

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

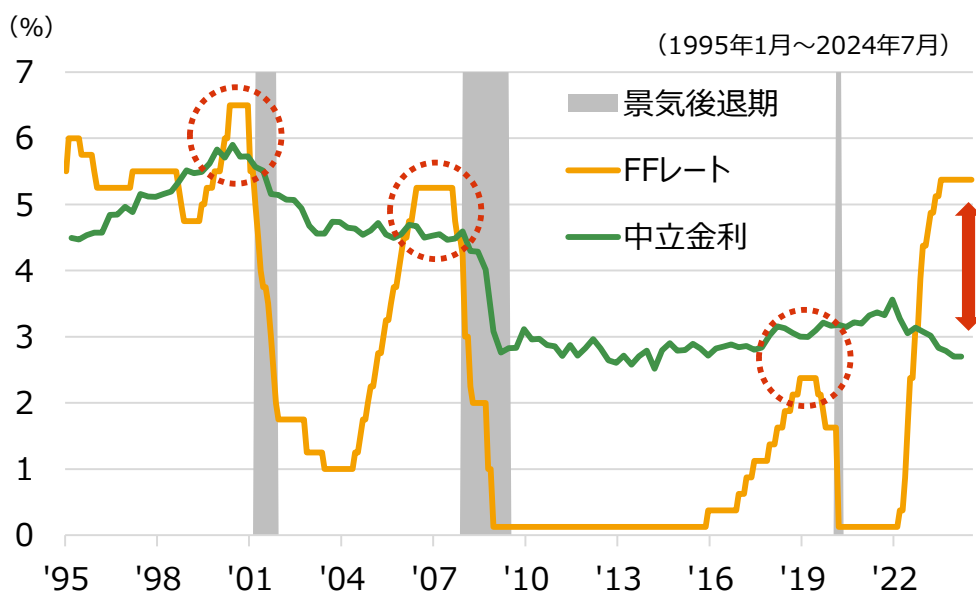
9

SEP. 2024

今月のチャート

史上最大級の金融相場が控えている

米国の政策金利と中立金利



※FFレートは誘導目標の中心

※中立金利は自然利子率+2%インフレ目標、2024年3月まで

(出所) ブルームバーグ

目次

■ 概要

見通し要約	2
世界経済・金融市場見通し	3
経済・主要資産の見通し	4
経済・主要資産の予想値	5

■ 各国経済・金融市場見通し

米国 経済・株式・金利・リート	7
日本 経済・株式・金利・リート	10
欧州 経済・株式・金利	13
カナダ 経済・金利	15
豪州 経済・金利	16
インド 経済・株式	17
ブラジル 経済・金利	18
中国 経済・株式・金利、今月の新興国コラム	19
為替	21
原油・金	24

■ 付録

当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28



見通し要約

良い利下げと悪い利下げ

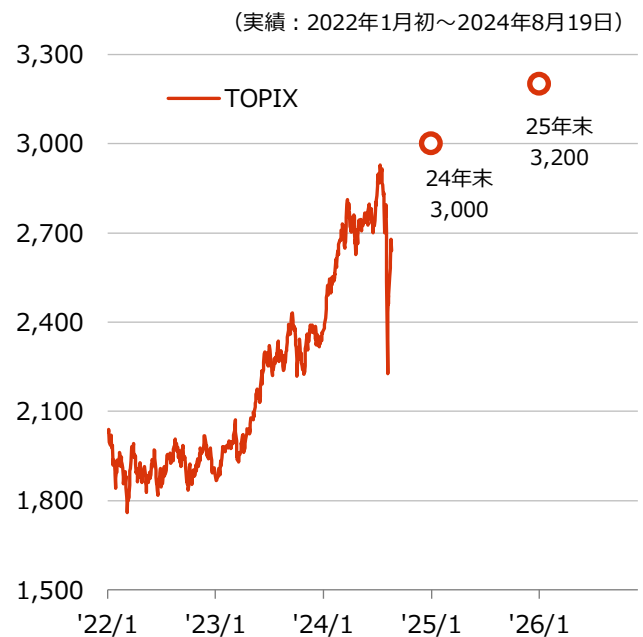
- 8月の金融市場は世界的に大荒れだった。その背景は大きく2つある。1つは米国での景気後退懸念。もう1つは円キャリートレードの巻き戻しで、そのきっかけの1つが日銀のタカ派化サプライズ。もっとも、それぞれの懸念は一旦解消した。
- 今回の相場急変で改めてわかったことは「良い利下げ」と「悪い利下げ」の差は、とりわけ株式市場にとって大きいこと。足元の市場は、米景気後退懸念の解消後の小幅ながらも「良い利下げ」を好感している。
- これから始まる米国での利下げ局面は、景気が悪化していなくとも中立金利までの利下げが見込まれ（金融政策の正常化）、史上最大級の金融相場が控えているとも言える。その際には0.25%pt刻みの粛々とした利下げが理想的で（当社メインシナリオ）、0.5%ptの利下げは景気悪化時の「悪い利下げ」となる点に留意。

S&P500の推移と大和アセットの予想



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

TOPIXの推移と大和アセットの予想



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

世界経済・金融市場見通し

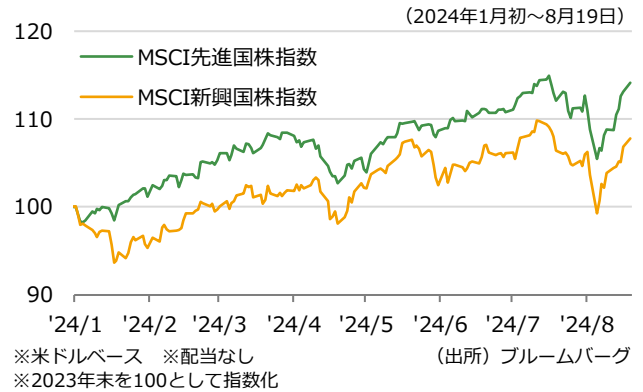
8月の金融市場を振り返る

8月の金融市場は世界的に大荒れだった。その背景は大きく2つある。1つは米国での景気後退懸念。米国が景気後退に陥るならば、世界経済に与える影響も大きい。もう1つは円キャリートレードの巻き戻しで、そのきっかけの1つが日銀のタカ派化サブライズ。米景気後退懸念は月初の雇用統計で失業率が上昇し、景気後退の経験則である「サム・ルール」に抵触したことに因る。もっとも、景気が減速しているのは事実としても、「後退」というほどには落ち込んでいないことがその後の経済指標で確認され、過度な景気後退懸念は解消した。他方、日銀が7月末の金融政策決定会合でタカ派化したのは主に円安対策のため。それが米景気後退懸念と相まって円キャリートレードの巻き戻しを誘発し、急激な円高進行と海外を含めたリスク資産全般を不安定化させた。その後の米ドル円は140円台での推移となり、日銀も過度にタカ派化する必要はなく、この間に投機筋の歴史的な円売りポジションも解消した。

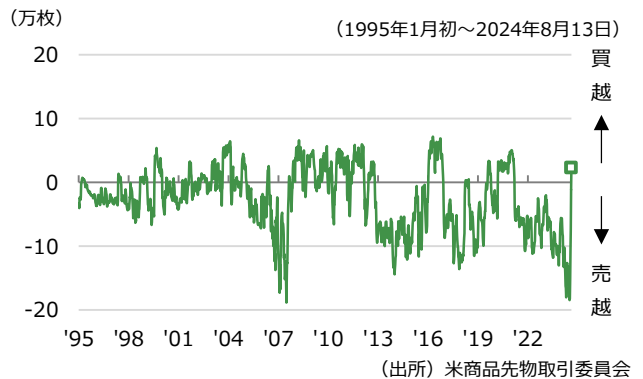
良い利下げと悪い利下げ

今回の相場急変で改めてわかったことは「良い利下げ」と「悪い利下げ」の差は、とりわけ株式市場にとって大きいこと。8月上旬に、市場は一時9月FOMCでの0.5%ptの利下げを織り込んだものの、これは景気悪化時の「悪い利下げ」。一方、景気後退懸念の解消後には利下げ「幅」では織り込みが後退しているものの、利下げ自体の「確度（自信）」は上昇している。例えば、今回当社は予防的利下げの必要性に鑑み、米国の利下げ開始時期予想を従来の12月から9月へと修正した。これは景気後退に陥る可能性を低下させる「良い利下げ」。加えて今回の米国の場合、中立金利（2.75%）を大きく上回る水準までの利上げが行われたことから、逆に利下げに転じた場合には景気が悪化していなくとも中立金利までの利下げが見込まれる。従来の利上げ局面では概ね中立金利までの利上げが行われており、今回は史上最大級の金融相場が控えているとも言える。その際には0.25%pt刻みの粛々とした利下げが理想的で（当社メインシナリオ）、0.5%ptの利下げは景気悪化時の「悪い利下げ」となる点に留意。

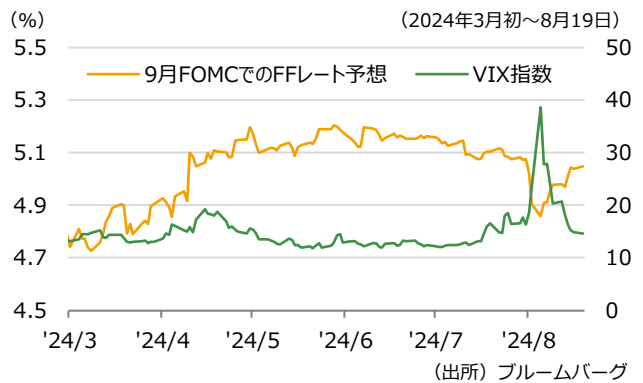
世界株式



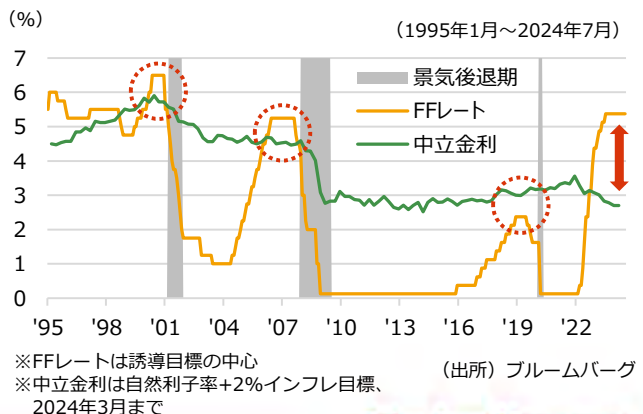
投機筋の円ポジション（非商業筋先物ネットポジション）



9月FOMCでのFFレート予想とVIX指数



米国の政策金利と中立金利



表の見方

☐… 見通し変更前

経済・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	国/地域	見通し	一言コメント
経済	米国	中立	失業率上昇が気掛かりも、潜在成長率前後の景気モメンタム維持を予想。 物価水準は高止まりも、定額減税や実質賃金のプラス転換に伴う消費回復に期待。 利下げ、インフレ率の低下、供給制約の緩和等で、緩やかながらも安定的な景気回復へ。 ソフトランディング実現はほぼ確実。インフレ鈍化と利下げにより景気は本格回復へ。 実質賃金上昇や財政支援で底堅いが、利下げ転換と本格的な景気回復は来年以降。
	日本	中立	
	欧州	中立	
	カナダ	中立	
	豪州	中立	
経済	インド	強気	本予算案では雇用創出を前面に出し、「消費・投資」の両輪による高成長継続を予想。 昨年からの利下げを受けた高成長は一巡し、徐々に巡航速度の成長に落ち着くと想定。 有効な景気対策を打ち出す政府会議は当面なく、景気低迷が長引くリスクが高まる。 電子製品関連の輸出が好調で、不動産市場も回復しつつあり、7%に近い高成長を予想。
	ブラジル	弱気	
	中国	弱気	
	ベトナム	強気	

※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	国/地域	見通し	一言コメント
株式	米国	強気	利下げ期待と半導体・ハイテク株主導の業績期待による緩やかな上昇を想定。 円高は予想EPSの押し下げ要因だが内需にプラス。好需給継続で上昇トレンド維持を想定。 株価に割安感あり。ただし日米に対する企業業績の出遅れ感が相場の重しに。 政治的な安定、高成長が続く国で、株式市場に資金が流入しやすい環境。 「中国版PKO」による株価下支え策と、景気低迷の板挟みの中、レンジ推移を予想。 力強い景気回復や世界的な株価指数分類の格上げ期待を受け、上昇余地があると予想。
	日本	強気	
	欧州	強気	
	インド	強気	
	中国	弱気	
ベトナム	強気		

債券	国/地域	見通し	一言コメント
債券	米国	弱気	年内3回の利下げを想定、中立金利観測の切り下げを受け長期金利の低下余地拡大。 次回利上げは25年4月を想定。長期金利は来年末にかけて緩やかに上昇すると予想。 2025年末までを通じて四半期毎の利下げを予想。ドイツの長期金利は来年2%割れへ。 当面の連続利下げを想定するが、市場は織り込み済みで長期金利の低下余地は限定的。 利下げ開始は欧米主要中銀より遅く、ペースも緩やかに。長期金利は相対的に高止まり。 利下げ開始が意識されやすく、海外資金の流入継続により、約2年ぶりの下限を探る展開。 今年終盤以降の利下げ再開が意識されることで、金利には更なる低下圧力がかかろう。 当局の長期金利の低下阻止が混乱を招き、金利が上下に振れる不安定な展開を予想。
	日本	弱気	
	欧州	弱気	
	カナダ	弱気	
	豪州	弱気	
インド	強気		
ブラジル	強気		
中国	弱気		

リート	国/地域	見通し	一言コメント
リート	米国	強気	実質金利低下と割安なバリュエーション、良好な不動産ファンダメンタルズから上昇を想定。 長期金利の上昇余地は限定的であることを確認しながら、今後は緩やかな上昇を想定。
	日本	強気	

※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	通貨	見通し	一言コメント
為替	米ドル	強気	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。 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。 追加利下げ観測がユーロ安要因。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。 カナダ銀行の追加利下げに前向きな姿勢などが通貨高を抑制する要因に。 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。 証券投資の資金流入や潤沢な外貨準備を受け、米ドル高の局面でも安定推移が続こう。 財政政策の不透明感などが重荷だが、中銀の柔軟な対応姿勢が為替相場の安定に寄与。 景気低迷の長期化や証券投資の流出が重しだが、7.3元/1米ドルが安値の目途と予想。 米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米金利動向を睨みながら神経質な推移が続こう。
	日本円	強気	
	ユーロ	弱気	
	カナダ・ドル	弱気	
	豪ドル	強気	
	インド・ルピー	強気	
	ブラジル・リアル	強気	
	中国人民元	弱気	
ベトナム・ドン	強気		

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

- … 予想値引き上げ
- … 予想値引き下げ

経済・金利の予想値

	実質GDP (前年比、%)			
	実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年
米国	1.9	2.5	2.4	1.6
日本	1.2	1.7	0.2	1.2
ユーロ圏	3.4	0.4	0.7	1.4
カナダ	4.1	1.6	1.0	2.2
豪州	3.9	2.0	1.4	1.6
インド*1	7.0	8.2	6.8	6.8
ブラジル	3.0	2.9	2.0	2.2
中国	3.0	5.2	4.6	4.4
ベトナム	8.0	5.1	6.8	7.0



金融政策の見方

米国

- 2024年9月に利下げ開始、11・12月にも追加利下げ。各0.25%ptの利下げを予想
- 2025年は累計1.00%ptの利下げへ。
- バランスシート縮小を継続：米国債を月額250億ドル、MBSを同300億ドル圧縮。

日本

- 年内追加利上げなし、2025年4月、10月に各0.25%ptの追加利上げへ。
- 7月会合で決定した国債買入れの減額計画に従い、長期国債の買入れ額は段階的に縮小。

ユーロ圏

- 2025年末まで四半期毎に0.25%ptの利下げへ。主要リファイナンス金利と中銀預金金利のスプレッドを0.15%ptに縮小。
- 緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を2025年以降停止。

	政策金利 (%)					10年国債利回り (%)				
	実績値		直近値	予想値		実績値		直近値	予想値	
	2022年末	2023年末	8月19日	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	8月19日	2024年末	2025年末
米国	4.25	5.25	5.25	4.50	3.50	3.9	3.9	3.9	3.8	3.6
	~4.50	~5.50	~ 5.50	~4.75	~3.75					
日本	-0.10	-0.10	0.25	0.25	0.75	0.4	0.6	0.9	1.0	1.1
ユーロ圏*2	2.50	4.50	4.25	3.40	2.40	2.6	2.0	2.2	2.0	1.8
	2.00	4.00	3.75	3.25	2.25					
カナダ	4.25	5.00	4.50	3.75	3.50	3.3	3.1	3.1	3.1	3.2
豪州	3.10	4.35	4.35	4.35	3.85	4.1	4.0	3.9	4.0	4.0
インド	6.25	6.50	6.50	6.00	5.50	7.3	7.2	6.9	6.5	6.2
ブラジル	13.75	11.75	10.50	10.50	9.50	12.7	10.4	11.4	11.2	10.5
中国	2.75	2.50	2.30	2.10	1.90	2.8	2.6	2.2	2.1	2.0
ベトナム	6.00	4.50	4.50	4.25	4.00	-	-	-	-	-

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 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

株価・リート・為替の予想値

		株価指数									
		実績値				直近値			予想値		
		2022年末	年間騰落率	2023年末	年間騰落率	8月19日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率
米国	S&P500	3,840	-19%	4,770	+24%	5,608	+18%	5,600	+17%	6,000	+7%
	NYダウ	33,147	-9%	37,690	+14%	40,897	+9%	40,500	+7%	43,200	+7%
日本	TOPIX	1,892	-5%	2,366	+25%	2,641	+12%	3,000	+27%	3,200	+7%
	日経平均株価	26,095	-9%	33,464	+28%	37,389	+12%	41,000	+23%	43,000	+5%
欧州	STOX50	3,794	-12%	4,521	+19%	4,871	+8%	4,750	+5%	4,950	+4%
インド	NIFTY50	18,105	+4%	21,731	+20%	24,573	+13%	26,500	+22%	30,000	+13%
中国	MSCI中国	64.47	-24%	55.95	-13%	57.66	+3%	55.00	-2%	55.00	+0%
ベトナム	VN指数	1,007	-33%	1,130	+12%	1,262	+12%	1,400	+24%	1,550	+11%

		リート									
		実績値				直近値			予想値		
		2022年末	年間騰落率	2023年末	年間騰落率	8月19日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率
米国	NAREIT指数	20,089	-24%	22,848	+14%	24,890	+9%	25,000	+9%	27,200	+9%
日本	東証REIT指数	1,894	-8%	1,807	-5%	1,744	-3%	1,900	+5%	1,950	+3%

		為替 (対円)									
		実績値				直近値			予想値		
		2022年末	年間騰落率	2023年末	年間騰落率	8月19日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率
米ドル		131	+14%	141	+8%	147	+4%	143	+1%	133	-7%
ユーロ		140	+7%	156	+11%	163	+4%	154	-1%	142	-8%
カナダ・ドル		97	+6%	106	+10%	108	+1%	107	+1%	106	-1%
豪ドル		89	+7%	96	+7%	99	+3%	99	+3%	96	-3%
インド・ルピー		1.59	+3%	1.70	+7%	1.75	+3%	1.72	+1%	1.69	-2%
ブラジル・リアル		24.8	+20%	29.1	+17%	27.1	-7%	28.0	-4%	27.1	-3%
中国人民元		19.2	+6%	19.9	+4%	20.5	+3%	19.7	-1%	18.2	-8%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.56	+11%	0.58	+5%	0.59	+0%	0.57	-2%	0.53	-7%

*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

失業率が景気後退の経験則に抵触

7月失業率が予想以上に悪化し、景気後退の経験則として注目されるサム・ルールについて抵触した。市場参加者の間では景気後退観測が一時強まるとともに、金融市場は混乱をきたした。ただし、天候不順に伴う就業不能者が例年対比で著しく増加しており、ハリケーンに伴う一時的な失業率上昇の可能性も十分に考えられる。実際、8月の新規失業保険申請件数は被災地のテキサス州を中心に減少した。

消費は引き続き堅調

景気の減速度合いを測る上で注目された7月小売売上高は、主要項目が軒並み上振れる強い結果。最重要のGDP算出ベースは前月比+0.3%と、6月の力強い伸びの反動は見られなかった。経済のけん引役である個人消費の下振れはレイオフを通じて雇用・所得環境の逆風となり、悪化のスパイラルをもたらさうが、失業率は上昇もレイオフは抑制されており、目先、消費が急減速するリスクは小さいだろう。

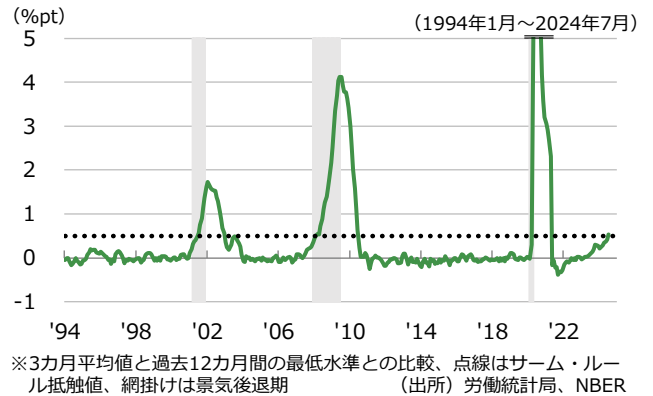
インフレ鈍化は利下げ開始を正当化へ

景気の強弱を別にしても、物価動向が利下げ開始を正当化し始めている。7月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と、3カ月連続でインフレ目標相当の低い伸びに留まった。一定のインフレ抑制が確認され、タカ派のFRB高官からも「非常に心強い」と前向きな評価が聞かれる。ただし、財価格の下振れが目立つ一方、住居費などサービス価格でディスインフレが広がりつつあるとは言い難い。

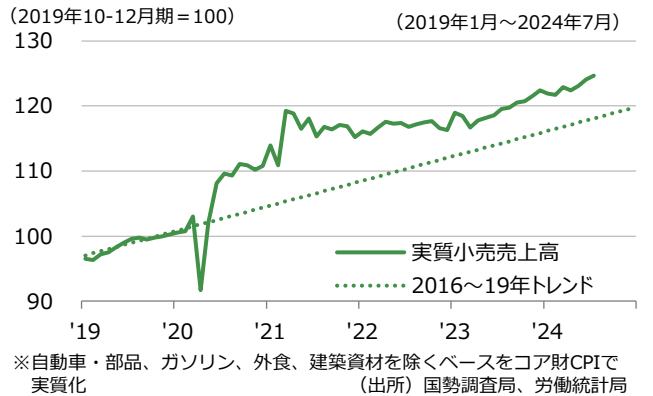
大統領選挙は振り出しに

「ほぼトラ」と思われた大統領選挙は、ハリス副大統領の登場で振り出しに戻った。同氏は大統領候補としての地位を固めていく過程で躍進し、トランプ前大統領の支持率を上回り始めた。全米だけでなく、大統領選の雌雄を決する激戦州でも大きく巻き返している。目先の注目は9月10日に予定されている第2回大統領候補TV討論会だ。ハリス氏は公場で初めて大統領としての資質を問われることになる。

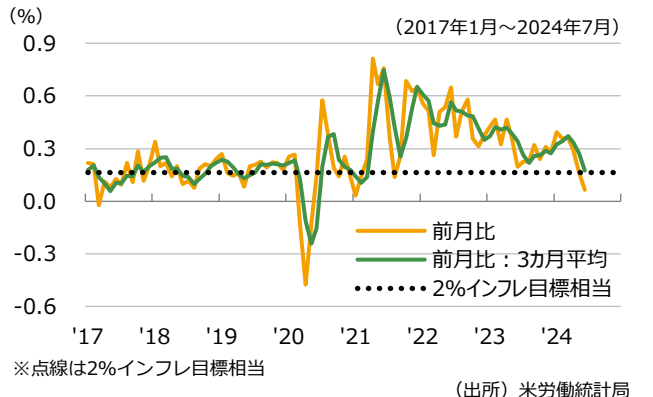
失業率（サム・ルール）



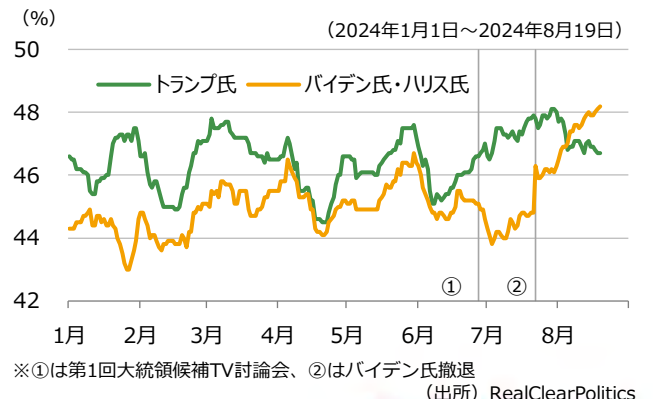
実質小売売上高



食品・エネルギーを除くコアCPI



大統領候補の支持率





株式

S&P500は史上最高値から一転急落

7月16日に最高値を更新したS&P500だが、その後は相場のけん引役だった半導体関連株やマグニフィセント7等のハイテク株が重しとなり失速した。米政府による対半導体規制強化報道や、一部ハイテク株の24年4-6月期決算で示された7-9月期見通しが市場予想を下回ったことが、元々予想PERが高水準にあったハイテク株の売りのきっかけとなった。更に8月初に期待を下回る経済指標の発表が相次いだことで景気後退懸念が急浮上。2日発表の7月雇用統計の低迷がダメ押しとなり、5日までに最高値から▲8.5%もの調整。VIXは一時、コロナショック以来となる65に達した。

景気後退懸念の「後退」等で急回復

ところがその後、S&P500はハイテク株主導で急ピッチで切り返した。要因は次の3点である。①5日以降、今度は景気の堅調さとインフレ沈静化を示唆する指標発表が相次いだことで、スタグフレーションへの懸念が低下したこと。②インフレが沈静化しつつあることで、仮に今後、景気後退懸念が深刻化したとしても、FRBが利下げを進めることで景気下支えが可能だとする、金融緩和への期待感が高まったこと。③今回の株価急落でハイテク株の予想PERの調整がある程度進んだこと。

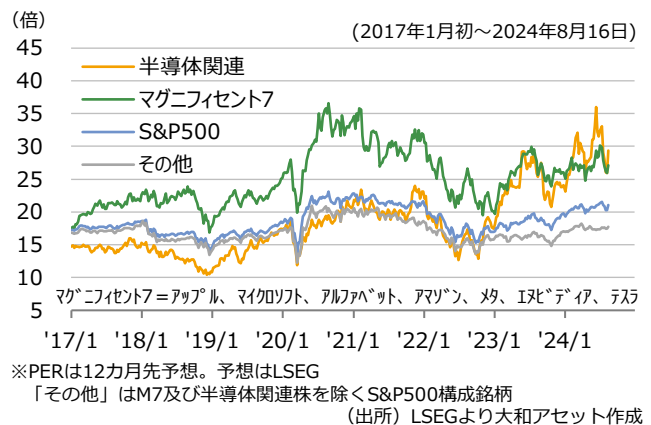
適温相場が再起動か

過去1カ月、株価と予想PERが急落と回復を演じた一方、株価形成の基盤である企業業績は堅調な見通しが維持されている。決算発表がほぼ一巡したS&P500構成銘柄の24年4-6月期増益率（8月16日現在で前年同期比+12.5%）は事前予想を上振れ。24年、25年通期についても二桁増益（同+10.1%及び+15.2%）となる見通しに変化はない。前述の様に一部大手ハイテク株の7-9月期の見通しが期待を下回ったものの、全体としては依然、ハイテク株が業績のけん引役である構図に変化がない。企業業績と金融緩和への期待による適温相場の再起動により、米国株は緩やかな上昇基調が続くと想定している。24年末、25年末の株価予想値は据え置く。

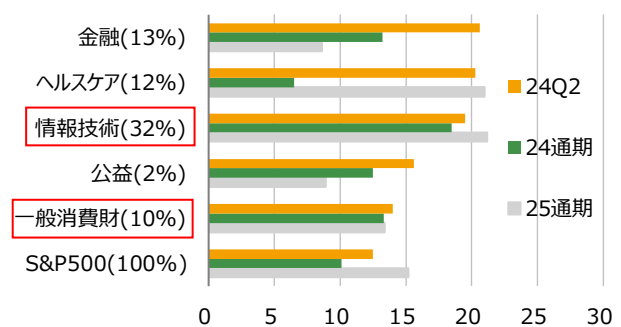
S&P500の推移



S&P500内のマグニフィセント7・半導体関連株の予想PER

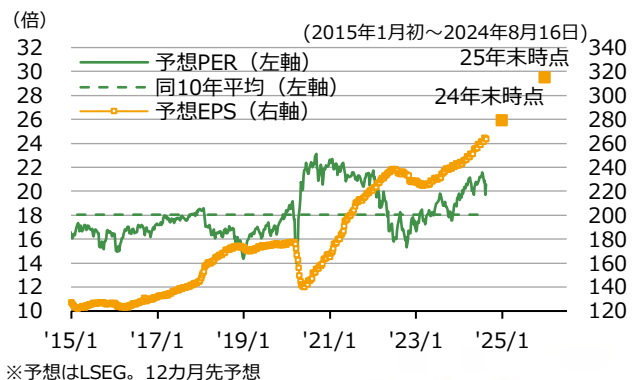


S&P500の主要セクター別予想増益率



※LSEG予想。8/16時点。463/500社発表済。()内の%は指数に占める各セクターの時価総額構成比。赤枠はマグニフィセント7を含むセクター
(出所) LSEGより大和アセット作成

S&P500の予想EPSと同PER



(出所) LSEGより大和アセット作成



金利

政策金利・長期金利見通しを引き下げ

FF金利見通しを今回見直し、9月FOMCから3会合連続で0.25%ptの利下げを予想する。インフレ抑制が進展する中、利下げ開始を年末まで待つ理由はもはや乏しい。失業率の上昇は一時的かもしれないが、雇用環境が転換点に近づきつつある中で景気にも配慮する必要性はこれまで以上に高まっている。景気後退は差し迫っておらず大幅な利下げは想定しないが、景気次第では利下げ幅・ペースを適宜見直す可能性を排除するわけではない。

長期金利見通しも同時に引き下げた。利下げペースの緩急は長期金利見通しに必ずしも大きく影響するわけではない。実際、2024年末予想値はさほど変わらず。もっとも、今回は景気後退懸念の高まりとともに3年先1カ月物金利などで示される利下げ到達点観測も切り下がりつつある。将来的な利下げ幅がこれまで以上に拡大しうることが、2025年末予想値を相対的に大きく引き下げる主因となった。

リート

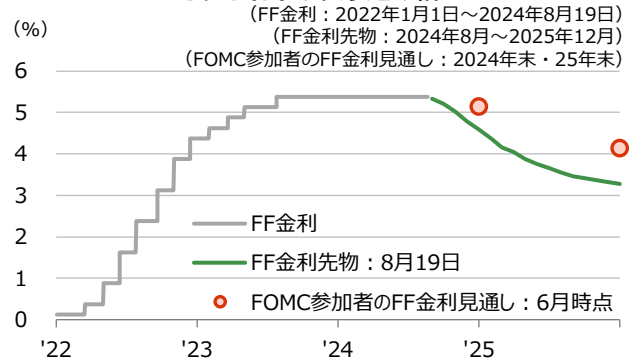
上昇しやすい環境が整った

過去を振り返ってみると、景気減速下でも利下げにより実質金利が低下する局面では、リートは株式と比較して良好なパフォーマンスを上げてきた。利下げ開始が視野に入ってきたことで、今後良好なパフォーマンスが期待できる。また、投資家のリーートの持ち高が過去平均対比で大幅に減少している状態から、足元では徐々に増加している様子も確認され、需給面からも上昇が見込まれる。

不動産のファンダメンタルズは良好

不動産市場の需給は物件供給が抑制されており総じて良好。加えて、上場リートが保有するような良質な物件は賃料上昇と稼働率の向上が見込まれ、キャッシュフロー成長は2025年以降、巡航速度まで回復する見通し。特に、戸建住宅、ヘルスケア、通信は景気によらず安定した賃料上昇が見込まれる。

9月FOMCに対する利下げ織り込み幅



(出所) ブルームバーグ

長期金利と利下げ到達点観測



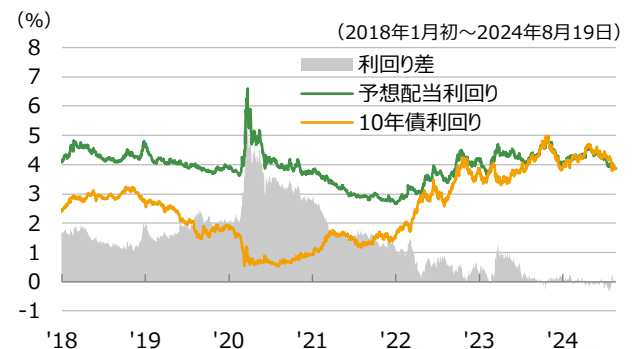
(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



経済

2四半期ぶりのプラス成長

4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率で+3.1%（1-3月期▲2.3%）と大幅なプラス成長。実質個人消費（民間最終消費支出）が前期比+1.0%（1-3月期▲0.6%）と5四半期ぶりにマイナス成長を脱し、GDP成長率を押し上げた。ただし、能登半島地震やダイハツの生産停止などの影響で大幅減となった1-3月期の反動に因るところが大きい。外需は輸出が前期比+1.4%（1-3月期▲4.6%）と小幅な反動増に留まっており、海外景気減速の影響が窺われる。今後は、実質賃金のプラス転換に伴い個人消費が回復していくことで、実質GDP成長率も緩やかなプラス成長を継続すると想定する。

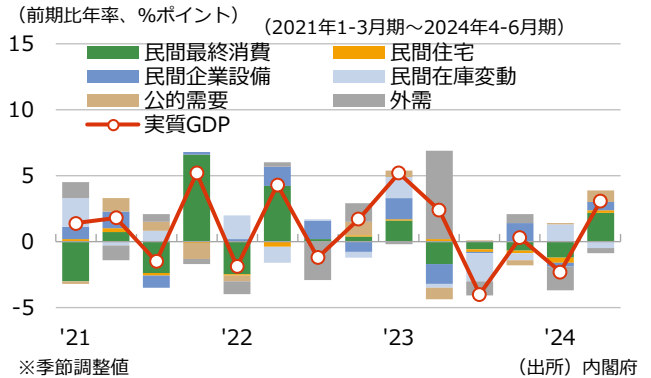
実質賃金が27カ月ぶりにプラスに転じる

6月の現金給与総額は前年同月比+4.5%（5月+2.0%）、賃金の基調を表す共通事業所ベースでも同+5.4%（5月+2.6%）と伸び率が大幅に加速。さらには実質賃金が同+1.1%（5月▲1.3%）と27カ月ぶりのプラス転換となるなど、今年の春闘での大幅な賃上げの結果が顕在化しているように見える。ただし、6月の結果は特別給与（ボーナス）の大幅増によるところが大きく、一時的である可能性に留意したい。今後は実質賃金増加の持続性が注目されるが、電気・ガス代の補助金再開などが物価の押し下げ要因となることもあり、振れを均せば基調としてプラスを維持すると想定する。

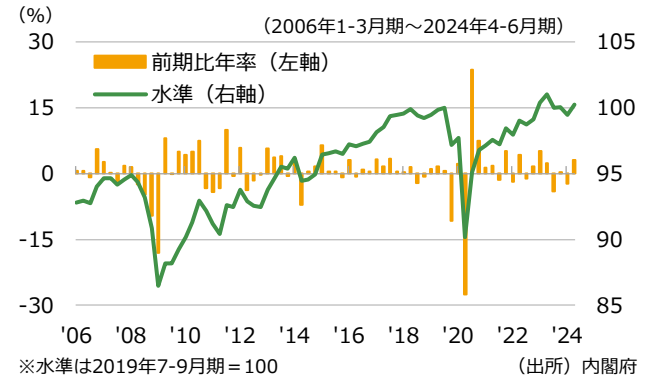
基調的な物価上昇率は引き続き低下傾向

7月全国CPIは、総合で前年同月比+2.8%（6月+2.8%）と伸びは横ばい。光熱費が指数の押し上げに寄与する一方で、サービス価格の伸びは、同+1.4%（6月+1.7%）と低下基調にある。賃上げや円安によるコスト増を価格に転嫁する動きに減速感がみられており、基調的な物価上昇率は引き続き低下傾向にあると言えよう。目先は、政府による電気・ガス代の補助金再開や日米金利差の縮小などによる円高圧力が物価の押し下げ要因となり得る。

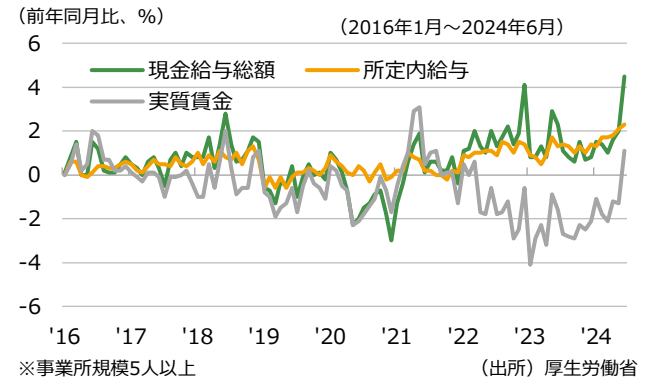
実質GDPと需要項目別寄与度



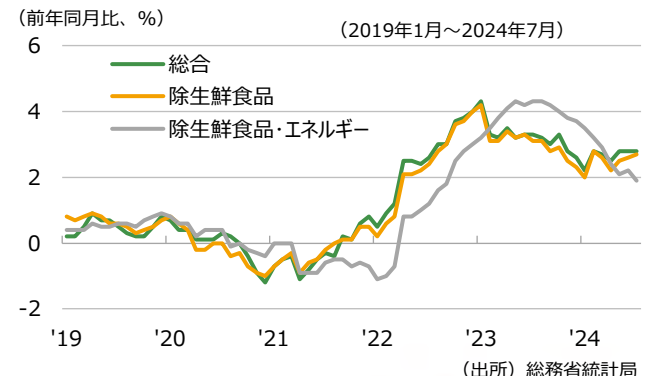
実質GDP



毎月勤労統計



消費者物価指数





株式

円ショートของ卷き戻しが株価急落を誘発

日銀金融政策決定会合後の植田総裁のタカ派急転換や過度な米国景気悲観論の台頭などを受け、急速に円高が進んだことが歴史的な株価急落を誘発した。しかし、円売りポジションの解消は急速に進んだとみられるほか、内田日銀副総裁のハト派発言や良好な米国の景気指標の発表で行き過ぎた悲観論が後退し反発傾向となっている。円高進行も一服しており、市場は徐々に落ち着きを取り戻すものと想定する。

行き過ぎた円安の修正にはプラス面も

円高は外需企業を中心に今後の予想EPS（1株当たり利益）の押し下げ要因となるが、過度な円安の進行が一服したことで輸入物価上昇によるコスト増が抑制され、実質賃金の改善による内需の押し上げ効果が期待される。足元では4-6月期GDP成長率が急回復したほか、賃金上昇率が高い伸びを示しており、内需の回復傾向が鮮明になれば、海外投資家の日本株に対する評価も高まりそうだ。

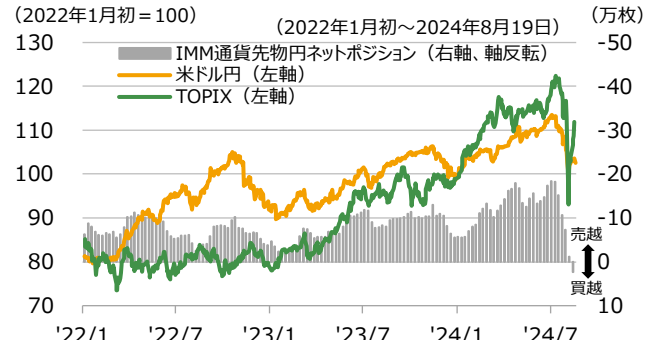
需給環境は非常に良好

歴史的な急落となったが良好な需給環境に変化はない。引き続き自社株買いは過去最高ペースが継続しているほか、新NISAを通じた個人投資家の資金流入の継続も見込まれる。円ショートของ卷き戻しは短期投資家のポジション調整を誘発したが、過度な円安の進行は米ドル建てパフォーマンスの悪化要因であり、円安進行一服で為替ヘッジをしない海外投資家は日本株を買いやすくなったとの声もある。

国内外の政治情勢に不透明感

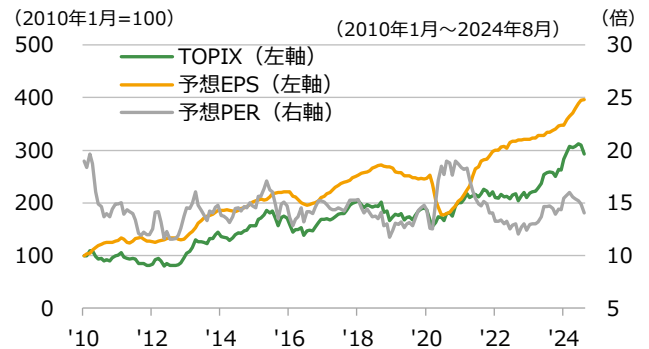
岸田首相が自民党総裁選挙への不出馬を表明し政治情勢が混沌としてきた。新鮮味のある候補者への期待で解散総選挙が早期に実施される思惑が高まればポジティブに評価されるが、旧態依然とした状況となれば失望される可能性も。また、海外では、バイデン大統領の大統領選挙からの撤退により、先行きに対する不透明感が増した。11月5日の投開票日まではリスクを取りづらい状況が続くか。

IMM通貨先物円ネットポジションと為替・株価



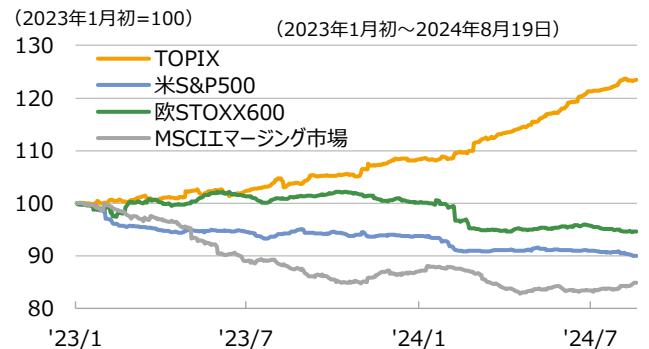
※通貨先物は非商業部門の週次、2024年8月13日まで、マイナスは売越 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

TOPIXの予想EPS・PER



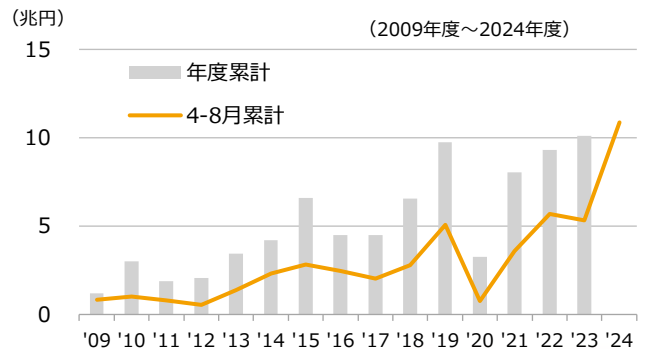
※月末値、2024年8月は19日の値。予想PERは12カ月先予想 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各国・地域の主要株価指数の予想EPS



※12カ月先予想、現地通貨ベース、MSCI Emerging Marketsは米ドル建て (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

自己株式取得枠の設定金額



※年度累計は2023年まで、2024年の4-8月累計は8月16日までの値 (出所) 大和証券より大和アセット作成



金利

日銀は政策金利を0.25%へ引き上げ

7月金融政策決定会合で日銀は政策金利を0.25%へ引き上げ、国債買入れ額を原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1~3月に3兆円程度に半減させる計画を決定。会合後の植田総裁の記者会見では、円安による国内物価の上振れリスクを警戒した様子が窺えた。先行きについても追加利上げに積極的な姿勢を見せるなどタカ派的な印象。

次回利上げは25年4月を想定

7月会合後、日米の金融政策の方向性相違や米国の景気後退などが意識され、急速に円高が進行。円安対策としての利上げの必要性が大幅に低下した。加えて、実質金利の低さを考慮しても実体経済が停滞する中で追加利上げは、今回のように市場のボラティリティを高める恐れがあり、慎重にならざるを得ないだろう。25年4月、10月に各0.25%ptの利上げを想定。長期金利の見通しは変更なし。

リート

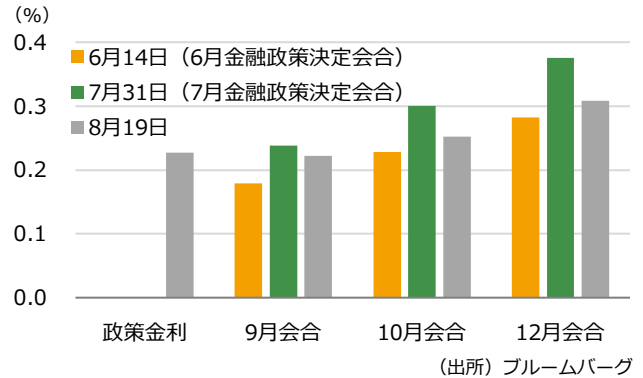
8月前半に急落も急反発

8月前半のJ-REIT市場は、米国での景気後退懸念の台頭によるリスク資産の下落や、円高進行による日本株安につれて急落した。東証REIT指数は2020年以来となる1,600台前半まで下落。その後は経済指標の改善を受けて、米国景気への懸念が後退、株式市場が上昇するなかでJ-REIT市場も大きく反発。

中期的には緩やかな上昇を想定

J-REITの保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあり、相対的に安定した高い利回りや資産価値からみた割安感が意識され、底堅い推移を想定。短期的には、日米金融政策の動向の影響を受け、値動きの荒い推移が続く可能性がある。一方で、賃貸市況の改善や積極的な売却益計上による増益、バイバックの実施による資本効率の改善への期待などから、中期的には長期金利の上昇が限定的であることを確認しつつ、J-REIT市場は緩やかに上昇していくと想定。

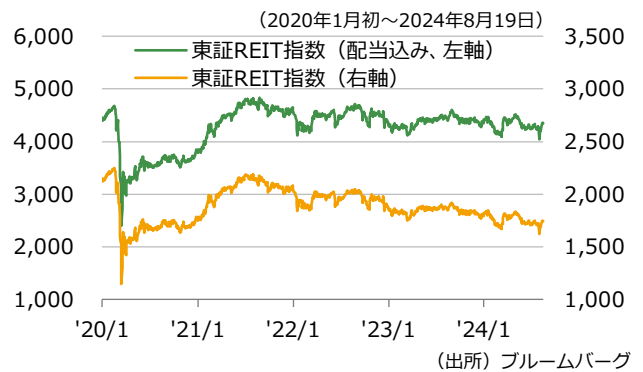
市場が織り込む政策金利の水準



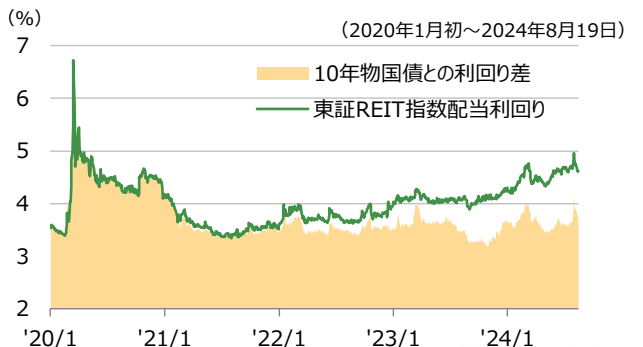
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





経済

緩やかながらも安定的な景気回復へ

実質GDPはユーロ圏、英国とも2023年10-12月期までの1年半程度に亘って停滞した。その反動もあり、2024年入り後は持ち直しつつある。ECB、BOEとも利下げに転じたことで金融引き締め効果の累積効果が弱まるなか、インフレ率の低下による実質購買力の増大や供給制約の緩和が景気を押し上げよう。海外経済の減速は景気下振れ要因だが、全体として、緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。

景況感は英国がユーロ圏よりも良好

PMIは総合でユーロ圏が5カ月、英国が9カ月連続で50を上回っている。しかし、貿易面で中国、米国の景気減速の影響が相対的に大きいと考えられるユーロ圏は製造業が低迷しており、総合で50割れが懸念される。英国は製造業も3カ月連続で50を上回るなど堅調に推移しており、EU離脱の悪影響が一巡しつつあることが示唆される。ただし、英国も財政政策には制約があり、高成長までは期待し難い。

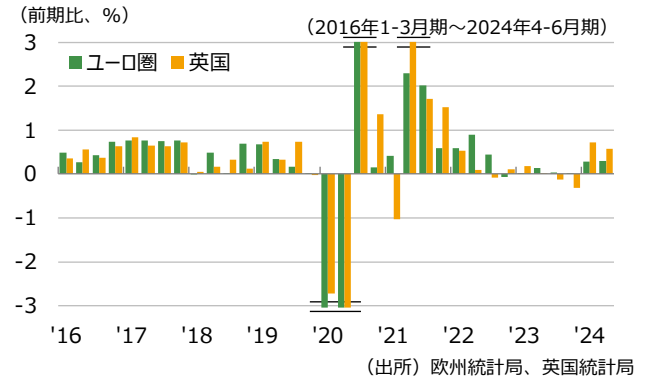
インフレ率は程なく2%へ収れんか

消費者物価指数はユーロ圏の後を追って英国も伸び率が鈍化してきた。ユーロ圏は総合、コアとも、英国は総合が前年同月比+2%台で推移している。ユーロ圏はインフレ目標の2%への収れんを目前に足踏みが続いているが、現実のインフレ率の先行指標と目される長期のインフレ期待は2%に急接近している。英国はコアが前年同月比+3%台だが、うちサービス価格の伸び率は着実に鈍化している。

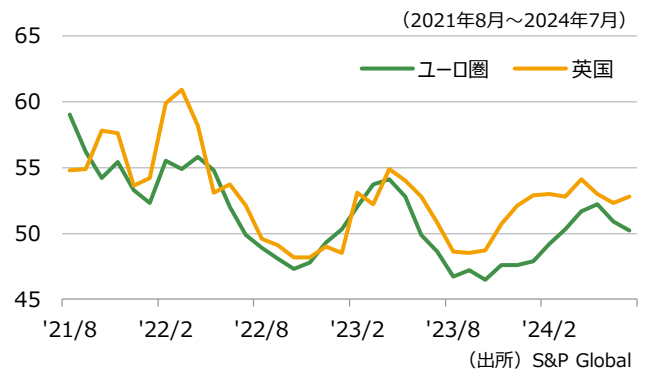
労働供給の制約は徐々に緩和へ

消費者物価指数のうち財価格の伸び率はユーロ圏、英国ともコロナ前にほぼ復しているが、サービス価格の伸び率は高いままで、ユーロ圏は昨年終盤以降前年同月比+4%近傍に張り付いている。英国は伸び率こそユーロ圏より高いものの、着実に鈍化しており、最近では賃金動向と整合的に下振れが目立つ。ユーロ圏、英国とも失業率は依然低いが、コロナ禍による労働供給の制約は徐々に緩和されると見込む。

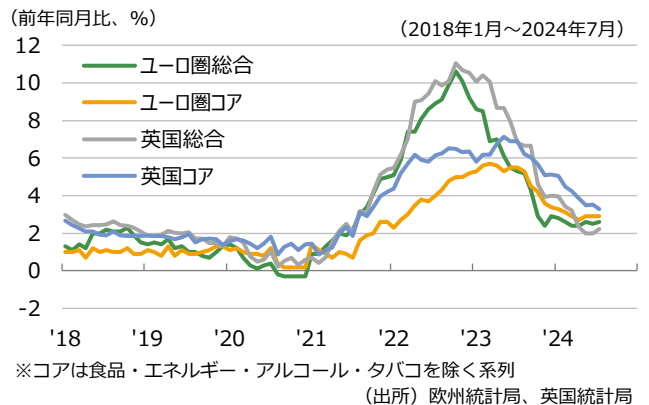
実質GDP



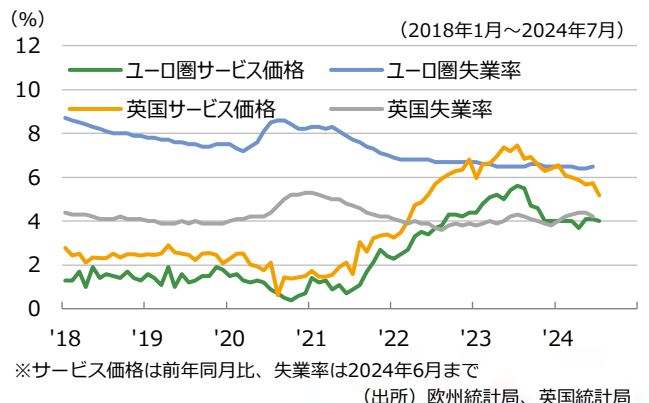
PMI (総合)



消費者物価指数



サービス価格と失業率





株式

欧州株は米国株に連動し株価が急落

過去1カ月間の欧州株式市場は米国株に連動する形で急落後、急反発した。元々、仏政治リスクにより上値が重たかったところに、7月中旬以降、米政府による対半導体規制強化報道を受けた半導体関連株安や、資源価格下落による資源株安、一部主力企業の失望決算により株価は失速。8月初には米景気後退懸念の高まりを受けて下落が加速した。

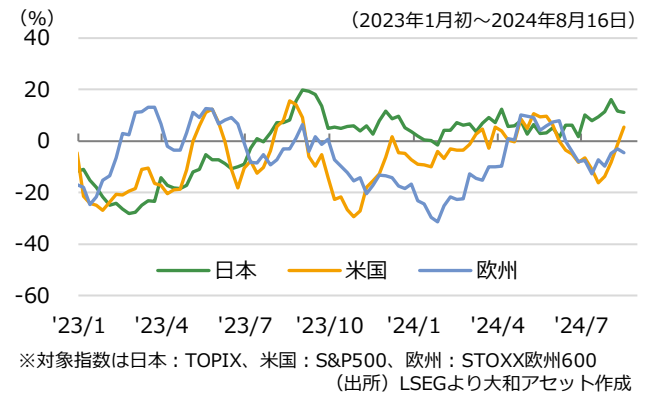
日米株と比べると選好度はやや劣る

しかし米国の景気後退懸念低下並びに利下げ期待拡大を受け、欧州株もハイテク株を主体に切り返す展開に。直近高値からの下落幅の6割強を回復した。PER面ではヒストリカルな割安感があり、一定の株価回復が期待される。一方、STOXX欧州600の予想EPSのリビジョン指数を見ると、日米株に対し引き続き劣位している。投資対象としての選好度は両者に一歩譲ると考えている。

Euro STOXX 50の推移



リビジョン指数（12カ月先予想EPS）



金利

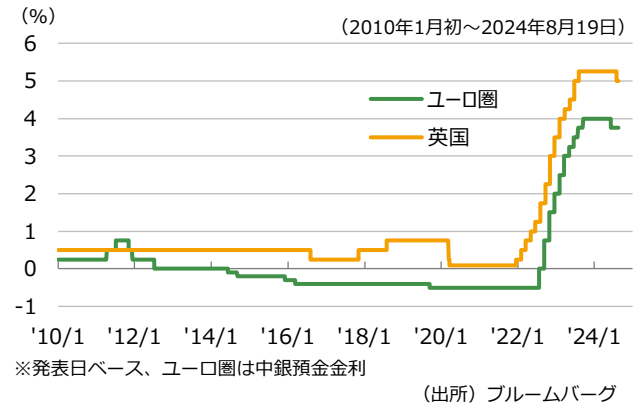
ECB、BOEとも四半期毎の利下げへ

ECBは6月、BOEは8月に利下げを開始した。中立金利には程遠いとしてECB総裁は相応の利下げを示唆。ユーロ圏では景気下振れリスクも意識されつつあり、むしろ堅調なユーロは利下げの後押しに。BOEの利下げは僅差の決定であったが、インフレ率が中期的に2%に収れんするとのBOEの見通しは揺らいでいない。ECB、BOEとも2025年末までを通じて四半期毎の利下げ（各回0.25%pt）を見込む。

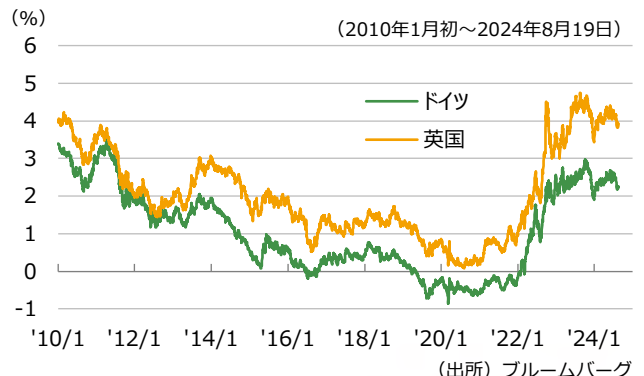
長期金利は英国の低下余地が相対的に大

ECB、BOEのいずれに関しても、市場の利下げ織り込みは「四半期毎に0.25%pt」を上回っている。それでも、ドイツの長期金利はインフレ期待の低下に連れて2025年は2%弱で推移しよう。英国の長期金利は8月に入り米国を上回ってきただけでなく、コアのインフレ率の低下余地の大きさにも鑑みれば、2025年は3%台前半へ低下すると見込む。

ユーロ圏と英国の政策金利



ドイツと英国の10年国債利回り





経済

利下げ効果の発現待ち

カナダ統計局は4-6月期実質GDPを前期比+0.5%と推計しており、1-3月期の同+0.4%と同程度の成長を維持した公算が大きい。ただし、失業率の緩やかな上昇傾向が続いているほか、直近では雇用者数が2カ月連続の前月比マイナスとなるなど、労働市場に弱さも見られる。今年6月からの利下げの効果は、年末以降は経済の遅行指標である労働市場にも表れることで、本格的な景気回復に向かおう。成長率予想は今年を+1.0%、来年を+2.2%で据え置く。

インフレ鈍化の傾向は継続

成長率は昨年から加速しているが、潜在成長率を下回るペースにとどまっているため需給ギャップのマイナス（供給超過）は拡大したままで、インフレ再燃の懸念は乏しい。また、利下げによる住宅ローン利払い費の低下などテクニカルな要因もあり、当面のインフレ率は鈍化傾向で推移する公算が大きい。

金利

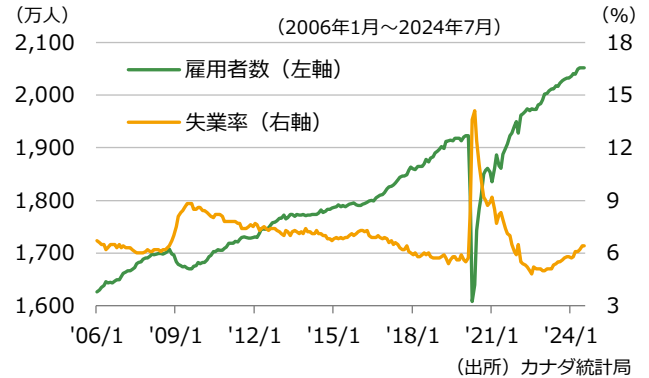
当面は利下げ継続の見込み

カナダ銀行は7月の金融政策決定会合で2会合連続となる利下げを決めた。インフレ鈍化と労働市場軟化の傾向が続き、また為替が対米ドルで安定的に推移しているため、当面は利下げを見送る理由が乏しい。年内残り3会合で0.25%ptずつの利下げが決定され、今年末の政策金利は3.75%になると予想。

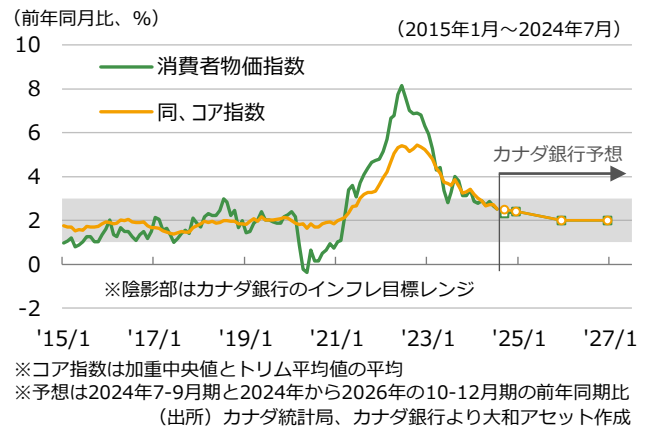
長期金利の水準は利下げの到達点が重要

長期金利の水準を考える上では、目先の利下げペースよりも利下げの到達点が重要になってくる。カナダ銀行は住宅市場が再過熱することを警戒しているため、景気の下振れリスクが一段と後退し、成長率が加速する中では、中立金利（カナダ銀行は直近で2.25~3.25%と推計）手前での利下げ停止を検討するだろう。一方、市場は来年末までに政策金利が2%台へ引き下げられることを織り込んでいるため、長期金利の更なる低下余地は乏しいと見込む。

雇用者数と失業率



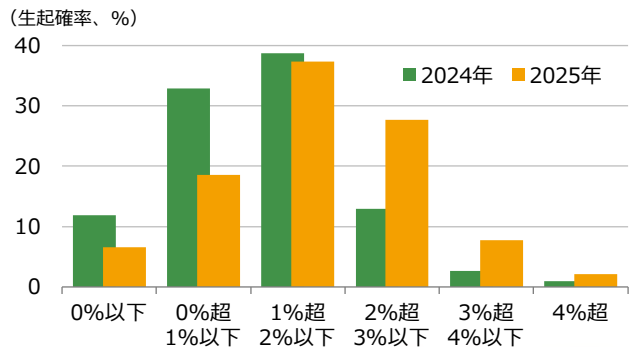
消費者物価指数



政策金利と10年国債利回り



市場予想に基づく実質GDP (前年比) の生起確率



※カナダ銀行が2024年8月2日に公表した市場参加者調査に基づく
(出所) カナダ銀行より大和アセット作成



経済

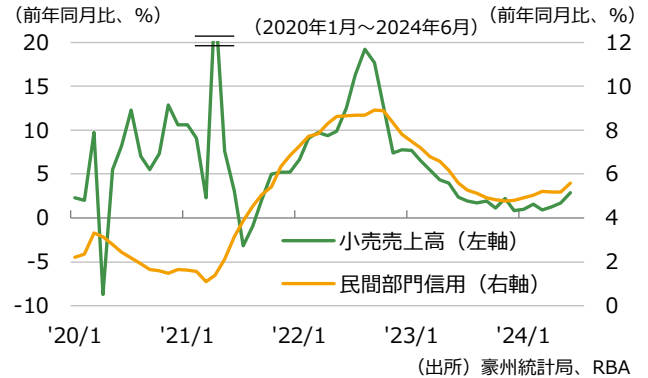
景気の底打ちを示す指標が散見される

個人消費は、2022年以降の利上げを受けて減速してきたが、足元では底打ちの兆しがうかがえる。例えば、ウエストパック消費者信頼感指数が緩やかに上昇しているほか、足元では小売売上高の前年同月比の伸びが加速。既往の利上げの効果が概ね浸透したとみられる中、民間の信用創造にも底打ち感が出ている。7月から所得税減税や新たな物価高対策も始まり、景気腰折れリスクは一段と低下した模様。

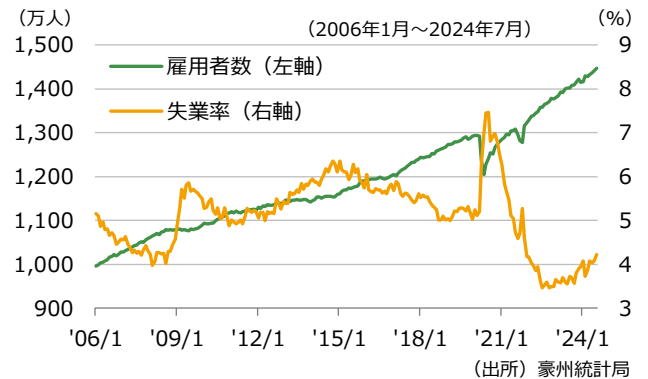
景気の本格的な回復は来年以降か

労働市場では、失業率の緩やかな上昇が継続。しかし、労働参加率が過去最高を更新し、雇用者数が堅調な増加ペースを維持する中での失業率上昇であり、労働市場の「悪化」とは言えまい。もっとも、このように景気が底堅いが故にRBAが早期に利下げに転じる可能性も低く、景気の本格的な回復局面に向かうのは利下げが見込まれる来年以降になろう。

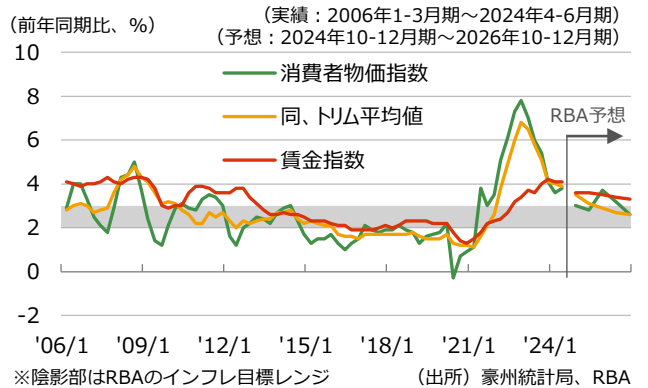
小売売上高と民間部門信用



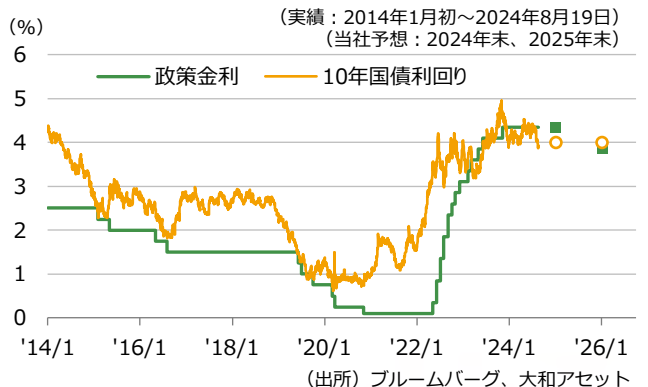
雇用者数と失業率



消費者物価指数と賃金指数



政策金利と10年国債利回り



金利

依然として利下げ転換の目処は立たず

7月に始まった政府の物価高対策（電気代や家賃の補助など）によって、消費者物価指数の伸びは一時的に急減速すると見込まれる。しかし、基調的なインフレ動向を示すトリム平均値の前年同期比は、RBAのインフレ目標（2～3%）を上回る推移が当面持続する公算が大きい。賃金の伸びが高止まりし、景気に底打ち感も出ており、RBAが利下げを検討するのは時期尚早と言える。欧米の主要中銀と異なり、RBAが利下げを開始できるのは来年になると予想。

長期金利は下がりづらい展開を想定

米国の過度な景気悪化懸念と利下げ織り込みに連れて、豪州でも年内の利下げを織り込む動きとなった。しかし、上記の通り利下げ転換の目処は立っていない。次の一手が利下げであることに変わりはないものの、行き過ぎた利下げ織り込みが巻き戻されることで、長期金利は下がりづらい展開を見込む。



経済

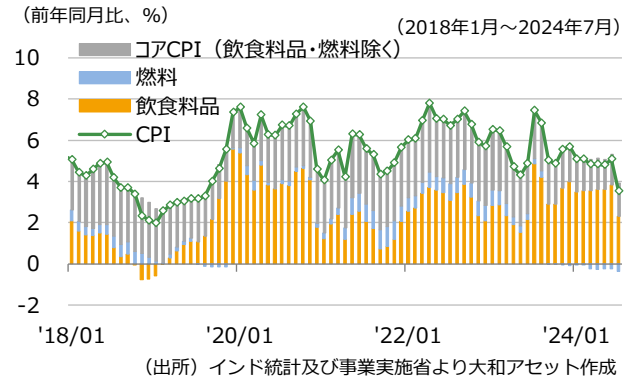
インフレの一段の鈍化は安心材料

7月CPIの前年同月比は+3.5%と、約5年ぶりの低い伸びに留まった。中銀のインフレ許容範囲（2-6%）に収まって1年程度経過するなか、インフレ目標値の4%をも下回り、中銀が示す利下げ開始の条件が整った。今後も平年を上回るモンスーン（6月-9月の雨季）の降雨量が食品価格の上昇を抑制しよう。コアCPIも低位で推移していることから、インフレ圧力は限定的で、安心材料と言える。

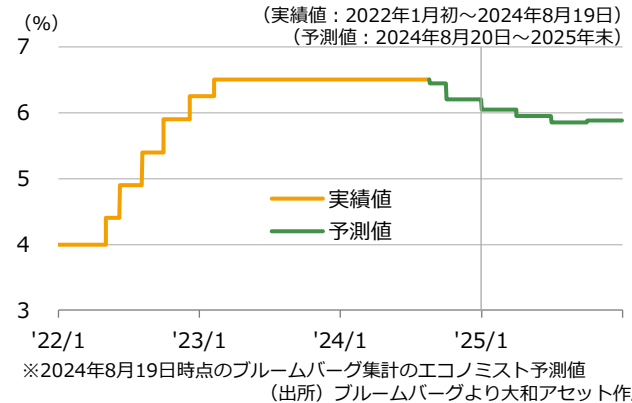
10月の利下げ開始を予想

利下げ開始の条件が整うなか、9月の米利下げ開始期待もあり、インドでは10月の利下げ開始を予想。年内は10、12月と連続で各0.25%pt、計0.50%ptの利下げを見込む。ブルームバーグ集計のエコノミスト予想も同様。民間消費や、民間企業の設備投資などを後押しする可能性が高く、経済と株式市場の追い風になろう。

消費者物価上昇率（CPI）および寄与度



政策金利の推移と四半期ベースの予測値



株式

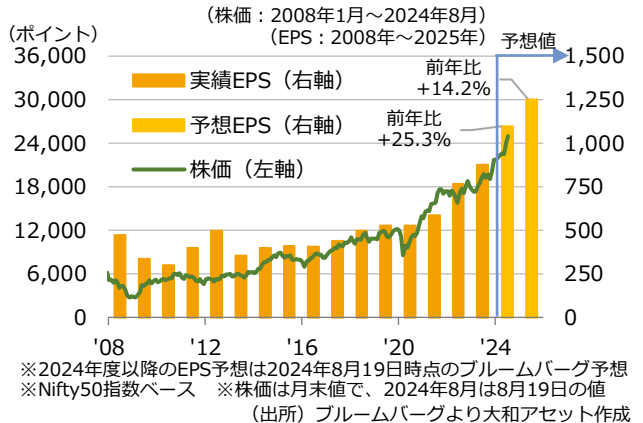
世界株急落も、インド株への影響限定的

7月中旬以降の世界株急落の場面でも、インド株は8月1日に史上最高値を再び更新するなど、影響は限定的。企業業績の顕著な拡大が株価を支えている。バリュエーションを示す12カ月先予想PERも過去5年の平均を若干上回る水準で過熱感はない。今後は利下げ開始も株式市場の追い風になる可能性が高い。内需主導の経済のため米大統領選等の影響も小さく、資金が流入しやすい環境が続くと見込む。

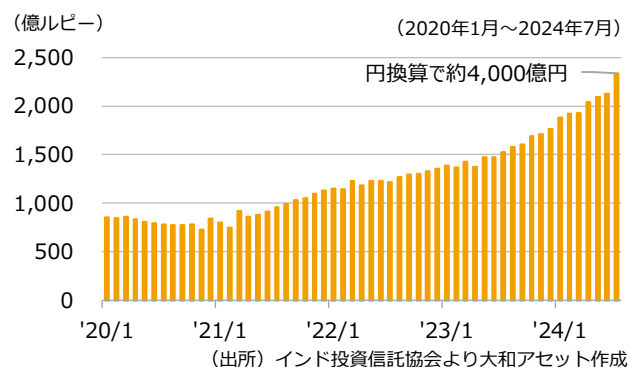
国内個人マネーの流入は加速傾向を継続

7月以降の世界株急落の場面でも、「インド版積み立てNISA」と言える投信積立制度（SIP）からの資金がインド株式市場を下支えする構図がみられた。外国人投資家の資金引き揚げを相殺するほどに存在感は高く、足元は過去最高の月次流入額を更新している。その資金の大部分が自国の株式市場に流入しており、引き続き株式市場の需給を支えよう。

インド株のEPS（1株当たり純利益）の実績および予想



SIPによるインド株式市場等への資金流入





経済

年前半の高成長の持続性が問われる

4月から6月の経済活動指数（≒月次の実質GDP）は、順に前月比+0.3%、+0.4%、+1.4%と好調な結果であり、4-6月期の実質GDPは1-3月期の前期比+0.8%に続いて高成長を記録した公算が大きい。他方、消費者ローンのデフォルト率が下げ渋りの動きを見せるなど、足元では昨年来の利下げの効果に息切れ感も出ている。政策金利は依然として引き締めの水準にあると推計されており、政策金利の据え置きが続けば高成長は持続しづらくなる。

足元のインフレ再加速は一時的か

消費者物価指数（前年同月比）は7月に+4.5%と、目標レンジ（3±1.5%）の上限まで伸びが加速。ただ、内訳では自然災害の影響などにより加速していた「食品・飲料」に一服感が見られるほか、足元では通貨安からのインフレ懸念も和らいでおり、消費者物価指数は8月から鈍化傾向を辿ると予想される。

金利

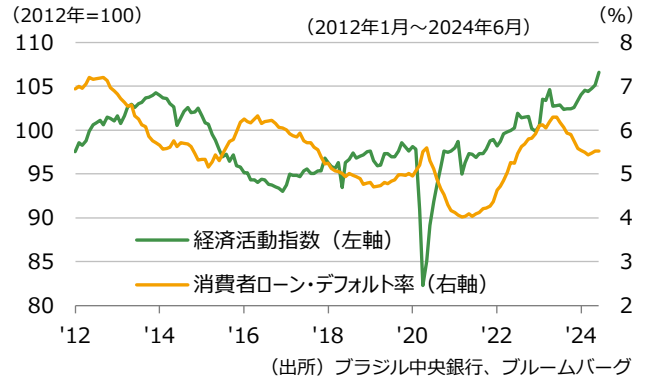
目先は政策金利を据え置いて様子見

ブラジル中銀は6月に続いて7月の金融政策決定会合でも政策金利の据え置きを決めた。議事要旨には「適切と判断すれば利上げも躊躇しないことを全会一致で確認した」と記されたが、足元ではインフレ再燃への過度な懸念が和らいでいるため、目先は政策金利を据え置いてインフレ動向を見守ると想定。

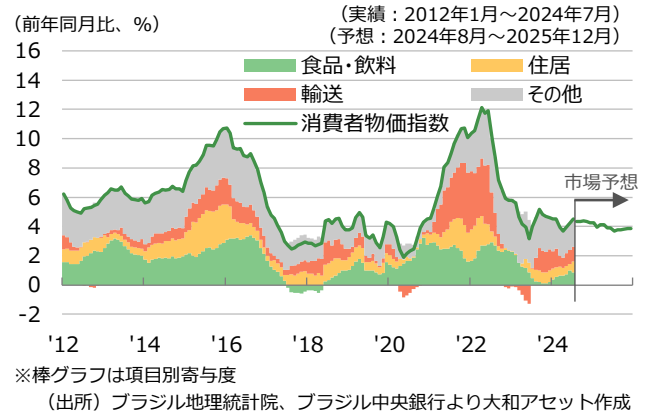
利下げ再開が近づけば金利は更に低下へ

7月下旬以降、長期金利は顕著に低下した。ただし、市場の利上げ織り込みは後退していないため、多分に海外金利低下の影響を受けた可能性が高い。今後、インフレ再加速が一服することによって、市場の過度な利上げ織り込みが後退し、短期金利主導で金利は全般に低下しやすくなると見込む。更に、来年にかけて利下げ再開の機運が高まれば、金利は一段と低下する展開も想定される。ブラジル国債の向こう1年程度の見通しは「やや強気」を維持する。

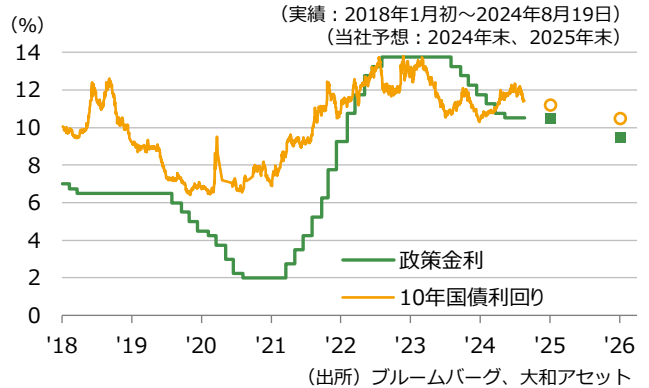
経済活動指数と消費者ローン・デフォルト率



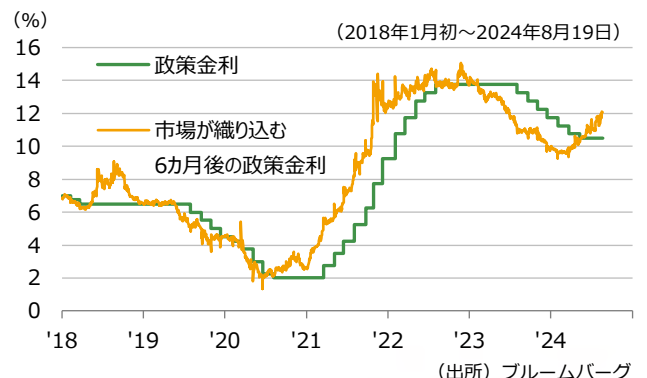
消費者物価指数



政策金利と10年国債利回り



政策金利と市場が織り込む6カ月後の政策金利





経済

目先数カ月は政策の空白期と見込む

実質GDP成長率への先行性がみられる社会融資総量の前年同月比は低下傾向を継続。不良債権問題による金融仲介機能の低下や需要不足等を受け、銀行貸出の伸び率も大幅に鈍化。しかし、7月開催の三中全会では依然有効な景気対策は打ち出されず。政府運営の慣例をみると、景気対策を議論する場合は12月の中央経済工作会议となるため、目先数カ月は政策の空白期になると考える。

景気低迷の長期化懸念は一段と強まる

経済は負の連鎖からの脱出を見込めず。不動産市場の底が見えないほか、前年同月比伸び率をみると、消費動向を示す小売売上高や、景気けん引役として期待されるインフラ投資は一段と鈍化。製造業投資は高位維持も、当局の補助金頼りで、業績悪化もあり持続性に疑問が残る。景気けん引役は見当たらず、景気低迷が長期化する懸念は一段と強まっている。

株式

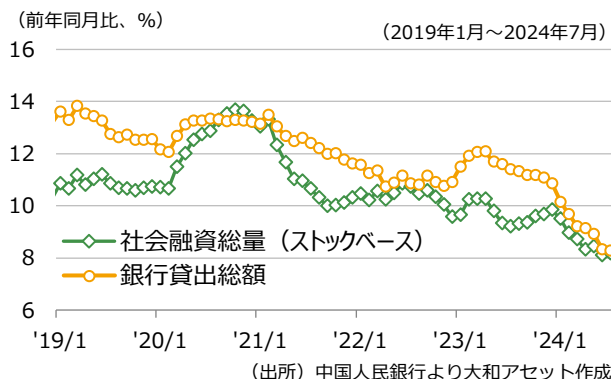
国有企業が多いバリュー株が選好される

「中国版PKO」による株価下支えにも拘らず、MSCI中国指数は8月初に約4カ月ぶりの安値を記録。景気低迷の長期化、デフレ進行による業績圧迫、米中摩擦等が重し。セクター別では、当局の国有企業優遇策の恩恵を受ける銀行やエネルギーへの選好が続こう。一方、アリババを含む一般消費財や半導体等のハイテクセクターは、消費減速や米中摩擦の影響が大きく、株価上昇余地は限定的とみる。

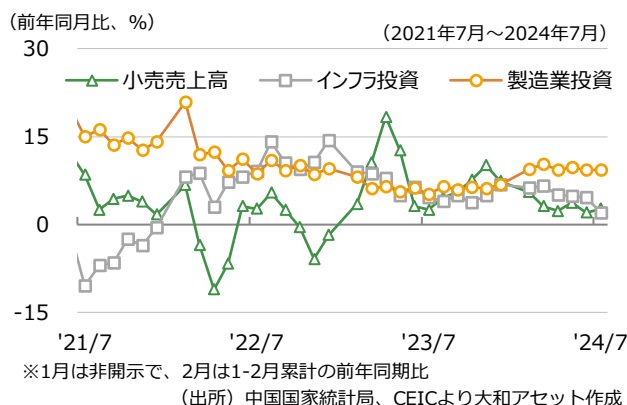
個人投資家の株離れが進む

コロナ禍の中で強まった個人投資家の株式投資ブームも、2022年以降はしぼんでいる。今年1~2月の株価急落の局面に続き、足元では個人投資家の信用取引残高が再び減少し、4年ぶりの低水準を記録。政府は「中国版PKO（株価下支え策）」を実施したが、景気回復の兆しが見えない中、個人投資家は株離れの一方で債券市場へ殺到している。

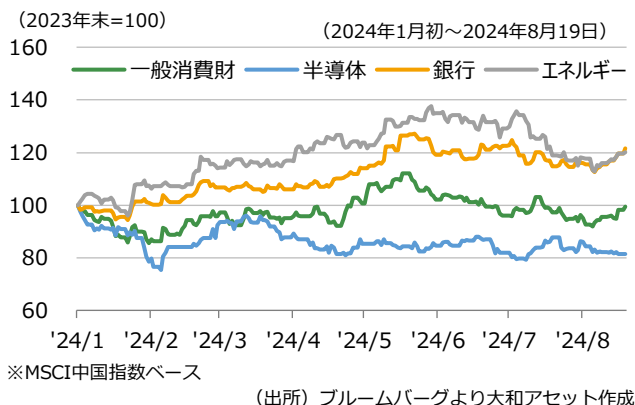
総与信の推移



主要経済指標の推移



セクター別の各種株価指数の推移



個人投資家の信用取引残高





金利

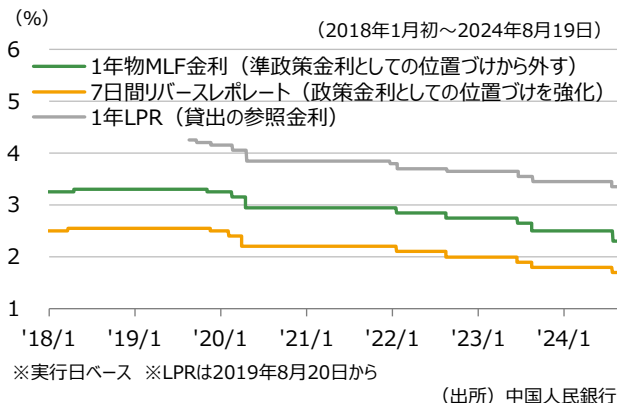
政策金利変更で貸出金利の低下余地拡大

6月以降、中銀総裁は金融政策のフレームワークの変更に関及。重要視する金融政策ツールをMLFから7日間リバースレポレートへ変更し、市場メカニズムに基づいた金利伝達システムの構築を示唆。より利回りの低いリバースレポレートがベンチマークとなることで貸出の参照金利となるLPRに低下余地が生じる見込み。それは市中銀行の貸出金利の引き下げ余地に繋がり、金融緩和の効果が期待されよう。

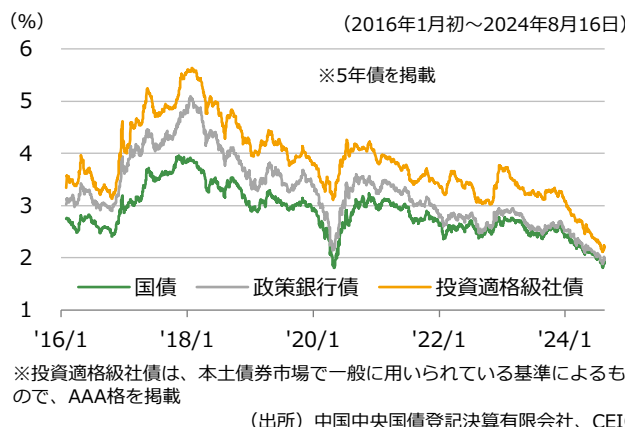
当局の介入にも拘らず、質への逃避進む

「中国の日本化」を象徴する現象として、債券市場への資金流入が加速し、質への逃避が進行中。長期金利の低下をネガティブ視する当局は、長期国債を市中銀行から無期限に借り入れ、流通市場で売却する方針を発表（流動性吸収）。それでも、景気低迷長期化の懸念は根強く、長期金利は引き続き下限を試す（債券価格は上昇）と見込む。

中銀総裁が金融政策フレームワークの変更に関及



本土債券市場の国債、準国債と社債の利回り推移



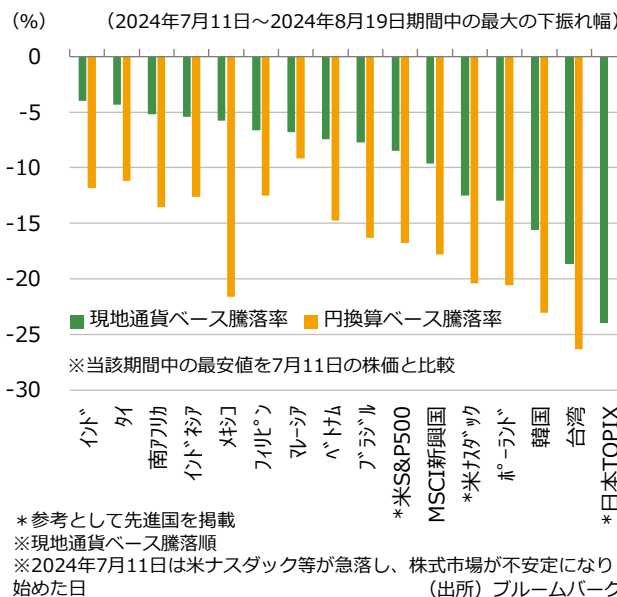
今月の新興国コラム

インド等新興国株の底堅さを評価

7月中旬以降、日本や米国等の先進国株が大幅な調整に見舞われる中、一部の新興国株は、インドやアセアンを中心に下落幅が限定的で、外部環境の急変に耐えられる底力が示された。さらに、円高にも拘らず円換算ベースでの下落幅も、日本株や米ナスダック（円換算）の半分程度に留まる。株式市場だけでなく、為替市場でも顕著な通貨安は免れ、底力が示されている。リスク回避の局面で先進国をアウトパフォームすることは刮目に値し、新興国投資を後押しする材料になろう。

新興国の優等生に注目が集まっている。中長期的な成長期待のインド、中国からの供給網分散の恩恵を受けるアセアン諸国などが挙げられる。今後は、米利下げ開始により、新興国も利下げ局面に入る／再び入ることで、新興国株の追い風になろう。

7月以降の世界株価調整局面での新興国株価の下振れ幅





米ドル

米ドル安より円高による米ドル円の下落

161円台まで上昇していた米ドル円は今年7月11日以降に下げ、8月5日には一時141円台まで急落。日本当局の円買い介入、米金利低下、日銀利上げ、日米株安が複合的に影響した。この間、米ドルは円以外の25通貨に対し小幅な下落にとどまった一方、25通貨は円に対し大幅に下落した。つまり、米ドル安は小さく、円高は大きいわけで、米ドル円下落のほとんどが米ドル安ではなく円高によるものだ。

米ドル円は米金利及び米株価と順相関に

米ドル円は米金利との順相関が続いているが、今年7月以降は米株価とも順相関になっている。これは米金利と米株価が順相関になったからだ。米金利と株価が逆相関では米金利上昇・株安で米ドル高、米金利低下・株高で米ドル安になりやすい。一方、米金利と株価が順相関では米金利上昇・株高で円安、米金利低下・株安で円高になりやすい。つまり、米金利と株価が順相関では円主導の相場になりやすい。

日米金利差の縮小に反した円安が修正

今年5月から7月にかけては日米金利差が縮小しても米ドル円は上昇した。日米株高に伴いリスクオンの円安圧力が働いたためだ。だが、7月以降は円買い介入をきっかけに円高・米ドル安に転じ、日米株安がリスクオフの円高圧力を招いて米ドル円の下落が進んだ。リスクオンの円安が後退したことにより、米ドル円は日米金利差に見合う水準に近づいた。今後、米金利低下により日米金利差がさらに縮小し、それが円高・米ドル安圧力をもたらすと見ている。

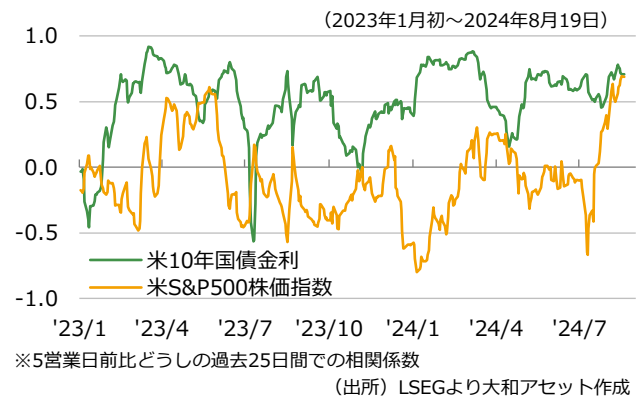
米ドル円は金利差に見合う水準近くへ

2021年以降の米ドル円と日米5年金利差の相関からすると、直近の金利差に見合う米ドル円は137円程度だが、実際にはそれを9円程度上回る。米ドル円は金利差に見合う水準を一時は20円も上回っていたが、米株安に伴うリスクオフの円高により、かい離が大幅に縮小した。今後、米国の景気減速懸念が残るなかでリスクオンの円安が弱まり、米ドル円は金利差に見合う水準近くで推移すると見ている。

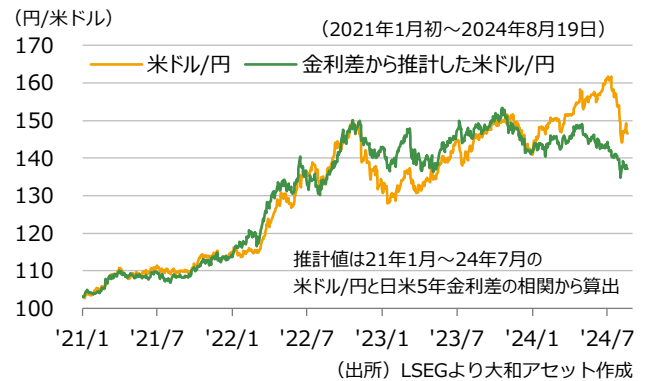
米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との25日移動相関係数



日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



米ドル円の推計値とのかい離と米株価指数





ユーロ

ユーロ安・円高がさらに進行か

ユーロ円は独日金利差との連動性よりもリスク許容度との連動性が高い。リスクオンではユーロ高・円安、リスクオフではユーロ安・円高になりやすい。今年7月まではリスクオンのユーロ高・円安が進み、その後はリスクオフのユーロ安・円高に転じた。今後、独日金利差が縮小し、リスクオンが弱まることにより、ユーロ安・円高傾向になると予想している。

先行きはユーロ安・米ドル高か

ユーロ・米ドルは独米金利差との連動性が高い。今年4月以降は相対的に米金利より独金利が上昇し、ユーロ高・米ドル安に作用してきた。また、足元では欧米株高に伴うリスクオンのユーロ高・米ドル安圧力も加わっている。ただ、金利面のユーロ高・米ドル安が進む余地はさほど大きくないと見ている。先行きにかけてはリスクオンが弱まることにより、ユーロ安・米ドル高傾向に転じると予想している。

カナダ・ドル、豪ドル

当面は豪ドル高を見込む

7月半ばから8月初旬にかけてのリスクオフ局面では、豪米長期金利差に比べて豪ドル安が進行した。足元では、その揺り戻しから豪ドルが反発している。米国が9月から利下げ局面に入るとは濃厚だが、豪州の利下げ開始は早くとも来年2月と予想。当面、米国に比べて豪州の長期金利は下がりづらく、豪米長期金利差の拡大に見合う形で豪ドルは対米ドルで増価しやすい環境が続くと見込む。今年末0.69米ドル/豪ドル、来年末0.72米ドル/豪ドルの予想を据置き、豪ドルの見通しも「やや強気」を維持する。

カナダ・ドルは来年の反発余地が大きい

カナダでは当面の連続利下げが見込まれるため、カナダ・ドルは上値の重い展開を想定。ただし、来年は米国に先駆けて利下げを停止する可能性が高い。カナダ・ドルの投機的な売りポジションが溜まっていることもあり、来年の反発余地は大きいと見込む。

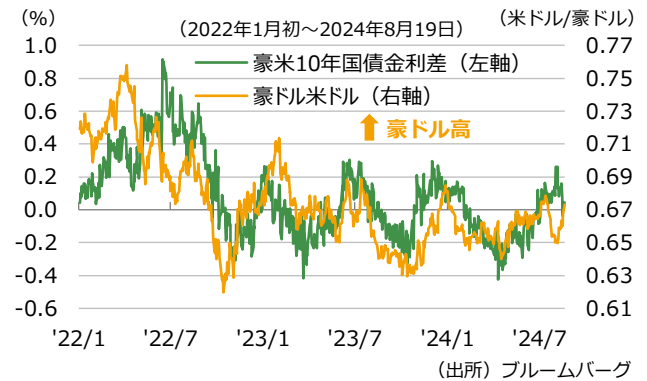
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



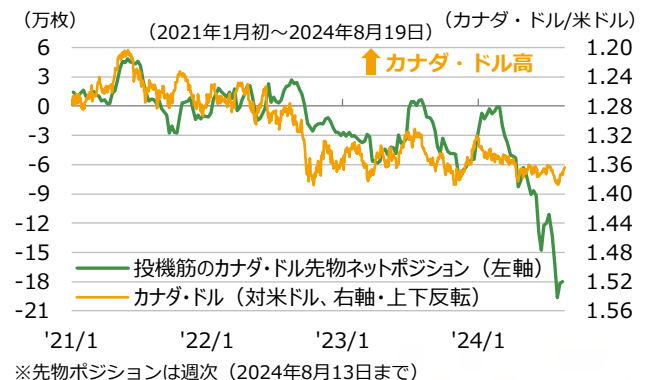
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



豪米長期金利差と豪ドル米ドル



投機筋のカナダ・ドル先物ポジションとカナダ・ドル





人民元、インド・ルピー

中国では、内外企業の海外移転が進む

4-6月期の対内・対外直接投資をみると、外国企業の対中直接投資は3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、中国企業のネットの対外投資も統計開始以来最大の赤字が報じられ、中国企業、外国企業ともに海外への生産拠点の移転が進んでいる構図が明らかになった。国際収支バランスの悪化とともに、国内の失業問題の深刻化を招き、中長期景気低迷の懸念を強める内容と考える。

インド、IT・ハイテク商品の輸出が加速

インドの経常収支の構造的な改善が目立つ。伝統的な強みのIT関連の海外受注が盛んになり、サービス輸出はここ数年で倍増。また、iPhoneの世界における生産でインドが3年前の数%から14%へ急増するなど、ハイテク商品の輸出も加速。海外出稼ぎ労働者の送金もあり、対外バランスの構造的な改善がみられ、中長期的には通貨高への期待を高めよう。

ブラジル・レアル

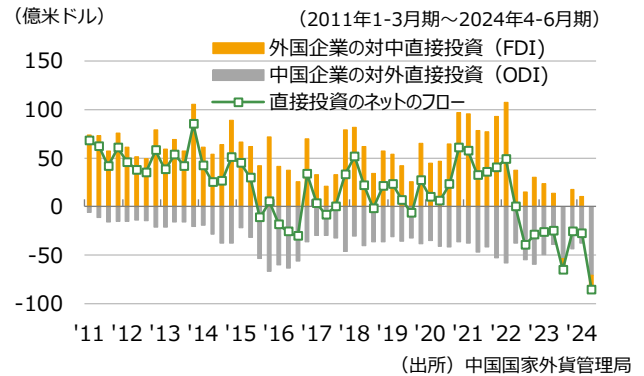
市場センチメントに改善の兆し

年初来、海外投資家がブラジル株式市場から資金を引き揚げる動きが続いていたが、最近は小幅な流入超過の傾向に転じており、ブラジル・レアルも対米ドルで下げ渋っている。また、これまでブラジル中銀に利下げを要求していたルラ大統領が、必要に応じて利上げを実施することを容認する旨の発言をした。ネット中銀総裁が今年末に任期を迎えることで、政府が緩和的な金融政策を志向する人物を中銀総裁に指名するとの懸念が強まっただけに、ルラ大統領の発言は為替市場に一定の安心感を与えよう。

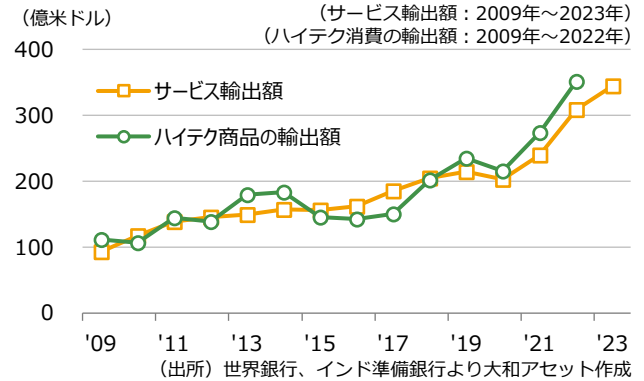
政治イベントの無難な通過に期待

今年10月に統一地方選挙、11月に米大統領選挙が予定されており、目先は神経質な展開が見込まれる。ただし、こうした政治イベントを通過すれば投資家のリスク許容度が高まり、実質金利の高いブラジル・レアルを選好する動きが強まると期待される。

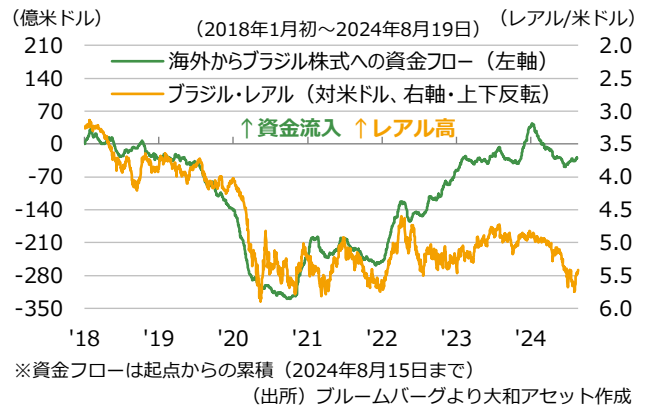
中国の対内・対外直接投資の推移



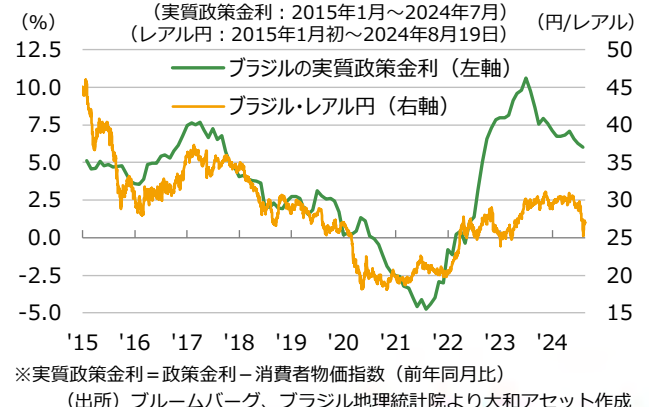
インド輸出の構造的な変化



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの実質政策金利とブラジル・レアル円





原油

世界需要の先行き不透明感が下押し

WTI原油先物価格は、7月初旬の83米ドルから8月初旬の72米ドル割れまで下落基調で推移した。その後は反転して80米ドルまで回復するが、ボラティリティが大きい。原油市況軟化の背景には、米国および中国の景気減速がある。EIAデータによれば、米国では夏季需要期を迎え石油在庫の減少が継続していたが、世界需要の先行きに対する不透明感などが価格の下押し材料となったとみる。

本格的な軍事衝突なら市況高騰へ

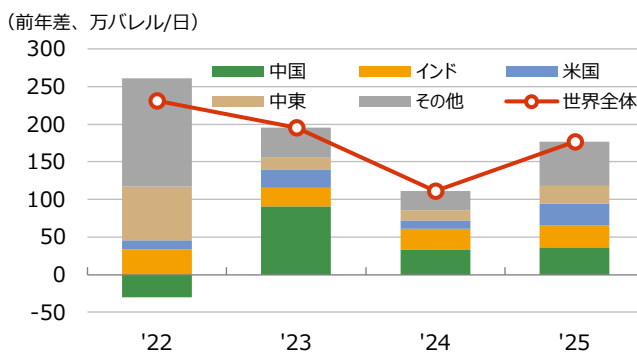
中国景気減速による需給緩和が市況軟化の材料として意識される一方で、原油価格の行方を占う上で市場の関心度が最も高いのは、イスラム組織ハマスの最高司令官殺害に端を発したイラン・イスラエル情勢の緊迫化である。現状では市場は同情勢を静観しているような価格水準だが、両国の軍事衝突が本格化すれば市況の高騰は避けられないであろう。

原油価格と原油在庫



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

原油消費量の変化



※2024年以降はEIAの予測

(出所) EIAより大和アセット作成

金

米利下げ期待の高まりで史上最高値更新

7月に入って米国の利下げ期待が急速に高まり、金価格は7月半ばにはほぼ2カ月ぶりに最高値を更新し、史上初の2,500米ドル台を記録した。その後は利益確定とみられる売りなどで一時2,400米ドルを割る局面もあった。8月は概ね2,450～2,550米ドルで推移している。イラン・イスラエル情勢の緊迫化や、繰り返す米利下げ期待の後押しなどで、後半には2,550米ドル超まで上昇した。

価格高騰で宝飾品需要の落ち込み大

2024年4-6月期の金総需要は前年同期比+4%だが、OTC（取引所外）取引を除くベースでは▲6%となった。価格高騰による消費量の抑制が響き、最大の需要先である宝飾品が▲19%と大きく落ち込んだためである。一方、産業用や中央銀行の需要は堅調だった。投資分野は微増で、地金・コインの減少をETFの資金流出縮小が相殺する形となった。

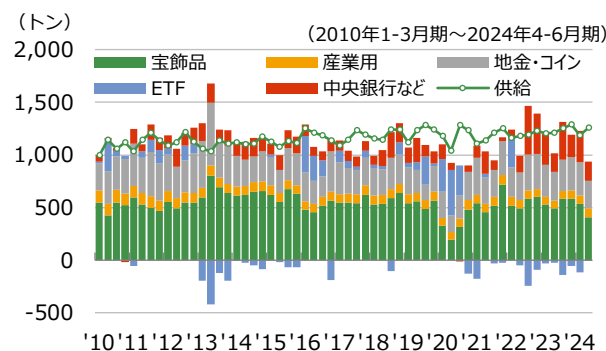
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※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

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
各国での政治的不安定化	大	中	中	各国の選挙で波乱が相次いでいる。これらの背景の1つには、長引くインフレに消費者が疲弊していることがあると考えられる。その結果、政策が自国第一主義へとシフトすることは外交・安全保障面で、大衆迎合主義へとシフトすることは財政面で、それぞれ懸念を高める。
中国景気の想定以上の低迷と様々な市場へのリスクオフの波及	中	大	大	中国景気の大幅な悪化は引き続きリスク要因である。需要不足が深刻化しており、政府当局は消費の刺激に力を入れる「方針」を示すものの、「具体策」がでてこないのが最近の特徴。同様に、不動産テコ入れ策でも実効性の高い具体策は示されず、不動産問題が改善に向かうと判断するのは時期尚早と言える。また、過剰生産問題もあり、これらは他国の経済・金融市場にも影響を与える。
米中間の対立激化	中	中	中	米国大統領選挙が近づくにつれ、米中対立激化懸念が再び強まっている。トランプ候補（共和党）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（民主党）政権も中国製EVへの制裁関税を現在の25%から100%に引き上げると発表、先端技術分野を中心に対中規制を強めている。
ウクライナや中東における地政学リスクの変化	中	中	中	ウクライナ情勢では、ウクライナがロシア領土内に侵攻するなど、新たな局面を迎えている。中東情勢では、イスラム組織ハマスの最高幹部が7月末に訪問先のイランで殺害されたことを受け、イランはイスラエルに報復することを公言。イランの参戦で地政学リスクが一段と高まる可能性がある。一方で、米国大統領選でトランプ候補勝利となった場合、欧米のウクライナ支援体制に変化が生じる可能性がある。また、イスラエルとハマスの停戦交渉も続いている。地政学リスクが、ポジティブ・ネガティブ両方向に変化する可能性が高まっている。
日銀の利上げに対するスタンスの変化	中	中	小	日銀の利上げには、賃金と物価の好循環実現による「良い利上げ」がある一方、円安対策（日米金利差縮小）のための「悪い利上げ」も考えられる。植田総裁は前者の理由から4月の金融政策決定会合で追加利上げに慎重姿勢を示し、その後の円安をもたらした。逆に7月は後者の理由から追加利上げに積極的で、その後の急激な円高をもたらした。日銀の政策運営スタンスの変化は、特に為替市場を通して、市場のボラティリティを高める。

※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）。

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2024年	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（19-20日） ●自民党総裁選挙（27日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●国連総会 ●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●東方経済フォーラム（3-6日） ●カナダ金融政策決定会合（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（18日） ●RBA理事会（24日） ●AIIB年次総会（25-26日）
	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（30-31日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） ●米財務省為替報告書（月内） ●EU首脳会議（17-18日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ新大統領就任（1日） ●ブラジル統一地方選挙（6-27日） ●カナダ金融政策決定会合（23日） ●IMF世界銀行年次総会（25-27日） ●BRICS首脳会議（月内）
	11月	<ul style="list-style-type: none"> ●東証が株式取引時間を延長（5日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領選挙（5日） ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（7日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（6日） ●COP29 （アゼルバイジャン、11-22日） ●APEC首脳会議（ペルー、月内） ●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）
	12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（30日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（12日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（19-20日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（10日） ●カナダ金融政策決定会合（11日） ●ブラジル金融政策決定会合（11日） ●OPECプラス閣僚級会合（上旬）
2025年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●大衆会（6日） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（23-24日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（30日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内） ●FOMC（28-29日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●中華圏春節（29日） ●カナダ金融政策決定会合（29日） ●ブラジル金融政策決定会合（29日）
	2月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会（6日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（18日） ●ラマダン開始（28日）
	3月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（18-19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（6日） ●BOE金融政策委員会（20日） ●FOMC（18-19日） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了（29日） ●中国全人代（月内） ●カナダ金融政策決定会合（12日） ●ブラジル金融政策決定会合（19日）
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（30-1日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（16日）
	5月		<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（8日） ●G7首脳会議（カナダ、月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（20日） ●ブラジル金融政策決定会合（7日） ●フィリピン議会選挙（月内）
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（16-17日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（5日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●FOMC（17-18日） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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）
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（30-31日） ●参議院議員任期満了（28日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（24日） ●FOMC（29-30日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（8日） ●カナダ金融政策決定会合（30日） ●ブラジル金融政策決定会合（30日）
	8月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会（7日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（12日）

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		期間別変化幅			
		直近値	期間別変化幅		
		8/19	1か月	1年	3年
政策金利		8/19	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.00	5.25
日本	無担保コール翌日物金利	0.25%	0.15	0.35	0.35
ユーロ圏	中銀預金金利	3.75%	0.00	0.00	4.25
カナダ	翌日物金利	4.50%	-0.25	-0.50	4.25
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.25	4.25
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50
ブラジル	セリック・レート	10.50%	0.00	-2.75	5.25
中国	1年物MLF金利	2.30%	-0.20	-0.20	-0.65
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		期間別変化率			
		直近値	期間別変化率		
		8/19	1か月	1年	3年
株価指数		8/19	1か月	1年	3年
米国	S&P500	5,608	1.9%	28.3%	27.3%
	NYダウ	40,897	1.5%	18.5%	17.2%
日本	TOPIX	2,641	-7.7%	18.1%	39.2%
	日経平均株価	37,389	-6.7%	18.9%	37.0%
ユーロ圏	STOXX 50	4,871	0.9%	15.6%	18.1%
インド	NIFTY50指数	24,573	0.2%	27.3%	48.3%
中国	MSCI中国	57.66	1.1%	-2.4%	-35.0%
ベトナム	VN指数	1,262	-0.2%	7.1%	-8.2%

		期間別変化率			
		直近値	期間別変化率		
		8/19	1か月	1年	3年
リート		8/19	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	24,890	3.4%	21.0%	5.8%
日本	東証REIT指数	1,744	0.6%	-5.9%	-18.1%

		期間別変化幅			
		直近値	期間別変化幅		
		8/19	1か月	1年	3年
10年国債利回り		8/19	1か月	1年	3年
米国		3.87%	-0.37	-0.38	2.63
日本		0.89%	-0.15	0.26	0.87
ドイツ		2.25%	-0.22	-0.38	2.74
カナダ		3.07%	-0.33	-0.65	1.94
豪州		3.92%	-0.37	-0.32	2.83
インド		6.87%	-0.10	-0.35	0.64
ブラジル		11.41%	-0.70	0.18	0.65
中国		2.18%	-0.08	-0.39	-0.66

		期間別変化率			
		直近値	期間別変化率		
		8/19	1か月	1年	3年
為替（対円）		8/19	1か月	1年	3年
米ドル		146.59	-6.9%	0.8%	33.6%
ユーロ		162.50	-5.2%	2.7%	26.8%
カナダ・ドル		107.52	-6.2%	0.2%	25.7%
豪ドル		98.69	-6.3%	6.0%	25.8%
インド・ルピー		1.75	-7.2%	-0.1%	18.1%
ブラジル・リアル		27.06	-4.0%	-7.5%	33.5%
人民元		20.54	-5.2%	3.0%	21.6%
ベトナム・ドン		0.59	-5.5%	-3.7%	22.1%

		期間別変化率			
		直近値	期間別変化率		
		8/19	1か月	1年	3年
商品		8/19	1か月	1年	3年
WTI原油先物価格		74.37	-7.2%	-8.5%	16.8%
COMEX金先物価格		2,541	3.9%	32.6%	42.5%

※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）

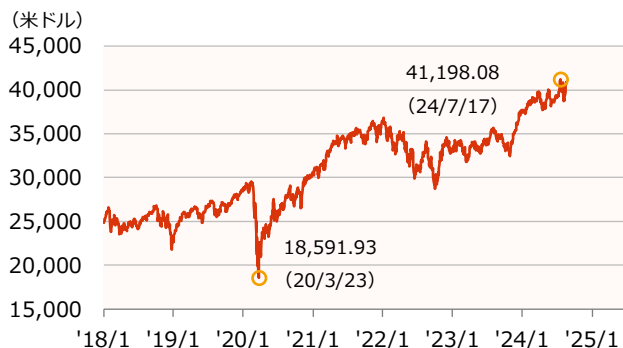
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※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

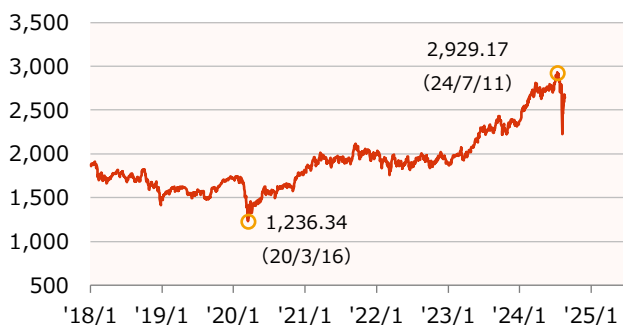
NYダウ



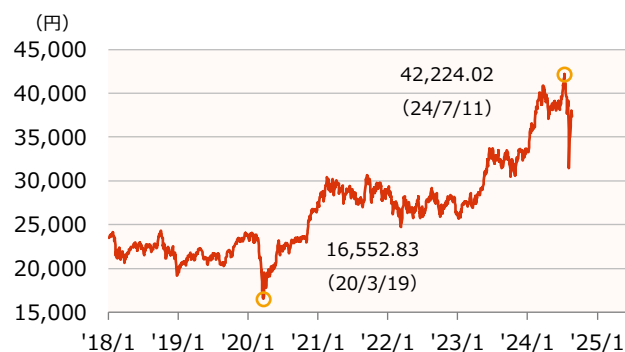
S&P500



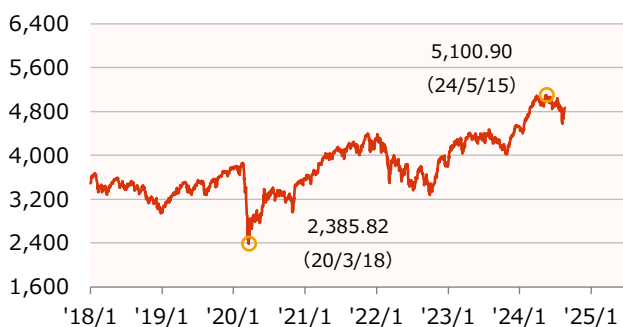
TOPIX



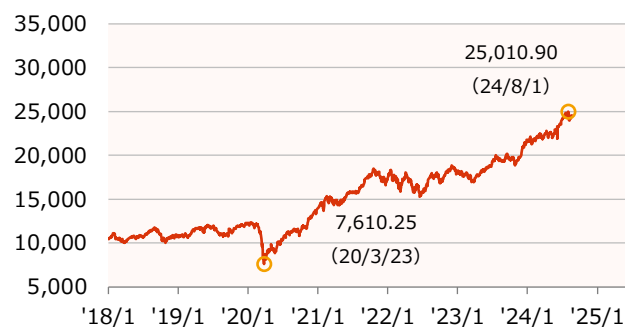
日経平均株価



STOXX50



インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの期間は2018年1月初～2024年8月19日

(出所) ブルームバーグ

長期金利

米国10年国債利回り



日本10年国債利回り



ドイツ10年国債利回り



カナダ10年国債利回り



豪州10年国債利回り



インド10年国債利回り



ブラジル10年国債利回り



中国10年国債利回り



※グラフの期間は2018年1月初～2024年8月19日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

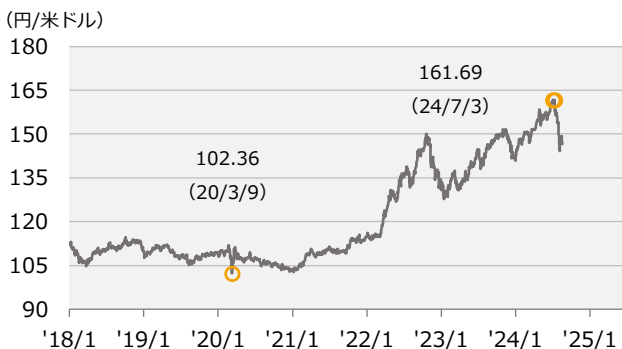
■ NAREIT指数（配当込み）



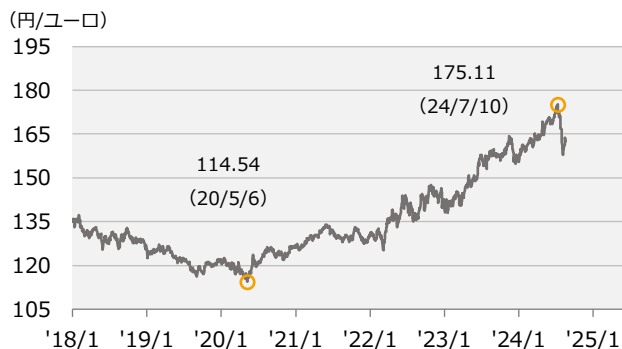
■ 東証REIT指数（配当なし）



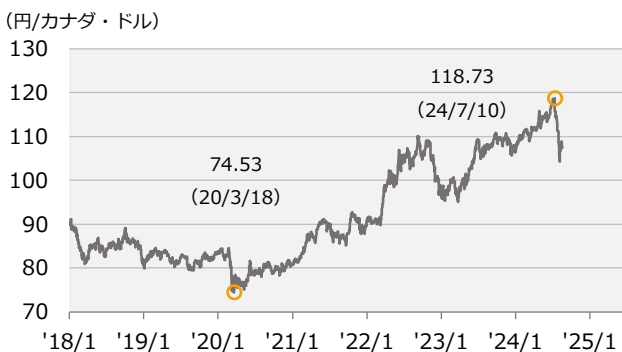
■ 米ドル円



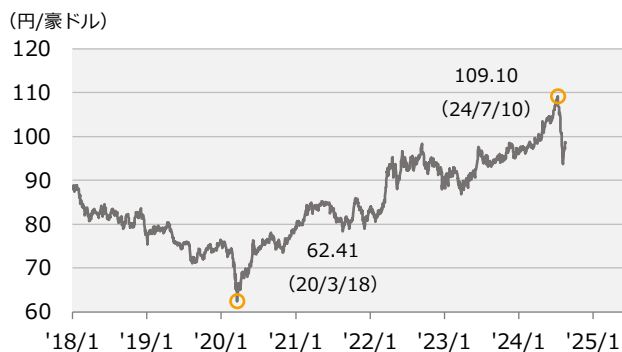
■ ユーロ円



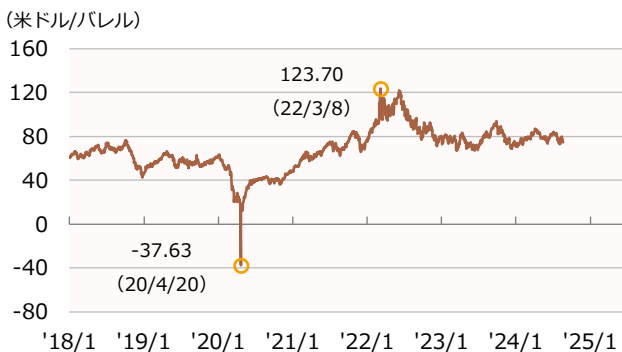
■ カナダ・ドル円



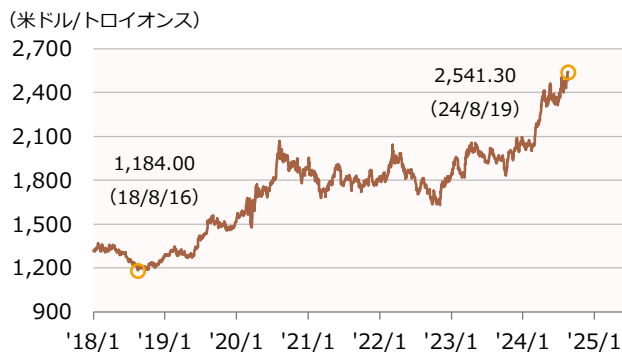
■ 豪ドル円



■ WTI原油先物価格



■ COMEX金先物価格



※グラフの期間は2018年1月初～2024年8月19日

(出所) ブルームバーグ

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8月19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8月23日)