

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

8

AUG. 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

今回はこれまでと違う

- 1 米国でのインフレが鈍化し、利下げ開始がいよいよ現実味を帯びてきた。逆に過去1年ほどの市場は「半年後に利下げ開始」と言い続けてきた。ただ、足元の利下げ期待は「今回こそはこれまでと違う」と言えよう。FRBが景気（労働市場）に対してより配慮するようになっているからだ。
- 1 労働市場に注意を払うのは「サム・ルール」があるため、予防的利下げが行われる可能性もある。それは世界経済が景気後退に陥る可能性を低下させ、資金の流れも「これまでと違う」ものとなるだろう。



米国

経 … 失業率上昇が気掛かりも、潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想。

株 … 利下げ期待と半導体・ハイテク株主導の業績期待に加え、トランプラリーへの期待も台頭

債 … 利下げ開始前倒しの可能性が高まるも、利下げ開始後の長期金利低下は小幅に。

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 … 利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で、緩やかながらも安定的な景気回復へ。

株 … 景気の緩やかな改善が続く一方、仏政治の先行き不透明感の継続が当面の相場の足枷に。

債 … 2025年末までを通じて四半期毎の利下げを予想。利下げ局面で長期金利は低下へ。

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 … 賃上げや定額減税の効果に期待も、円安などによる物価高が重しで消費回復はなお先か。

株 … 円安進行で他国を上回る利益成長傾向継続。海外投資家の「持たざるリスク」高まる。

債 … 日銀の国債買入れ減額計画に注目。2回目の利上げは24年10月と予想。

リ … 長期金利の上昇余地は限定的であることを確認しながら、今後は緩やかな上昇を想定。

為 … 世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。

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 … ソフトランディング実現はほぼ確実。インフレ鈍化と利下げにより景気は本格回復へ。
債 … 緩やかなペースでの利下げが続き、長期金利は3%台での低下傾向を見込む。
為 … カナダ銀行の追加利下げに前向きな姿勢などが通貨高を抑制する要因に。



豪州

経 … 実質賃金上昇や財政支援で底堅いが、利下げ転換と本格的な景気回復は来年以降。
債 … 利下げ開始は欧米主要中銀より遅く、ペースも緩やかに。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。



中国

経 … 三中全会での税制改革は増税に繋がる可能性があり、新たな景気の下押しリスクか。
株 … 「中国版PKO」による株価下支え策と、景気低迷の板挟みの中、レンジ推移を予想。
債 … 当局の金利低下を阻止する介入は効果薄と考え、金利は引き続き下限を試すと見込む。
為 … 景気低迷の長期化が人民元安圧力を強めようが、7.3元/1米ドルが安値の目途と予想。



ブラジル

経 … 昨年からの利下げを受けた高成長は一巡し、徐々に巡航速度の成長に落ち着くと想定。
債 … 今年終盤以降の利下げ再開が意識されることで、金利には更なる低下圧力がかかろう。
為 … 財政政策の不透明感などが重荷だが、中銀の柔軟な対応姿勢が為替相場の安定に寄与。

世界経済・金融市場見通し

利下げ開始時期は先送りされ続けた

米国でのインフレが鈍化し、利下げ開始がいよいよ現実味を帯びてきた。逆に過去1年ほどの市場は「半年後に利下げ開始」と言い続けてきた。とりわけ2023年後半は順調以上にインフレが鈍化し、同時期のFRB高官はハト派化。市場は2024年3月FOMCでの利下げ開始を想定した。しかし2024年入り後は一転してインフレ指標の上振れが続き、利下げ開始時期の予想は12月まで先送りされ続けた。

今回こそはこれまでと違う

ただ、足元の利下げ期待は「今回こそはこれまでと違う」と言えよう。先進国ではユーロ圏やカナダが既に利下げを開始し、他国においても利下げ開始は「時期」の問題となっていることや、FRBが景気（労働市場）に対してより配慮するようになってきているからだ。例えばパウエルFRB議長は7月の議会証言で「（インフレと景気の）両面的なリスクに直面していることを十分に認識している」と述べた。

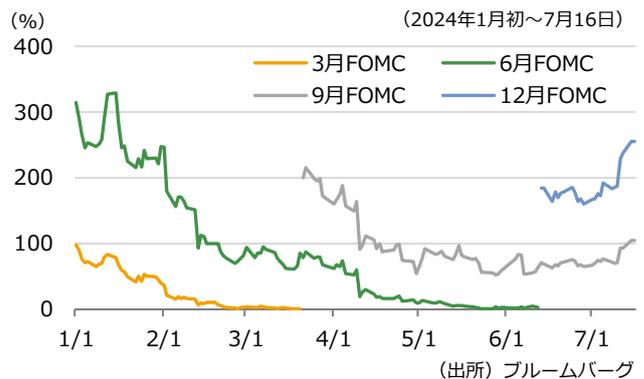
労働市場の軟化も利下げ開始のトリガー

FRBがとりわけ労働市場の軟化に注意を払うのは「サム・ルール」があるためだ。失業率の3カ月平均が過去12カ月の最低値から0.5%pt上昇した時に、事後的に景気後退と判断される経験則である。経験則とはいえ1950年以降では100%の精度で当たっている。6月時点の失業率平均は0.43%ptまで上昇しており、労働市場の軟化も利下げ開始のトリガー（予防的利下げ）となることを示唆している。

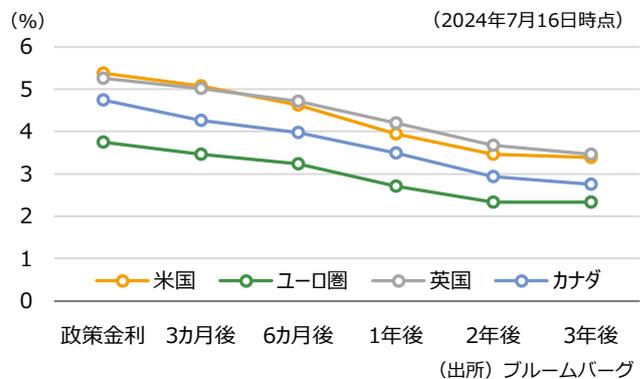
資金の流れもこれまでと違うものに

一方、サム・ルールのいう「景気後退」は言葉として強すぎる。先行き景気が減速するにしても浅い減速になると考えられるからだ。通常の景気サイクルでは何らかの過剰が積み上がり、それが調整される局面で景気が悪化する。一方、コロナ禍以降の経済は過剰どころかモノや労働力の「不足経済」だ。つまり「今回はこれまでと違う」と言え、米国の利下げで世界経済が景気後退に陥る可能性は低下する。資金の流れも「これまでと違う」ものとなろう。

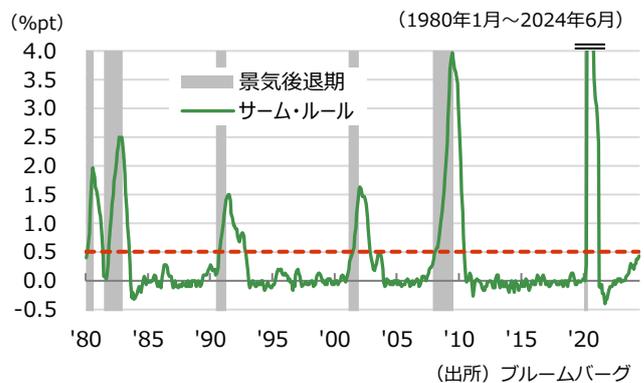
市場が織り込む各FOMCでの利下げ開始確率



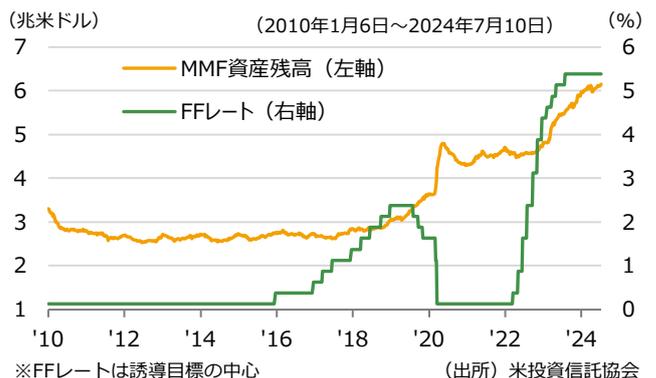
市場が織り込む政策金利の水準



サム・ルール（米失業率の変化）



米国でのMMF資産残高とFFレート



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
		☐													失業率上昇が気掛かりも、潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想。利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で、緩やかながらも安定的な景気回復へ。インフレ低下で利下げへ。供給制約の緩和もあり、緩やかながらも安定的な景気回復へ。賃上げや定額減税の効果に期待も、円安などによる物価高が重しで消費回復はまだ先か。ソフトランディング実現はほぼ確実。インフレ鈍化と利下げにより景気は本格回復へ。実質賃金上昇や財政支援で底堅いが、利下げ転換と本格的な景気回復は来年以降。三中全会での税制改革は増税に繋がる可能性があり、新たな景気の下押しリスクか。下院総選挙を通過し、政策継続で内需主導の際立つ高成長を維持すると予想。プラボウォ次期大統領が掲げる8%の成長目標に向け、官民投資の加速が期待される。堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%台の成長率を予想。電子製品関連の外需の回復や、利下げ効果もあり、7%に近い高成長を当面見込む。昨年からの利下げを受けた高成長は一巡し、徐々に巡航速度の成長に落ち着くと想定。高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国のニ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
									利下げ期待と半導体・ハイテク株主導の業績期待に加え、トランプラリーへの期待も台頭。景気の緩やかな改善が続く一方、仏政治の先行き不透明感の継続が当面の相場の足枷に。円安進行で他国を上回る利益成長継続。海外投資家等の「持たざるリスク」高まる。「中国版PKO」による株価下支え策と、景気低迷の板挟みの中、レンジ推移を予想。下院総選挙は、インフラ投資継続とともにけん制が効く最適な結果で、株価にポジティブ。財政規律遵守は変わらず、プラボウォ新政権への期待もあり、上昇余地があると予想。積極的な買い材料が乏しいことや、中国との海上摩擦もあり、上昇余地は限定的と予想。好調な輸出等好材料は多いが、急速な株価上昇もあり、目先は緩やかな上昇を予想。

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
													利下げ開始前倒しの可能性が高まるも、利下げ開始後の長期金利低下は小幅に。2025年末までを通じて四半期毎の利下げを予想。利下げ局面で長期金利は低下へ。中期的な物価安定の見通しの下、8月に利下げ開始。利下げ局面で長期金利は低下へ。日銀の国債買入れ減額計画に注目。2回目の利上げは24年10月と予想。緩やかなペースでの利下げが続く、長期金利は3%台での低下傾向を見込む。利下げ開始は欧米主要中銀より遅く、ペースも緩やかに。長期金利は相対的に高止まり。当局の金利低下を阻止する介入は効果薄と考え、金利は引き続き下限を試すと見込む。主要インデックスへの組み込み済みで、米金融政策睨みながらレンジ推移か。米長期金利の高止まりで国内利下げ開始の後ずれが懸念され、金利低下余地は限定的。今年終盤以降の利下げ再開が意識されることで、金利には更なる低下圧力がかかる。高い利息収入と市場に配慮した当局の姿勢が相場の下支え要因。金利は徐々に低下へ。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。長期金利の上昇余地は限定的であることを確認しながら、今後は緩やかな上昇を想定。

商品	原油	金	一言コメント
			OPECプラスの自主減産は10月から段階的縮小、2025年需給バランスは供給過剰へ。中銀の金購入、金ETFへの資金流入に注目。米利下げ期待は価格押し上げ材料に。

※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、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。カナダ銀行の追加利下げに前向きな姿勢などが通貨高を抑制する要因に。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。景気低迷の長期化が人民元安圧力を強めようが、7.3元/1米ドルが安値の目途と予想。証券投資の資金流入や潤沢な外貨準備を受け、米ドル高の局面でも安定推移が続こう。貿易収支の改善は下支え材料も、米国との金利差縮小で、通貨高余地は限定的と予想。中長期の高成長期待と、好調な消費による貿易収支悪化の綱引きとなり、レンジ推移か。米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米金利動向を睨みながら神経質な推移が続こう。財政政策の不透明感などが重荷だが、中銀の柔軟な対応姿勢が為替相場の安定に寄与。高い実質金利、海外労働者からの豊富な本国送金、対内直接投資の拡大が通貨高要因。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	1.9	2.5	2.4	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	5.00 ~ 5.25	4.00 ~ 4.25	3.9	3.9	4.0	3.8
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.7	1.4	2.50 2.00	4.50 4.00	3.40 3.25	2.40 2.25	2.6	2.0	2.0	1.8
英国	4.3	0.1	1.0	1.4	3.50	5.25	4.75	3.75	3.7	3.5	3.3	3.1
日本	1.2	1.8	0.2	1.2	-0.10	-0.10	0.15 ~ 0.25	0.40 ~ 0.50	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	4.1	1.6	1.0	2.2	4.25	5.00	4.25	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.9	2.0	1.4	1.6	3.10	4.35	4.35	3.85	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	148円	133円
NYダウ	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%		13.9%	7.6%	4.9%	-10.1%
米国	3,840	4,770	5,600	6,000	ユーロ	140.41円	155.72円	156円	142円
S&P500	-19.4%	24.2%	17.4%	7.1%		7.3%	10.9%	0.2%	-9.0%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	183円	163円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	1.9%	-10.9%
日本	26,095	33,464	43,000	45,000	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	112円	106円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	28.5%	4.7%		6.2%	9.9%	5.3%	-5.4%
日本	1,892	2,366	3,200	3,400	豪ドル	89.37円	96.06円	102円	96円
TOPIX	-5.1%	25.1%	35.2%	6.3%		6.8%	7.5%	6.2%	-5.9%

	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	25,000	27,200
NAREIT指数	-24.4%	13.7%	9.4%	8.8%
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

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 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	2.40	2.30	2.8	2.6	2.3	2.1
インド*1	7.0	8.2	6.8	6.8	6.25	6.50	6.25	5.50	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	5.75	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.6	6.3	6.0	5.50	6.50	6.25	5.50	4.5	4.6	4.5	4.0
ベトナム	8.0	5.1	6.5	7.0	6.00	4.50	4.25	4.00	-	-	-	-
ブラジル	3.0	2.9	2.0	2.2	13.75	11.75	10.25	9.25	12.7	10.5	11.2	10.5
メキシコ	3.7	3.2	1.7	2.0	10.50	11.25	10.50	9.50	9.0	9.0	9.5	9.0
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	55	55	中国人民元	19.16円	19.87円	20.3円	18.2円
MSCI	-23.5%	-13.2%	-1.7%	0.0%		5.8%	3.7%	2.2%	-10.3%
インド	18,105	21,731	26,500	30,000	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.78円	1.69円
NIFTY50指数	4.3%	20.0%	21.9%	13.2%		2.7%	6.9%	4.6%	-5.1%
インドネシア	7,393	7,554	8,000	8,850	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.943円	0.887円
MSCI	10.4%	2.2%	5.9%	10.6%		4.5%	8.5%	3.0%	-5.9%
ベトナム	1,007	1,130	1,400	1,550	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.60円	2.46円
VN指数	-32.8%	12.2%	23.9%	10.7%		5.3%	7.4%	1.8%	-5.4%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.58円	0.53円
						10.9%	4.5%	-0.8%	-8.6%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.06円	29.0円	27.1円
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	71.65	85	80		20.1%	17.1%	-0.2%	-6.6%
	6.7%	-10.7%	18.6%	-5.9%	メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	8.7円	8.6円
金 (米ドル/トロオンス)	1,826	2,072	2,500	2,800		19.9%	23.6%	4.7%	-1.1%
	-0.1%	13.4%	20.7%	12.0%	トルコ・リラ	7.00円	4.79円	4.2円	3.6円
						-18.2%	-31.6%	-12.2%	-14.3%

※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

実質GDPは堅調な模様も弱含み懸念

アトランタ連銀推計の4-6月期実質GDPは前期比年率+2%台と、堅調な伸びを示唆している。もっとも、一時は1%台の可能性も示唆し、下振れリスクが煽る。実際、6月ISM景況感指数は製造業・非製造業ともに50割れを記録した。非製造業は2カ月ぶりの弱さとなる中、4月と異なり、新規受注指数と受注残指数が50を割り込んだ。非製造業活動への影響が大きい個人消費の弱含みが意識されやすい。

労働需給は均衡状態に回帰

6月雇用統計は弱めの結果だった中、労働需要（雇用者数と求人数）と労働供給（労働力人口）の差分で示される労働需給は、2019年の利下げ局面と同水準にまで後退した。パウエルFRB議長は同統計を受け、議会証言で、雇用環境はコロナ禍以前の「力強くも過熱していない」状態に回帰したと発言したのに続けて、「両面的なリスクを十分に認識している」とも述べ、予防的利下げに含みを持たせた。

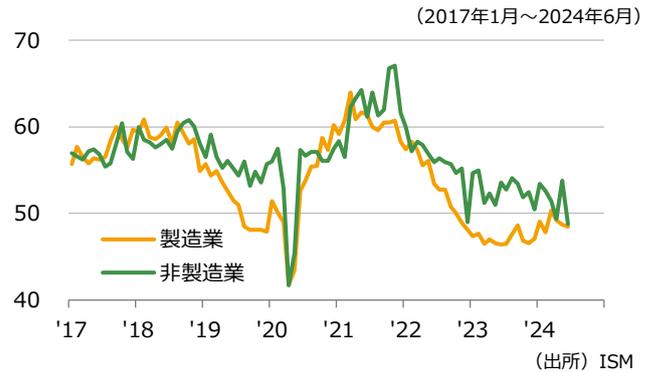
2カ月連続で紛れもないインフレ鈍化

6月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.06%と、5月の同+0.16%に続いてインフレ目標相当ペースを下回る好結果となった。内訳では、住居費が同+0.3%、住居費を除くサービス価格が同▲0.05%と揃って鈍化しており、ディスインフレが財価格からサービス価格へと広がっている。4月の同+0.3%を含め、今後2回の結果次第では9月FOMCでの利下げの可能性も十分に残す状況である。

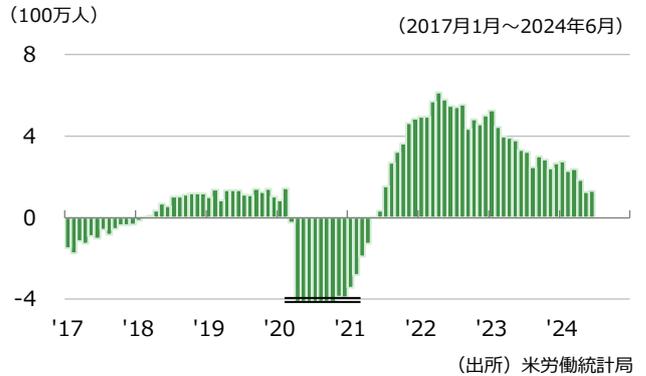
大統領選挙は早くも「ほぼトラ」に

6月末開催の第1回大統領選TV討論会ではバイデン大統領の健康不安が再燃。バイデン大統領の再選確率は討論会前の40%台後半から25%へと急低下し、民主党内ではバイデン降ろしの動きさえ煽る。対照的にトランプ前大統領は、最高裁が連邦議会襲撃事件に関する同氏の免責特権を一部容認したほか、7月13日発生銃撃事件で屈しない姿勢を強く示したことなどから、当選確率が大きく高まっている。

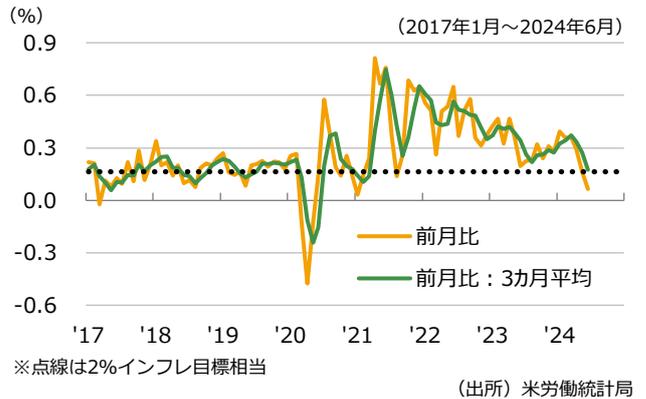
ISM景況感指数



労働需給



食品・エネルギーを除くコアCPI



大統領候補の当選確率





株式

S&P500は史上最高値更新

S&P500は7月上旬に騰勢を強め、連日史上最高値を更新した。7月5日発表の6月雇用統計が労働需給の緩和を、同11日発表の6月CPIがインフレの沈静化を、それぞれ示唆する内容だったことが、早期利下げ期待の拡大と金利低下を促し、株高を後押しした。S&P500は7月12日に24年末の当社予想値(5,600)へ達したが、予想値の変更については、米国企業の24Q2決算の動向を見極めて判断したい。

大型ハイテク株主導の増益が続く見通し

その24年Q2決算発表は7月中旬から本格的に始まった。決算発表序盤(7月12日時点)のS&P500構成銘柄の予想増益率は+9.6%。(特殊要因を除いたベースで)+11.4%だったQ1に引き続き、二桁前後の増益となっている。増益のけん引役もQ1と同様に、業種的にはコミュニケーション・サービスや情報技術、銘柄としてはマグニフィセント7に代表される大型ハイテク株となる見通しである。

利下げ局面入りを前に中小型株も注視

大型ハイテク株が期待通りの業績の実績と見通しを発表した場合、引き続き上昇相場の主役になると思われる。一方、過去の利下げ局面で、大型株と中小型株のパフォーマンスを比較すると後者が前者を上回るケースがあった。現時点で物色の主役が、成長期待の高い大型株から中小型株に完全にシフトするとは考え難いが、利下げ開始が視野に入るなか、中小型株の動きを注視する必要があると思われる。

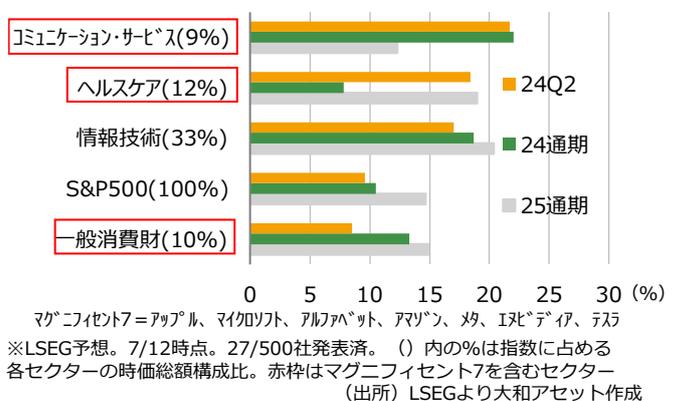
トランプラリーは前倒しか

大統領選挙におけるバイデン・トランプ両候補の支持率は、6月27日のTV討論会と7月13日のトランプ氏銃撃事件を経て、激戦州を中心にトランプ氏がややリードする展開となっている(7月15日時点)。仮にトランプ氏優位のまま選挙戦が続いたならば、2016年選挙の際、当選後に始まった「トランプラリー」が、(持続性は不透明ながら)今回は前倒しで本格化する可能性がある。

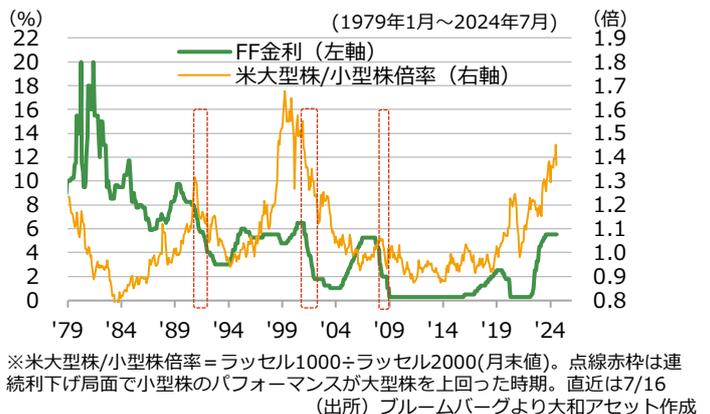
S&P500の推移



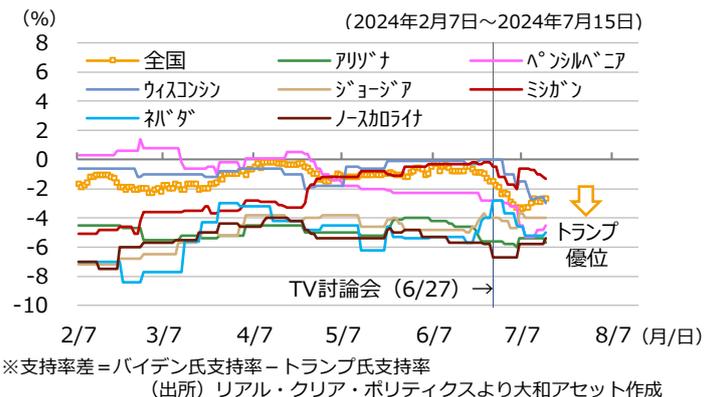
S&P500の主要セクター別予想増益率



FF金利と米大型株/小型株倍率



激戦州における両大統領候補の支持率差





債券・金利

利下げ開始時期の予想は改めて検討

6月CPIの下振れを機に、市場では9月利下げが強く意識されている。労働需給の完全正常化も追い風となり、パウエルFRB議長ら執行部は「直近3回の物価指標は自信を与えた」と述べ、9月利下げ開始に前向きな姿勢を示している。利下げ開始時期について、当社は12月を予想しているが、今後の物価指標や金融政策を主導しているウォラー理事などの見解を踏まえた上で、予想を改めて検討したい。

将来的な利下げ幅の織り込みは変わらず

年内の利下げ期待は強まる一方で、3年～5年先1カ月物金利は3.4%程度に留まっており、将来的な利下げ幅の織り込みは必ずしも拡大していない。長期金利との関係を見ると、足元では中期的な政策金利期待の影響が強い。市場参加者のみならずFRB内でも中立金利上昇論が強まっており、利下げ開始後の長期金利低下余地が大きいとは現時点で言い難い。

リート

雌伏の時だが、業績成長の再加速を期待

高金利環境下で外部成長（物件取得や開発）機会は抑制されていることから、2024年4-6月期決算では、内部成長（賃料成長や稼働率向上）面に注目が集まる。物件供給は高金利環境下で抑制されているというのがコンセンサス。焦点は、景気減速による物件需要面への影響度となろう。一方、業績の先行きは経済のソフトランディングシナリオをベースに、2025年以降の成長再加速を見込む。

金利低下が追い風に

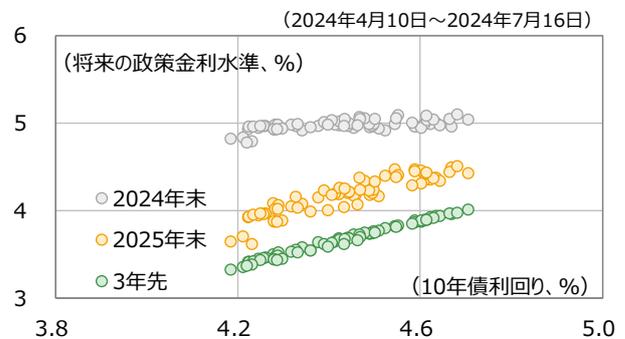
米国リート指数の予想配当利回りは10年国債利回りと同程度となっており、米国リートは長期金利に左右される展開が続こう。足下で利下げ開始が視野に入ってくる中、金利低下はリートにとって追い風である。高金利環境下で株式全体と比較して低めに抑えられていたバリュエーションの緩やかな切り上がりを想定。

9月FOMCに対する利下げ織り込み幅



(出所) ブルームバーグ

将来の政策金利水準と長期金利



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

金利差に見合う水準を上回る米ドル円

日米5年金利差は2023年10月をピークに縮小。21年1月初～24年6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は7月16日時点で140円程度にまで下落しているが、実績値は158円台である。米ドル円が日米金利差に見合う水準を大きく上回るようになった原因は、リスクオンの円安圧力が働き続けていることにある。為替には金利動向だけでなくリスク許容度の動きも重要だ。

米ドル円を押し上げたリスクオンの円安

米ドル円の実績値は、21年1月初～24年6月末の日米5年金利差と米ドル円の相関から算出した推計値を7月16日時点で18円強上回る。プラスのかい離が拡大してきた背景に米株高がある。日米金利差が縮小しても米株高とともにリスクオンの円安圧力が働くと米ドル円は下落しにくい。今後、米経済が減速傾向を辿りリスクオンの円安が弱まることにより、米ドル円は日米金利差に見合う水準に近づくと予想。

米ドル実効為替は米実質金利とほぼ連動

米ドルの実効為替指数（広義通貨ベース）は昨年年初以降、米5年実質金利とほぼ連動しており、今年に入って米金利動向からの上方かい離が目立って拡大したわけではない。幅広い通貨に対する米ドルの為替相場は、米実質金利動向にほぼ見合った動きをしてきた。よって、米ドル円が日米金利差に見合う水準から大きく上方にかい離するようになった主な原因は、米ドル高ではない（円安である）と言える。

米経済指標が米ドル安に作用する可能性

米国の経済サプライズ指数（ESI）が低下した背景には、米ドル高がある。米ドル高に振れると景気や物価にマイナスに働き、2カ月ほど後に発表される米経済指標が市場予想を下回り、ESIが低下する傾向（米ドル安に振れると2カ月ほど後にESIが上昇する傾向）がある。9月初め頃までは米ドル高の影響からESIの低下傾向が続きやすく、米実質金利低下と米ドル安につながる可能性が高いと見ている。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



米ドル円の推計値とのかい離と米株価指数



米実質金利と米ドル実効為替



米ドル実効為替と米経済サプライズ指数





経済

緩やかながらも安定的な景気回復へ

実質GDPは2022年10-12月期以降、極端な下振れこそなかったものの、1年超に亘りゼロ近傍の成長が続いた。2024年1-3月期は前期比+0.3%と、ひとまず停滞を脱したが、それまでの反動も一因と考えられる。時間の経過だけでなくECBが利下げに転じたことで金融引き締め効果の弱まるなか、インフレの低下、供給制約の緩和等もあり、今後は緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。

PMIは景気回復を裏付けるが懸念も

PMIはサービス業が5カ月連続で50超も、製造業は最近数カ月頭打ちの状況。それでも、両者を合算した総合は4カ月連続で50を上回っており、景気が回復基調にあることを裏付ける。今後は、上述した金融環境、インフレ、供給面等での景気の追い風が見込まれる一方、独仏伊とも製造業が停滞していることや、コロナ禍で抑制されていたサービス需要の発現に一巡感が窺えることは懸念材料。

銀行貸出残高の減少は程なく一巡か

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、企業向けは昨夏以降、家計向けも今年に入り前年同月比マイナスでほぼ推移している。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、借入需要が減少するなど、金融引き締め効果が速やかに金融市場、実体経済に及んだ。利下げに転じたことで、今後は状況の反転が期待される。

インフレ低下には労働需給の緩和が必要

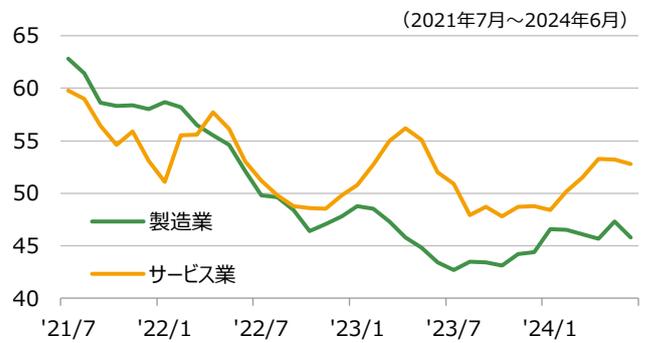
6月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）+2.5%、食品・エネルギー等を除くコアで+2.9%。コアの財価格は+0.7%と、鈍化余地が限られてきたが、サービス価格は昨年11月に+4.0%に達した後、遅々として鈍化せず。失業率はユーロ発足来最低の6.4%と、労働需給はひっ迫したままで、賃金の上昇がサービス価格を押し上げている構図。労働需給の緩和が待たれる。

実質GDP



(出所) 欧州統計局

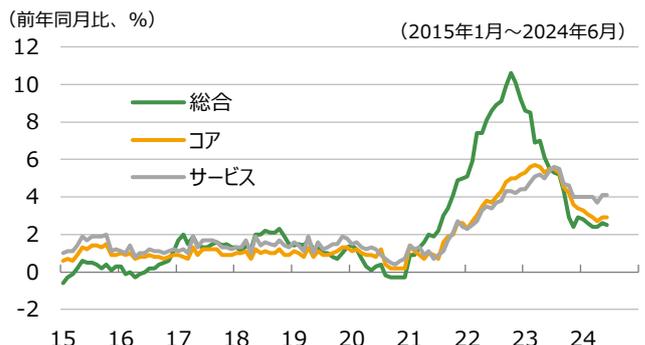
PMI



銀行貸出残高



消費者物価指数





株式

仏政治リスクに一喜一憂

過去1カ月間の欧州株式市場は、仏下院総選挙を巡る政治リスクに一喜一憂する展開となった。過度の悲観を脱し、米利下げ期待の拡大を好感する場面もあったが、上値は限定的だった。結局、仏下院総選挙では第1回投票（6月30日）、第2回投票（7月7日）を経て、左派連合が比較第1党となった。しかし過半数を確保出来ず、与党連合、極右国民連合が鼎立する「宙吊り議会」となっている。

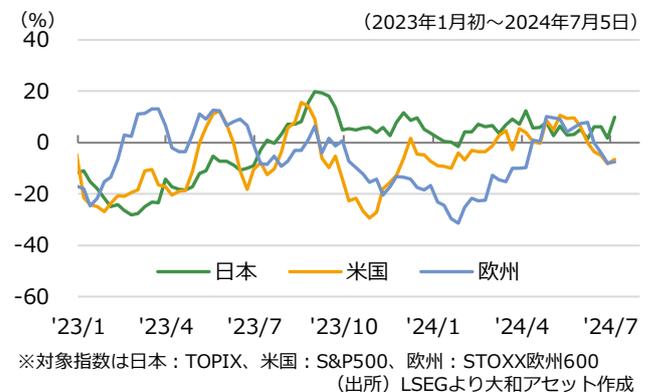
政治・ファンダメンタルズ 両面で気掛かりな点も

仏総選挙で財政拡張的な政策を掲げる左派及び極右が共に過半数を獲得しなかった点は市場にとって安心材料。一方、「宙吊り議会」になったことで、新内閣の枠組みと政策が未だ不透明なことは不安材料。ファンダメンタルズ面では、STOXX欧州600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数が6月下旬以降、再びマイナスに転じた点が気掛かりである。

Euro STOXX 50の推移



リビジョン指数（12カ月先予想EPS）



債券・金利

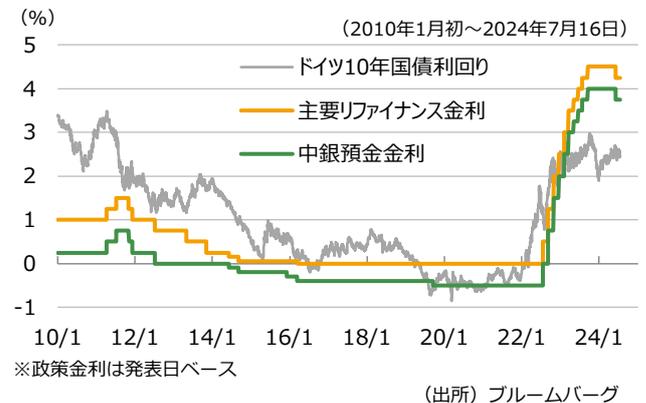
2025年末まで四半期毎の利下げを予想

ECBは6月の理事会で利下げを開始した。政策判断の3本柱である、インフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さに係る評価の改善が理由。ラガルド総裁はデータ次第で会合毎に決定する方針を強調し、一連の利下げ局面に入ったとは明言しなかったが、中立金利には程遠いとして利下げの方向性は示唆した。当社は2025年末までを通じて四半期毎の利下げ（各回0.25%pt）を見込む。

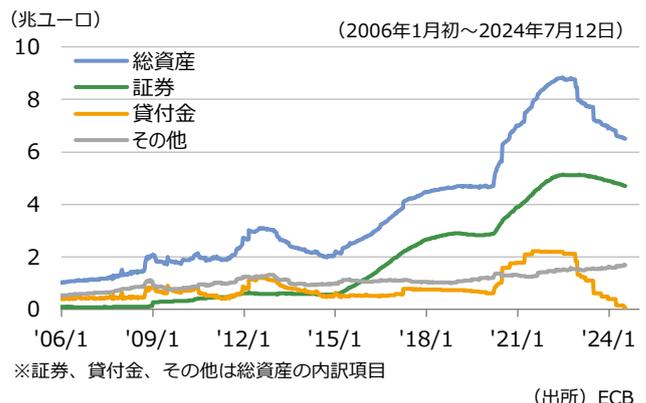
長期金利は低下基調へ

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に伴う再投資をこの7月から減額しており、2025年以降は完全に停止する方針。金額は僅かで市場への影響は軽微と考える。長期金利は追加利下げを織り込み低下基調で推移しよう。選挙を無難に通過し、フランスの政治・財政の不透明感に起因する市場の混乱は回避へ。

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・円高を予想

独日5年金利差がやや縮小するなか、ユーロ円はユーロ発足来の最高値となる175円台まで上昇した。市場がリスクオン傾向にあることがユーロ高・円安に作用してきたからだ。今後、ECBが利下げを進める一方、日銀が緩やかながらも利上げを進めていくなかで、独日金利差は縮小していく可能性が高い。欧米の経済指標に陰りが見られることから、リスクオンが後退し、ユーロ安・円高が進むと予想する。

今後はユーロ安・米ドル高を予想

ユーロの対米ドル相場は独米金利差動向にほぼ連動してきた。米国の経済指標に比べ堅調だったユーロ圏の経済指標も、最近では米国と同様に市場予想より下振れするようになり、欧州金利やユーロの相対的な上昇は進みにくい状況にある。それでも欧米金利低下を受けてリスクオンにあるうちはユーロは堅調さを維持するだろうが、今後はリスクオンが後退することでユーロ安・米ドル高が進むと予想する。

米ドルに対するユーロの先物買いが縮小

通貨先物の対米ドル・ネットポジション（非商業）は円の売り越しが拡大し、リスクオンの円売り圧力の強さを示している。また、ユーロの買い越しが縮小し、足元では売りと買いがほぼ均衡している。一方、ポンドの買い越しが拡大し、豪ドルが売り越しから買い越しに転換している。これらから、リスクオン傾向が続く中、利下げで先行したユーロ圏の通貨買い圧力がいち早く後退した様子がうかがえる。

日米欧の経済指標が為替に与える影響

経済指標の市場予想比を反映する経済サプライズ指数（ESI）は米国に続き欧州がマイナス圏に低下した。欧州と米国のESIが日本に比べ相対的に低下していることは、ユーロ安および米ドル安（円高）要因である。また、主要国経済指標の予想比での弱さはリスクオフのユーロ安（円高および米ドル高）要因である。欧州経済指標は金利低下やリスクオフを通じてユーロ安・円高に働きやすい状況にある。

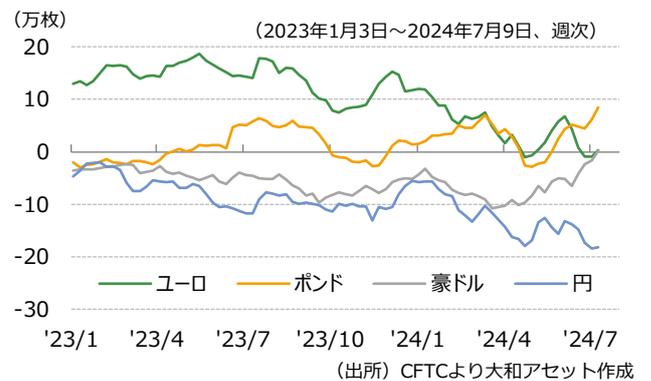
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



通貨先物の対米ドル・ネットポジション（非商業）



日米欧の経済サプライズ指数





経済

緩やかながらも安定的な景気回復へ

実質GDPは2年近くに亘りゼロ近傍の成長が継続し、2023年後半は2四半期連続のマイナス成長に陥った。しかし、2024年1-3月期は前期比+0.7%と、大幅に増加し、PMIも総合では6月まで8カ月連続で50を上回っている。金融引き締めの一時的な効果の低減、インフレの低下、供給制約の緩和等を追い風に、緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。相対的にEU寄りの労働党の姿勢も景気にプラス。

労働需給は緩和、インフレは鈍化基調

6月消費者物価指数は総合が前年同月比+2.0%、コアが+3.5%、サービス価格が+5.7%と、どれも5月と同じだが、鈍化基調との判断に修正を迫るには至らず。5月失業率は4.4%と、5カ月で0.6%ptもの上昇で、週平均賃金も5月は3カ月移動平均で前年同月比+5.6%、単月に限れば+4.9%と、急速に鈍化した。労働需給は緩和しつつある。

為替

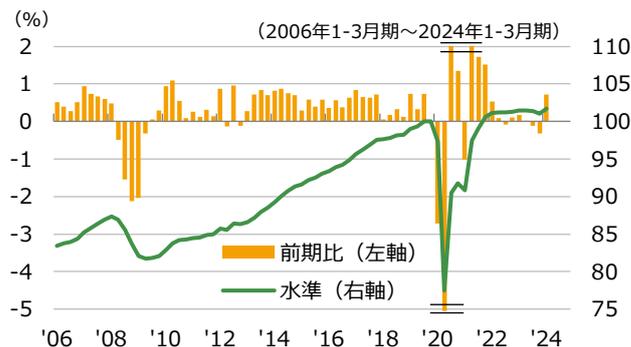
8月に利下げ開始、長期金利は低下へ

BOEは6月の金融政策委員会において7会合連続で政策金利を据え置いた。票決は7対2だが、「微妙な決定」で据え置きを支持した委員も複数名いて、全体として利下げに一段と傾斜した印象。インフレ目標の達成にBOEは自信を有しており、8月に利下げを開始し、年内は11月との計2回、2025年は四半期毎（各回0.25%pt）の利下げを当社は見込む。長期金利は利下げを織り込み低下基調で推移しよう。

ポンドはユーロに対して反落か

英独金利差が縮小傾向にあるにもかかわらずポンド高・ユーロ安が進行している。ECBよりBOEの利下げ開始が遅れていることに加え、最近では英政権安定化期待と仏政権不安定化懸念もポンド高・ユーロ安に作用している。ただ、英国では失業率が上昇し、インフレ率は鈍化している。BOEが利下げを開始すれば、ポンドは対ユーロで反落する可能性がある。

実質GDP



(出所) 英国統計局

消費者物価指数と週平均賃金



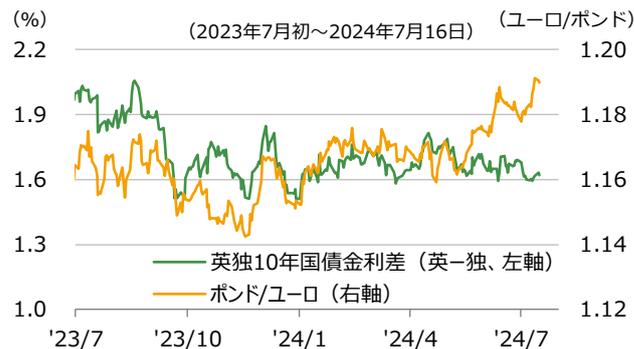
(出所) 英国統計局

政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ

英独長期金利差とポンド・ユーロ相場



(出所) LSEGより大和アセット作成



経済

中小企業の継続的な賃上げなるか

6月調査日銀短観の業況判断DIは、大企業・製造業が11から13へ改善。非製造業は高水準を維持も34から33へ悪化。小売の悪化が目立ち、物価高で消費が低迷している影響を受けている可能性がある。販売価格判断DIの先行きは、大企業で販売価格へのコスト転嫁が概ね一巡したことを示唆する一方で、中小企業では大きく上昇している。価格転嫁が進み、継続的な賃上げの原資を確保できるか注目。

実質賃金のプラス転換に期待

5月の現金給与総額は前年同月比（以下同じ）+1.9%（4月+1.6%）、共通事業所ベースでも+2.3%（4月+1.8%）と伸びが加速。春闘の結果が顕在化してきた模様。「再エネ賦課金」の大幅な引き上げにより、5月全国CPIの伸びが加速したことで、実質賃金は▲1.4%と減少幅は単月で若干拡大も、トレンドは改善基調にある。電気・ガス代の補助金が再開される8月にはプラス転換するか。

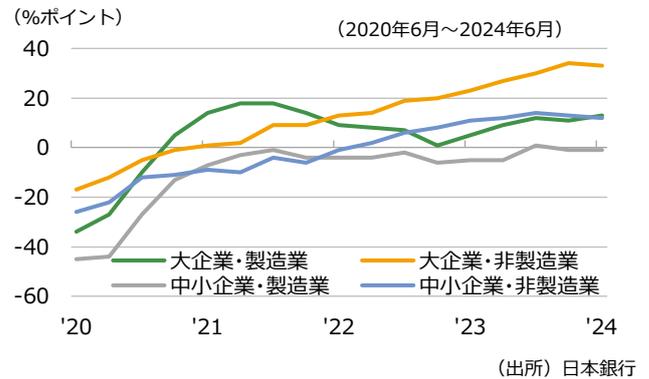
基調的な物価動向は引き続き低下傾向

6月全国CPIは、総合で前年同月比+2.8%と前月と変わらず。光熱費が指数の押し上げに寄与する一方で、輸入物価上昇分のコストを価格に転嫁する動きには一服感がみられる。サービス価格の伸びは、同+1.7%（5月+1.6%）と4月に2%を下回って以降、横ばい圏内で推移している。賃上げによるコスト増を価格に転嫁する動きは本格化していない模様で、基調的な物価動向は引き続き低下傾向にある。

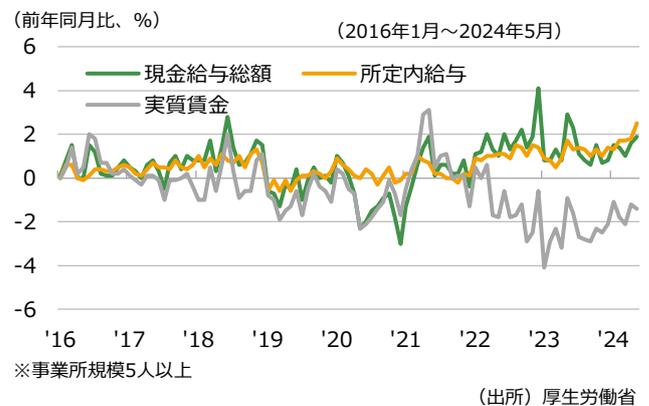
足元弱さがみられるも先行き改善に期待

6月景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが47.0（5月45.7）、先行き判断DIが47.9（5月46.3）へ上昇した。円安による物価高や電気・ガス代の補助金の終了の影響を受けつつも、天候要因で季節商材の売上が堅調だったこと等が背景にある模様。足元で弱めの動きがみられる状況に変わりはないが、先行きについては、賃上げや6月の定額減税の効果を期待する声が寄せられた。

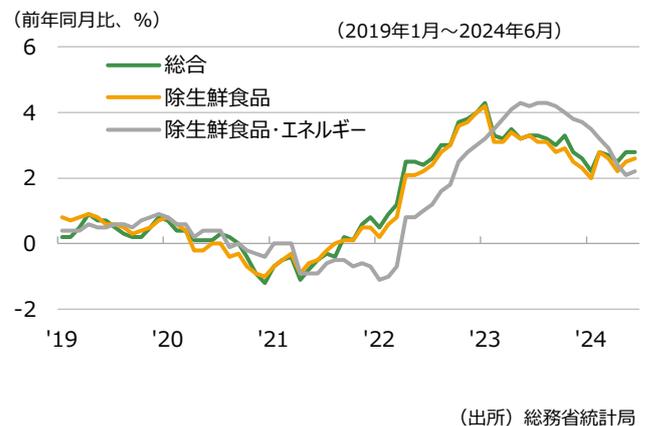
日銀短観・業況判断DI



毎月勤労統計



消費者物価指数



景気ウォッチャー調査





株式

円安進行を受けTOPIXも史上最高値更新

当社では過去の傾向を考慮し、米大統領選挙まではレンジ相場を想定してきた。しかし、トランプ氏優勢の傾向が強まり、先行きはインフレ再加速が意識され米国の金利が下がりにくくなると思われる。また、新NISAなどの需給要因で円売り傾向が続いているほか、需給ギャップのマイナス幅が再び拡大しており、日銀の利上げが後ずれする可能性があることなどから、円安傾向が継続しそうな状況にある。

円安傾向継続で日本株の評価高まるか

円安は外需にプラス、内需にマイナスだが、トータルでは企業業績の押し上げ要因になる。円安傾向の継続を考慮し当社の2024年、25年末の株価予想をTOPIXで200pt、日経平均株価で2,000円ずつ引き上げた。高金利に苦しむ海外に比べ高い利益成長の継続が期待されるほか、米ドル建てTOPIXの高値更新も視野に入りつつある。海外投資家等の日本株を持たざるリスクが高まっている。

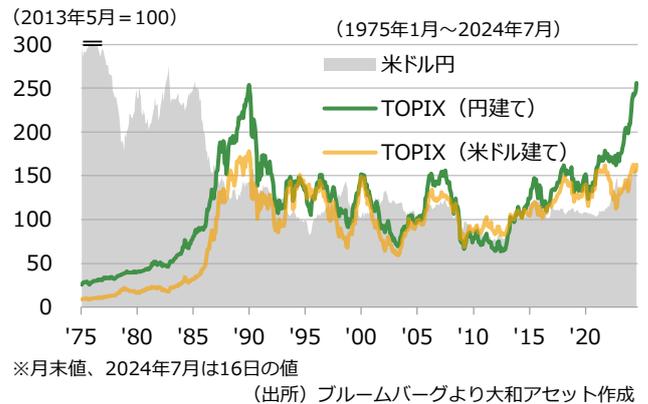
利益成長に見合った株価上昇

年初から株価は大幅に上昇してきたが、円安傾向が継続し、企業の為替前提が保守的であることから、今後の予想EPS（1株当たり利益）のさらなる拡大が期待される。予想PERは15倍台で推移しており過度な割高感はない。今後、予想EPSが国内外の景気動向や為替次第で大きく落ち込む場面もあり得るが、現状では確たるリスク要因も見当たらず、堅調な展開の継続を想定する。

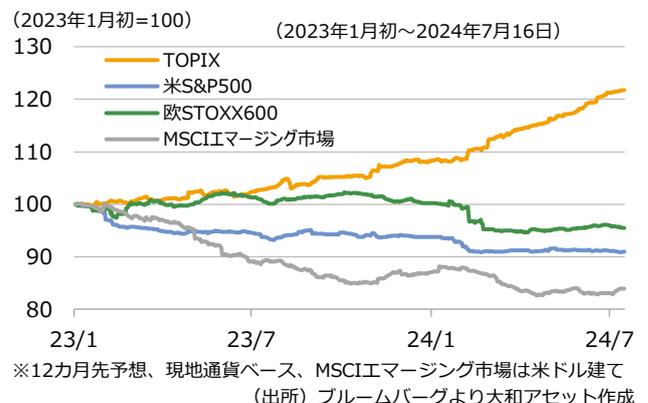
内需に不透明感も企業の円安耐性高まる

円安進行で内需には不透明感が漂う。賃上げによる人件費増や、2024年問題による物流費増、補助金終了による光熱費増などのコストアップが内需の圧迫要因となっている。円安の進行による輸入物価の上昇でさらなる負担増が懸念されるが、従来よりは価格転嫁しやすい状況が内需企業の円安に対する耐性を高めており、低調な家計マインドとは対照的に企業の景況感は総じて良好な状況が継続している。

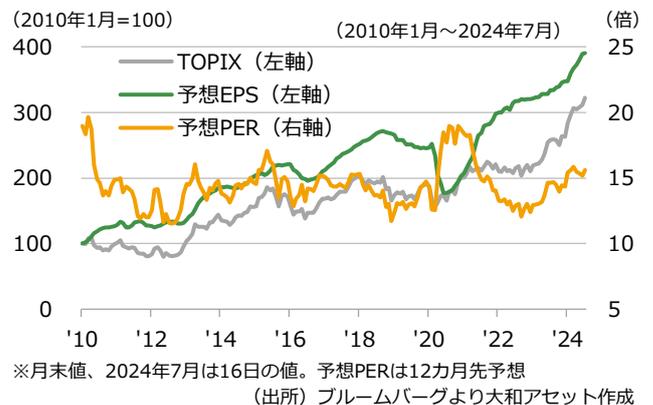
TOPIX（円建て/米ドル建て）と米ドル円



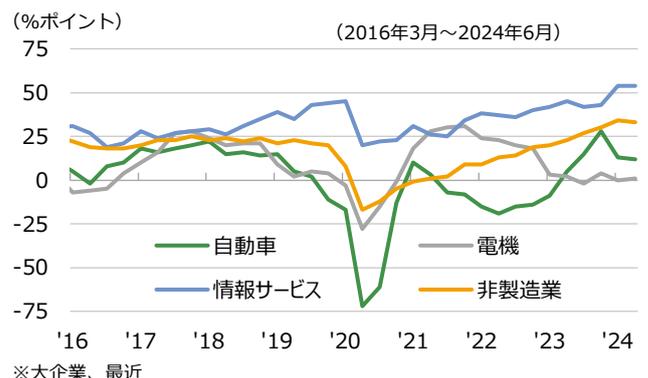
各国・地域の主要株価指数の予想EPS



TOPIXの予想EPS・PER



日銀短観・業況判断DI





債券・金利

次回利上げは24年10月との予想を維持

24年10月に0.15%pt、25年4月に0.25%ptの利上げの想定を据え置く。米国の利下げ期待が高まり、円安対策としての利上げ観測はやや低下。日銀は7月金融政策決定会合で国債買入れの減額計画を決定するが、利上げを同時に決定することは困難とみる。一方で、5月毎月勤労統計などでは前向きな循環が見え始めており、夏から秋にかけて物価目標達成の確度が高まれば10月にも追加利上げに動く予想。

10年金利の見通しも据え置き

24年末1.0%、25年末1.1%との10年金利の想定を据え置く。国債買入れの「相応の規模」の減額は、長期金利の上昇要因となる。しかし、債券市場参加者会合などを経て、市場ではコンセンサスが形成されていると考えており、長期金利の大きな上昇は想定しない。また、来年にかけての米長期金利の低下想定を踏まえて日本長期金利は緩やかな上昇を想定。

リート

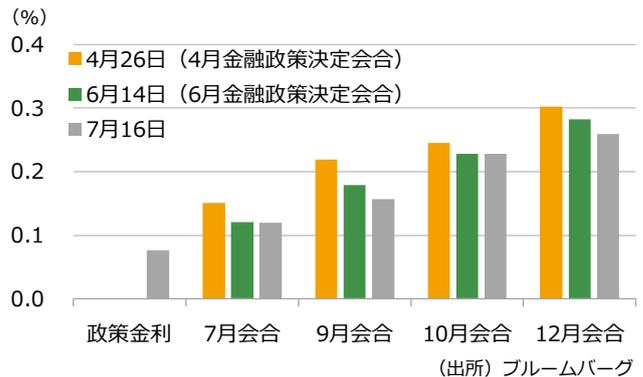
6月以降狭いレンジでの推移

東証REIT指数は6月以降、1,700~1,750の狭いレンジでの推移が続く。6月以降、自己投資口取得の発表が1件あったものの、公募増資の発表も2件あり、需給面での改善には至らず。J-REIT市場は資産価値からみて割安感強いが、国内長期金利が一時1.1%近傍まで上昇、日銀による追加の金融政策修正観測への懸念から上値は重い展開が続く。

J-REIT市場は緩やかな上昇を想定

J-REITの保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあり、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る。今後も金融政策の更なる正常化観測が台頭する局面はあり得るが、長期金利の上昇が限定的であることを確認しつつ、J-REIT市場は緩やかに上昇していくと想定。

市場が織り込む政策金利の水準



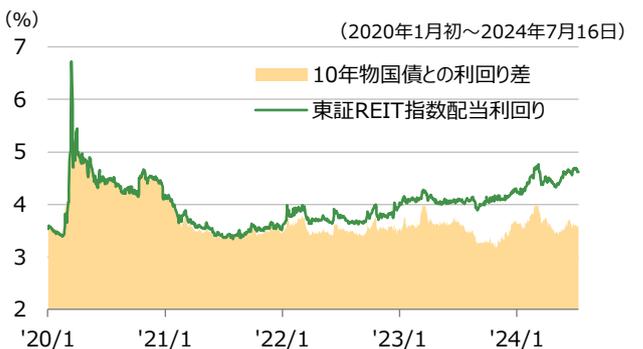
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安により米ドル円とクロス円が上昇

米ドルは4月以降、円以外の通貨に対しては頭打ちである。金利面での米ドル高圧力が後退したうえ、リスクオンが米ドル安に作用しているためだ。一方、米ドル円とクロス円は上昇が続いている。米株高が進むなかでリスクオンの円安圧力が働き続けているためだ。最近の米ドル円上昇はリスクオンの円安によるもので、米ドル高によるものではない。市場がリスクオフに傾くと円高圧力が働くことになろう。

米金利低下・株高で米ドル円下落を抑制

米ドル円は米金利と順相関で、米株価と逆相関にある。米金利と米株価は逆相関で、米ドル円は米株価より米金利と同じ方向に動く傾向にあるためだ。ただ、米金利低下時に米ドル円は下落傾向にあるが、米株高に伴うリスクオンの円安が米ドル円下落を抑制し、米ドル円は日米金利差に見合う水準から上離れしている。米金利と米株価が順相関になると、米金利低下・株安時には米ドル円が下落しやすくなる。

国際資本フローは足元で円安要因に

経常収支の資本流入は頭打ちの一方、直接投資収支の資本流出は拡大した。また、証券投資収支の6カ月移動平均は5月に資本流入超から資本流出超（対内証券投資より対外証券投資が大きい状況）に転じた。これら収支と金融派生商品収支を合計した収支（基礎収支と定義）も資本流出超に転じている。2024年1～4月は資本流出が縮小して円高要因になってきたが、5月には円安要因に転じたと言える。

物価高は金利上昇・円高の一因に

円ベース輸入物価の前年同月比は5月の+7.1%から6月の+9.5%に上昇。契約通貨ベース輸入物価の上昇に加え円安も影響している。7月も米ドル円の上昇率は高く、円ベース輸入物価の上昇率は一段と高まりそうだ。コスト転嫁により国内企業物価の前年同月比は6月に+2.9%へと高まっており、消費者物価にも上昇が波及しつつある。物価高は国内金利上昇を通じて円高につながる一因となるだろう。

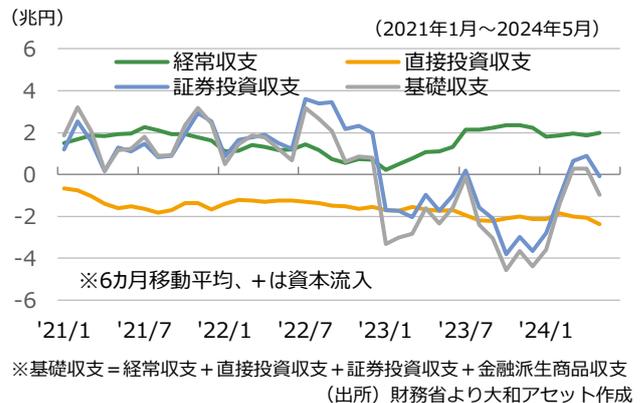
米ドル・円・他通貨の為替



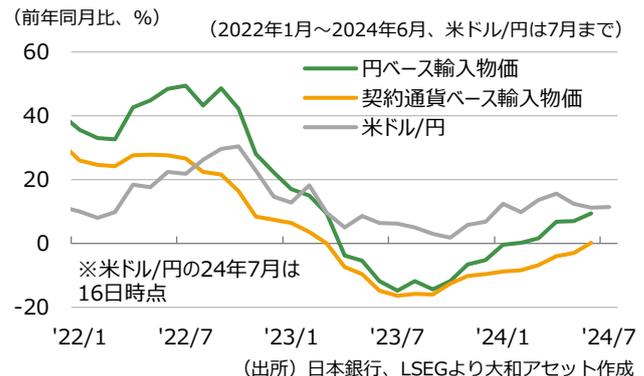
米ドル円との25日移動相関係数



国際収支



輸入物価と米ドル円





経済

ソフトランディング実現はほぼ確実に

実質GDPは1-3月期に前期比+0.4%となり、昨年後半のゼロ%成長から浮上。月次データに基づけば4-6月期も同程度の成長が期待される。カナダ銀行はすでに利下げを開始しており、今後の更なる利下げも想定される中、利払い負担の軽減などを受けて景気の下振れ懸念は一段と後退しよう。昨年までの利上げでも景気後退を回避し、経済のソフトランディング（軟着陸）実現はほぼ確実な状況となった。

労働市場は持続可能な拡大のフェーズに

欠員率低下と失業率上昇の傾向が続き、労働市場のひっ迫は解消された模様。他方、UV曲線はコロナ禍前と比較して少し右上にシフトしており、失業率の均衡水準（自然失業率）も上昇した可能性が示唆される。そのため、コロナ禍前を上回る水準への失業率上昇を過度に悲観視する必要はないだろう。雇用者数の増加傾向が続いており、労働市場は持続可能な拡大のフェーズに移行したとも評価できる。

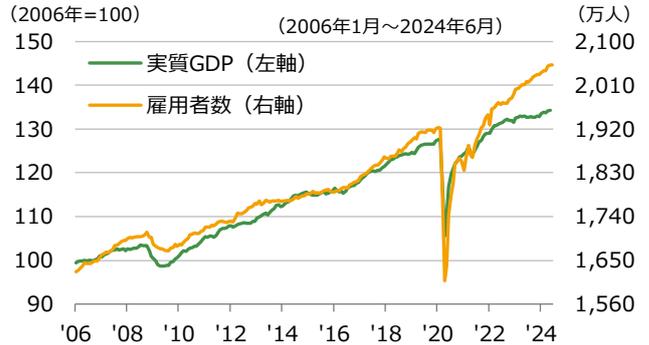
インフレ鈍化の傾向は継続

6月の消費者物価指数は前年同月比+2.7%と、5月の+2.9%から伸びが鈍化。単月の振れはあるものの、インフレ鈍化の基調は続いている。内訳では、これまで押し下げに寄与してきた食品価格の減速に一服感が見られる一方、最近では住宅ローン利払い費の減速が顕著になっている。当面は利下げによる住宅ローン利払い費の低下が強く作用し、消費者物価指数の伸びは鈍化傾向で推移する公算が大きい。

先行きのインフレ高止まり懸念も後退

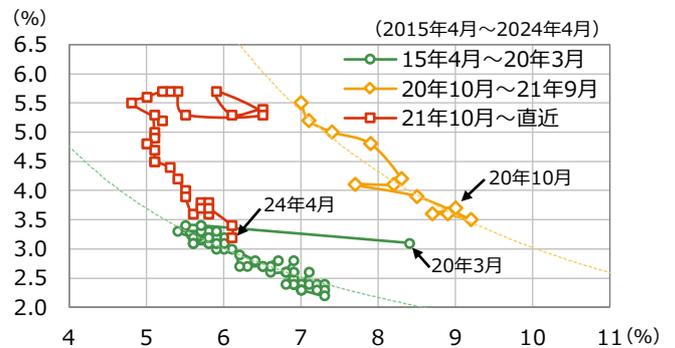
カナダ銀行は消費者の短期のインフレ期待が高止まりしていることに懸念を示していたが、同指標は4-6月期の調査で顕著に低下した。その他、企業が予想する今後1年の賃金上昇率も明確に低下しており、実際の賃金上昇率が減速すると同行の見方を後押ししよう。これらの調査によって先行きのインフレ高止まり懸念が大きく後退したため、カナダ銀行は利下げを一層進めやすくなったと言えるだろう。

実質GDPと雇用者数



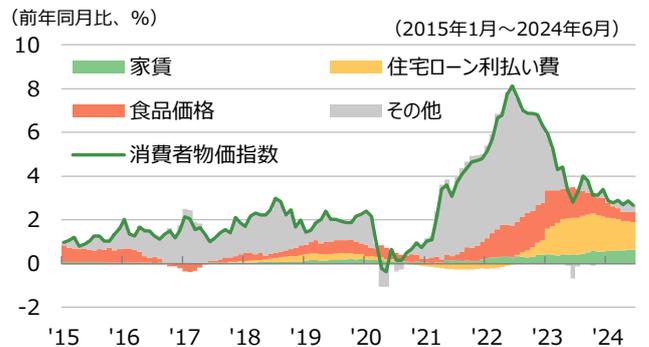
※実質GDPは2024年5月まで（2024年5月はカナダ統計局の推計値）
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

UV曲線（横軸：失業率、縦軸：欠員率）



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

消費者物価指数



※棒グラフは費目別寄与度
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

インフレ期待と予想賃金上昇率



※企業のインフレ期待は2021年11月~2024年6月
（出所）カナダ銀行



債券・金利

追加利下げのハードルは低い

カナダ銀行は6月の金融政策決定会合で利下げを決定し、インフレ率が持続的に鈍化すれば追加利下げが合理的になるとの見解を示した。その後に発表された消費者物価指数は5月分が上振れたが、6月分が弱かったため、5月分の上振れは一時的だったとも評価できる。また、6月雇用統計の弱さや4-6月期インフレ期待の低下、為替市場の安定なども考慮すれば、追加利下げのハードルは低いと言えよう。

長期金利は3%台での低下傾向を見込む

長期金利にとっては目先の利下げよりも利下げの到達点が重要になる。カナダ銀行は中立金利まで利下げすれば住宅市場が再過熱するとの分析を示しており、中立金利より高い位置で利下げを一時停止しよう。また、中立金利が直近推計の2.25~3.25%から更に上昇する可能性も考えれば、長期金利の低下余地は乏しく、当面3%台での低下傾向を見込む。

為替

対米ドルでは方向感に欠ける動きに

カナダ銀行は6月に利下げを開始したが、その後にFRBの早期利下げ観測が高まったこともあり、カナダ・ドルは対米ドルで方向感に欠ける動きとなっている。利下げ時期の違いを材料に膨らんだとみられるカナダ・ドル売りのポジションは一部縮小を強いられている模様。もっとも、為替の安定はカナダ銀行の追加利下げを後押しするため、当面カナダ・ドル（対米ドル）の持続的な増価は見込みづらい。

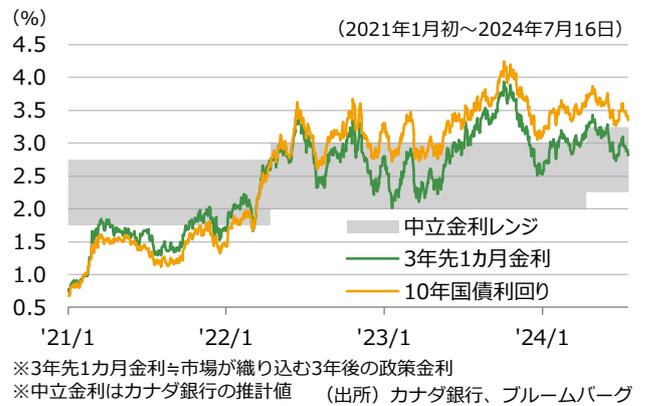
金利差との連動性崩れるカナダ・ドル円

カナダ・ドル円は、7月前半に日本が円買い為替介入を実施したとみられ下落したが、この1カ月間で見れば上昇。両国の金利差との乖離は一段と開いた。今後も金利差は縮小しやすいたろうが、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、積極的に円を買いづらい金利水準などを踏まえ、カナダ・ドル円は金利差対比で下がりづらいとみる。

政策金利と10年国債利回り



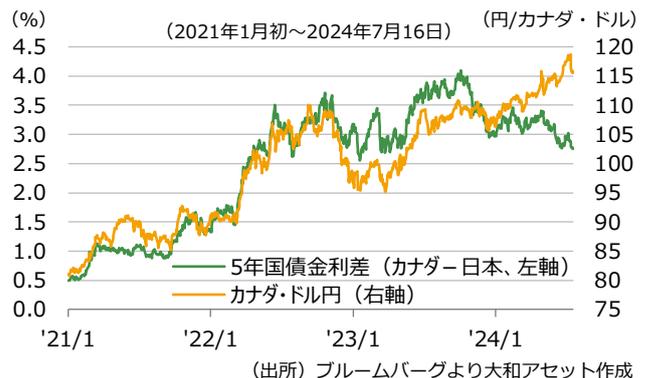
中立金利と市場金利



投機筋のカナダ・ドル先物ネットポジションと為替



カナダと日本の5年国債金利差とカナダ・ドル円





経済

個人消費は弱すぎず強すぎず

個人消費は低空飛行が継続。昨年未までの利上げの効果が概ね浸透したほか、7月からの所得税減税や家賃補助などの物価高対策もあり、消費が腰折れする懸念は小さい。一方、消費が底堅いがために利下げ転換の目処が立たず、最近では利上げ再開の思惑が消費者心理を冷やしており、浮上の兆しも見えない。利下げ転換まで個人消費は弱すぎず強すぎずの状態が続き、本格的な景気回復は来年になろう。

労働市場の緩やかな軟化傾向

雇用統計は単月の振れが大きいものの、傾向としては雇用者数の増加と失業率の緩やかな上昇が継続している。また、失業率の先行指標とされるANZ-Indeed求人件数は明確な減少傾向を示しており、当面の失業率上昇が示唆される格好である。まだ労働市場の過度なひっ迫が解消されたと評価できる状況ではないが、徐々にその方向に進んでいることは確かで、RBAに利上げを見送る猶予を与えるだろう。

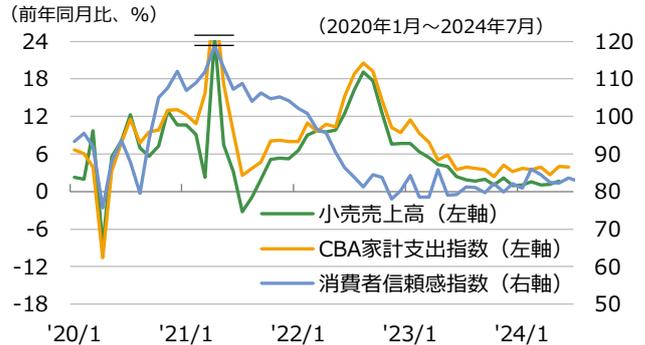
住宅市場のひっ迫は緩和の目処が立たず

新規住宅融資額の増加傾向とコアロジック住宅価格指数の上昇が続き、再び住宅市場の過熱が意識される状況。移民の流入を主因に人口増加率は高い伸びを維持している一方、住宅建設許可件数は低迷が続いており、住宅の供給不足が解消に向かう兆しは見えない。これは目先の景気悪化リスクが小さいことを示唆するが、RBAの利下げ開始を躊躇させ、景気回復を遅らせる一因にもなるため引き続き要注視。

インフレ鈍化の一服感が更に強まるも…

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は2月の+3.4%から、3月に+3.5%、4月に+3.6%、5月に+4.0%となり、インフレ鈍化の一服感が更に強まった。ただし、政府は7月に始まった電気代や家賃の補助が今年度のインフレ率を0.5%pt押し下げると試算しているほか、コア指数の前年比は足元で加速しておらず、インフレ率の加速が続く蓋然性は低い。無論、インフレ目標の達成は視野に入らず。

個人消費と消費者センチメント



※小売売上高は2024年5月まで ※CBA家計支出指数は2024年6月まで
※消費者信頼感指数はウエストバック銀行発表値
(出所) 豪州統計局、CBA (コモンウェルス銀行)、ウエストバック銀行

求人件数と失業率



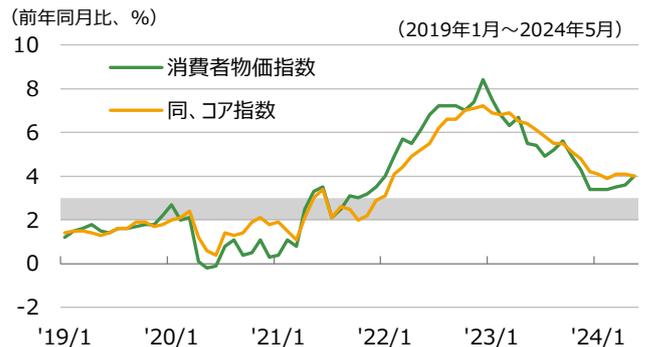
※失業率は2024年5月まで (出所) ANZ銀行、豪州統計局

新規住宅融資額とコアロジック住宅価格指数



※新規住宅融資額は2024年5月まで
(出所) 豪州統計局、ブルームバーグより大和アセット作成

消費者物価指数



※コア指数は変動の大きな品目と休暇旅行を除いた値
※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) 豪州統計局、RBA



債券・金利

追加利上げの有無が目先の焦点

個人消費の上方改定やインフレ再加速を受けて、一部に追加利上げの観測が浮上している。ただし、足元の個人消費はさほど強くなく、コアのインフレ率は加速していない。労働市場の軟化も続いている。また、昨年11月は長期インフレ期待の上昇が利上げの一因となったが、足元では落ち着いている。4-6月期の消費者物価指数が8月の利上げを左右しそうだが、RBAには利上げを見送る余裕があるだろう。

引き続き相対的な金利高止まりを想定

当社ではRBAが利上げに踏み切る可能性を3割程度、年内据え置きの可能性を7割程度とみており、すでに利下げを開始したカナダやユーロ圏、年内の利下げ開始が見込まれる英国や米国に比べると、状況の違いは明らか。豪州の利下げ開始の遅さやその後想定される利下げ幅の小ささにより、今後も豪州の金利は相対的に下がりづらい状況が続くとみる。

為替

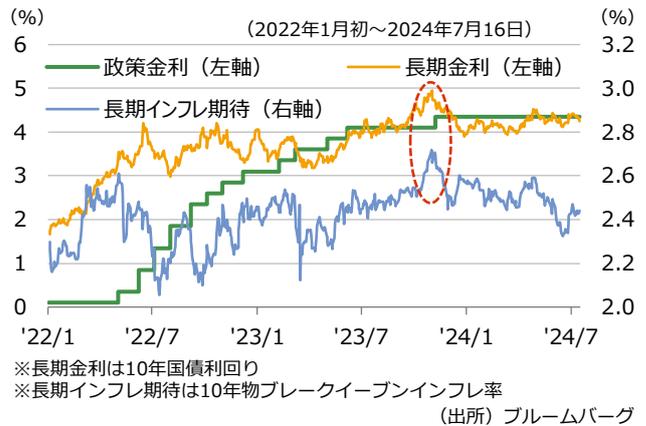
豪ドルの見直し買いが進む

米国の早期利下げ観測が高まる中、利下げ観測の乏しい豪ドルが米ドル安の反対側で買われている。例えば、投機筋の豪ドル先物ポジションが売り越しから買い越しに転じた。今後、米国や英国、ニュージーランドが利下げを開始することで、豪州の政策金利据え置きがより際立つだろう。豪ドルの予想値は今年末0.69米ドル/豪ドル、来年末0.72米ドル/豪ドルを据え置き、やや強気の見直しも維持する。

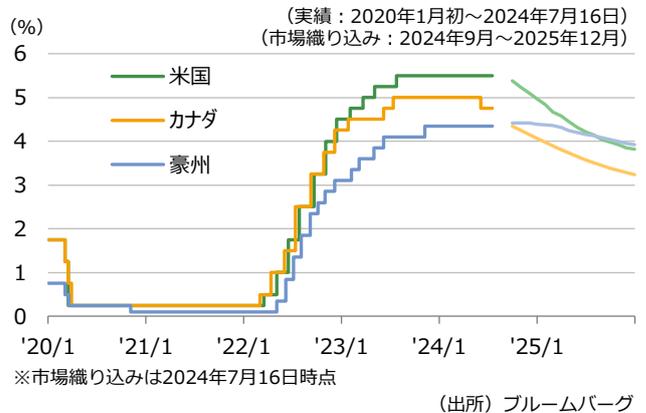
金利差との乖離が鮮明になる豪ドル円

豪ドル円は上昇基調が続き、7月上旬に約33年ぶりの高水準を付けた。その後、日本が円買い為替介入を実施したとみられ下落したが、その値幅はこれまでの上昇に比べてかなり小さい。欧米先進国の利下げは豪州と日本の金利差縮小だけではなく、リスクオンの円安・豪ドル高に作用するため、金利差と豪ドル円の乖離は一段と広がる可能性もあるだろう。

金利とインフレ期待



各国の政策金利



投機筋の豪ドル先物ネットポジションと為替



豪州と日本の10年国債金利差と豪ドル円





経済

三中全会での税制改革が新たな懸念材料

7月21日に発表された三中全会の全文では、消費税の徴収権が中央政府から地方政府に次第に移転される予定。財政難に陥った地方政府が消費税率を引き上げる可能性は排除できず、景気の新たな懸念材料に。実質GDP成長率への先行性がみられる社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は再減速。しかし、当局は効果的な金融緩和とは一線を画しており、財政・金融政策両面で景気対策は期待できず。

景気のけん引役は見当たらず

4-6月GDPは前年同期比+4.7%と、さほど減速しなかったが、2023年の水準を引き下げたことに留意する必要があり、景気低迷は続いていると言えよう。6月の経済指標においても、景気のけん引役として期待されるインフラ投資や、生産と消費に関して、改善の兆しは確認されず、不動産投資も景気の足かせのまま。景気の低空飛行が続くと予想する。

株式

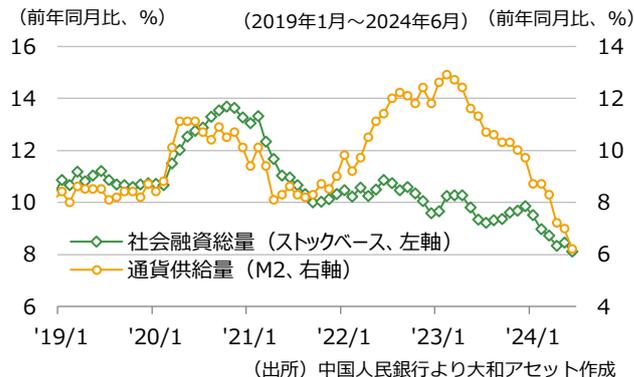
株式市場の悪材料は依然多い

5月中旬以降は、不動産救済策に対して効果薄との見方や、政策の出尽くし感、欧米との貿易摩擦の激化等を受け、本土株を中心に売りが継続。三中全会の前には、株式の空売り規制強化、「国家隊」による買い付け等、当局が中国版「PKO」を強める場面もあったが、三中全会への失望感や、トランプ氏の米大統領選での優勢等、株式市場の悪材料は依然多く、株価は当面の下値を探る展開を予想。

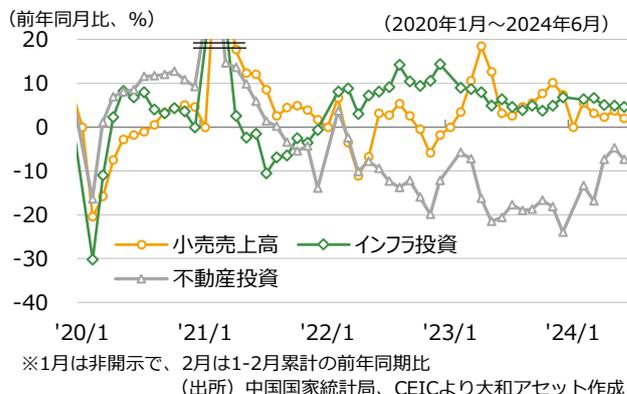
デフレ環境の中、業績見通しも芳しくない

5月中旬以降、企業業績の下方修正に歯止めがかかりつつある。IT企業の予想を上回る1-3月期決算や、当局の耐久財買い替え策による関連企業の増収等が要因と考えられる。しかし、生産者物価指数の前年同月比が21カ月連続でマイナスを記録するなど、デフレ傾向が強い中、多くのセクターでは企業業績の下方修正圧力は依然強いと言わざるを得ない。

マネー関連指標



主要経済指標の推移



各種株価指数の推移



中国企業の業績見通し





債券・金利

中銀は長期金利の上昇を誘導

景気低迷長期化への懸念が根強い中、債券市場では資金の逃避先として金利が低下。しかし、中銀は金利低下が行き過ぎと判断し、7月1日には長期国債を市中銀行から無期限に借り入れ、流通市場で売却する方針を発表し、波紋を呼んでいる。「質への逃避」を防ぐ狙いとも窺えるが、人為的な高金利維持は新たな景気抑制要因になろう。追加利下げへの期待も後退させる。

質への逃避が急速に進む

不動産企業のデフォルト連鎖や、景気支援への当局の関心の薄さなどから、景気低迷長期化への懸念が強まる中、2024年入り以降債券市場では金利が急低下（債券価格は上昇）。90年代の日本のように「質への逃避」が起きている。中銀による借り入れた国債の売却も影響は限定的で、景気低迷を反映し、金利は引き続き下限を試すと予想する。

為替

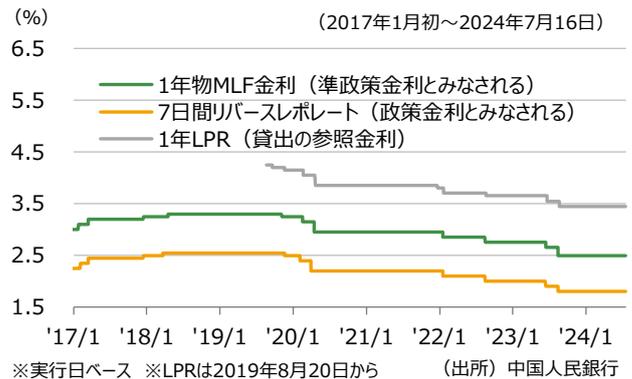
節目の7.3元/米ドルは維持できるか

対米ドルで、中国人民元と日本円の相関が高まり、円売りが今後人民元売りにも繋がると懸念される。日本円が対米ドルで一段と減価する場合は、中国の為替市場では7.3元/米ドルの水準を維持できるかが焦点になろう。ただ、為替市場での厳格な資本規制や、先物・現物市場を活用した人民元の空売りの禁止などを受け、当面7.3元/米ドルの節目を顕著に割り込んだ通貨安が進む可能性は低いと予想する。

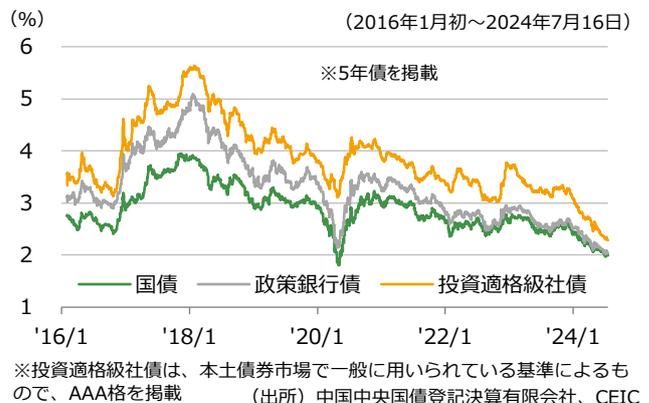
世界の外貨準備での人民元は減少傾向

世界の外貨準備で保有される人民元は、2022年2月以降減少傾向にある。きっかけは、欧米諸国が国際決済システム「SWIFT」からロシアの一部銀行を排除したことで、ロシアが換金需要に人民元アセットを売り出した模様。その後も欧米との外交摩擦や、ロシア絡みの米国からの2次制裁への懸念が足かせとなり、人民元の保有は一段と減少。

各種政策金利とLPR（最優遇貸出金利）



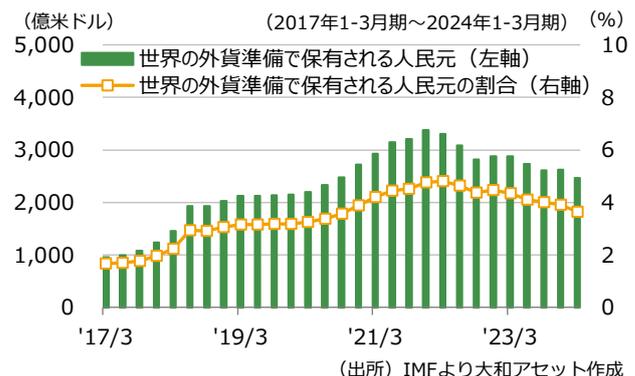
本土債券市場の国債、準国債と社債の利回り推移



対米ドルでの中国人民元と日本円の推移



世界の外貨準備が保有する人民元





経済

足元の高成長から徐々に巡航速度へ

実質GDPは、個人消費と総固定資本形成にけん引されて1-3月期に前期比+0.8%と、昨年後半のゼロ%成長から加速。昨年8月からの利下げの効果が出ており、4-6月期もその勢いが見られる。ただし、政策金利は依然として引き締め的な水準にあり、需給ギャップのプラス幅拡大（潜在成長率と推計される年率2%台前半を上回る成長）が持続するのは難しい。成長率は今年後半から巡航速度に落ち着こう。

労働市場は一段とひっ迫

2021年から2022年の大幅な利上げにもかかわらず、労働市場はさほど悪化せず、失業率はむしろ低下傾向で推移した。そうした状況でもインフレ率は急速に鈍化し、昨年8月以降に利下げが実施されたため、雇用者数は増加ペースが加速するとともに失業率は一段と低下しており、逆に労働市場の過熱が警戒される。PMIなどでは採用意欲の高さが示されており、労働市場は堅調さを維持すると見込まれる。

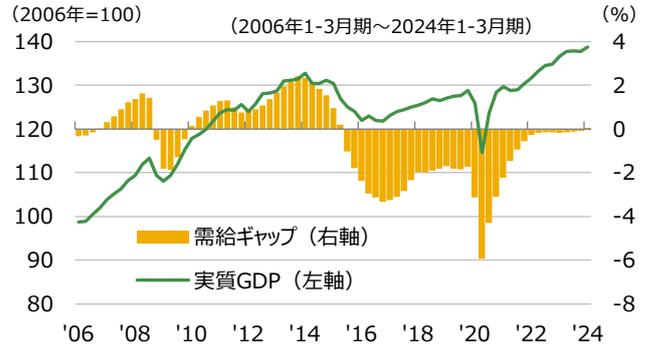
個人消費の急回復と今後の不安材料

小売売上高は4月の前月比+0.9%に続いて5月も+1.2%と強かった。4-6月期も個人消費は好調を維持したことが示唆される。他方、昨年6月をピークに低下が続いてきた消費者ローンのデフォルト率が足元で下げ止まるなど、今後の個人消費に一抹の不安を感じさせる指標もある。昨年8月からの利下げが停止されたことで、信用状況の改善は一筋縄では行かず、個人消費の急回復にも陰りが見え始めよう。

インフレ率の再ピークアウトは近いか

消費者物価指数は5月の前年同月比+3.9%から6月に+4.2%へと伸びが加速。しかし、自然災害の影響を受けた「食品・飲料」価格の上昇が主因で、サービス価格が5月の同+5.1%から+4.5%に鈍化するなど、景気の強さが物価に波及した様子はない。引き締め的な金融政策の下、自然災害の一時的な物価押し上げ要因がはく落することで、インフレ率は今後数カ月で再び低下に転じる公算が大きくなった。

実質GDPと需給ギャップ



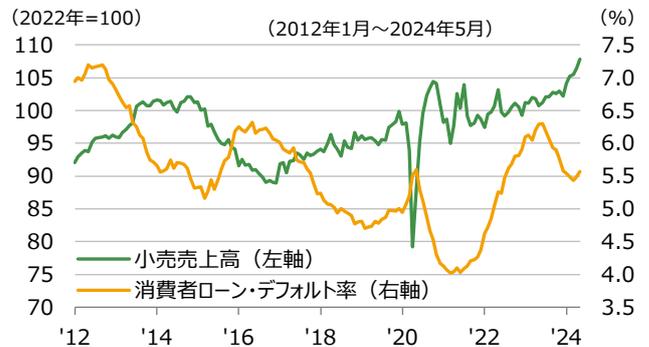
※需給ギャップはブラジル中央銀行の推計値
(出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行

雇用者数と失業率



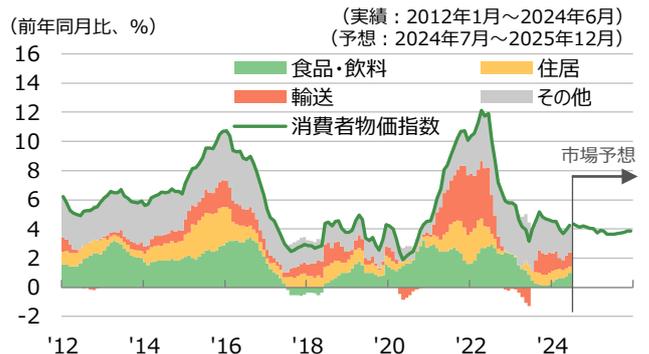
※いずれも3カ月移動平均でCEICによる季節調整値
(出所) CEIC

小売売上高と消費者ローン・デフォルト率



※小売売上高は数量ベース
(出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行

消費者物価指数



※棒グラフは項目別寄与度
(出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行より大和アセット作成



債券・金利

年初からの金利上昇が一服

財政政策の不透明感や想定以上に強い国内経済、米金利上昇などを背景に、長期金利は年初から上昇してきた。しかし、ハダジ財務相がルラ大統領の合意の下で歳出削減策を示したことなどから、足元では財政政策への懸念が幾分和らいだ。また、米国における利下げ観測の高まりも重なり、長期金利は明確に低下。今後の金利低下余地はブラジル中銀が利下げを再開できる環境が整うかに依存するだろう。

利下げ再開のタイミングを探る局面へ

財政政策や米金融政策に係る不確実性が後退する中、利下げ再開の鍵は景気の強さになろう。政策金利が依然として中立金利を明確に上回っており、前頁で記した通り今年前半の急回復からの成長ペース鈍化が示されれば、年末から来年初の利下げ再開が視野に入る。市場が織り込んでいないだけに、利下げ観測の高まりは長期金利に下押し圧力を加えよう。

為替

この1カ月は対米ドルで往って来い

ブラジル・レアルは、財政悪化懸念などを背景に7月初旬にかけて対米ドルで減値し、ルラ大統領は通貨安対策を講じることを示唆。その後に発表された歳出削減策に加え、米国で利下げ観測が高まったこともあり、レアルは反発。過去1カ月では往って来いの展開となった。また、年初から続いてきた株式市場からの資金流出にも一服感が出ており、海外投資家の資金フローにも好転の兆しがうかがえる。

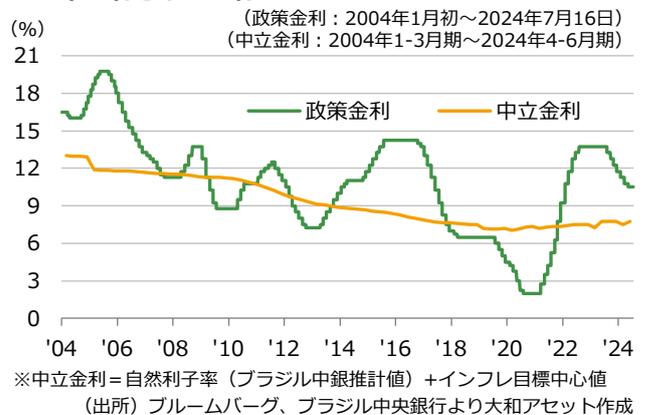
中銀の柔軟な対応が為替の安定に寄与

ブラジル中銀はインフレ期待がインフレ目標を明確に上回っている現状に懸念を示している。この状況ではインフレ期待の更なる上昇につながるかねないレアル安を容認するとは考えづらい。まだレアル安懸念が払しょくされていないため、当面はインフレ対比で政策金利を高く維持する（実質金利を高止まりさせる）政策を続け、為替の安定に努めよう。

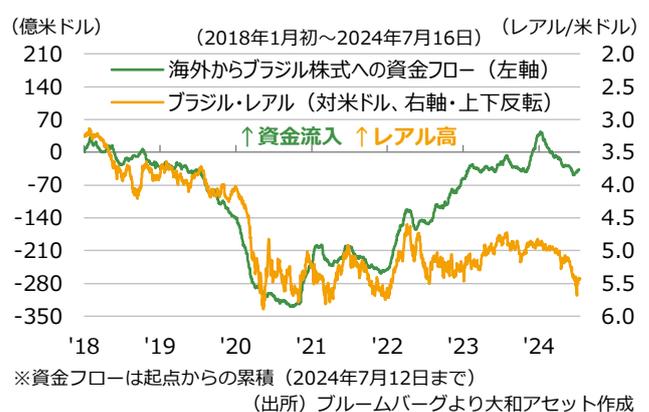
政策金利と10年国債利回り



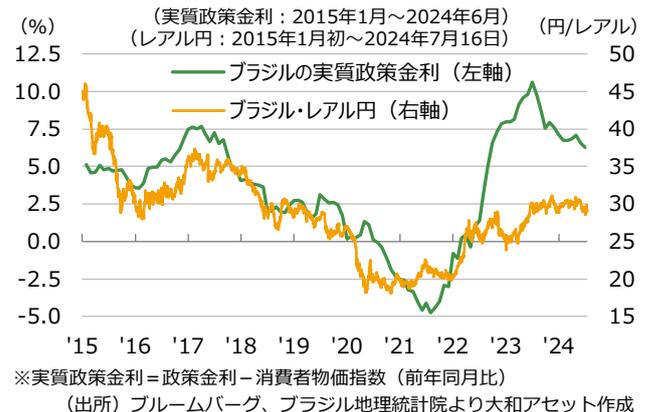
政策金利と中立金利



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの実質政策金利とブラジル・レアル円





経済

「ほぼトラ」で、当面对米輸出に警戒

米大統領選でトランプ氏再選の可能性が高まり、新興国の選別は変わろう。トランプ氏は、対中強硬姿勢強化と同時に、全輸入品への関税や製造業の米国回帰等を主張。そのため、中国は勿論、対米輸出の比率が高いメキシコや資源国への逆風が強まろう。一方、ウクライナ戦争終了を仲介する場合は、復興需要期待が東欧諸国に恩恵をもたらそう。また、内需主導のインドへの影響は相対的に限られると予想。

輸出主導の国の景況感が改善

6月の新興国の製造業PMIは、内需が強いインドやフィリピンが好調なほか、利下げにより消費拡大が期待されるブラジル、メキシコ等も高水準を維持。特筆すべき点は、ベトナムやタイなど、輸出主導の国の景況感回復が顕著なこと。世界的な電子製品の需要回復や、供給網の中国離れの恩恵を受け、輸出の加速も確認されている。ASEANの株価は相対的に出遅れていたこともあり、当面物色が強まろう。

インド、モンスーンは順調で好材料

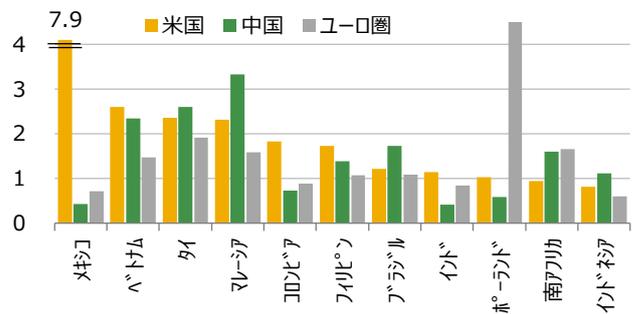
インドでは、6月から9月にかけてモンスーン（雨期）に入り、その降雨量は物価や農村部の収入を左右する。毎年注目度が高く、株式市場は降雨量で一喜一憂する場面も多い。今年は、降雨量が6月後半には辛うじて目安となる平年の8割程度に留まり雨不足が懸念されたが、7月入り以降まとまった雨が降り、降雨量は平年並みまで回復。作付けも順調とみられ、出だしは安心感をもたらす内容。

インドは10-12月期に利下げ開始の予想

インドではコアCPIが抑制され、利下げの条件が概ね整っていると言えるが、中銀は物価安定をより強固なものとするために、食品価格の落ち着きも判断材料にしている。モンスーン降雨量が順調であれば、秋頃以降は食品価格の低下が期待されるため、米国の金融政策動向も睨みながら、10-12月期に利下げを開始する可能性が高く、経済と株式市場には追い風になると予想する。

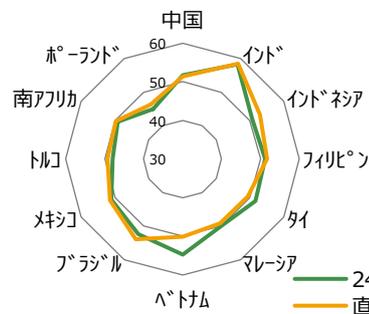
新興国の最終消費国に対する付加価値輸出

(%、対GDP比率)



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

新興国の製造業PMI



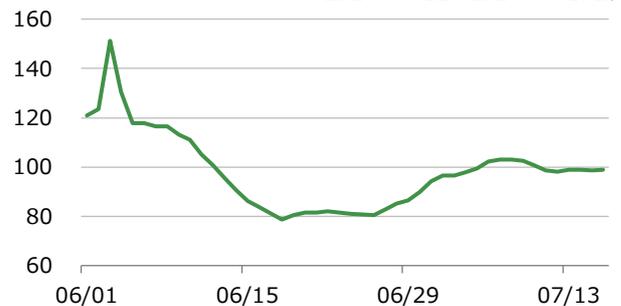
※過去3カ月は、24年3月-5月

(出所) ブルームバーグ

インドの2024年のモンスーン（雨期）降雨量の推移

(対平年比、%)

(2024年6月1日～2024年7月16日)



※グラフ起点からの累積降雨量の平年比を掲載

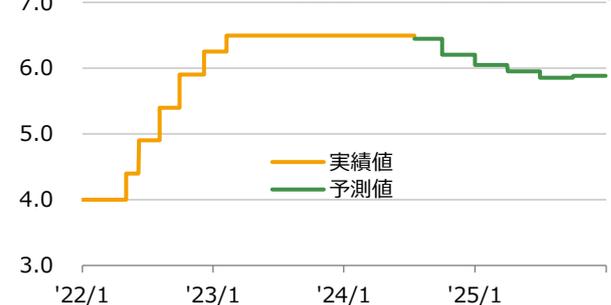
(出所) インド気象局より大和アセット作成

インドの政策金利の推移と四半期ベースの予測値

(%)

(実績値：2022年1月初～2024年7月16日)

(予測値：2024年7月17日～2025年末)



※2024年7月16日時点のブルームバーグ集計のエコノミスト予測値

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

リスク選好の流れの中、新興国株は続伸

6月17日から7月16日までの新興国株は、中国を除く多くの国が反発し、MSCI新興国指数は+4.0%と、米S&P500をアウトパフォーム。中国を除くMSCI新興国指数は+6.2%と大幅に上昇。目先は、「ほぼトラ」による新興国の選別に留意すべきだが、米利下げ開始が近づき、トンネルの先が見えてきたことで、2024年の米利下げ回数が1回等に減少しても、新興国に資金が流入しやすい地合いは続こう。

インドの最高値更新等、幅広く上昇

国別の株価の推移をみると、中国を除き幅広く新興国が買われる展開。インドが過去最高値更新中のほか、下落幅が大きかったブラジルやメキシコ、インドネシア等が反発。後者は、ファンダメンタルズよりも値ごろ感で買われる典型的なリスク選好の相場と言えよう。今後は資源国から電子製品輸出主導型のASEAN等へ物色がシフトし、内需主導型のインドも引き続き選好されよう。

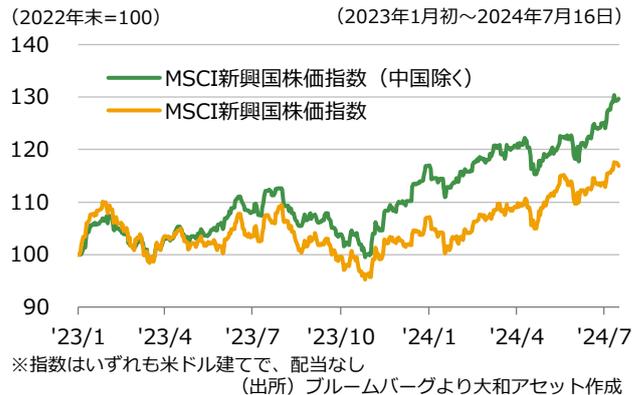
インドの企業景況感が主要国を抑え1位

OECDが発表する企業景況感指数において、インドは主要な先進国を抑え、2023年に1位に躍り出た。2014年のモディ政権発足以来、金融市場の安定、インフラ投資の積極化、ビジネス環境の改善などの相次ぐ構造改革が、インド経済の好循環を形成。内需主導の好景気は、トランプ氏再選に世界が身構える中で際立つ存在となり、注目度は一層高まると見込む。

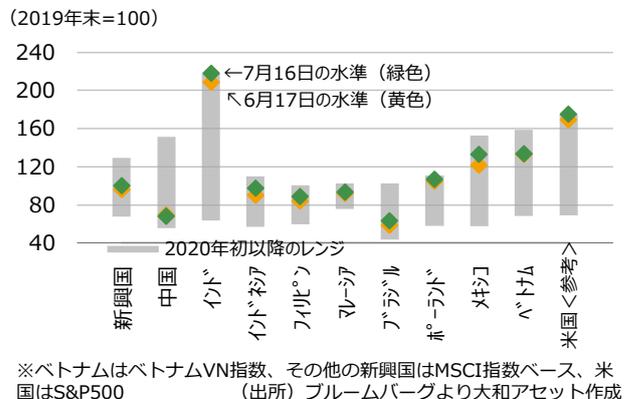
インド株最高値更新も過熱感は限定的

総選挙後も過去最高値を更新中のインド株式市場だが、過熱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る。株価上昇は業績拡大によるもので、株価は概ね妥当な水準にあると言えよう。米大統領選でトランプ氏再選の場合も、内需主導の同国への影響は限定的とみられ、引き続き資金が流入しやすいと見込む。

新興国株価指数の推移



新興国各国の株式市場の騰落率 (現地通貨)



主要国の企業景況感指数ランキング

	1位	2位	3位	4位	5位	6位	7位
2021年	米国	ドイツ	中国	フランス	日本	イギリス	インド
2022年	イギリス	ドイツ	インド	フランス	米国	日本	中国
2023年	インド	ドイツ	日本	イギリス	フランス	米国	中国

※企業景況感指数とは、産業部門の生産、受注、完成品在庫の動向に関する意見調査に基づき、近い将来の業績に対する自信の高まり、もしくは低下を示唆する指数。
(出所) OECDより大和アセット作成

インド株 (Nifty50) の12カ月先予想PER





債券・金利

リスク選好の流れが新興国債券にも

米国の利下げ開始が視野に入中、新興国債券市場もリスク選好の流れを受け、高金利通貨を中心に金利低下。ブラジルやインドネシア、南アフリカ等、財政懸念が後退した国も大きく買われている。今後は、米国の金利低下余地が限られそうで、新興国の更なる大幅な金利低下は期待しにくいだが、売られる場面では押し目買いが入りやすい地合いになろう。

メキシコ国債の買い戻しが進む

メキシコでは6月初旬の総選挙後に金利が上昇したが、市場に配慮する政府の姿勢や米国の金利低下を受け、国債利回りは幅広い年限で選挙前の水準を下回った。通貨安も一服し、今回の混乱が物価に与える影響は小さいと見込まれるため、早晚利下げが再開されよう。今後も新政権の動向に注意を要するが、高い利息収入と債券価格上昇への期待は大きい。

リート（アジア先進国含む）

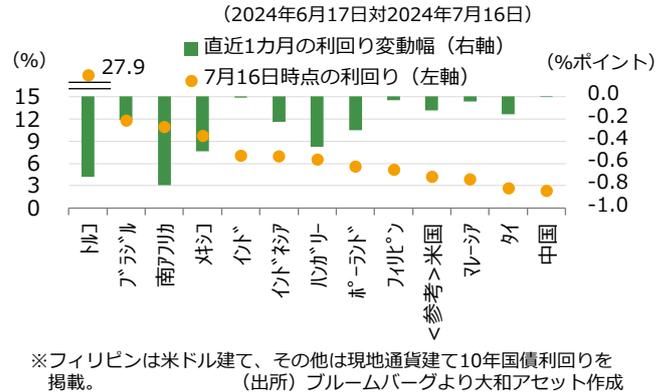
中国悲観と対照的に好調な豪州

反グローバル化は金融、観光、物流などの面でマイナスであり、香港は引き続き悲観的にみている。豪州は、人口増加を要因とした需要増が今後もファンダメンタルズ改善に寄与しよう。5月CPIの上振れを受けて、利上げの可能性が意識されたことは、ファンド運用も手がける銘柄にとって足元でネガティブ。一方、指数ウエイトの高いグッドマン・グループのデータセンター事業拡大が好感されよう。

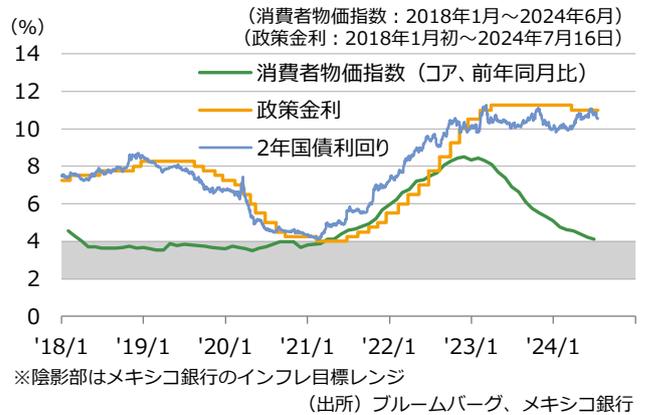
シンガポールは引き続き高利回りを提供

シンガポールは、リート指数の予想配当と長期債との利回り格差が3%程度あるが、これは過去平均並の水準。同国の商業施設は供給が限定的である一方、堅調な小売売上げを背景に物件需要は堅調である。しかし、高金利環境下、物件取得や再開発などの外部成長機会は抑制されている。

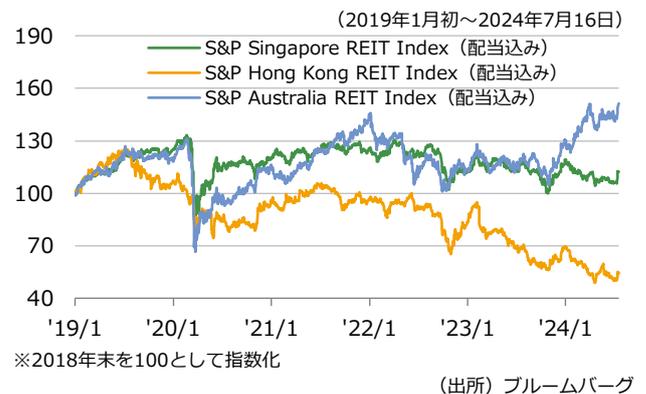
直近1カ月の新興国国債利回りの動向（現地通貨）



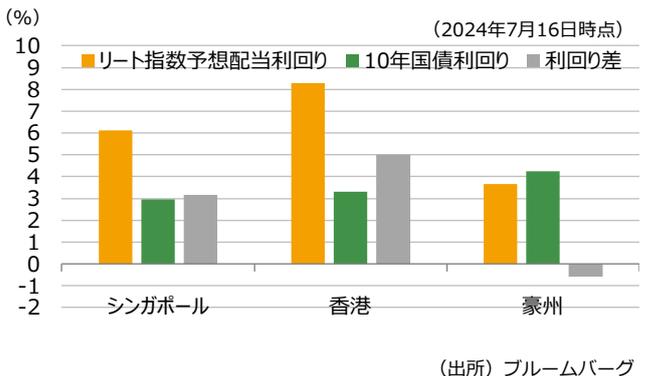
メキシコのインフレ率と金利



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





為替

米利下げ開始期待で新興国通貨上昇局面

直近1カ月間は、6月中旬ごろまで進んだ高金利通貨を中心とする新興国通貨安を、一部取り戻す動きとなった。メキシコ等の高金利通貨ほど買戻しが目立っており、典型的なリスク選好の動きと言える。一方、アジア通貨は売られていなかった分、買戻しも鈍い。米国の利下げ開始が近づき、トンネルの先が見えてきたことで、2024年の利下げ回数に拘らず、当面は新興国通貨上昇局面と見込む。

新興国の貿易収支は概ね改善傾向

原油価格が80米ドル/バレル近辺で推移する中、新興国の貿易収支は概ね安定している。非資源国のインドやフィリピン、ポーランドなどでは、貿易収支の改善がみられると同時に、資源国のブラジルやインドネシア、マレーシアなどは十分な貿易黒字を確保。また、ベトナムや韓国は電子製品の輸出が拡大している。仮に再び米ドル高が進む場面でも、貿易収支の改善は新興国通貨の下支えになろう。

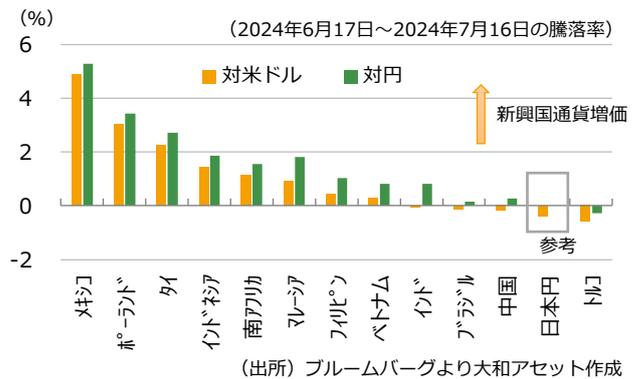
インドの経常収支、黒字転換は好材料

インドの総合収支は約2年半ぶりの高水準近辺まで拡大。特に経常収支は1-3月期に、コロナ禍を除きデータ確認可能な2009年以降初めて黒字転換するなど、対外バランスの改善が確認された。IT関連の海外受注を含むサービス輸出、電子製品輸出の拡大、海外出稼ぎ者の送金も寄与。資本収支では、直接投資や証券投資の資金流入も強い。総合収支の黒字傾向が定着し、為替市場を支えると思込む。

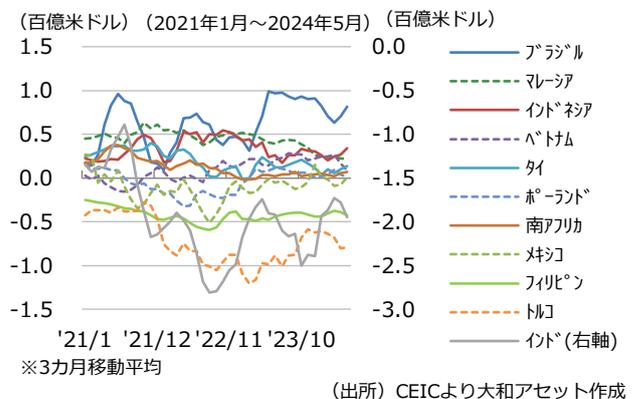
メキシコ・ペソは急落から反発

メキシコ・ペソは総選挙後の急落から反発し、この1カ月は対米ドルで約5%増価。今後、9月の議会招集、10月の大統領就任、11月の米大統領選挙を控えるが、司法制度改革や米トランプ大統領の返り咲きは大方市場に織り込まれ、買いに偏っていたペソのポジションも圧縮されたため、ペソ安の余地は小さいとみる。秋の政治イベントを通過すれば、良好なファンダメンタルズが評価されやすくなる。

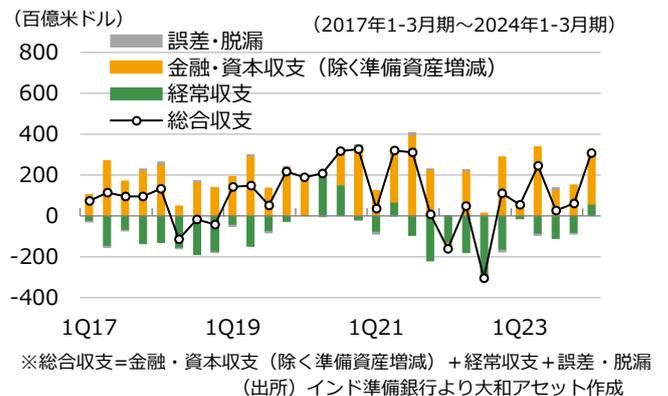
直近1カ月の新興国通貨の騰落率



主要新興国の貿易収支



インドの総合収支およびその内訳



投機筋の豪ドル先物ネットポジションと為替





原油

原油価格は84米ドル台まで急上昇

WTI原油先物価格は、6月2日のOPECプラス会合開催後に72米ドル台まで急落したが、その後反転して7月上旬にはほぼ2カ月ぶりとなる84米ドル台の高値を付けた。急落の引き金は自主減産の段階的縮小計画の発表である。一方、ガソリン等の需要期を迎えて足元の原油需給がタイト化している状況下で、ハリケーンによる米国での供給不安や、中東情勢の緊迫化などが急上昇を後押ししたと見る。

足元の米国石油在庫は大きく減少

7月上旬にOPECおよびIEAの24年世界需要見通しが更新され、OPECは前回予想を据え置き、IEAは下方修正した。OPEC月次石油市場レポートでは、今年は今米が先進国最大のけん引役となると予想。EIA（米エネルギー情報局）が発表する週次石油在庫統計では、原油・ガソリン在庫が7月第1週にかけて6月以降では初めて2週連続で減少しており、米国需要は市場予想を上回る増加が示唆されている。

トランプ再選なら原油・天然ガス増産へ

トランプ前大統領が再選された場合は、米国では原油・天然ガスの増産が見込まれる。化石燃料の開発プロジェクトの承認の迅速化、原油・天然ガス生産事業者に対する減税などが予想されるためである。需要面では環境規制の緩和により、ガソリン車の選好が高まれば消費量の押し上げが見込まれるが、米国原油の増産で結果的に需給バランスが緩み、原油価格に下方圧力がかかる可能性が高いと考える。

来年の価格は緩やかな下落基調に

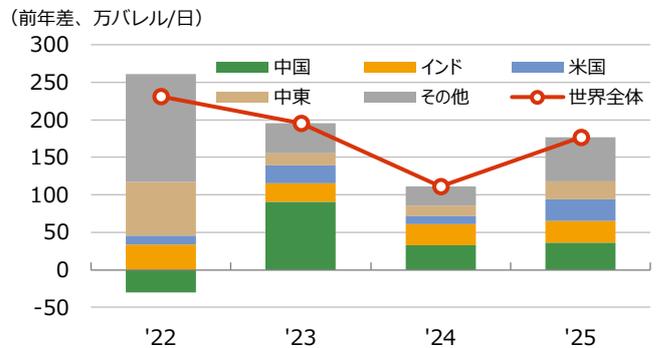
WTI原油価格は、24年末85米ドル、25年末80米ドルの予想を据え置く。OPECプラスが発表した自主減産の段階的縮小によって、25年9月末までの1年間で日量220万バレル規模の供給増が生じ、25年の需給バランスは供給過剰を見込む。世界経済動向、中東・ウクライナ情勢、米国大統領選挙など数多くの不透明要素があるが、25年の原油価格は年始から年末にかけての下落基調を予想する。

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
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

原油消費量の変化



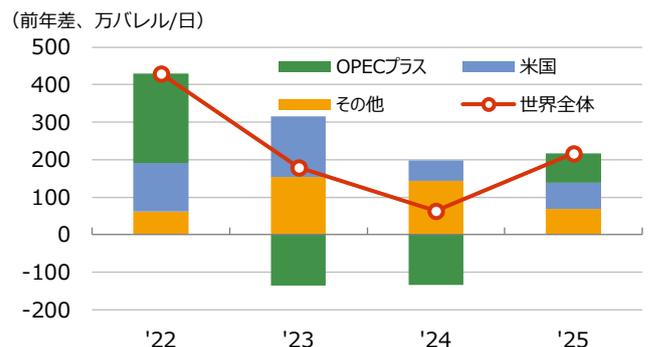
※2024年以降はEIAの予測
(出所) EIAより大和アセット作成

米国とOPEC加盟国の産油量推移



※OPECの産油量は2012年1月～2024年7月
(2024年1月以降はOPECを脱退したアンゴラの産油量を除く値)
(出所) EIAより大和アセット作成

原油供給量の変化



※2024年以降はEIAの予測
(出所) EIAより大和アセット作成



金

米国の利下げ期待が価格を後押し

7月上旬に相次ぎ発表された6月米雇用統計、6月米CPIがともに景気の減速傾向を示す内容で、米国の利下げ期待が高まり、金価格を大きく押し上げた。6月の金先物価格は概ね2,300米ドル台での推移だったが、7月16日には5月に付けた史上最高値に肉薄する水準まで上昇した。その他ではイスラエルとハマスの停戦交渉期待、中国が6月も金購入を見送ったことなどがマイナスに材料視された。

気になる中央銀行の動き

中央銀行による5月の金純購入（購入－売却）量は10トン（前月比▲23トン）とプラスを維持したが、総購入量（同▲13トン）は最近では昨年6月をピークに減少傾向にある。中国は5月、6月と2カ月連続して金購入を見送った。中銀の購入が市況上昇を後押ししていたと見られるため、各国中銀の動きが注目されている。5月純購入量のトップはポーランド（10トン）、次いでトルコ、インドが続いた。

金ETFは2カ月連続の資金純流入

金ETFの6月資金純フロー（月間）は2カ月連続の流入となった。保有量は増加（前月末比+0.6%）したが、月末の運用資産総額は2,333億米ドル（前月末比▲0.2%）と金価格下落の影響で微減。地域別動向では、欧州、アジアが2カ月連続で純流入、北米は2カ月連続の純流出となった。ECBによる利下げや、米国の利下げ期待の高まりで、資金フローからは市況の潮目が変わってくる印象である。

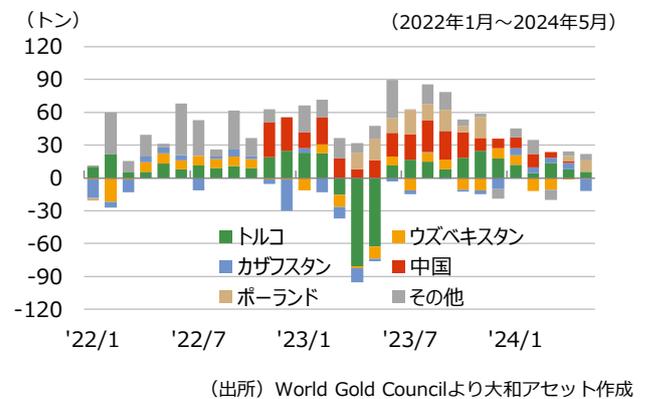
中銀の購入、ETFへの資金流入に注目

2024年の金価格は4月半ばまでの2カ月間で大幅上昇し、その後3カ月は狭いレンジで推移している。市況上昇のけん引役は実需面では中央銀行による購入であり、金ETFからの資金流出はマイナス寄与だったと推定される。今後も中銀の購買意欲は引き続き高いことや、既に兆しが出ているが米国金利の低下による金ETFへの資金流入が見込まれるため、これらを要因とした価格の上昇が予想される。

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



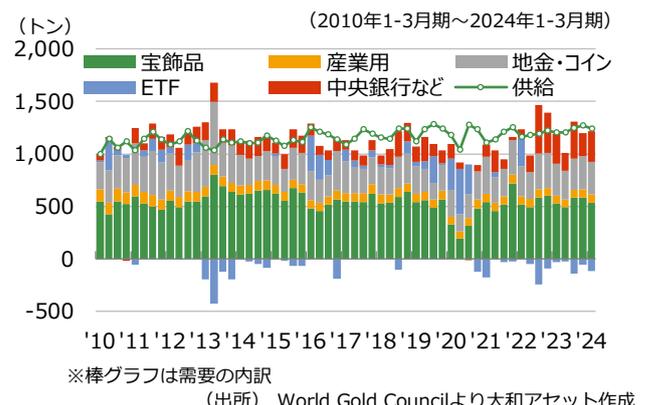
各中銀の金購入量推移



金ETFの地域別資金フローの推移



金の需給バランス



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
各国での政治的不安定化	大	中	中	国内では、岸田内閣支持率の歴史的低水準が続いている。自民党の支持率も同様で、政権維持に危険信号が灯っている。欧州では極右政党が躍進し、英国では政権与党が交代した。米国大統領選ではトランプ候補の優勢が伝えられ、新興国の選挙でも波乱が相次いでいる。これらの背景の1つには、長引くインフレに消費者が疲弊していることがあると考えられる。その結果、政策が自国第一主義へとシフトすることは外交・安全保障面で、大衆迎合主義へとシフトすることは財政面で、それぞれ懸念を高める。
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。5月17日に発表された不動産テコ入れ策では、政府による不動産過剰在庫の買取規模や資金源は言及されず、需要側対策も乏しく、不動産問題が改善に向かうと判断するのは時期尚早と言える。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るが、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考えられる。また、中国の「低体温経済」への移行は、資源需要等を通じてグローバル経済の停滞へと波及し得る。
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。バイデン政権も中国製EVへの制裁関税を現在の25%から100%に引き上げると発表、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思われ、今後、市場でも懸念が強まる恐れがある。
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ろう。ただし、大統領選挙を背景に米国の動きが鈍ければ、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おり、対イランとの紛争のエスカレートも懸念される。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。
日銀の利上げ第2弾に対する市場の思惑	中	中	小	報道で、3月金融政策決定会合で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。6月会合での国債買入れ減額も同様だった。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い。利上げには、賃金と物価の好循環実現による「良い利上げ」がある一方、円安対策のための「悪い利上げ」も考えられる。利上げの理由如何で、先行きの展開も大きく変わり得る。
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、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。昨年是一部格付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			
		7/16	1か月	1年	3年			7/16	1か月	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	0.25	5.25	米国	4.16%	-0.06	0.33	2.87	
ユーロ圏	中銀預金金利	3.75%	0.00	0.25	4.25	ドイツ	2.43%	0.07	-0.09	2.78	
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	0.25	5.15	英国	4.05%	-0.01	-0.40	3.42	
日本	無担保コール翌日物金利	0.10%	0.00	0.20	0.20	日本	1.03%	0.09	0.55	1.00	
カナダ	翌日物金利	4.75%	0.00	-0.25	4.50	カナダ	3.35%	0.07	-0.01	2.11	
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.25	4.25	豪州	4.25%	0.13	0.25	2.97	
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.15	-0.45	中国	2.26%	-0.04	-0.39	-0.69	
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50	インド	6.96%	-0.02	-0.13	0.75	
インドネシア	7日物借入金金利	6.25%	0.00	0.50	2.75	インドネシア	6.96%	-0.24	0.78	0.60	
ブラジル	セリック・レート	10.50%	0.00	-3.25	6.25	ブラジル	11.79%	-0.25	0.90	2.25	
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	0.00	-0.25	6.75	メキシコ	9.73%	-0.45	0.96	2.79	
トルコ	1週間物レポ金利	50.00%	0.00	35.00	31.00	トルコ	25.43%	-0.30	9.66	8.77	
						為替 (対円)					
株価指数						米ドル	158.35	0.6%	14.1%	43.9%	
米国	NYダウ	40,954	6.1%	18.7%	18.1%	ユーロ	172.59	2.5%	10.7%	32.8%	
	S&P500	5,667	4.3%	25.8%	31.0%	英ポンド	205.45	2.9%	13.1%	35.6%	
ユーロ圏	STOXX 50	4,948	2.2%	12.4%	22.6%	カナダ・ドル	115.81	1.0%	10.3%	32.7%	
日本	日経平均株価	41,275	6.3%	27.4%	47.4%	豪ドル	106.63	2.4%	12.3%	30.9%	
	TOPIX	2,905	5.7%	29.7%	50.3%	中国人民幣元	21.79	0.5%	12.1%	28.2%	
中国	MSCI中国	58.15	-2.4%	-7.9%	-44.3%	インド・ルピー	1.90	0.8%	12.4%	28.6%	
インド	NIFTY50指数	24,613	4.9%	25.8%	54.6%	インドネシア・ルピア	0.979	2.1%	5.6%	28.9%	
インドネシア	MSCIインドネシア	7,098	8.0%	-6.8%	20.3%	フィリピン・ペソ	2.71	0.9%	6.8%	23.7%	
ベトナム	ベトナムVN指数	1,281	0.1%	9.7%	-1.4%	ベトナム・ドン	0.625	1.2%	6.5%	30.7%	
						ブラジル・リアル	29.14	-0.5%	0.7%	35.5%	
リート						メキシコ・ペソ	8.96	5.2%	8.2%	61.9%	
米国	NAREIT指数	24,134	7.3%	10.4%	2.6%	トルコ・リラ	4.79	-0.3%	-9.6%	-62.8%	
日本	東証REIT指数	1,739	0.9%	-7.1%	-20.2%						
商品											
原油	WTI原油先物価格	80.76	2.9%	7.1%	12.5%						
金	COMEX金先物価格	2,468	5.1%	25.6%	36.0%						

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

※日本の政策金利の期間別変化幅は、直近の政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標上限と比較時点の政策金利である一部当座預金への適用金利との差

※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

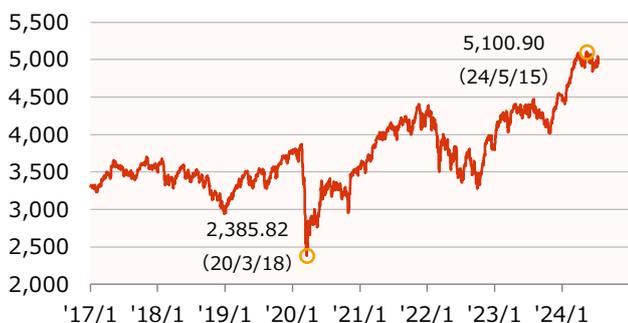
(米ドル)



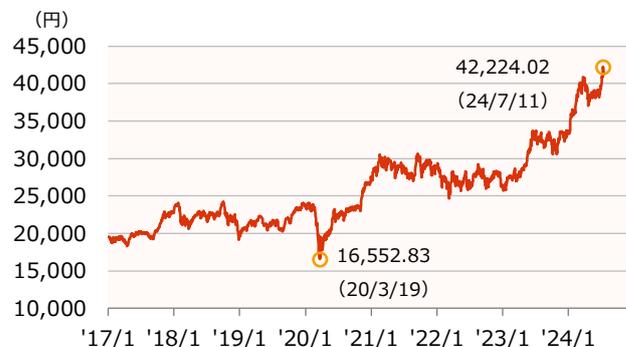
S&P500



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)



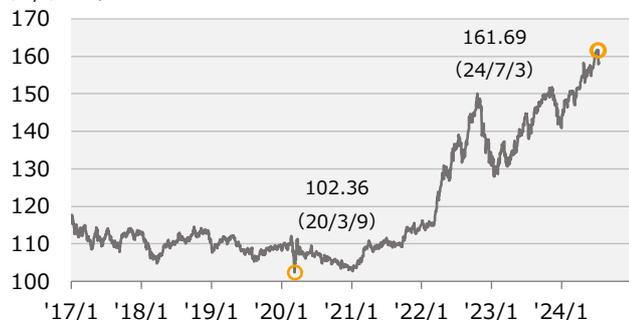
※グラフの期間は2017年1月初～2024年7月16日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

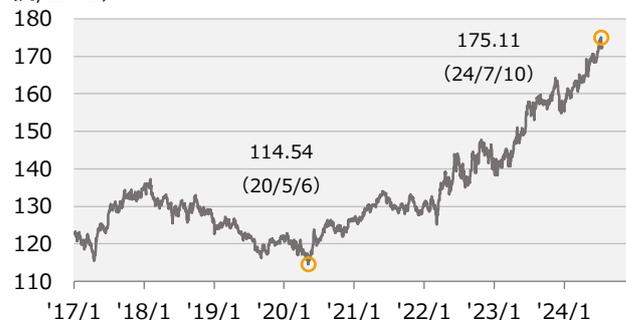
米ドル

(円/米ドル)



ユーロ

(円/ユーロ)



カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



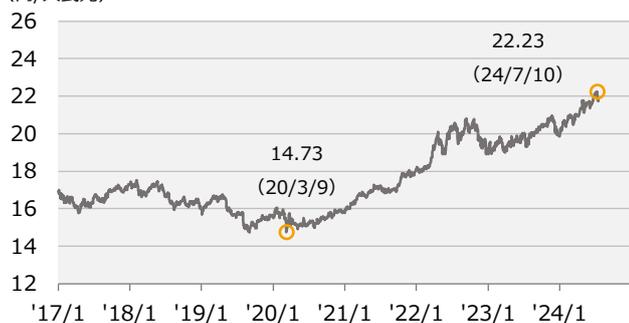
豪ドル

(円/豪ドル)



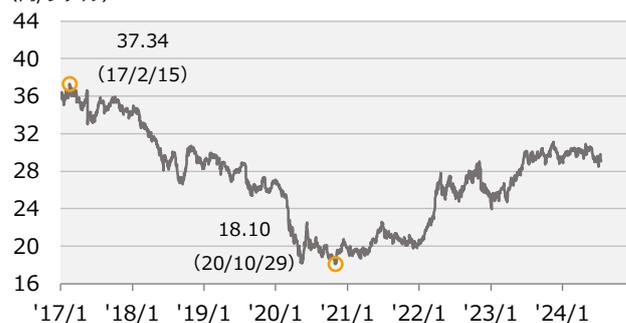
中国人民元

(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7月16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		
	2021年	2022年	2023年
米国	5.8	1.9	2.5
ユーロ圏	5.9	3.4	0.5
日本	2.6	1.0	1.9
カナダ	5.4	4.1	1.6
豪州	5.5	3.9	2.0
中国	8.5	3.0	5.2
ブラジル	4.8	3.0	2.9
先進国	5.7	2.6	1.6
新興国	7.0	4.1	4.3

消費者物価	前年比		
	2021年	2022年	2023年
米国	4.7	8.0	4.1
ユーロ圏	2.6	8.4	5.4
日本	-0.2	2.5	3.3
カナダ	3.4	6.8	3.9
豪州	2.8	6.6	5.6
中国	0.9	2.0	0.2
ブラジル	8.3	9.3	4.6

政策金利		年末値		
		2021年	2022年	2023年
米国	FFレート (上限)	0.25	4.50	5.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	2.00	4.00
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	4.25	5.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10	3.10	4.35
中国	1年物MLF金利	2.95	2.75	2.50
ブラジル	セリック・レート	9.25	13.75	11.75

失業率	年末値		
	2021年	2022年	2023年
米国	3.9	3.5	3.7
ユーロ圏	7.0	6.7	6.5
日本	2.7	2.5	2.5
カナダ	6.0	5.0	5.8
豪州	4.2	3.5	3.9
中国	4.0	4.0	4.0
ブラジル	11.1	7.9	7.4

(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"> 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)	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	5.00~5.25%	3.40% 3.25%	0.15~0.25%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年12月に利下げ開始、その後は年累計1.00%ptの利下げへ。 米国債を月額250億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小へ。 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年末まで四半期毎に0.25%ptの利下げへ。 主要リファイナンス金利と中銀預金金利のスプレッドを0.15%ptに縮小。 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を2025年以降停止。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年10月に2回目の利上げ、その後は0.5%までの利上げを想定。 7月会合で月間6兆円程度としている国債買入れの今後1~2年程度の具体的な減額計画を決定。

(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

2024年	8月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（6日） ●マカオ行政長官選挙（月内） 	
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●国連総会 ●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（30-31日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） ●米財務省為替報告書（月内） ●EU首脳会議（17-18日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●東証が株式取引時間を延長（5日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領選挙（5日） ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（7日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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、11-22日） ●APEC首脳会議（ペルー、月内） ●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）
	12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（30日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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（19-20日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） ●OPECプラス閣僚級会合（上旬）
2025年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（30日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内） ●FOMC（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●中華圏春節（29日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	2月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会（6日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（18日） ●ラマダン開始（28日）
	3月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（6日） ●BOE金融政策委員会（20日） ●FOMC（月内） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了（29日） ●中国全人代（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）
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） ●FOMC（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会（8日） ●G7首脳会議（カナダ、月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（20日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●フィリピン議会選挙（月内）
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（5日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●FOMC（月内） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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）
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（24日） ●FOMC（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（8日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、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7月16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7月22日)