

投資環境見通し

Investment Environment Outlook


5

MAY. 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


複雑化する世界経済

- 1 コロナ禍以降の世界経済を振り返ると、基本的に同期性を持っていた。今年は多くの国で利下げが見込まれることが主要テーマであるのだが、世界経済はここに来て多様化している。
- 1 米国では金融引き締め局面の長期化観測が台頭。限界的には景気悪化のリスクを高めてしまうことや、米ドル1強は為替レートを通して他国の経済・金融政策に影響を与える。さらには足元の地政学リスク等による原油高はインフレ・景気減速要因であり、世界経済の見通しは複雑さを増している。




米国

	経 … 潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。
	株 … 利下げ期待は後退も、景気と半導体・ハイテク主導の企業業績への期待は引き続き強い。
	債 … 利下げ開始の蓋然性が高まるまで、金利は4%台半ばで推移へ。
	リ … 業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。
	為 … 利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。



ユーロ圏

	経 … インフレの低下や金融引き締めの一巡等で、景気は年後半から緩やかな回復へ。
	株 … 早期利下げへの期待が株価を押し上げ。景気や企業業績は緩やかに改善。
	債 … 2%のインフレ目標を視野に6月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は再び低下へ。
	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 … 想定以上に賃上げが進み、定額減税の効果も期待。物価高のなか景況感はやや改善。
	株 … 上昇ピッチ速いが業績も拡大。相対的に良好な投資環境で海外投資家の資金流入期待。
	債 … 2回目の利上げは2025年4月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。
	リ … 足元の反発から投資判断を「やや強気」に引き下げ。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 … ゼロ%前後の低成長から脱した公算。利下げで今年半ば以降は本格的な回復局面に。
- 債 … インフレ鈍化で6月の利下げ開始を予想。長期金利は3%台での推移を見込む。
- 為 … 目先は利下げ開始が重荷。米国の利下げや原油高を受けて中期的に対米ドルで堅調に。



豪州

- 経 … 実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。
- 債 … 利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。
- 為 … 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。



中国

- 経 … 製造業は幾分回復する一方、需要不足は改善しないと予想。景気は低空飛行が続こう。
- 株 … 米中摩擦の激化、不動産市況の一段の悪化等不安材料が多く、慎重な投資判断が必要。
- 債 … 追加金融緩和期待に加え、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。
- 為 … 総合収支の悪化傾向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 … 利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。
- 債 … 利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。
- 為 … 株式市場の資金流出や米利下げ後ずれ観測が重荷。良好な実需や利下げ幅縮小が支え。

世界経済・金融市場見通し

コロナ禍以降を振り返ると

コロナ禍以降の世界経済を振り返ると、基本的に同期性を持っていた。コロナ禍での景気悪化、その後のサプライチェーンの混乱やウクライナ情勢等による物価高、インフレ抑制を目的とした中央銀行による急速なペースでの利上げといった形だ。そして、高インフレも概ね沈静化したことから、多くの国で利下げが見込まれることが2024年の主要テーマだ。ただ、世界経済はここにきて多様化している。

各国の金融政策はまちまち

新興国では、比較的多くの国が早期（2021年）に利上げを開始したことから、利下げに転じるのも相対的に早く、ブラジルなどは先行き利下げペースの減速が見込まれる。先進国では、ECBが4月理事会で次回6月会合での利下げ開始を事実上「予告」し、カナダも近い将来の利下げ開始が視野に入る。逆に日本は金融政策正常化（利上げ）へと進んでいく可能性が高まっている。

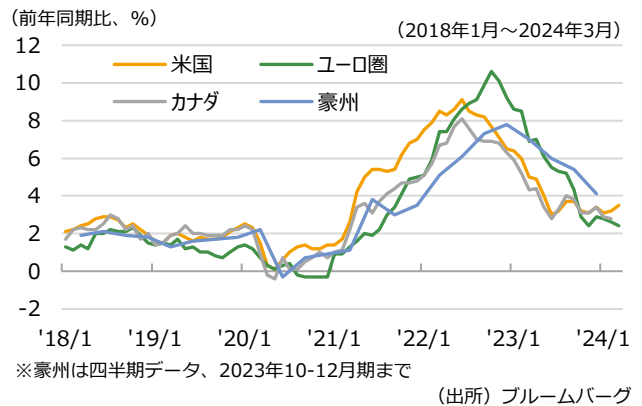
米国では利下げ開始先送り観測

そうした中で波乱要因となりうるものに浮上したのが米国だ。昨年末の時点で、市場は2024年の利下げ回数を約7回（1回0.25%ポイントとして）織り込んだが、足元では2回弱となっている。今回、当社見通しも従来の3回から2回へと引き下げた。もっとも、これは想定以上に米国経済が強いため、株式市場にとって必ずしもネガティブではない。逆金融相場は業績期待相場によって相殺されるからだ。

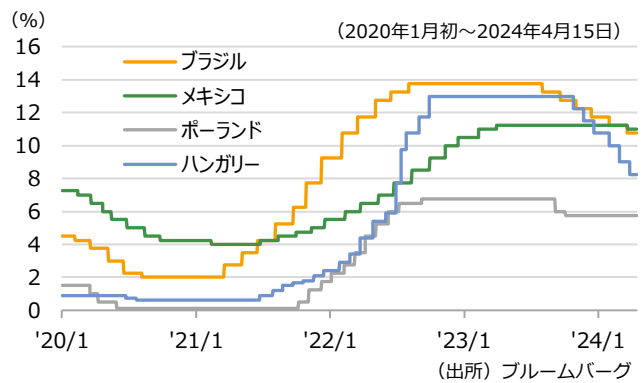
複雑化する世界経済

ただ、金融引き締め局面が長期化すると、限界的には景気悪化（ハードランディング）のリスクを高めてしまう。また米国経済1強は米ドル1強となり、為替レートを通して他国の経済・金融政策に影響を与える。さらには足元の地政学リスク等による原油高はインフレ・景気減速要因であり、世界経済の見通しは複雑さを増している。個別色が強く、それぞれの国の状況については本編を参照頂きたい。

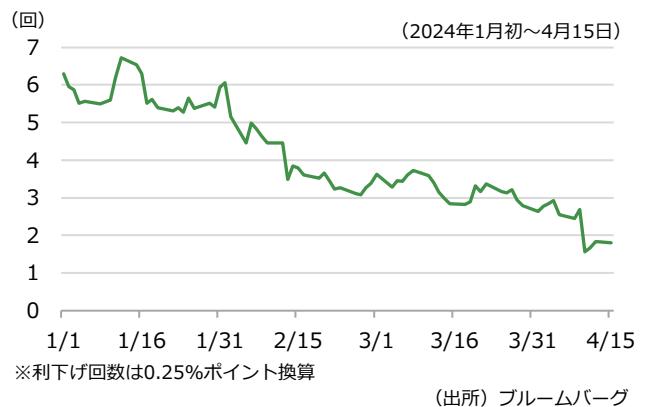
先進各国の消費者物価指数



新興国の政策金利



市場が織り込む米国の2024年の利下げ回数



世界株式指数とドルインデックス



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
															潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクはむしろ高成長。 インフレの低下や金融引き締めの一巡等で、景気は年後半から緩やかな回復へ。 高インフレ、高金利、供給制約等の影響が漸減し、景気は年終盤から緩やかな回復へ。 想定以上に賃上げが進み、定額減税の効果も期待。物価高のなか景況感はやや改善。 ゼロ%前後の低成長から脱した公算。利下げで今年半ば以降は本格的な回復局面に。 実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。
															製造業は幾分回復する一方、需要不足は改善しないと予想。景気は低空飛行が続く。 インフラ投資、サービス業などが堅調で、内需主導の際立つ高成長を維持すると予想。 大統領選挙を経て、ジョコ大統領の経済政策の継承や、構造改革の継続が期待される。 堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%に近い成長率を予想。 電子製品関連の需要の回復や、利下げ効果もあり、当面7%に近い高成長を見込む。 利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。 高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国の二アショアリングの恩恵を受けて底堅い。 高インフレを抑え込むための引き締めの金融・財政政策が景気を抑制する。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									利下げ期待は後退も、景気と半導体・ハイテク主導の企業業績への期待は引き続き強い。 早期利下げへの期待が株価を押し上げ、景気や企業業績は緩やかに改善。 上昇ピッチ速いが業績も拡大。相対的に良好な投資環境で海外投資家の資金流入期待。 米中摩擦の激化、不動産市況の一段の悪化等不安材料が多く、慎重な投資判断が必要。
									最高値更新中も、経済・企業業績の見通しは良好で、上昇余地があると予想。 大統領選挙を無難に通過したことや、出遅れ感などを受け、上昇余地があると予想。 利上げ懸念後退や米ソフトランディングの中、出遅れ感も強く、当面上昇傾向が続く。 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
													利下げ開始の蓋然性が高まるまで、金利は4%台半ばで推移へ。 2%のインフレ目標を視野に6月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は再び低下へ。 インフレの低下に連れて8月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は再び低下へ。 2回目の利上げは2025年4月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。 インフレ鈍化で6月の利下げ開始を予想。長期金利は3%台での推移を見込む。 利下げ開始は欧米主要中銀に遅れて今年11月と予想。長期金利は相対的に高止まり。 追加金融緩和期待に加え、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。 主要インデックスの組み入れ等が下支えようが、当面は原油価格を睨みながらレンジ推移か。 昨年末に大幅に金利低下したため、利下げが始まるまで金利低下余地は限定的と予想。 利下げは継続するが長期金利の低下余地は限定的。利回りは依然として相対的に高い。 政策金利が高い水準からの緩やかな利下げ。高い金利収入と価格上昇が期待できる局面。 極めて高い金利と今年終盤以降の利下げ期待で、通貨の下落分を上回るリターンを想定。

リート	米国	日本	一言コメント
			業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。 足元の反発から投資判断を「やや強気」に引き下げ。今後は緩やかな上昇を想定。

商品	原油	金	一言コメント
			足元の上昇は地政学リスクだけでなく現物の需給ひっ迫も伴っており、下がりづらい相場に。 中銀の継続的な金買いが相場を下支え。米国の利下げ観測が高まれば一段高の公算。

※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。 目先は利下げ開始が重荷。米国の利下げや原油高を受けて中期的に対米ドルで堅調に。 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。 総合収支の悪化傾向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継続を見込み、対米ドルで増価、対円でも底堅い推移を予想。 貿易収支の改善は下支え材料も、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の中、レンジ推移か。 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。 株式市場の資金流出や米利下げ後ずれ観測が重荷。良好な実需や利下げ幅縮小が支え。 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	4.75 ~ 5.00	4.00 ~ 4.25	3.9	3.9	3.9	3.8
ユーロ圏*1	3.4	0.4	0.4	1.3	2.50 2.00	4.50 4.00	3.15 3.00	2.15 2.00	2.6	2.0	1.7	1.5
英国	4.3	0.1	0.0	1.1	3.50	5.25	4.25	3.25	3.7	3.5	3.0	2.8
日本	1.0	1.9	0.5	1.0	-0.10	-0.10	0.00 ~ 0.10	0.15 ~ 0.25	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	3.8	1.1	1.0	2.2	4.25	5.00	4.25	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.8	2.1	1.4	1.6	3.10	4.35	4.10	3.60	4.1	4.0	4.0	3.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	33,147	37,690	40,500	43,200	米ドル	131.12円	141.04円	140円	130円
NYダウ	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%		13.9%	7.6%	-0.7%	-7.1%
米国	3,840	4,770	5,200	5,550	ユーロ	140.41円	155.72円	145円	139円
S&P500	-19.4%	24.2%	9.0%	6.7%		7.3%	10.9%	-6.9%	-4.1%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	167円	160円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	-7.0%	-4.2%
日本	26,095	33,464	40,000	42,000	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	106円	104円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	19.5%	5.0%		6.2%	9.9%	-0.3%	-1.9%
日本	1,892	2,366	2,900	3,100	豪ドル	89.37円	96.06円	95円	94円
TOPIX	-5.1%	25.1%	22.5%	6.9%		6.8%	7.5%	-1.1%	-1.1%

	リート			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	20,089	22,848	25,700	27,600
NAREIT指数	-24.4%	13.7%	12.5%	7.4%
日本	1,894	1,807	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-4.6%	5.1%	2.6%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

* 1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

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	2.30	2.20	2.8	2.6	2.3	2.1
インド*1	7.0	7.6	6.8	6.8	6.25	6.50	6.00	5.25	7.3	7.2	6.5	6.2
インドネシア	5.3	5.1	5.2	5.5	5.50	6.00	5.50	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.6	6.3	6.0	5.50	6.50	6.00	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	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.7	10.5	10.8	10.5
メキシコ	3.9	3.2	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.0	9.0	9.0	8.5
トルコ	5.5	4.5	3.0	3.5	9.00	42.50	40.00	20.00	9.2	23.6	22.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	64.47	55.95	52	55	中国人民元	19.16円	19.87円	19.4円	17.8円
MSCI	-23.5%	-13.2%	-7.1%	5.8%		5.8%	3.7%	-2.4%	-8.2%
インド	2,069	2,487	2,950	3,250	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.73円	1.65円
MSCI	1.6%	20.3%	18.6%	10.2%		2.7%	6.9%	1.7%	-4.6%
インドネシア	7,393	7,554	8,500	8,850	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.903円	0.884円
MSCI	10.4%	2.2%	12.5%	4.1%		4.5%	8.5%	-1.4%	-2.1%
ベトナム	1,007	1,130	1,350	1,500	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.55円	2.50円
VN指数	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%		5.3%	7.4%	-0.1%	-2.0%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.57円	0.53円
						10.9%	4.5%	-2.5%	-7.0%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.06円	29.2円	26.5円
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	71.65	90	98		20.1%	17.1%	0.5%	-9.2%
	6.7%	-10.7%	25.6%	8.9%	メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	8.9円	8.5円
金 (米ドル/トロイオンス)	1,826	2,072	2,500	2,800		19.9%	23.6%	7.1%	-4.5%
	-0.1%	13.4%	20.7%	12.0%	トルコ・リラ	7.00円	4.79円	3.9円	3.3円
						-18.2%	-31.6%	-18.5%	-15.4%

※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

製造業景況感は1年半ぶりの水準へ上昇

景気の先行指標として知られるISM製造業景況感指数は3月分が50.3と、2022年10月以来初めて節目の50を上回った。新規受注指数も51.4へ上昇。アトランタ連銀推計の1-3月期実質GDPは足元で前期比年率+2%台後半と、景気は好調さを維持している公算が大きい。目立った陰りがこれまでない中で、景気モメンタムが再浮揚する可能性は、利下げの必要性が低下していることを示唆していよう。

雇用者数の増加ペースは加速傾向を維持

製造業景況感と平仄を合わせるように、3月非農業部門の雇用者数は前月差+30.3万人と大幅増加。昨年末から雇用増加ペースは加速傾向にある。移民の大幅流入を主因に労働供給が拡大しているとはいえ、需給ひっ迫の正常化が遅れつつある状況だ。労働需要の高まりとともに転職意欲が再び強まれば、住居費を除くサービス価格動向を左右する賃金上昇率がインフレ目標と不整合な伸びを続ける要因にも。

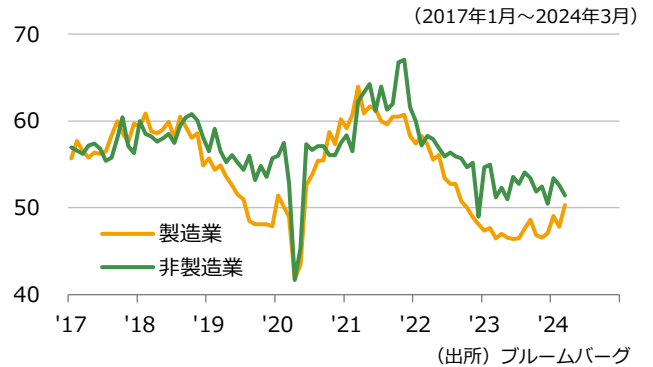
インフレ抑制の進展は停滞

景気モメンタムの強さを反映するように、3月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%と上振れ。基調的な物価動向を示す加重中央値とトリム平均値でも粘着性の強さが窺え、インフレ抑制に向けた進展は停滞している。年後半はインフレ目標相当の前月比でも、前年同月比では下げ渋る試算となるだけに、FRB内外で鈍化が広く期待される住居費が実際に鈍化していくかが目先の焦点と言える。

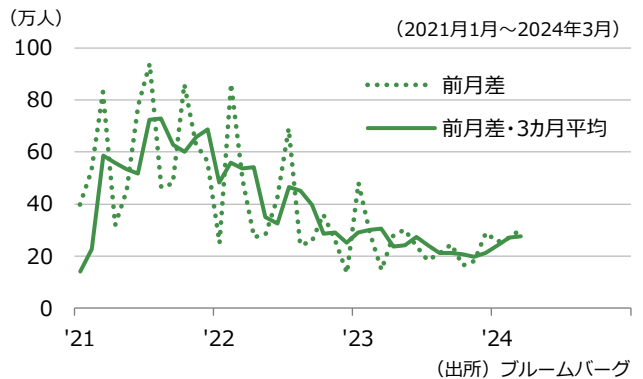
保有資産の縮小ペースは緩和へ

短期金融市場における余剰資金ともされるリバースレポ残高が昨年半ばから大きく減少。月末のレポ金利上昇も散見される中、FRBは保有資産の縮小政策を見直す議論を開始している。3月FOMC議事録は、「遅かれ早かれ」縮小ペースの緩和が決定される可能性が高いことを示唆し、保有する国債残高の縮小ペースは半減する公算。縮小ペースの緩和を通じて、資産規模を円滑に適正化したい意図がある。

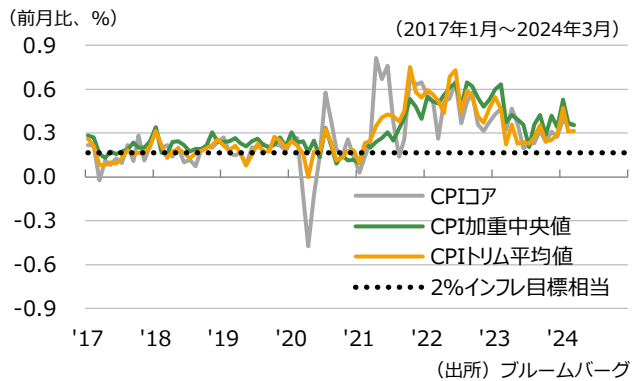
ISM景況感指数



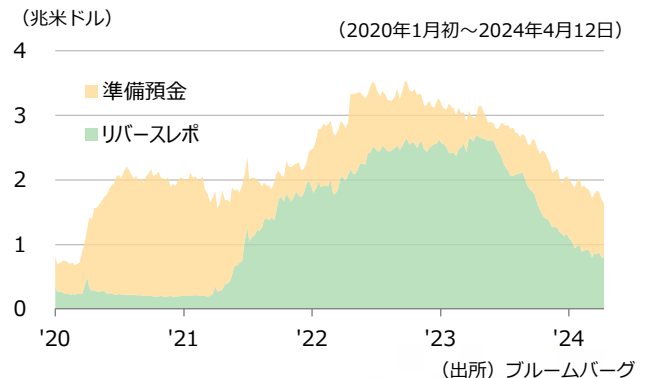
非農業部門の雇用者数



基調的なCPI



リバースレポと準備預金





株式

投資判断は中立継続

3月28日に最高値を更新したS&P500だが、4月に入ると軟調な推移となった。主因は3月CPI等でインフレの粘り強さが示され、これまでの株高を支えてきた利下げ期待が後退したこと。当社でも今回、年内の想定利下げ回数を従来の3回から2回に引き下げた。一方、もう一つの株高要因である景気や企業業績への期待は依然として根強い。この点を鑑み、株価想定は据え置き、投資判断は中立を継続する。

24Q1決算は堅調さを持続するか

S&P500構成銘柄の24年第1四半期の予想増益率は、決算発表序盤の段階（12日時点）で2.7%。プリストル・マイヤーズ スクイブが計上する買収に伴う一時的費用を除くと5.8%だが、いずれにせよ前四半期実績10.1%を下回っている。もっとも前四半期は、ハイテク企業等の予想以上の好決算により、直前予想（4.7%）から大きく上振れた経緯がある。今四半期も同様の展開となるのか注目される。

半導体株は高PERを正当化できるか

ハイテク株のうち、業績への期待度が高いのが半導体関連株である。半導体出荷の回復やAI用半導体市場の拡大を背景に、他のS&P500構成銘柄と比べて高い伸びを示す利益予想となっている。こうした成長期待が歴史的な高水準にある半導体関連株のPERを正当化し、3月末までの相場のけん引役となった。今四半期決算が高PERの裏付けとなる内容となった場合、米国株は再び騰勢を強めると考えられる。

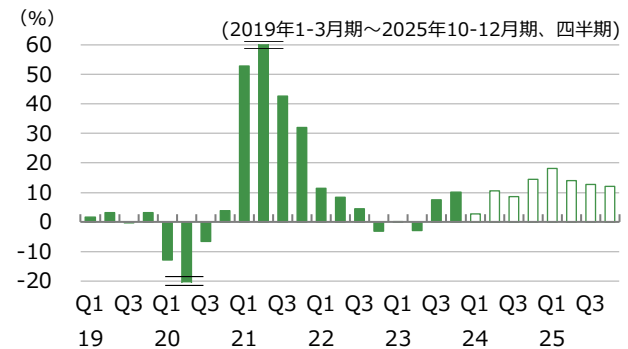
中東紛争の原油供給への影響に注目

一方、地政学リスクとして急浮上したのがイスラエルとイランによる攻撃の応酬である。過去、ペルシャ湾岸周辺国を巻き込む軍事衝突が起こった際、原油供給への懸念が長期化する場合には、株式市場への負の影響が大きかった（右図①②）。逆に言えば、イスラエルがイランを再攻撃しても、湾岸地域の原油供給に打撃を与えない抑制されたものとなれば、市場への負の影響は限定的となろう。

S&P500の推移

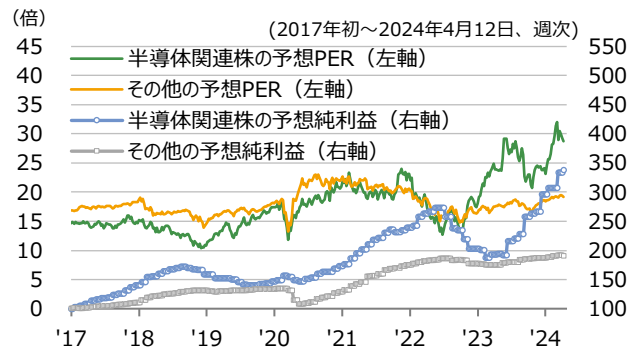


S&P500構成銘柄の増益率



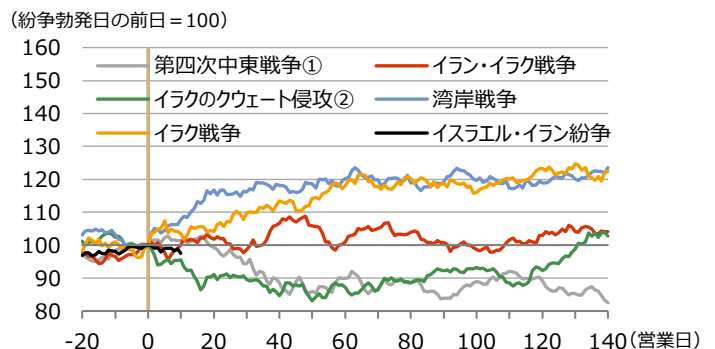
※24Q1（1-3月期）以降はLSEG予想。4/12時点。29/500社発表済
(出所) LSEGより大和アセット作成

S&P500内の半導体関連株のPERと純利益



※PER及び純利益は12カ月先予想ベース。予想純利益は17年初=100
※その他は24年3月末時点の半導体・同製造装置株を除くS&P500構成銘柄
(出所) ブルームバーグ、LSEGより大和アセット作成

ペルシャ湾岸周辺での軍事衝突勃発前後のS&P500推移



※イスラエル・イラン紛争の勃発日はイラン大使館が攻撃を受けた24/4/10
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

年内利下げ回数を3回から2回へ引き下げ

3月FOMCでのFOMC参加者のFF金利見通しでは、年内3回の利下げが優勢だった。しかし、景気の好調さとインフレの粘り強さを受け、FF金利先物では年内3回の利下げ織り込みが大きく後退し、9月利下げ開始・年内2回の利下げ織り込みが優勢に。雇用・物価指標公表後に、FRB高官も利下げを急がない姿勢を揃って強調している。当社は従来年内3回の利下げを予想してきたが、今回2回へ引き下げた。

足元の動向を踏まえた金利見通しの調整

利下げ観測の後退で長期金利は4%台半ばに上昇した。年内2回利下げ観測が優勢な状況であれば、目先の長期金利は4.5%を挟んだ推移となろう。利下げ開始の蓋然性が高まる過程で、金利低下圧力が強まりやすい。当社の政策金利見通しを踏まえると、3年先政策金利期待は年末の長期金利が3.9%程度で推移する可能性を示唆している。

リート

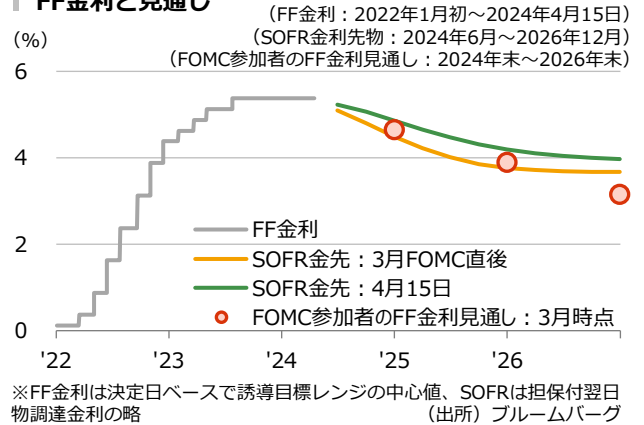
バリュエーションに過熱感なし

金利敏感なリートにしては足元の長期金利上昇を受けても底堅く推移している。AIブームの裏で出遅れセクターとなっており、バリュエーションに過熱感はない。ファンダメンタルズ面では、景気とりわけ雇用が堅調であることは、米国リーートの価格決定力の大きなサポート要因である。物件供給も引き続き抑制的であることから、全体としては健全な業績成長が見込まれる。

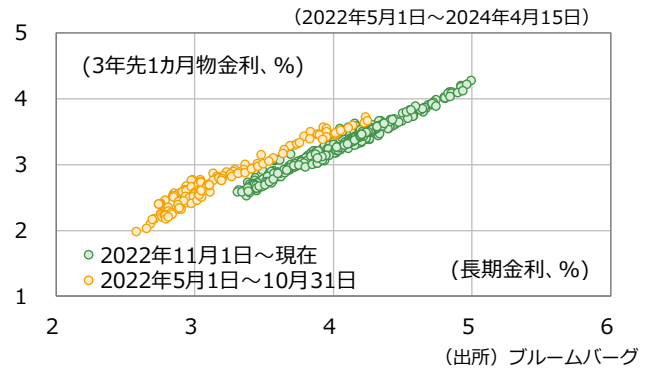
外部環境の好転

米国リート指数の予想配当利回りは、10年国債利回りとはほぼ同程度となっており、長期金利に左右される展開が続こう。市場が織り込む年内の利下げ回数は減少しているが、年内利下げ開始シナリオは崩れておらず、今後の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。

FF金利と見通し



3年先政策金利期待と長期金利



FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差のわりに高水準な米ドル円

日米5年金利差は2023年10月の4.59%をピークに、直近は4.15%。21年1月以降の金利差との相関から算出した米ドル円の推計値は直近で145円台だが、米ドル円の実績値は154円台であり、日米金利差に見合う水準を大きく上回っている。日米株高などに示されるリスクオン志向が円安を助長したことが主因と見られる。今後、リスクオンが弱まると、米ドル円は金利差に見合う水準に近づくだらう。

金利差比較で米ドル円の水準が高い理由

21年1月初～24年3月末の日米5年金利差と米ドル円の相関から算出した米ドル円の推計値を、実績値は直近で9円程度上回る。推計値からのプラスかい離幅は高水準だ。日銀の政策修正後に追加利上げ期待が後退して国内金利低下幅のわりに円安が進んだことも一因だが、リスクオンの円安圧力が続いたことも一因だ。金利差比較での米ドル円の水準は基本的にリスク許容度によるところが大きいと考える。

米経済指標が米ドル高要因に転換

3月前半は米経済指標が市場予想を下回り、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が低下するとともに米実質金利が低下し、米ドル安に振れた。だが、3月後半から4月前半にかけては米経済指標が予想を上回る傾向に転じ、ESIの上昇とともに米実質金利と米ドルが上昇した。米経済指標の改善がリスクオンを招くと米ドル安に働くが、米実質金利の上昇を通じて米ドル高に働く効果が大いと言える。

米経済指標が米ドル安に作用する可能性

3月後半から4月前半に発表された米経済指標は市場予想を上回ってESIが上昇したが、指標改善には米株高による資産効果が需要にプラスに作用したことが影響していると思われる。ただ、株高のペースは鈍化の兆しを見せている。今後は米ドル高効果が需要にマイナスに作用する可能性があるため、米経済指標が予想を下回り、ESIの低下が米実質金利低下と米ドル安に働く可能性に注意すべきだろう。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



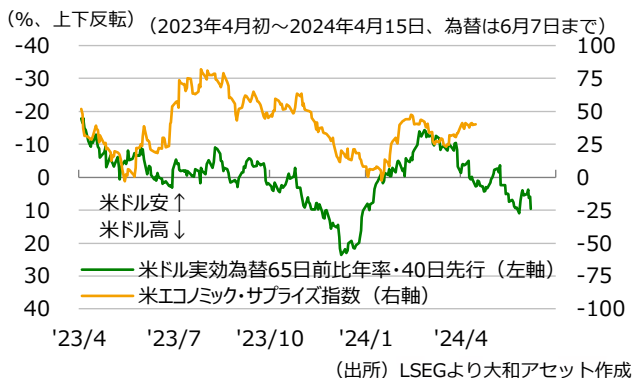
米ドル円の実績値と推計値の乖離幅



米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





経済

景気回復は今年後半から緩やかに

実質GDPは2022年10-12月期以降1年超に亘りほぼゼロ成長が継続。しかし、極端な下振れはなく、その間インフレは順調に低下しており、2022年7月から2023年9月までの連続利上げが巧みであったと評価し得る。今後はインフレの低下、金融引き締めの一巡、供給制約の緩和等が景気の追い風となる一方、財政支援の後退や中国経済の悪化等が景気の逆風として働こう。景気回復は今年後半から緩やかに。

周辺国主導で景気は最悪期を脱却

ユーロ圏の3月PMIはサービス業が2カ月連続で50を上回った一方、製造業は2カ月連続で低下。昨年8月以降の製造業の改善基調は頭打ちに。国別では、総合でドイツ・フランスが50を下回り続ける一方、イタリア・スペインは数カ月連続で50を上回っている。中国経済の悪化も影響してか、ドイツの製造業の落ち込みが依然顕著。それでも、ユーロ圏全体としては景気最悪期は過ぎた公算が大きい。

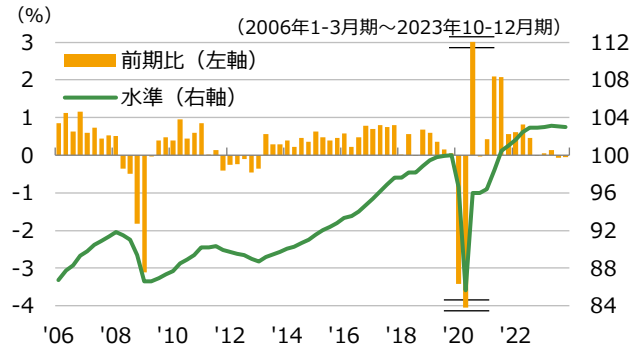
借入需要は大幅減のまま

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、2023年1-3月期は欧州債務危機時に匹敵するまでに至った。しかし、その後は厳格化の程度が着実に弱まっている。一方、企業の借入需要は依然減少幅が大きい。2023年10-12月期の「翌期」の見通しは「増加」が予想されていただけに、2024年1-3月期に増加どころか減少幅が拡大したのは資金需要の弱さを浮き彫りにしている。

2%のインフレ目標への道筋が視野に

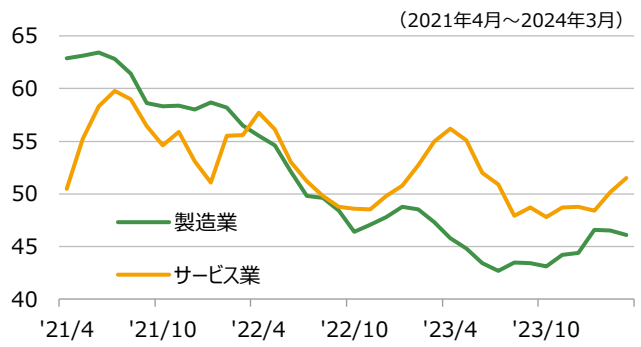
3月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）+2.4%、コアで+2.9%と、目標値の2%が視野に入りつつある。しかし、コアの内訳では、財価格が+1.1%と、伸び率が急速に鈍化しているのに対し、サービス価格は5カ月連続で+4.0%と、鈍化が滞っている。失業率はユーロ圏発足来最低の6.5%であり、供給要因を主とする労働需給のひっ迫がサービス価格を押し上げていると考えられる。

実質GDP

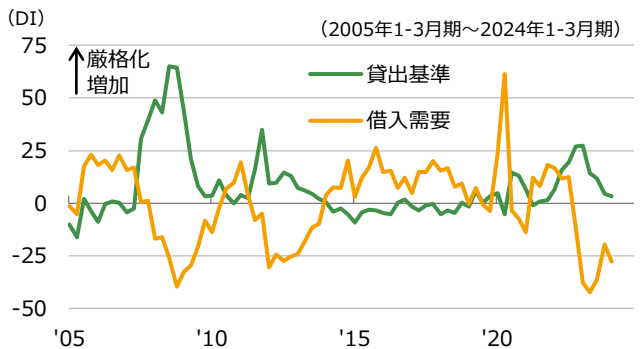


(出所) LSEG

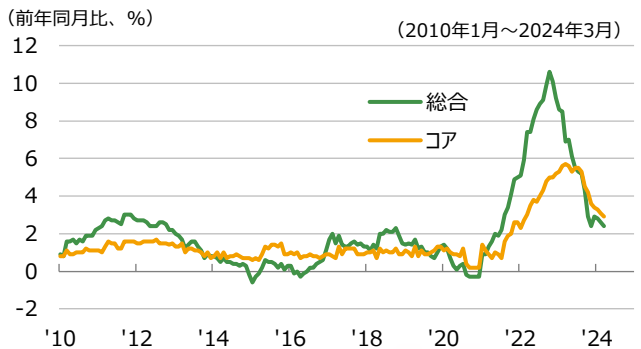
PMI



銀行貸出調査



消費者物価指数



(出所) LSEG



株式

早期利下げへの期待が株価の追い風に

3月ECB理事会で6月利下げ開始の可能性が示唆され、FRBよりも先んじて利下げに踏みきる期待が高まったことで、同月中のEuro STOXX 50はS&P500をアウトパフォームして上昇。3月28日に最高値を更新した。ただし4月に入ると、米国株の下落や中東情勢の緊迫化が足枷となり、一転して下落トレンドに転じ、資源エネルギー株以外は総じて軟調となった。

ファンダメンタルズは緩やかに回復

ユーロ圏の3月総合PMIは、10カ月ぶりに50を回復した。企業業績に関しても、STOXX欧州600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数は、マイナス圏ながら、徐々に改善しつつある。マクロ・ミクロ共に、日米と比較すると、依然、出遅れ感が強い点は、投資対象として選好する上で難点だが、足元のファンダメンタルズの改善には注目している。

債券・金利

6月の利下げ開始が既定路線か

ECBは4月の理事会において5会合連続で政策金利を据え置いた。しかし、声明文には、インフレ目標の達成への自信が一段と高まれば「利下げ」が適切と記し、6月の利下げ開始に更に踏み込んだ。ラガルド総裁の発言にも利下げが既定路線であるかのような印象を得た。景気、金融、財政面で利下げの制約は乏しく、賃金、物価指標が今後多少上振れたとしても、ECBが6月に利下げを開始する確度は高い。

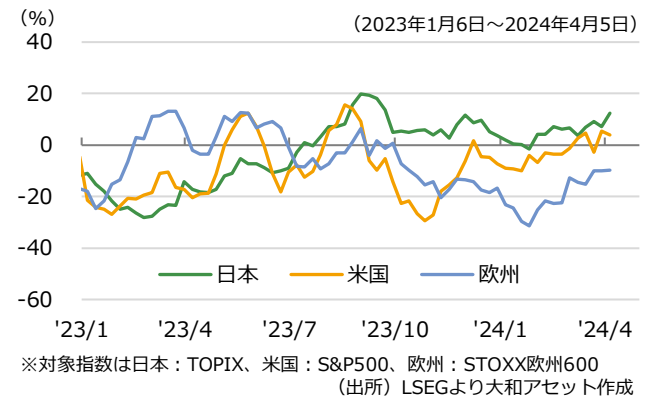
長期金利は再び低下基調へ

ECBは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券を7月から減額し、2025年以降は償還に伴う再投資を完全に停止する方針。量的引き締めにあたるが、金額は僅かで市場への影響も軽微と考えられる。長期金利はECBの継続的な利下げを織り込み、米国とのスプレッドを拡大しつつ、再び低下基調に転じると見込む。

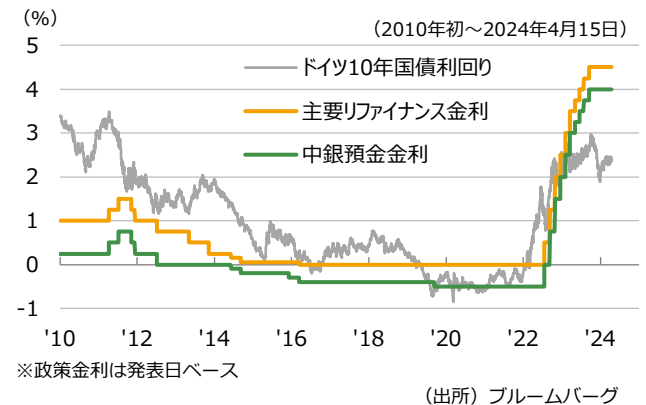
Euro STOXX 50の推移



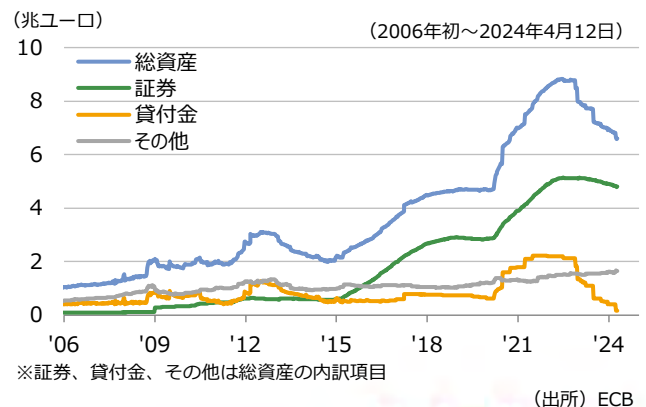
リビジョン指数 (12カ月先予想EPS)



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・円高に転じるか

独日5年金利差が2%前後で推移するなか、3月後半にはユーロ円が165.35円まで上昇。2008年8月以来の高水準だ。日銀の追加利上げ観測後退による円安や、リスクオンの円安が背景にあった。ただ今後は、ユーロ圏のインフレ率低下とともにECBがハト派姿勢を強める一方、日銀が円安による物価高を懸念してタカ派姿勢を強める可能性がある。独日金利差の縮小とともにユーロ安・円高が進むと予想。

さらにユーロ安・米ドル高が進行か

3月から4月にかけては独金利が米金利に比べ相対的に低下し、ユーロ安・米ドル高が進んだ。ECBが6月の利下げ開始を示唆したのに対し、FRBの利下げ開始が6月より遅くなるとの見方が広がったためだ。また、米金利上昇を受けて市場がリスクオンからリスクオフに傾きつつあることもユーロ安・米ドル高に作用している。米金利が相対的に低下するようになるまではユーロ安・米ドル高傾向と予想。

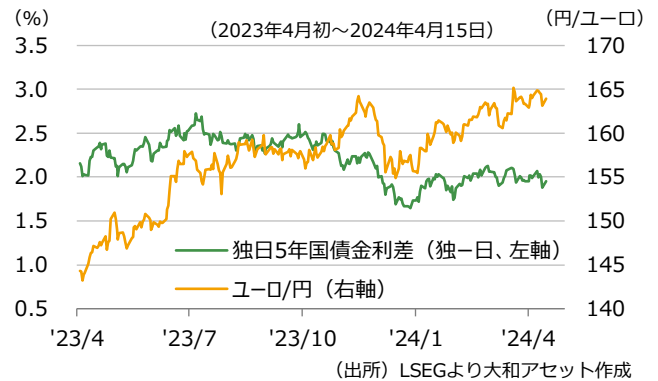
為替がインフレに与える影響

物価変動格差を控除した実質実効為替（広義）について、米ドルは過去20年平均を17%上回る一方、ユーロは2%下回り、円は34%下回る（24年3月）。実質実効為替は経済成長力や金利動向を反映しているが、米国では為替がインフレの抑制要因、ユーロ圏では中立的要因、日本では促進要因と言える。他国と比べた相対的なインフレ進行は通貨安要因だが、相対的な金利上昇につながると通貨高要因ともなる。

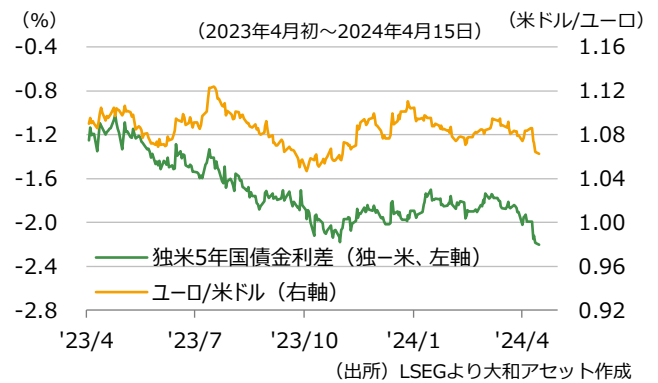
経済指標がユーロに与える影響

経済指標の市場予想比を反映するエコノミック・サプライズ指数（ESI）は直近1カ月、ユーロ圏が低下した一方、米国と日本が上昇した。ESIの相対的变化はユーロ安要因となりやすく、実際にも米ドルに対してはユーロ安に振れた。ただ、今のところ日米欧ともに経済指標が堅調でESIはプラス圏にあるため、リスクオンのユーロ高要因にもなりやすく、円や米ドルに対しユーロ高に振れる局面もあった。

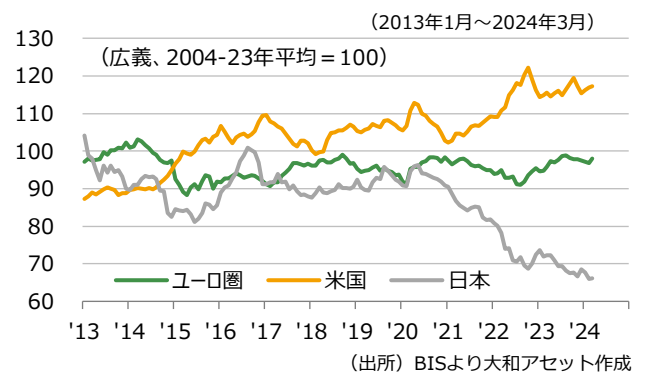
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



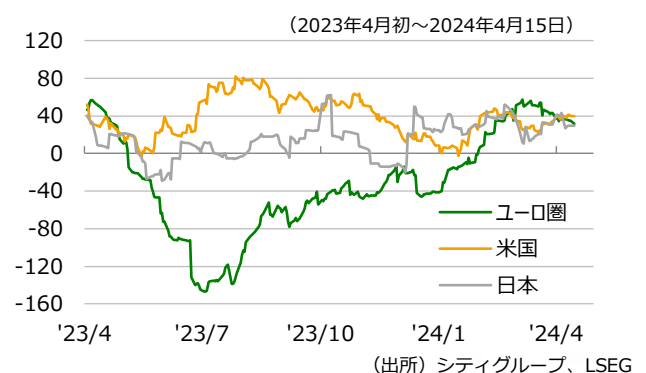
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



日米欧の実質実効為替レート



日米欧のエコノミック・サプライズ指数





経済

景気回復は今年終盤から緩やかに

景気は2年近く停滞したままで、2023年後半には2四半期連続のマイナス成長を記録し、簡便的な定義上の景気後退に陥った。それでも、3月PMIは製造業が20カ月振りに、サービス業が5カ月連続で50を上回るなど、景気は底打ちした公算が大きい。もっとも、高インフレ、高金利の上に、EU離脱を一因に供給制約も大きいいため、安定した景気回復は今年終盤からで、その程度も緩やかに留まろう。

賃金、サービス価格の鈍化の遅れ

2月週平均賃金は前年同月比+6.0%、2月消費者物価指数は総合で同+3.2%、コアで同+4.2%へ何れも鈍化した。しかし、賃金並びに、消費者物価指数のうちサービス価格は伸び率が高いまま。安定した景気回復は年終盤からと想定するなか、賃金、物価とも引き続き鈍化基調での推移を見込むが、2%のインフレ目標の達成は未だ見通し難い。

為替

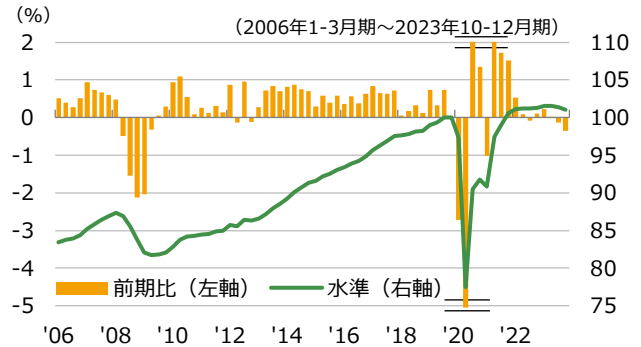
BOEはECBより後の8月に利下げ開始へ

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

ポンド高・ユーロ安は続きにくい

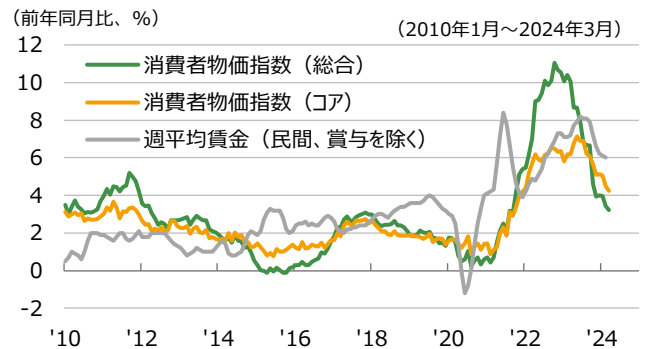
ユーロ圏よりも英国のインフレ率や賃金上昇率が高いため、ECBよりBOEの利下げ開始が遅くなるとの見方が多い。4月にはドイツに比べ英国の長期金利が相対的に上昇し、ポンド高・ユーロ安に振れた。ただ先行きは、英国のインフレ率低下が進み、BOEが利下げ開始時期の接近を示唆するようになると、ポンド安・ユーロ高に転じると予想している。

実質GDP



(出所) LSEG

消費者物価指数と週平均賃金



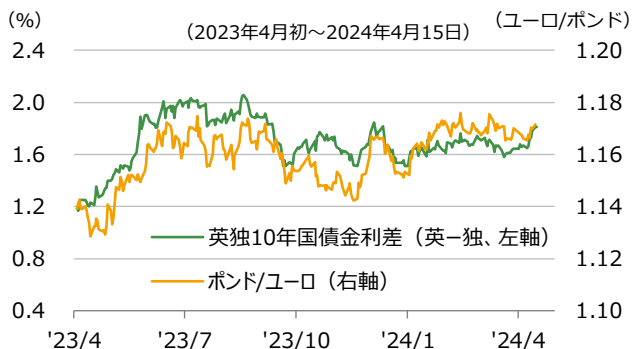
(出所) LSEG

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の対ユーロ相場



(出所) LSEGより大和アセット作成



経済

足元低調も先行き改善に期待

1-3月期の実質GDPは、能登半島地震やダイハツの生産停止の影響などから再度マイナス成長になったと思われる。物価高の影響で個人消費も低調なままだが、足元では若干明るい兆しも見えつつある。春闘での賃上げ率が33年ぶりに5%を超えるなど想定以上に賃上げが進み、消費者心理は改善傾向にある。6月には1人当たり4万円の定額減税の実施もあり、実質消費がどの程度持ち直すかに注目したい。

実質賃金の改善に期待

今年の春闘の結果が給与へ反映されるのはまだ先だが、2月の所定内給与の前年同月比は+2.2%（1月+1.3%）と伸びが加速した。実質賃金は▲1.3%と23カ月連続減少となったが、マイナス幅は縮小傾向にある。今後、賃上げの効果の浸透によって実質賃金のマイナス幅が徐々に縮小していくと期待される。また、物価の伸びが鈍化すれば、実質賃金の伸びがプラス転換する可能性も高くなってきた。

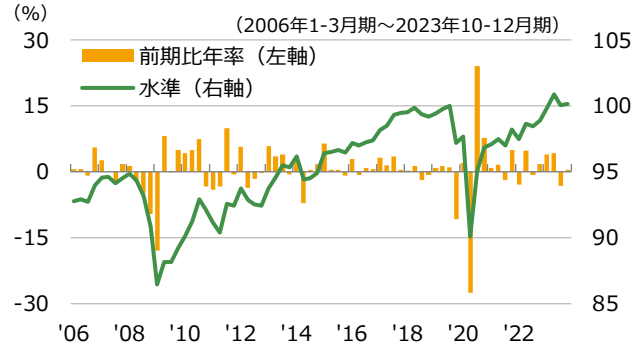
消費者心理は改善傾向に

足元では消費者心理の改善傾向が見られている。賃上げの動きなどから収入の増え方に対する見方が改善しているほか、物価高の一服なども改善に寄与しているようだ。今後は賃上げ効果や6月に実施される1人当たり4万円の定額減税の効果で個人消費が増加に転じるかが注目される。ただし、電気・ガスの補助金終了の影響や長引く物価高で余裕のない世帯も増加傾向にあり、消費の回復度合いを注視。

地価も上昇傾向

2024年の公示地価は、全用途の全国平均で前年比+2.3%と3年連続で上昇、伸び率は33年ぶりの高さだった。株価や賃金に加え地価も上昇傾向にあり、日本経済のデフレ脱却を印象付ける。とりわけ半導体工場の新規投資などから地方都市の高い伸びが目立つ。東京ではオフィス空室率が低下し、賃料が上昇傾向にある。地価の上昇は様々なルートを通じて国内の物価上昇率の底上げに寄与するであろう。

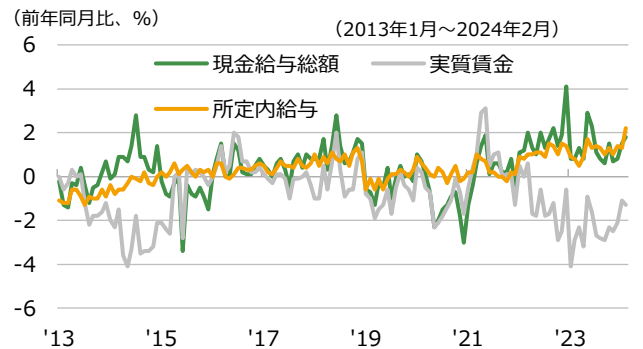
実質GDP



※水準は2019年7-9月期=100

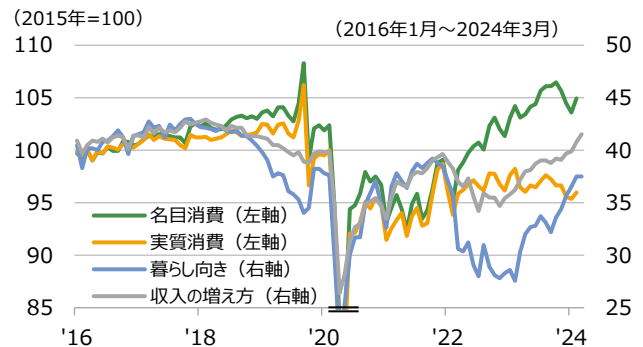
(出所) 内閣府より大和アセット作成

賃金



(出所) ブルームバーグ

消費活動指数 (左軸) と消費者意識指標 (右軸)

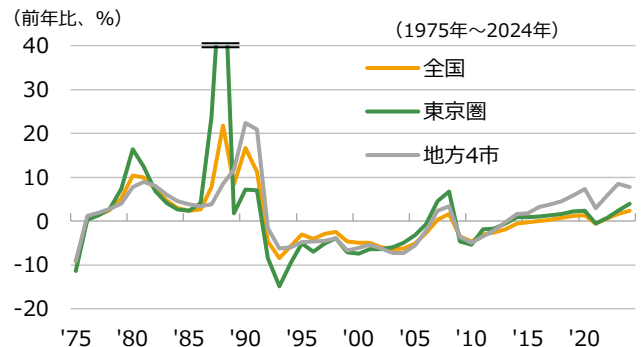


※消費者意識指標は二人以上の世帯、旅行収支調整済

※消費活動指数は2024年2月まで

(出所) 日本銀行、内閣府

公示地価



※地方4市は札幌、仙台、広島、福岡

(出所) 国土交通省



株式

株価急上昇も過度な割高感はない

年初から株価は大幅に上昇してきたが、予想PERは16倍程度で推移し過度な割高感はない。また、予想EPS（1株当たり利益）も増加傾向にあり、世界的に見ても日本企業のEPS成長率の高さが際立つ。さらには、東証の市場構造改革などにより企業の株主重視の姿勢が強まっていることから、海外投資家の日本株投資意欲は引き続き旺盛である。総じて、やや高めのリバリュエーションも十分に許容されよう。

日本のバリュー株に注目集まる

日本の物価上昇率が高まっている。輸入物価上昇によるコストプッシュ要因が大きいと、企業は価格転嫁の姿勢を積極化させており、賃上げの進展や地価の上昇もあり、当面は高い伸び率の継続が想定される。海外ではインフレが沈静化傾向にあり、金融政策の次の一手は利下げと想定されている。一方、日銀は利上げと想定されており、世界的にも日本のバリュー株に注目が集まりやすい状況にある。

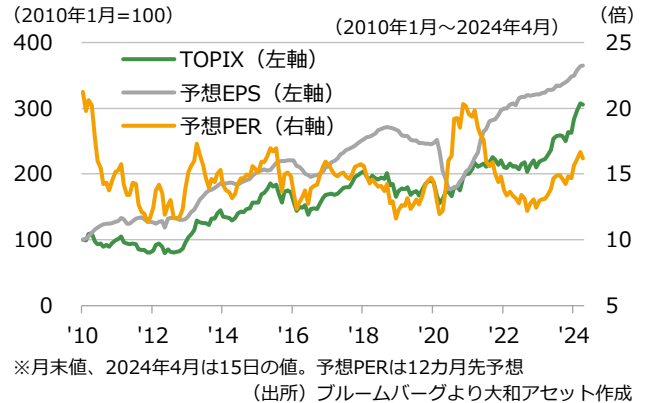
自社株買いが際立つ

2010年以降の投資部門別売買動向（累計、先物を含む）では、事業法人の買い越し額が約29兆円と際立つ。このうち多くが自社株買いによるもので相場上昇の大きな要因となっている。一般的に相場上昇のけん引役と思われる海外投資家の買い越しはさほど目立っていないが、過去に日本株を大幅に買い越した局面では30兆円以上に上ったこともあり、今後の資金流入余地は十分にありそう。

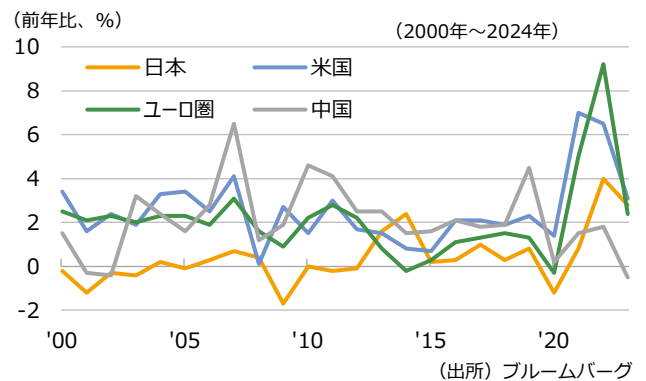
非製造業の景況感が良好

3月調査日銀短観では、ダイハツの生産停止が影響した自動車関連や、低調な中国景気などが影響した電機が悪化した。しかし、それ以外の業種はおおむね良好で、とりわけ非製造業の好調が目立つ。2024年問題が懸念される建設や運輸などの景況感も改善した。今後は、人件費増加や電気・ガスの補助金終了の影響などが懸念されるが、価格転嫁の進めやすい環境が景況感にプラスとなっているようだ。

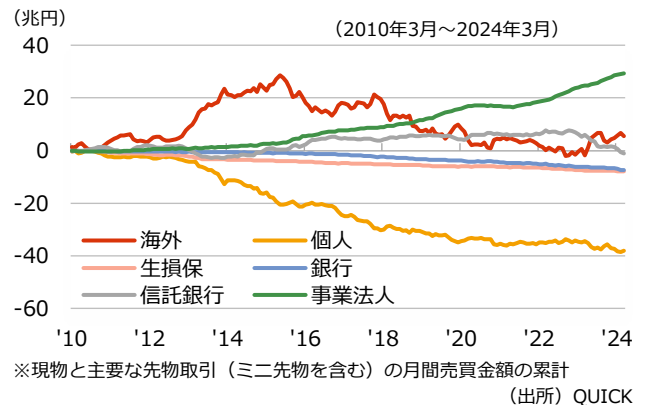
TOPIXとEPS・PER



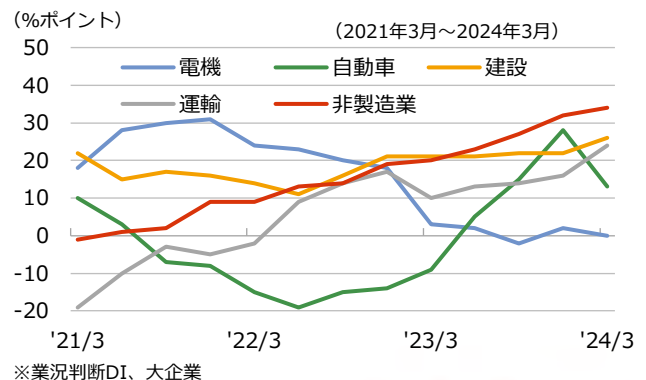
消費者物価指数



投資部門別売買状況



日銀短観





債券・金利

当面、緩和的な金融環境が継続する

3月金融政策決定会合で日銀はマイナス金利を解除したものの、声明文では「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とし、先行きには慎重姿勢を示した。当社も同様に考えている。物価・賃金の上昇は起きているものの、前者は輸入物価上昇に、後者は人手不足に起因するもので、賃金と物価の「循環」は現時点ではあまり起きていないからだ。

リスクは利上げ時期前倒し

引き続き次回利上げは2025年4月で、0.25%への引き上げを想定。ただしリスクは利上げ時期前倒し方向に傾いている。米国の利下げ開始先送り観測による円安で、輸入インフレが持続してしまうためだ。植田日銀総裁も為替レートの動きが経済・物価情勢に無視できない影響を与える場合には金融政策での対応を考える可能性がある旨の発言をしている。

リート

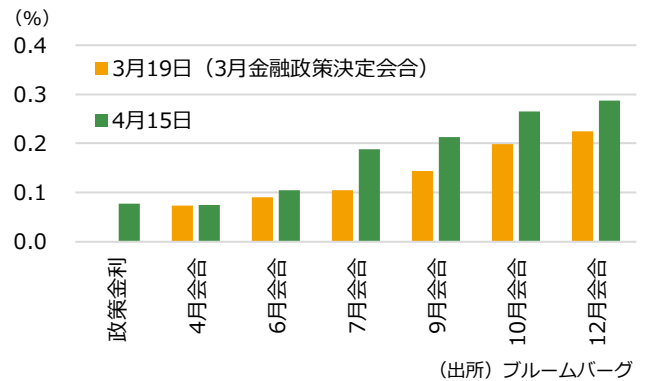
長期金利が上昇するなか底堅い推移

J-REIT市場は、国内長期金利が0.8%台半ばまで上昇するなか底堅い推移。J-REIT市場は、日銀のマイナス金利解除を受けて3月後半に大きく反発。4月初に下落する局面はあったものの、その後は長期金利が上昇するなかでJ-REIT市場が上昇するなど底堅い推移。いまだ散発的ではあるが、自己投資口の取得（バイバック）の決定・検討がJ-REIT市場で広がっている点はポジティブ。

投資判断を「やや強気」に引き下げ

日銀の政策変更への警戒感や需給のゆがみによって過度に割安な水準まで下落したJ-REIT市場は、大規模な金融緩和策の終了を受けて、悪材料出尽くしとなり、反発した。緩和的な金融環境が継続するなか、緩やかな上昇を想定するものの、足元の反発を受けて投資判断を「強気」から「やや強気」に引き下げる。

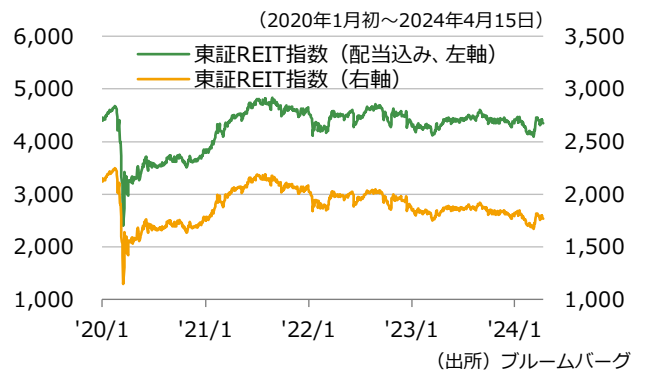
市場が織り込む政策金利の水準



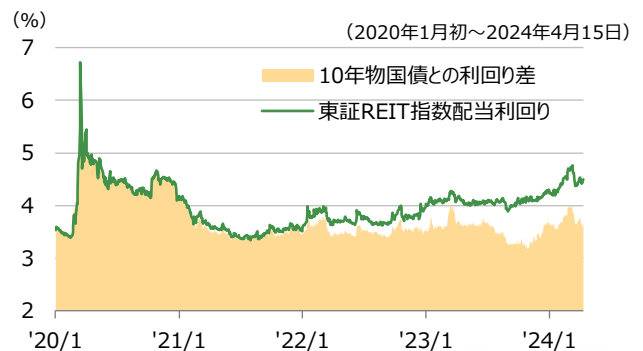
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安と米ドル高により米ドル円が上昇

直近1カ月はクロス円が上昇し、米ドルが円以外の通貨に対し上昇。円安と米ドル高が寄与し、米ドル円は2022年10月高値を超え、1990年6月以来の154円台まで上昇した。海外金利上昇とリスクオンが円安に作用し、米金利上昇の米ドル高がリスクオンの米ドル安を上回った。円の実質実効為替は1970年以降の最低水準と、物価高を懸念し22年10月以来の円買い介入がいつあっても不思議ではない。

米ドル円は米金利・株価と弱い順相関

米金利と米ドル円の順相関が低下する一方、米株価と米ドル円が弱い順相関にある。米金利と米株価が逆相関に傾くなかで、米ドル円が米金利と連動することもあれば米株価と連動することもあり、相関はまちまちな状況だ。米金利上昇・株安では米金利上昇の米ドル高とリスクオフの円高のバランス、米金利低下・株高では米金利低下の米ドル安とリスクオンの円安のバランスで、米ドル円の方向が決まる。

国際収支における円安圧力が後退

経常収支の資本流入規模と、直接投資収支の資本流出規模はともに頭打ちで、やや縮小気味だ。一方、証券投資収支の資本流出は23年後半に拡大後、24年2月にかけて縮小（対外証券投資より対内証券投資の拡大が大きい）。これらの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）は23年後半に資本流出が拡大して円安要因となったが、24年1-2月には資本流出が縮小して円安圧力が後退。

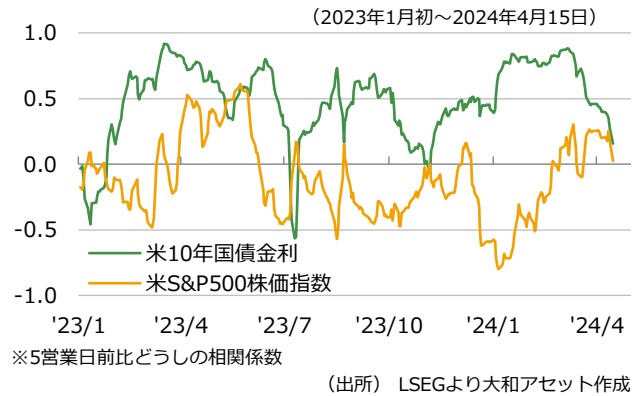
物価上昇は金利上昇・円高の一因に

円ベース輸入物価の前年同月比は3月に+1.4%とプラス幅が拡大。背景には、契約通貨ベース輸入物価の下落率縮小もあるが、米ドル円の上昇率拡大もある。4月も米ドル円は前年同月を上回る水準で推移しており、円ベース輸入物価の上昇率は高まりそうだ。国内企業物価の前年同月比も高まっており、消費者物価にも影響が波及しそうだ。円安による物価高は、金利上昇を通じて円高の一因となるだろう。

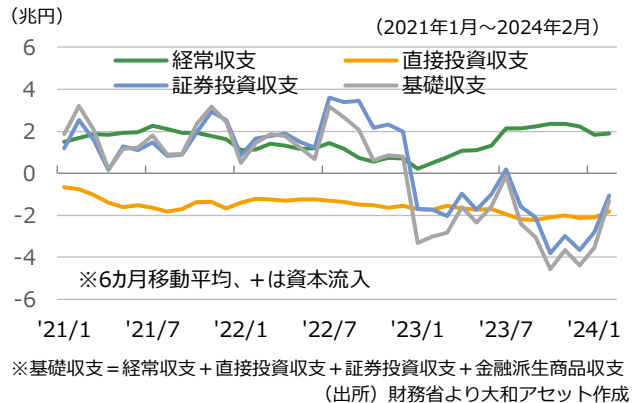
米ドル・円・他通貨の為替



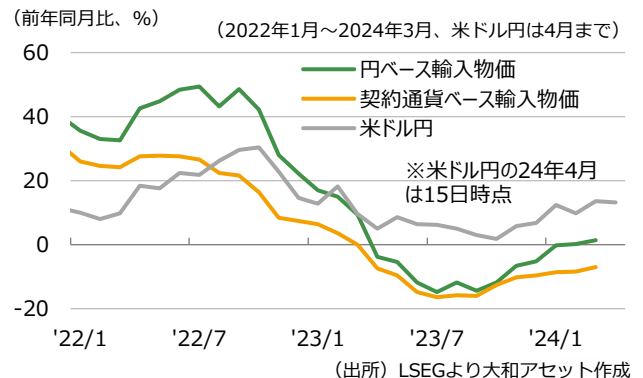
米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



国際収支



輸入物価と米ドル円





経済

ゼロ%前後の低成長から脱したか

実質GDPは1月が前月比+0.6%となったことに加え、2月は+0.4%と推計されている。この年初の高成長については、昨年末のケベック州の公務員ストライキによる低迷からの反動や、暖冬の影響も指摘されているため、多少割り引いて見る必要がある。それでも、昨年末まで続いていたゼロ%前後の低成長からは脱した公算が大きい。今年6月からと予想される利下げで成長率は徐々に加速すると見込む。

雇用者数の増加傾向と失業率の上昇

雇用者数は3月に前月差▲0.22万人と、昨年7月以来の減少。ただし、1月と2月に計7.80万人も増加した後の反動という側面もある。また、景気回復を見込んで企業心理が改善しているため、雇用者数の減少継続は想定しがたい。他方、移民の急増により雇用者数を上回る速度で労働力人口が増加し、失業率はコロナ禍を除けば2018年以来となる6%台まで上昇。労働需給のひっ迫はほぼ解消されたようだ。

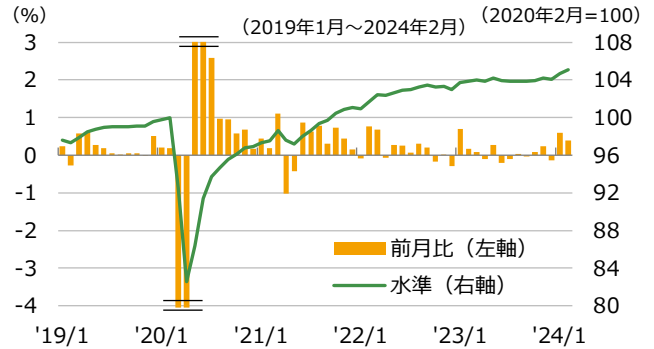
賃金上昇率の高止まり懸念は後退へ

失業率の上昇などに観測される労働需給のひっ迫緩和に遅れて、今後は賃金上昇率の鈍化が想定される。カナダ銀行も「賃金上昇率が鈍化するいくつかの兆候がある」と評価するなど高止まり懸念を後退させている。ストライキなどの特殊要因により、過去の関係性に比べて失業率の上昇が賃金に波及するまで時間を要するかもしれないが、賃金からのインフレ圧力は引き続き弱まる方向にあると考えられる。

経済の供給超過とインフレ鈍化

カナダ銀行は1-3月期の実質GDPを前期比年率+2.8%と予測しながら、需給ギャップは前期からほぼ変わらずの▲1%程度と推計している。人口の急増により今年の潜在成長率は約2.5%と推計されており、成長率が多少加速したところで需給ギャップのマイナスはすぐに埋まらない。需給ギャップの動きを追うようにコアCPIの3カ月前比年率が急低下するなど、インフレ鈍化が鮮明になっている。

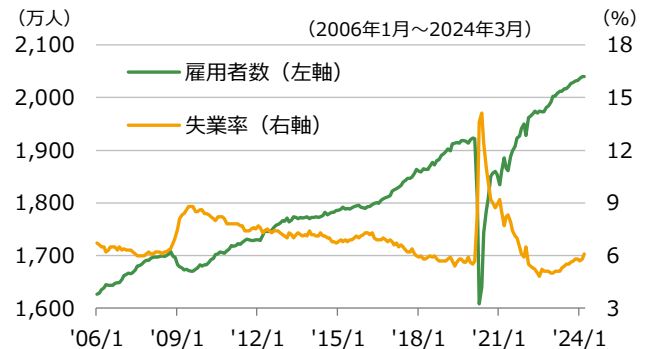
月次実質GDPの前月比と水準



※2024年2月はカナダ統計局の推計値

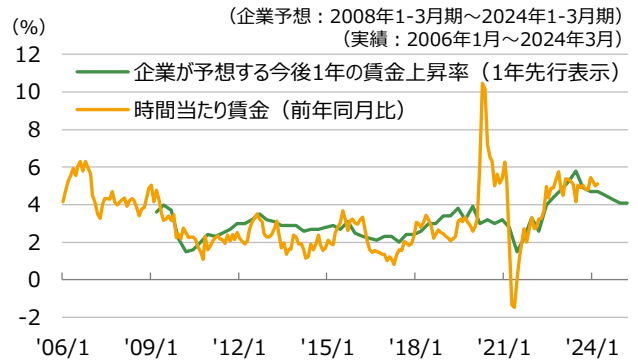
(出所) カナダ統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



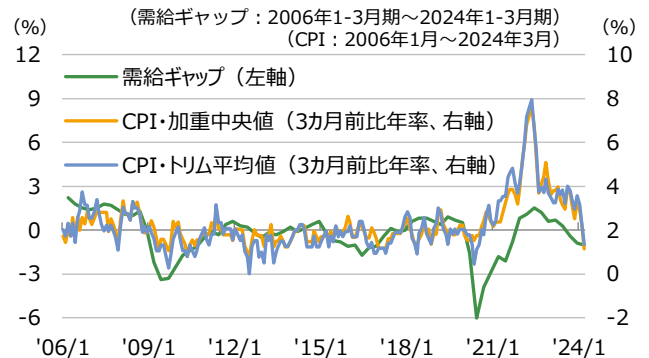
(出所) カナダ統計局

賃金上昇率



(出所) カナダ銀行、カナダ統計局

需給ギャップとコアCPI



※直近の需給ギャップは推計レンジ▲0.5%～▲1.5%の中心

(出所) カナダ銀行、カナダ統計局より大和アセット作成



債券・金利

利下げ開始は6月、その後は米国の影響も

カナダ銀行は4月の金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決定したが、インフレへの懸念を後退させた。マクレム総裁は次回6月会合での利下げを「可能性の範囲内」と表現。順当に行けば、同会合での利下げが濃厚になりそうだ。ただし、景気回復期待や米国の利下げ後ずれ観測はその後の利下げペースを鈍化させる要因になる。今回、当社は今年末の政策金利の予想を4%から4.25%に引き上げた。

長期金利は3%台での推移が継続か

カナダ銀行は中立金利の推計値を2~3%から2.25~3.25%へ上方修正。中立金利が更に上昇する可能性も考えられ、また景気が回復局面に入る中、当面3%を下回るまでの利下げを織り込むのは難しいだろう。長期金利は引き続き3%台で高止まりしやすいとみる。政策金利の来年末の予想（3.5%）や長期金利の予想値（各3.3%、3.2%）は据え置く。

為替

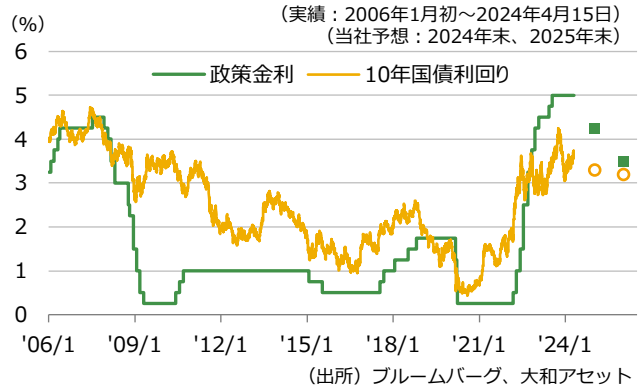
目先は先行した利下げが重荷

過去1カ月では、米国の利下げ後ずれ観測が高まる一方、カナダでは時間の経過に沿って利下げ開始が近づき、カナダ・ドルは対米ドルで減価。原油価格は上昇したが、米金利上昇やリスクオフの米ドル高圧力に打ち消される格好に。目先は、カナダの利下げ開始に向けた思惑がカナダ・ドルの重荷になることが想定されるものの、その後に米国の利下げが意識されればカナダ・ドルに反発の余地が生じよう。

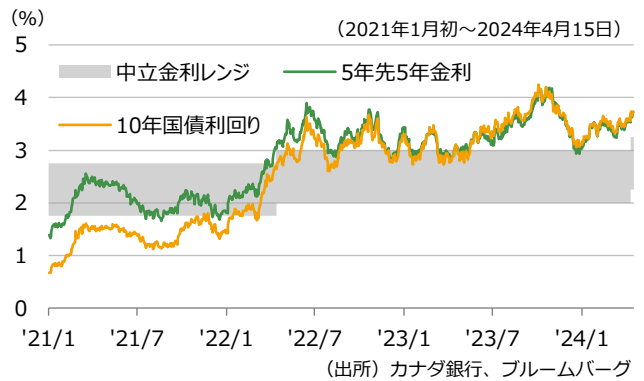
対円では金利差縮小に比べて下落せず

カナダは利下げ開始、日銀は追加利上げが意識されたが、カナダ・ドル円は両国の金利差との関係に比べれば上振れたまま。今後も金利差は縮小傾向で推移しやすいものの、金利差では説明できない構造的な円売りフローの可能性や、積極的には円を買いづらい金利水準、原油高の想定などを踏まえ、カナダ・ドル円は金利差対比で下がりづらいとみている。

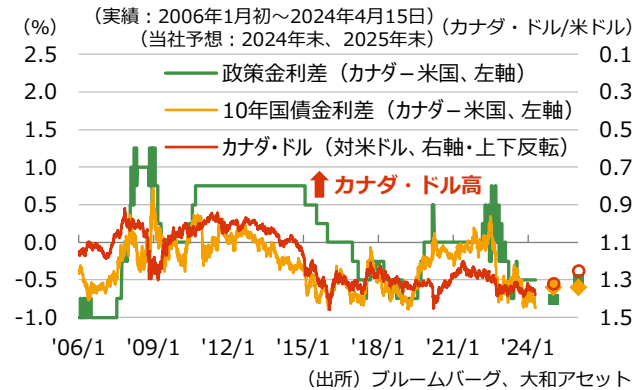
政策金利と10年国債利回り



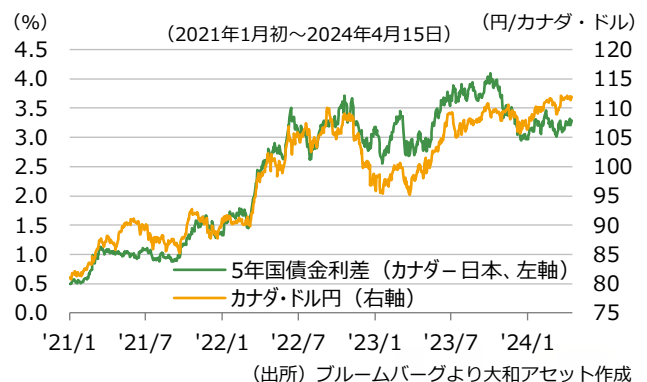
各種金利



米国との金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



日本との5年国債金利差とカナダ・ドル円





経済

今年半ば以降の緩やかな加速を見込む

2022年10-12月期から2023年10-12月期まで、実質GDP成長率は順に前期比+0.8%、+0.6%、+0.5%、+0.3%、+0.2%と緩やかに減速。高インフレや利上げで個人消費はほぼゼロ成長だが、企業の設備投資や政府支出が押し上げる構図である。利上げの効果は大方浸透しているため、実質賃金の上昇等による家計の購買力向上で今年半ばから個人消費が持ち直し、成長率は緩やかに加速すると見込む。

足元の個人消費に浮上の兆しは見えず

インフレ再燃への懸念などから、ウエストパック消費者信頼感指数は足元で再び低下。また、個人消費関連の指標も名目ベースで前年比小幅なプラスが継続。個人消費は腰折れを警戒する状況ではないが、浮上の兆しも見えない。ただし、実質賃金の伸びは高まっているほか、7月からの所得税減税により家計の購買力は一層高まることが想定される。今後数カ月で個人消費に浮上の兆しが見えるか注目したい。

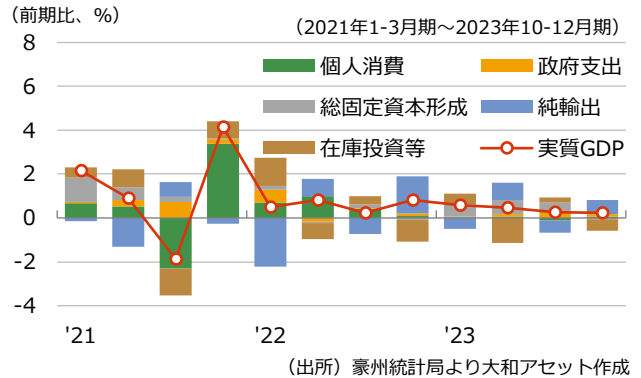
労働市場のひっ迫緩和は想定よりも遅い

雇用統計は、近年の特徴である夏季休暇の長期化などによって季節調整が上手く機能していないことを主因に、単月の振れが大きくなっている。雇用者数や失業率は月ごとに上下しているが、トレンドとしては失業率の上昇に示されるように、労働需給のひっ迫は緩和方向にあると判断される。ただし、市場参加者やRBAの予想に比べると、労働市場の軟化は緩やかなものにとどまっていることが示唆される。

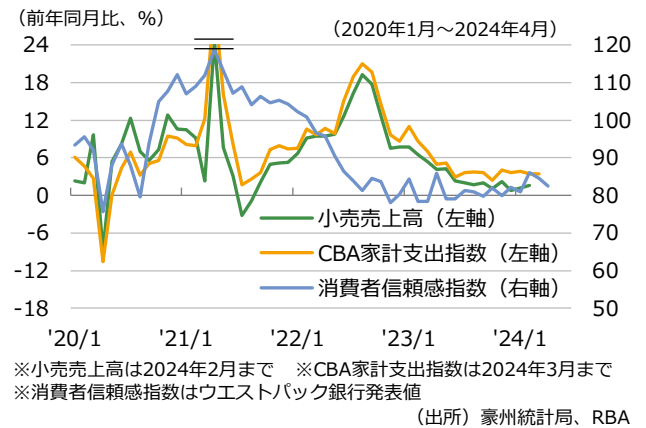
インフレ鈍化の一服感が強まるか

消費者物価指数は2月まで3カ月連続の前年同月比+3.4%で、伸び鈍化に一服感が出てきた。内訳を見ると、サービス価格の加速を財価格の鈍化が相殺する格好。賃金上昇によるサービス価格の下げ渋りは、今後より顕著になると見込まれる。また、足元の国際商品市況の上昇で、財価格についても今後は下げ渋りが懸念される。物価目標達成に向けては、まだ引き締め的な金融政策を続ける必要がある。

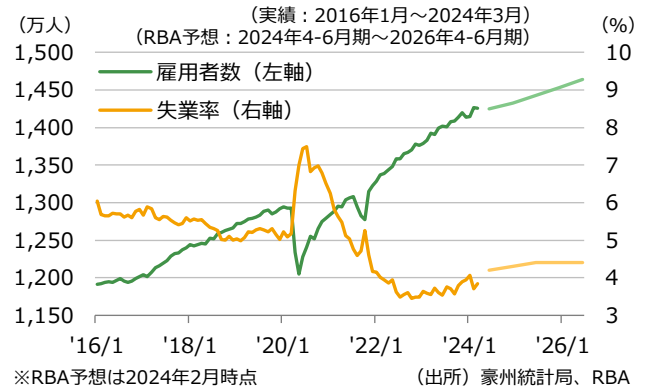
実質GDP成長率と項目別寄与度



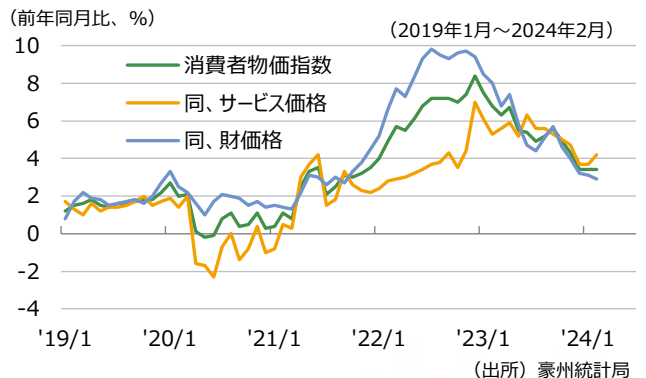
個人消費と消費者センチメント



雇用者数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

利下げ開始は欧米主要中銀から遅れよう

RBAは3月の理事会で3会合連続となる政策金利の据え置きを決めた。声明文から「利上げの可能性は排除できない」との文言が消え、政策スタンスが中立化した。もっとも、欧米の主要中銀に比べれば遅れが目立っている。実質賃金の上昇や7月の所得税率引き下げが物価に与える影響を見極める必要があると思われるため、利下げ開始は最速でも11月になると見込む。リスクは後ずれ方向に傾いている。

利下げ幅も小さく長期金利は高止まり

豪州は、住宅ローンに占める変動金利の割合が大きいなどの理由により、経済の金利感応度が高いという特徴がある。そのため、2022年以降の利上げは他国に比べて小幅にとどまった。逆に、金利低下による景気浮揚効果も大きいため、今後の利下げ幅も小さくなる見込み。また、長期金利も相対的に高止まりしやすく、当面は4%前後で推移すると予想。

為替

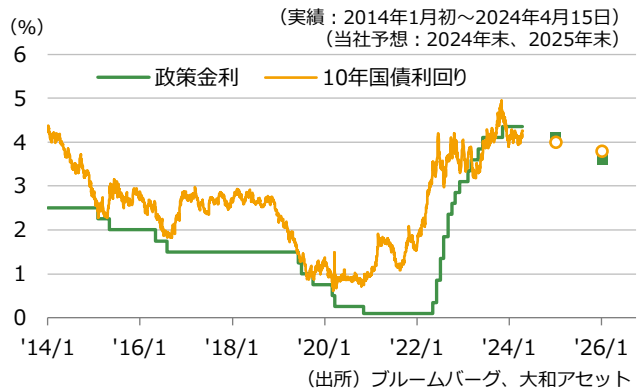
豪ドル高見通しの方向性は変わらず

今回、米国の金利予想を引き上げたことで、豪米の政策金利差は従前に比べて縮小しない見通しとなった。ただし、米国の方が先に利下げを開始し、政策金利差が縮小するとの方向性は変わらない。再び米国の利下げが意識される局面では、豪州の相対的な利下げ開始の遅さが意識されて豪ドルが買われやすくなるだろう。それは年内に訪れる公算で、豪ドルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持。

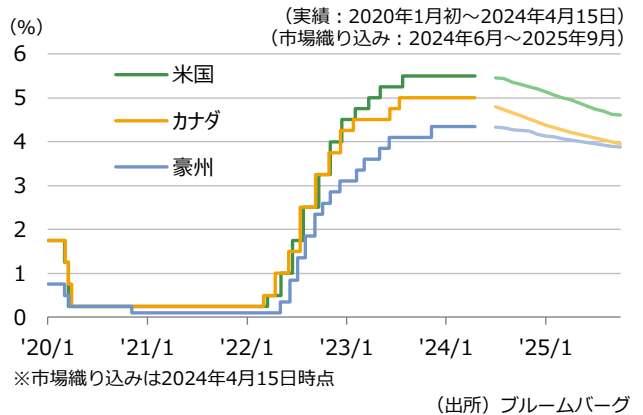
豪ドルを支える実需と売り余力の小ささ

豪州は大幅な貿易黒字が定着しており、実需面の豪ドル売り圧力は小さいと考えられる。また、投機筋の先物ポジションを見ると、豪ドルは過去最大に近い水準の売り越しとなっており、更なる売り圧力は小さいとみられる。むしろ、豪ドルの金利面の魅力が復活する局面では、売りポジションの買い戻しが豪ドル高に拍車をかける展開も想定されるだろう。

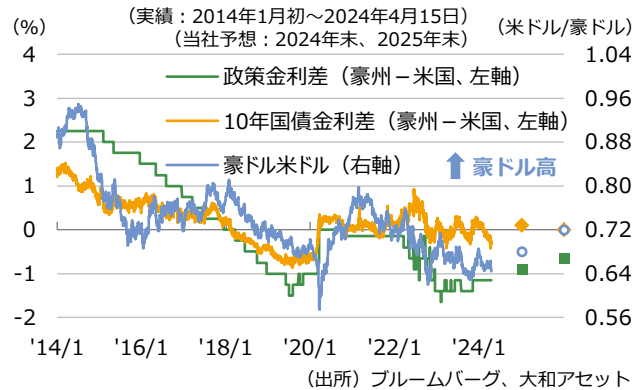
政策金利と10年国債利回り



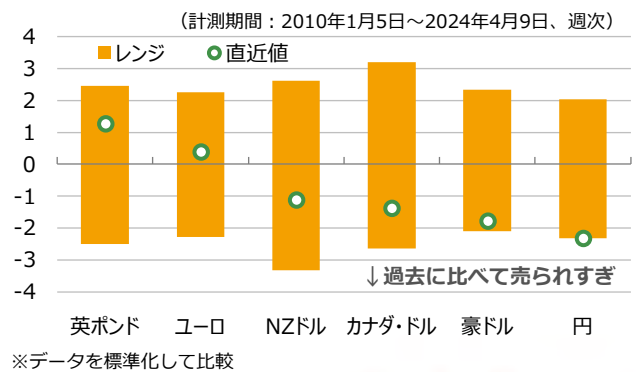
各国の政策金利



米国との金利差と豪ドル (対米ドル)



投機筋の通貨先物ネットポジション





経済

需要不足で景気の低空飛行が続こう

3月国家統計局PMIが製造業を中心に顕著に改善したが、春節の長期休暇後でもある3月に上振れしやすい季節性に注意が必要。中長期の銀行貸出の低迷が需要不足の深刻化を浮き彫りにしており、製造業頼りの景気押し上げには力不足と考える。また、不動産関連の不良債権処理は進まず、銀行の金融中介機能が低下し、貸出態度の消極化などを通じて、経済に下押し圧力を加える可能性が高い。

3月の経済指標の軟調さが目立つ

3月の月次指標のうち、景気けん引役として期待される右図の3指標をみると、インフラ投資が前年同月比+6.6%の伸びに留まった他、その他の指標は同+5%以下へ減速するなど、景気回復の弱さが明らかに。目先は、消費財の買い替え促進の具体策が注目されようが、財政余力が限られる中、景気対策への過度な期待は持てないと言えそうだ。

株式

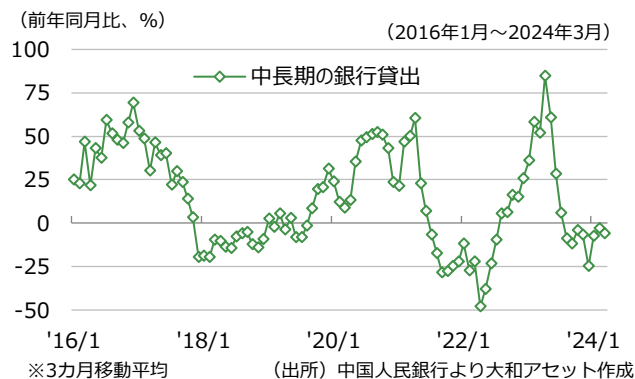
センチメントの顕著な改善は見込めず

中国株は2月中旬に反発を見せたが、3月以降は横ばいで推移。テーマ株の代表となる半導体株も、米国の規制強化懸念を受け、海外の半導体関連株価上昇とは相反して下落。大手不動産企業の清算懸念、米中摩擦の 에스カレート、効果的な景気対策の欠如等に鑑みても、不確実性は高く、株式市場のセンチメントの顕著な改善は見込みにくい。

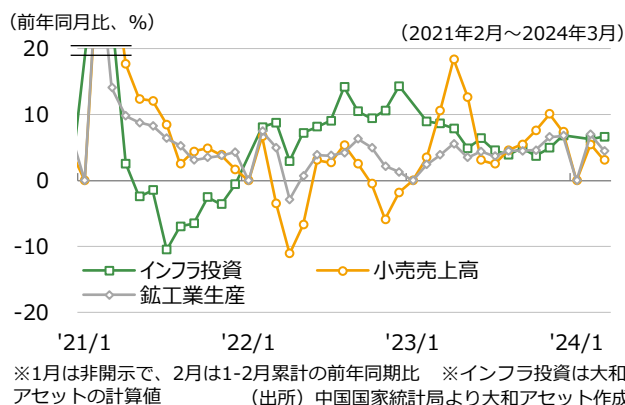
2月の株価急落時の株買い介入が明らかに

2月上旬の中国株急落時、当局は株価の下支えに奔走。当局発表の①空売り規制の強化や②ソブリン・ウェルス・ファンドの「国家隊」を通じたETF買いの他、③中銀が証券会社への資金注入を通じて株買い介入を行った模様。その規模は2015年の人民元ショック以来の高水準。4月にも空売り規制の強化が報じられ、取引正常化とは程遠いか。

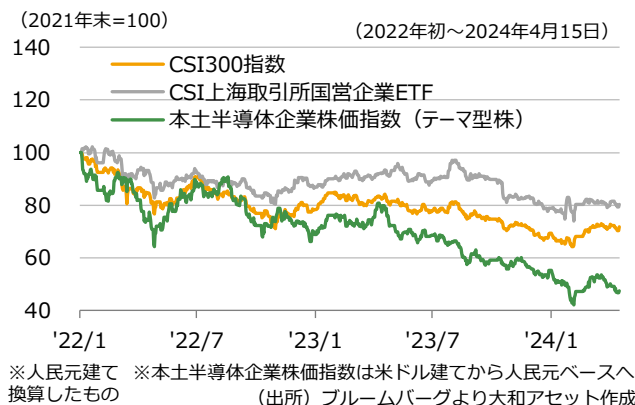
中長期の銀行貸出の推移



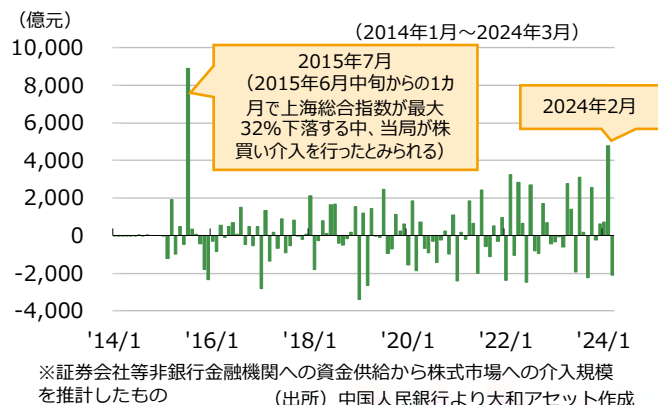
主要経済指標の推移



各種株価指数の推移



証券会社経由の株式市場への当局の介入金額推計値





債券・金利

金融緩和は米国睨み且つ小刻みが基本

景気回復の足取りが不安定にも拘らず、中銀は金融緩和に動けない状況にある。準政策金利は2.50%と、利下げ余地が限られるなか、「経済有事」への備えも必要で安易に利下げできそうにない。また、長期金利に関して、米国対中国の上乗せ幅がデータ取得可能な2007年以降でほぼ最大にまで拡大する中、追加利下げは人民元安圧力を強めよう。利下げするにせよ、米国追従で且つ小刻みが基本と考える。

国債金利の下限を試す展開を予想

不動産企業のデフォルト連鎖や清算等が懸念されているが、本土債券市場では投機的社債を含め、信用不安は限定的。中銀の流動性供給や資金逃避の受け皿であることが主因と考えられる。今後も、景気低迷が予想され、国債金利の上昇は見込まず。ただ、不動産問題の抜本的な解決策が発表されていない中、銀行の信用不安や社債市場の金利上昇リスクは残る。

為替

対円では1993年以降の最高値を更新

足元の米ドル指数(DXY)の上昇を受け、人民元の対米ドルレートも減価。ただ、近年では米ドル高局面で国有銀行等が7.3元/米ドル近辺で人民元買いの動きを強めたこともあり、7.3元/米ドルは当面の節目と考えられる。一方、円安を受け、人民元対円レートは約30年ぶりの高値を更新。中長期的な景気低迷への懸念は燻っているが、資本規制もあり、現時点では対米ドル、対円で底堅い推移を予想。

総合収支は辛うじてプラス

2023年10-12月期の総合収支は辛うじてプラスへ回復。証券投資の大幅な資金流出が一巡したことが寄与。しかし、今後は海外旅行回復によるサービス収支の赤字拡大などを受け、経常収支の黒字は縮小傾向を見込む。金融収支の赤字を補いきれず、クロスボーダーの総合収支がマイナスに落ち込む可能性が高く、人民元圧力として作用しよう。

準政策金利および米中金利差



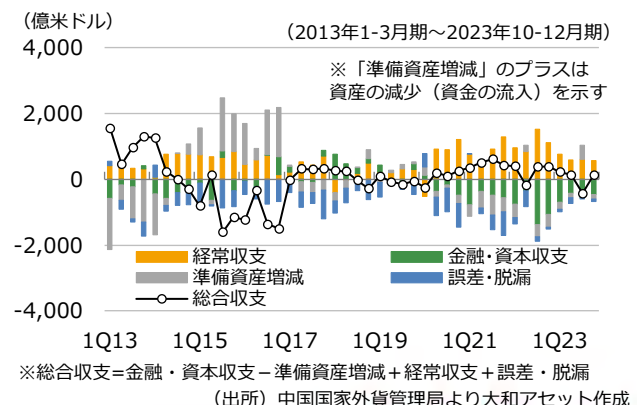
中国本土債券市場の国債と社債の推移 (5年債)



人民元の対米ドル、対円レートの推移



総合収支およびその内訳





経済

景況感に続き実体経済も持ち直しの兆し

昨年8月からの連続利下げなどを背景に景気回復期待は高まっており、3月総合PMIは2カ月連続となる55.1を記録した。実体経済はまだら模様だが、総じて見れば足元で持ち直しの様相を呈しており、昨年後半のゼロ%成長から加速する蓋然性が一段と高まった。回復の速度は従前の想定を上回る公算が大きくなったため、今年の成長率予想を+1.5%から+2.0%に引き上げた。来年は+2.5%に据え置く。

労働市場は持続可能な成長へ

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

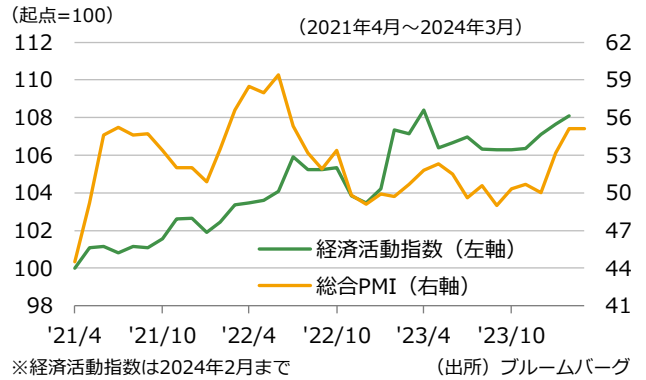
利下げにより家計の信用状況は改善

昨年は高いデフォルト率にもかかわらず、拡張的な財政政策や実質賃金の高い伸びなどを背景に、個人消費の減速は小幅にとどまった。しかし、昨年8月からの利下げの効果によって消費者ローンのデフォルト率は昨年6月の6.3%をピークに下がり続け、直近2月に5.5%まで低下。信用状況の改善も重なり、足元では小売売上高の増加が顕著になっている。当面、個人消費が成長率の押し上げに寄与するだろう。

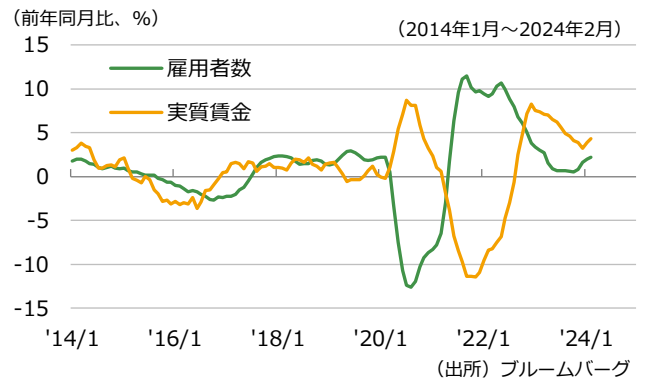
物価目標中心への回帰は見通せず

3月消費者物価指数は前年同月比+3.9%と、2月の+4.5%から伸びが鈍化。目先は更に鈍化しよう。しかし、前年の豊作の効果が一巡し、また天候不順の影響が顕在化することで、今後は「食品・飲料」の伸び加速が見込まれる。また、景気回復でサービス価格の高止まりも想定される。物価目標レンジ中心（3%）への回帰が見通せないため、中立金利（8%程度と推計）以下への利下げは期待できず。

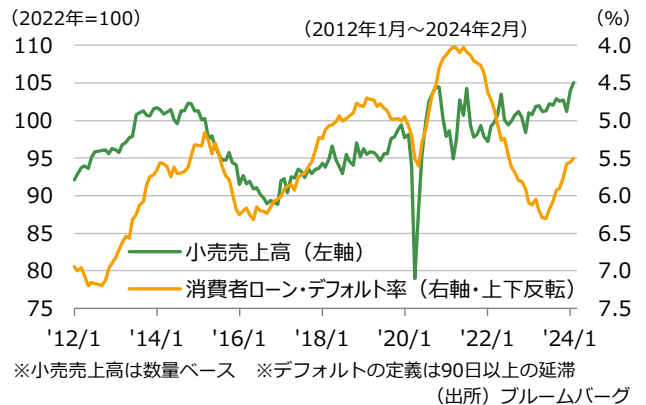
経済活動指数とPMI



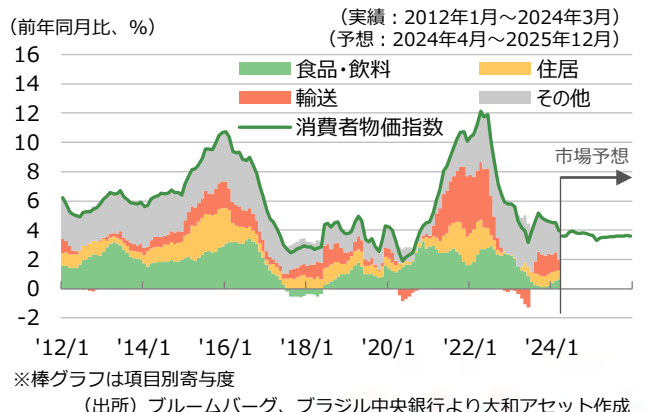
雇用者数と実質賃金



小売売上高と消費者ローン・デフォルト率



消費者物価指数





債券・金利

6月会合で利下げ幅縮小か

ブラジル中銀は昨年8月から6会合連続で0.5%ポイントの利下げを決定し、次回5月会合での同幅の利下げを示唆。ただし、その次の6月会合に関しては明言を避けた。景気回復に伴うインフレ高止まりだけでなく、米国の利下げ後ずれ観測によるブラジル・レアル安圧力の強まりや、政府の2025年度基礎的財政収支の目標引き下げなどによる財政悪化懸念もあり、6月会合は利下げ幅縮小の公算が大きい。

順イールドが一段と明確に

利下げ継続により短期ゾーンの金利には下押し圧力がかかりやすい環境が継続。一方、景気回復期待や財政悪化懸念があるため、中長期ゾーンの金利は下がりづらくなっている。国債利回りは順イールドがより明確になっており、たとえ金利が低下しなくとも、ロールダウン効果によって直近の金利（最終利回り）を上回るリターンが期待できる状況にある。

為替

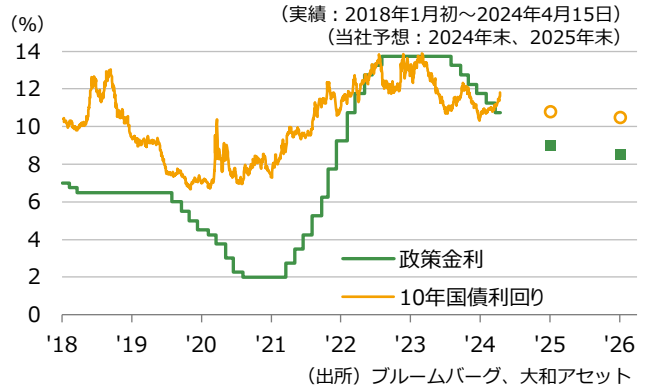
レアルは対米ドルで弱含み

ブラジル・レアルは対米ドルで減価。背景には①金融市場を軽視したようなブラジルの政治的な動き（ブラジル株式市場からの資金流出につながった模様）、②ブラジルの利下げ継続と米国の利下げ後ずれによる両国の金利差縮小の思惑、③政府の2025年度基礎的財政収支の目標引き下げなどによる財政悪化懸念がある。下記の通りレアル安圧力を和らげる要因はあるが、レアル高につながる材料は乏しい。

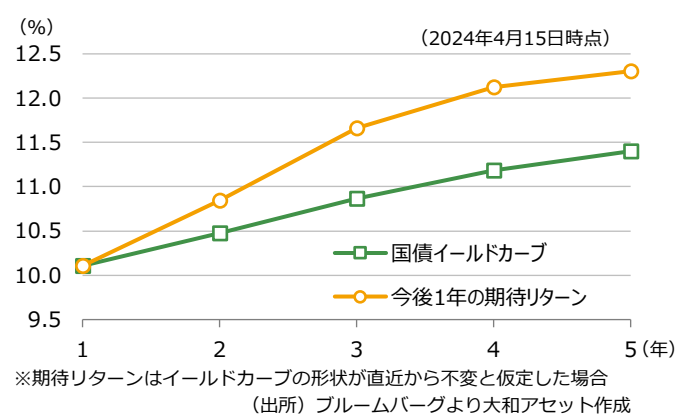
レアル安が急速に進むリスクは小さい

貿易収支の大幅黒字が続くなど実需のフローはレアル買い優勢の様相。また、ブラジル中銀は2022年以来のレアル買いの為替介入を実施しており、インフレ下げ渋り懸念がある中でのレアル安を望んでいないようだ。更に、利下げ幅の縮小観測も強まっている。このようにレアルを下支えする要因は複数あり、レアル安が急速に進むリスクは小さいとみる。

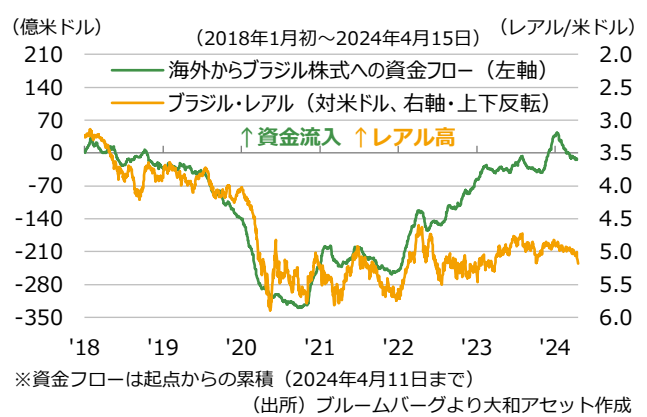
政策金利と10年国債利回り



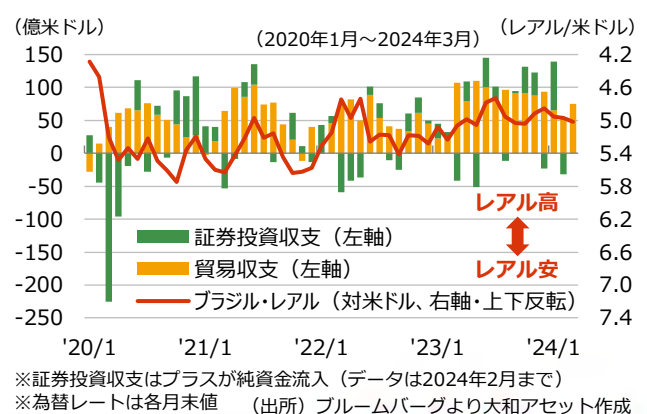
国債イールドカーブと各年限の今後1年の期待リターン



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



証券投資・貿易収支とブラジル・レアル





経済

米利下げ開始の後ずれはアジアに影響大

物価の観点から多くの新興国は利下げの環境が整っている。ただ、アジアでは利上げ幅が小さかったこともあり、米国との金利差縮小や逆転などによる資金流出が警戒される。米国を睨みながら利下げを開始しようが、米国の利下げ開始が10-12月期以降になることが懸念される。一方で、南米や東欧諸国では、現在の政策金利は米国の5.25~5.50%を上回っており、影響は限定的と見込む。

新興国のインフレ再燃は想定せず

CRBコモディティ指数が上昇基調だが、値動きは品目ごとにまちまちで、新興国への影響は限定的とみる。価格上昇が顕著なのは金や原油の他、電池、電気自動車等に使われ、供給減も生じている非鉄金属の銅、アルミ、鉛、亜鉛等。一方、新興国に影響が大きい鉄や食品価格等は年初来下落。原油価格の一段の上昇には警戒が必要だが、今夏のラニーニャ予測もあり、物価再燃リスクは限定的と予想。

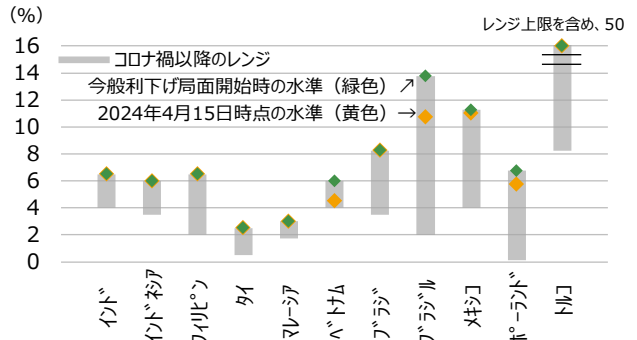
インドの企業景況感指数は好調

インドは引き続き強い内需に支えられ、相対的な高成長が続いている。S&Pグローバル社が発表する3月のPMIでは、製造業が2008年2月以来約16年ぶりの高水準を記録し、サービス業も約13年ぶりの高値圏で推移。米テスラのインド工場建設報道に代表される外資の進出のほか、中間層の拡大に伴う旺盛な消費意欲などを受け、製造業・サービス業ともに企業景況感は好調さを維持しよう。

インドの不動産市場も力強く回復

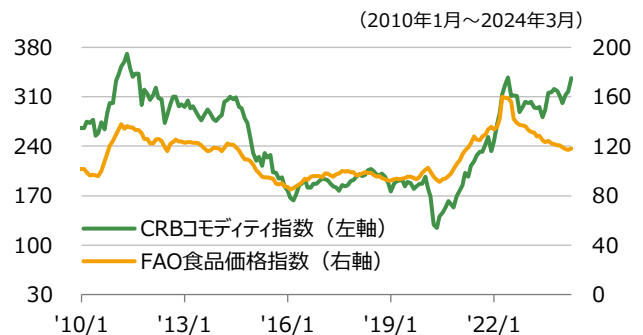
インドの不動産市場は2021年以降回復傾向を強めている。主要7都市の2024年1-3月期の住宅販売戸数は前年同期比+14.4%の約13万戸で、四半期ベースで過去最多を更新。高成長による中間層の拡大に加え、インフレも抑制されていることが消費者心理を支え、高級住宅を中心に需要が旺盛。供給が販売に追いつかず、在庫は低水準にあるなど、不動産市場は好調を維持すると予想される。

政策金利のコロナ後のレンジと利下げ状況



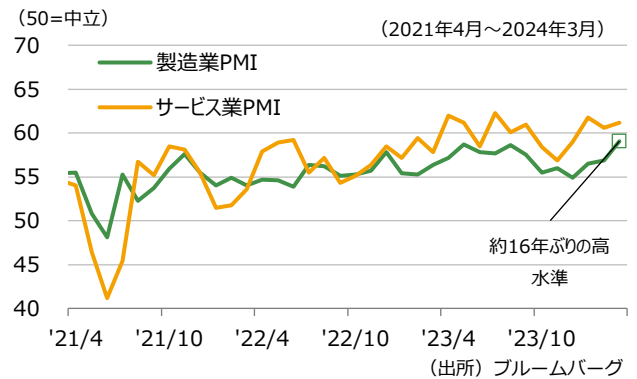
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各種物価指数の推移



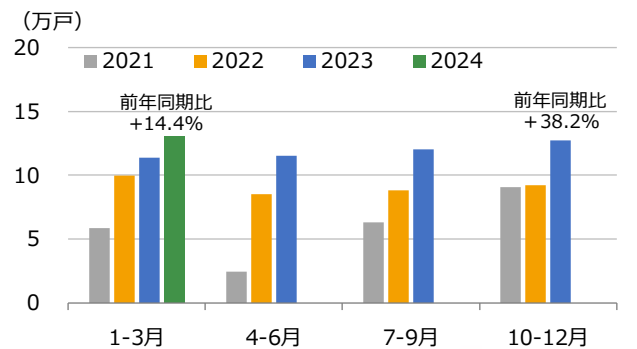
※月次指標 ※CRBコモディティ指数は月末時点 (出所) ブルームバーグ、FAO (国連食糧農業機関) より大和アセット作成

インドの企業景況感指数



(出所) ブルームバーグ

インドの主要7都市の住宅販売戸数



(出所) ANAROCK Property Consultantsより大和アセット作成



株式

新興国株価指数は米株ほど下落せず

足元は、米金利の高止まりにも拘らず、新興国株は米株ほど下落せず、外部ショックへの耐性が示された。特に中国を除く新興国指数は直近1カ月間（対3月18日）▲0.4%と、米S&P500の▲1.7%より持ち堪えている。中東情勢が悪化する場面では、原油輸入に依存する国の値動きに注意が必要だが、米国のソフトランディング予想が変わらない限り、新興国にとって適温相場環境が続くと見込む。

米利下げ開始遅れでASEANが下落

国別では、ASEAN等が下落。米国の利下げ開始が遅れる場合、ASEANが懸念される。過去2年利上げ幅が小さかったため、米国との金利差縮小による資金流出への警戒が、利下げの制約となる恐れがある。一方、AI投資ブームで台湾、インフレ圧力後退で東欧などが上昇。インドは4月にも最高値を更新。目先は、米金利高止まりが続く可能性が高く、ASEANより高金利の国が選好されやすいと見込む。

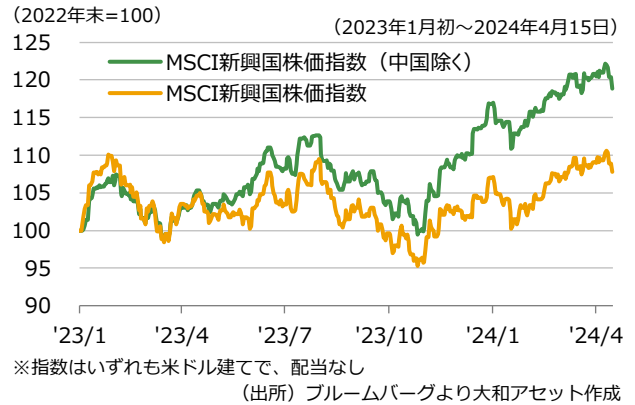
インド中小型株価指数の調整は一巡

2023年4月以降の中小型株の力強い上昇を受け、今年2月に監督機関はファンドに対して投資家集中度などのストレステストを実施。中小型株は規制強化懸念を受け一時大きく調整したが、足元は買い戻される展開。ストレステスト後、当局は規制強化には踏み出さず、リスクへの注意喚起と資金流入の緩和要請に留めた。長期的な積み立て投資への誘導は、市場にはポジティブと言えよう。

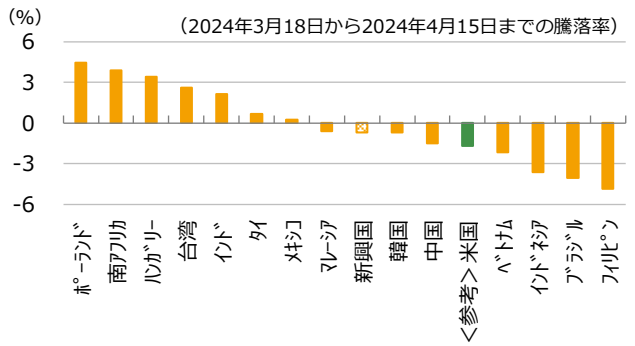
インド株最高値再更新も、上昇余地あり

上昇傾向継続のインド株価指数のNIFTY50は、2月に続き、3月、4月も史上最高値を更新。それでも、依然として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り、業績見通しも明るい。依然として良好なファンダメンタルズを背景に、中長期的にも資金が流入しやすいと考える。

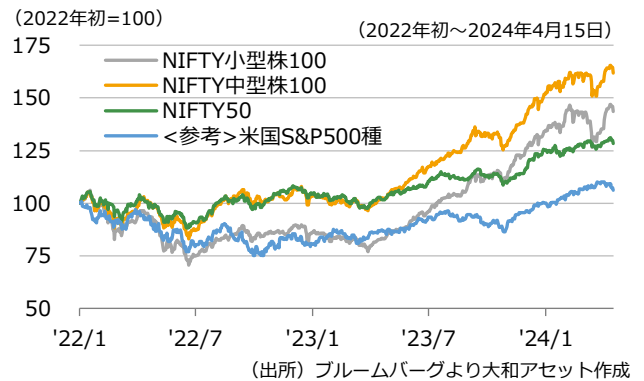
新興国株価指数の推移



国別の株式市場の騰落率（現地通貨ベース）



インドの各種株価指数の推移（現地通貨ベース）



インド株（NIFTY50）の12カ月先予想PER





債券・金利

当面新興国債券指数のレンジ推移を予想

2023年に好調なパフォーマンスをみせた新興国債券市場だが、最近やや足踏みしている。ただ、金利上昇（債券価格は下落）した米国債に比べて、おおむね底堅い推移となり、外部ショックへの耐性が確認された。目先3カ月程度は、米金利の高止まりや、高金利通貨の新興国が利下げを先取りして金利低下した面もあり、レンジ推移を予想。

メキシコは高い位置から緩やかに利下げ

メキシコ中銀は3月に利下げを実施したが、今後はデータ次第。コアサービス価格の高止まりなど利下げを躊躇する材料がある一方、通貨高による外的なインフレ圧力の弱まりなど利下げを後押しする材料もあり、その折衷案で当面は毎会合での0.25%ポイントずつの利下げを見込む。債券は、高い金利収入に加えて短期ゾーン中心に価格上昇も期待される。

リート（アジア先進国含む）

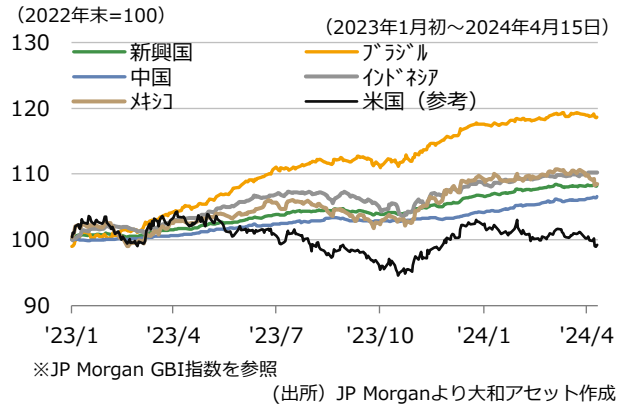
豪州のファンダメンタルズ改善

豪州は、政策金利がピークにあるとみられるだけでなく、雇用の減速が緩やかであることも物件需要にとってプラス。個人消費の回復期待は商業施設セクターにポジティブに働こう。不動産価格の下落ペースも減速している。香港は引き続き中国不動産市場の影響がリスク。シンガポールは、リーートの配当利回りが高く、今後の利下げを視野に株式全般の投資家からもリートが選好されやすくなるとみる。

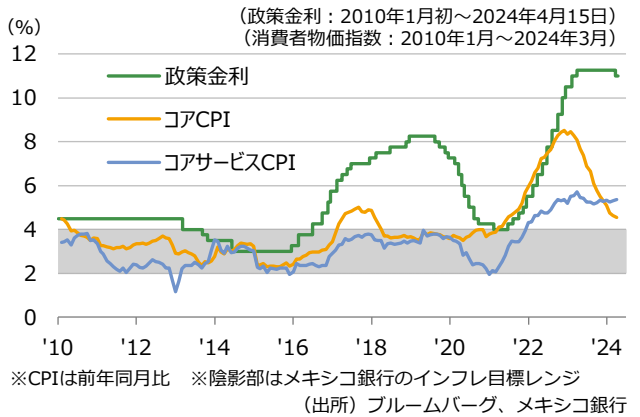
高配当利回りと利上げ終了観測が下支え

中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。中国の不動産不況が上値抑制要因として意識されるが、豪州の利上げピーク観測や、シンガポールや香港の長期金利対比で高い予想配当利回りがリート市場の下支えとなろう。

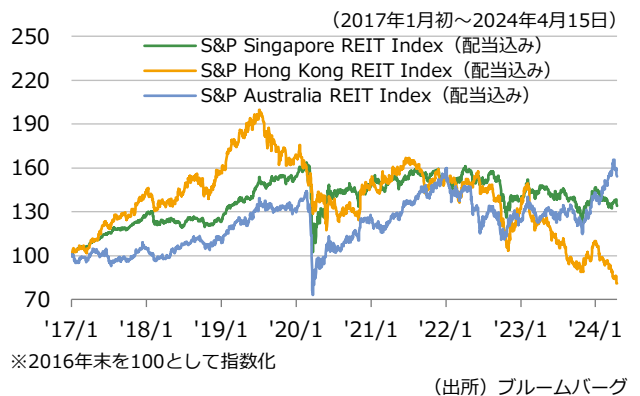
主要な新興国債市場の推移（現地通貨）



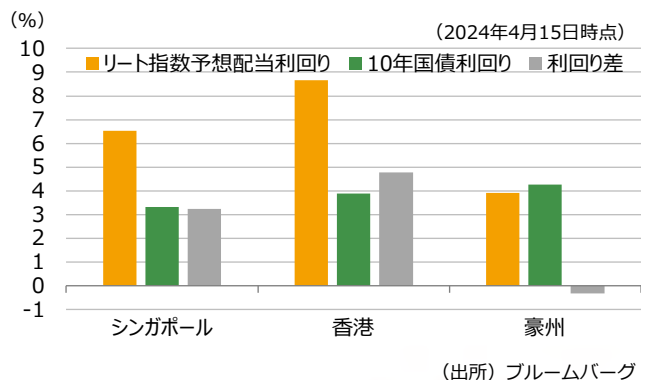
メキシコの政策金利とインフレ率



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドル指数上昇も、新興国通貨は底堅い

直近1カ月間は、地政学リスクや米利下げ開始の先送り懸念を受け、米ドル指数が約2.5%上昇したが、新興国通貨の対米ドルレートの減価幅は限定的。通貨安が目立ったのは株式市場で利食いとみられる売りが出たブラジル等に限られる。更に、殆どの通貨が日本円ほど減価しなかったため、対円では増価。目先3カ月は米金利の高止まりが想定される中、新興国通貨の対米ドル、対円のレンジ推移を予想。

新興国全般においては資金流出は限定的

リスク回避がみられたが、米国のソフトランディング期待が根強い中、新興国からの資金流出は限定的。個別では、株式市場で高成長期待のインド、AI投資ブームによる韓国、台湾に資金が流入。債券市場では世界的な国債指数入りが間近なインド、高金利のブラジルやメキシコへの流入が継続。中国は2月に国有企業の海外勘定からの国内送金が命じられ、資金流入が外国勢によるものとは言い切れない状況。

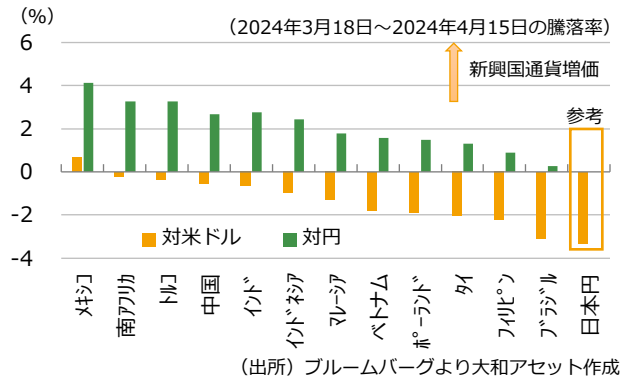
インドなどの外貨準備積み増しが目立つ

今後、地政学リスクなどが高まる局面では、外国マネーの流出時にセーフティネットの役割を果たす外貨準備高が注目されやすい。近年では、インドが外貨準備を顕著に積み上げており、通貨の底力が増したと言える。その他に、ベトナム、ポーランド、メキシコなども資金流入時に外貨準備を増やしており、外部ショックへの耐性が増していると言えよう。

メキシコ・ペソの上昇トレンドは継続

新興国通貨の中ではメキシコ・ペソの堅調さが目立つ。利下げは開始されたが、今後のペースは緩やかにとどまり、米国等との高い金利差は一定程度維持されると見込まれるため、キャリー狙いのペソ買いフローは健在のようだ。また、海外からメキシコへの労働者送金が増加傾向を維持し、貿易収支も改善傾向にあるなど、実需の資金フローも良好。今後もメキシコ・ペソの堅調地合いは継続すると見込む。

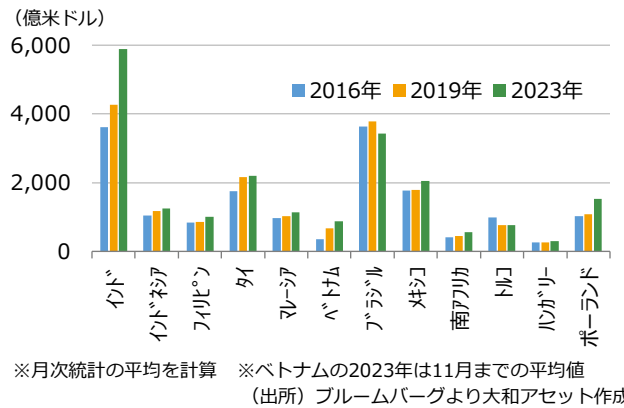
直近1カ月の新興国通貨の騰落率



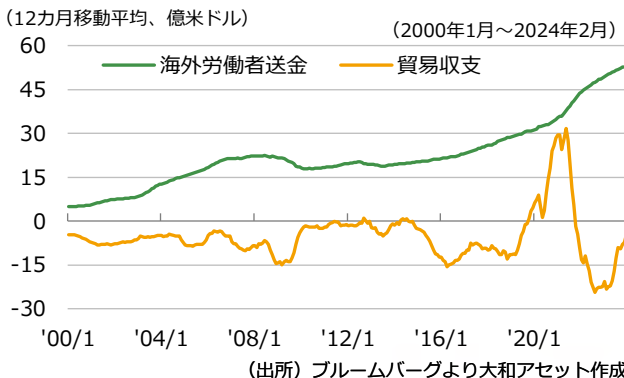
新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)



新興国の外貨準備高



メキシコの海外労働者送金と貿易収支





原油

現物の需給ひっ迫と地政学リスク

原油価格は年初からの上昇基調が継続。最近では中東の地政学リスクの高まりが強く意識されている部分もあるが、原油在庫が減少傾向で推移していることから分かる通り、現物の需給ひっ迫も伴っている。そのため、中東の紛争がこれ以上エスカレートしないことを前提にしても、原油価格は堅調さを維持するとみられる。WTI原油先物価格の予想値は、今年末を90米ドル、来年末を98米ドルに据え置く。

ISMに象徴される景気の底打ち期待

米国のISM製造業景況感指数が3月に18カ月ぶりの50超えを記録したことに象徴されるように、多くの国で景気の底打ち期待が高まっている。需要面から見ても原油価格が上昇しやすい局面にあると言える。利下げ期待が景況感を押し上げている側面もあるため、原油価格が更に上昇した場合には利下げならびに景気回復の後ずれが原油需要を抑制しよう。ただし、その水準にはまだ至っていないとみられる。

供給面はシェール企業の増産がカギ

今年11月に米大統領選挙を控える中、バイデン政権との関係が芳しくないロシアやサウジアラビアが積極的に増産するとは考えづらい。逆にロシアは減産でバイデン政権に圧力をかけているようにも見受けられる。供給面からの原油価格押し下げは米シェール企業の増産に大きく依存しよう。米シェール企業が産油量を大幅に増やす水準は平均90米ドル程度となっており、この付近での米産油量に注目。

価格急騰時の対応余力は小さい

米政府は昨年SPRの積み増しに動いてきた。しかし、そのペースは極めて緩慢で、2022年のロシアのウクライナ侵攻以降に放出した量に比べれば積み増した量は微々たるもの。WTI原油先物価格の100米ドル/バレルや全米平均ガソリン価格の4米ドル/ガロンなど、象徴的な水準ではSPRの再放出が現実味を帯びるだろう。ただし、放出余力が小さいため、価格抑制効果には疑問を呈さざるを得ない。

原油価格と原油在庫



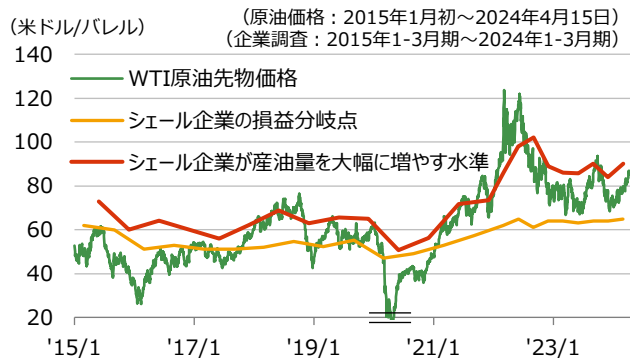
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫
※○は当社の2024年末と2025年末の原油価格予想
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

ISM製造業景況感指数と原油価格



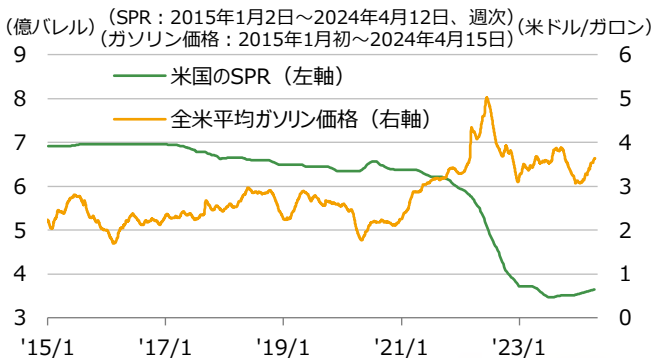
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

原油価格と米シェール企業調査



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

米国のSPRとガソリン価格



※SPR：戦略石油備蓄 (出所) EIA、ブルームバーグ



金

金利上昇にもかかわらず堅調に推移

米国の利下げ後ずれ観測が再浮上する中でも、金価格は3月からの上昇基調を維持。根底には各国中銀の継続的な需要があり、短期的にはリスク資産反落やインフレ再加速への備え、地政学リスクの高まりなどが背景にある。足元の価格上昇は想定を上回るペースだが、反落余地も小さく、中期的な上昇見通しも変わらないため、今年末と来年末の予想値をそれぞれ2,500米ドルと2,800米ドルに引き上げた。

米大統領が誰でも中銀の金買いは継続か

今年11月の米大統領選挙の結果次第で、株式は物色が、債券はイーロードカーブの形状が変わることが見込まれる。しかし、いずれの結果でも、近年存在感を増している中銀の金買いは継続すると考えられる。バイデン氏が勝てば各地の紛争やイデオロギーの対立による東西分断が続き、トランプ氏が勝てば米中対立が先鋭化すると予想されるからだ。これが金の買い安心感につながっていると解釈できる。

利下げ観測とETFへの資金フローに注目

2024年は、米国の利下げ開始が近づくことで、米実質金利が低下するとともに金ETFへの資金フローが流入超過に転じ、それが金相場を押し上げると想定していた。しかし、それが実現する前に（むしろ遠ざかっているが）金価格は大きく上昇している。時間軸はより不透明になっているが、金ETFへの資金フローが流入超過に転じた際には、金全体の需給バランスが一層引き締まることが想定される。

ビットコインへの資金移動懸念は小休止

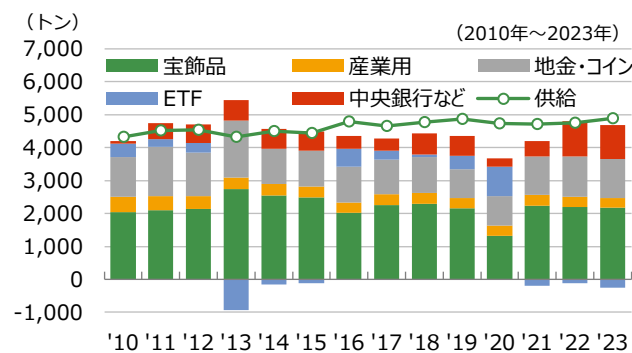
年初から3月上旬まではビットコイン価格が急騰する一方で金価格は停滞していたが、その後は逆の展開。個人投資家主導の現物ビットコインETFへの資金流入が一服し、現在は機関投資家の本格参入待ちという状況のようだ。また、ビットコインは4月に半減期を迎えるが、半減期の前後には価格が調整する傾向があったため、目先、金からビットコインへの資金シフトに対する懸念は高まりづらそうだ。

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



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

金の需給バランス



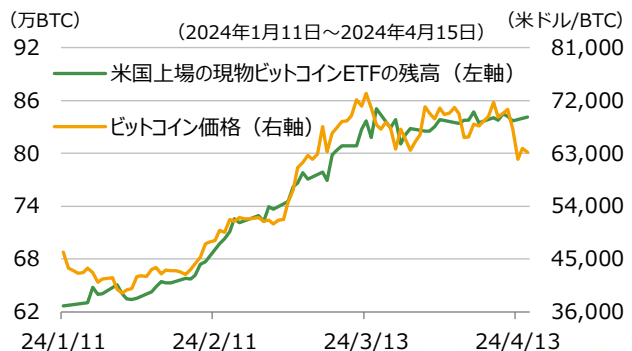
※棒グラフは需要の内訳 (出所) World Gold Councilより大和アセット作成

米実質金利と世界の金ETF残高



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

現物ビットコインETFの残高とビットコイン価格



※残高は各ETFの時価総額の合計をビットコイン価格で除した概算値 ※BTC: ビットコイン (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。足元では、懸念されている不動産市場の低迷や株式市場の下落に対して、当局が徐々に対応を強化しているように見受けられる。ただし、問題に対する確かつ妥当な規模の対策が取られているのかとなると、自信を持ってそうだとはいえ切れない。中国では経済に関するネガティブな情報の発信が制限されていると言われていたが、そういった点も市場の不透明感を高める要因になっていると言えるだろう。その一方で、米国などで実際に市場が価格に織り込んでいる中国リスクは限定的とみられ、こうしたギャップもリスクとみておく必要があるだろう。
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国経済に関して、ソフトランディングが昨年後半以降の市場参加者のメインシナリオと考えられるが、リスクシナリオとなると、その時々で上振れ中心であったり、下振れ中心であったり、行きつ戻りつが続いている。まるで自転車が左右に大きく揺れながらも、まっすぐ進んでいる状態のようだ。足元で利下げ期待の後退がみられた点からは、上振れ警戒が強まったといえるが、経済指標の強弱は一段と交錯しており、1つの指標でも内訳で強弱が混在するケースも少なくない。見通し難が続けば、投資家の様子見姿勢が強まり、その結果、方向性が見えてきた時に、上振れであれ下振れであれ相場変動が一気に加速する可能性があらう。
米中間の対立激化	中	中	中	大統領選挙が徐々に近づくにつれ、米中対立激化懸念が再び強まっている。トランプ候補は、再選した場合60%の対中関税を課すと表明している。バイデン政権も、トランプ候補のような大風呂敷は広げないが、先端技術分野を中心に対中規制を強めている。結局、対中強硬路線が国民の支持を幅広く集められる数少ない政策になっていることが、民主・共和両陣営から強硬策が競争のように出て来る原因だろう。この状況は大統領選挙に向けて強まりこそすれ弱まることはないとみられ、今後、市場でも懸念が強まる恐れがあらう。特に、世論調査でトランプ候補がやや優勢とみられる点は懸念に拍車をかけそう。
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らう。ただし、米国が大統領選挙を背景に動きが鈍ければ、欧米分断や欧州の負担過多も懸念される。中東ではイスラエルによるガザ地区への攻撃が続いており、対イランとの紛争もエスカレートが懸念される状況となっている。また、スエズ運河の通航に支障をきたしており、物流面での混乱がインフレ懸念を再燃させる恐れがある。
日本の政治的不安定化	中	中	小	岸田内閣の支持率は歴史的低水準が続いている。足元では自民党の支持率も同様で、政権維持に危険信号が灯り始めたとも言える。減税政策の失敗をきっかけに退陣した橋本内閣や、リクルート事件で退陣した竹下内閣を思い起こさせる状況だ。衆議院の任期は2025年までであるため、仮に岸田首相が退陣したとしても、当面は自公体制継続とみることができるが、野党が国会を審議拒否し、それに国民の支持が集まるようであれば、追い込まれ解散に至るリスクもあらう。政権交代は、過去においても野党が信頼できるのではなく、与党が如何に信頼できないかが、その原動力であった点には注意が必要だろう。
利上げ第2弾に対する市場の思惑	中	中	小	報道で3月のマイナス金利解除が既成事実となり、あたかも日銀はそれを追認しただけのような政策変更となった。こうした政策変更は、今後、必要以上に当局者発言やマスコミ報道に対する市場のボラティリティを高める恐れがあり、好ましいものではなからう。特にマイナス金利は解除したものの、利上げ第2弾に対する市場の見方は定まっていない。かなり間隔を空けてからの見方が大勢とは思われるが、今回の政策変更に鑑みれば、経済指標などを冷静に分析するよりも、当局者発言の言葉じりを捉えたような思惑先行で市場が大きく動くリスクがあらう。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	2022年、英国では「金融引き締め+財政拡大」というプレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、首相の辞任にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。昨年是一部格付け会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務増加に警鐘を鳴らしている。さらに足元では、日米などで利払い費増加への懸念もじわり強まっており、財政リスクが無視し得ないものになりつつあるようだ。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値 期間別変化幅						直近値 期間別変化幅			
		4/15	1カ月	1年	3年			4/15	1カ月	1年	3年
政策金利						10年国債利回り					
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.50	5.25	米国		4.60%	0.30	1.09	3.03
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	1.00	4.50	ドイツ		2.44%	0.00	0.00	2.73
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	1.00	5.15	英国		4.24%	0.14	0.57	3.50
日本	無担保コール翌日物金利	0.10%	0.20	0.20	0.20	日本		0.86%	0.08	0.39	0.77
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.50	4.75	カナダ		3.74%	0.20	0.71	2.27
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.75	4.25	豪州		4.26%	0.13	0.94	2.49
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45	中国		2.28%	-0.07	-0.55	-0.90
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50	インド		7.18%	0.11	-0.04	1.05
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.00	0.25	2.50	インドネシア		6.65%	0.00	0.00	0.13
ブラジル	セリック・レート	10.75%	-0.50	-3.00	8.00	ブラジル		11.61%	0.48	-0.86	1.68
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	-0.25	-0.25	7.00	メキシコ		9.98%	0.62	1.11	3.46
トルコ	1週間物レポ金利	50.00%	5.00	41.50	31.00	トルコ		24.07%	-0.02	12.22	6.74
						為替（対円）					
株価指数		4/15	1カ月	1年	3年	米ドル		154.28	3.5%	15.3%	41.9%
米国	NYダウ	37,735	-2.5%	11.4%	10.9%	ユーロ		163.91	1.0%	11.5%	25.9%
	S&P500	5,062	-1.1%	22.3%	21.4%	英ポンド		192.00	1.1%	15.6%	28.1%
ユーロ圏	STOXX 50	4,984	0.0%	13.5%	24.8%	カナダ・ドル		111.89	1.7%	11.8%	29.0%
日本	日経平均株価	39,233	1.4%	37.7%	32.4%	豪ドル		99.38	1.6%	10.7%	17.9%
	TOPIX	2,753	3.1%	36.4%	40.5%	中国人民幣元		21.31	2.9%	9.4%	27.8%
中国	MSCI中国	54.93	-0.7%	-17.9%	-49.5%	インド・ルピー		1.85	2.8%	14.3%	27.4%
インド	MSCIインド	2,646	2.4%	34.8%	57.7%	インドネシア・ルピア		0.974	1.9%	7.0%	30.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,562	-3.9%	-0.7%	19.6%	フィリピン・ペソ		2.71	1.2%	13.1%	20.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,217	-3.7%	15.5%	-2.5%	ベトナム・ドン		0.613	1.7%	7.4%	30.1%
						ブラジル・リアル		29.75	-0.3%	9.1%	53.6%
リート		4/15	1カ月	1年	3年	メキシコ・ペソ		9.23	3.5%	24.2%	69.2%
米国	NAREIT指数	21,329	-4.1%	6.4%	1.1%	トルコ・リラ		4.75	2.6%	-31.0%	-64.9%
日本	東証REIT指数	1,769	2.6%	-2.5%	-13.1%						
商品		4/15	1カ月	1年	3年						
原油	WTI原油先物価格	85.41	5.4%	3.5%	34.6%						
金	COMEX金先物価格	2,383	9.2%	18.2%	34.9%						

※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

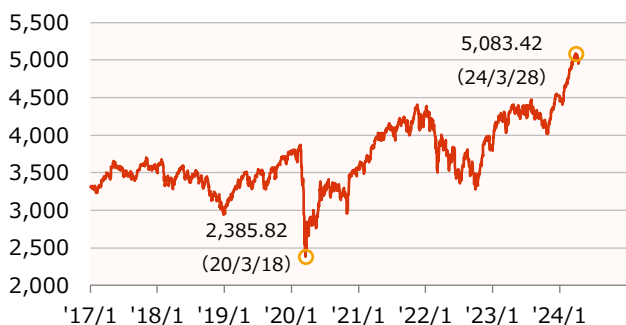
NYダウ



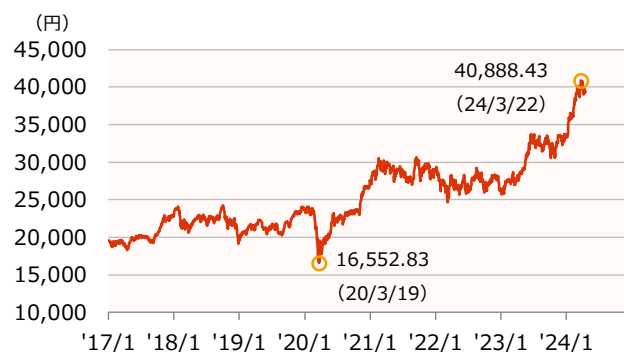
S&P500



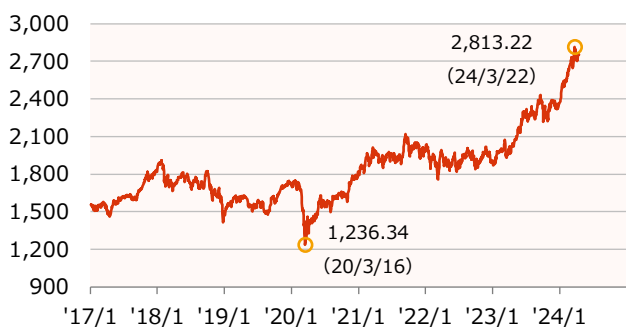
STOXX 50



日経平均株価



TOPIX



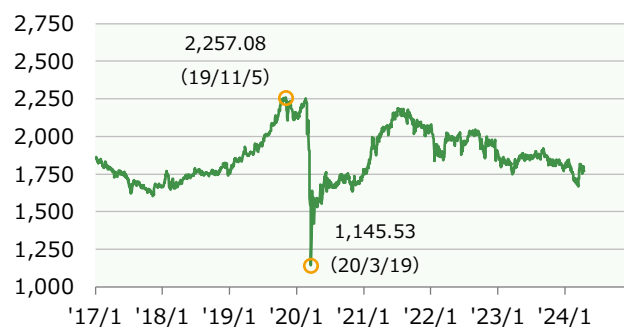
MSCI中国



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4月15日

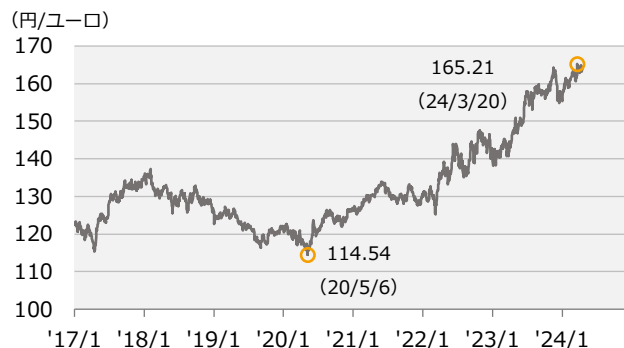
(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

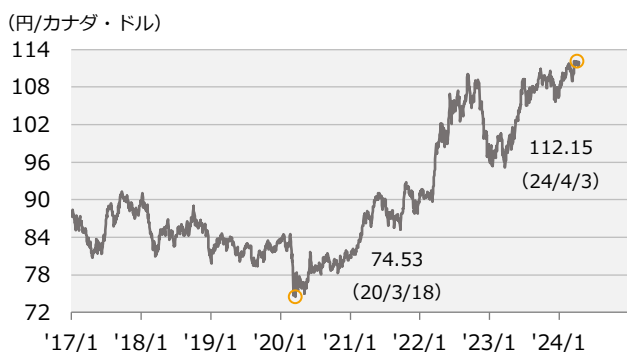
米ドル



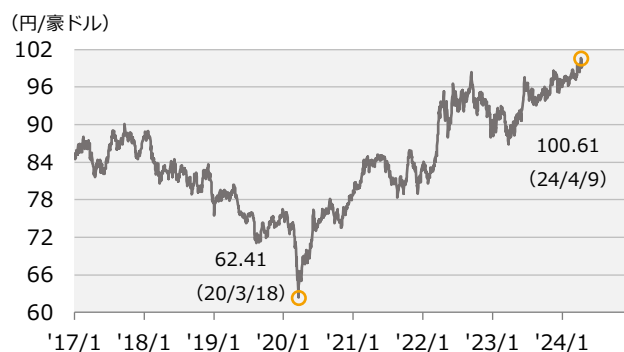
ユーロ



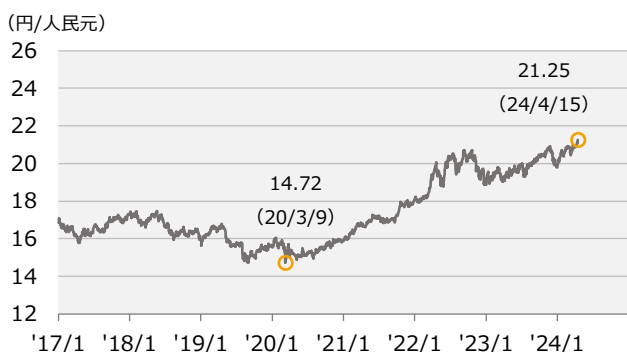
カナダ・ドル



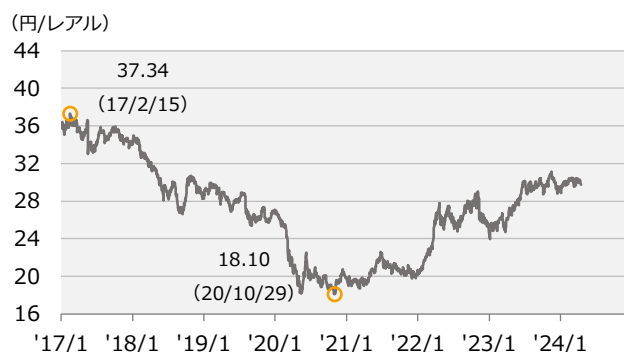
豪ドル



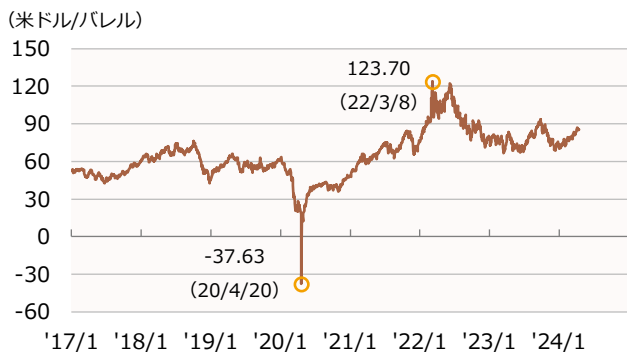
中国人民元



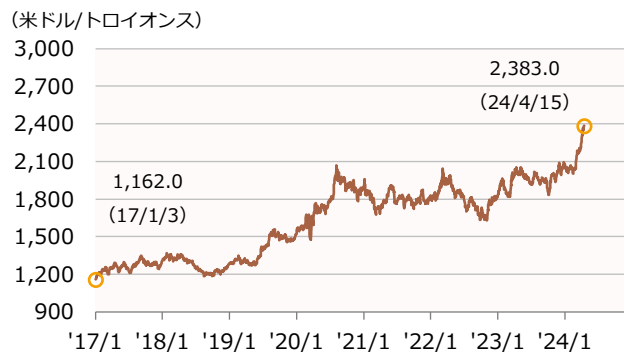
ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2017年1月初～2024年4月15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	0.4
日本	2.6	1.0	1.9
カナダ	5.3	3.8	1.1
豪州	5.6	3.8	2.1
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	4.75~5.00%	3.15% 3.00%	0.0~0.1%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計0.50%ポイントの利下げ。 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートの縮小を当面継続。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は中銀預金金利で累計1%ポイントの利下げ。 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%ポイントに縮小。 新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムでの保有債券を7月から減額。 	<ul style="list-style-type: none"> 2回目の利上げは2025年4月と予想。 マイナス金利解除後も国債買入れは継続することや、指値オペ等の枠組みも残り、長期金利の大きな上昇は想定していない。

(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	5月		●BOE金融政策委員会（9日）	●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（8日） ●南アフリカ総選挙（29日）	
	6月	●日銀金融政策決定会合（13-14日）	●ECB理事会（6日） ●欧州議会選挙（6-9日） ●FOMC（11-12日） ●G7首脳会議（イタリア、13-15日） ●BOE金融政策委員会（20日） ●EU首脳会議（27-28日）	●メキシコ大統領選挙（2日） ●インド総選挙開票（4日） ●カナダ金融政策決定会合（5日） ●RBA理事会（18日） ●ブラジル金融政策決定会合（19日） ●OPECプラス閣僚級会合（上旬）	
	7月	●新紙幣発行（7月前半） ●東京都知事任期満了（30日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●米共和党大会（15-18日） ●ECB理事会（18日） ●FOMC（30-31日） ●パリ五輪（26日-8月11日）	●カナダ金融政策決定会合（24日） ●ベネズエラ大統領選挙（28日） ●ブラジル金融政策決定会合（31日）	
	8月		●BOE金融政策委員会（1日） ●米民主党大会（19-22日） ●米ジャクソンホール会議（月内）	●RBA理事会（6日） ●マカオ行政長官選挙（月中）	
	9月	●日銀金融政策決定会合（19-20日） ●岸田自民党総裁任期満了（30日）	●国連総会 ●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日）	●東方経済フォーラム（3-6日） ●カナダ金融政策決定会合（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（18日） ●RBA理事会（24日） ●AIIB年次総会（25-26日）	
	10月	●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（17日） ●米財務省為替報告書（月内） ●EU首脳会議（月内）	●メキシコ新大統領就任（1日） ●カナダ金融政策決定会合（23日） ●IMF世界銀行年次総会（25-27日） ●BRICS首脳会議（月内）	
	11月	●東証が株式取引時間を延長（5日）	●米大統領選挙（5日） ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（7日）	●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（6日） ●COP29 （アゼルバイジャン、11-22日） ●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）	
	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（30日）	●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（12日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（10日） ●カナダ金融政策決定会合（11日） ●ブラジル金融政策決定会合（11日） ●OPECプラス閣僚級会合（上旬）	
	2025年	1月	●大発会（6日） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（月内）	●英国総選挙実施期限（28日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内） ●ECB理事会（月内） ●FOMC（月内）	●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		●BOE金融政策委員会（6日）	●RBA理事会（4日） ●ラマダン開始（28日）
		3月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●BOE金融政策委員会（20日） ●ECB理事会（月内） ●FOMC（月内）	●ラマダン終了（29日） ●RBA理事会（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	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（月内）	

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、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4月15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4月19日）