

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 2024

今月のチャート

シナリオ次第で進む方向が変わる

景気と金融政策の関係による株式市場への影響（イメージ図）

		金融緩和	
		積極的	標準的
景気 見通し	堅調	◎	○
	悪化	△	×

（出所）大和アセット

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

一歩ずつ前に進む

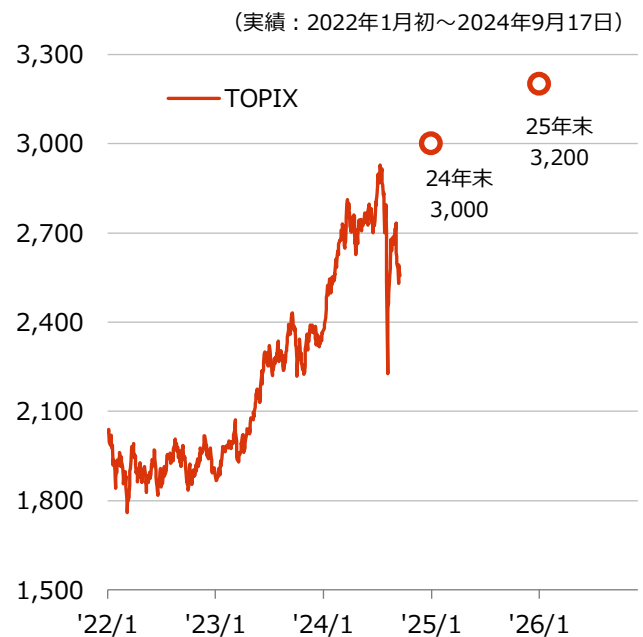
- Ⅰ 9月FOMCで米国が利下げを開始した。しかしながら市場での高揚感は少なくとも現時点ではあまりない。その理由は利下げ幅の予想が直前まで割れていたように、先行きの不確実性が高いからだろう。
- Ⅰ 8月に米国で景気後退懸念が高まったが、足元の状況は当時よりも深刻化した。しかし早期かつ大幅な利下げを簡単に決断できないのはインフレ再燃のリスクもあるからで、足元では景気の急激な悪化を示すデータは存在せず、むしろ堅調。景気後退懸念はあくまでも懸念でしかないが、合理性のある懸念でもある。FOMC参加者は2つの使命の間で揺れ動いている。
- Ⅰ この悩ましい状況は、市場参加者にとっても同様に悩ましい。先行きは景気と金融政策の関係で、どれが実現するかによって市場の進む方向は大きく変わり得る。一歩ずつ前に進みながら、それを確認していくことになる。

Ⅰ 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

Ⅰ 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

米国が利下げを開始したものの視界不良

9月FOMCで米国が利下げを開始した。しかしながら市場での高揚感は少なくとも現時点ではあまりない。その理由を端的に示すのが、利下げ幅の予想が直前まで0.25%ptか0.5%ptかで割れていたことだろう。FOMC直前まで利下げ（利上げ）幅が明確でないのはなかなかない。見方が割れるのは、景気後退懸念に対して「予防的に行動するか否か」の問題だから。現時点ではあくまでも懸念でしかない。しかし合理性のある懸念でもある。つまり視界不良。

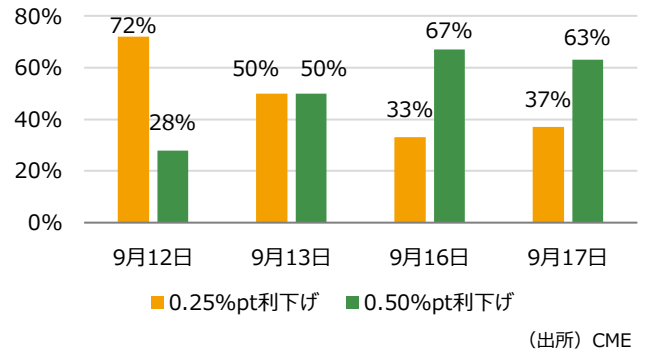
2つの使命の間で揺れ動く

8月に米国で景気後退懸念が高まったが、足元の状況は当時よりも深刻化した。8月は「サム・ルール」が景気後退のトリガーに抵触しただけだった。それに加えて足元では「ベバレッジ曲線」が失業率の急激な上昇を伴う変曲点に限りなく近づいている。更には市場が織り込む利下げの最終地点が中立金利水準（2.75%）をわずかとはいえ下回り始めた。つまり景気後退の可能性を一部ながらも織り込み始めたことを示す。しかし早期かつ大幅な利下げを簡単に決断できないのはインフレ再燃のリスクもあるからで、8月CPIではサービスインフレで粘着性が見られた。過去1年ほどFRBが言い続けてきたことは、早期の利下げ開始にはインフレ再燃のリスクがあることで、もしそうなってしまった場合にはインフレ退治のために大幅な景気悪化が必要になるなど、状況をより悪化させてしまうこと。そして足元では景気の急激な悪化を示すデータは存在せず、むしろ堅調。そのため、FOMC参加者は2つの使命（最大雇用と物価の安定）の間で揺れ動いている。

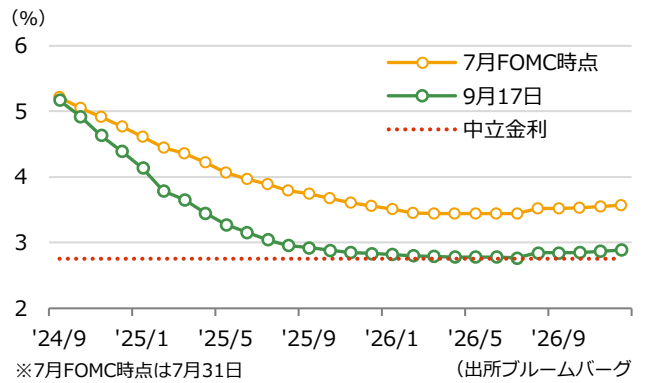
一歩ずつ前に進む

この悩ましい状況は、市場参加者にとっても同様に悩ましい。9月FOMCではソフトランディングを前提に、2026年末までに計2.5%ptの利下げ見通しが示された。しかしそれはあくまでも見通しで、実現するとは限らない。単純化すると景気と金融政策の関係は右図の通りで、そのどれが実現するかによって市場の進む方向は大きく変わり得る。一歩ずつ前に進みながら、それを確認していくことになる。

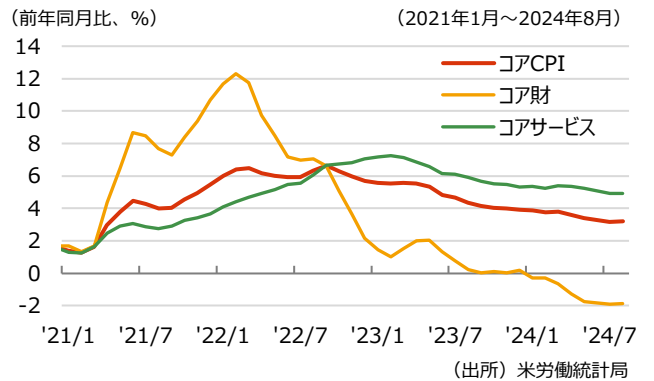
市場が予想する9月FOMCでの利下げ幅の変化



FF金利先物が織り込むFRBの利下げのパス



米国の消費者物価指数



景気と金融政策の関係による株式市場への影響

		金融緩和	
		積極的	標準的
景気見通し	堅調	◎	○
	悪化	△	×

※イメージ図

(出所) 大和アセット

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	労働市場が気掛かりも、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	年内の利下げ開始が見込まれる中、「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	中立	
	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	利下げ局面入りと半導体・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。 株価にやや割安感あり。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、レンジ推移継続を予想。 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	中立	
	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	中立	景気後退・金融緩和を本格的に織り込むかが長期金利の低下度合いを左右。 次回利上げは24年12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年半ぶりの下限を探る展開。 当面の利上げは市場の織り込みより小幅にとどまり、来年半ばには再び利下げ転換が視野に。 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	中立	
	カナダ	中立	
	豪州	中立	
債券	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	実質金利低下と見直し買い気運、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

為替	通貨	見通し	一言コメント
為替	米ドル	中立	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、対米ドル・対円での底堅い推移を予想。 主要国に逆行する利上げによって実質金利が高まり、通貨の下支え要因に。 景気低迷の長期化等が重しで、米ドル高局面でも上値が重い展開を見込む。 米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米ドル高の一服を受け、増価する余地がある。
	日本円	強気	
	ユーロ	弱気	
	カナダ・ドル	中立	
	豪ドル	強気	
為替	インド・ルピー	強気	
	ブラジル・リアル	中立	
	中国人民幣	弱気	
	ベトナム・ドン	中立	

※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	3.3	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	2.8	2.0
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

- 年内は2回、2025年は4回、各0.25%ptの追加利下げを予想。
- 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

- 2024年12月、2025年4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の利下げを予想。米国で急速に利下げが進む場合は利下げペースが速くなるリスクも。
- 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	9月17日	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	9月17日	2024年末	2025年末
米国	4.25	5.25	5.25	4.25	3.25	3.9	3.9	3.6	3.5	3.3
	~4.50	~5.50	~ 5.50	~4.50	~3.50					
日本	-0.10	-0.10	0.25	0.50	0.75	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1
ユーロ圏*2	2.50	4.50	3.65	3.40	2.40	2.6	2.0	2.1	2.0	1.8
	2.00	4.00	3.50	3.25	2.25					
カナダ	4.25	5.00	4.25	3.75	3.50	3.3	3.1	2.9	3.1	3.2
豪州	3.10	4.35	4.35	4.35	3.85	4.1	4.0	3.8	4.0	4.0
インド	6.25	6.50	6.50	6.00	5.50	7.3	7.2	6.8	6.5	6.2
ブラジル	13.75	11.75	10.50	11.25	10.50	12.7	10.4	12.1	11.5	11.0
中国	2.75	2.50	2.30	2.10	1.90	2.8	2.6	2.1	2.0	1.8
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	9月17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%	5,635	+18%	5,600	+17%	6,000	+7%
	NYダウ	33,147	-9%	37,690	+14%	41,606	+10%	40,500	+7%	43,200	+7%
日本	TOPIX	1,892	-5%	2,366	+25%	2,556	+8%	3,000	+27%	3,200	+7%
	日経平均株価	26,095	-9%	33,464	+28%	36,203	+8%	41,000	+23%	43,000	+5%
欧州	STOXX600	425	-13%	479	+13%	517	+8%	530	+11%	570	+8%
インド	NIFTY50	18,105	+4%	21,731	+20%	25,419	+17%	26,500	+22%	30,000	+13%
中国	MSCI中国	64.47	-24%	55.95	-13%	56.01	+0%	55.00	-2%	55.00	+0%
ベトナム	VN指数	1,007	-33%	1,130	+12%	1,259	+11%	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	9月17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%	26,460	+16%	27,300	+19%	30,400	+11%
日本	東証REIT指数	1,894	-8%	1,807	-5%	1,758	-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	9月17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%	142	+1%	140	-1%	133	-5%
ユーロ		140	+7%	156	+11%	158	+2%	152	-2%	142	-7%
カナダ・ドル		97	+6%	106	+10%	105	-1%	105	-1%	106	+1%
豪ドル		89	+7%	96	+7%	96	+0%	97	+1%	96	-1%
インド・ルピー		1.59	+3%	1.70	+7%	1.70	-0%	1.68	-1%	1.68	+0%
ブラジル・リアル		24.8	+20%	29.1	+17%	26.0	-11%	26.9	-7%	27.1	+1%
中国人民元		19.2	+6%	19.9	+4%	20.0	+1%	19.3	-3%	18.2	-6%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.56	+11%	0.58	+5%	0.58	-1%	0.58	-1%	0.53	-9%

*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

後退懸念に苛まれる景気動向

8月初に一時高まった景気後退懸念が、8月ISM製造業景況感指数が47.2と下振れたことで再燃した。とりわけ、新規受注指数の弱さが嫌気された。他方、景気全体を考える上でより重要な同非製造業指数や8月小売売上高は市場予想並みの底堅い結果だった。アトランタ連銀算出の7-9月期実質GDPは直近で前期比年率+3.0%と、市場参加者の景気後退懸念などどこ吹く風といった強い伸びを示唆している。

労働需要の急速な鈍化

雇用関連統計の弱さも景気懸念の一因だ。7月JOLTS求人件数は下振れ、求人率は4.6%へ低下。失業率の上昇を促す目安としてFRBが注目する4.5%に接近した。また、悪天候要因の剥落に伴う反発期待があった中、8月の非農業部門雇用者数も前月差+14.2万人と下振れたほか、過去分が大幅に下方修正された。失業率上昇は人口増など供給要因とされてきたが、今後は労働需要の強弱にも要注意。

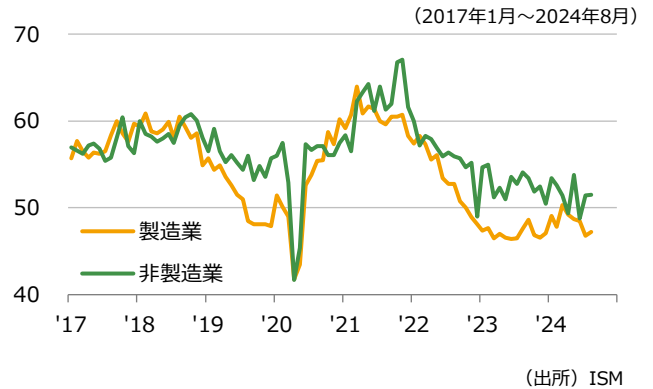
レイオフは依然抑制されているが

新規失業保険申請件数は23万件台と2016~19年平均に留まるなど、景気後退局面に付き物であるレイオフは依然抑制されている。マクロで見た企業の利益率は相応の高さを維持しており、景気不安下でも先手を打つ形でのコストカットが必須ではないようだ。もっとも、求人率が大きく低下するなど採用抑制に限界も見られる。景気悪化が一段と現実味を帯びた際のレイオフの増加リスクに注意したい。

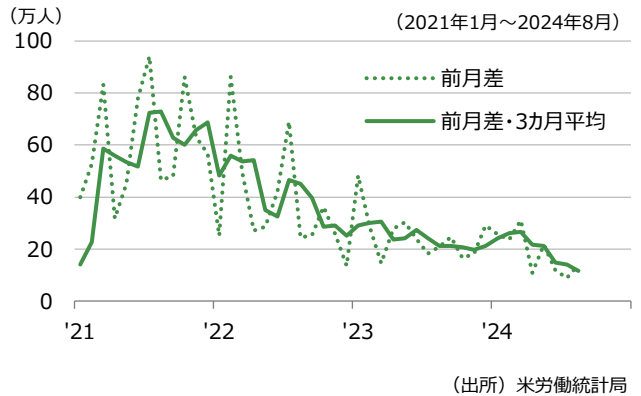
インフレは反発も利下げの障害に非ず

8月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%と市場予想の同+0.2%を上回った。サービス価格の反発もあり、インフレ目標相当の低い伸びは3カ月分に留まる。「3~5カ月分」の低い伸びを確認したいとしてきたFRB高官にはインフレ抑制の進捗度に物足りなさが残る。実際、0.50%pt幅で利下げを開始したにも拘らず、FRBが金融政策の正常化を必ずしも急がない背景には、必要以上の利下げがインフレ再燃に繋がるリスクへの懸念もあろう。

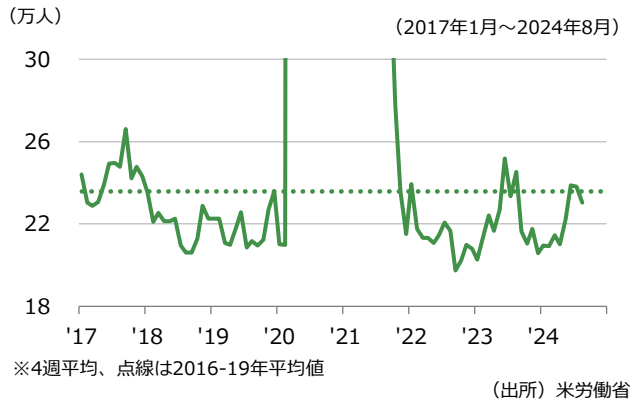
ISM景況感指数



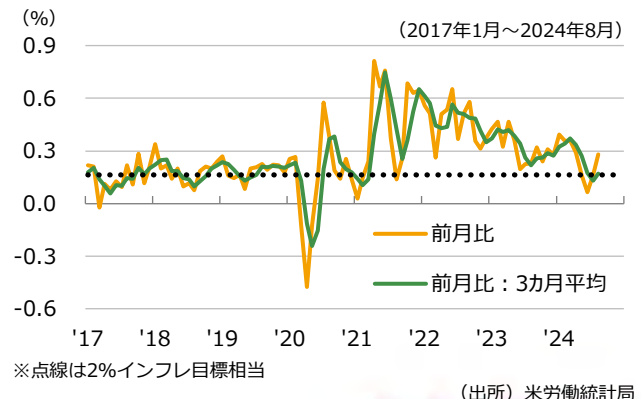
非農業部門雇用者数



新規失業保険申請件数



食品・エネルギーを除くコアCPI





株式

S&P500は最高値圏に再接近

7月16日の史上最高値から8月5日まで大幅調整したS&P500だが、その後は良好な経済指標が相次いだことによる景気後退懸念の低下と、（9月FOMCでの利下げ開始の事実上の予告となった）パウエルFRB議長講演（8月23日）を前にした利下げ期待の高まりにより、市場心理が好転。8月30日には最高値からの下落分をほぼ回復した。9月に入ると8月ISM製造業景況感指数の不振を機に再び急落する場面もあった。しかし利下げ期待や、エヌビディアCEOによる次世代AI半導体需要に対する強気見通し等を材料に、1カ月前と比べて短期間で調整を終え、S&P500は切り返した。

予防的な利下げの下で株高基調へ

利下げの開始は一般的に、その利下げが急速な景気悪化の後追いでなければ、株式市場にとってプラスに働く。今回は、一部の経済指標から景気「減速」を感じつつも、景気「後退」の明確な兆しは見えない中で、FRBは景気後退に対する予防的な利下げを進めていくと想定される。比較的堅調な景気と金融緩和が併存する適温相場の中、中期的に米国株は上昇基調を維持すると考えられる。

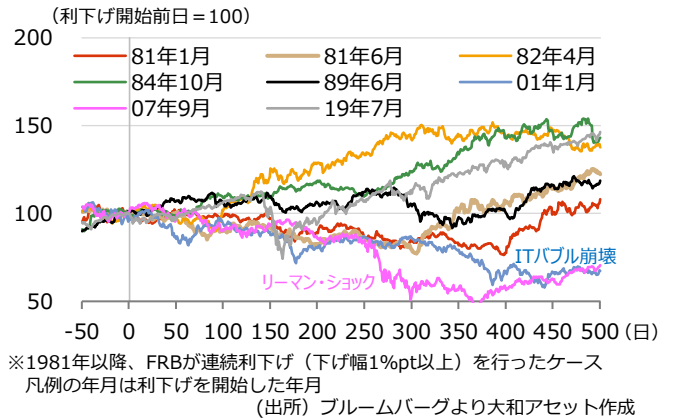
Q3決算と大統領選の無難な通過を期待

もっとも米国株が短期的に一段高となるには2つのイベントを無難に通過する必要がある。1つが10月下旬から発表が本格化する、半導体関連株やマグニフィセント7等の大型ハイテク株の24年Q3（7-9月期）決算である。先のQ2決算では、大型ハイテク株の一角の業績見通しが、市場の期待を越えることが出来なかったことで株価が急落し、相場の重石となった。その後、大型ハイテク株の予想PERは一定の調整が進んだが、今Q3決算で市場の期待に沿った業績見通しを発表することで、相場上昇を後押しするのか注目される。もう1つのイベントは11月5日投開票の大統領選である。大統領選の年のS&P500は10月の上値が重い一方、年末年始は株高となる傾向がある。今回、新大統領が波乱なく決まり、その後の株高を享受出来ることを期待したい。

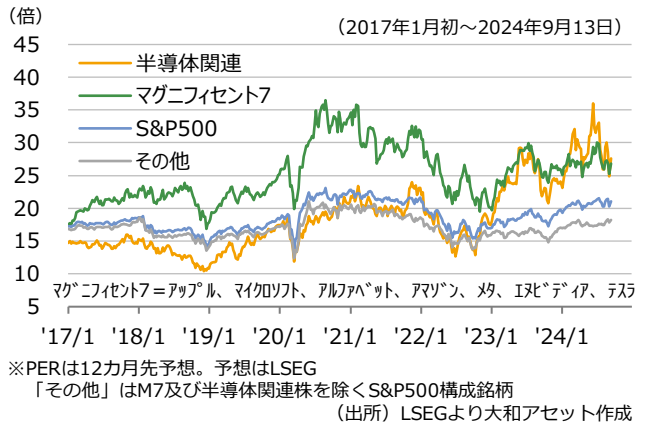
S&P500の推移



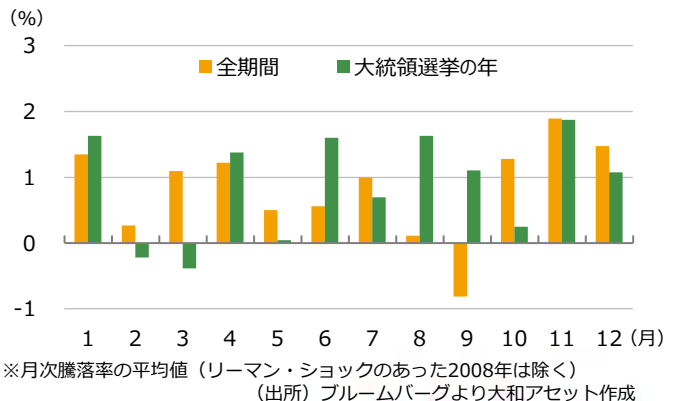
連続利下げ開始前後のS&P500の推移



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の月別騰落率（1970年1月～2024年8月）





金利

FRBは利下げを開始

利下げ幅を巡る見方が揺れ動き続けた中、FRBは9月FOMCで0.50%ptの利下げを決定し、FF金利を4.75～5.00%に引き下げた。注目されたFOMC参加者のFF金利見通しは中央値で2024年末が4.375%（前回5.125%）、2025年末が3.375%（同4.125%）とそれぞれ下方修正された。追加利下げの可能性を示唆した一方、パウエルFRB議長は「0.50%ptが新たな新たな利下げペースと見做すべきではない」とも指摘。経済情勢次第ではあるものの、目先の利下げペースは緩やかになる可能性が高い。当社は年内2回、来年4回の計6回、各0.25%pt、計1.50%ptの追加利下げを予想する。

長期金利見通しは上述の当社見通しに加え、リスクシナリオとして急速かつ大幅な利下げ見通しを加味する形で下方修正した。金融政策の中立化を織り込んできた金利市場が金融緩和を本格的に織り込み始めるかが、長期金利の低下度合いを左右しよう。

リート

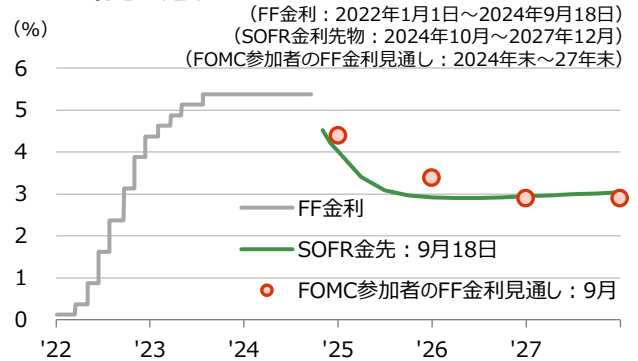
相場上昇の継続を想定する

7月以降9月半ばにかけては、実質金利の低下に連れてリートが株式を大きく上回るパフォーマンスを上げてきた。未だ投資家のリーートの持ち高は過去平均水準と比べて低い状態にあり、先行き見直し買いの継続が期待される。実際、金利低下は利払い負担の低下や不動産評価額の上昇のほかにも、景気回復を通じて間接的に物件需要の拡大に寄与するなどREITに多くの恩恵をもたらす。

不動産のファンダメンタルズは良好

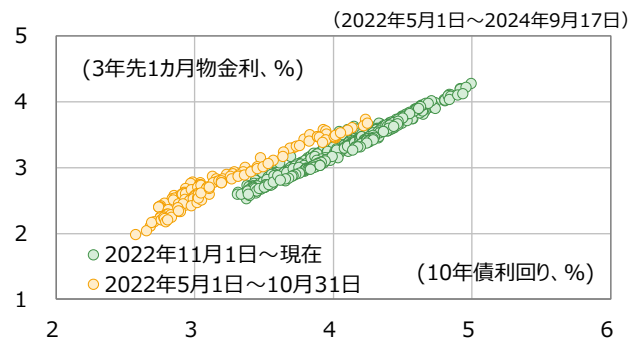
10月半ばから7-9月期の決算発表が始まる。物件需要面では景気減速の影響が表れているが、高金利環境下で物件供給が抑制されてきたことから、不動産市場の需給は総じて良好な状態にある。加えて、上場リーートのバランスシートは総じて健全な状態で、金利低下とともに不動産売買が活発化してくれば、外部成長の加速が期待できる。

FF金利と見通し



※ FF金利は決定日ベース、SOFRは担保付翌日物調達金利の略、SOFR金利先以外は誘導目標レンジの中心値 (出所) FRB、ブルームバーグ

3年先1カ月物金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



経済

賃上げ効果もあり景況感に改善の兆し

8月の景気ウォッチャー調査は現況判断DIが49（7月47.5）、先行き判断DIが50.3（7月48.3）と3カ月連続で上昇し、先行き判断DIは節目の50を上回った。夏季休暇や南海トラフ地震の臨時情報に伴う駆け込み需要の影響もあるようだが、賃上げ効果による個人消費の回復を期待する声も散見された。

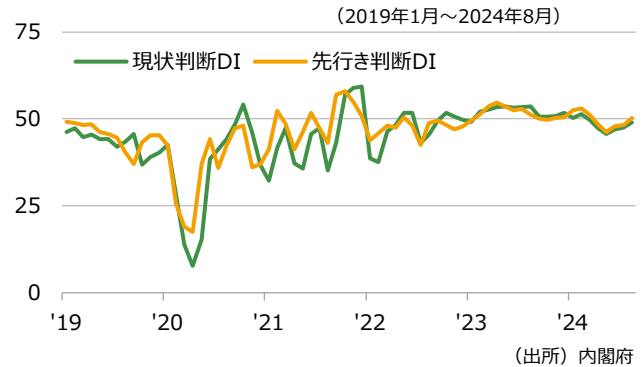
実質賃金が2カ月連続で増加

7月の現金給与総額は前年同月比+3.6%（6月+4.5%）、賃金の基調を表す共通事業所ベースでも同+4.8%（6月+5.1%）と高水準の伸びを記録。さらには実質賃金が同+0.4%（6月+1.1%）と前月に続き増加した。事前予想では再度マイナスに転じるとの見方が多かったため、ポジティブ・サプライズとなった。今年の春闘での大幅な賃上げの結果が順調に顕在化している。ただし、6、7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、そうした一時的な増加要因が剥落すれば賃金上昇ペースが鈍化することには留意したい。先行きについては、プラスの実質賃金の持続性が注目されるが、円高や電気・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。

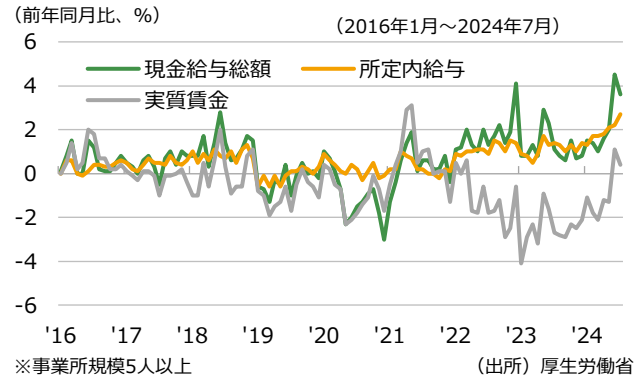
足元の円高が物価に与える影響に注目

8月全国CPIは、総合で前年同月比+3.0%（7月+2.8%）と伸びが加速。過去の円安による輸入物価上昇の影響で財価格が指数の押し上げに寄与した。一方で、サービス価格の伸びは、同+1.4%（7月+1.4%）と低位での推移が続いており、賃金と物価の相互連関という観点では減速感が窺える。また、8月輸入物価指数（円ベース）は足元の急激な円高の進行や原油などの商品価格の下落による影響を多分に受け、前月比で大幅に低下した。先行きについて、こうした輸入物価下落の影響がラグを伴って消費者物価に波及することに加え、政府による電気・ガス代の補助金再開もあり、物価の押し上げ圧力は徐々に弱まっていくと考えられる。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。

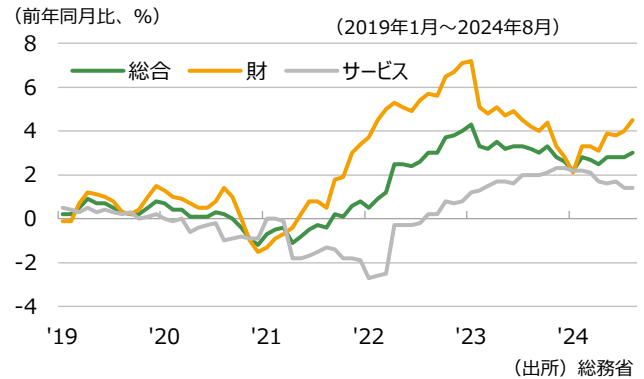
景気ウォッチャー調査



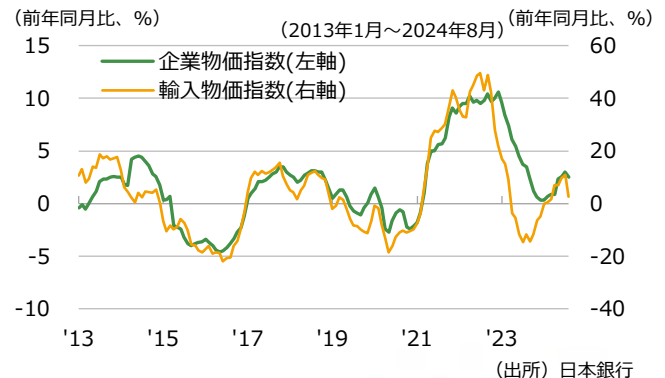
毎月勤労統計



消費者物価指数



企業物価指数





株式

円高を嫌気。米大統領選挙まで様子見か

8月初旬の歴史的な急落以降、神経質な相場展開が続いている。とりわけ米国の弱い経済統計が過度に悲観視され円高傾向が継続し、株価は上値が重い展開となっている。米国経済は成長鈍化の傾向だが、資源価格の下落や金利低下による景気下支え効果もあり、市場の見方は悲観に傾きすぎか。とはいえ11月5日の米国大統領選挙までは不透明感が払拭されず、方向感のない展開が続くと想定する。

過度な円安進行一服で内需が改善

過度な円安進行が一服し内需に回復感が出てきた。賃上げの進展で実質賃金の前年同月比が2カ月連続でプラスとなったほか、猛暑効果などもあり消費に回復傾向が見られる。また、2024年問題の影響が懸念された建設・運輸などの業種は価格転嫁の進展が顕著となっている。今後輸入物価の上昇一服がタイムラグを伴ってコストプッシュインフレを沈静化させ、内需をさらに押し上げると想定する。

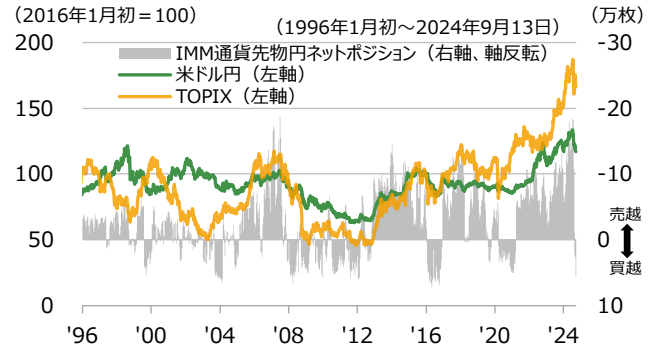
解散総選挙があればポジティブ

9月27日に自民党総裁選挙が実施される。金融所得課税の強化や金融正常化を主張する候補が優位となればネガティブ視される可能性もあるが、刷新感のある新総裁が誕生し早期の解散総選挙観測が高まれば市場は好感するであろう。過去の解散総選挙前後では期待感から株価が上昇する傾向が顕著である。内閣支持率も発射台が低いいため大幅な上昇が見込まれ、海外投資家にも好感される可能性が高い。

良好な需給環境は継続

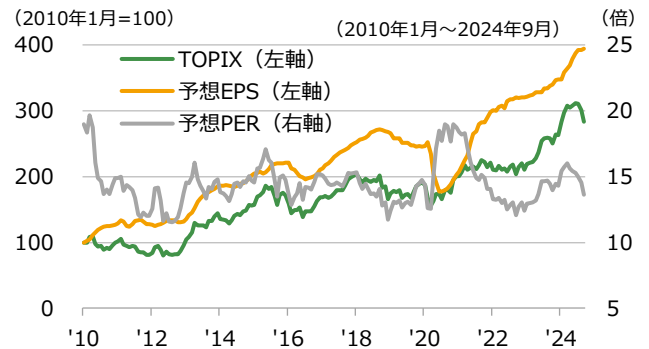
引き続き良好な需給環境に変化はない。過去を大幅に上回るペースの自社株買いが発表されているが、実際の買付は中間決算発表後に増加する傾向があり、年末にかけて需給の改善が期待される。円高進行は短期の海外投資家の売りを誘発したが、為替ヘッジをしない中長期の投資家の購入意欲は逆に高まった。買収提案の増加など、行き過ぎた円安の進行で過度に割安となった円資産への注目が高まっている。

IMM通貨先物円ネットポジションと為替・株価



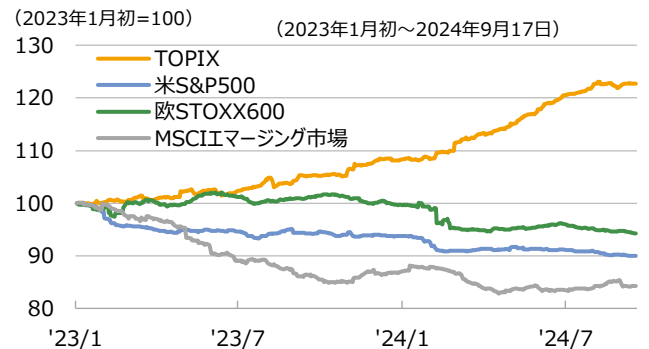
※週足。通貨先物は非商業部門の2024年9月10日まで、マイナスは売越 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

TOPIXの予想EPS・PER



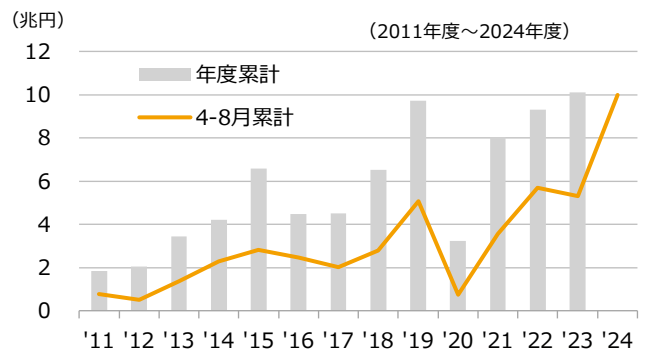
※月末値、2024年9月は17日の値。予想PERは12カ月先予想 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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

(出所) 大和証券より大和アセット作成



金利

9月会合で日銀は政策金利を据え置き

9月金融政策決定会合で日銀は事前予想通り政策金利を据え置いた。声明文では、個人消費の判断を上方修正しており、早期の追加利上げを意識させる。一方で、植田総裁の記者会見では、従来通り、経済・物価情勢が見通しに沿って推移すれば金融緩和度を調整するとしつつも、追加利上げ判断に「時間的な余裕はある」とするなどハト派的な印象。

次回利上げ予想を24年12月に前倒し

日銀は賃金の上昇を起点とする賃金・物価の好循環を想定しており、実質賃金が2カ月連続で増加したことは日銀の想定に沿った内容での推移と言える。実質賃金のプラス転換に伴う個人消費の動向を確認する必要はあるが、当面は実質金利水準の低さを理由に追加利上げを進めるとみる。24年12月、25年4月に各0.25%ptの利上げを想定。リスクは海外経済の下振れ。長期金利の見通しは変更なし。

リート

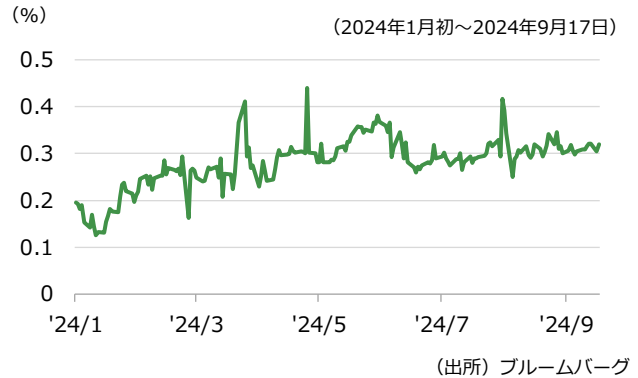
J-REIT市場は横ばい圏の推移

8月後半以降のJ-REIT市場は、東証REIT指数で1,750付近での横ばい圏の推移。米国での景気後退懸念が根強く、市場は9月のFOMCの利下げ幅が0.25%ptにとどまるのか、0.50%ptとなるのかに注目しており、J-REIT市場も様子見ムードの中、横ばい圏での推移となった。

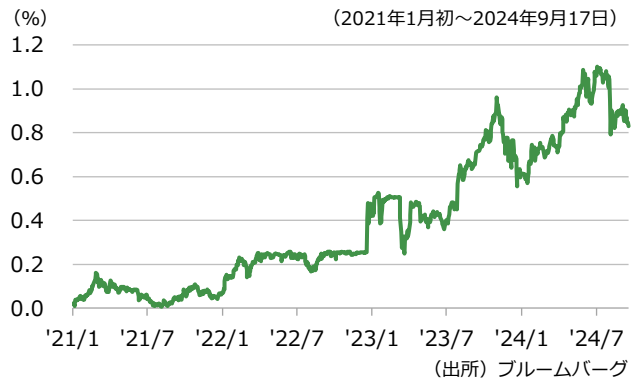
中期的には緩やかな上昇を想定

足元でオフィス市況の改善が顕著に進み、ホテルや賃貸住宅なども好調。REITの賃貸事業利益は改善継続が期待される。短期的には、日米金融政策の動向の影響を受け、値動きの荒い推移となる可能性がある。一方で、賃貸市況の改善に加え、積極的な売却益計上による増配、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。

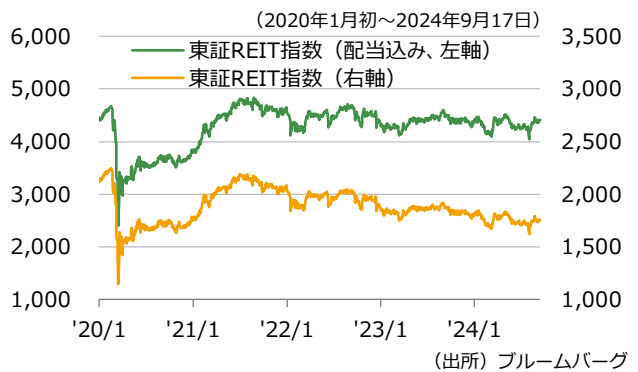
市場が織り込む政策金利の水準 (2024年末)



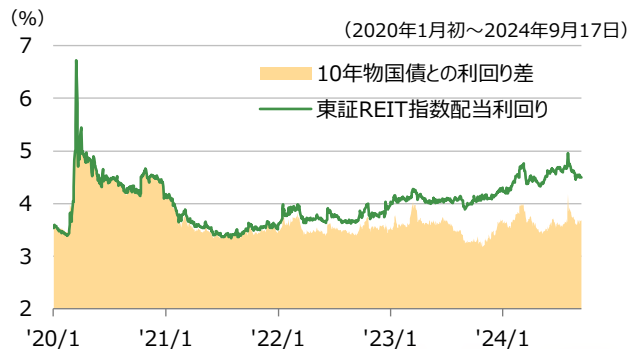
10年国債利回り



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

ユーロ圏の実質GDPは2022年10-12月期以降5四半期続けてほぼゼロ成長であった。2024年入り後も成長の勢いに欠ける。ユーロ圏より2四半期早く景気停滞が始まった英国は2024年入り後に復調している。ユーロ圏、英国とも、中銀の利下げ、インフレの低下による実質購買力の増大、供給制約の緩和等を要因に、緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。ただし、ユーロ圏は下振れリスクが大きい。

独仏主因でユーロ圏の景況感は弱含み

PMIは総合でユーロ圏が6カ月、英国が10カ月連続で50を上回っているが、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、総合でもドイツは2カ月連続の50割れで、フランスは特殊要因を除けば50割れが常態化している。英国は製造業も堅調に推移しており、EU離脱の悪影響が一巡しつつある。しかし、財政政策の制約から、英国でも高成長は期待し難い。

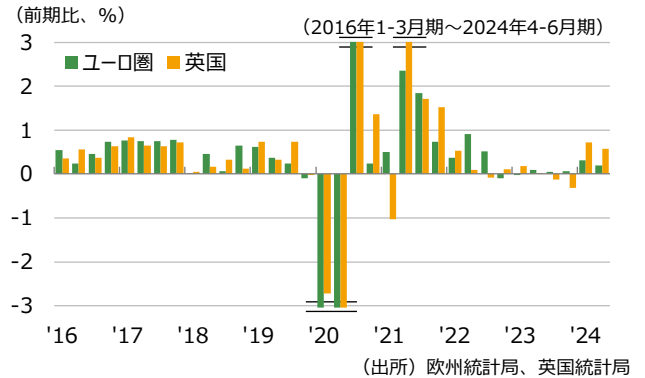
インフレ率は早晩2%へ収れんと想定

消費者物価指数は総合ではユーロ圏で前年同月比（以下同じ）+2.2%、英国で+2.0%へ一旦達したが、エネルギー価格の影響が大きい。コアはユーロ圏で+3%弱の推移が6カ月続いており、インフレ目標の2%を前に足踏み中。英国のコアは鈍化傾向にあるが、+3.6%と依然高い。しかし、長期の期待インフレ率の低下や賃金の伸びの鈍化に鑑みれば、インフレ率は早晩2%へ収れんしよう。

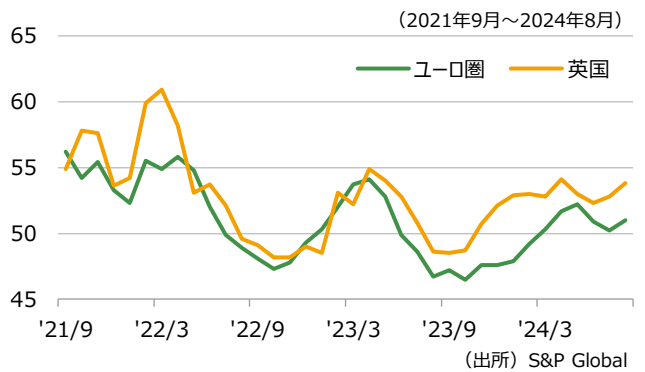
ユーロ圏の妥結賃金の伸びが鈍化

消費者物価指数のうち財価格の伸びはユーロ圏、英国ともコロナ前と同程度かそれ以下に落ち着いているが、サービス価格の伸びは依然高く、ユーロ圏では前年同月比+4%近傍での推移が10カ月も続いている。しかし、ユーロ圏の妥結賃金が鈍化に転じたことは特筆すべきで、やがてサービス価格の伸びを抑制しよう。ユーロ圏発足来最低の6.4%の失業率が示すほど労働需給がひっ迫しているわけではない。

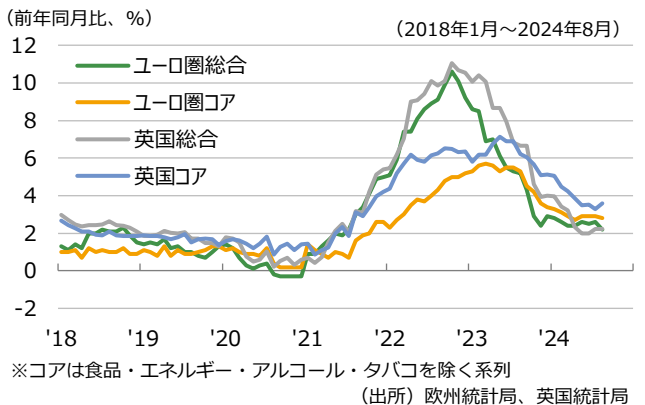
実質GDP



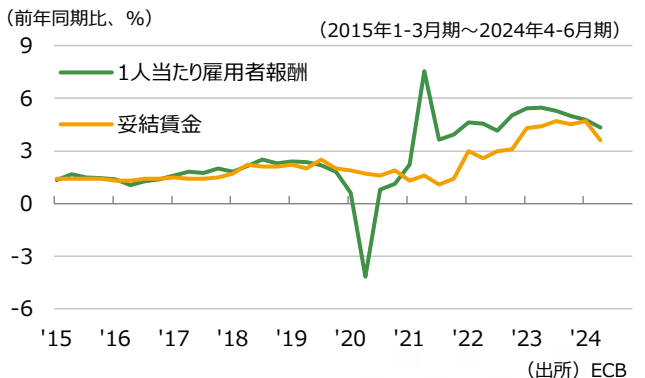
PMI (総合)



消費者物価指数



ユーロ圏の雇用者報酬と妥結賃金





株式

欧州株は引き続き米国株に連動

8月5日を底に大幅調整したSTOXX欧州600は、その後、米国における利下げ期待の拡大と景気後退懸念の低下を好感して上昇。8月30日には3カ月半ぶりに史上最高値を更新した。9月に入ると米中経済への懸念から再び調整する場面もあったが、9月12日のECBの追加利下げ決定や米利下げ期待に支えられ、9月中旬には調整分の6割弱を回復した。

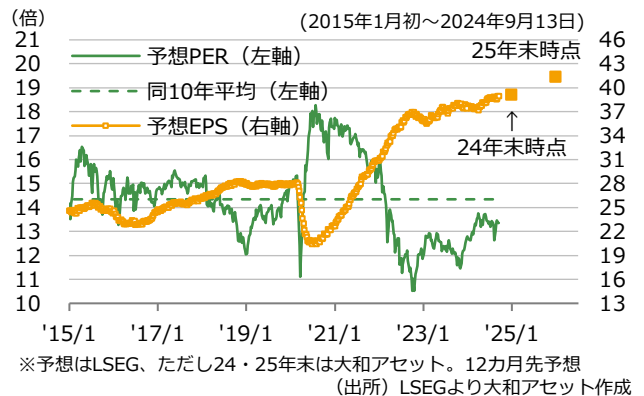
欧州株の投資判断は中立

今月より欧州株の参照指数を、従来のEURO STOXX 50から、英国株も含む指数であるSTOXX 欧州600に変更する。予想値は24年末が530、25年末が570。投資判断は中立。24～26年にかけて（ハイテク株をけん引役に2桁成長を想定する米国株より緩やかな）1桁台前半～半ばの増益率を予想。緩やかな増益率を鑑み、予想PERはヒストリカルな水準よりやや低い14倍弱を想定する。

STOXX欧州600の推移



STOXX欧州600の予想EPSと同PER



金利

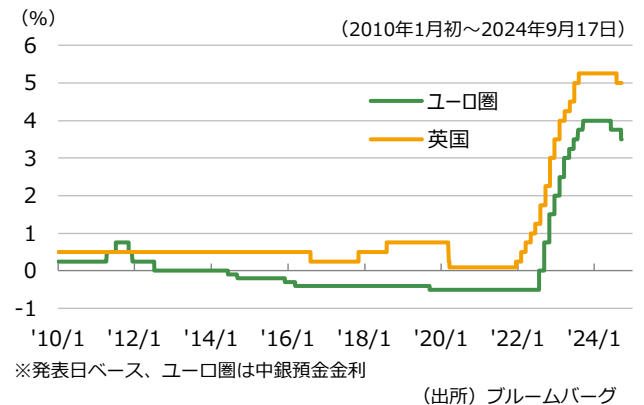
ECB、BOEとも四半期毎の利下げが基本

ECBは6月、BOEは8月に利下げを開始し、ECBは9月に2度目の利下げを実施した。インフレ率が中期的に2%に収れんするとの見通しは両中銀とも堅固。会合毎に決定を行う方針は不変ながら、いわゆる中立金利までの利下げは淡々と実施しよう。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。FEDの利下げが急速に進む場合は、利下げペースが速くなるリスクも。

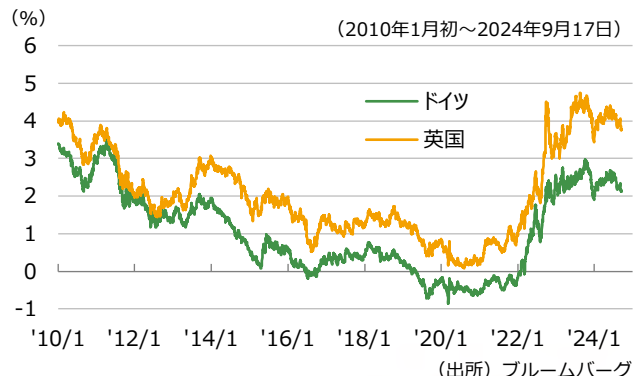
長期金利は低下基調が継続

ECB、BOEのいずれに関しても、市場は「四半期毎に0.25%pt」を上回る幅の利下げを織り込んでいる。市場の織り込みは早晚修正されると見込むが、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。英国の長期金利はコアのインフレ率の低下余地の大きさから、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

来年にかけての成長加速を見込む

4-6月期実質GDPは前期比+0.5%と、1-3月期の同+0.4%に続いて明確なプラス成長を記録。ただし、成長をけん引したのは政府支出であるほか、カナダ銀行が今年の潜在成長率と推計している2%台半ばを下回る成長速度にとどまっている。同行は6月から利下げを開始したが、依然としてハードデータにはその効果が見られず、目先は遅行指標である労働市場の軟化（失業率の緩やかな上昇）が続きやすいだろう。今年の成長率は+1.0%にとどまり、利下げの効果で来年は+2.2%へ加速すると予想。

利下げの効果が住宅市場に表れるか注目

利下げの効果が真っ先に表れるハードデータは、金利に敏感な住宅市場とみられる。住宅販売件数や住宅価格指数は依然として低迷しているが、これらの指標が改善傾向を示せば、本格的な景気回復に向けた確度が高まるだろう。利下げ効果の発現に注目。

金利

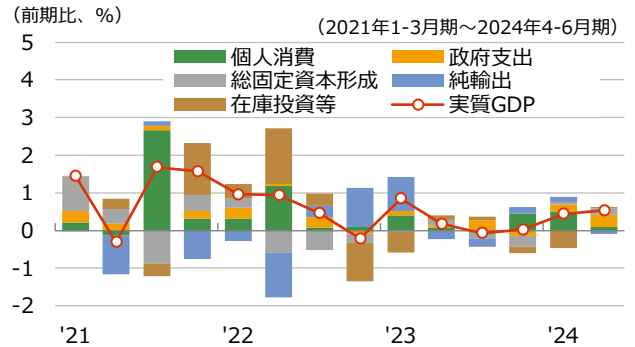
当面は連続利下げの公算大

消費者物価指数の前年同月からの伸びは総合・コアともに鈍化傾向。当面は需要面からのインフレ圧力が高まりづらいほか、利下げによる住宅ローン利払い費の低下もあり、この傾向は揺らぎそうにない。カナダ銀行は3会合連続で各0.25%ptの利下げを決定しており、来年初めまで利下げを継続すると予想。

利下げ幅拡大と利下げ停止の可能性

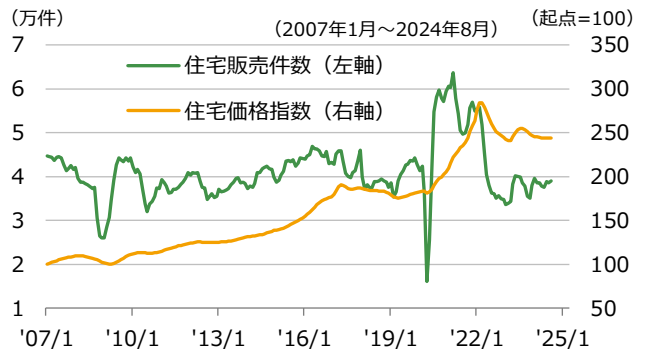
利下げ幅は引き続き0.25%ptが基本線になるだろう。ただし、足元で労働市場の悪化懸念が強まっているため、年内は利下げ幅が0.5%ptに拡大されても不思議はない。一方、来年前半には利下げ効果の発現が見込まれるほか、政策金利が中立金利（カナダ銀行は直近で2.25~3.25%と推計）に近づくことで、利下げ停止が視野に入ってくる。来年は利下げ停止や、米ドル対比でのカナダ・ドルの調達コスト上昇により、長期金利は下げ渋る展開を想定。

実質GDP



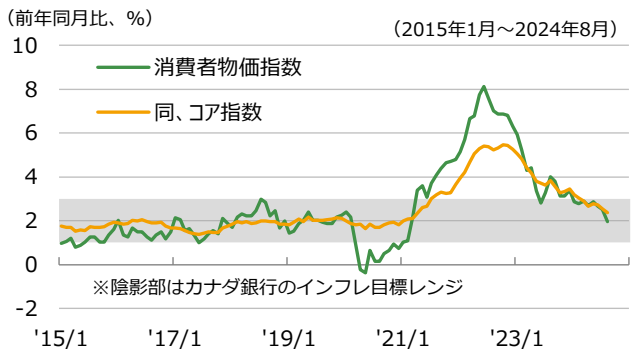
※棒グラフは需要項目別寄与度 (出所) カナダ統計局より大和アセット作成

住宅販売件数と住宅価格指数



(出所) カナダ不動産協会より大和アセット作成

消費者物価指数



※陰影部はカナダ銀行のインフレ目標レンジ ※コア指数は加重中央値とトリム平均値の平均 (出所) カナダ統計局、カナダ銀行より大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

景気の本格的な回復は来年以降か

4-6月期実質GDPは前期比+0.2%と低成長が継続し、足元で失業率は緩やかに上昇している。しかし、雇用者数の堅調な増加が続いているほか、足元では個人消費に底打ち感が見られる。7月からの所得税減税や物価高対策（電気代や家賃の補助など）もあり、景気が腰折れするリスクは限定的のようだ。もっとも、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、景気が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。

インフレ率の高止まり懸念は残る

消費者物価指数の伸びは、政府の物価高対策によって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、当面RBAのインフレ目標（2~3%）を上回って推移する公算が大きい。低成長継続によるインフレ圧力の低下を辛抱強く待つ時間が続きそうだ。

金利

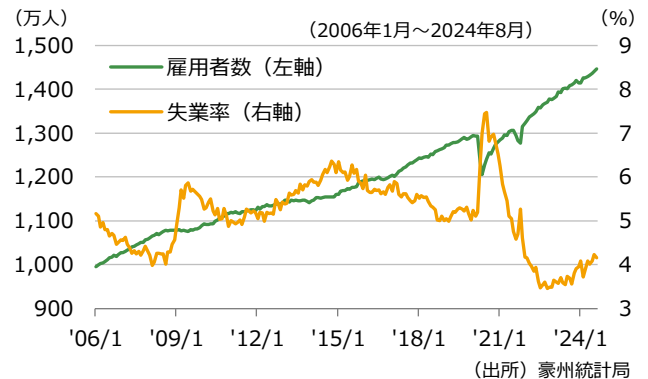
依然として利下げ転換の目処は立たず

欧米の主要中銀が利下げを進める中、豪州では依然として利下げ転換の目処が立っていない。市場は年内の利下げを9割程度織り込んでいるが、米国の景気悪化懸念に伴う大幅利下げの織り込みが多分に影響している模様であり、RBAは年内の利下げ開始に否定的な見解を示している。当社もRBAと同様の見方である。7月からの所得税減税や物価高対策が景気・物価に与える影響を見極めるには時間を要するため、利下げ開始は最短でも来年2月と予想する。

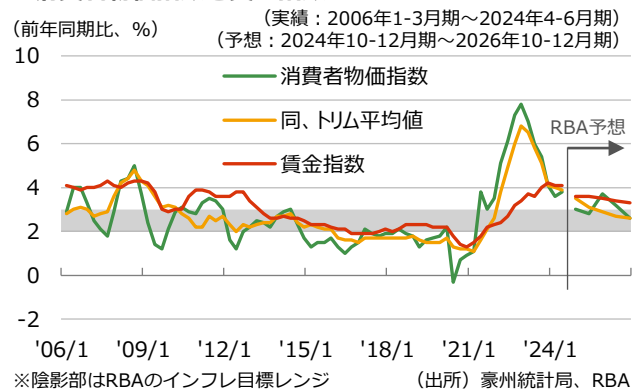
長期金利は下がりづらい展開を想定

当面は米国が利下げを進めると想定される一方、豪州は利下げ開始が視野に入っておらず、また来年の利下げも豪州の方が小幅にとどまると予想される。米国に比べて豪州の政策金利が下がらないことで、豪ドルの相対的な調達コストが上昇し、豪州の長期金利も相対的に下がりづらい展開になると見込む。

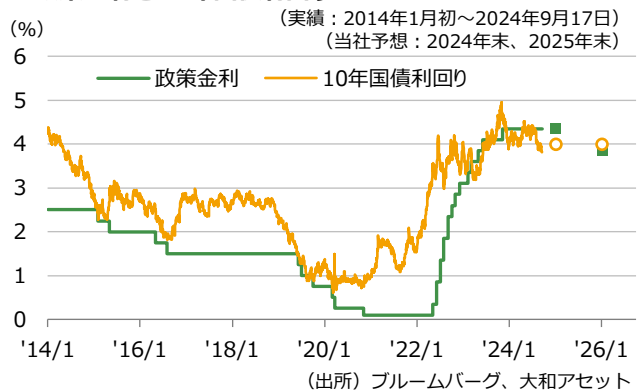
雇用者数と失業率



消費者物価指数と賃金指数



政策金利と10年国債利回り



豪米の政策金利差と長期金利差





経済

マージン拡大が企業業績を支えよう

8月のPMIは、製造業、サービス業とも近年の最高水準近くで推移し、良好な企業景況感が示された。発表内容によると、仕入れ価格の低下と、強い需要を背景とした出荷価格の上昇により、企業のマージンが拡大した。原材料在庫も顕著に増加し、企業の生産意欲は高いとみられる。雇用創出が消費拡大を後押しし、サービス業も好調。企業マインドは良好で、好景気が続いていることが示唆されている。

利下げを開始する条件は整っている

米国の利下げ開始や、平年並みを超えるモンスーン（6-9月の雨期）の降雨量により食品価格が抑制されるなど、利下げの条件は整っている。ブルームバーグが集計したエコノミスト予想では、年内の利下げ開始が見込まれている。タカ派の姿勢を貫く中銀が10月に政策金利を据え置いたとしても、次の12月の会合で利下げに踏み出す可能性は高い。

株式

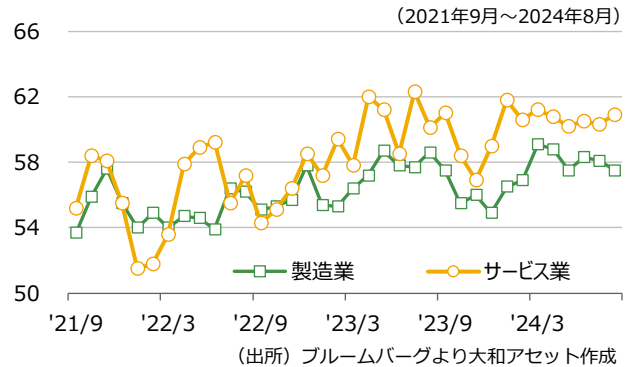
インド株は史上最高値更新中

主要国の株価と比較してインド株の堅調さが目立っている。7月や8月以降の世界株急落の際にも、インド株の下落幅は限定的で、さらに足元は4週連続で史上最高値を更新中。今後は、米大統領選など、外部環境が不安定になりうる重要なイベントが予定されているが、内需主導経済のインドは、外部環境の急変にも耐えられる底力を備えていると言える。資金が流入しやすい環境が続くと見込む。

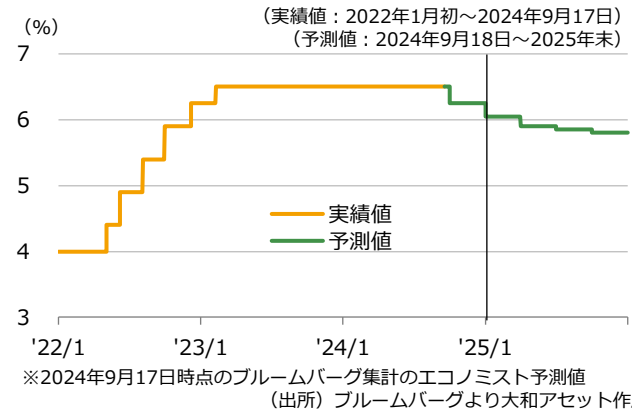
外国人投資家の資金流入が加速

インドでは、積み立て投資先進国として投信積立制度（SIP）がインド株式市場を下支えする構図が特徴的。加えて、外国の投資マネーを見ると、5月には総選挙を警戒して一時的に流出していたものの、6月の総選挙後には流入傾向を強めている。総選挙を経て、「消費・投資」の両輪による中長期的な株価上昇が期待されている。

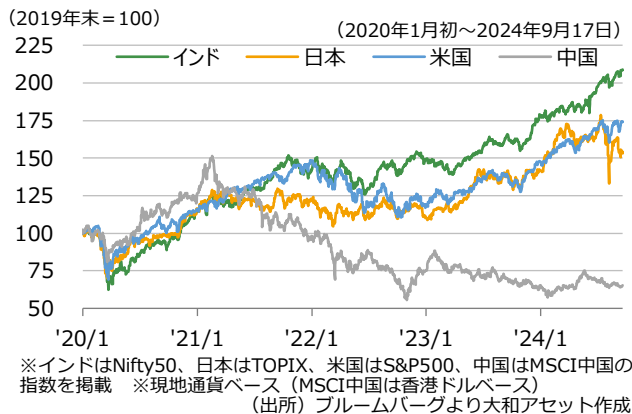
インドのPMI



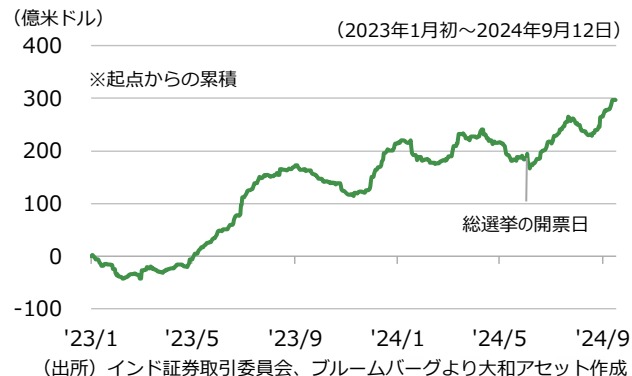
政策金利の推移と四半期ベースの予測値



インドと主要国の株価の推移



外国人投資家の資金フロー





経済

年前半の高成長から当面は成長減速へ

4-6月期実質GDPは前期比+1.4%と、1-3月期の同+1.0%を上回る高成長を記録。昨年来の利下げの効果で内需の堅調さが目立つ。しかし、年初からの金利上昇や利下げ停止などを受けて消費者ローンのデフォルト率が下げ渋っているほか、好調だった労働市場においても雇用者数の増加ペースが鈍化している。また目先は電気料金引き上げや利上げの影響も懸念される。年前半の高成長は持続可能ではなく、年後半から来年前半は成長率が減速するだろう。

インフレ高止まり懸念の再燃

8月の消費者物価指数（前年同月比）は+4.2%と7月の+4.5%から伸びが鈍化。しかし、干ばつの影響によって9月は電気料金の引き上げが決まっている。また、電気料金引き上げは製造コストの上昇を通じて広範に物価上昇圧力を高める傾向があり、インフレ高止まり懸念が再燃。当面は降雨量に注目。

金利

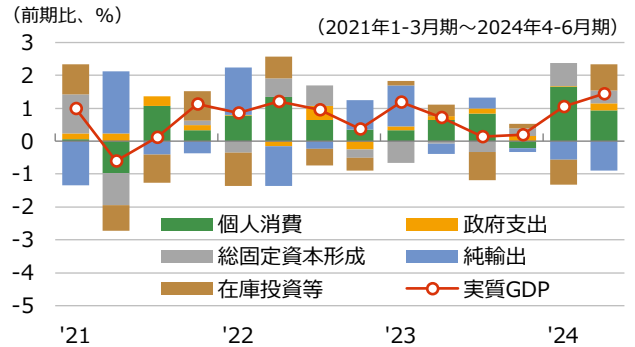
当面は複数回の利上げを想定

ブラジル中銀は9月の金融政策決定会合で政策金利を10.50%から10.75%に引き上げることを決定した。経済が高成長を記録し、インフレ期待がインフレ目標を明確に上回る状態が続く中、電気料金引き上げによるインフレ圧力の広がりが見込まれた模様。今後の利上げ速度や累計の利上げ幅はデータ次第だが、当面は0.25%ptずつの利上げを想定。

来年半ばからは利下げ転換も視野に

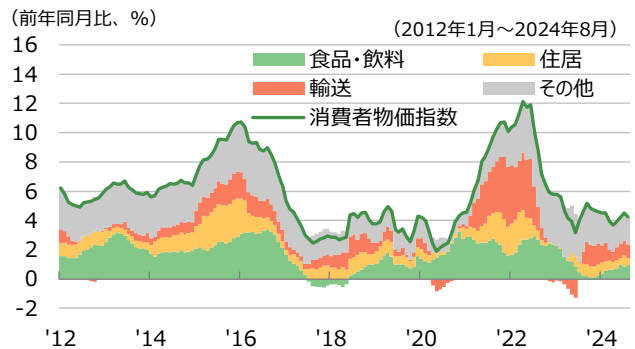
政策金利はすでに引き締め的な水準にあり、今後の成長減速を示唆する経済指標も散見される。また、米国との金利差が拡大する中、今後はブラジル・レアルが底堅く推移することで、通貨安に起因するインフレ圧力は高まりづらいとみられる。利上げは来年の早い段階で停止される公算が大きく、逆に来年半ば以降には利下げ転換も想定される。そのため、長期金利の更なる上昇余地は限定的と考えられる。

実質GDP



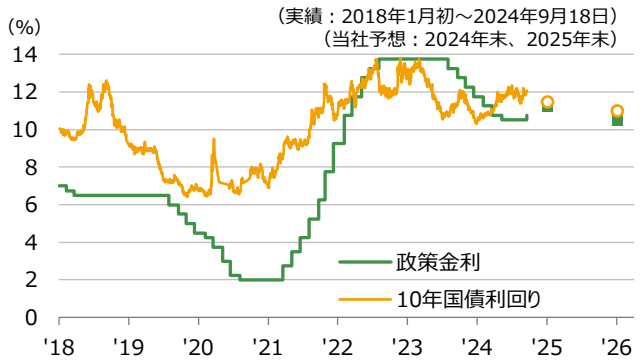
※棒グラフは需要項目別寄与度 (出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

消費者物価指数



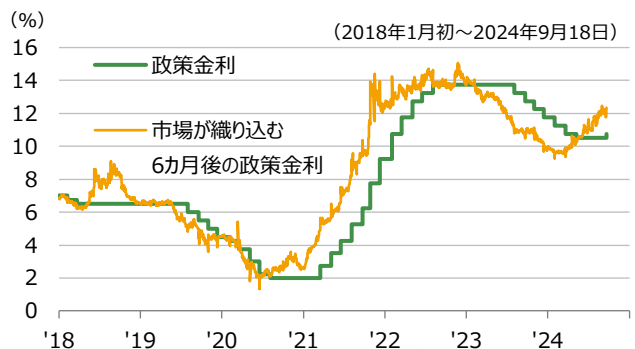
※棒グラフは項目別寄与度（電気代は「住居」に分類される） (出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

政策金利と市場が織り込む6カ月後の政策金利



(出所) ブルームバーグ



経済

有効な景気対策への期待は依然低い

消費と投資は一段と鈍化し、デフレと需要不足の負のスパイラルに陥っているとの見方が強まっている。景気けん引役として期待されるインフラ投資も効果を発揮せず、景気見直しは依然厳しい状況。政府運営の慣例を見ると、景気対策を議論する場合は12月の中央経済工作会議で、目先数カ月は政策の空白期となりやすい。有効な景気対策への期待は依然低く、景気減速に歯止めが掛かる兆しはない。

不動産不況の底は見えない

月次の不動産販売を見ると、2024年はピーク時の2020年12月の半分程度に留まり、改善の兆しも見えない。海外メディアによると、政府は早ければ9月に既存の住宅ローン金利を引き下げる予定。しかし、5月に発表された不動産対策の範囲を超えず、金利引き下げは小幅に留まる見込み。不動産販売の改善には繋がらず、不動産不況の底は依然見えない。

株式

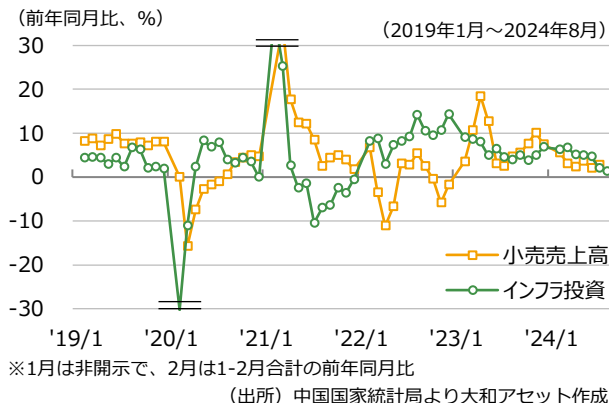
米中摩擦もあり、グロース株は上値重い

足元では米株高や「中国版PKO」による株価下支えにも拘らず、MSCI中国指数は直近半年の安値を試す展開。景気低迷の長期化やデフレ進行による業績圧迫などが重し。セクター別では、国有企業優遇策の恩恵を受ける銀行やエネルギーにおいても、足元では利ザヤの縮小や資源価格の下落を受け、売り優勢。また、ヘルスケアや情報技術などのセクターは米中摩擦の激化が懸念され、軟調に推移している。

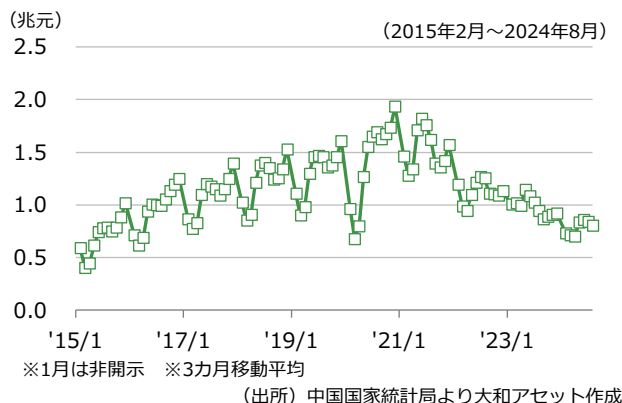
個人投資家は証券投資に慎重姿勢

一般家計においては、消費だけでなく、証券投資も低迷している。債券を主要な投資対象とする理財商品のデフォルトが多いことや、景気回復の兆しが見えないこともあり、個人投資家の株式の信用取引残高が減少傾向を強めるなど、投資離れが進んでいる。年末に向けて、中国株が安値を試す展開を見込む。

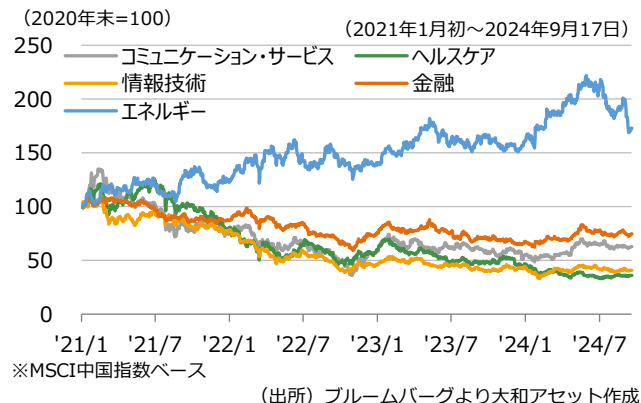
主要経済指標の推移



月次の不動産販売額



セクター別の各種株価指数の推移



個人投資家の株式の信用取引残高





金利

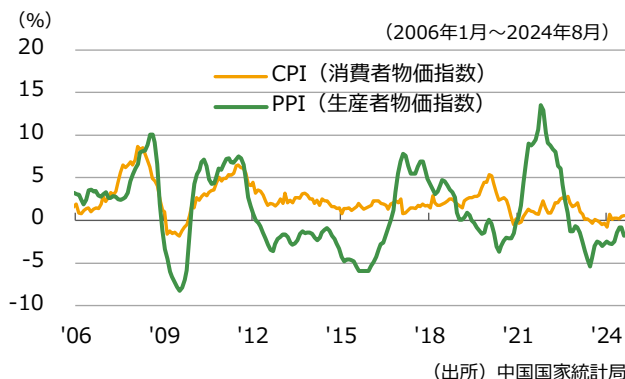
デフレスパイラルに陥った可能性が高い

物価の実態をより正確に表すPPI（生産者物価指数）の前年同月比を見ると、23カ月連続でマイナス圏で推移しており、すでに新型コロナウイルスのパンデミック期間の18カ月を超えている。企業業績の圧迫により雇用と消費が抑制され、さらに物価下落に繋がるデフレスパイラルに陥っている可能性が高い。強力な景気対策が待たれるが、当局の景気浮揚への意思は強くないとみられる。

景気対策の行き詰まりで金利低下続こう

当局が中長期金利の低下を阻止するために介入したにも拘らず、質への逃避が進み、債券市場では金利低下が止まらず。「中国の日本化」を象徴する現象の一つと言えよう。金利低下を阻止するためには、介入などの対症療法ではなく、デフレと需要不足への本格的な対策が必要。しかし、地方政府の財政難もあり、景気対策は行き詰まっていると考える。

物価の推移



本土債券市場の国債、社債の利回り推移



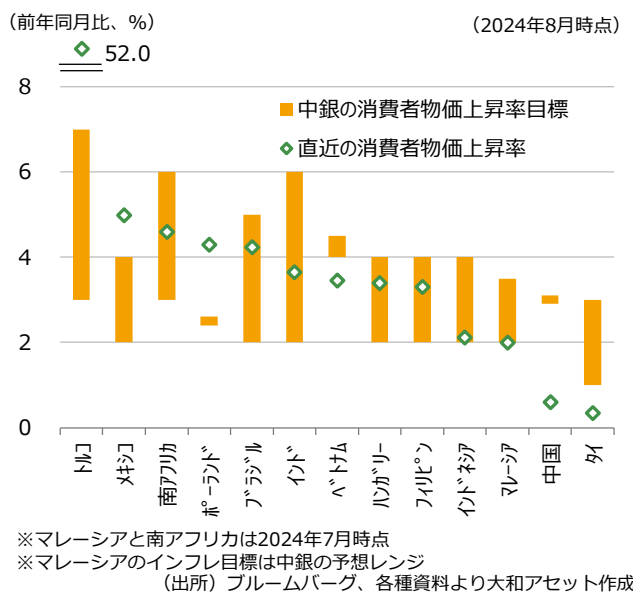
今月の新興国コラム

米国に追随し、新興国も利下げ局面

米国の利下げ開始は新興国にとって朗報。今後は、ブラジルなどの個別国を除いて、米国に追随して利下げ開始や再開を行う新興国が多いと見込む。利下げ条件の一つとなる物価状況を見ると、多くの新興国において前年同月伸び率が中銀目標レンジ内か、それ以下に留まっており、利下げの条件は整ったと言える。また、中銀目標レンジを上回っているメキシコやポーランドに関しても、物価より景気低迷が配慮され、物価は利下げの障害にならないと見る。

利下げ開始や再開は、新興国の景気や株式市場にポジティブな影響を与えよう。特に、米利下げ開始の遅れが予想された今春に、米国との金利差縮小が懸念され株価が下落したASEANにおいては、追い風になろう。目先はASEANを中心に、株価の出遅れ挽回の局面が続くと見込む。

主要新興国の直近のインフレ動向





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、9月16日には139円台まで下落。日本の円買い介入、米金利低下、日銀利上げ、日米株安などが為替に影響した。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、相対的に米ドル安は小さく円高は大きいわけで、米ドル円下落の大部分が米ドル安ではなく円高によるものだ。

米ドル円は実質金利差に見合う水準に

今年5～7月は日米実質金利差が縮小してもリスクオンの円安が進行したが、そうしたかい離は解消。利下げ観測の強まりで米実質金利が低下し、日米実質金利差が縮小するなかで円高・米ドル安が進んだ。2021年以降の相関によれば、直近の日米10年実質金利差に見合う米ドル円は141円程度であり、実際の為替もそれに近い。米国の景気悪化懸念が強いうちは実質金利差縮小と円高・米ドル安が続きやすい。

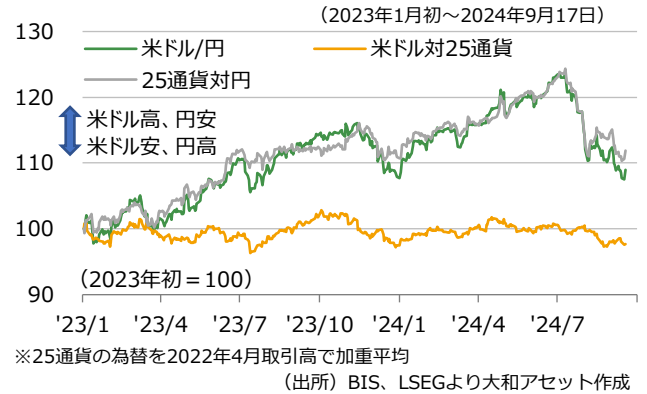
為替は名目金利差に見合う水準に近づく

今年7月以降は円高・米ドル安に転じ、米ドル円は日米の名目金利差に見合う水準に近づいた。ただ、名目金利差に見合う米ドル円の水準は実際の為替よりも低い。円安の下では米国に比べ日本の期待インフレ率が上昇し、日米の実質金利差に比べ名目金利差が縮小してきた。円高の下では逆に日米の実質金利差に比べ名目金利差が拡大しやすくなり、米ドル円は名目金利差に見合う水準に近づきやすくなる。

リスクオン・オフが為替の水準を左右

2021年以降の相関によれば、直近の日米5年金利差に見合う米ドル円は133円程度で、実際にはそれを9円程度上回る。ただ、米ドル円は7月に名目金利差に見合う水準から上に20円ほどかい離していたが、米株高が止まるとリスクオンの円安が弱まり、かい離は縮小した。米国の景気悪化懸念があるうちはリスクオンの円安が弱まりやすく、米ドル円は日米金利差に見合う水準に近づきやすいと見ている。

米ドル・円・他通貨の為替



日米実質金利差と米ドル円



日米名目金利差による米ドル円の推計値と実績値



米ドル円の推計値からのかい離と米株価指数





ユーロ

ユーロ安・円高傾向が継続か

ユーロ円は独日金利差よりもリスク許容度との連動性が高く、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、その後は独金利低下とリスクオフによりユーロ安・円高が進んだ。今後も独日金利差の縮小とリスクオンの弱まりからユーロ安・円高傾向が続くと予想している。

ユーロ安・米ドル高傾向に転換か

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・米ドル安に作用した。8月後半は欧米株高に伴うリスクオンのユーロ高・米ドル安も加わった。ただ、今後は金利面からユーロ高・米ドル安が進む余地は大きくないと見ている。欧米の景気悪化懸念があるなかで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

豪米金利差に見合う形で豪ドル高へ

最近是不安定な市場環境の下、豪ドル（対米ドル）は豪米長期金利差に逆行している。当面の利下げペースの違いによって豪州の長期金利が相対的に上昇すると想定される中、市場心理の落ち着きとともに、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くなると見込む。今年末0.69米ドル/豪ドル、来年末0.72米ドル/豪ドルの予想を据え置き、豪ドルの見直しも「やや強気」を維持。

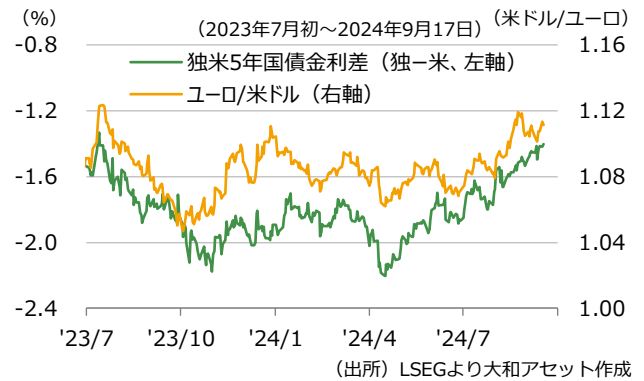
カナダ・ドルは来年の増価余地が大きい

米国に対してカナダが利下げで先行していることや、目先はカナダも利下げ幅拡大の可能性が意識されやすいため、カナダ・ドルは対米ドルで上値の重い展開を想定。しかし、来年前半にはカナダが米国に先駆けて利下げを停止する可能性が高い。両国の金利差縮小（米国の金利が相対的に低下）に伴い、カナダ・ドルが対米ドルで増価する展開を見込む。

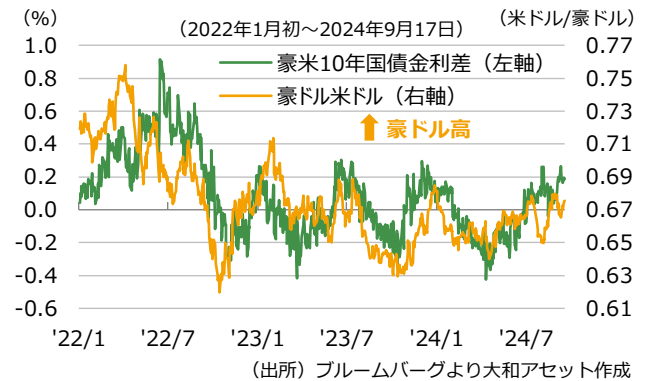
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



豪州と米国の長期金利差と豪ドル



カナダと米国の金利差とカナダ・ドル





人民元、インド・ルピー

旅行収支の赤字が高水準

中国人の海外旅行は低迷している模様だが、統計上の旅行支払は高水準にある。2015-2019年の中国人の「爆買い」時の約600億米ドルに匹敵し、資金逃避の可能性も排除できない。旅行収支全般の赤字も約5年ぶりの高水準であり、中期的には人民元安圧力になるだろう。

対円でのインド・ルピー安、円高が主因

インド・ルピーの対円レートは7月以降急速に減価。変動要因を分解すると、ルピーの対米ドル相場は底堅く推移しており、顕著な「ルピー安」は進んでいない。一方、対米ドルで円高が進行しており、当要因でインド・ルピー対円相場の動きをほぼ説明可能。つまり、7月以降ルピーが対円で減価したのは、対米ドルでの急速な「円高」が主因。インド・ルピー自体のファンダメンタルズは良好で、今後は対米ドル、対円でも強含みの動きを見込む。

ブラジル・レアル

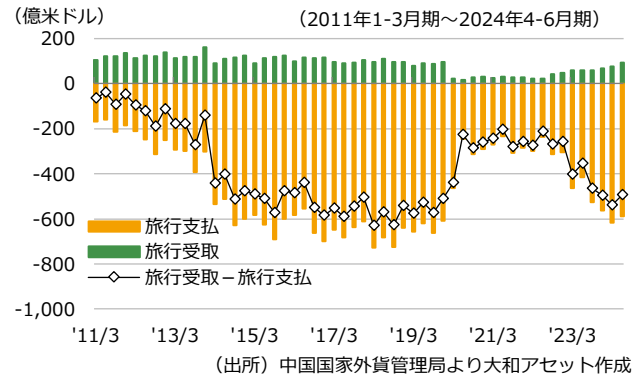
ブラジル・レアルは下げ渋りの動き

海外からブラジル株式市場への資金フローが流入超過の傾向で推移する中、ルラ大統領容認の上でブラジル中銀が利上げを進めるとの期待もあり、足元のブラジル・レアルは対米ドルで下げ渋る動きとなっている。今後は、10月の統一地方選挙、11月の米大統領選挙と重要な政治イベントが予定されているため、為替市場は神経質な展開が見込まれる。

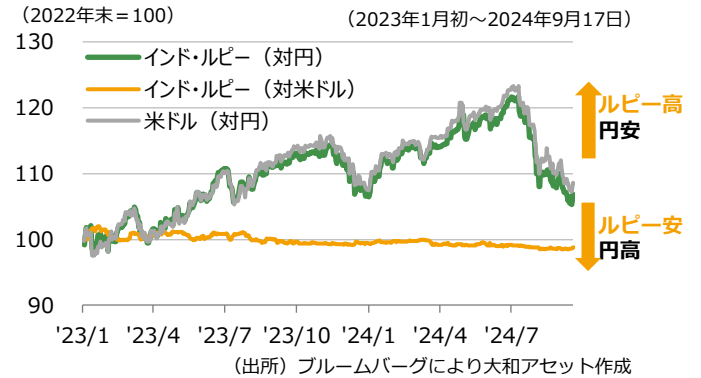
実質金利の高まりがレアルの下支えに

2023年以降、ブラジルの利下げや米国のインフレ低下などによってブラジルと米国の実質政策金利差は縮小してきた。しかし、今後は米国が利下げを続ける一方、ブラジルが利上げを進めることで、両国の実質政策金利差は拡大すると予想される。上記の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ることも見込まれ、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。

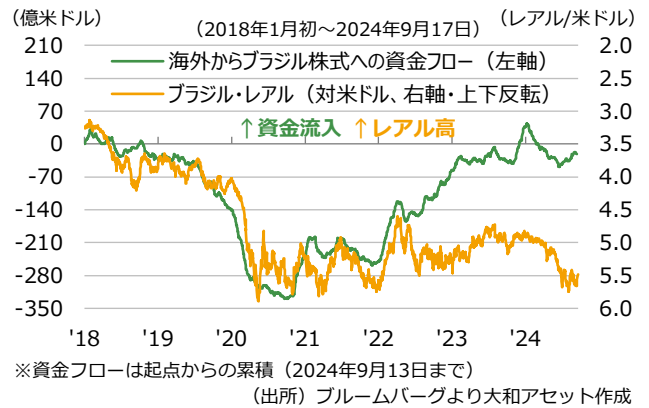
対外旅行収支の推移



インド・ルピー対円相場の変動要因の分解



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルと米国の実質政策金利差とブラジル・レアル





原油

需要の不透明感強まり下落基調続く

8月以降のWTI原油先物価格は下落基調で推移したが、全体としてはボラティリティが大きく、65米ドル～80米ドルの価格帯の動きとなった。下落基調の背景は、米国や中国における経済成長鈍化の懸念が強まったことにある。米国では9月に入ると石油在庫が増加基調に転じるなど、世界の原油需要の先行きに対する不透明感が強まっている。

OPECプラスは現行自主減産を延長へ

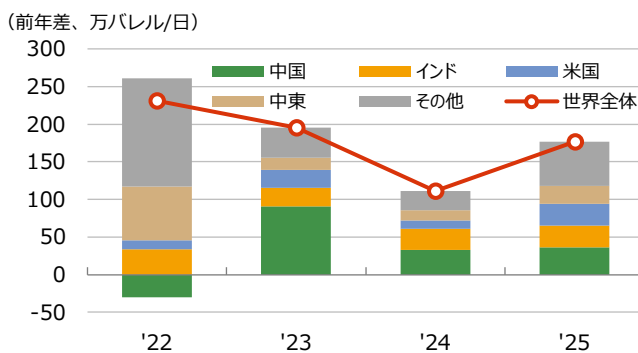
原油需要の先行きに対する懸念はOPECプラスの政策変更にもつながっている。OPECプラスは、10月から自主減産（日量220万バレル）の段階的縮小を計画していたが、9月5日（現地）の会合で現行の自主減産を11月末まで2カ月延長する方針を発表。下落傾向が続いている原油価格に対する懸念があると見られ、その後についても、必要に応じて柔軟に調整の停止・見直しを行う考えを表明している。

原油価格と原油在庫



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

原油消費量の変化



※2024年以降はEIAの予測

(出所) EIAより大和アセット作成

金

米利下げ確実視で初の2,600米ドル台

8月に入り金価格はほぼ上昇基調で推移し、9月半ばには史上初めて2,600米ドル台に乗せた。米国で景気減速を示す経済指標の発表が相次ぎ、9月FOMCでの利下げ開始決定が確実視されたことが価格を押し上げた。各国中央銀行による金購入、投資家による金ETFへの投資拡大など、米ドル通貨の代替資産としての金保有が加速していると考えられる。

金ETFは4カ月連続の資金純流入

金ETFの8月資金純フローは4カ月連続の流入だった。保有量は若干の増加（前月末比+0.9%）に留まったが、価格上昇で月末の運用資産総額は2,573億米ドル（同+4.5%）に増加した。また、中央銀行による7月の純購入額（購入－売却）も増加した。トレンド変化を見極めるのは困難だが、減少傾向にあった純購入額が約1年ぶりに反転したのも米利下げ期待の影響が大きいと見る。

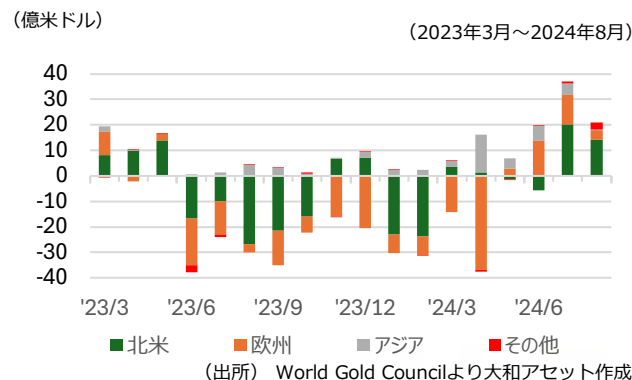
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※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ETFの地域別資金フローの推移



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」が出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とつれ、米中間の対立激化への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%に引き上げることを最終決定。先端技術分野を中心に対中規制を強めている。
利上げに対する日銀のスタンスの変化	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」と、円安対策のための「悪い利上げ」がある。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。足元では円安対策の必要性は低下しているが、逆に急激な円高進行が円キャリートレードの巻き戻しを誘発している。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。
ウクライナや中東における地政学リスクの変化	小	中	中	ウクライナ、及び中東情勢の緊迫化はともに長期化・膠着し、原油価格を始めとする商品市況の下落が示すように金融市場への影響力を失った感が強い。逆にいえば、油断しているからこそリスク要因だとも言える。また、米国大統領選挙の結果次第では当地政学リスクに変化が生じ得る点にも注意が必要。

※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

年	月	日本	欧米	その他地域
2024年	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) ●EU首脳会議 (17-18日) ●米財務省為替報告書 (月内) 	<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"> ●ECB理事会 (12日) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19日) ●EU首脳会議 (19-20日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (10日) ●カナダ金融政策決定会合 (11日) ●ブラジル金融政策決定会合 (11日) ●OPECプラス閣僚級会合 (上旬)
2025年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●大発会 (6日) ●日銀金融政策決定会合 (23-24日) ●通常国会召集 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領就任 (20日) ●FOMC (28-29日) ●ECB理事会 (30日) ●世界経済フォーラム (ダボス会議) (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●中華圏春節 (29日) ●カナダ金融政策決定会合 (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) ●FOMC (18-19日) ●BOE金融政策委員会 (20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"> ●ブラジル金融政策決定会合 (7日) ●RBA理事会 (20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) ●FOMC (17-18日) ●BOE金融政策委員会 (19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"> ●参議院議員 (2019年改選) 任期満了 (28日) ●日銀金融政策決定会合 (30-31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)
	9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 (11日) ●FOMC (16-17日) ●BOE金融政策委員会 (18日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合 (17日) ●ブラジル金融政策決定会合 (17日) ●RBA理事会 (30日)

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		期間別変化幅			
		直近値	1か月	1年	3年
政策金利		9/17			
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%	0.00	0.35	0.35
ユーロ圏	中銀預金金利	3.50%	-0.25	-0.50	4.00
カナダ	翌日物金利	4.25%	-0.25	-0.75	4.00
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%	0.00	-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

		期間別変化幅			
		直近値	1か月	1年	3年
10年国債利回り		9/17			
米国		3.65%	-0.24	-0.69	2.28
日本		0.83%	-0.05	0.11	0.78
ドイツ		2.14%	-0.10	-0.53	2.42
カナダ		2.89%	-0.17	-0.85	1.61
豪州		3.83%	-0.10	-0.27	2.53
インド		6.78%	-0.09	-0.42	0.61
ブラジル		12.06%	0.60	0.76	0.93
中国		2.07%	-0.12	-0.60	-0.81

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
株価指数		9/17			
米国	S&P500	5,635	1.4%	26.6%	27.1%
	NYダウ	41,606	2.3%	20.2%	20.3%
日本	TOPIX	2,556	-4.6%	5.2%	21.7%
	日経平均株価	36,203	-4.9%	8.0%	18.7%
ユーロ圏	STOXX600	517	1.1%	12.0%	12.0%
インド	NIFTY50指数	25,419	3.6%	25.9%	44.5%
中国	MSCI中国	56.01	-2.0%	-6.6%	-38.9%
ベトナム	VN指数	1,259	0.5%	2.6%	-6.9%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
為替（対円）		9/17			
米ドル		142.41	-3.5%	-3.7%	29.5%
ユーロ		158.27	-2.8%	0.4%	22.8%
カナダ・ドル		104.74	-3.0%	-4.2%	21.5%
豪ドル		96.22	-2.3%	1.2%	20.4%
インド・ルピー		1.70	-3.3%	-4.3%	13.6%
ブラジル・リアル		25.98	-3.7%	-14.5%	24.9%
人民元		19.98	-3.2%	-1.8%	17.6%
ベトナム・ドン		0.58	-2.0%	-5.3%	19.6%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
リート		9/17			
米国	NAREIT指数	26,460	7.2%	25.8%	12.4%
日本	東証REIT指数	1,758	0.5%	-6.4%	-17.1%

		期間別変化率			
		直近値	1か月	1年	3年
商品		9/17			
WTI原油先物価格		71.19	-7.1%	-21.6%	-1.1%
COMEX金先物価格		2,592	2.2%	33.2%	48.0%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

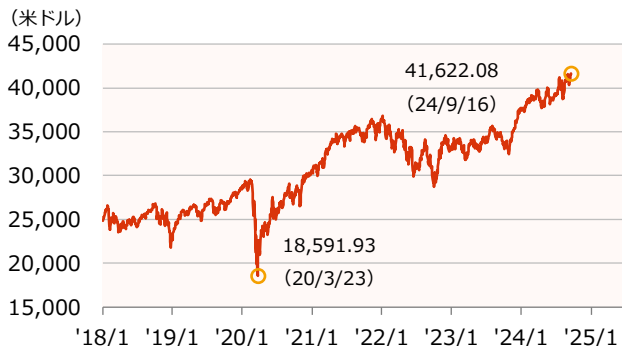
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※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

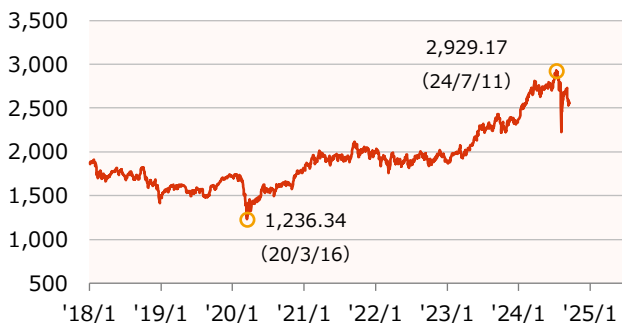
NYダウ



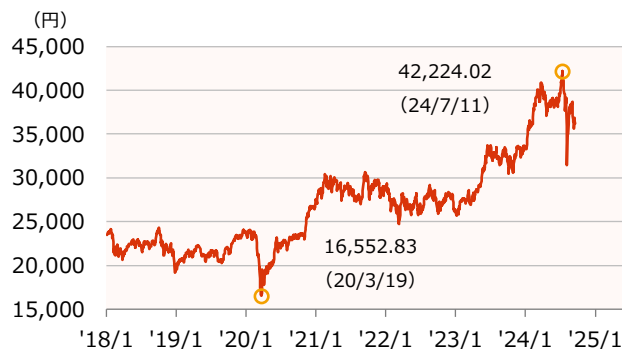
S&P500



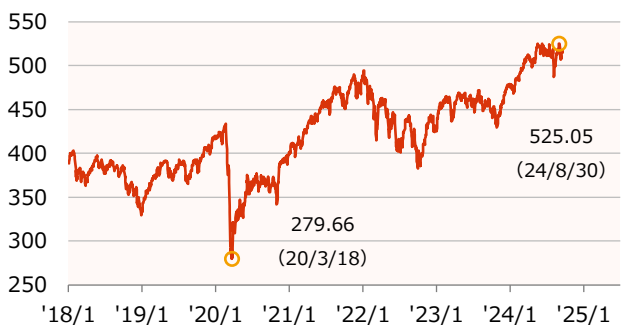
TOPIX



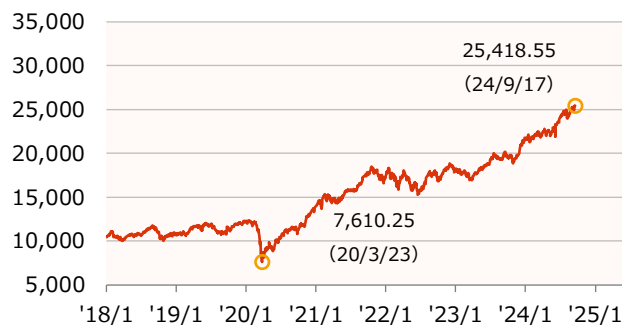
日経平均株価



STOXX600



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9月17日

(出所) ブルームバーグ

長期金利

米国10年国債利回り



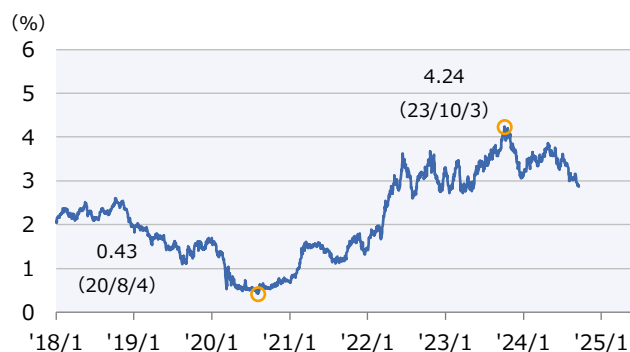
日本10年国債利回り



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9月17日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

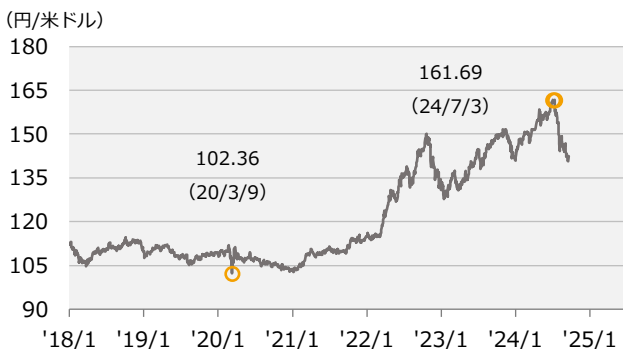
■ NAREIT指数（配当込み）



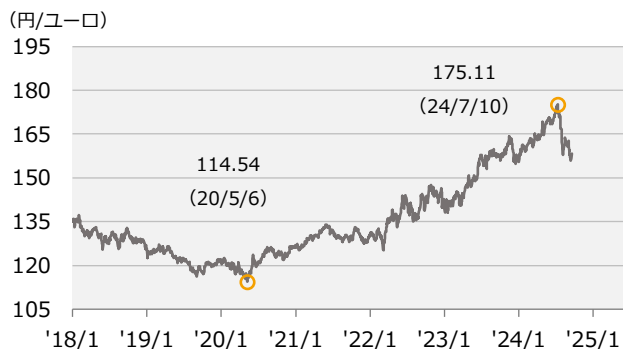
■ 東証REIT指数（配当なし）



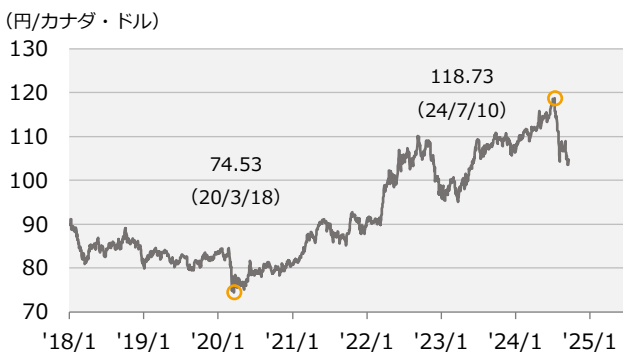
■ 米ドル円



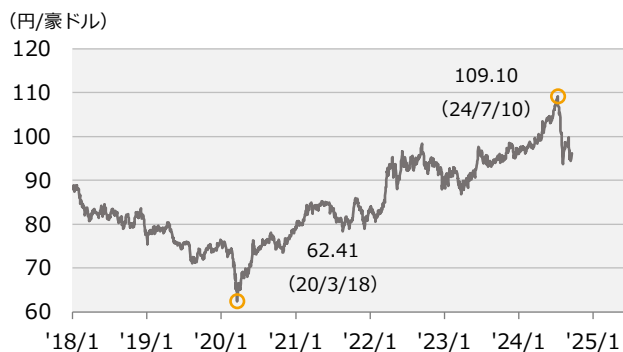
■ ユーロ円



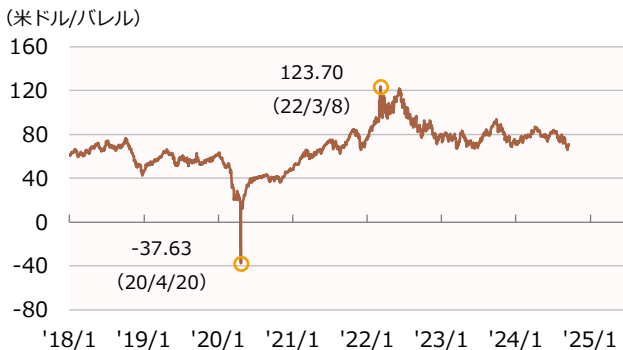
■ カナダ・ドル円



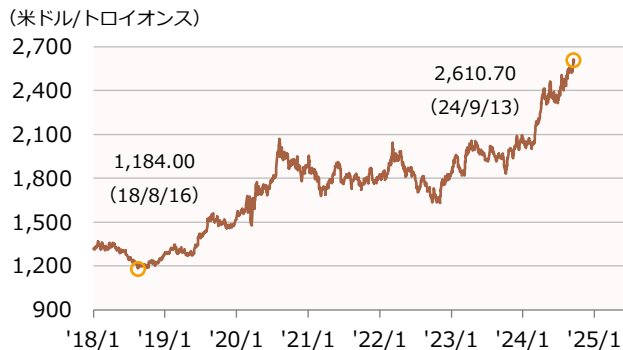
■ 豪ドル円



■ 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9月17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9月17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9月24日）