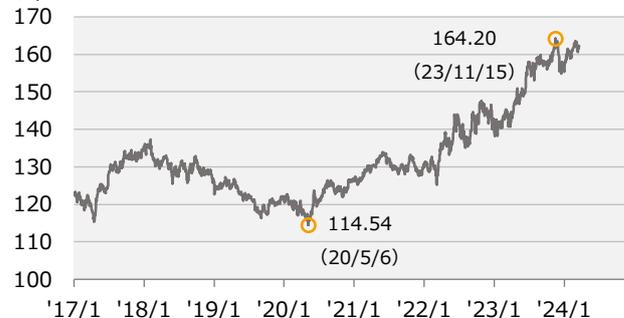
### 米ドル

(円/米ドル)



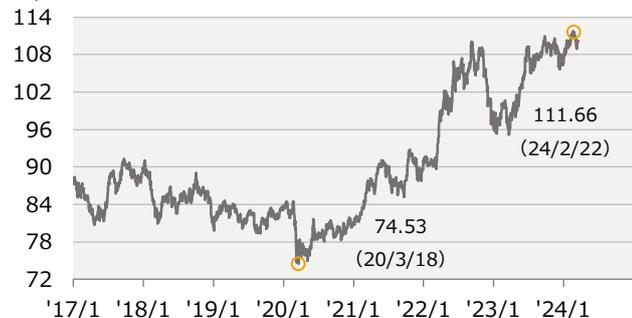
### ユーロ

(円/ユーロ)



### カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



### 豪ドル

(円/豪ドル)



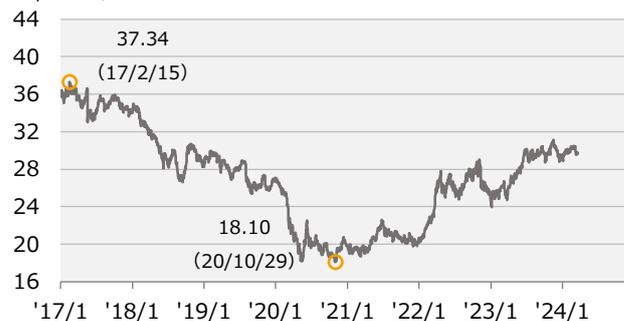
### 中国人民元

(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3月18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	-4.1	2.6	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、内閣府

## 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"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：平均して2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>
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)	短期金利操作 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	無担保コールレート
- 2024年末の 当社予想値	4.50~4.75%	3.5% 3.0%	0.0~0.1%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。</li> <li>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年は累計1%ポイントの利下げ。</li> <li>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は2024年7月から月平均75億ユーロを上限に減額。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2回目の利上げは2025年4月と予想。</li> <li>マイナス金利解除後も国債買入れは継続することや、指値オペ等の枠組みも残り、長期金利の大きな上昇は想定していない。</li> </ul>

(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

年	月	日本	欧米	その他地域	
2024年	4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●森林環境税導入（1日）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（25-26日）</li> <li>●衆議院議員補欠選挙（28日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（11日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> <li>●FOMC（30日-5月1日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ラマダン終了（8日）</li> <li>●韓国議会選挙（10日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（10日）</li> <li>●インド総選挙（-5月まで）</li> <li>●ペルー大統領・議会選挙（月内）</li> </ul>	
	5月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●BOE金融政策委員会（9日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（7日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（8日）</li> <li>●南アフリカ総選挙（29日）</li> </ul>	
	6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（13-14日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（6日）</li> <li>●欧州議会選挙（6-9日）</li> <li>●FOMC（11-12日）</li> <li>●G7首脳会議（イタリア、13-15日）</li> <li>●BOE金融政策委員会（20日）</li> <li>●EU首脳会議（27-28日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●メキシコ大統領選挙（2日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（5日）</li> <li>●RBA理事会（18日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（19日）</li> </ul>	
	7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●新紙幣発行（7月前半）</li> <li>●東京都知事任期満了（30日）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（30-31日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●米共和党大会（15-18日）</li> <li>●ECB理事会（18日）</li> <li>●FOMC（30-31日）</li> <li>●パリ五輪（26日-8月11日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●カナダ金融政策決定会合（24日）</li> <li>●ベネズエラ大統領選挙（28日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（31日）</li> </ul>	
	8月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●BOE金融政策委員会（1日）</li> <li>●米民主党大会（19-22日）</li> <li>●米ジャクソンホール会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（6日）</li> </ul>	
	9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（19-20日）</li> <li>●岸田自民党総裁任期満了（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●国連総会</li> <li>●ECB理事会（12日）</li> <li>●FOMC（17-18日）</li> <li>●BOE金融政策委員会（19日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●東方経済フォーラム（3-6日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（4日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（18日）</li> <li>●RBA理事会（24日）</li> <li>●AIIB年次総会（25-26日）</li> </ul>	
	10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（30-31日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（17日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●メキシコ新大統領就任（1日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（23日）</li> <li>●IMF世界銀行年次総会（25-27日）</li> <li>●BRICS首脳会議（月内）</li> </ul>	
	11月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●東証が株式取引時間を延長（5日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●米大統領選挙（5日）</li> <li>●FOMC（6-7日）</li> <li>●BOE金融政策委員会（7日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（5日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（6日）</li> <li>●COP29 （アゼルバイジャン、11-24日）</li> <li>●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）</li> </ul>	
	12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（18-19日）</li> <li>●大納会（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（17-18日）</li> <li>●ECB理事会（12日）</li> <li>●BOE金融政策委員会（19日）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（10日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（11日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（11日）</li> </ul>	
	2025年	1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●大発会（6日）</li> <li>●通常国会召集（月内）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内）</li> <li>●ECB理事会（月内）</li> <li>●FOMC（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●カナダ金融政策決定会合（月内）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（月内）</li> </ul>
		2月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●BOE金融政策委員会（6日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（4日）</li> </ul>
		3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●BOE金融政策委員会（20日）</li> <li>●ECB理事会（月内）</li> <li>●FOMC（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●カナダ金融政策決定会合（月内）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合</li> </ul>

## 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、NISA：少額投資非課税制度、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2024年3月18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3月25日）