

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

# 12

DEC. 2023

Page	
01	見通しサマリー
03	世界経済・金融市場見通し
04	<b>早見表</b> 主要資産の見通し
05	<b>早見表</b> 主要国 - 予想値
06	<b>早見表</b> その他の国々 - 予想値
07	各国経済・金融市場見通し 07. 米国/ 11. ユーロ圏/ 14. 英国/ 15. 日本 19. カナダ/ 21. 豪州/ 23. 中国/ 25. ブラジル 27. その他の新興国等
31	商品市場見通し 31. 原油/ 32. 金
33	<b>付録</b> 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

## 景気減速の角度を見極める

- 1 ようやく各国での利上げ局面は概ね終了したと言える状況になった。もっとも、2%のインフレ目標の達成は道半ばで、各国中央銀行は政策金利を十分に引き締めの水準で当面据え置く意向を示している。
- 1 利下げが行われるにはインフレ目標の達成が視野に入ることが必要で、それには景気が適度に減速することが必要。市場は（当社も）メインシナリオとしてソフトランディングを想定しているが、それが実現するのか当面は景気減速の角度を見極めることになる。

 <p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。</li> <li>株 … 追加利上げなしの見方が一段と強まるかに注目。消費動向を注視。</li> <li>債 … 利下げ終着点の上昇観測を受けて、利上げ打ち止め後の金利低下は緩やかなペースに。</li> <li>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。</li> <li>為 … 米金利上昇・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。</li> </ul>
 <p>ユーロ圏</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 景気の逆風は多く、安定的な景気回復は当面見通せず。下振れリスクも大きいまま。</li> <li>株 … 利下げ開始時期は依然見通せず、景気と企業業績の底打ち待ち。</li> <li>債 … 景気は脆弱なままであり、早晚、インフレ期待の低下に連れて長期金利は低下基調へ。</li> <li>為 … 追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。</li> </ul>
 <p>日本</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 経済活動正常化進むが、相次ぐ値上げの影響などから内需に弱い動き。</li> <li>株 … 東証要請により株主還元強化の動き、在庫循環も徐々に進展。</li> <li>債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。</li> <li>リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。</li> <li>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。</li> </ul>

### 表の見方

 …経済	 …リート
 …株式	 …為替
 …債券・金利	

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



**カナダ**

**経** … 引き締め的な金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。  
**債** … 利上げは終了。来年の利下げ開始を徐々に意識して、長期金利は緩やかな低下傾向へ。  
**為** … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。



**豪州**

**経** … 高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。  
**債** … インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。  
**為** … 相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、市場心理の改善が追い風。



**中国**

**経** … 「中国版QE」による不動産対策への観測記事を受け、景気回復へ幾分期待が高まろう。  
**株** … 「中国版QE」による不動産対策への期待を受け、センチメントの改善を予想。  
**債** … 追加金融緩和は小幅だが、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。  
**為** … 金融工作会議での人民元安定志向が確認され、人民元国際化への期待がしぼむ見込み。



**ブラジル**

**経** … インフレ沈静化と利下げ継続により、経済は今年後半の低成長から加速する段階へ。  
**債** … 相対的に高い金利収入と債券価格上昇の両方を期待できる局面が継続。  
**為** … 利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。

## 世界経済・金融市場見通し

### 利上げ局面は終了

ようやく各国での利上げ局面は概ね終了したと言える状況になった。例えばFRBは11月FOMCで2会合連続での政策据え置きを決定し、声明文では「金融環境・信用状況の引き締めは経済活動・雇用・インフレの重しとなりそうだ」と、長期金利上昇が追加利上げの代替となり得るとの含みを持たせた。それは長らく続いた逆金融相場が終了することを意味し、各国株価指数は10月末から反発基調にある。

### 中央銀行は利下げ織り込みを牽制

もっとも、各国中央銀行はインフレ退治の「勝利宣言」はしていない。インフレの高騰局面は過去のものとなったが、2%のインフレ目標の達成は道半ばで、政策金利を十分に引き締めの水準で当面据え置く意向を示している。加えて、必要であれば追加利上げを行う考えも示し、利上げ局面が終了したからといって、すぐに利下げに転じるわけではないことを強調している（市場を牽制している）。

### たかが1回、されど1回

そうした中央銀行の姿勢を反映し、例えば米国の場合、来年1月FOMCでの追加利上げの可能性を2割前後で織り込んできた。この可能性は、一頃に比べると低下したとはいえ、次の一手の織り込みは引き続き利上げ方向にある。では、あと1回の利上げは行われるのか。この1回は、たかが1回であるものの、されど1回でもある。なぜなら、それによって利下げ開始時期の見通しが半年ほどずれるからだ。

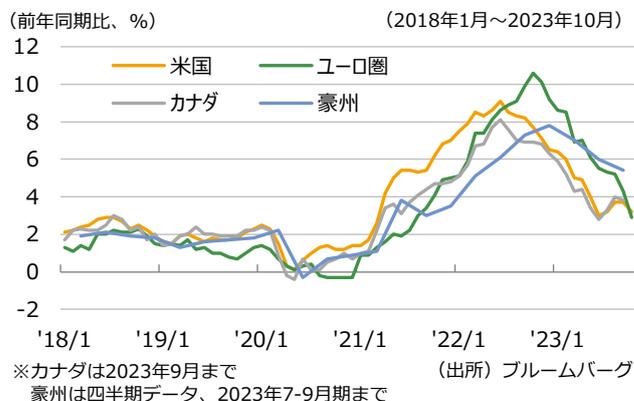
### 景気減速の角度を見極める

政策金利を当面据え置く期間を仮に1年とすると、FRBは7月以降の政策金利を据え置いているので来年半ばに利下げ開始となる。逆に来年1月に追加利上げが行われると来年内の利下げは無いことになる。利下げにはインフレ目標の達成が視野に入ることが必要で、それには景気が適度に減速することが必要。市場は（当社も）ソフトランディングを想定しているが、当面は景気減速の角度を見極めることになる。

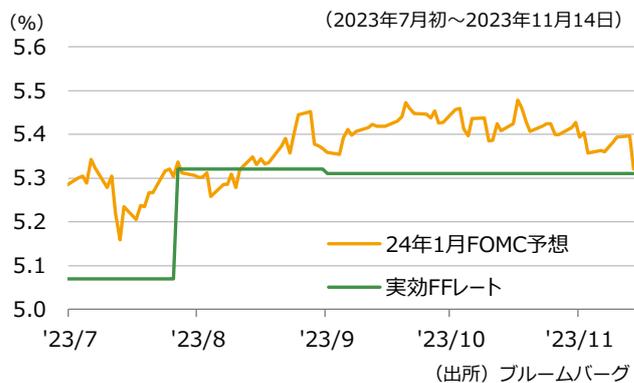
### 世界株式



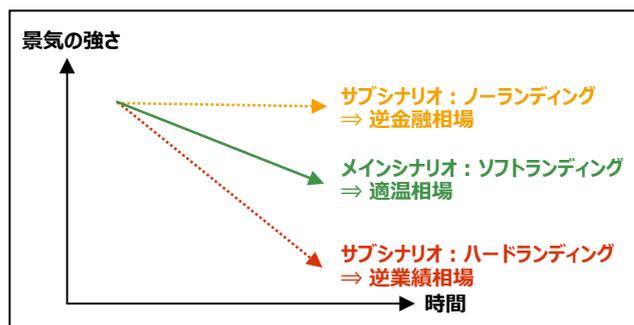
### 先進各国の消費者物価指数



### 米国での追加利上げ予想



### 景気減速のシナリオ（イメージ図）



(出所) 大和アセット

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	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。景気の逆風は多く、安定的な景気回復は当面見通せず。下振れリスクも大きいまま。経済活動正常化進むが、相次ぐ値上げの影響などから内需に弱い動き。引き締めの金融政策により経済は低空飛行が継続。インフレ沈静化には時間を要する。高インフレと高金利の継続に対して、好調な労働市場や過剰貯蓄の取り崩しなどが支え。「中国版QE」による不動産対策への観測記事を受け、景気回復へ幾分期待が高まろう。インフレ沈静化と利下げ継続により、経済は今年後半の低成長から加速する段階へ。

※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
									追加利上げなしの見方が一段と強まるかに注目。消費動向を注視。利下げ開始時期は依然見通せず、景気と企業業績の底打ち待ち。東証要請により株主還元強化の動き、在庫循環も徐々に進展。「中国版QE」による不動産対策への期待を受け、センチメントの改善を予想。史上最高値圏にあるものの、割高感のみられておらず、上昇余地があると予想。米中摩擦の恩恵や構造改革を受け、株価指数の上昇余地があると予想。追加利上げの可能性は低いが、インフレ懸念の継続を受け、反発の余地は限定的か。米ドル高の懸念が和らいだこともあり、中長期上昇期待、割安感を受け上昇余地拡大。

債券	米国	ドイツ	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	英国	インド	インドネシア	メキシコ	ロシア	トルコ	一言コメント
														利下げ終着点の上昇観測を受けて、利上げ打ち止め後の金利低下は緩やかなペースに。景気は脆弱なままであり、早晩、インフレ期待の低下に連れて長期金利は低下基調へ。YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。利上げは終了。来年の利下げ開始を徐々に意識して、長期金利は緩やかな低下傾向へ。インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。追加金融緩和は小幅だが、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。相対的に高い金利収入と債券価格上昇の両方を期待できる局面が継続。景気は当面停滞したままと見込まれ、利上げ打ち止めに伴い長期金利は低下基調へ。インフレ圧力は後退し、主要インデックス組み入れへの期待もあり、レンジ推移が続こう。追加利上げの可能性は低く、米ドル高一服で、金利低下が進みやすい地合いと予想。景気堅調だがインフレ鈍化で来春から利下げの公算。高金利と金利低下期待が魅力。※脚注参照 インフレ抑制に向けて利上げを継続。利上げ一巡後は高金利が評価される可能性も。

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

商品	原油	金	一言コメント
			OPECプラスの協調減産や景気回復などにより、原油価格はレンジを切り上げる展開へ。中銀の金準備積み増しが下支え要因。米国の利下げが近づけば最高値更新も視野に。

※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）

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

為替	米ドル	ユーロ	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民元	ブラジル・レアル	英ポンド	インド・ルピー	インドネシア・ルピア	フィリピン・ペソ	ベトナム・ドン	メキシコ・ペソ	ロシア・ルーブル	トルコ・リラ	一言コメント
																米金利上昇・米ドル高から米金利低下・米ドル安へ。リスクオフは米ドル高要因に。追加利上げ観測後退でユーロ高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下によるユーロ安へ。世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、市場心理の改善が追い風。金融工作会議での人民元安定志向が確認され、人民元国際化への期待がしばしば見込み。利下げにより金利面での魅力は徐々に低下。景気回復期待で海外からの株式投資が支え。追加利上げ観測後退でポンド高圧力が弱まり、景気減速下の金利低下がポンド安要因に。海外からの資金流入、中銀の介入等を受け、外部環境悪化の局面でも底堅い推移を予想。米ドル高が重しだが、構造改革等のファンダメンタルズの改善が下支えし、レンジ推移を予想。高成長と、原油高による貿易収支悪化の綱引きの中、レンジ推移になる可能性が高い。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しようが、目先は米ドル高一服で減価圧力が弱まる。高い実質金利、豊富な海外労働者からの本国送金、直接投資の拡大が通貨高要因に。※脚注参照 政策金利を大幅に上回る高インフレや当局の外貨準備積み増し方針が通貨の重荷。

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ  
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2022年	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国	2.1	2.4	1.5	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.75 ~ 5.00	3.75 ~ 4.00	3.87	4.4	3.9	3.5
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.4	1.3	2.50 2.00	4.50 4.00	3.00 2.50	2.50 2.00	2.57	2.4	1.7	1.5
日本	1.0	1.7	0.9	0.8	-0.10	-0.10	0.00	0.30	0.42	0.9	1.0	1.1
カナダ	3.4	1.2	1.0	1.5	4.25	5.00	4.50	4.00	3.30	3.8	3.4	3.3
豪州	3.7	1.8	1.4	1.6	3.10	4.35	4.10	3.60	4.05	4.4	4.0	3.8
中国	3.0	5.1	4.6	4.4	2.75	2.40	2.30	2.20	2.84	2.5	2.5	2.4
ブラジル	2.9	3.0	1.5	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.71	11.4	10.8	10.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末		実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国	33,147	34,500	37,200	39,800	米ドル	131.12円	145円	132円	125円
NYダウ	-8.8%	4.1%	7.8%	7.0%		13.9%	10.6%	-9.0%	-5.3%
米国	3,840	4,360	4,650	4,980	ユーロ	140.41円	154円	137円	132円
S&P500	-19.4%	13.6%	6.7%	7.1%		7.3%	9.7%	-11.0%	-3.6%
欧州	3,794	4,200	4,450	4,710	カナダ・ドル	96.76円	108円	102円	100円
STOXX 50	-11.7%	10.7%	6.0%	5.8%		6.2%	11.6%	-5.6%	-2.0%
日本	26,095	33,000	36,500	38,500	豪ドル	89.37円	96円	91円	90円
日経平均株価	-9.4%	26.5%	10.6%	5.5%		6.8%	7.4%	-5.2%	-1.1%
日本	1,892	2,350	2,550	2,710	中国人民元	19.16円	19.6円	17.4円	17.1円
TOPIX	-5.1%	24.2%	8.5%	6.3%		5.8%	2.3%	-11.2%	-1.7%
中国	64.47	60	62	65	ブラジル・レアル	24.80円	30.9円	28.1円	25.5円
MSCI	-23.5%	-6.9%	3.3%	4.8%		20.1%	24.6%	-9.1%	-9.3%

	リート			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
米国	20,089	21,400	24,000	26,300
NAREIT指数	-24.4%	6.5%	12.1%	9.6%
日本	1,894	1,850	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-2.3%	2.7%	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

## その他の国々 - 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	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
英国	4.3	0.5	0.1	1.0	3.50	5.25	3.75	3.25	3.67	4.0	3.0	2.5
インド*1	7.2	6.2	6.4	6.5	6.25	6.50	5.75	5.25	7.33	7.0	6.5	6.5
インドネシア	5.3	5.4	5.2	5.2	5.50	6.00	5.50	5.00	6.94	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.5	5.3	6.0	5.50	6.25	5.75	5.25	4.49	4.6	4.2	3.8
ベトナム	8.0	4.8	6.0	7.0	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	3.1	3.5	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.04	9.5	9.0	8.5
ロシア*4	-2.1	-	-	-	7.50	-	-	-	10.31	-	-	-
トルコ	5.6	3.5	3.0	4.0	9.00	40.00	35.00	20.00	9.16	30.0	25.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末		実績値 2022年末	予想値 2023年末	2024年末	2025年末
インド	2,069	2,380	2,600	2,830	英ポンド	158.47円	177円	158円	152円
MSCI	1.6%	15.1%	9.2%	8.8%		1.7%	11.7%	-10.7%	-3.8%
インドネシア	7,393	7,650	8,250	8,500	インド・ルピー	1.59円	1.71円	1.60円	1.54円
MSCI	10.4%	3.5%	7.8%	3.0%		2.7%	7.5%	-6.4%	-3.8%
ベトナム	1,007	1,180	1,350	1,500	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.923円	0.865円	0.848円
VN指数	-32.8%	17.2%	14.4%	11.1%		4.5%	9.4%	-6.3%	-2.0%
					フィリピン・ペソ	2.38円	2.58円	2.39円	2.37円
						5.3%	8.5%	-7.4%	-0.8%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.57円	0.53円	0.51円
						10.9%	1.9%	-7.0%	-3.8%
					メキシコ・ペソ	6.72円	8.9円	8.7円	8.5円
						19.9%	32.4%	-2.2%	-2.3%
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	85	90	98	ロシア・ルーブル*4	1.77円	-	-	-
	6.7%	5.9%	5.9%	8.9%		15.5%	-	-	-
金 (米ドル/100g)	1,826	1,960	2,020	2,200	トルコ・リラ	7.00円	5.0円	4.1円	3.7円
	-0.1%	7.3%	3.1%	8.9%		-18.2%	-28.6%	-18.0%	-9.8%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

\*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

\*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

\*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

\*4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



## 経済

### 高成長を受けた景気見通しの上方修正

7-9月期実質GDPは前期比年率+4.9%と市場予想の同+4.5%を幾分上回り、期初から見込まれていたような高成長を記録。家計消費が同+4.0%と牽引役になったほか、在庫投資も景気押し上げに寄与した。高成長を受けて、当社は2023年と2024年の景気見通しを上方修正。もっとも、高金利環境が目先の景気モメンタムを下押しするとの見方は維持し、2024年はトレンド未満の低成長を想定。

### 労働需給のひっ迫緩和は継続

10月雇用統計は労働需給のひっ迫緩和を示唆する結果。非農業部門の雇用者数は前月比+15.0万人と市場予想を下回ったほか、過去2カ月分も下方修正。失業率は3.9%と前月の3.8%から若干上昇したものの、求人数を加味した労働需要が労働供給を上回っている状況が継続しているため、当面の失業率は大幅に上昇しづらい可能性を示唆。自発的離職率を踏まえると、賃金上昇率の緩やかな鈍化を想定。

### サプライズ続きの物価動向

10月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と下振れ。内訳では住居費は同+0.4%、住居費を除くサービス価格も同+0.2%とそれぞれ鈍化。9月分の上振れは単月の振れとひとまず評価できよう。インフレ実績値はFRBが見込む形で鈍化傾向にある一方、ミシガン大インフレ期待が上昇しつつあることに留意。特に長期インフレ期待の不安定化は金融引き締め強化リスクとなる。

### 景気下押し圧力は来年前半には剥落か

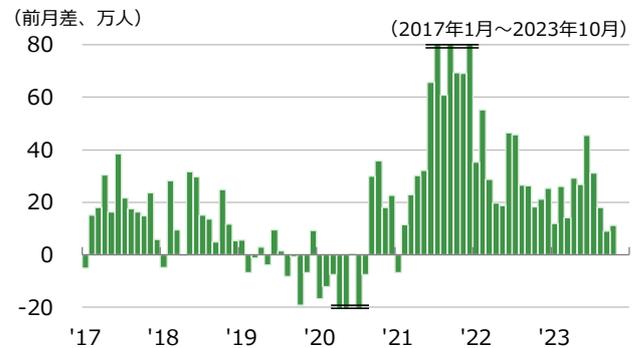
商工ローンに対する貸出態度は大・中堅企業で33.9、小企業で30.4と、いずれも厳格な領域にある一方、厳格度合いは前回調査から緩和した。前回7月調査以降、2年債と10年債などの利回り差の逆転が大幅に縮小しており、融資を巡る逆鞘環境の好転が厳格度合い低下の背景にあると考えられる。ラグも踏まえると、金融引き締めに伴う景気下押し圧力は来年前半には一巡し始めるとみられる。

### 実質GDP



(出所) ブルームバーグ

### 非農業部門の雇用者数



(出所) ブルームバーグ

### ミシガン大インフレ期待



(出所) ブルームバーグ

### 金融機関の貸出態度



(出所) ブルームバーグ



## 株式

### 中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。金利低下などを背景に株式市場のセンチメントは改善し、株価は10月末から反発した。10月CPIの鈍化による金利の一段の低下も追加的な好材料。その一方、米国経済の鈍化がインフレ沈静化をもたらす適度なものに留まるかにはまだ不確実性があるとみる。向こう数カ月は学生ローン返済再開等により内需に変調が見られないかを特に注視したい。

### リスクプレミアムは依然割高水準

S&P500の12カ月先予想PERは18倍台前半、リスクプレミアムは0.8%程度。リスクプレミアムの低水準（割高）が目立つ状況であり、株式市場が金利変動の影響を受け易い状況にあると考える。追加利上げは当社のメインシナリオではなく、CPIの鈍化により株式市場の利上げ織り込みも後退。その一方、一部統計ではインフレ期待の上昇が見られ、これが金利に影響しないかは足元の不確実要因とみる。

### 消費は一部統計で不安定な動きも

免除されていた学生ローンの返済再開の影響等が懸念される消費だが、BEAが公表するカード取扱高によれば、10月まで底堅かったものの11月に入りやや不安定な動き。7-9月期のクレジットカードローンの延滞率が新型コロナ前を上回る水準にまで上昇した点も懸念材料。消費の動向は、足元で株式市場のセンチメントに与える影響が大きいと考えられ、今後の小売業決算は要確認。

### 追加利上げなしの確証は高まるか？

金融政策の焦点は「どれだけ政策金利を据え置くか」であるが、追加利上げの有無は依然重要。追加利上げがなければ、FRBは7月の利上げを最後に政策金利の据え置き期間に入ったことになり、自ずと2024年半ば以降の利下げ開始が視野に入る。追加利上げがあれば、これが半年程度後ズレすると考えられ、株式市場への影響は大きい。経済指標の発表1つで見方が変化しかねない局面であり注意したい。

### S&P500の推移

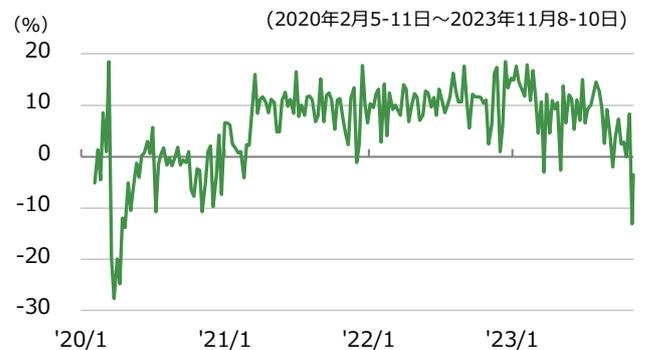


### S&P500のPERとリスクプレミアム



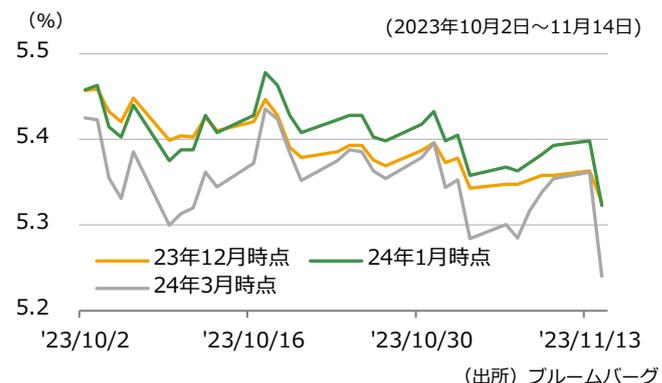
※PERは12カ月先予想PER  
※リスクプレミアムはS&P500の益利回り - 10年国債利回り  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 米国のカード取扱高の動向



※公表元による同数値の定義は「パンデミック前に予想されたレベルに対する支出の変化」  
(出所) 米商務省経済分析局 (BEA) より大和アセット作成

### 市場が織り込む政策金利





## 債券・金利

### 利上げは打ち止めか

11月FOMCは5.25-5.50%での政策金利据え置きを2会合連続で決定。声明文は金融環境の引き締まりに新たに言及し、9月FOMC以降の長期金利上昇を追加利上げの代替とした格好だ。一方、パウエルFRB議長は「金融政策が十分に景気抑制的か確信していない」と述べ、追加利上げの可能性を排除しなかった。当社は引き続き追加利上げを想定しておらず、来年後半までの政策金利据え置きを予想する。

### 長期金利低下の行き過ぎに注意

長期金利上昇が追加利上げの代替となっただけに、FRBからすれば景気が明確に減速するまで長期金利は高止まる必要がある。10月CPIの下振れは追加利上げの必要性こそ低下させたが、2%インフレ目標の実現が視野に入ったわけでは当然ない。利下げ観測に伴う長期金利低下が進む展開となれば、FRB高官が今度は金利低下をけん制する可能性に注意。

## リート

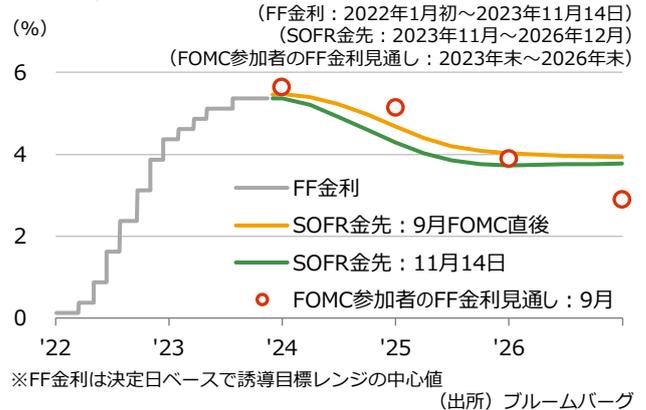
### 金利低下時の反発や外部成長機会も

長期金利の上下に連れてやや値動きの大きな展開となった。7-9月期決算では引き続き堅調な業績及び見通しが確認され、11月FOMC後の金利低下時には大きく反発する局面が見られた。財政や景気動向、地政学リスクなど不確実性が残るものの、金融引き締めサイクルは終盤との想定を継続。実物不動産市場に先行して下落してきた上場リートでは、今後の成長に向けて複数のM&A案件が発表されている。

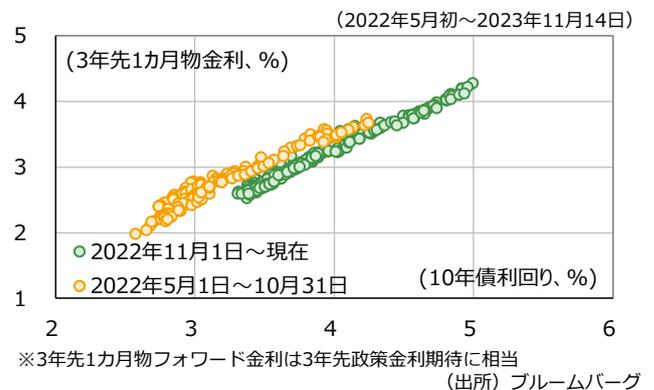
### 外部環境に左右される展開が続こう

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、今後も長期金利などの外部環境に左右される展開が続こう。堅調な業績動向や緩やかな長期金利の低下想定などからポジティブな投資リターン想定は継続。投資スタンスもやや強気を維持。

### FF金利と見通し



### 10年債利回りと3年先政策金利期待



### FTSE NAREIT Index推移



### FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 日米金利差のわりに高水準な米ドル円

日米5年金利差と米ドル円は基本的に連動しており、米ドル円は金利差の動向次第と見ている。ただ、日米金利差は10月ピークの4.59%から4.03%（11月14日）に縮小し、過去1年程度の金利差との相関に見合う米ドル円は142円台だが、実際の米ドル円はそれを7円余り上回り、格差は過去1年で最大に。日本の当局者が内外金利差に見合わない円安を「投機的」として、けん制を強める可能性もありそうだ。

### 米ドル円は153円を上限に下落傾向か

過去1年間程度では、日米5年国債金利差が4.4%なら米ドル円は148.9円を中心に142.8～155.0円、3.4%なら132.1円を中心に126.0～138.2円に収まりやすい。足元ではリスクオンの円安により、金利差のわりに米ドル円の水準が高めだ。今後1年程度は、FRBの金融引き締め姿勢の後退で米金利が低下（日米金利差が縮小）し、米ドル円は128～153円のレンジ内で下落傾向になると予想している。

### 米実質金利は米ドル安要因に転じた

米国で高めの金利が長期化すると観測から実質金利が上昇し、米ドル高に作用してきた。だが、金融・信用状況の引き締まりが経済の重荷となるため追加利上げの必要性が低下したとの考えを示すFRB高官が増え、実質金利は反落している。日本は期待インフレ率上昇の一方で実質金利の上昇が抑制されているが、FRBのタカ派姿勢後退とともに米実質金利が低下し、米ドル安・円高に作用すると見ている。

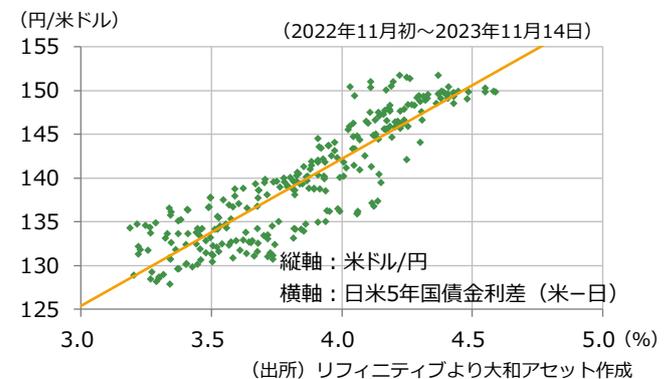
### 米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

米国のコアCPI（食品・エネルギーを除く）の前年同月比（以下同じ）は10月時点で4.0%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.0%にとどまる。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは9月時点で3.6%であり、米国を大幅に上回る。基調的なインフレ動向は日米金融政策格差が縮小に向かうとの見方につながり、日米金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働く要因となるだろう。

### 日米金利差との相関からの米ドル円推計値



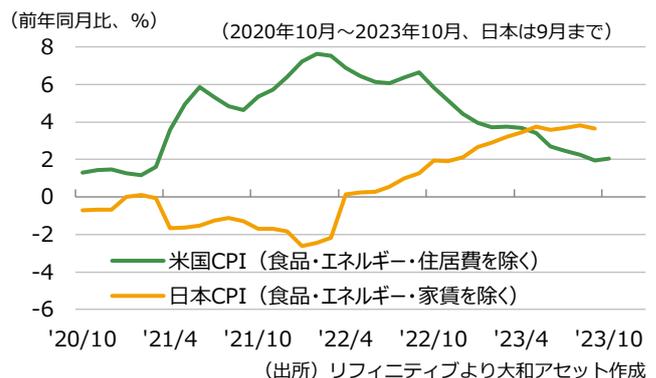
### 日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



### 日米の実質金利



### 日米の家賃を除くコアCPI





## 経済

### 安定的な景気回復は当面見通せず

実質GDPは2022年10-12月期以降、順に前期比▲0.0%、0.0%、0.2%、▲0.1%と停滞したまま。高インフレ、高金利、供給制約、新型コロナウイルス対応の財政政策の効果低減、世界経済の減速、地政学リスクの高まり等々、景気の逆風は多く、安定的な景気回復は当面見通せず。少なくともインフレ率が有意に低下するまでは、金融引き締めの一時的な効果により、景気は下振れリスクが大きい。

### サービス業の景況感も悪化が継続

PMIは製造業が昨年7月以降50を下回って推移し、最近40台前半に沈んでいる。水準的に下げ止まり感はあるが、40代前半は経済活動の顕著な収縮を意味する。サービス業も足元は3カ月連続で50を下回っている。物価安定を唯一の政策目標とするECBによる金融引き締めの当然の帰結である。中期的に2%のインフレ目標の達成が見通せるまで、景況感の改善は期待できそうにない。

### 貸出基準の厳格化と借入需要の大幅減

ECBの銀行貸出調査に拠れば、銀行の貸出基準は2020年7-9月期以降、ほぼ例外なく厳格化し続けており、2023年1-3月期はその程度が欧州債務危機時以来にまで高まった。4-6、7-9月期はそこからやや低下しているが、厳格化には変わらない。企業の借入需要は大幅に減少しており、その程度はリーマン・ショック時を凌ぐ。金融引き締めが金融環境、実体経済に伝播している証左である。

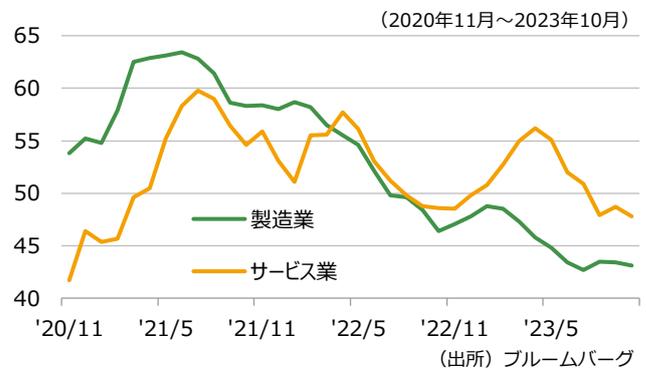
### インフレ率の低下基調がより明確に

10月消費者物価指数は総合で前年同月比2.9%、食品・エネルギー等を除くコアで同4.2%と、コアも鈍化基調がより明確になってきた。市場の織り込む長期の期待インフレ率も、8月上旬をピークに低下基調にある。現実のインフレ率も期待インフレ率も目標値の2%を上回ったままで、特に労働需給のひっ迫に伴う賃金の上振れは依然リスク要因だが、2%への収斂の道筋がおぼろげに見えてきた。

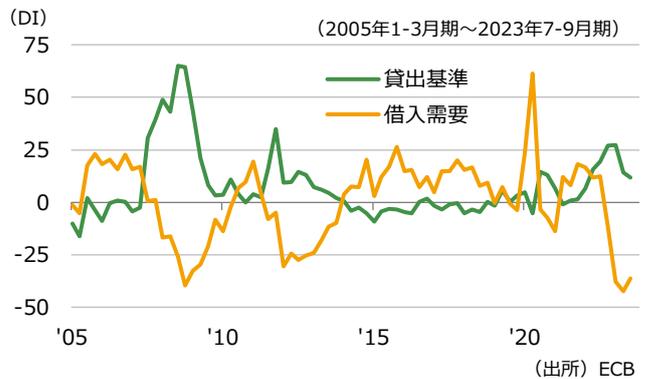
### 実質GDP



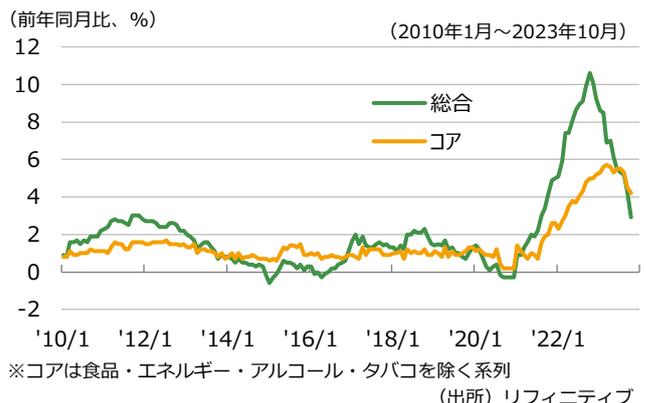
### PMI



### 貸出基準と借入需要



### 消費者物価指数





## 株式

### 中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。10月のECB理事会でも政策金利は据え置かれ、利上げ局面が終了したことはほぼ確定した。その一方、ユーロ圏のコアCPIは直近でも前年同月比4%台と依然高く、利下げ開始時期はまだ見通せない。バリュエーションは低位にあるものの、PMIが製造業、サービス業共に50割れ、製造業は40台前半にあることを勘案すれば、強気スタンスは取り難い。

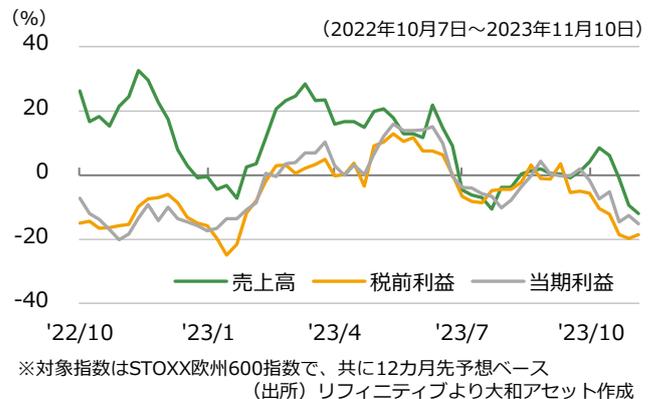
### リビジョン指数はマイナスに低下

マイナスが目立っていた利益のリビジョン指数だが、景気鈍化により9月下旬からは売上高の指数もマイナスに転じた。指数ベースのPERは11~12倍と低く、業績予想が一段と切り下がったとしても株価の下値余地はある程度限定的と考えるものの、短期的な株価の反発も期待し難いと考える。インフレの一段の沈静化と企業業績の底打ちを待ちたい。

### Euro STOXX 50の推移



### リビジョン指数



## 債券・金利

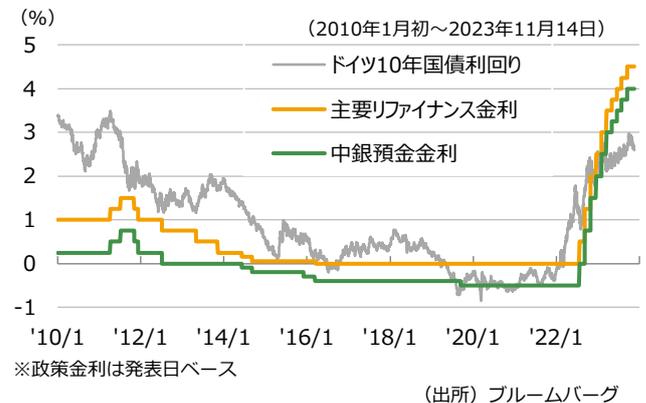
### 政策金利は現水準で十分に長い間維持

ECBは2022年7月から10会合連続で利上げした後、直近の10月は利上げを見送った。最近のインフレ関連指標の軟化や利上げの累積的効果に鑑み、十分に長い間維持されれば、政策金利はインフレ目標の達成に多大な貢献をする水準にあるとの判断に拠る。ラガルド総裁は、利下げの議論は時期尚早で、利下げには今後2四半期超を要する旨の発言を行った。金融政策は当面現状維持の公算が大きい。

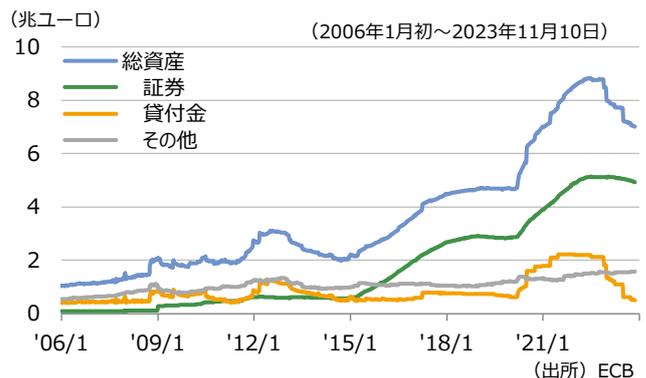
### 景気は脆弱で長期金利は低下基調へ

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継続したまま。再投資停止の議論はなされるとラガルド総裁は述べたが、金融市場の不安定化を避けるため、当初の方針通り2024年末まで再投資を継続しよう。景気は脆弱なままであり、早晚インフレ期待の低下に連れて、長期金利は低下基調を見込む。

### ECBの政策金利とドイツの長期金利



### ECBの資産残高





## 為替

### 独日金利差縮小でもユーロ高・円安に

景気減速下でユーロ圏のコアインフレ率がピークを打ち、ECBの追加利上げ観測も後退するなかで、独金利は日本の金利に比べ相対的に低下しつつある。だが、欧米金利低下がリスクオンを招き、円安圧力が働いているため、独日金利差縮小にもかかわらずユーロ高・円安が進んでいる。今後、景気減速懸念が強まるとともにリスクオフに傾きやすくなり、ユーロ安・円高が進行しやすくなると見ている。

### 金利差動向に反したユーロ高・米ドル安

独金利が米金利に比べ相対的に低下し、ユーロ安・米ドル高要因になっている。だが、現状は欧米金利低下を受けたリスクオンのユーロ高・米ドル安圧力がそれを上回る。先行きは米金利低下により独金利の相対的低下が収まると見ているが、欧米などの景気減速懸念が強まることにより、リスクオフのユーロ安・米ドル高に傾きやすくなると予想する。ユーロ・米ドルの金利差離れは解消に向かうだろう。

### 実質実効為替の水準とインフレへの影響

物価変動格差を控除した実質実効為替レート（広義）について、ユーロは過去20年平均を3%下回り、米ドルは同平均を20%上回る（2023年10月現在）。一方、円は1970年1月以降の最低水準を更新し、同平均を35%も下回る。実質実効為替の水準から見ると、為替はユーロ圏のインフレには中立的な要因であるのに対し、米国のインフレを抑制する要因、日本のインフレを促進する要因になっている。

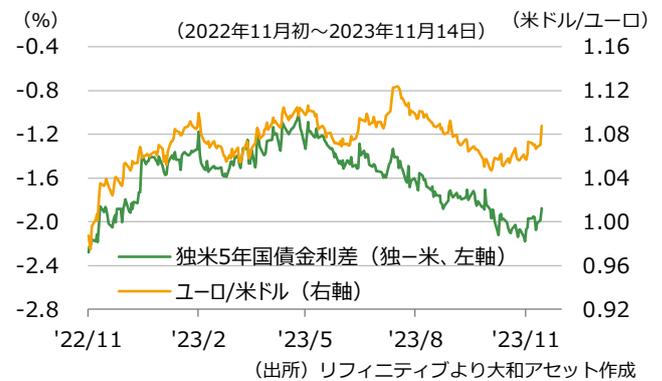
### 最近の経済指標はユーロ高要因に

経済指標の市場予想比を反映する経済サプライズ指数（ESI）は、ユーロ圏が小動きで、米国が低下、日本がプラスからマイナスへと低下している。最近のESIの相対的な変化からすると、ユーロ高圧力が働きやすい状況と言える。ただ、米国のESIが低下し、ユーロ圏も低迷が続くと、景気悪化懸念が欧米金利低下だけでなくリスクオフを招き、円や米ドルに対してユーロ安圧力が働きやすくなるだろう。

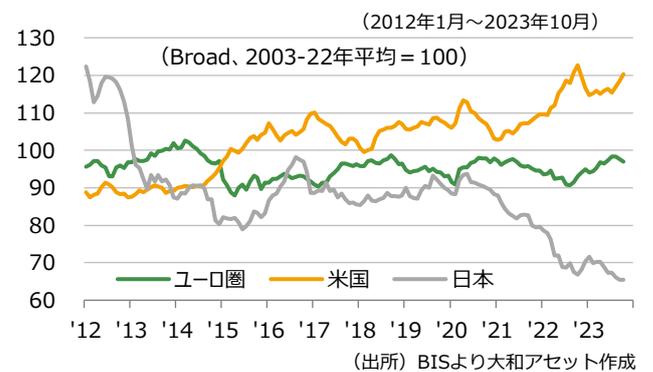
### 独日5年国債金利差とユーロ・円相場



### 独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



### 実質実効為替レート



### 経済サプライズ指数





## 経済

### 景気は当面停滞したままで目先は後退も

実質GDPは2023年7-9月期に前期比▲0.0%と、僅かながらも4四半期ぶりにマイナスを記録した。前年同期比0.6%と、景気はこの1年間ほぼ停滞したまま。相対的に好調であったサービス業も、PMIが3カ月連続で50を下回っている。金融引き締め効果の累積的な効果や供給制約の厳しさから、景気は当面停滞したままと見込む。目先は緩やかな景気後退に陥ろう。BOEも景気は今後1年程度停滞との見通し。

### コアのインフレ率は低下基調へ転換

週平均賃金（民間、賞与を除く）は3カ月移動平均で9月まで前年同月比（以下同じ）8%前後の高い伸びが続いているが、消費者物価指数は食品・エネルギー等を除くコアで10月は5.7%と、5月の7.1%をピークに着実に鈍化している。最近の経済指標の顕著な悪化に鑑みれば、コアのインフレ率の低下は基調変化の可能性が高い。

## 為替

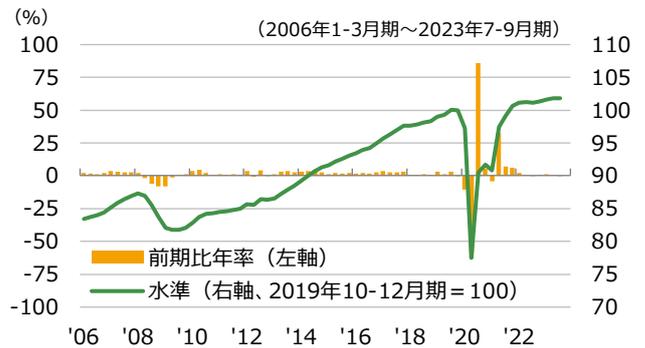
### 政策金利は現水準で長期化の公算

BOEは2021年12月の利上げ開始から14会合連続で利上げを実施した後、9、11月と続けて利上げを見送った。今次局面の利上げは終了し、長期金利も低下基調に転じた可能性が高い。ただし、金融政策は長期間引き締めめである必要がありそうだ、より持続的なインフレ圧力が明らかになれば追加利上げが必要、とのBOEの判断には利下げの示唆はない。政策金利は現水準の5.25%で長期化しよう。

### ポンド安・ユーロ高圧力が継続か

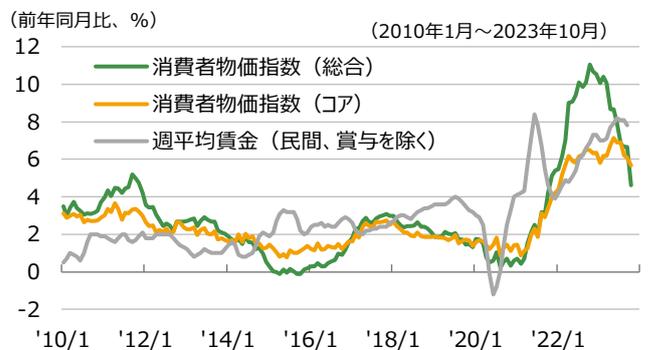
ユーロ圏に比べ英国の長期金利は8月以降、相対的に低下し、ポンド安・ユーロ高要因となっている。英国の景気減速や労働需給緩和に加え、コアインフレの鈍化が明確化し始め、追加利上げ観測が後退したためだ。ユーロ圏でも追加利上げ観測が後退しているが、今後のインフレ率低下と金利低下の幅は英国の方が大きくなり、ポンド安・ユーロ高に作用か。

### 実質GDP



(出所) リフィニティブ

### 消費者物価指数と週平均賃金



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

※週平均賃金は3カ月移動平均で、2023年9月まで

(出所) リフィニティブ

### 政策金利と長期金利



※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

### ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 経済

### GDP成長率はマイナスに

7-9月期のGDP成長率（前期比年率、以下同じ）は実質、名目でそれぞれ▲2.1%、▲0.2%と4-6月期の4.5%、10.5%からマイナスに転じた。為替の円安進行により輸入が増加し、前回大きくプラスに寄与した外需がマイナスとなった。実質では、政府最終消費支出以外のほとんどの項目がマイナスとなるなど冴えない内容で、民間需要は▲2.3%と4-6月期の▲3.8%に続き2期連続のマイナス。

### 内需にやや弱い動き

他国に比べて遅れていた経済活動正常化の動きが進み、内需の相対的な堅調が目立っていたが、足元ではやや弱い動きが見られるようになった。長引く残暑の影響による秋冬物の不振など一時的な要因もあるが、相次ぐ値上げによる物価上昇を家計が受け入れる状況とはなっていないようだ。今後は補助金再開によるガソリン価格の低下や減税の効果なども期待されるが、数量面での弱い動きは継続か。

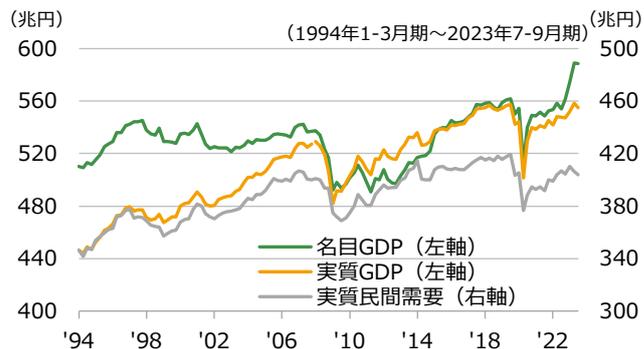
### コストプッシュインフレに一服感

東京都区部の消費者物価指数（前年同月比）は、10月が+3.3%と9月の+2.8%から伸び率が加速したが、昨年の全国旅行支援の反動や電気・ガス代の補助金半減など政策要因の寄与が大きい。天候要因により生鮮食品の伸び率が加速しているが、生鮮を除いた食品の伸びは鈍化傾向にあり、エネルギー価格は下落に転じている。輸入物価上昇の沈静化からコストプッシュインフレに一服感が出てきている。

### 賃金の伸びは加速せず

9月現金給与総額の伸び（前年同月比、以下同じ）は+1.2%と賃金上昇に加速感は見られず。所定内給与の伸びは+1.5%となったが、8月の確報値は速報値の+1.6%から+1.3%に下方修正された。また、特別給与が▲6.0%と前月に続き大幅なマイナスになるなど、企業は見かけ上の賃金上昇率を高めるために、残業代やボーナスなどを圧縮しているようだ。実質賃金は▲2.4%と18カ月連続マイナス。

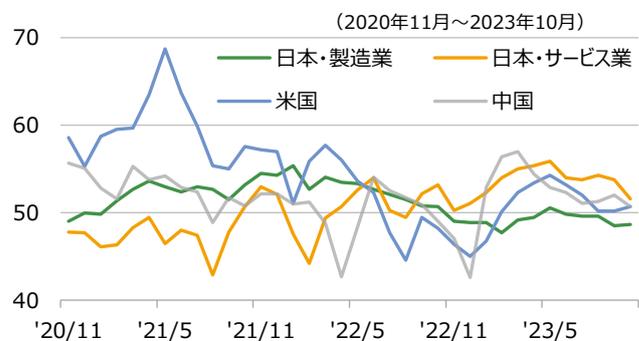
### GDP



※季節調整値、年率換算値

(出所) ブルームバーグ

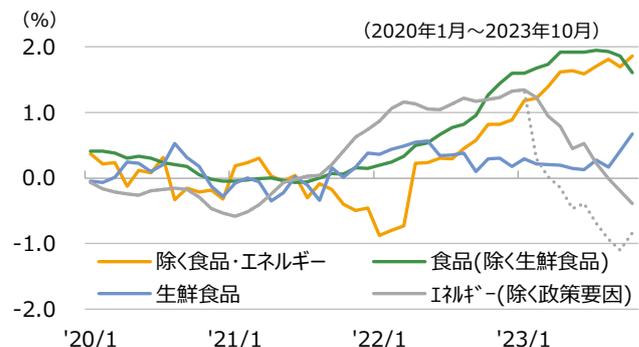
### PMI



※中国は国家统计局発表、日本以外は総合指数

(出所) ブルームバーグ

### 消費者物価指数 前年同月比の寄与度

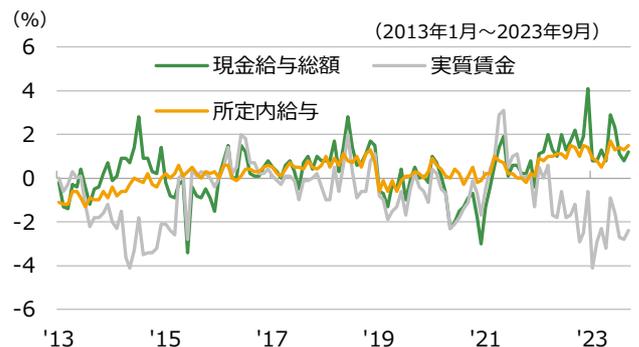


※東京都区部、点線は政策要因込みの数値

※政策要因は「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の影響のみ

(出所) 総務省、ブルームバーグより大和アセット作成

### 家計調査



※前年同月比、事業所規模5人以上

(出所) ブルームバーグ



## 株式

## やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気スタンスを継続する。直近1カ月は米金利の低下もあり反発し、日経平均株価は3万3,000円台を回復した。もう一段の株価上昇のためには、東証の資本効率を意識した経営の要請など日本の独自材料に再び焦点が当たる必要があると考える。株主還元強化の動きは直近決算でも確認出来ており、来年に掛けて日本の独自材料が注目される可能性は依然高いと考える。

## バリュエーションは依然割高感なし

TOPIXのバリュエーションはPERで14倍弱、リスクプレミアムは6%台前半であり、依然、割高感はない。国内企業業績は、製造業の一部で減益が目立ったものの、円安の寄与もありコンセンサス対比ではしっかりした内容となった。来年にも日銀がマイナス金利を解除するとの見方が強まる中でも、米ドル円が目立った円高となっていないことも、業績面での安心感に繋がっていると考える。

## 株主還元は強化の動き

右図は中間決算時点における会社計画の配当性向を見たもの。新型コロナの影響により業績が低迷（配当を据え置く企業が少なくないため、配当性向が上昇し易い）した2020年度を除けば、2023年度の配当性向（会社計画）は近年で最高。東証は年明け以降、「資本コストや株価を意識した経営」に対応した企業を公表すると表明しており、自社株買いも含め株主還元強化の動きは続き易いとみる。

## 在庫循環は徐々に進展

9月末時点の国内企業の在庫水準はセクター毎にまちまち。しかし、前年同期差で見れば回転月数の悪化は改善傾向にある。半導体市況を見ると、NANDフラッシュのスポット価格が9月以降上昇していることも在庫調整の進展を示唆している。海外経済の減速による最終需要の減退リスクはあるものの、在庫循環の進展は来年度の企業業績を支える材料となろう。

## TOPIXの推移



## TOPIXのPERとリスクプレミアム

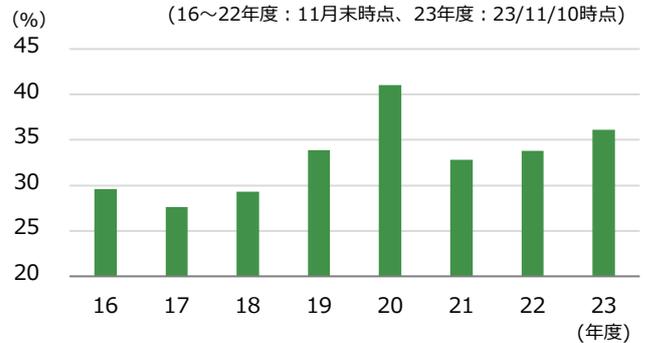


※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはTOPIXの益利回り－10年国債利回り

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## 中間決算時点の配当性向（会社計画）

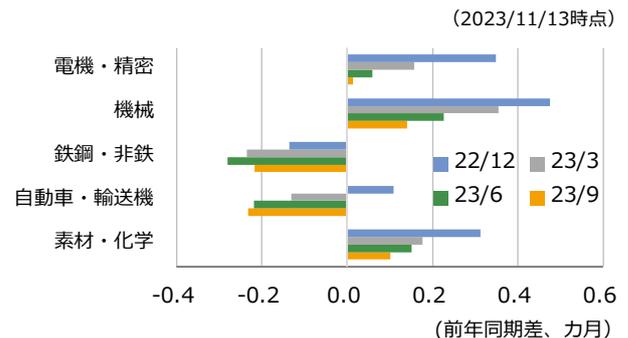


※対象は各年度11月末時点におけるTOPIXの2月、3月決算銘柄

※会社計画の連結EPSとDPSから算出、上下10%を排除したトリム平均

(出所) Quick Workstationより大和アセット作成

## 棚卸資産回転月数の動向



※対象はTOPIX1000のうち3月が本決算、四半期決算の銘柄

※セクター毎に各銘柄の回転月数の平均値を算出

(出所) Quick Workstationより大和アセット作成



## 債券・金利

## 「第2の力」とは何か？

9月以降、植田日銀総裁は物価を説明する際に「第1の力」、「第2の力」との表現を多用。「第2の力」について日銀は、賃金と物価の好循環に繋がるもの以上の説明はしていないが、主に賃金が影響しやすいサービスインフレを意識したものでしょう。そのサービスインフレは、公共サービス中心にまだ0%近辺の比率が高い。サービスインフレの広がり今後の金融政策のポイントになるろう。

## 10年国債利回り予想を小幅に引き上げ

上限1%を目途としたYCCのさらなる柔軟化の決定を受け、10年国債利回りの予想は23年末：0.9%、24年末：1.0%、25年末：1.1%へと各年を上方修正。しかし、1%を大きく上回る水準ではオペの増額などが予想されるため、上方修正幅は小幅に留めた。引き続き、春闘の賃上げ動向が概ね判明する24年4月でのマイナス金利解除を予想する。

## リート

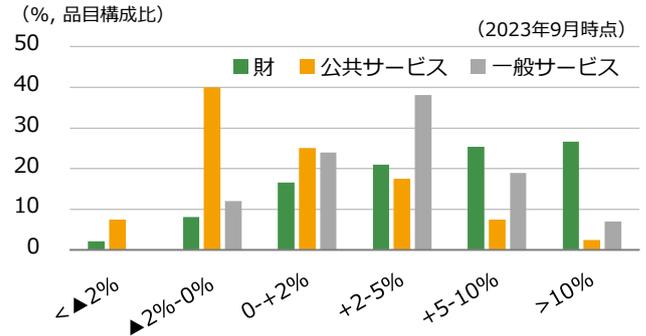
## 1,800台前半での上下に振れる展開

金融政策修正への思惑から国内長期金利が大きく変動するなか、足元1カ月のJ-REIT市場も上下に振れる展開となった。一方で、中東での地政学リスクの高まりなどで東証REIT指数が1,800を割り込む水準まで下落すると、割安感から買いが入り反発。下値は限定的で1,800台前半での推移が続いた。国内長期金利がJ-REIT市場に与える影響が大きい展開が続くそう、引き続き動向を注視している。

## 金利想定の修正に合わせて見通しを修正

東証REIT指数の予想値を2023年末1,850、2024年末1,900、2025年末1,950に下方修正した。不動産市況に大きな変化はないが、日本の10年国債利回り予想値の上方修正に合わせ、要求利回り水準を引き上げたことによる下方修正。下値不安は限定的で、4%を超える配当利回りがトータルリターンを底上げするため、投資スタンスはやや強気を維持。

## 財・サービス別インフレ率の状況



※インフレ率は前年同月比  
※生産食品とエネルギーは除く

(出所) 総務省より大和アセット作成

## 10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ

## 東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーグ

## 東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 為替

### 米ドル安を上回る円安で米ドル円が上昇

7～9月はクロス円が安定推移する一方、円以外の通貨に対し米ドル高が進み、米ドル円が上昇した。海外金利上昇による円安とリスクオフの円高が相殺された一方で、米金利上昇とリスクオフがともに米ドル高に働いたからだ。10月以降は米金利低下とリスクオンにより米ドル安に傾く一方で、リスクオンの円安によりクロス円が上昇している。また、円安が米ドル安を上回り、米ドル円もやや上昇した。

### 米金利低下とリスクオンによる米ドル安

7～9月は米金利上昇・株安（リスクオフ）による米ドル高が進んだが、10月以降は米金利低下・株高（リスクオン）による米ドル安に転じた。米金利と米株価が逆方向に動くと米ドル相場が変動しやすく、同方向に動くと円相場が変動しやすくなる。今は米金利低下・リスクオンで米ドル安に振れているが、景気減速懸念が強まるにしたがい米金利低下・リスクオフで円高に振れやすくなると見ている。

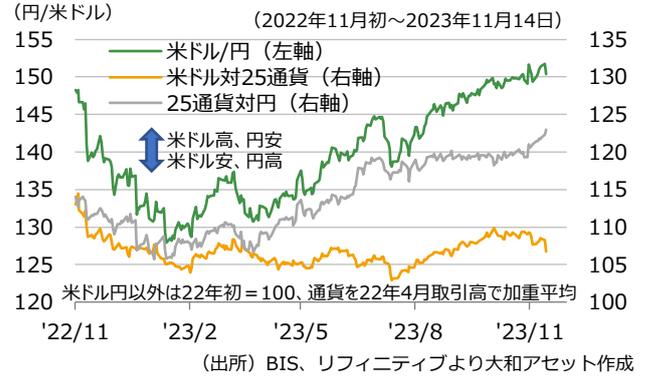
### 米金利と米ドル円の順相関が低めに

足元、米金利と米ドルは順相関、米金利とクロス円は逆相関にある。米金利が上昇すると、米ドル高に振れる一方、クロス円が下落する（円高）傾向にある。逆に、米金利が低下すると、米ドル安に振れる一方、クロス円が上昇する（円安）傾向にある。つまり、米金利変動に対して米ドルの変動と円の変動が打ち消し合うため、米ドル円の変動は抑えられ、米金利と米ドル円の順相関は低めになっている。

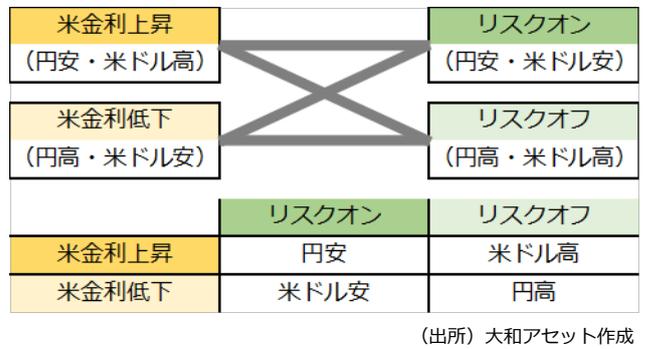
### 米株価とクロス円の順相関が高めに

足元、米株価と米ドルは逆相関、米株価とクロス円は順相関にある。米株価が上昇すると、米ドル安に振れる一方、クロス円が上昇する（円安）傾向にある。また、米株価が下落すると、米ドル高に振れる一方、クロス円が下落する（円高）傾向にある。最近では米金利低下と株高を背景に、米ドル安に振れているが、それ以上にクロス円の上昇（円安）が強まっているため、米ドル円がやや上昇している。

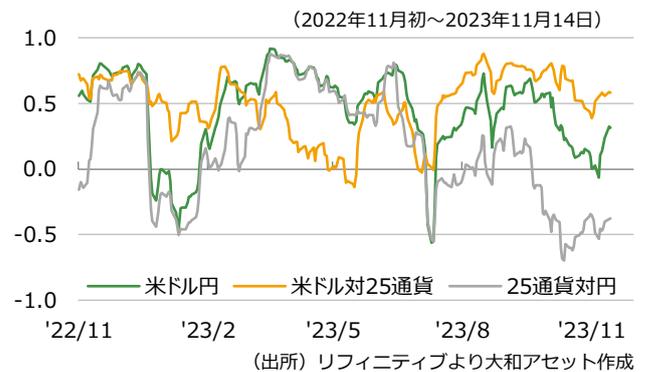
### 米ドル・円・他通貨の為替



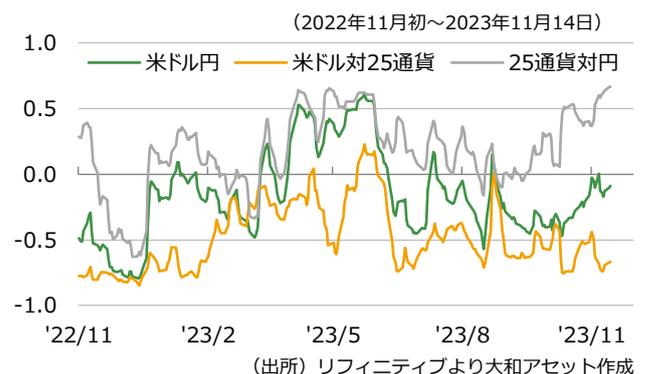
### 米ドルと円の変動パターン



### 米10年国債金利との時系列相関係数（25日間）



### 米S&P500株価指数との時系列相関係数（25日間）





## 経済

### 供給制約緩和とゼロ%前後の低成長

雇用者数は増加傾向が続いているが、生産年齢人口の急速な増加に比べれば鈍く、失業率が緩やかに上昇するなど人手不足感は後退。一方、既往の利上げの効果が需要は抑制され、実質GDPは2月以降、前月比ゼロ%前後の低成長にとどまっている。移民の急増が労働供給を支えている点を踏まえれば雇用の質には疑問が残るものの、供給（雇用など）の増加と需要（実質GDPなど）の低迷は続いている模様。

### 景気の弱さがインフレ鈍化につながるか

潜在成長率を下回る経済成長により需給ギャップのプラスは縮小。カナダ銀行の推計は7-9月期に▲0.75～+0.25%とマイナスに転じた可能性を示唆。一方、こうした景気の弱さはインフレに表れておらず、同行が重視する2つのコアCPI（3カ月前比年率）は3%台後半で高止まり。2%のインフレ目標達成には需給ギャップのマイナス拡大に加え、インフレ期待の低下や賃金上昇率の鈍化なども必要か。

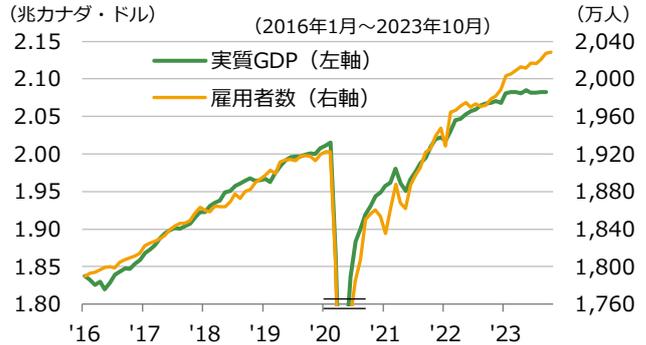
### インフレ期待の正常化は緩やか

カナダ銀行調査による企業の予想インフレ率（今後2年・年率）はピークの4.8%から直近で3.3%に低下。回答割合で見ると、4割超がインフレ目標レンジの1～3%に戻ると回答。コロナ禍前のような正常にはまだ遠いものの、昨年の2割弱からは改善した。消費者の予想インフレ率の低下は相対的に鈍いが、需要の弱さは値上げに備えた買いだめの乏しさを示唆しており、企業の予想がより重視されよう。

### 賃金上昇率の鈍化も緩やか

各種賃金指標は依然として前年比4～5%程度のレンジで高止まりしている。また、企業が予想する今後1年の賃金上昇率は、ピークから低下したとは言え、まだ4.3%とコロナ禍以前のレンジから上振れたままである。各所で発生しているストライキは、賃金ならびにサービス価格の押し上げ要因として今後も注意が必要だろう。景気だけを見れば利下げが近いように感じるが、インフレの粘着性は相当高い。

### 実質GDPと雇用者数

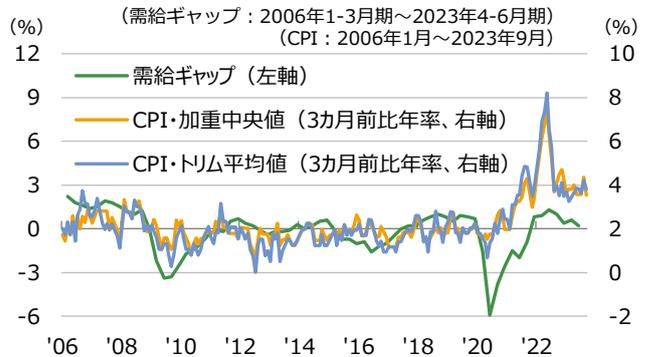


※実質GDPは2023年9月まで

※実質GDPの2023年9月はカナダ統計局の推計値を基に計算

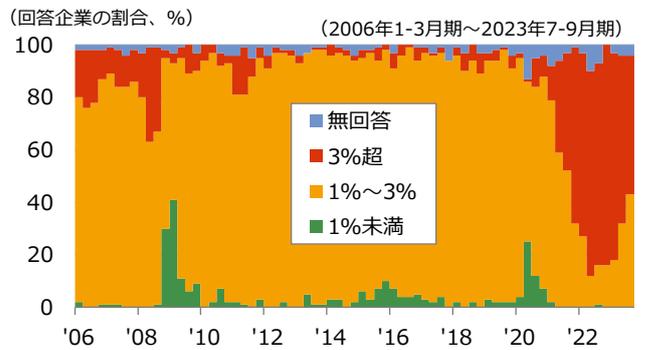
(出所) カナダ統計局より大和アセット作成

### 需給ギャップとCPI



(出所) カナダ銀行、カナダ統計局より大和アセット作成

### 企業の予想インフレ率（今後2年・年率）



(出所) カナダ銀行

### 賃金上昇率



(出所) カナダ銀行、カナダ統計局



## 債券・金利

### 金利を据え置きインフレ沈静化を待つ

カナダ銀行は10月金融政策決定会合において、2会合連続となる政策金利の据え置きを決定。政策委員の見方は、経済の弱含みが続くという点で一致しているが、インフレ目標達成に向けて現在の政策金利（5%）で十分か否かについて割れている。10月会合時はハマスとイスラエルの紛争で原油価格の上昇リスクが強く意識されていたことを考えると、同リスクの後退が利上げの必要性を低下させるだろう。

### 利下げの判断には慎重さを要する

インフレ抑制に向けてカナダ銀行は①需給ギャップ、②インフレ期待、③賃金上昇率、④企業の価格設定行動に注目する方針。①は順調だが、②～④の改善は緩慢。企業の価格設定行動に関しては、例えば、企業が想定する値上げの頻度が平時より高いままで、コスト上昇をすぐに販売価格に転嫁するリスクが懸念されている。利下げには慎重さを要する。

## 為替

### 米国との金利差は縮小に転じるか

過去1カ月のカナダ・ドルは、利上げ観測の後退や原油価格の下落などを受けて、対米ドルで減価。市場は来年4月の利下げ開始を予想しているが、前述の通りインフレの粘着性が高いため、当社は7-9月期の利下げ開始を予想。市場予想が修正される過程で米国との長期金利差が縮小し、カナダ・ドルが増価すると見込む。ただし、想定以上の景気悪化やインフレ鈍化はカナダ・ドルの上値を抑える要因に。

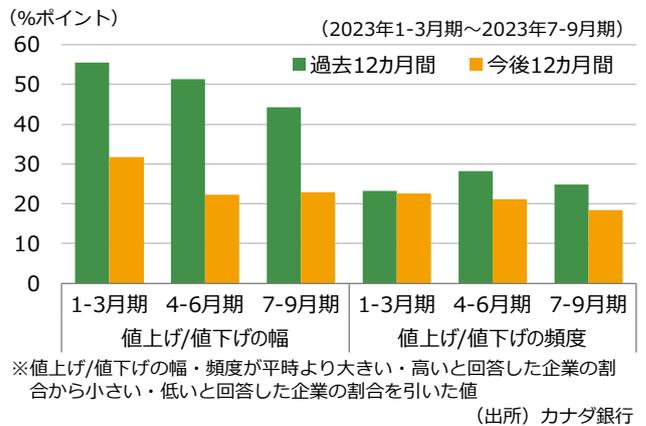
### 需要主導の原油価格上昇は通貨高要因に

最近原油価格とカナダ・ドルが連動しない場面がよく見られる。地政学リスクの高まりによる供給要因で原油価格が上昇する場合は、リスクオフの米ドル高が強くなるためだ。足元は需要への不安が原油安とカナダ・ドル安に作用しているが、来年は米国を中心に景気が底打ちし、需要要因による原油高が期待される。カナダ・ドルも追随しやすくなるだろう。

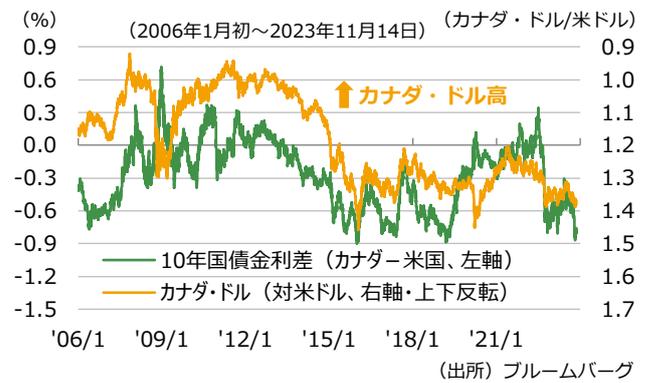
### 政策金利と10年国債利回り



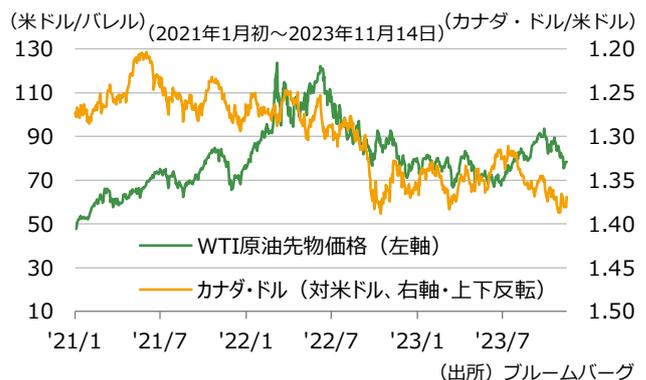
### 企業の価格設定行動



### 米国との10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



### 原油価格とカナダ・ドル (対米ドル)





## 経済

### 個人消費は腰折れを回避し底堅さを増す

昨年来、高インフレによる実質賃金の下落や利上げによる利払い負担の増加が個人消費の重荷となってきたが、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや急速な人口増加などを背景に腰折れも回避。実質賃金の伸びが改善することで、今後は個人消費が底堅さを増すと想定される。預金金利や住宅価格の上昇などによる資産効果も下支えしよう。引き続き景気後退に陥る可能性は低いと考えている。

### 労働市場は緩やかに持続可能な水準へ

労働市場は極めて過熱した状態から持続可能な水準へ戻る過程にある。雇用者数は顕著に増加してきたが、求人件数は依然としてコロナ前の水準を大きく上回ったままだ。失業率の上昇などに表れる労働市場の軟化は市場の想定より緩慢であり、RBAも失業率の予想を下方修正した。自然失業率とされる4%台半ばに向けた失業率の緩やかな上昇は、当社のソフトランディング（軟着陸）シナリオと整合的。

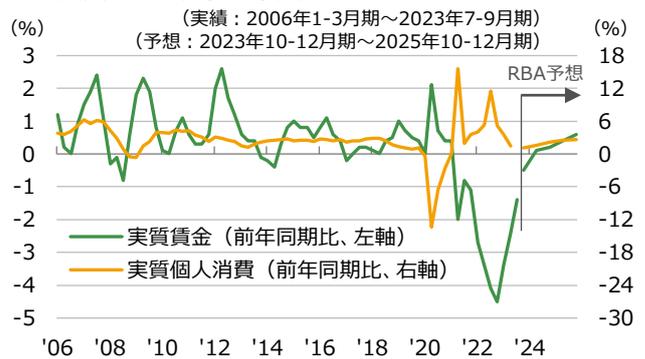
### 引き続きインフレ見通しに上振れリスク

消費者物価指数は7-9月期に前年同期比+5.4%に鈍化したが、依然としてインフレ目標レンジ（2～3%）や政策金利（直近4.35%）を明確に上回ったまま。実績の上振れに加え、サービス価格の粘着性を理由に、RBAは消費者物価指数の予想を上方修正した。インフレ目標達成に向けた進展は緩慢で、2025年後半に辛うじて目標レンジの上限を下回るほどだ。引き続き見通しの上振れリスクは大きい。

### 賃金上昇率は急加速も一時的か

7-9月期賃金指数は前期比+1.3%と、4-6月期の+0.9%から急加速した。しかし、これは7月からの最低賃金の大幅な引き上げの影響が大きく、NAB企業調査の労働コスト見通しが示す通り、一過性に終わる公算が大きい。賃金・物価のスパイラル的な上昇を懸念する状況にはないが、足元の個人消費の底堅さはこの賃金上昇が支えている可能性が高く、インフレの高止まりに寄与する可能性に注意が必要だ。

### 実質賃金と実質個人消費



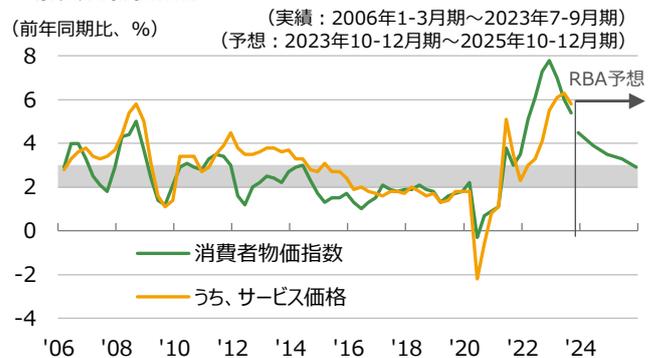
※実質個人消費の実績は2023年4-6月期まで  
(出所) 豪州統計局、RBAより大和アセット作成

### 雇用者数と失業率



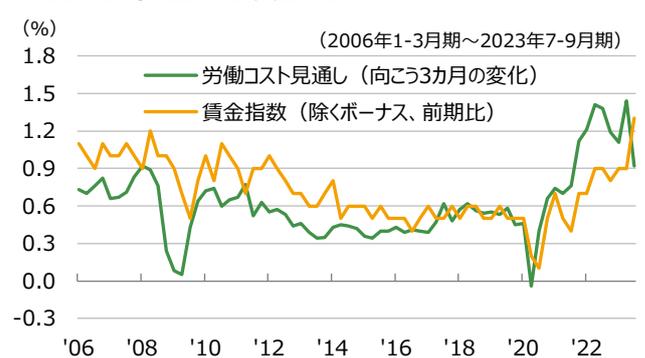
(出所) 豪州統計局、RBAより大和アセット作成

### 消費者物価指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ (出所) 豪州統計局、RBA

### 労働コスト見通しと賃金指数



(出所) ブルームバーグ、豪州統計局



## 債券・金利

### RBAは11月に5会合ぶりの利上げを決定

RBAは11月理事会で5会合ぶりの利上げを決定し、政策金利を4.35%とした。他方、今後の方針は追加利上げに向けたトーンが弱まっており、市場の利上げ観測は乏しい。当社も利上げは終了したとの予想が基本線。ただし、RBAは従来から妥当な期間内にインフレ率を目標レンジに戻すことを謳っており、2025年後半に辛うじて目標レンジ上限の3%に回帰するとの同行のシナリオは追加利上げと隣り合わせ。

### 利上げが足りない判断される可能性も

住宅ローン返済額（除く繰上返済）の対可処分所得比が7-9月期に10%まで高まり、過去最高を更新。固定型ローンの更新で一段と高まるが、2024年末でも10.5%にとどまるとRBAは推計。豪州は米国などに比べて金融政策の伝達速度が速い分、既往の利上げはすでに大部分が効果を発揮した模様。早晚、利上げが足りないとの判断が下されるリスクは残る。

## 為替

### 徐々に豪ドル高が進みやすい環境に

11月RBA理事会における利上げ観測の高まりなどを背景に、豪州の長期金利は米国に比べて上昇し、過去1カ月の豪ドルは米ドルに対して増価。当面は豪州と米国ともに政策金利を据え置いた後、米国の方が早く利下げに踏み切ると予想されるため、豪州の長期金利はより下がりづらいとみられる。短期金利の低さは豪ドル安要因だが、相対的な長期金利の高止まりや市場心理の改善が豪ドル高に作用しよう。

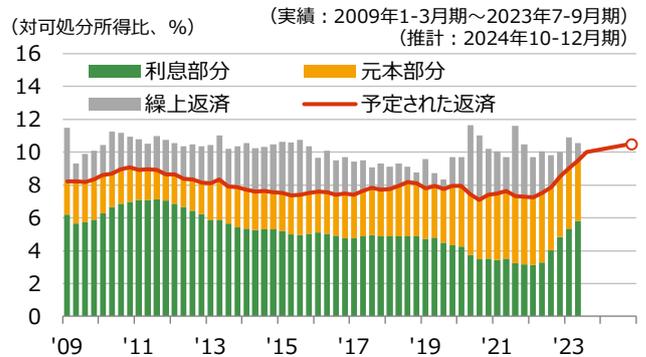
### 恒常的な貿易黒字は豪ドルを下支え

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

### 政策金利と10年国債利回り



### 住宅ローン返済額



### 米国との10年国債金利差と豪ドル (対米ドル)



### 交易条件と貿易収支





## 経済

### 景気回復の足取りは不安定

7-9月期実質GDP成長率が市場予想を大幅に上回る前年同期比+4.9%を記録したことを受け、2023年通年のGDP成長率は政府目標値「+5.0%前後」の範囲内に収まる可能性が高く、当社も2023年のGDP成長率見通しを上方修正した。しかし、10月の月次指標はPMIや、月次固定資産投資、鉱工業生産等芳しくないものが多く、7-9月期の2番底からの回復の足取りは不安定。

### 追加財政支出の景気浮揚効果は限定的

10月24日、財務省は2023年度の財政赤字対GDP比率を3.0%から3.8%へ引き上げ、約1兆元の追加財政支出を発表。被災地復興関連に割り当てられ、インフラ投資の急減速および2024年上半期の景気底割れの回避に寄与しよう。ただ、規模は限定的で、景気浮揚までは期待できず。政府総債務残高対名目GDP比率は100%超えとみられ、財政余力は乏しい。

## 株式

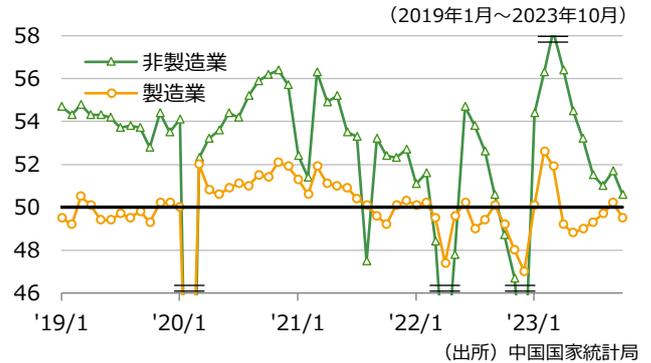
### 不動産対策への期待で幾分持ち直そう

証券取引時の印紙税引き下げや、国有企業の自社株買い要請に続き、当局は10月以降も保険会社の長期資金が株式市場に流入するように規制緩和するなど、懸命に株価下支えを行ったが、株価は下値を試す動きとなった。ただ、11月14日に報じられた「中国版QE」による不動産対策が事実であれば、「リーマン・モーメント」の回避が期待され、株式市場のセンチメントの改善に寄与すると予想。

### 不動産対策の「中国版QE」を見極める

10月の不動産販売は前年同月比▲14.4%に留まった上に、不動産企業の信用不安は一時民営企業から国有企業まで広がるなど、不動産不況は深刻化の一途を辿っている。ただ、14日に報じられた「中国版QE」による不動産対策が事実であれば、中期的に建築未完成物件問題の改善に繋がり、国有不動産企業の業績改善が期待される。

### 中国国家统计局PMIの推移



### 2023年度の財政支出額

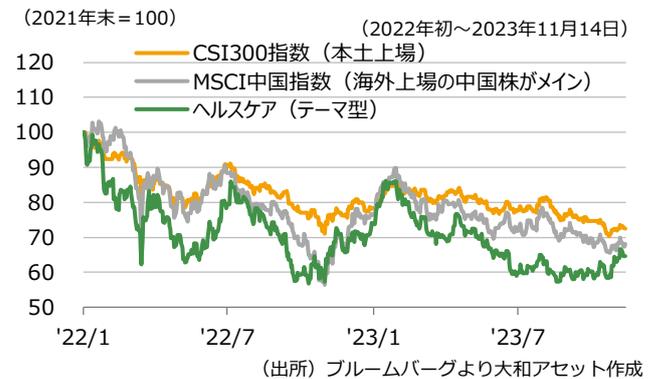
	22年実績	23年予算案 (3月時点)	23年予算変更案 (10月24日発表)
広義の財政支出額 (前年実績比)	30.1 (+7.1%)	31.3 (+4.0%)	32.3 (+7.3%)
一般公共予算枠 支出 (前年実績比)	26.2 (+6.5%)	27.5 (+5.0%)	28.5 (+8.8%)
その他支出	4.0	3.8	3.8
財政赤字/GDP	3.0%	3.0%	3.8%

※各種支出額の単位は、兆元

※その他支出は、特別国債と地方政府専門債の合計

(出所) 中国政府活動報告、財務省予算案より大和アセット作成

### 各種株価指数の推移



### 中国不動産企業株価指数およびCDSの推移



※ブルームバーグ中国不動産企業株価指数を掲載

(出所) ブルームバーグ



## 債券・金利

## 小幅ではあるが、追加緩和の可能性高い

実質GDP成長率に先行性を見せている社会融資総量（ストックベース）は10月に前年同月比+9.59%と、5月ぶりの高水準へ加速。M2の減速傾向にも一旦歯止めがかかり、景気底割れのリスクを後退させた。ただ、需要不足が顕著に改善したとは言えず、GDP成長率は4%台での低位推移が続くと予想。今後は、年末年始に向けて流動性供給の一環として、預金準備率が引き下げられる可能性が高い。

## 本土社債市場では、信用不安はみられず

不動産企業のデフォルト連鎖が懸念されているが、本土社債市場では投機的社債を含め、信用不安は限定的となっている。当局の流動性供給や、一部の株式市場・不動産市場からの資金が逃避先として債券市場に流入している可能性がある。ただ、大手不動産企業の清算が進む場面では、銀行の信用不安が高まり、社債市場が金利上昇するリスクに注意が必要。

## 為替

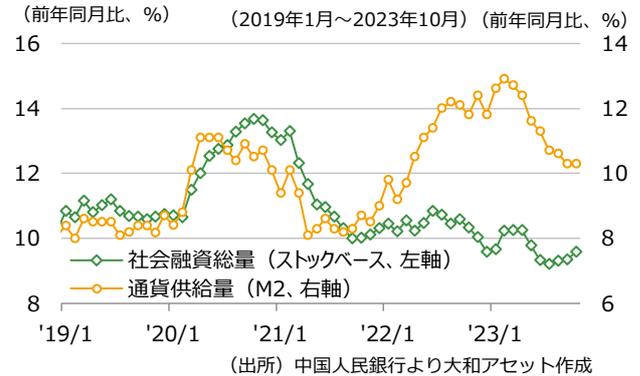
## 人民元が対円で約30年ぶりの高値を更新

10月末開催の中央金融工作会议では、「人民元の安定的な推移」を強調し、今後は対米ドルレートのボラティリティが縮小すると予想。9月以降の米ドル高局面で、人民元が7.3元/米ドル近辺で推移する一方、円安が進行。そのため、対円では約30年ぶりの高値を更新。ただ、当局の為替市場への介入が増加するとみられ、人民元自由化および国際化への改革期待は後退し、長期見通しにはネガティブ。

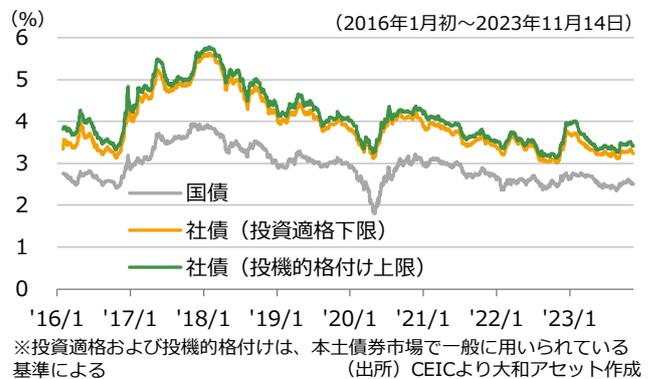
## 外国企業の対中直接投資が初のマイナス

2023年7-9月期の国際収支で明らかになった外国企業の対中直接投資に関しては、当該統計が発表された1998年以来、初のマイナスに陥った。景気低迷や米中摩擦の他、政府の改正反スパイ法の実行がビジネス環境を悪化させたと考えられる。ネットの直接投資もチャイナショック後の2016年を下回っており、当面国際収支のバランスを悪化させよう。

## マネー関連指標



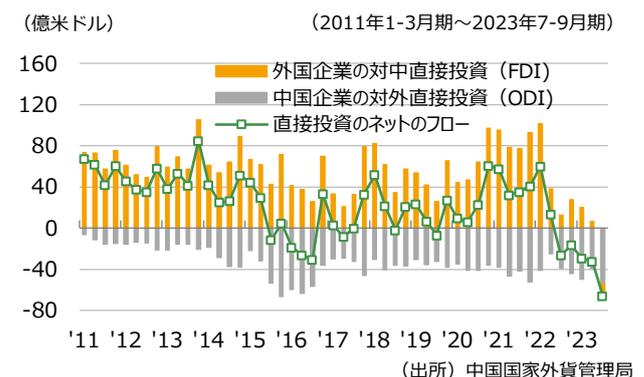
## 中国本土債券市場の国債と社債の推移（5年債）



## 人民元の対米ドル、対円レートの推移



## 対内・対外直接投資の推移





## 経済

### 景気は底堅く、インフレ圧力も乏しい

2021年3月以降の急速で大幅な利上げにもかかわらず、繰越需要や拡張的な財政政策に支えられて景気は底堅く推移し、実質GDPは今年4-6月期まで8四半期連続のプラス成長を記録。高金利の影響はまだ時間差で効いてくるが、景況感は改善傾向もしくは底堅く、今後は利下げの効果も出てこよう。一方、需給ギャップはマイナスが継続しており、需要面からインフレ再加速が懸念されるような状況にはない。

### 消費者ローンのデフォルト率は低下へ

消費者ローンのデフォルト率は、利上げ終了から1年程度で低下に転じる傾向がある。今回も昨年8月の最後の利上げから約1年が経過してピークアウト感が出てきた。今回の利上げはインフレ抑制に作用した一方、民間部門の信用収縮にはマイルドな影響にとどまったようだ。今年8月以降の利下げで今後は債務返済負担が徐々に軽減され、デフォルト率が低下するなどして、景気の底打ち感が強まろう。

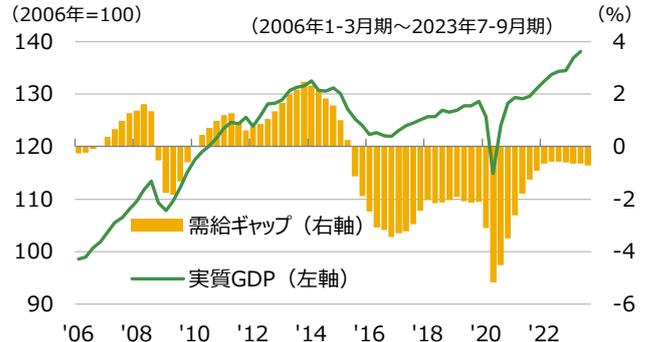
### インフレ率は改めて鈍化傾向へ

消費者物価指数（総合）は今年6月の前年同月比+3.2%から9月には+5.2%まで加速していたが、10月は+4.8%に鈍化した。一方、コアのトリム中央値は昨年7月をピークに一貫して鈍化し、9月からインフレ目標レンジ内で推移。総合も11月以降は目標レンジ内で推移するとの市場予想になっている。もっとも、来年以降のインフレ目標の中心値である3%からは上振れた状態が継続する見通しだ。

### 財政政策への不安は収束に向かうか

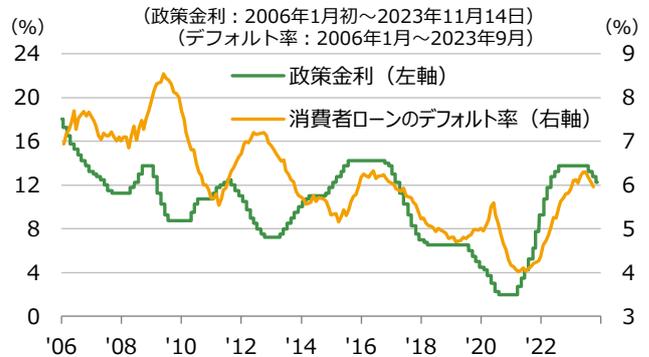
ルラ政権は来年より新たな財政枠組みを導入するが、10月下旬にルラ大統領が来年の基礎的財政収支を目標のゼロにする必要はないと発言し、市場で波紋を呼んだ。目標を達成できなければ翌年の歳出を削減する規則だが、目標の変更となれば早々に財政枠組みが形骸化する。ハダジ財務相は目標を堅持することの重要性を主張しており、その通り目標の変更が見送られれば財政政策への不安は後退しよう。

### 実質GDPと需給ギャップ



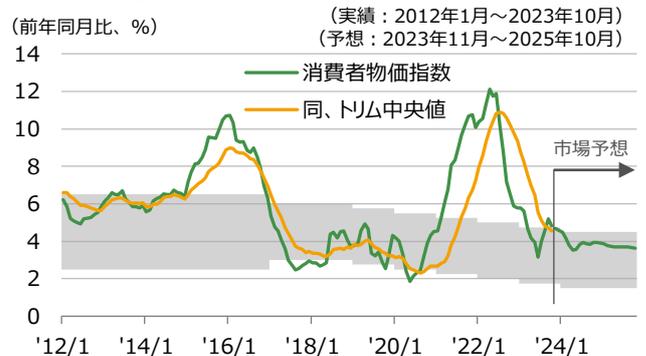
※実質GDPは2023年4-6月期まで ※需給ギャップはブラジル中銀の推計 (出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

### 政策金利と消費者ローンのデフォルト率



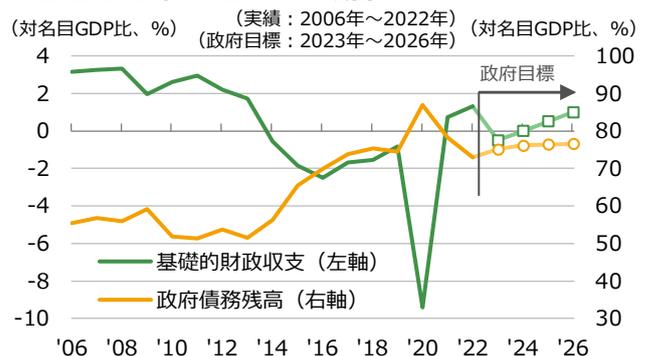
※デフォルトの定義は90日以上の延滞 (出所) ブルームバーグ

### 消費者物価指数



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ (出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

### 基礎的財政収支と政府債務残高



(出所) CEIC、IMF、ブラジル財務省



## 債券・金利

### 今後も0.5%ポイントずつの利下げ

ブラジル中銀は11月金融政策決定会合で3会合連続となる0.5%ポイント（pt）の利下げを決定し、政策金利を12.25%とした。今後も0.5%ptずつの利下げが続くと見込む。ブラジル中銀も今後数回の会合における0.5%ptの利下げを示唆している。ただ、ネット総裁は「次の2会合は十分な見通しがある」と述べており、来年3月以降は今後の状況次第。特に為替の動向が利下げ幅縮小の時期を左右しよう。

### ブラジル国債の「強気」見通しを維持

今年半ば以降の世界的な金利上昇を乗り越え、JPモルガン算出のブラジル国債指数（現地通貨建て）は最高値更新を続けている。高い金利収入が債券価格下落の大部分を相殺し、足元では金利低下も指数を押し上げる構図。今後1年程度は、引き続き他国と比較して高い金利収入が得られることに加え、金利低下も見込まれるため、見通しは「強気」を維持。

## 為替

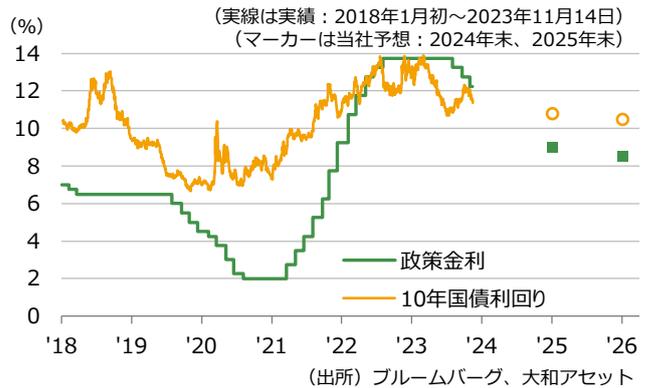
### 米ドル高一服でレアルは堅調地合いに

米長期金利が低下し、世界的に株価が反発する中、ブラジル・レアル（対米ドル）は10月上旬の5.2レアルから4.9レアル前後まで増価。市場のボラティリティが低下する中、ブラジルの金利は依然として高いため、レアルはキャリートレードの買い対象になった模様。今後、通貨高が進行すれば0.5%ptの利下げ継続、通貨安に転じれば利下げ幅縮小が意識されやすく、為替の一方向的な動きは出づらいとみる。

### 証券投資のフローと貿易収支に注目

米国の金融政策は不確実性が後退しつつあり、景気浮揚を期待した海外からブラジル株式市場への投資が活発化しやすくなってきた。証券投資のフローがレアルを下支えしよう。また、足元は貿易収支が悪化しやすい季節だが、貿易黒字の縮小が小幅にとどまっている。今年度は貿易黒字が過去最高ペースで推移しており、実需面からのレアル売り圧力は弱い。

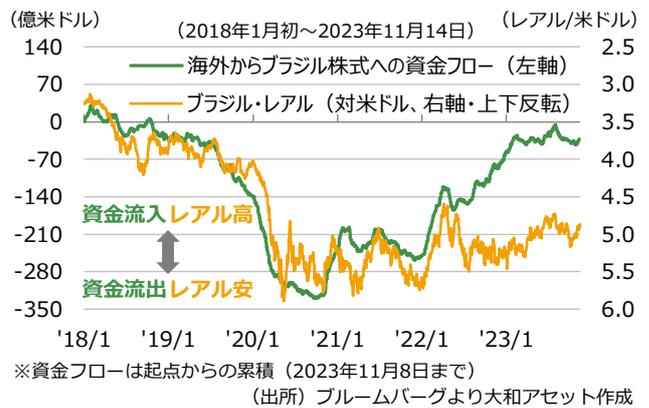
### 政策金利と10年国債利回り



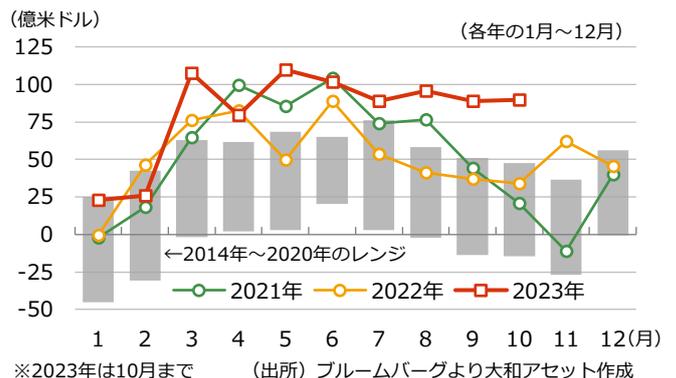
### ブラジル国債指数



### ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



### 貿易収支





## 経済

### 輸出主導国の成長率は依然高水準維持

4月発表の「IMF世界経済見通し」に比べて、10月号では、多くの新興国の2024年実質GDP成長率見通しが下方修正された。米中欧等の景気見通しが芳しくない中、アジアでは輸出主導国のベトナムやマレーシア、タイ等で下方修正が進んだ。ただ、それでもインドやASEANの成長率の水準は高い。また、米国景気のソフトランディングの見方が強まると、これらの国の成長率に上方修正余地が出よう。

### コメ価格の反落は安心材料

新興国の物価は食品価格の影響を大きく受けるが、中でもアジアはコメ価格の動向が重要。7月以降は、エルニーニョ現象に加えて、インドのコメ輸出禁止などで、グローバルコメ価格が約15年ぶりの高水準へ急騰。フィリピンやインドネシアの予想外の利上げ再開にも繋がった。ただ、足元はコメ価格が反落したことを受け、インフレ懸念は沈静化。利上げ再開を追隨する動きは乏しいと予想。

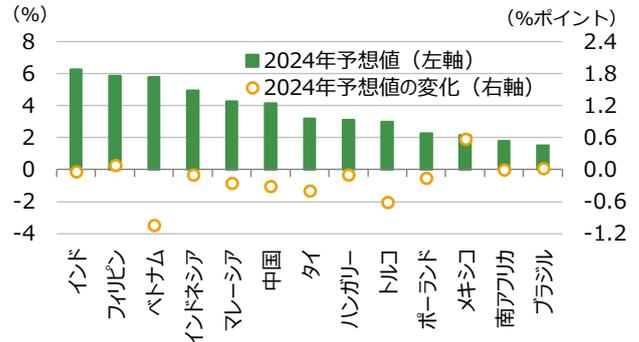
### インドの月次乗用車販売、過去最多更新

インドの国内消費は引き続き堅調とみられる。10月は、1年で消費が最も活発化する祭事期でもあり、月次の乗用車販売台数は過去最多の約39万台を記録し、前年同月比でも+15.9%増と2桁の伸び率となった。また、低価格帯よりも、スポーツタイプ多目的車（SUV）など高価格帯の販売が好調であることから、高い消費意欲が示されている。

### インドGDPが26年に日本超えの見通し

IMFの「世界経済見通し2023年10月号」で予測されている名目GDPランキングの変化に関しては、2021年にイギリスを超え5位に浮上したインドが、2026年に日本、2027年にはドイツを超え、世界3位の経済大国に躍進する見込みである。前回の4月号の予測に比べて、日本超えが2027年から1年早まった格好となり、中長期的な高成長への期待は一段と高まっている。

### 主要新興国の2024年の実質GDP成長率見通し



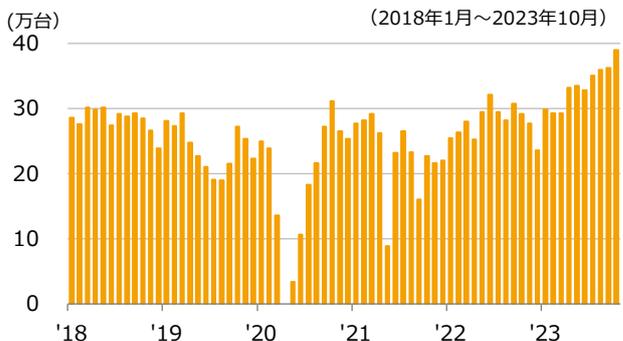
※IMF世界経済見通し10月号の数値を掲載し、変化は10月号対4月号の変化 (出所) IMFより大和アセット作成

### 代表的なグローバルコメ価格の推移



(出所) 国際穀物理事会より大和アセット作成

### インドの乗用車販売状況



(出所) CEICより大和アセット作成

### IMFによる名目GDPランキング



(出所) 「IMF世界経済見通し2023年10月」より大和アセット作成



## 株式

### 足元は金融政策の方向性で国を選別

直近1カ月間の新興国株は、米10年債金利が5%近辺まで上昇する場面で一時調整を強めたが、米金利の反落につれ、メキシコ、ポーランド、ブラジル等を中心に反発。これらの国は、利下げもしくは利下げを検討する局面にあり、金融緩和スタンスがポジティブに捉えられた可能性がある。また、原油価格の落ち着きもあり、インフレ再燃の可能性は低下し、その他の国にも買戻しが広がると予想。

### 米ドル高の一服が新興国株価の支え

当社は、直近1カ月間の米金利上昇による米ドル高懸念が今後は幾分和らぎ、2024年はおおむね米ドル安と見込んでいる。これは新興国にとって外部環境の改善を意味し、ポジティブ材料になろう。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすく、バリュエーションは押し上げられやすいためである。特に、ASEANをはじめ、割安・出遅れの新興国への資金流入を促しやすいと考えられる。

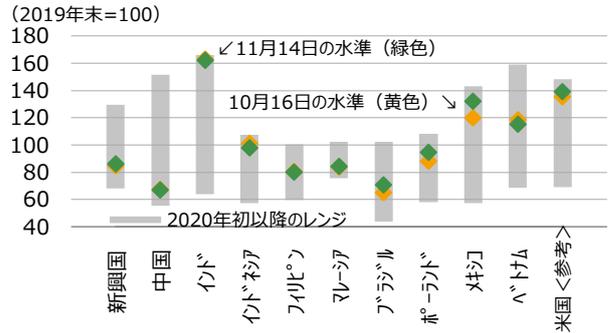
### 電子製品の需要回復期待に注目

足元では、電子製品の輸出が強みのベトナム、マレーシア、タイ等への景気回復期待が浮上。半導体の価格や、韓国およびベトナムの輸出、中国の国産スマホの販売などで、回復の兆しが強まっているためである。ASEAN等輸出主導国において、製造業PMIなどをみると企業マインドの改善の足取りはまだ不安定だが、期待先行で今年の株価出遅れを挽回する可能性も想定しうる。

### インド企業の業績は上方修正が多い

インド株に関しては、コンセンサスEPS予想の上方修正銘柄数と下方修正銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が足元は概ねプラスで推移し、企業業績の上方修正が多いことが示された。世界経済の減速懸念を受け、海外景気に依存するIT企業を中心に業績の圧迫を懸念する向きがあったが、景気が底堅く推移したことでポジティブサプライズが増加。史上最高値圏にあるものの、上昇余地はあると予想。

### 新興国株式市場の騰落率（現地通貨）

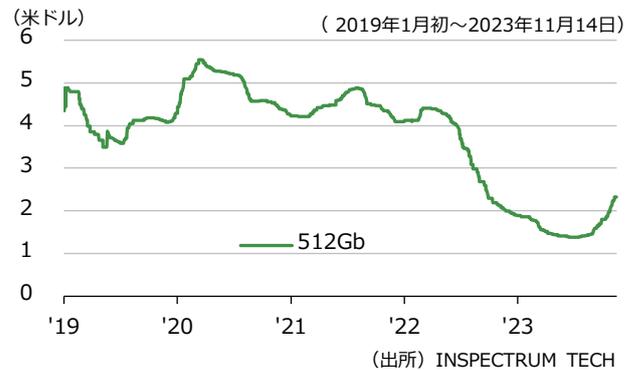


※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

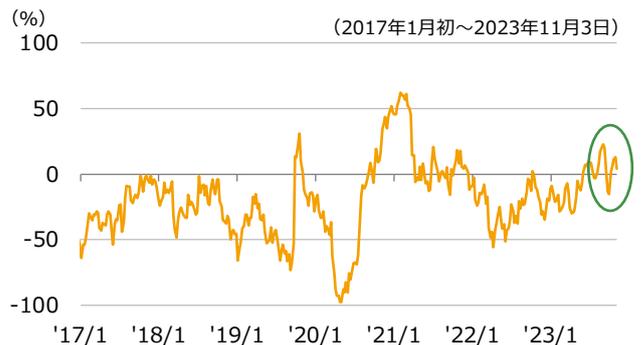
### 米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



### NAND型フラッシュメモリの価格の推移



### インド株のリビジョン指数の推移





## 債券・金利

### 米金利反落場面で多くの新興国が反発

直近1カ月は、米10年債金利の大幅上昇局面でも、アジア債券は概ね底堅く推移。その後、米金利反落の場面では、特にラテンアメリカや東欧のキャリートレード復活もあり、多くの新興国が反発。今後は、すでに利下げ局面のブラジル、ベトナム、ハンガリー、ポーランドに続き、メキシコ、インドが利下げ開始時期を探る局面。他方、インドネシアとフィリピンが利上げも、追隨する国は限定的と予想。

### 利回り7%台のインド国債にも注目

キャリートレードの投資先として、ブラジル、メキシコなどが人気だが、9月21日に主要な新興国債券指数の1つのJP Morgan GBI-EMシリーズへの組み入れが発表されたインド国債への注目度が高まっている。一部投資銀行によれば、今回の組み入れで約4-6兆円の資金流入が期待される。高金利や通貨変動幅の低下等により投資魅力は高まっている。

## リート（アジア先進国含む）

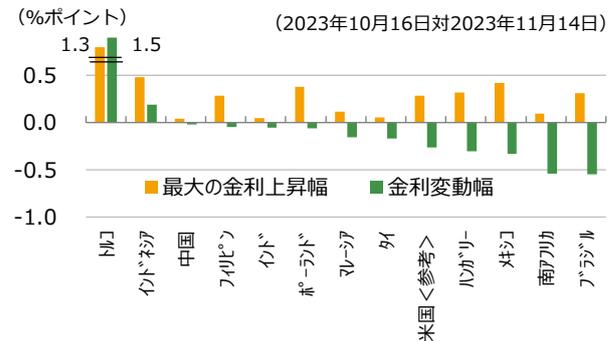
### 外部要因が左右も人口流入が下支え

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、長期金利の上下に連れてやや値動きの大きな展開となった。アジア・オセアニアは中国景気の影響を受けやすい地域である一方で、オーストラリアでは移住者数が大きく増加しており、住宅市場や個人消費を下支えすると想定。

### 安定的な不動産市場と高い配当利回り

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

### 直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



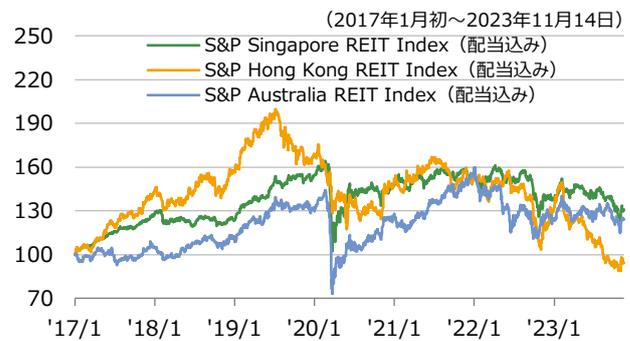
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### インドの現地通貨建て国債指数の推移



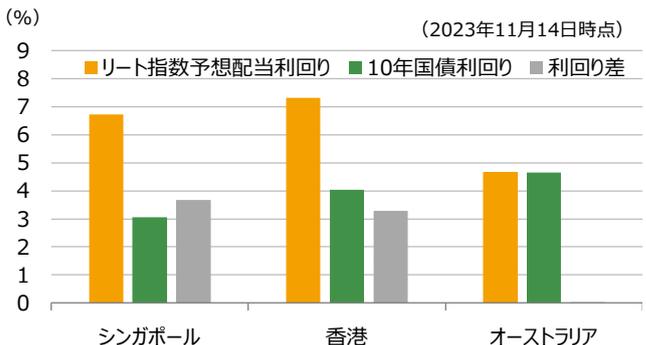
※JP Morgan GBI-EM Broad India Index  
(出所) JP Morganより大和アセット作成

### アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化  
(出所) ブルームバーグ

### 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



## 為替

### 外部環境改善で、キャリートレード復活

直近1カ月間は、米ドル高が一服する中、センチメントが大幅に改善し、それまで売られたメキシコ、ブラジル、ハンガリー等買いが入る展開となった。米10年債金利が4.0%台後半の高水準で推移しているが、これらの高金利通貨の魅力は健在で、キャリートレードが復活（指数が上昇）。米金利上昇局面を乗り越えたことから、高金利の新興国通貨への投資妙味が一層増したと考えられる。

### 株式市場では資金流出も、一服感浮上

米金利の大幅上昇や中東の地政学リスクを受け、ほぼ殆どの新興国の株式市場から資金が流出する展開となった。一方、債券市場においては、インド、メキシコ、トルコなどは資金流入が継続。今後は、外部環境改善の局面で新興国株・債券の反発もみられ、株式市場からの資金流出が一服する可能性が高い。中国での不動産業ソフトランディングの可能性も浮上し、アジアにも資金が流入しやすい見込み。

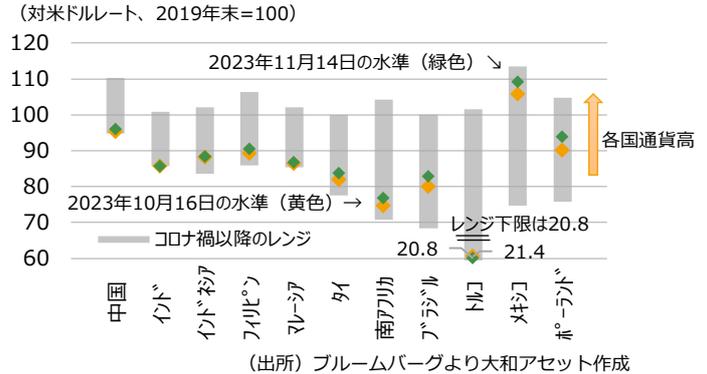
### 原油価格の反落で非資源国に一安心

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

### 新興国通貨のボラティリティは低下

米金利の大幅な上昇や地政学リスク勃発にも拘らず、新興国通貨のボラティリティ低下は注目に値する。ボラティリティ低下局面では、高金利通貨へのキャリートレードが後押しされる傾向がある。今後、利下げ局面に入る新興国が増加することはキャリートレードを弱める可能性はあるが、米国の利下げがラテンアメリカなどのキャリートレードを下支えすると予想。

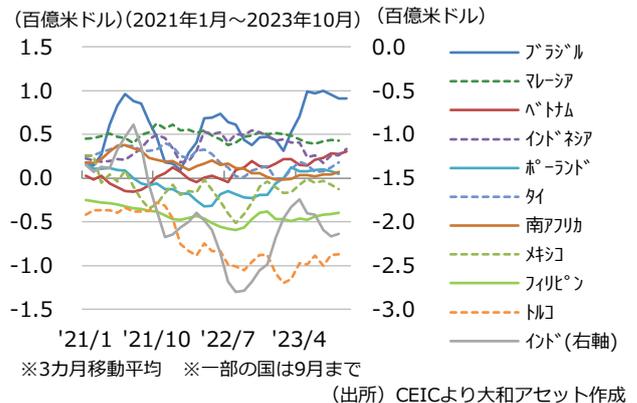
### 新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化



### 新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)



### 主要新興国の貿易収支



### 新興国通貨累積キャリートレード指数





## 原油

### 中東の紛争はむしろ価格下落に作用

ハマスとイスラエルの紛争は当初、戦火が産油国に広がることで原油の供給が減少し、原油価格の急騰につながるリスクが意識されていた。しかし、足元は消費者心理の悪化を通じた需要減少の方が強く意識されている。また、地政学リスクによる不確実性の高まりで原油に投資しづらくなり、10月初旬にかけて拡大していた投機筋の先物買いポジションが解消されたことも価格下落に拍車をかけた模様。

### 原油価格の暴落を招く需要動向ではない

近年で原油価格が大きく下落したのは、OPECプラスの協調減産で対応できないほど需要見通しが切り下がった局面。例えば、米国が金融引き締めをやり過ぎた2018年後半や、コロナショックが発生した2020年前半、ロシアのウクライナ侵攻後の原油価格高騰と世界同時利上げを受けた2022年。一方、足元は今年と来年の需要見通しが切り上がっており、原油価格が大きく下落するような需要動向ではない。

### OPECプラスの協調減産などが下支え

サウジアラビア石油相は最近の価格下落を投機的な動きだと表現した。確かに、需要見通しが切り上がる中で、投機筋の売りポジションが増えている。同氏は今年5月も同様の表現をし、直後に追加減産を発表した経緯がある。北海ブレント原油やドバイ原油の80米ドル処（WTI原油の70米ドル台半ば）はサウジの財政均衡価格でもあるため、この水準では追加減産およびその思惑が価格を下支えしよう。

### 景気底打ちでレンジを切り上げる展開に

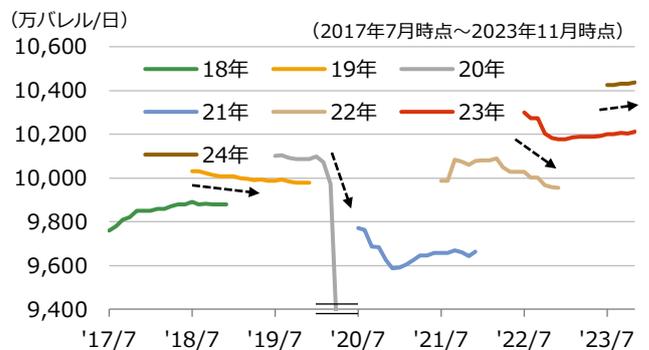
仮にWTI原油が70米ドル台半ばを下回れば、70米ドル前後では米国の戦略石油備蓄の積み増しが価格の下支え要因になろう。一方、90米ドル超えでは米シェール企業の増産が見込まれる。年内は引き続き70~90米ドルのレンジで推移すると予想。一方、来年に目を向けると、米国などの景気底打ちや、米シェール企業の損益分岐点の緩やかな上昇により、75~95米ドルへとレンジを切り上げると見込む。

### 投機筋のNY原油先物ポジションと原油価格



※投機筋の先物ポジションは週次データ (出所) ブルームバーグ

### OPECによる世界の原油需要見通しの変化



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

### 原油価格と主な中東産油国の財政均衡価格



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

### 原油価格と米シェール企業調査



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



金

有事の金買いは経験則通り一時的で終了

「有事の金」とよく言われるが、金価格は、戦争などの警戒感が高まる局面で上昇し、実際に始まると下落に転じる、というのが経験則。最近のハマスとイスラエルの紛争による上昇も一時的なものに終わった模様。もっとも、この間に起こった重要なことは米国の利上げ終了観測が高まったこと。そのため、10月初旬の1,800米ドル台前半まで押し戻される可能性は低く、下値は1,900米ドル程度とみる。

売り手は徐々に減少か

目先は、中東の地政学リスクの高まりを材料に積み上がった投機筋による金先物買いポジションの解消に注意が必要だろう。一方、米国の利上げ終了観測が高まったことも影響してか、足元で金ETFからの資金流出に歯止めがかかりつつあることは好材料だ。また、中銀の金買いは引き続き期待される。金ETFの残高減少が止まれば、金の売り手が徐々に減少することで、金価格は底堅さを増すと想定される。

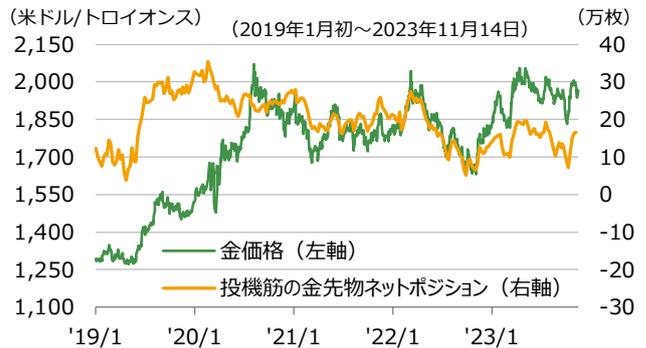
中銀の金準備積み増しが相場の下支えに

中銀の動向に関しては、昨年11月以降の中国による継続的な買いが目立つほか、最近ではポーランドの存在感も増している。ポーランド中銀は、金の保有を増やすことは国の信頼につながるとして、外貨準備に占める金の割合を現状の11%から将来的には20%へ拡大する方針を示している。時間軸は不明だが、約300トンの買いが発生する計算であり、今後も金相場を下支えする要因として期待されよう。

待ち遠しい米国の利下げ

金価格が本格的に上昇するためには、金価格と逆相関の関係にある米国の実質金利が明確に低下する必要があると考えている。来年春と予想される日銀によるマイナス金利解除の影響や、FRBの高金利を長く維持する方針は、実質金利の低下を阻む要因としてしばらく金価格の重荷になりそうだ。しかし、来年後半と予想される米国の利下げが現実味を帯びる段階では、金価格の最高値更新も見えてこよう。

金価格と投機筋の金先物ネットポジション



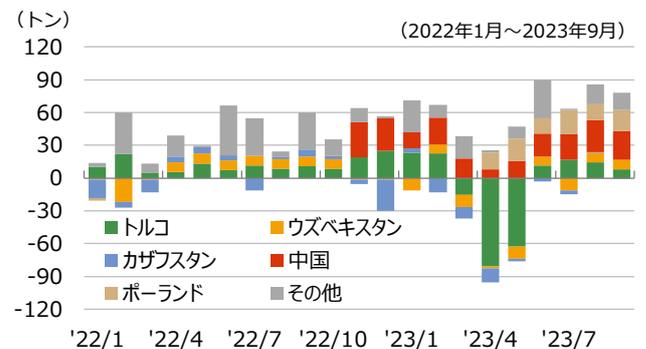
※金先物ネットポジションは週次（2019年1月1日～2023年11月7日）（出所）ブルームバーグ

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化



※金先物ネットポジションは週次（2016年1月5日～2023年11月7日）※中銀の金保有残高は月次（2016年1月～2023年9月）（出所）ブルームバーグ、World Gold Councilより大和アセット作成

各中銀の金購入量



（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

金価格と米国の実質金利



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

## 当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国景気についてはソフトランディングとの見方が大勢だろう。10月は強過ぎる景気指標を受けて金利も上昇したが、11月に入り適度な減速観測が強まっている。ただ、2%目標までインフレが鈍化するには時間がかかるとの見方が多く、高水準の政策金利がどの程度長期化するかは非常に不透明である。一方で、金融引き締め効果が表れるのはこれからとの見方も一定程度存在する。確かに、コロナ対応で過剰に積み上がっていた家計や企業の手元流動性が枯渇し始めているとの分析は増えており、家計や企業の利上げ抵抗力が弱まっている恐れがある。その場合、今後急速なリセッションに陥る可能性も否定はできない。
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。景気減速の強まりを受け、夏場以降は中国政策当局も金融緩和や不動産関連の規制緩和、消費促進策などを打ち出しており、足元では減速に歯止めがかかり始めたようにも見受けられる。ただし、経済の大きさに比べてデータや情報が少ないこともあり、市場参加者が経済実態を本当に正しく把握出来ているのか、との疑念は残る。また、政策当局が現在の景気をどの程度悪いと考えているのか、どの程度対策を打つ必要があると考えているのか、どの程度打てる対策があるのか、といった政策当局の姿勢や対応力が不透明であることも市場参加者の疑心暗鬼を招く要因となっている。
ウクライナにおける戦闘激化、もしくは停戦の可能性	中	中	中	ウクライナが反攻を強めていると報道されているが、ロシアも防衛を強めている模様で、ウクライナが顕著に支配地域を奪還するまでには至っていない。当然ウクライナとしては、今後さらに反攻を強めるとみられ、戦闘が一段と激化する恐れがある。場合によっては、ロシアによる核兵器使用リスクが再び意識される可能性もあろう。ただし、戦闘のこう着は停戦交渉開始への必要条件でもある。今後の政治情勢（習主席訪米、来年の米大統領選など）や足元の経済環境を考慮すると、当事者に影響力を行使できる米中が共に停戦に利益を見出すことで、予想外に停戦が成立する可能性もあると考えている。
米中間の緊張緩和進展もしくは対立激化	中	中	中	6月のプリンケン米国務長官の訪中以降、米中間僚級の会談が相次いでいるほか、米超党派議員団も訪中するなど、米中関係の改善を模索する動きが続いている。その延長線上で、APEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議を利用して、米中首脳会談が実現した。首脳会談を行ったからといって直ちに対立が解消するわけではなからうが、今後、緊張緩和が予想以上に進展する可能性はあろう。ただ、両首脳が会談に至ったのは、各々が政治・経済面で弱みを抱えているからとも考えられる。国内世論の風向きなどによっては強硬姿勢に戻らざるを得なくなるリスクも残されている。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	日銀は10月にYCCを修正し、長期金利上昇の許容度を広げたが、本質的な金融緩和姿勢に変化はないと強調することで、市場の金融政策正常化思惑の払拭に努めた。しかし、市場には日銀が正常化に向けた検討や地均しをしているとの観測が少なからずあり、市場が先走って正常化を織り込みに動く恐れは残る。正常化のカギを握るのは来年春闘の賃上げ率との見方が一段と強まっているため、春闘に向けた連合や経営側の動向を伝えるニュースが市場を大きく動かすリスクがある。賃金注視の市場の見方と、賃金以外も総合的に勘案するであろう日銀の見方とのギャップが大きくなれば、市場全体が不安定になる恐れがある。
中東情勢の混迷が国家間紛争に発展するリスク	小	大	大	10月上旬のハマスによるイスラエル攻撃以降、中東情勢の緊張は高まったままである。今後、イスラエルがガザ地区で大規模な地上侵攻を行えば犠牲者が格段に増加し、情勢は一層不透明となろう。人質を取られているイスラエルは、国内世論などを考慮すれば強硬姿勢を緩めることは難しいとみられる。しかし、イスラエルの攻撃が激しくなればなるほど、イスラエル対パレスチナ支援国の対立が鮮明となり、国家間紛争に発展するリスクが高まろう。米・欧・中・露など、影響力を行使可能な大国が、それぞれの事情を抱え、仲介者としては不適當、あるいは仲介する余裕がないと考えられる点もリスク要因といえよう。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、英国ではインフレに対抗するための「金融引き締め＋財政拡大」というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、政権交代にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。8月には一部格付け会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務の増加に警鐘を鳴らしている。財政リスクに対して市場参加者の感応度が高まるような展開は、ブラックスワンといえるかもしれない。

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

## 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		11/14	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	1.50	5.25
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	2.50	4.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	1.25	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.25	1.50	4.25
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45
ブラジル	セリック・レート	12.25%	-0.50	-1.50	10.25
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	2.25	5.15
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.60	2.50
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.25	1.25	2.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	1.25	7.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	15.00%	2.00	7.50	10.75
トルコ	1週間物レポ金利	35.00%	5.00	24.50	24.75

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		11/14	1カ月	1年	3年
米国		4.45%	-0.17	0.59	3.55
ドイツ		2.60%	-0.14	0.45	3.15
日本		0.86%	0.10	0.62	0.84
カナダ		3.69%	-0.28	0.53	2.96
豪州		4.66%	0.20	0.90	3.78
中国		2.66%	-0.02	-0.18	-0.61
ブラジル		11.36%	-0.74	-1.59	3.27
英国		4.15%	-0.23	0.78	3.81
インド		7.28%	-0.04	-0.01	1.40
インドネシア		6.95%	0.17	-0.12	0.65
メキシコ		9.51%	-0.27	0.29	3.45
ロシア		11.98%	-0.06	3.14	5.86
トルコ		27.08%	3.14	16.06	15.13

株価指数		直近値 期間別変化率			
		11/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,828	3.4%	3.8%	18.1%
	S&P500	4,496	3.9%	13.6%	25.4%
ユーロ圏	STOXX 50	4,292	3.8%	10.4%	25.0%
日本	日経平均株価	32,696	1.2%	16.9%	28.8%
	TOPIX	2,345	1.6%	19.8%	37.7%
中国	MSCI中国	57.29	-1.8%	-0.3%	-46.3%
インド	MSCIインド	2,219	-0.8%	5.1%	51.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,130	-3.6%	-5.7%	14.1%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,110	-3.9%	17.9%	14.8%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		11/14	1カ月	1年	3年
米ドル		150.37	0.5%	7.5%	43.7%
ユーロ		163.60	4.1%	13.2%	32.1%
カナダ・ドル		109.82	0.3%	4.5%	37.8%
豪ドル		97.86	3.9%	4.4%	28.6%
人民元		20.76	1.4%	4.4%	31.0%
ブラジル・リアル		30.90	4.9%	17.9%	61.3%
英ポンド		187.96	3.5%	14.3%	36.2%
インド・ルピー		1.82	1.3%	5.3%	29.8%
インドネシア・ルピア		0.96	0.5%	6.3%	29.8%
フィリピン・ペソ		2.70	2.7%	11.0%	24.3%
ベトナム・ドン		0.62	0.9%	9.0%	36.7%
メキシコ・ペソ		8.67	4.9%	20.0%	69.0%
ロシア・ルーブル		1.66	8.4%	-27.4%	22.5%
トルコ・リラ		5.25	-2.3%	-30.1%	-61.5%

リート		直近値 期間別変化率			
		11/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,273	3.4%	-0.4%	10.8%
日本	東証REIT指数	1,825	-0.9%	-6.4%	7.6%

商品		直近値 期間別変化率			
		11/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	78.26	-10.8%	-8.9%	95.0%
金	COMEX金先物価格	1,967	1.3%	10.7%	4.3%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

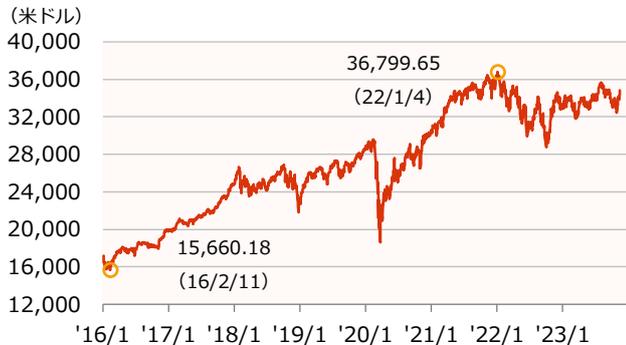
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

## 株価指数・リート指数 - 推移

### NYダウ



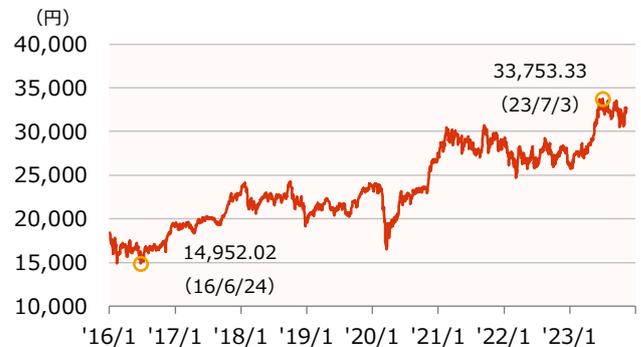
### S&P500



### STOXX 50



### 日経平均株価



### TOPIX



### MSCI中国



### NAREIT指数 (配当込み)



### 東証REIT指数 (配当なし)



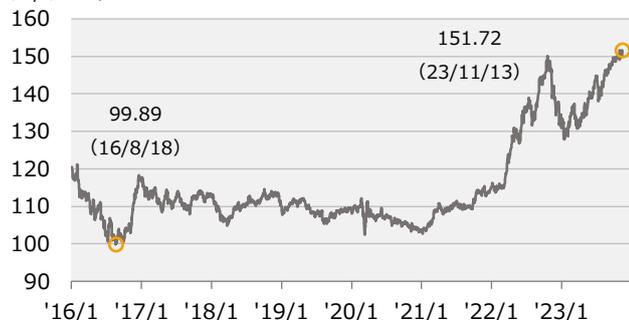
※グラフの期間は2016年1月初～2023年11月14日

(出所) ブルームバーグ

## 為替レート・商品価格 - 推移

### 米ドル

(円/米ドル)



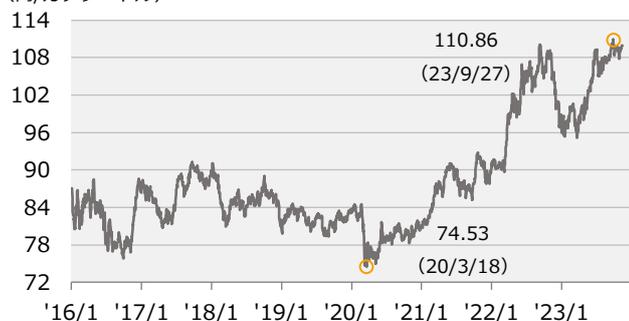
### ユーロ

(円/ユーロ)



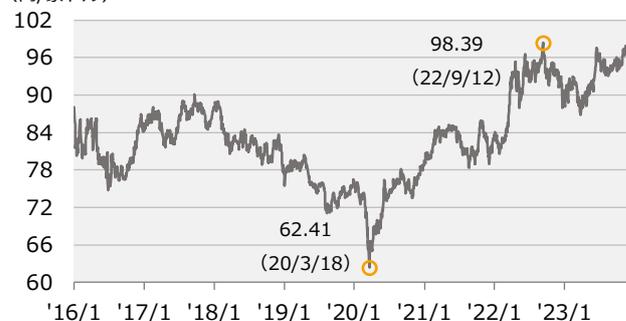
### カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



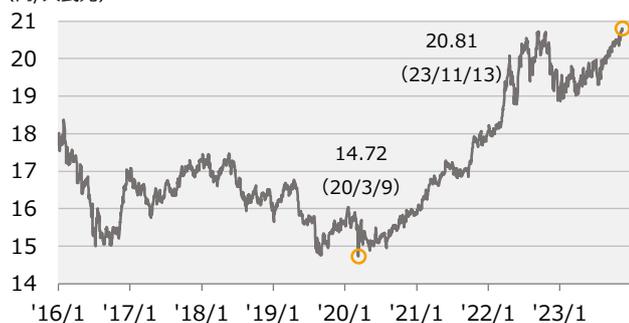
### 豪ドル

(円/豪ドル)



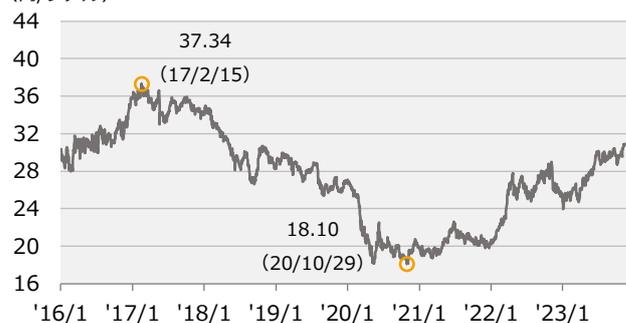
### 中国人民元

(円/人民元)



### ブラジル・レアル

(円/レアル)



### WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



### COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2016年1月初～2023年11月14日

(出所) ブルームバーグ

## 経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.1	5.9	3.4
日本	-4.2	2.2	1.0
カナダ	-5.1	5.0	3.4
豪州	-1.8	5.2	3.7
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	5.0	2.9
先進国	-4.2	5.6	2.6
新興国	-1.8	6.9	4.1

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

## 各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> <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)	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2024年末の予想値	4.75~5.00%	3% 2.5%	0.0% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> <li>現行水準で利上げ打ち止めを予想。</li> <li>米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小継続。</li> <li>2024年は累計0.50%ポイントの利下げ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年は累計1.5%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に伴う再投資は2024年末まで継続。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>マイナス金利の解除は2024年4月と予想。2年連続の高い春闘の賃上げ率を確認後の政策修正を想定。</li> <li>YCCの撤廃はマイナス金利解除に先行し、2024年1月を予想。</li> </ul>

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

## タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

	日本	欧米	その他地域
2023年 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（29日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（12-13日）</li> <li>●ECB理事会（14日）</li> <li>●EU首脳会議（14-15日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（5日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（6日）</li> <li>●中国中央経済工作会議（中旬）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（13日）</li> </ul>
2024年 1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●大発会（4日）</li> <li>●通常国会召集（月内）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（22-23日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●世界経済フォーラム（ダボス会議） （スイス・ダボス、15-19日）</li> <li>●ECB理事会（25日）</li> <li>●FOMC（30-31日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●台湾総統・立法院議員選挙（13日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（24日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（31日）</li> </ul>
2月			<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（6日）</li> <li>●中華圏春節（10日）</li> <li>●インドネシア大統領・議会選（14日）</li> </ul>
3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●東京マラソン（3日）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（18-19日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●米スーパーチューズデー（5日）</li> <li>●ECB理事会（7日）</li> <li>●FOMC（20-21日）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●イラン議会選挙（1日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（6日）</li> <li>●ラマダン開始（11日）</li> <li>●ロシア大統領選挙（17日）</li> <li>●RBA理事会（19日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（20日）</li> <li>●トルコ地方選挙（月内）</li> </ul>
4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（25-26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（9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>●RBA理事会（7日）</li> <li>●南アフリカ総選挙（8日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（8日）</li> <li>●ベネズエラ大統領選挙（月内）</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（9日まで）</li> <li>●FOMC（11-12日）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> <li>●G7首脳会議（イタリア、月内）</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>●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>●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>●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>●ECB理事会（12日）</li> <li>●FOMC（17-18日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <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> </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>●カナダ金融政策決定会合（23日）</li> </ul>
11月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●米大統領選挙（5日）</li> <li>●FOMC（6-7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> </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くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、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、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：米国求人労働変動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2023年11月14日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。  
(発行日：2023年11月20日)