情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 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

大和アセットマネジメント
Daiwa Asset Management

インフレ懸念第二章

- 今回の投資環境見通しで、もっとも頭を悩ませたことの1つが米国の利下げ開始時期。米国のみならず、他国の金融政策へ与える影響が大きいからだ。実際に今回のハウスビューでは、ユーロ圏や日本などの政策金利見通しが米国金融政策の影響を受けた。
- 当社は引き続きFRBの次の一手は利下げだと考えているものの、条件付きで利上げ再開に言及するFRB高官も散見される。足元でインフレの不確実性は再度高まっている。

米国

- 経 … 潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクは高成長の継続。
- 株 … 利下げ期待は依然低位だが、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。
- 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 … インフレの低下や利下げ、供給制約の緩和等で、景気は年後半以降緩やかな回復へ。
- 株 … 根強い利下げ期待が株価を下支え。景気や企業業績は緩やかに改善。
- 債 … 2%のインフレ目標が間近で6月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は低下へ。
- 為 … 利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。

日本

- 経 … 賃上げや定額減税の効果に期待も、円安、物価高が重しで消費回復はまだ先か。
- 株 … 業績拡大に沿った上昇継続か。相対的に良好な投資環境で海外勢の資金流入に期待。
- 債 … 2回目の利上げは2024年10月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。
- リ … 長期金利の上昇余地は限定的であることを確認しながら、今後は緩やかな上昇を想定。
- 為 … 世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。

表の見方

…経済　…リート
…株式　…為替
…債券・金利

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

Summary

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 … インフレ率の持続的な鈍化で利下げ開始は間近。長期金利は3%台での推移を見込む。
- 為 … 目先は利下げ開始観測が重荷。米国の利下げや原油高により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より遅く、ペースも緩やかに。長期金利は相対的に高止まり。
- 為 … 相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。

中国

- 経 … 5月17日発表の不動産テコ入れ策は現時点で効果薄と考え、景気の低空飛行継続か。
- 株 … 「中国版PKO」による株価下支え策を評価し、当面は1月に付けた安値がボトムと予想。
- 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 … 市場の利下げ織り込みはほぼ消失したため、更なる金利上昇の余地は限定的とみる。
- 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

米国の利下げ開始時期を後ろ倒し

今月号の投資環境見通しで、もっとも頭を悩ませたことの1つが米国の利下げ開始時期。今回、利下げ開始時期を今年12月に後ろ倒しし（従来は7月）、年内の利下げ回数を1回とした（従来は2回）。加えて、米国の利下げ開始時期は米国のみならず、他国の金融政策へ与える影響が大きいことも頭を悩ませた。今回のハウスビューでは、ユーロ圏や日本などの政策金利見通しが米国金融政策の影響を受けた。

市場は米国の利下げを待ち望んでいる

振り返れば、昨年末時点で市場は米国での2024年の利下げを約7回（計1.75%pt）と織り込んでいた。しかし、景気・インフレ指標の上振れが続き、4月末には約1回まで後退した。一転して5月入り後には景気指標の下振れが続いたことで、執筆時点（5月20日）で2回弱まで持ち直した。その過程で米ダウ平均株価は史上初の4万ドルに達し、市場での利下げ期待の強さを改めて思い知らされた。

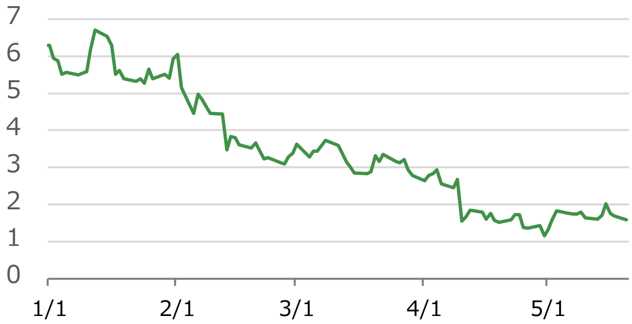
ECBを悩ます米国の利下げ開始時期

ユーロ圏では6月利下げ開始が確実視される。景気停滞でインフレ率が順調に低下したからだ。ただ、2回目以降の利下げの不確実性は高く、今回利下げペース減速へ修正した。米国金利が高止まりすれば米欧金利差の拡大がユーロ安を招き、輸入物価の上昇でインフレが再燃するリスクがあるためだ。ECBの利下げにはユーロ圏の経済状況のみならず、米国金融政策も考慮しなければならないことを意味する。

インフレの不確実性は再度高まる

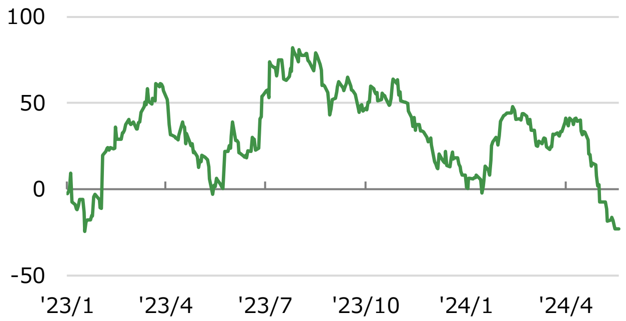
同様の理由で、日銀の次回利上げ時期を24年10月に前倒し修正。円安が消費に無視しえない悪影響をもたらしており、円安対策としての利上げの必要性が高まっているからだ。当社は引き続きFRBの次の一手は利下げだと考えているものの、条件付きで利上げ再開に言及するFRB高官も散見される。22年のように高インフレに悩まされる環境ではないが、足元でインフレの不確実性は再度高まっている。

市場が織り込む米国の2024年の利下げ回数



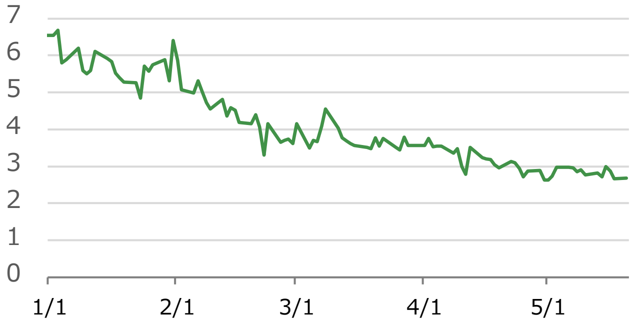
※利下げ回数は0.25%pt換算　（出所）ブルームバーグ

米エコノミック・サプライズ指数



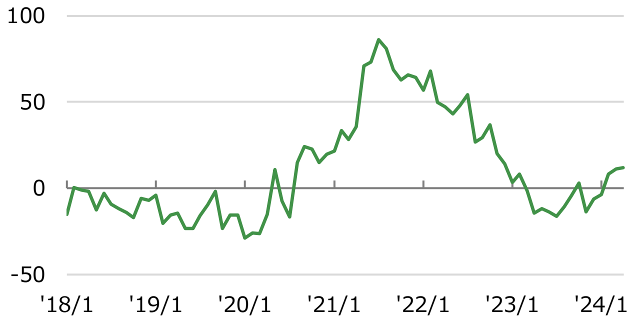
（出所）ブルームバーグ

市場が織り込むユーロ圏の2024年の利下げ回数



※利下げ回数は0.25%pt換算　（出所）ブルームバーグ

米インフレ・サプライズ指数



※月次データ　（出所）ブルームバーグ

早見表　主要資産の見通し（今後1年程度）

表の見方
□ … 見通し変更前

		弱気		中立		強気	一言コメント
経済	米国			●			潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想、リスクは高成長の継続。
	ユーロ圏		●				インフレの低下や利下げ、供給制約の緩和等で、景気は年後半以降緩やかな回復へ。
	英国		●				インフレ低下の見通しや利下げの効果等で、景気は年後半以降緩やかな回復へ。
	日本			●			賃上げや定額減税の効果に期待も、円安、物価高が重しで消費回復はまだ先か。
	カナダ			●			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。
	豪州			●			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。
	中国		●				5月17日発表の不動産テコ入れ策は現時点で効果薄と考え、景気の低空飛行継続か。
	インド					●	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。
	インドネシア			□	●		プラボウォ次期大統領が掲げる8%の成長目標に向け、官民投資の加速が期待される。
	フィリピン				●		堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%台の成長率を予想。
	ベトナム				●		電子製品関連の外需の回復や、利下げ効果もあり、当面7%に近い高成長を見込む。
	ブラジル			●			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。
	メキシコ			●			高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国のニアショアリングの恩恵を受けて底堅い。
	トルコ		●				高インフレを抑え込むための引き締め的な金融・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

		弱気		中立		強気	一言コメント
株式	米国			●			利下げ期待は依然低位だが、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。
	ユーロ圏			●			根強い利下げ期待が株価を下支え。景気や企業業績は緩やかに改善。
	日本				●		業績拡大に沿った上昇継続か。相対的に良好な投資環境で海外勢の資金流入に期待。
	中国	□	●				「中国版PKO」による株価下支え策を評価し、当面は1月に付けた安値がボトムと予想。
	インド				●		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。
	インドネシア				●		プラボウォ新政権への期待が高まりやすく、割安感が強まったこともあり、上昇余地は拡大。
	フィリピン		●	□			割高感が出てきたことを受け、当面上昇傾向は小休止で、利食いが出やすいと予想。
	ベトナム				●		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			●			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。
	ドイツ			●			2%のインフレ目標が間近で6月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は低下へ。
	英国			●			インフレが2%台へ低下する中、8月に利下げ開始。金融緩和局面で長期金利は低下へ。
	日本	●					2回目の利上げは2024年10月と予想。長期金利の大きな上昇は想定していない。
	カナダ			●			インフレ率の持続的な鈍化で利下げ開始は間近。長期金利は3%台での推移を見込む。
	豪州			●			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。
	中国		●				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。
	インド			●			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。
	インドネシア		●				米長期金利の高止まりや、利下げ開始の後ずれが懸念され、金利低下余地は限定的。
	ブラジル				●		市場の利下げ織り込みはほぼ消失したため、更なる金利上昇の余地は限定的とみる。
	メキシコ					●	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。
	トルコ					●	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				●		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。
	日本				●		長期金利の上昇余地は限定的であることを確認しながら、今後は緩やかな上昇を想定。
商品	原油			●			長引く中東情勢の緊張。 価格は底堅いが、OPECプラスの減産姿勢次第で需給緩和も。
	金			●			中銀の継続的な金買いが相場をけん引。米国利下げ観測の高まりは価格押し上げ材料に。

※現地通貨建ての期待リターン・リスク・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

		弱気		中立		強気	一言コメント
為替	米ドル			●			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		●				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。
	英ポンド		●				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。
	日本円				●		世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。
	カナダ・ドル			●			目先は利下げ開始観測が重荷。米国の利下げや原油高により中期的に対米ドルで堅調に。
	豪ドル				●		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。
	中国人民元		●				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。
	インド・ルピー				●		証券投資の資金流入継続を見込み、対米ドルでの底堅い推移を予想。
	インドネシア・ルピア			●			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。
	フィリピン・ペソ			●			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。
	ベトナム・ドン			●			米ドルペ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。
	ブラジル・レアル			●			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。
	メキシコ・ペソ				●		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。
	トルコ・リラ		●				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

早見表 先進国 – 予想値

表の見方
… 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		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	1.9	2.5	2.4	1.6	4.25 ～ 4.50	5.25 ～ 5.50	5.00 ～ 5.25	4.25 ～ 4.50	3.9	3.9	4.0	3.8
ユーロ圏*1	3.4	0.4	0.6	1.3	2.50 2.00	4.50 4.00	3.40 3.25	2.40 2.25	2.6	2.0	2.0	1.8
英国	4.3	0.1	0.7	1.3	3.50	5.25	4.50	3.50	3.7	3.5	3.3	3.1
日本	1.0	1.9	0.4	1.2	-0.10	-0.10	0.15 ～ 0.25	0.40 ～ 0.50	0.4	0.6	1.0	1.1
カナダ	3.8	1.1	1.0	2.2	4.25	5.00	4.50	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.8	2.1	1.4	1.6	3.10	4.35	4.35	3.85	4.1	4.0	4.0	3.8

株価指数

	実績値 2022年末	実績値 2023年末	予想値 2024年末	予想値 2025年末
米国 NYダウ	33,147	37,690	40,500	43,200
	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%
米国 S&P500	3,840	4,770	5,200	5,550
	-19.4%	24.2%	9.0%	6.7%
欧州 STOXX 50	3,794	4,521	4,750	4,950
	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%
日本 日経平均株価	26,095	33,464	41,000	43,000
	-9.4%	28.2%	22.5%	4.9%
日本 TOPIX	1,892	2,366	3,000	3,200
	-5.1%	25.1%	26.8%	6.7%

為替（対円）

	実績値 2022年末	実績値 2023年末	予想値 2024年末	予想値 2025年末
米ドル	131.12円	141.04円	142円	130円
	13.9%	7.6%	0.7%	-8.5%
ユーロ	140.41円	155.72円	150円	139円
	7.3%	10.9%	-3.7%	-7.3%
英ポンド	158.47円	179.56円	173円	160円
	1.7%	13.3%	-3.7%	-7.5%
カナダ・ドル	96.76円	106.32円	108円	104円
	6.2%	9.9%	1.6%	-3.7%
豪ドル	89.37円	96.06円	98円	94円
	6.8%	7.5%	2.0%	-4.1%

リート

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

早見表　新興国・商品 – 予想値

表の見方
（黄色）… 予想値引き上げ
（灰色）… 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	9.25	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	9.75	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	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国 MSCI	64.47	55.95	55	55
	-23.5%	-13.2%	-1.7%	0.0%
インド MSCI	2,069	2,487	2,950	3,250
	1.6%	20.3%	18.6%	10.2%
インドネシア MSCI	7,393	7,554	8,500	8,850
	10.4%	2.2%	12.5%	4.1%
ベトナム VN指数	1,007	1,130	1,350	1,500
	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%

商品	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
WTI原油（米ドル/バレル）	80.26	71.65	90	90
	6.7%	-10.7%	25.6%	0.0%
金（米ドル/トロイオンス）	1,826	2,072	2,500	2,800
	-0.1%	13.4%	20.7%	12.0%

為替（対円）	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国人民元	19.16円	19.87円	19.5円	17.8円
	5.8%	3.7%	-1.9%	-8.7%
インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.73円	1.65円
	2.7%	6.9%	1.7%	-4.6%
インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.903円	0.884円
	4.5%	8.5%	-1.4%	-2.1%
フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.55円	2.50円
	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・レアル	24.80円	29.06円	29.0円	26.5円
	20.1%	17.1%	-0.2%	-8.6%
メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	9.0円	8.5円
	19.9%	23.6%	8.3%	-5.6%
トルコ・リラ	7.00円	4.79円	4.1円	3.5円
	-18.2%	-31.6%	-14.3%	-14.6%

※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

表面上は弱いものの内実は好調

1-3月期実質GDPは前期比年率+1.6%と大幅に下振れ。もっとも、下押し要因は純輸出と在庫投資で、基調的な景気モメンタムとしてFRBが注目する民間最終需要は同+3.1%だった。3四半期連続で3%台の高い伸びを維持しており、景気の弱含みは見受けられない。実際、アトランタ連銀推計の4-6月期実質GDPは足元で前期比年率+3%台後半と、期初とはいえ高成長が継続する可能性を示唆している。

雇用者数の増加ペースはひとまず一服

4月雇用統計は全体的に下振れ。非農業部門の雇用者数は前月差+17.5万人と、過去分の下方修正と合わせて市場予想を大幅に下回った。昨年末から加速傾向にあった雇用者数の増加ペースは落ち着いた格好だ。賃金上昇率は緩慢ながらも鈍化傾向にある。先行性のある自発的離職率や募集賃金価格は賃金上昇率の更なる鈍化を示唆。年後半に賃金上昇率とサービス価格の鈍化が実際に確認されるか注目。

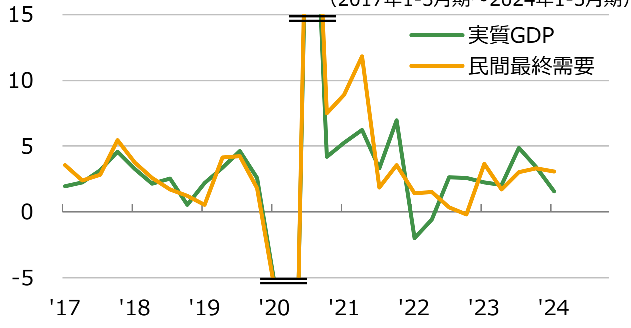
インフレ抑制の進展は停滞中

4月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%と市場予想通りだった。基調的なインフレ動向を示す加重中央値とトリム平均値にもここ数カ月大きな変化はなく、インフレ抑制に向けた進展は特段見られなかった。内訳をみても、サービス価格が依然高い伸びを継続。ただし、家賃が前月から若干鈍化しており、先んじて鈍化していた募集家賃動向が遅ればせながら反映され始めたのかもしれない。

金融政策は「十分に景気抑制的」か

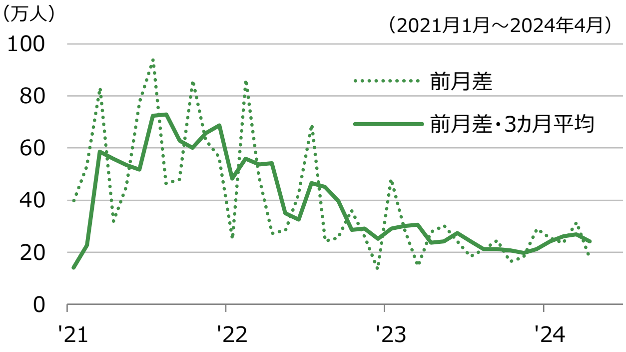
景気の好調さとインフレの下げ渋りを受けて、市場内外で金融政策は「十分に景気抑制的」か否か、度々議論となる。金利水準の評価は簡単でないものの、NY連銀が推計する実質中立金利と市場金利から推察される実質金利を比較しよう。市場金利は5月FOMC直後に推計値を上回ったが、足元で同水準に低下している。概念的には、現状の金融環境は十分にどころか景気抑制的とも言い難いことになる。

実質GDP



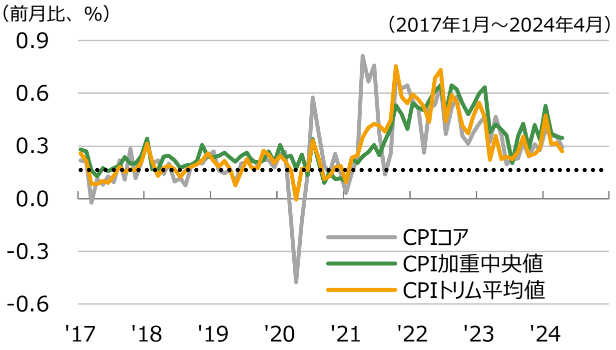
（出所）ブルームバーグ

非農業部門の雇用者数



（出所）ブルームバーグ

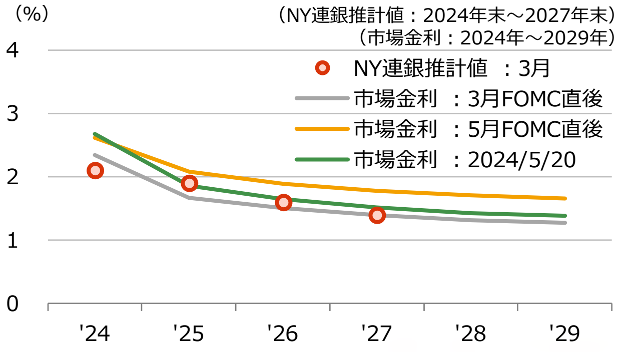
基調的なCPI



※点線は2%インフレ目標相当

（出所）ブルームバーグ

実質中立金利



※市場金利はOISフォワード金利とインフレスワップフォワード金利から算出

（出所）NY連銀、ブルームバーグ

株式

投資判断は中立継続

S&P500は4月こそ軟調に推移したが、5月に入ると一転して反発。中旬に再び最高値を更新した。低下が続いていた利下げ期待が、FOMC等を機に巻き戻されたことが要因である。ただし３月28日高値の際と比較すると、足元の利下げ期待の回復度は限定的であり、株価上昇が先行している感がある。今回、当社は、年内想定利下げ時期を12月に先送りした点も勘案して、想定株価を据え置いた。

通期見通しは予想の範囲内で好調

相場を支えるもう一つの期待、企業業績については、S&P500構成銘柄の24年第1四半期の決算発表が一巡。増益率は7.6%（17日時点）、医薬品大手が計上した買収に伴う一時的費用を除くと10.7%と、直前予想（5.1%）を上回った。一方、通期予想増益率は24年10.4%（直前予想9.9%）、25年14.1%（同13.7%）と上振れは小幅。予想の範囲内での好決算見通しと言える。

今後の業績上振れ期待の高まりに注目

好業績の牽引役は半導体を含むハイテク株である。関連セクター（コミュニケーション・サービス、一般消費財、情報技術）は、クラウドや生成AI市場の成長を背景に24年第1四半期実績、通期予想共に高い増益率を示している。今後、各セクターの主力銘柄に対する業績上振れ期待が高まった場合、S&P500は更に騰勢を強めることが期待される。その際には想定株価も再検討したい。

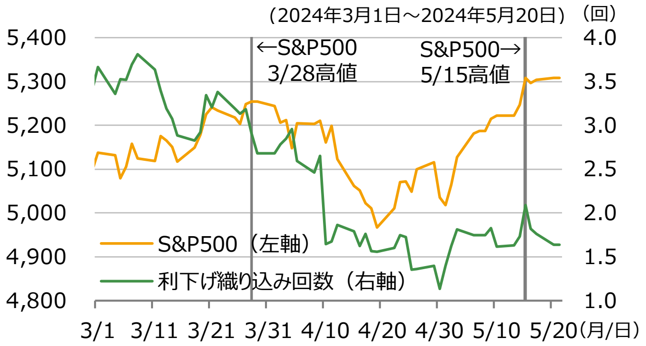
中東の地政学リスクはいったん沈静化

4月に地政学リスクとして急浮上したイスラエルとイラン相互による本土攻撃については、足元、事態は沈静化している。両国の対応が抑制的であることから、イランを含むペルシャ湾岸地域の原油生産・流通に打撃を与える危険性は少ないと考えられる。先日のイラン大統領の不慮の死も、大統領が最高指導者では無い同国の権力構造を考えると影響は限定的か。ただし次期大統領選の行方は要注目。

S&P500の推移

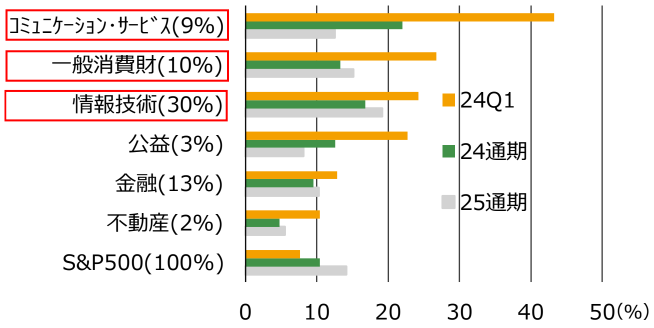
（出所）LSEG

S&P500と24年内の利下げ織り込み回数



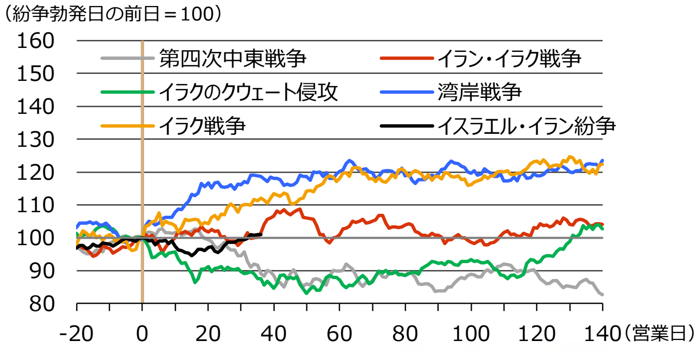
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500のセクター別予想増益率



※LSEG予想。5/17時点。466/500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

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

利下げ開始予想を12月へと先送り

5月FOMCでパウエルFRB議長は「利下げに向けた自信が深まるには従来よりも時間が掛かる」とし、利下げ開始は遠のきつつある。インフレ抑制が著しく進展する状況を除き、大統領選挙前の利下げ開始は難しくなりつつあると言えよう。当社は利下げ開始予想を12月へと先送りした。なお、国債の保有額縮小ペースの月額上限を6月より600億米ドルから250億米ドルへ引き下げることが決定された。

膠着感が強まりやすい局面に

景気鈍化期待もあり、年内利下げ期待は2回弱に回復し、長期金利は4%台半ばで推移。FRB高官発言を踏まえると、6月FOMCではFOMC参加者のFF金利見通しは市場実勢相当へと引き上げられる公算が大きい。また、インフレ抑制もにわかには進み難い。利下げ期待は一段と高まりづらいことから、目先の長期金利は4%台半ばで膠着感が出やすいか。

リート

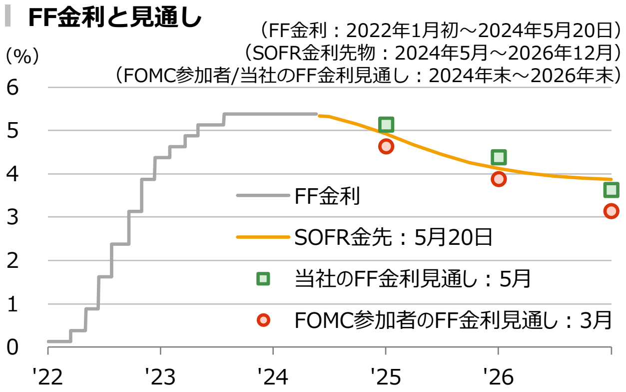
需給見通しは良好で、健全な業績成長へ

1-3月期決算は堅調。キャッシュフロー成長の鈍化は想定通り。業績見通しについては産業施設などで需要見通し引き下げの動きも見られたが、経済のソフトランディング及び結局は利下げに至るシナリオをベースに、堅調な需要を想定する経営陣が大勢。雇用の堅調さは、物件需要面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、全体として健全な業績成長が見込まれる。

金利低下が追い風に

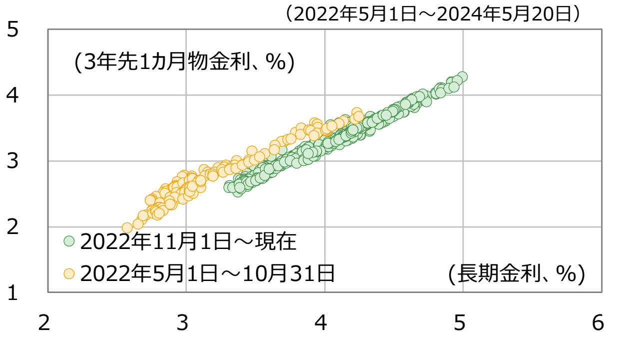
米国リート指数の予想配当利回りは、10年国債利回りと同程度となっており、長期金利に左右される展開が続こう。市場が織り込む年内の利下げ回数は減少しているが、年内利下げ開始シナリオは崩れておらず、今後の金利低下はリートにとって追い風である。高金利環境下で低めに抑えられていたバリュエーションの緩やかな切り上がりを想定。

FF金利と見通し



※ 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年先政策金利期待と長期金利

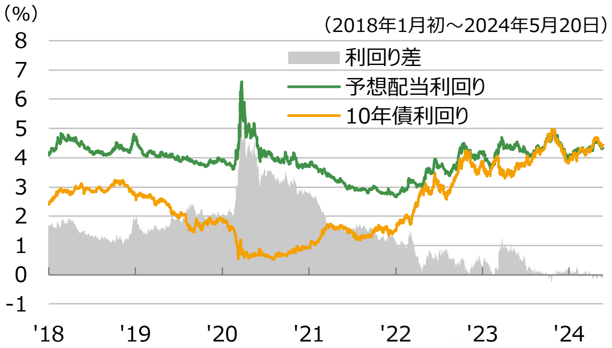


※3年先1カ月物金利は３年先政策金利期待に相当
（出所）ブルームバーグ

FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移

（出所）ブルームバーグ

FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差



（出所）ブルームバーグ

為替

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%をピークに縮小。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143円程度だが、米ドル円の実績値は156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。金利差との比較で米ドル円の水準が高くなった主因は、日米欧の株高に伴うリスクオンの円安と見られる。日米金利差だけでなくリスク許容度の動向も米ドル円を左右する。

米ドル円を押し上げたリスクオンの円安

米ドル円の実績値は21年1月初～24年4月末の日米5年金利差と米ドル円の相関から算出した推計値を13円程度上回り、プラスのかい離幅は直近ピークを更新。金利差のわりに米ドル円が上昇したのは、イエレン米財務長官が為替介入はまれであるべきと述べたために介入警戒感が和らいだことも一因だが、主因はリスクオンの円安にある。リスクオフに傾くと米ドル円は金利差に見合う水準に近づくだろう。

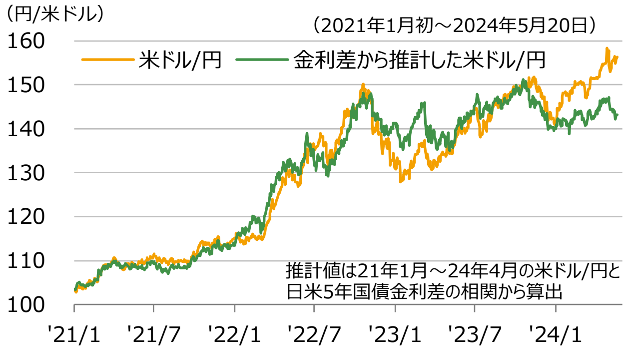
経済指標が弱くても実質金利が高止まり

4月以降、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）が低下したが、米実質金利は高止まりしている。米景気指標に予想を下回るものが増えても、米物価指標には予想を上回るものが少なくないため、FRBの利下げ開始までに長い時間を要するとの見方が米実質金利を下支えしている。物価指標も弱まるようになると、米実質金利が低下して米ドル安に作用しやすくなるだろう。

米経済指標が米ドル安に作用する可能性

米国のESIが低下するようになった背景には、米ドル高がある。米ドル高に振れると景気や物価にマイナスに働き、2カ月ほど後に発表される米経済指標が市場予想を下回り、ESIが低下する傾向（逆に米ドル安に振れると2カ月ほど後にESIが上昇する傾向）がある。7月にかけては米ドル高の影響から米国ESIの低迷が続きやすく、米実質金利低下と米ドル安につながる可能性が比較的高いと見られる。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



（出所）LSEGより大和アセット作成

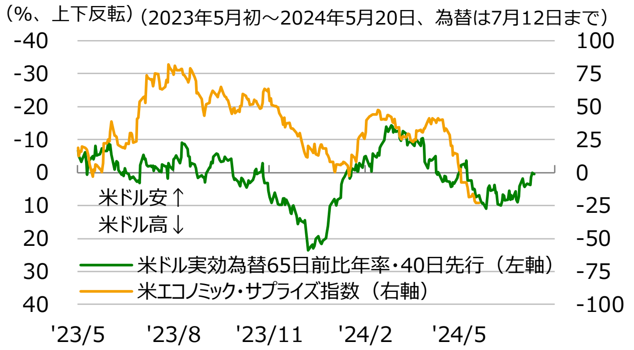
米ドル円の実績値と推計値のかい離幅

（出所）LSEGより大和アセット作成

米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利

（出所）LSEGより大和アセット作成

米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数



（出所）LSEGより大和アセット作成

経済

今年後半以降は安定的な景気回復へ

実質GDPは2022年10-12月期以降、極端な下振れこそなかったものの、1年超に亘りゼロ近傍の成長が継続し、2023年後半は僅かながらも2四半期連続のマイナス成長に陥った。2024年1-3月期は前期比+0.3%と、ひとまず停滞を脱した。今後は金融引き締めの累積効果の低減、インフレの低下、供給制約の緩和等が景気の追い風となろう。今年後半以降は緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。

PMIはサービス業の上昇が顕著

ユーロ圏のPMIはサービス業が4月まで3カ月連続で顕著に上昇し50超で推移する一方、製造業は3カ月連続で小幅に低下した。昨年8月以降の製造業の上昇基調は一旦頭打ちに。それでも総合では、先行して改善していたイタリア・スペインだけでなくドイツ・フランスも4月は50を上回っており、PMIで見ても景気は最悪期を脱した公算が大きい。今後は特にドイツでの製造業の回復が待たれる。

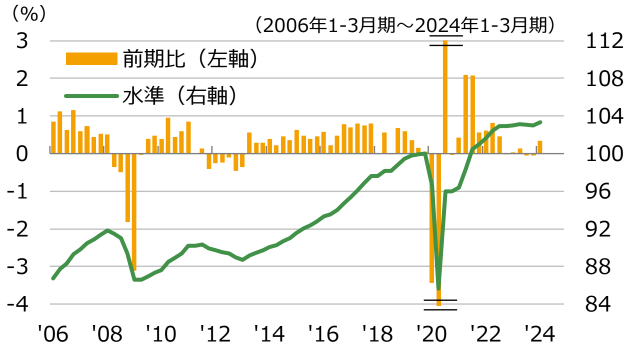
利下げで貸出動向は反転へ

ユーロ圏の銀行貸出残高は企業向け、家計向けとも、2022年終盤以降伸び率が急速に鈍化し、企業向けは昨夏以降、家計向けも今年に入り前年同月比マイナスで推移している。ECBが2022年7月に利上げを開始すると、銀行の貸出基準が厳格化し、借入需要が減少するなど、金融引き締め効果が速やかに金融市場、実体経済に及んだ。ECBが利下げに転じた場合、逆もまた真なりと想定し得る。

インフレ目標の2%が間近に

4月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）+2.4%、食品・エネルギー等を除くコアで+2.7%であった。どちらも鈍化基調にあり、インフレ目標の2%が間近に。5カ月連続で+4.0%であったサービス価格も+3.7%へ鈍化した。しかし、失業率はユーロ発足来最低の6.5%と、労働需給はひっ迫したままで、賃金、ひいてはサービス価格の速やかな軟化は期待し難い。

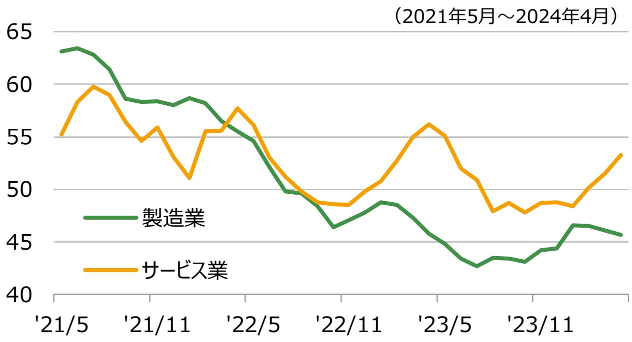
実質GDP



※水準は2019年10-12月期＝100

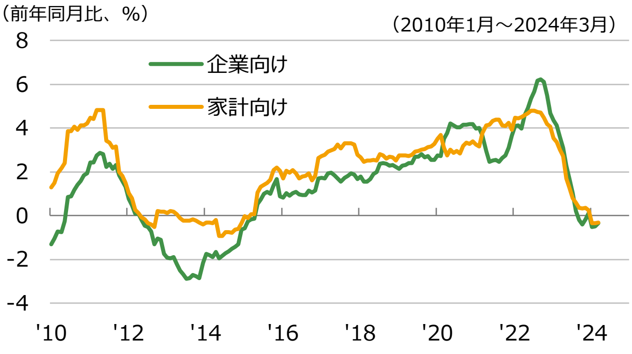
（出所）LSEG

PMI



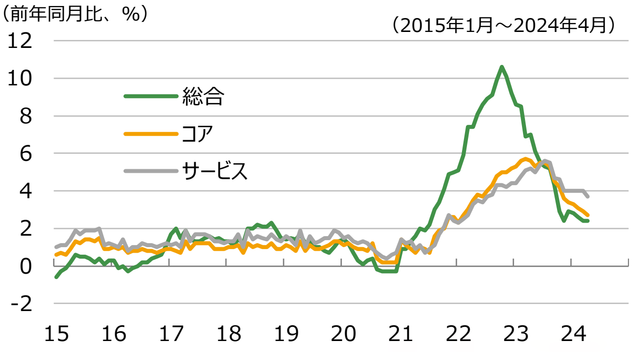
（出所）ブルームバーグ

銀行貸出残高



（出所）LSEG

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

（出所）LSEG

株式

根強い利下げ期待を背景に株価は再上昇

4月のEuro STOXX 50は、米国市場における利下げ期待後退や、中東における地政学リスクに引きずられる形で軟調に推移した。しかし5月に入ると、①ECBによる6月利下げ開始が確実視されていることや、②4四半期連続減益ながら事前予想ほど悪化しなかった24年第1四半期決算、③中東の地政学リスクの一旦の沈静化、等によって再び上昇基調に。5月15日には最高値を更新した。

ファンダメンタルズの緩やかな回復続く

ユーロ圏の4月総合PMIは、2カ月連続で50を上回った。企業業績ではSTOXX欧州600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数の改善が続き、日米にキャッチアップしつつある。マクロ・ミクロ共に、米国と比較すると、依然、弱さが残っている点は、投資対象として選好する上でやや難点だが、足元のファンダメンタルズの継続的改善には注目している。

債券・金利

6月に利下げ開始、四半期毎の利下げに

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が、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。景気、財政面で利下げの制約は乏しく、賃金、物価指標が多少上振れたとしても、6月に利下げを開始する可能性が高い。その後は2025年末までを通じて、四半期毎の利下げ（各回0.25%pt）を見込む。

長期金利は低下基調へ

ECBは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を7月から減額し、2025年以降は完全に停止する方針。量的引き締めだが、金額は僅かで市場への影響は軽微と考えられる。長期金利はECBの継続的な利下げを織り込みつつ、低下基調に転じると見込む。なお、貸付金の急減は長期資金供給オペに係る返済に因る。

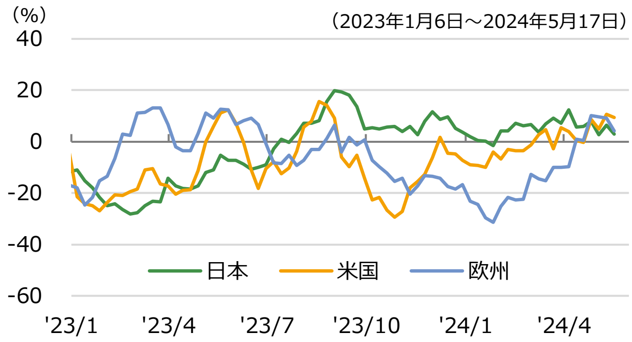
Euro STOXX 50の推移

（2021年初～2024年5月20日）

（出所）LSEG

リビジョン指数（12カ月先予想EPS）

（2023年1月6日～2024年5月17日）

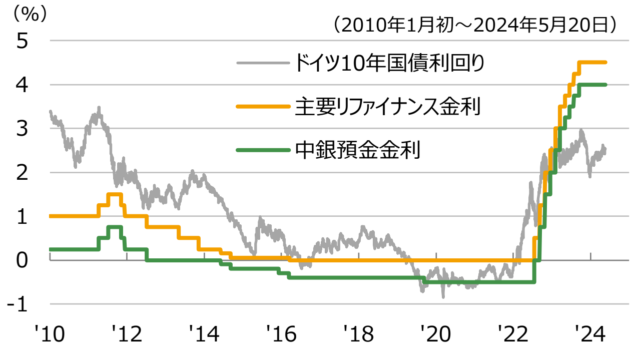


※対象指数は日本：TOPIX、米国：S&P500、欧州：STOXX欧州600

（出所）LSEGより大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利

（2010年1月初～2024年5月20日）

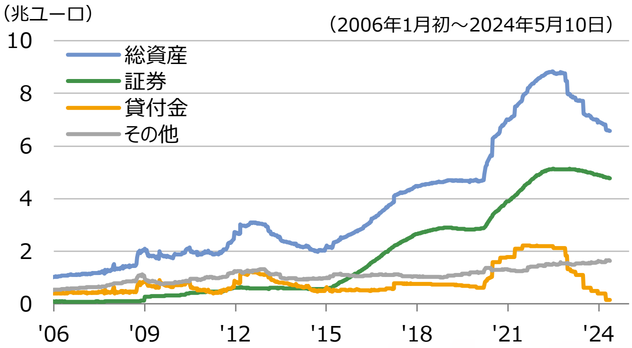


※政策金利は発表日ベース

（出所）ブルームバーグ

ECBの資産残高

（2006年1月初～2024年5月10日）



※証券、貸付金、その他は総資産の内訳項目

（出所）ECB

為替

今後はユーロ安・円高を予想

独日5年金利差が2%前後で小動きのなか、4月にはユーロ円がユーロ発足来の最高値となる171円台まで上昇した。日銀の追加利上げ観測後退やリスクオンによる円安が背景にあった。ただ、ECBが利下げを始めると見込まれる一方、日銀は円安による物価高を懸念してタカ派姿勢を強めつつあるので、今後は独日金利差の縮小が見込まれる。リスクオンも後退することにより、ユーロ安・円高が進むと予想。

今後はユーロ安・米ドル高を予想

4月から5月にかけては独金利が米金利に比べて相対的に上昇し、ユーロ高・米ドル安に振れた。米国の経済指標が市場予想に対して下振れたのに対し、ユーロ圏の経済指標は予想並みに堅調に推移したためだ。また、欧米の金利低下を受けてリスクオンに傾いたこともユーロ高の一因だ。ただ、今後は金利面がユーロ高・米ドル安に作用しても、リスクオフに転じることでユーロ安・米ドル高に傾くと予想。

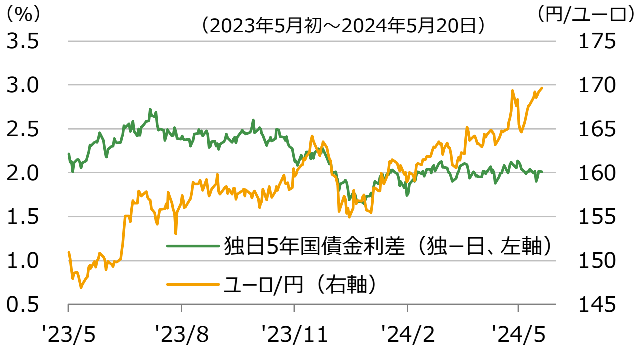
米ドル、ユーロ、円の実質実効為替

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19%上回る一方、ユーロは2%下回り、円は35%下回る（24年4月）。円の実質実効為替は統計がある1970年1月以降の最低値を更新。日本は対外的な購買力が過去最低にあると同時に、交易条件面で他国と比べインフレが進みやすい状況にもある。インフレは通貨安要因だが、相対的な金利上昇につながると通貨高要因となる。

日米欧の経済指標が為替に与える影響

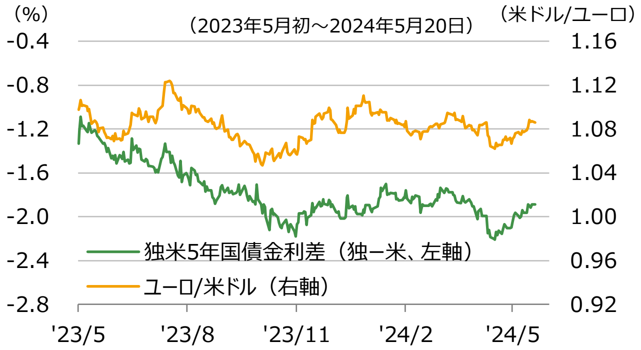
経済指標の市場予想比を反映するエコノミック・サプライズ指数（ESI）は、米国と日本がマイナス圏に低下した一方、ユーロ圏は小幅な低下にとどまっている。ESIの相対的変化はユーロ高要因となりやすく、実際にユーロは堅調に推移した。ただ、欧州のESIもマイナス圏に低下すると、欧米の金利低下を招いて円高に作用したり、リスクオフを招いて円高・ユーロ安に作用する可能性が高まるだろう。

独日5年国債金利差とユーロ・円相場



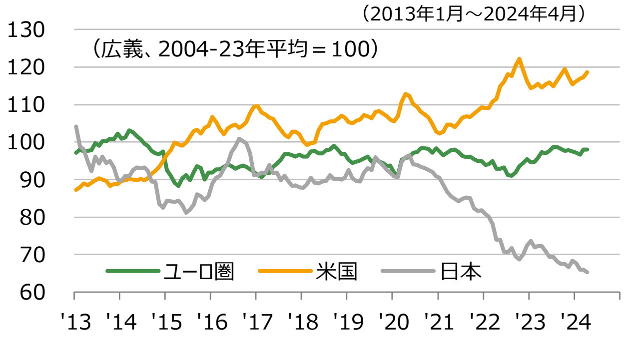
（出所）LSEGより大和アセット作成

独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



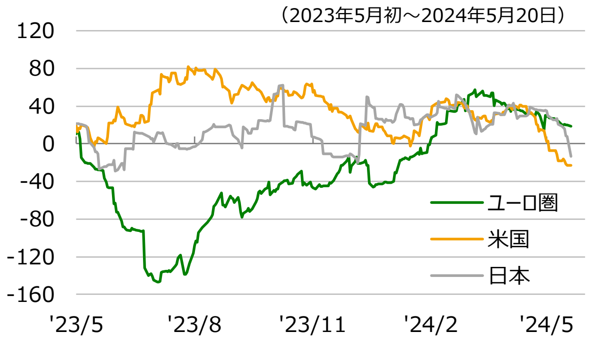
（出所）LSEGより大和アセット作成

日米欧の実質実効為替レート



（出所）BISより大和アセット作成

日米欧のエコノミック・サプライズ指数



（出所）シティグループ、LSEG

経済

今年後半以降は安定的な景気回復へ

実質GDPは2年近くに亘りゼロ近傍の成長が継続し、2023年後半は2四半期連続のマイナス成長に陥った。2024年1-3月期は前期比+0.6%と、大幅に上振れたが、これまでの反動もあると考えられる。いずれにせよ、景気は最悪期を脱した公算が大きく、金融引き締めの累積効果の低減、インフレの低下、供給制約の緩和等を追い風に、今年後半以降は緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。

インフレ率は2%台へ

4月消費者物価指数は総合で前年同月比+2.3%、コアで同+3.9%へ何れも伸び率が鈍化した。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だが、失業率の上昇など、労働需給のひっ迫が緩和する兆しはあり、コアも早晩鈍化しよう。総合では4-6月期に2%に達し、2025年末までを通じて2%台で推移するとBOEは想定している。

為替

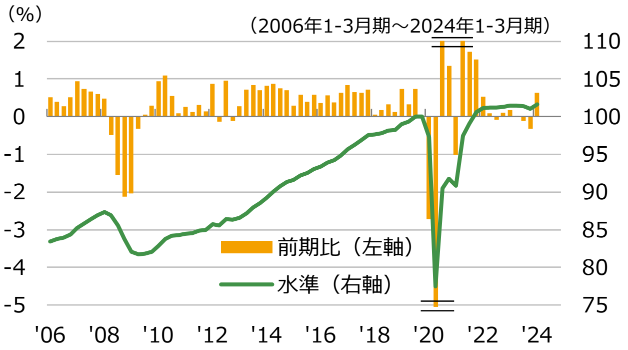
8月に利下げ開始、長期金利は低下へ

BOEは5月の金融政策委員会において6会合連続で政策金利を据え置いた。金融政策報告書では、2、3年後のインフレ率として、それぞれ1.9%、1.6%の見通しが示された。ベイリー総裁は利下げに傾斜し、市場が織り込む以上の利下げの可能性にも言及した。8月に利下げを開始し、年内は計3回、2025年は四半期毎の利下げを見込む。長期金利はBOEの利下げを織り込みつつ、低下基調に転じると見込む。

ユーロに比べてポンドは軟調か

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。ただ、英国のインフレ率や賃金上昇率が低下するなか、BOEは早期の利下げ開始に自信を深め、夏にかけて利下げ開始を検討することを示唆した。そのため英金利は独金利に比べ相対的に低下しており、ポンド安・ユーロ高に振れやすい状況。

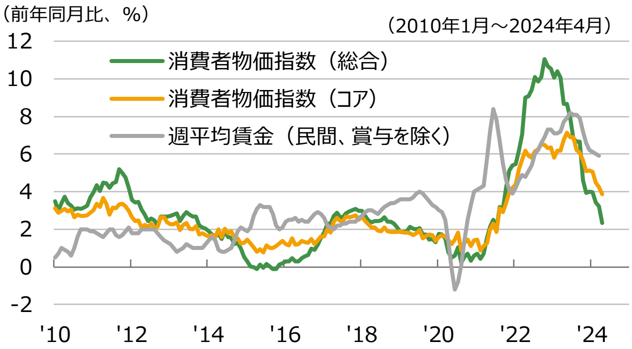
実質GDP



※水準は2019年10-12月期＝100

（出所）LSEG

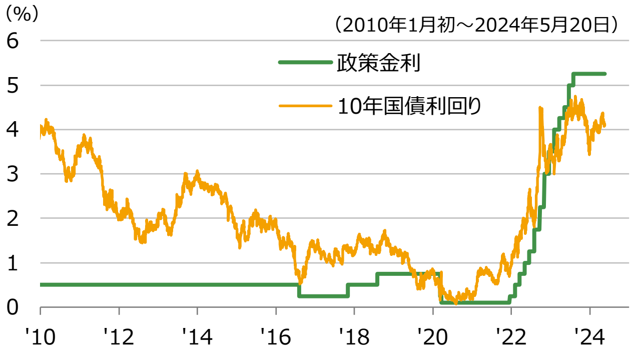
消費者物価指数と週平均賃金



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列
※週平均賃金は3カ月移動平均で2024年3月まで

（出所）LSEG

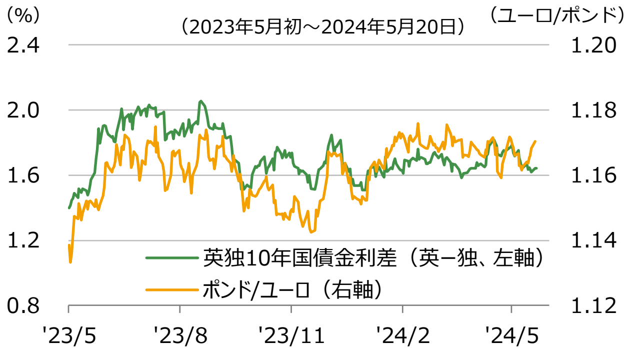
政策金利と長期金利



※政策金利は発表日ベース

（出所）ブルームバーグ

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

3四半期連続の低成長も今後に期待

1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率で▲2.0%となった。能登半島地震やダイハツの生産停止など一時的な要因の影響が大きいが、民間最終消費は4四半期連続でマイナス寄与となっており、インフレが家計の負担となっている。今後は一時的な要因からの回復や賃上げ効果、6月の定額減税の効果などが期待されるが、消費の本格的な回復にはコストプッシュインフレの沈静化が必要か。

実質賃金の改善進まず

ボーナスの減少などから3月の現金給与総額は前年同月比+0.6%（2月同+1.4%）と伸びが鈍化した。実質では同▲2.5%と減少率が拡大したほか、24カ月連続の減少で過去最長の減少期間となった。4月以降、賃上げ効果の発現が期待される。もっともボーナスや残業代の削減、非正規雇用比率の引き上げなど企業の人件費抑制の動きがあり、春闘の賃上げ率ほど賃金の伸びは高まらないだろう。

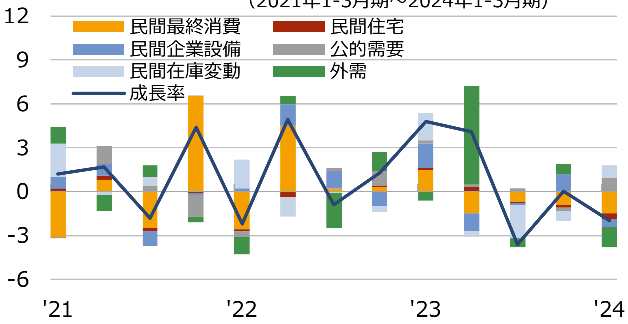
相次ぐ値上げが消費者心理を圧迫

4月の消費者態度指数は38.3（前月差▲1.2）と7カ月ぶりに低下した。消費者態度指数を構成する全ての構成指標が低下し、なかでも「耐久消費財の買い時判断」、「暮らし向き」などの悪化幅が大きい。一時1米ドル160円台に到達するなど、円安の進行による相次ぐ値上げが消費者マインドを冷やしているようだ。また、「収入の増え方」の悪化は4月からの建設業やドライバー等の残業規制強化の影響か。

物価の伸びは沈静化方向も高止まりか

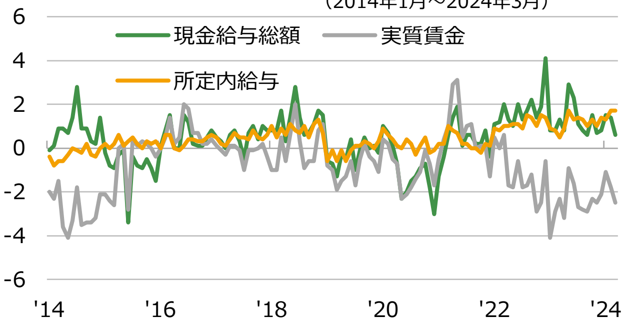
4月の東京都区部消費者物価指数（前年同月比）は、総合が+1.8%（3月+2.6%）と伸びが鈍化。高校の授業料無償化の寄与度が▲0.49%ptと特殊要因が大きいが、コストプッシュを反映した価格転嫁の勢いが弱まり、物価上昇に一服感が出ている。ただし、6月以降は電気・ガス代の補助金終了で▲0.45%pt程度の押し下げ効果の剥落があるほか、円安の進行もあり、伸び率の高止まりを想定する。

実質GDP



（出所）内閣府より大和アセット作成

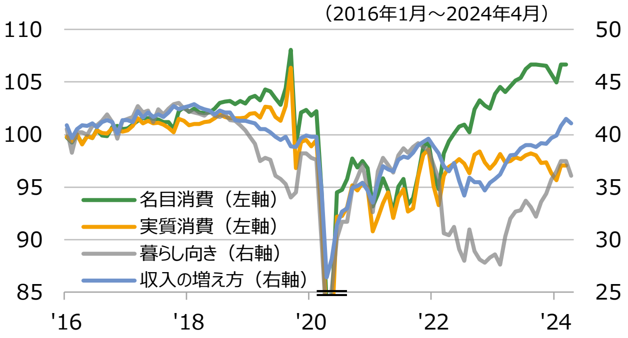
賃金



※事業所規模5人以上

（出所）ブルームバーグ

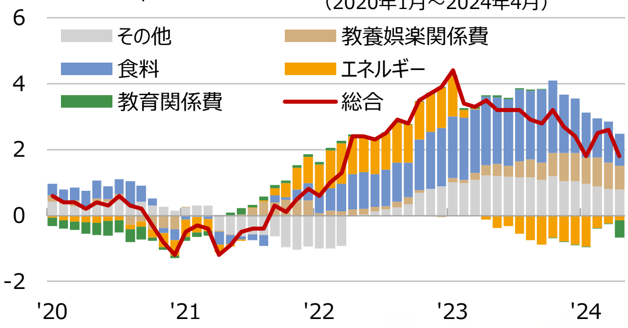
消費活動指数（左軸）と消費者意識指標（右軸）



※消費活動指数は旅行収支調整済、2024年3月まで
※消費者意識指標は二人以上の世帯

（出所）日本銀行、内閣府

消費者物価指数と前年同月比の寄与度



※東京都区部

（出所）総務省

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、企業の業績予想の為替前提が保守的であり、今後の予想EPS（1株当たり利益）の増加も期待される。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、やや高めのバリュエーションも十分に許容されよう。

増益基調継続

1米ドル160円台まで円安が進んだが、企業の業績予想の為替前提は140円～145円程度が中心であり、急速な円高進行や海外景気の悪化がない限り、堅調な業績拡大の継続が見込まれる。欧米の高金利は先進国のみならず、ドル建て負債の多い新興国経済の重しになっている。一方、日本では緩和的な金融環境が続いており、円安による輸入物価高や人件費増などはあるものの、相対的に優位な状況にある。

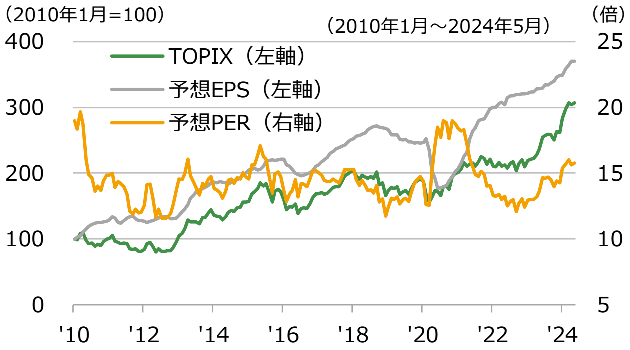
積極的な売り手不在の状況

2023年初以降の投資部門別売買動向（累計、先物を含む）では、海外投資家は約8兆円を買い越したが、小泉郵政改革やアベノミクス初期には約30兆円程度買い越した実績もあり、投資拡大余地があると思われる。また、事業法人は自社株買いで継続的な買い主体となっている。個人投資家は売り越し傾向だが、新NISAを通じた資金流入は想定を上回っており、積極的な売り手が不在の状況にある。

長期金利上昇が銀行・生命保険に追い風

インフレ傾向や日銀の異次元緩和の終了などから長期金利が上昇している。多くの業種にとって長期金利の上昇は減益要因だが、銀行や生命保険は長短金利差の拡大が増益要因となる。日銀の異次元金融緩和による長期金利の低下に苦しんでいた銀行や生命保険の業績改善が期待される。東証銀行業株価指数の対TOPIX相対リターンは、長期では大幅に劣後しており、今後の挽回が期待される状況にある。

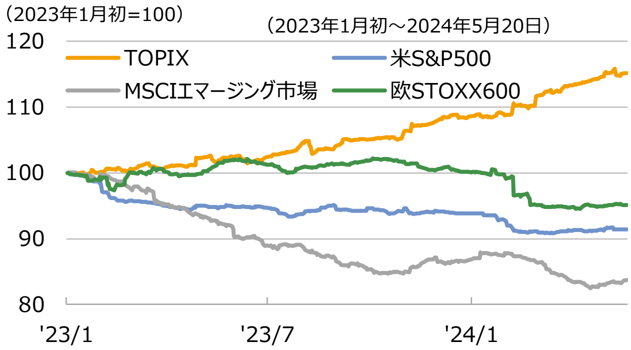
TOPIXとEPS・PER



※月末値、2024年5月は20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

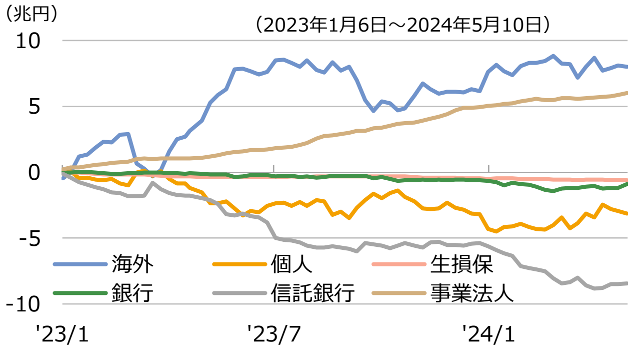
各国・地域の主要株価指数の予想EPS



※12カ月先予想

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

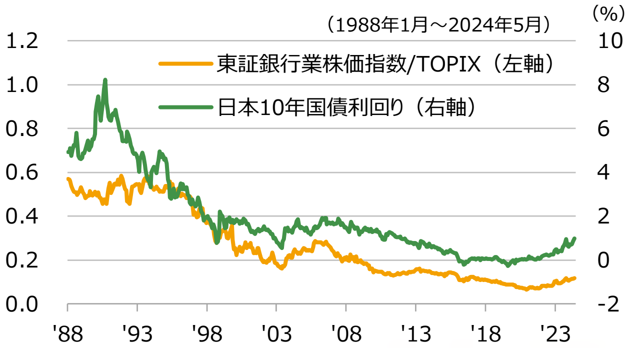
投資部門別売買状況



※現物と主要な先物取引（ミニ先物を含む）の週次売買金額の累計

（出所）QUICK

10年国債利回りと東証銀行業株価指数（相対株価）



※月末値、2024年5月は20日の値

（出所）ブルームバーグ

債券・金利

次回利上げの見通しを前倒し

今回、日銀の次回利上げ時期を24年10月に前倒し修正。年初来の円安が輸入物価の上昇を通して国内消費に無視しえない悪影響をもたらしており、円安対策としての利上げ（日米金利差縮小）の必要性が高まっていることに因る。24年10月に0.15%pt、25年4月に0.25%ptの利上げを想定。もっとも、この場合の利上げは「悪い利上げ」で、持続性に乏しいと判断。いわゆる「0.5%の壁」で打ち止め。

10年金利の見通しは据え置き

10年金利の見通しは、従来見通しの24年末1.0%、25年末1.1%を据え置く。①前述した通り0.5%までの利上げしか想定していないこと、②日銀の国債買入れの累積効果（ストック効果）が長期金利の押し下げ要因であり続けること（日銀の試算では現在▲1%程度）、③年末にかけての米国長期金利の低下を想定していること、などに因る。

リート

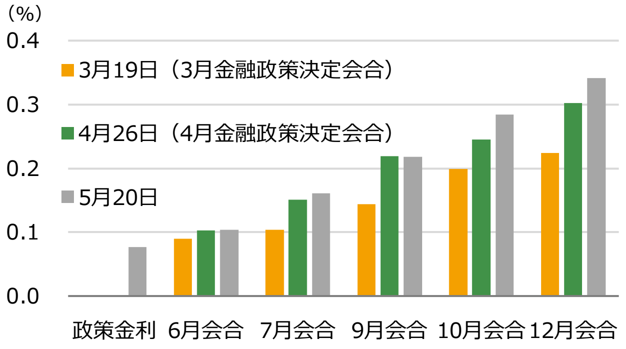
長期金利が上昇するなか底堅い推移

J-REIT市場は、国内長期金利が0.9%台後半まで上昇するなか底堅い推移。4月は自己投資口の取得（バイバック）の決定が3件発表。過去と比べて、件数・規模共に拡大傾向で、J-REIT市場の下支え・押し上げ要因としても期待。オフィスを保有するREIT、不動産会社の決算では稼働率の高位安定を背景に、今後は賃料増額を目指す戦略が示され、オフィス市況の見通し改善が再確認された。

J-REIT市場は緩やかな上昇を想定

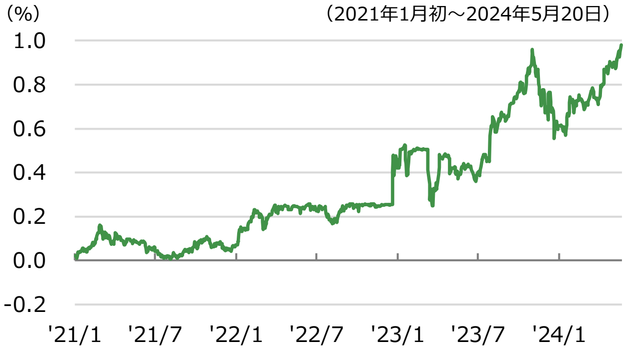
J-REITの保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあり、相対的に安定した高い利回りや資産価値からみた割安感が意識される。今後も追加の金融政策修正への観測が台頭することはあるとみているが、長期金利の上昇が限定的であることを確認しつつ、J-REIT市場は緩やかに上昇していくことを想定。

市場が織り込む政策金利の水準



（出所）ブルームバーグ

10年国債利回り

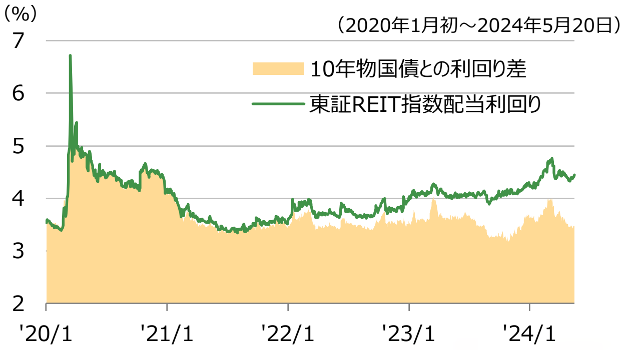


（出所）ブルームバーグ

東証REIT指数の推移

（出所）ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

為替

円安により米ドル円とクロス円が上昇

4～5月は米ドルが円以外の通貨に対して下落した一方、クロス円が上昇。リスクオンの米ドル安が米金利上昇の米ドル高をやや上回り、海外金利上昇とリスクオンが円安に作用した。円安の進行により米ドル円は1990年4月以来の160円台まで上昇した後、2022年10月以来の円買い介入（推定）や海外金利低下による円高で米ドル円とクロス円は下落したが、リスクオンの円安により再び上昇している。

米金利と米ドル円の順相関が高まる

米金利と米ドル円の順相関が高まる一方、米株価と米ドル円が逆相関に。米金利と米株価が逆相関となるなか、米ドル円が米金利との連動を強めている。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。ただ、最近はリスクオン・オフより金利変動が米ドル円を左右している。

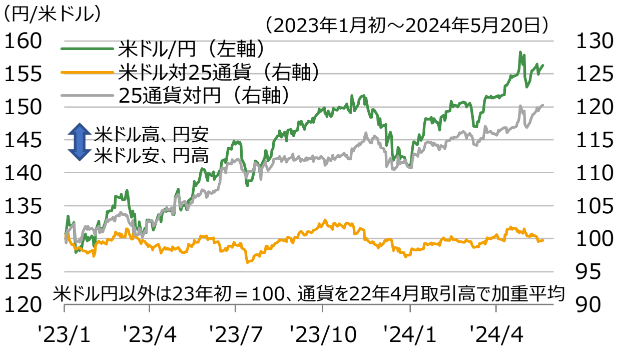
国際収支における円安圧力が後退

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。一方、証券投資収支の資本流出は23年後半に拡大後、24年3月にかけて縮小し、6カ月移動平均は資本流入に（対外証券投資より対内証券投資の拡大が大きいため）。これら収支と金融派生商品収支を合計した収支（基礎収支と定義）も、23年後半に資本流出が拡大し円安要因となったが、24年3月には資本流入に転じ円高要因に。

物価上昇は金利上昇・円高の一因に

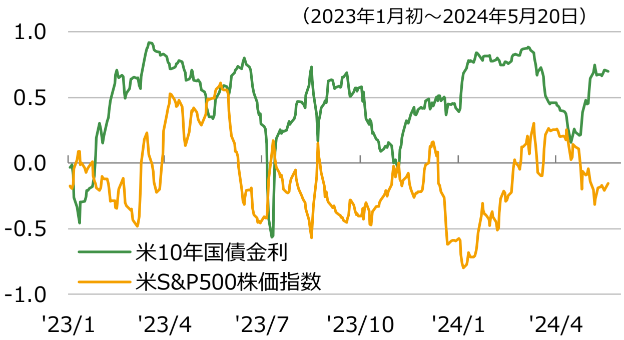
円ベース輸入物価の前年同月比は3月の+1.4%から4月の+6.4%に上昇。背景には、契約通貨ベース輸入物価の下落率縮小もあるが、米ドル円の上昇率拡大もある。5月も米ドル円は前年同月を上回る水準で推移しており、円ベース輸入物価の上昇は続きそうだ。国内企業物価の前年同月比も高まっており、消費者物価にも影響が波及しそうだ。円安による物価高は、金利上昇を通じて円高の一因となるだろう。

米ドル・円・他通貨の為替



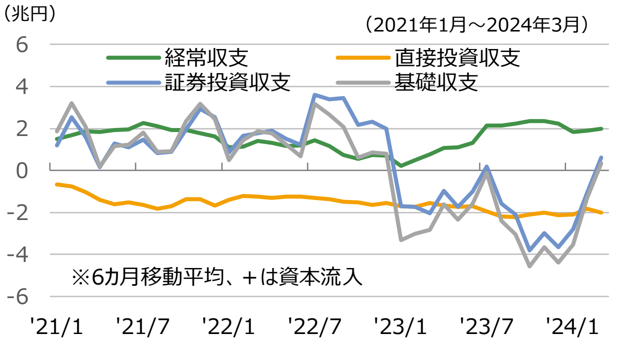
（出所）BIS、LSEGより大和アセット作成

米ドル円との時系列相関係数（25日間）



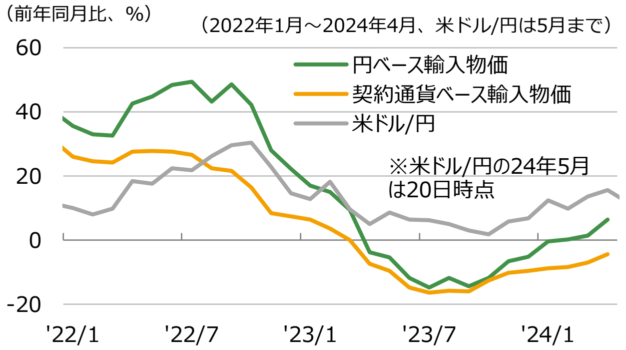
※5営業日前比どうしの相関係数
（出所） LSEGより大和アセット作成

国際収支



※基礎収支＝経常収支＋直接投資収支＋証券投資収支＋金融派生商品収支
（出所）財務省より大和アセット作成

輸入物価と米ドル円



（出所）LSEGより大和アセット作成

経済

景気の底打ち感が強まる

4月総合PMIは49.3と、好不況の境目とされる50目前まで上昇。カナダ銀行の早期利下げ観測や世界的な景気底打ち期待などが重なり、カナダの景気も回復局面に入りつつあるようだ。年初の成長率加速はストライキの反動や暖冬の影響などが指摘されており、多少は割り引いて見る必要がある。それでも、実際に利下げが行われることで利払い負担が軽減し、徐々に地に足の着いた景気回復局面に移ると見込む。

雇用者数の増加と労働市場のひっ迫解消

4月の雇用者数は前月差+9.04万人となり、3月の▲0.22万人を埋めて余りある増加を記録。一方、移民の急増を主因とした労働力人口の拡大が続き、失業率はコロナ禍前の水準を上回って推移している。労働市場のひっ迫はおおむね解消された状態が継続しているようだ。雇用者数の増加傾向と失業率の程よい上昇の組み合わせは、経済のソフトランディング（軟着陸）実現の可能性を高めていると言えよう。

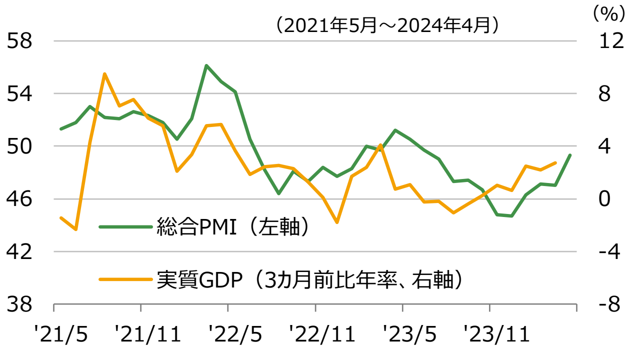
賃金上昇率は鈍化傾向へ

労働市場のひっ迫緩和は、時間差を伴って賃金上昇率の伸び鈍化などに波及し始めている様子がうかがえる。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た。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

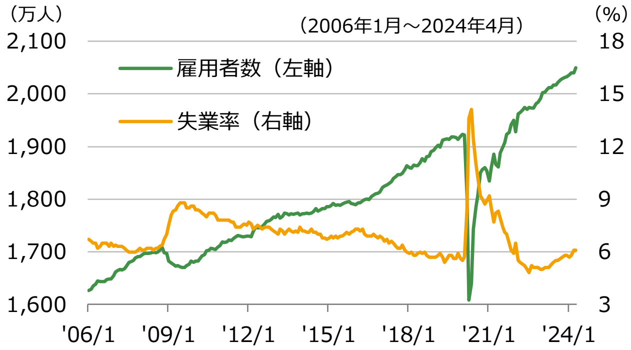
カナダ銀行は昨年7-9月期に需給ギャップがマイナス（供給超過）に転じたと推計しており、その動きを追うようにインフレ率は急低下した。カナダ銀行が重視するCPIの加重中央値とトリム平均値の3カ月前比年率は2カ月連続で2%を下回っており、同行が利下げ開始までに確認したいと述べていた「基調的なインフレ率の持続的な鈍化」を示したと言えよう。利下げ開始は目前に迫っているようだ。

PMIと月次実質GDP



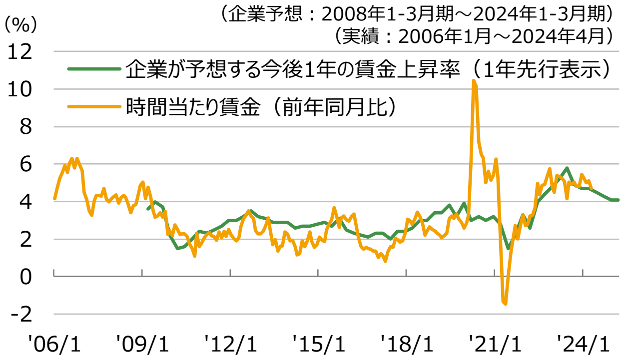
※実質GDPは2024年3月まで（2024年3月はカナダ統計局の推計値）
（出所）ブルームバーグ、カナダ統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



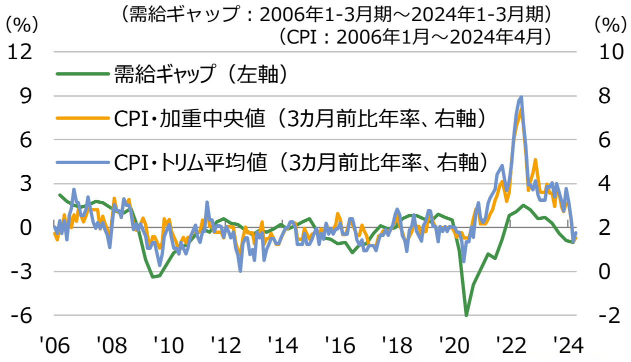
（出所）カナダ統計局

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

利下げ開始は目前、その後は緩やかに

インフレ率の鈍化傾向が続き、カナダ銀行が利下げを開始する要件は整ったようだ。他方、循環的な成長加速の局面に入ったこともあり、急ピッチで利下げを進める必要性も乏しい。利下げのペースは国内景気だけでなく、米国の金融政策や為替の動向にも左右されよう。今回、米国の利下げ開始予想を今年12月に後ずれさせたことに伴い、カナダの今年末の政策金利予想を4.25%から4.5%に引き上げた。

長期金利は3%台での推移が継続か

利下げペースの不透明感は強いものの、利下げの方向性自体が変わる可能性は低いため、長期金利の上昇余地は限定的とみられる。一方、利下げ到達点の目処とされる中立金利は更に上昇するシナリオも考えられ、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そうだ。長期金利は引き続き3%台で推移しやすいとみる。

為替

目先は利下げ開始観測が重荷

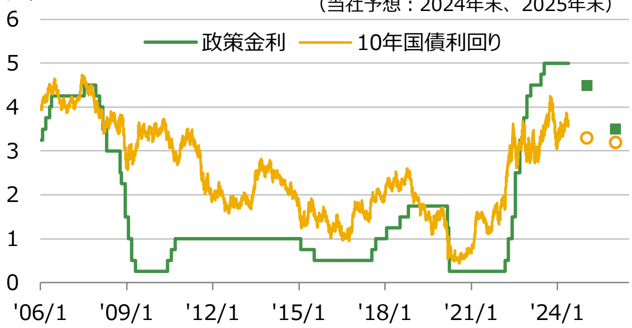
カナダ・ドルは対米ドルで上値の重い展開が継続。足元では米国の利下げ後ずれ観測が一服したが、カナダの利下げ開始が近いことなどから、カナダ・ドルの反発は鈍かった。引き続き、目先はカナダの利下げ開始観測がカナダ・ドルの重荷になりそうだ。しかし、その後に米国の利下げが意識されれば、投機筋のカナダ・ドル先物ショートポジションの巻き戻しとともにカナダ・ドルの反発余地が生じよう。

金利差縮小でもカナダ・ドル円は上昇

日本とカナダの金利差が縮小する一方で、カナダ・ドル円は上昇しており、両者の乖離が一段と目立つ格好となった。今後も金利差は縮小傾向で推移しやすいだろうが、金利差では説明できない構造的な円売りフローの可能性や、積極的に円を買いづらい金利水準、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

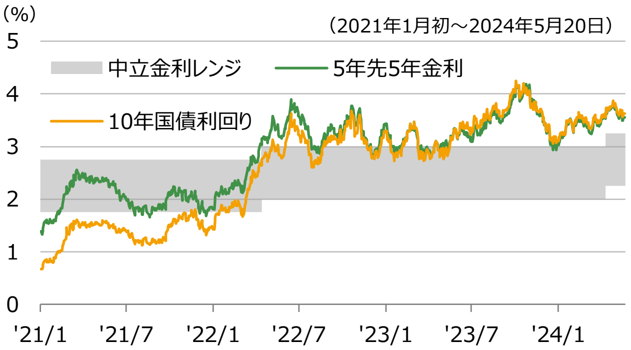
（実績：2006年1月初～2024年5月20日）
（当社予想：2024年末、2025年末）



（出所）ブルームバーグ、大和アセット

各種金利

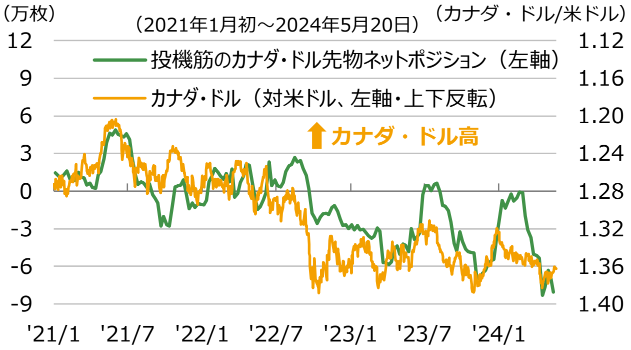
（2021年1月初～2024年5月20日）



（出所）カナダ銀行、ブルームバーグ

投機筋のカナダ・ドル先物ネットポジションと為替

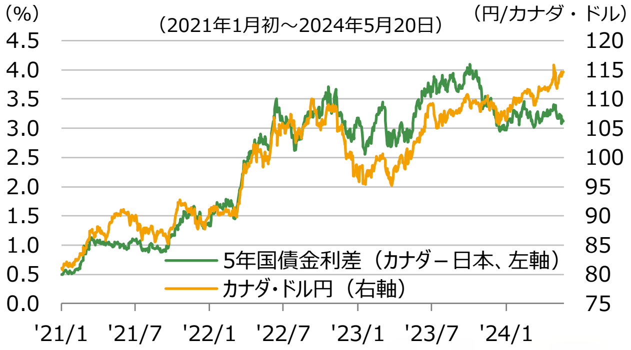
（2021年1月初～2024年5月20日）



※先物ポジションは週次（2024年5月14日まで）
（出所）ブルームバーグ

カナダと日本の5年国債金利差とカナダ・ドル円

（2021年1月初～2024年5月20日）



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

経済

個人消費は今年半ばからの回復を見込む

インフレ率や政策金利の高止まりが見込まれる中、消費者のセンチメントは低迷したままで、個人消費も低空飛行が続いている。個人消費は腰折れを警戒する状況ではないが、依然として浮上の兆しも見えない。ただし、実質賃金の上昇や7月からの所得税減税、新たな物価高対策などにより、個人消費は今年半ばから徐々に持ち直すと見込む。その後に利下げが進めば、本格的な景気回復局面に移行しよう。

労働市場のひっ迫は徐々に緩和

最近の雇用統計は、人々の行動様式の変化が原因で季節調整が上手く機能しておらず、単月の振れが大きくなっている。ただし、トレンドとしては雇用者数の増加と失業率の緩やかな上昇が続いていると判断される。労働市場は過剰なひっ迫が緩和する過程にあるものの、足元では求人件数の減少が一服しており、労働需要は旺盛なままである。労働市場のひっ迫緩和が早急には進まないことが示唆される。

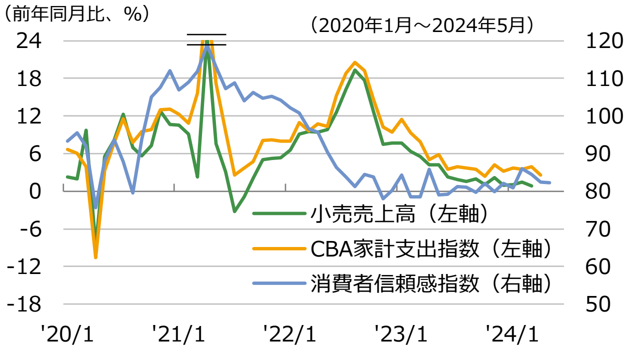
今後のインフレ鈍化は緩やかに

消費者物価指数は1-3月期に前年同期比+3.6%へ、基調的な物価動向を示すトリム平均値は同+4.0%へとそれぞれ伸びが鈍化した。しかし、いずれも市場予想を上回ったほか、これまでインフレ鈍化をけん引してきた財価格の減速はおおむね一巡し、賃金上昇などを背景にサービス価格の高止まりが想定されるため、目先はインフレ率が下がりづらくなりそうだ。月次データでは再加速の動きも見られている。

財政政策は再び拡張方向に

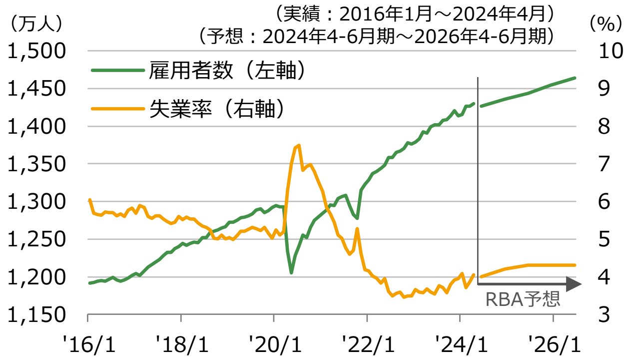
財務省が5月に公表した予算案によれば2023/24年度は2年連続となる財政黒字を達成する見込みとなった。一方、①電気料金の補助、②家賃の補助、③学生ローンの負担軽減を中心とした物価高対策などにより、2024/25年度は財政赤字が拡大する予測。①と②で同年度のインフレ率を0.5%pt押し下げるとの試算が示されたが、総需要の押し上げによって基調的なインフレ率は高止まりしやすくなりそうだ。

個人消費と消費者センチメント



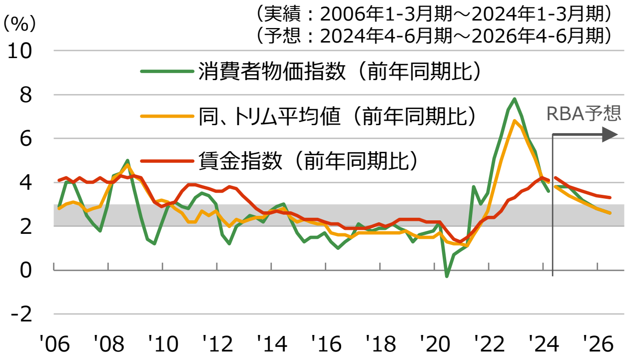
※小売売上高は2024年3月まで　※CBA家計支出指数は2024年4月まで
※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表値
（出所）ブルームバーグ

雇用者数と失業率



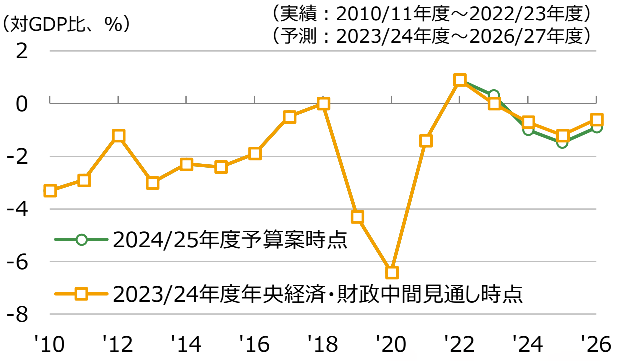
（出所）豪州統計局、RBA

消費者物価指数と賃金指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ　（出所）豪州統計局、RBA

財政収支



※年度は7月から翌年6月　（出所）豪州財務省

債券・金利

利下げ開始の後ずれリスクが高まる

RBAは5月の理事会で4会合連続となる政策金利の据え置きを決めた。ただし、インフレ率が想定より長い期間にわたって目標を上回り続けるリスクが高まったとして、今回は同時に利上げの選択肢も議論したとのこと。利上げ再開は依然としてリスクシナリオだが、少なくとも利下げを検討できる状況にないことは確かだろう。また、政府の物価高対策はRBAの利下げ開始を遅らせる要因になると思われる。

利下げ幅も小さく長期金利は高止まり

実質賃金の上昇や7月の所得税率引き下げを踏まえ、当社は利下げ開始予想を今年11月、リスクは後ずれ方向としてきた。だが今回、政府の拡張的な財政政策などを受けて、利下げ開始予想を来年2月に後ろ倒しした。引き続き来年末までに想定される累積の利下げ幅は欧米の主要中銀に比べて小さいため、長期金利は相対的に高止まりしやすいと見込む。

為替

豪ドルの買い戻しが進む

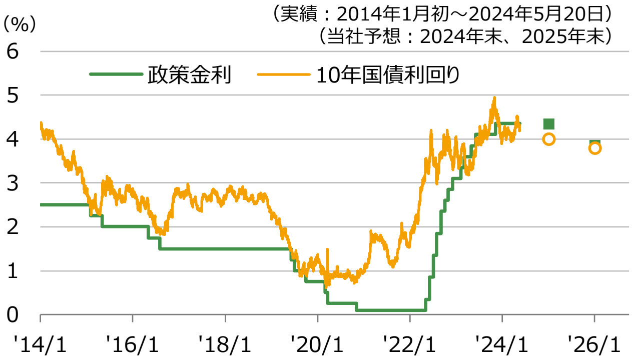
豪州の早期利下げ観測の後退や、リスク選好姿勢の強まりなどを背景に豪ドルは対米ドルで増価。過去最高水準に積み上がっていた投機筋の豪ドル先物ショートポジションの手仕舞いも豪ドル高に拍車をかけた模様。ショートポジションの解消余地はまだ残っているほか、RBAがFRBより利下げが遅れるとみられることは豪ドルの追い風になるだろう。豪ドルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持。

金利差との乖離が鮮明になる豪ドル円

日本と豪州の金利差が縮小する一方で、豪ドル円は顕著に上昇し、両者の乖離が一段と目立つ格好となった。今後も金利差は縮小傾向で推移しやすいだろうが、金利差では説明できない構造的な円売りフローの可能性や、積極的に円を買いづらい金利水準、豪州の大幅な貿易黒字の定着などを踏まえ、豪ドル円は金利差対比で下がりづらい状況が続くと見込む。

政策金利と10年国債利回り

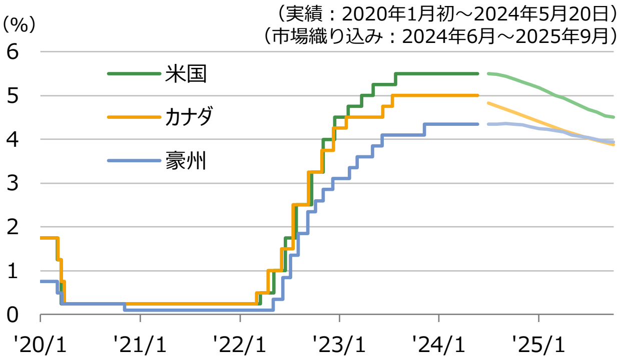
（実績：2014年1月初～2024年5月20日）
（当社予想：2024年末、2025年末）



（出所）ブルームバーグ、大和アセット

各国の政策金利

（実績：2020年1月初～2024年5月20日）
（市場織り込み：2024年6月～2025年9月）

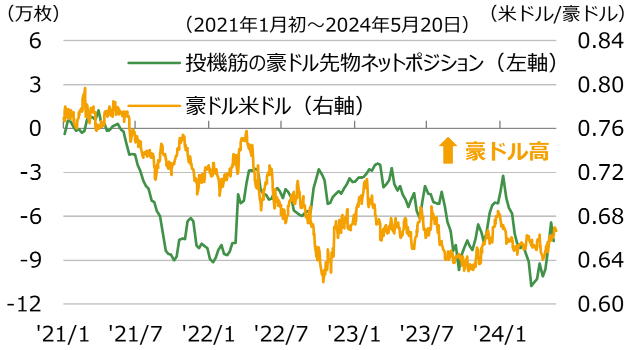


※市場織り込みは2024年5月20日時点

（出所）ブルームバーグ

投機筋の豪ドル先物ネットポジションと為替

（2021年1月初～2024年5月20日）



※先物ポジションは週次（2024年5月14日まで）

（出所）ブルームバーグ

豪州と日本の10年国債金利差と豪ドル円

（2021年1月初～2024年5月20日）

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

経済

与信の急減速で景気見通しに暗雲

実質GDP成長率に先行性がみられる社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は4月に急減速。4月の新規の社会融資総量が異例のマイナスに転じ、需要不足の深刻化を浮き彫りに。通貨供給量（M2）も減速傾向にあり、「低体温経済」への突入を印象付ける。足元は、在庫調整一巡による製造業の幾分の持ち直しが景気ドライバーとして挙げられるが、製造業頼りの景気回復は限界があろう。

建築途中の住宅面積はさほど減少せず

建築中の住宅面積をその年の完成面積の倍数でみた場合、2023年は22年の10.2倍から8.1倍へ低下。ただ、その割には建築中の住宅面積の減少は鈍い。5月17日に発表された地方政府による住宅の買取政策（未完成含む）については規模と資金源の確認が必要。不動産の過剰投資問題解決には最低2兆元の資金注入が必要とみられ、テコ入れ策は道半ばか。

株式

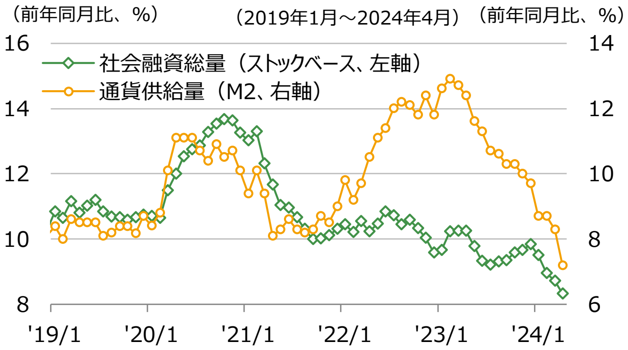
一段の好材料は見当たらず

直近1カ月は不動産、香港株へのテコ入れ策を好感し、不動産株とハンセン指数が大幅に上昇。ただ、対症療法でしかなく、芳しくない経済見通しの下、本土株の上昇幅は5%程度に留まる。5月17日発表の不動産救済策は、政府による住宅買取政策で、不動産企業の信用不安を和らげようが、不動産販売の改善に繋がるかは様子見が必要。今後は、米中摩擦の激化や好材料出尽くし感などが重しになりうる。

「中国版PKO」で、1月の安値がボトムか

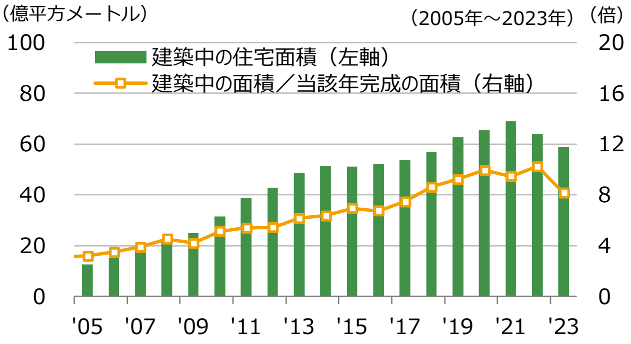
「中国版PKO（株価下支え策）」が奏功し、1月につけた安値をボトムに、今後は概ねレンジ推移すると予想し、中国株の投資判断を「弱気」から「やや弱気」へ引き上げる。「中国版PKO」では国家隊や国営企業、証券会社経由の株買いなど国を挙げての株価対策のほか、日本のバブル崩壊後のPKOに比べて空売りへの厳格な規制が奏功していると言える。

マネー関連指標



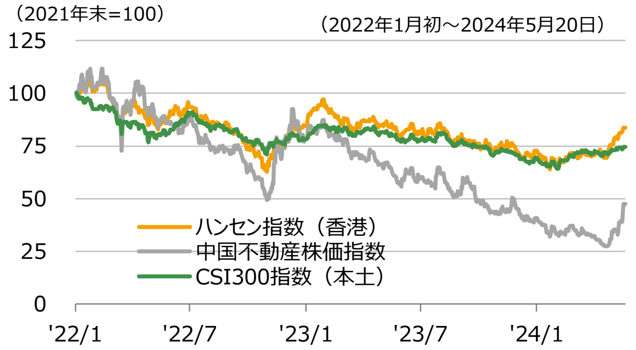
（出所）中国人民銀行より大和アセット作成

建築中住宅の規模



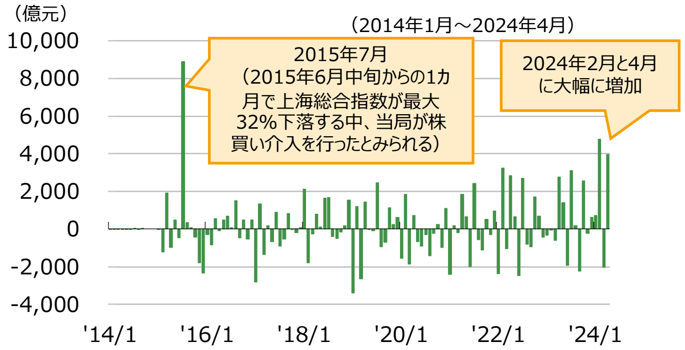
（出所）中国国家統計局より大和アセット作成

各種株価指数の推移



※CSI300は人民元建て、ハンセン指数は 香港ドル建て、不動産株価指数は米ドル建て
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

証券会社経由の株式市場への当局の介入金額推計値



※証券会社等非銀行金融機関への資金供給から本土株式市場への介入規模を推計したもの
（出所）中国人民銀行より大和アセット作成

債券・金利

住宅ローン金利低下には利下げが必要

5月17日の不動産テコ入れ策で、住宅ローン金利の下限撤廃が発表されたが、市中銀行が住宅ローン金利引き下げに動くには、追加利下げが必要。長期貸出の参照レートの5年LPRの、準政策金利1年MLF金利に対する上乗せ幅が過去最小まで縮まったことが背景にある。しかし、人民元安圧力の強まりも懸念され、中国当局は大幅な利下げに動きそうにない。住宅ローン金利の低下誘導の実現性に疑問符が残る。

「低体温経済」で金利は下限を試すか

5月17日発表の不動産テコ入れ策を受け、不動産企業の資金繰り改善、デフォルト連鎖の断ち切りが期待され、信用不安の抑制、社債利回りの低位安定に寄与しよう。また、景気の低空飛行や追加金融緩和が予想されるほか、国債市場は米中摩擦激化の場面での資金逃避先となることで、金利は国債を中心に下限を試す展開が続くと予想。

為替

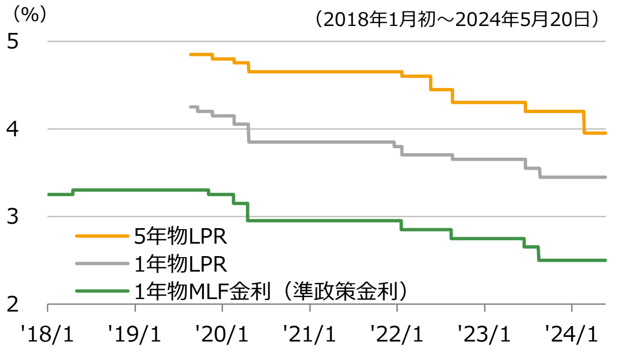
再び対円で1993年以降の最高値を更新

歴史的な円安を受け、人民元対円レートは約30年ぶりの高値を再び更新。中国投資家による対日投資への関心を高めている。中国の中長期的な景気低迷への懸念は強まっており、キャピタルフライトも強まりやすいが、対米ドルでは資本規制が奏功し底堅い推移を予想。特に、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か。

旅行収支の赤字が急拡大

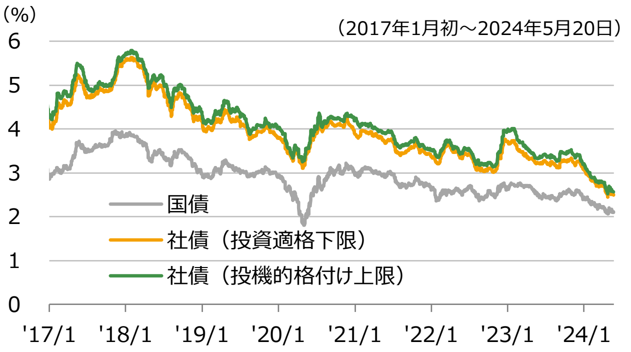
4-9月期の国際線旅客便の飛行計画によると、国内／外国航空会社の国際線旅客便数は2019年同期の70％台に留まり、中国人の海外旅行は低迷の模様。しかし、統計上の旅行支払は急拡大。15-19年の中国人爆買い時の約600億米ドルに上り、資金逃避の可能性も排除できない。旅行収支全般の赤字も約5年ぶりの高水準で、人民元安圧力として働こう。

準政策金利とLPR（最優遇貸出金利）



※実行日ベース　※LPRは2019年8月20日から
（出所）中国人民銀行

中国本土債券市場の国債と社債の推移（5年債）

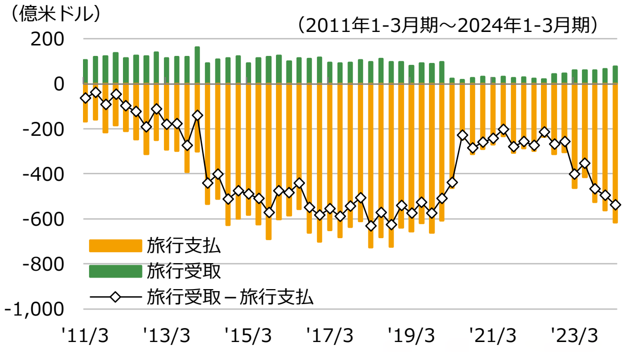


※投資適格および投機的格付けは、本土債券市場で一般に用いられている基準による
（出所）中国中央国債登記決算有限会社、CEIC

人民元の対米ドル、対円レートの推移

（出所）ブルームバーグ

対外旅行収支の推移



（出所）中国国家外貨管理局より大和アセット作成

経済

景気回復の基調は維持される見込み

4月総合PMIは54.8と、過去2カ月の55.1から低下したものの高水準を維持しており、当面の景気回復を示唆。1-3月期実質GDP成長率は昨年後半のゼロ%成長からの明確な加速が見込まれる。4-6月期はブラジル南部を襲った豪雨や洪水がかく乱要因になるかもしれないが、財政支援や昨年からの利下げの効果で景気回復の基調は維持されると想定。成長率予想は今年を+2.0%、来年を+2.5%に据え置く。

高金利を乗り越え労働市場は再拡大へ

2021年3月から2022年8月にかけて政策金利は2%から13.75%に引き上げられたが、雇用者数の目立った減少は見られず、失業率はほぼ一貫して下がり続けた。高金利政策の影響が逓減し、昨年からの利下げの効果が経済全体に波及する中、雇用者数は増加ペースが加速し、失業率は一段と低下する展開になっている。PMIなどでは採用意欲の高さが示されており、労働市場の強さは続くと見込まれる。

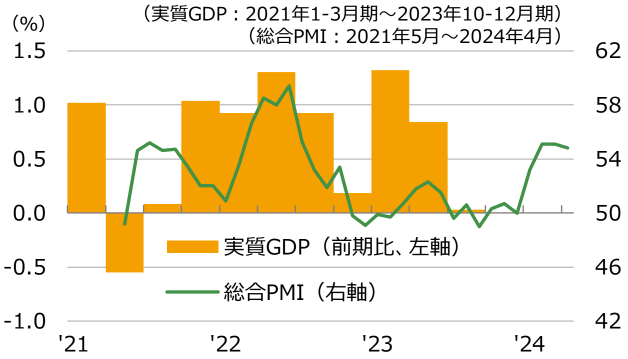
利下げによって家計の信用状況は改善

消費者ローンのデフォルト率は、昨年8月からの連続利下げなどの効果によって昨年6月の6.3%をピークとして直近3月に5.4%まで低下。過去数カ月は小売売上高の増加も顕著になっている。利下げペース鈍化によって今後はデフォルト率の低下も緩やかになると見込まれるが、個人消費の押し上げに働くとの方向感は変わらないだろう。次は回復が遅れている企業の信用状況も改善が進むか注目される。

インフレ見通しは再び不透明に

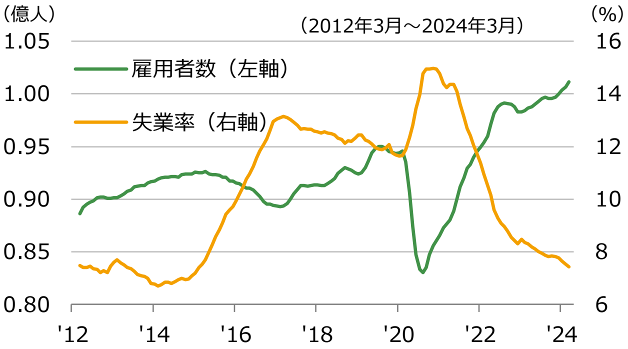
消費者物価指数は4月に前年同月比+3.7%と、3月の+3.9%から伸びが鈍化したが、この4月が当面のボトムになると見込まれる。また、インフレ見通しの不確実性が再び高まっている。特にブラジル南部を襲った豪雨や洪水が食品価格をどれだけ押し上げることになるかは注意が必要。他方、国営石油会社ペトロブラスの最高経営責任者の解任は、今後のガソリン価格の引き下げにつながるかもしれない。

実質GDPと総合PMI



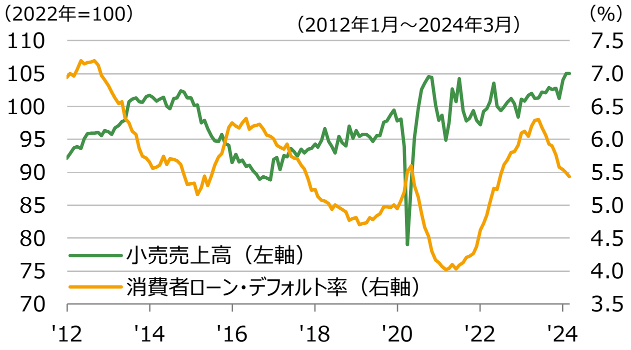
（出所）ブルームバーグ

雇用者数と失業率



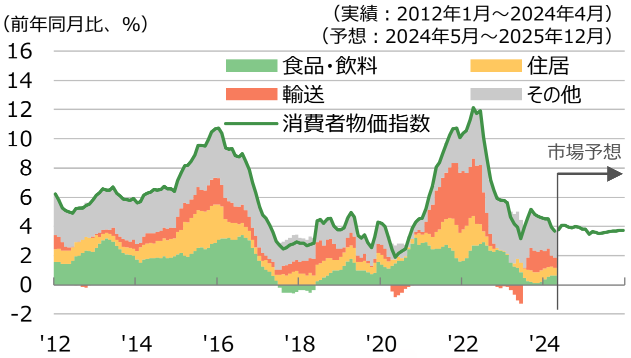
※いずれも3カ月移動平均でCEICによる季節調整値
（出所）CEIC

小売売上高と消費者ローン・デフォルト率



※小売売上高は数量ベース　※デフォルトの定義は90日以上の延滞
（出所）ブルームバーグ

消費者物価指数



※棒グラフは項目別寄与度
（出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

債券・金利

0.25%ptの利下げか政策金利据え置きか

ブラジル中銀は昨年8月から6会合連続で0.5%ptの利下げを決定してきたが、直近5月会合では利下げ幅を0.25%ptに縮小した。国内景気の回復に財政悪化懸念や米国の利下げ後ずれ観測などが加わり、当社の想定より1会合早いタイミングでの利下げ幅縮小となった。今後は0.25%ptの利下げを基本線としつつも、インフレ見通しの上振れリスクが高まる局面では利下げの一時停止も検討されるだろう。

市場の利下げなし予想は行き過ぎの公算

上記の要因にブラジル南部における豪雨や洪水の影響も重なって、インフレ率や金融政策の先行きは不確実性が高まり、市場の利下げ織り込みがはく落する格好となった。しかし、中銀は政策金利が依然として十分に引き締め的な水準にあると推計しているため、足元の動揺が落ち着けば、再び利下げを織り込む展開となり、国債利回りは低下すると見込む。

為替

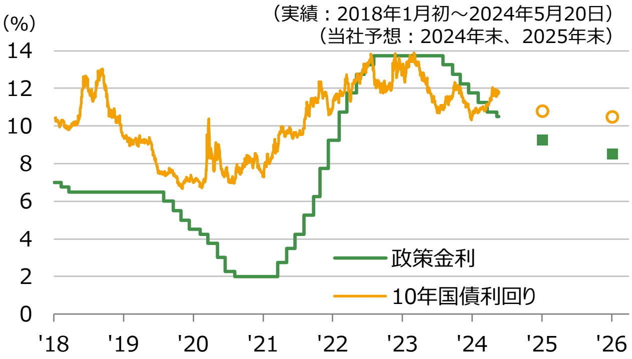
ブラジル・レアルはやや持ち直しの動き

レアルは4月半ばにかけて対米ドルで減価したが、その後はブラジル中銀の利下げ幅縮小観測の高まりや米国の利下げ後ずれ観測の一服などを背景にやや持ち直しの動き。しかし、配当方針などを巡り対立していた国営石油会社ペトロブラスの最高経営責任者を解任するなど、株式市場にとって好ましくない政府の言動は継続。ブラジル株式市場からの資金流出がレアルの上値を抑える一因になっているようだ。

レアル安が急速に進むリスクは小さい

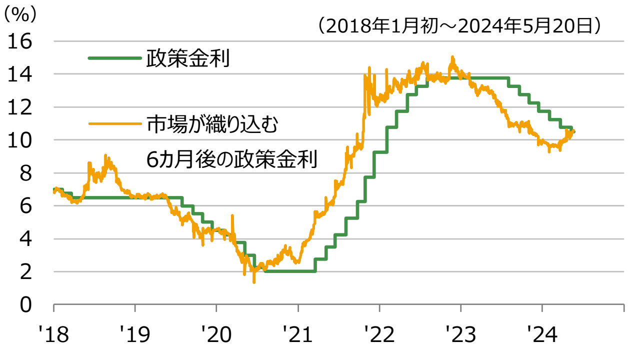
レアル高につながる材料は乏しいものの、一方的にレアル安が進行する可能性も低そうだ。例えば貿易収支は大幅な黒字が続いており、実需面からレアルを下支えする要因になっている。また、インフレ下げ渋り懸念がある中、ブラジル中銀はレアル安に起因するインフレ圧力に警戒している様子で、中銀の柔軟な対応が為替の安定につながると期待される。

政策金利と10年国債利回り



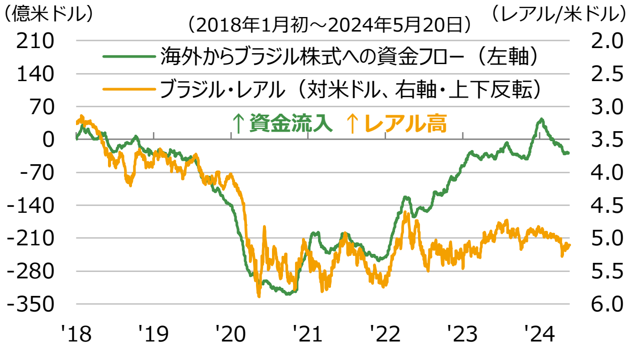
（出所）ブルームバーグ、大和アセット

政策金利と市場が織り込む6カ月後の政策金利



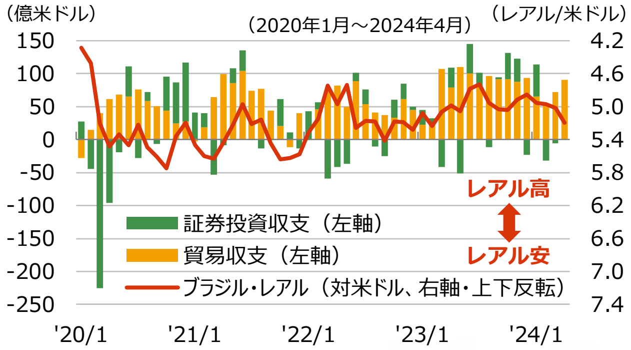
（出所）ブルームバーグ

ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



※資金フローは起点からの累積（2024年5月16日まで）
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

証券投資・貿易収支とブラジル・レアル



※証券投資収支はプラスが純資金流入（データは2024年3月まで）
※為替レートは各月末値
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

経済

高成長の新興国はアジア諸国が多い

2023年10月発表の「IMF世界経済見通し」に比べて2024年4月号では、2024年実質GDP成長率見通しが上方修正される国が多かった。ポーランドやブラジルの上方修正幅が大きいが、インフレ率の低下による実質賃金の上昇および個人消費の回復が寄与。一方、高成長の新興国はアジア諸国が多い。特に内需主導のインドやフィリピンは、上方修正も進み、一段と際立つ高成長が見込まれている。

資源価格の上昇は資源国にポジティブ

CRBコモディティ指数が4月に約12年半ぶりの高水準を記録。品目ごとに値動きは異なるが、金や銀、原油の価格上昇が顕著な他、電池、EV等に使われる非鉄金属の銅、アルミ、鉛等も上昇。これらを生産するブラジル、南アフリカ、メキシコ、インドネシア等が恩恵を受けよう。一方、物価面では、新興国に影響が大きい食品価格はラニーニャ現象への期待もあり下落傾向で、物価再燃リスクは限定的。

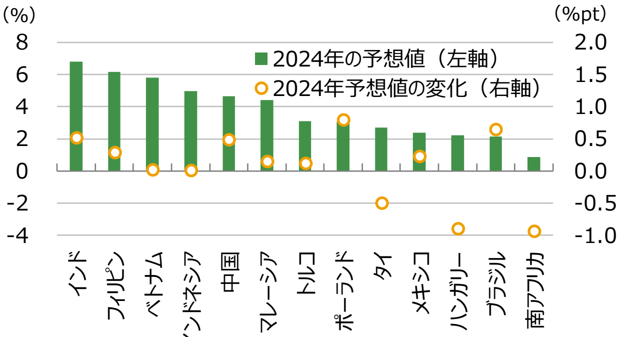
インドの銀行は強い内需を享受し高収益

インドでは強い内需を背景に、銀行業績が好調である。2022～23年に金融引き締めがあったにも拘らず、自動車、住宅などへの中高所得者層の消費意欲は強く、借入需要は高い。インフラ投資の加速もあり、銀行システムの貸出残高は前年同月比10%台後半の高い伸び率で推移。利上げによるマージンはピークに達しつつも、高水準のため好業績に寄与。中長期的な経済成長を取り込む株価上昇を見込む。

インドGDPの日本超えが25年に前倒し

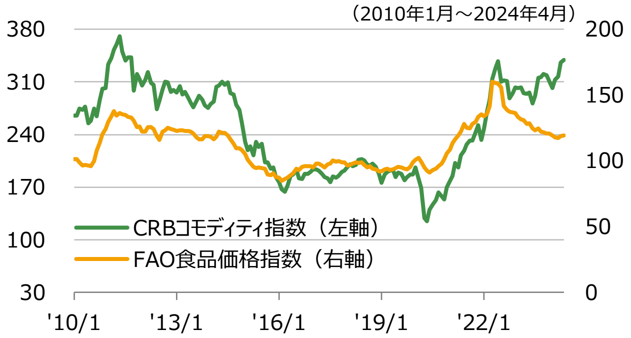
IMFの「世界経済見通し2024年4月号」で示された名目GDPランキングに関しては、21年にイギリスを超え5位に浮上したインドが、今後、日本とドイツを超え、27年に世界3位の経済大国に躍進する見込みである。さらに、前回の23年10月号の予測に比べて、日本超えが26年から25年に早まる予定。成長の「率」だけでなく「規模」の拡大も目覚ましく、名実とも世界大国に変貌していると言える。

IMF世界経済見通しおよび見通しの変化



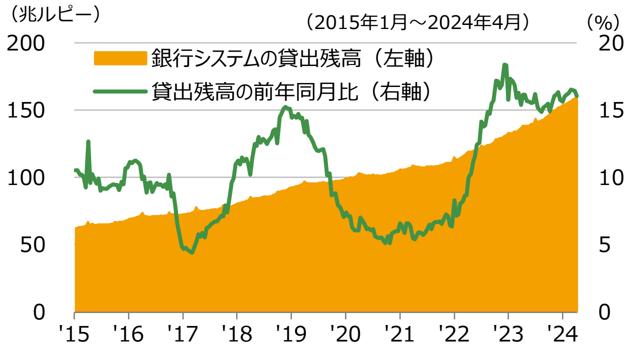
※予想値はIMF世界経済見通し2024年4月号の数値、変化は2023年10月号の数値と比較
（出所）IMFより大和アセット作成

各種価格指数の推移



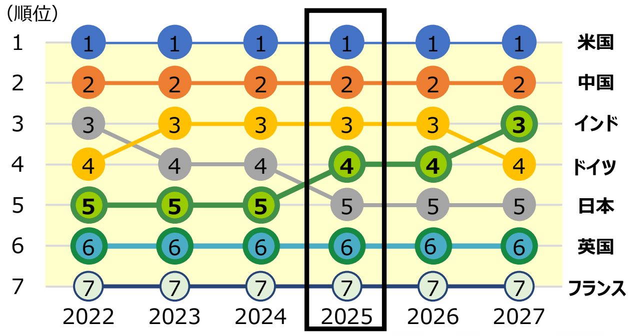
※月次指標　※CRBコモディティ指数は月末値
（出所）ブルームバーグ、FAO（国連食糧農業機関）より大和アセット作成

インド銀行システムの貸出残高および伸び率



※HDFC銀行と住宅金融HDFCの合併の影響を除外
（出所）インド準備銀行より大和アセット作成

IMFによる名目GDPランキング



（出所）「IMF世界経済見通し2024年4月」より大和アセット作成

株式

新興国株は約2年ぶりの高値を更新

中東情勢の悪化や米金利上昇などによる外部環境の悪化が一巡すると、新興国株は4月下旬以降大きく反発。香港上場中国株の急騰が目立つが、その他の新興国の上昇も顕著で、「MSCI新興国」および「中国除くMSCI新興国」のいずれも約2年ぶりの高値を更新中。米国のソフトランディング予想が根強い中、新興国にとって適温相場環境が続き、米株からの分散化で資金が流入しやすいと考える。

アジア株が大幅に上昇

国別では出遅れ感のある国が大きく上昇。割安感が強かった香港上場中国株や、空売り禁止措置の延長が観測された韓国、大統領選挙をきっかけに政策期待が高まった南アフリカ等の上昇が目立った。インドやメキシコなど今まで高パフォーマンスであった国も、高値を試す場面をみせた。中国株上昇に行きすぎ感もあり、好景気の裏付けのあるインド、ベトナム、メキシコ等が選好されやすいと見込む。

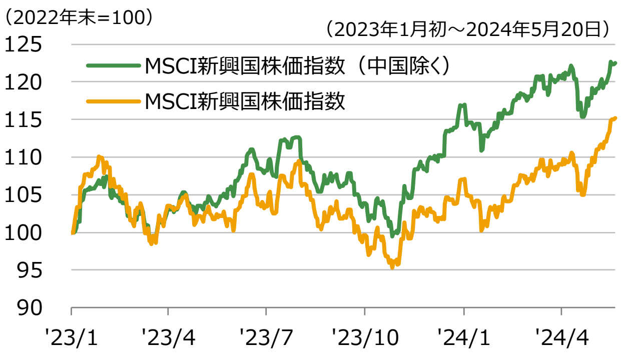
インド株は消費・インフラの両輪で上昇

2021年から2023年までの各年の上昇率が、+24%、+4%、+20%と高パフォーマンスを記録したインド株（NIFTY50指数）だが、今年に入っても過去最高値を更新中。中高所得者層の増加による自動車等プレミアム商品への需要拡大、政府主導のインフラ投資を両輪に、強い内需が株価上昇を牽引。今後は、利下げ開始も視野に入り、個人消費の一段の加速が期待される局面と考える。

インド株の上昇は業績拡大がけん引

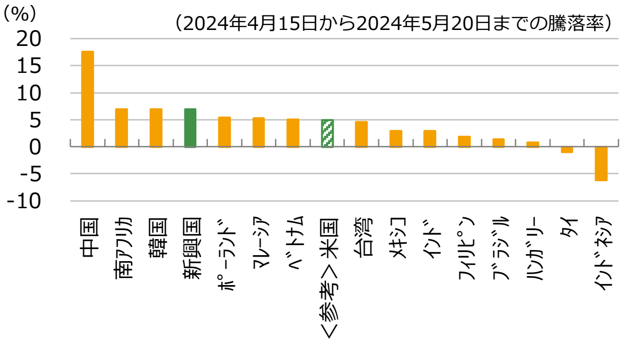
8年連続の上昇を記録したインド株だが、2021年以降、株価上昇のけん引役は業績拡大であり、過熱感が強いわけではない。2024年以降の予想EPS（1株当たり純利益）は前年比+20%前後の高成長が予想される他、バリュエーションを示す12カ月先PERも過去5年の平均近辺にある。6月4日の総選挙でモディ首相の続投が確定すれば、資金流入が一段と加速する場面も考えられる。

新興国株価指数の推移



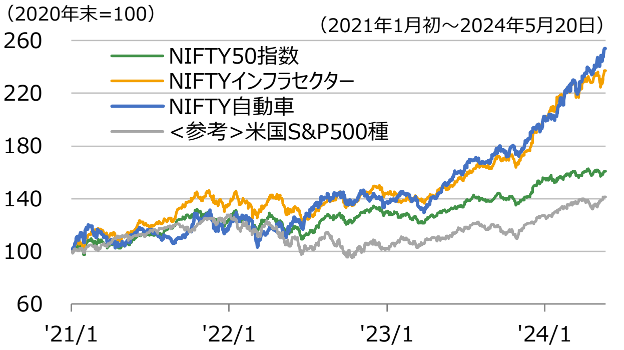
※指数はいずれも米ドル建てで、配当なし
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

国別の株式市場の騰落率（現地通貨ベース）



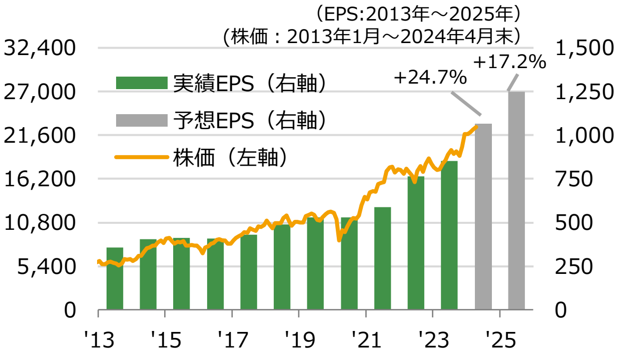
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

インド株の主要セクターの推移



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

インド株価（NIFTY50）とEPS実績値および予想値



※予想EPSは2024年4月末時点の予想値　※株価は各月の月末値を掲載
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

債券・金利

新興国債券市場の耐性が示される

4月に中東情勢の悪化や米金利上昇による外部環境の悪化が見られたが、新興国債券市場が総崩れすることはなく、耐性が示された。また、高金利通貨のインドネシアやメキシコ等が一時的に金利上昇したが、外部環境が落ち着くと金利は低下（債券価格は上昇）。目先は、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、金利のレンジ推移を予想。

引き続きメキシコの高金利は魅力的

メキシコ中銀は3月に政策金利を0.25%pt引き下げたが、次の5月会合では据え置きを決めた。同行はインフレに影響を与える為替動向を注視しているため、今後も0.25%ptずつの利下げを基本線としつつ、通貨安圧力が強まれば利下げを一時停止するなど柔軟に対応しよう。メキシコ債券は高い利息収入に加えて中期的に価格上昇も期待できる局面が継続。

リート（アジア先進国含む）

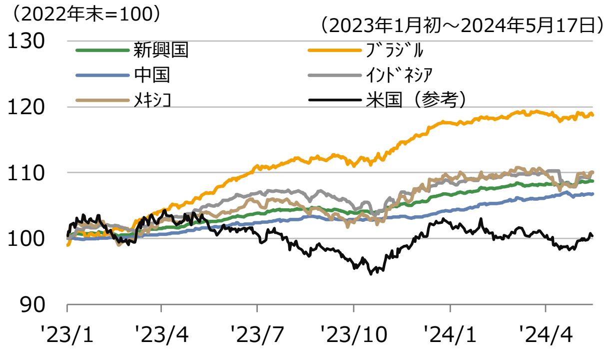
豪州のファンダメンタルズ改善

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。香港は反発し年初来の下落の約半分を取り戻した格好だが、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、今後の利下げを視野に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

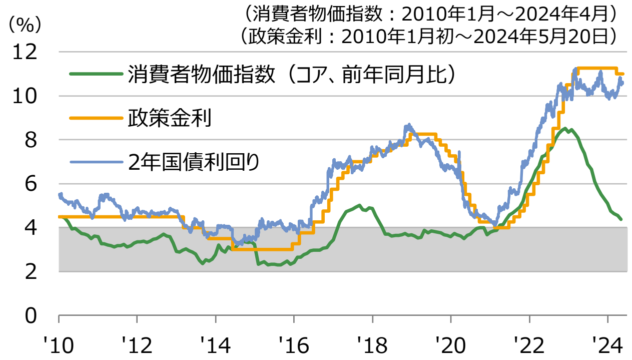
中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。中国の不動産不況が上値抑制要因として意識されるが、豪州の利上げピーク観測や、シンガポールや香港の長期金利対比で高い予想配当利回りがリート市場の下支えとなろう。

主要な新興国国債市場の推移（現地通貨）



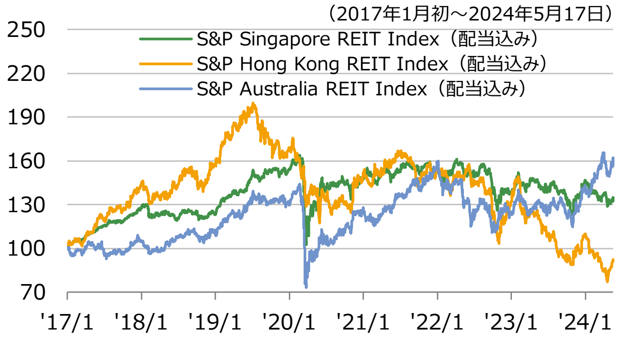
※JP Morgan GBI指数を参照
（出所）JP Morganより大和アセット作成

メキシコのインフレ率と金利



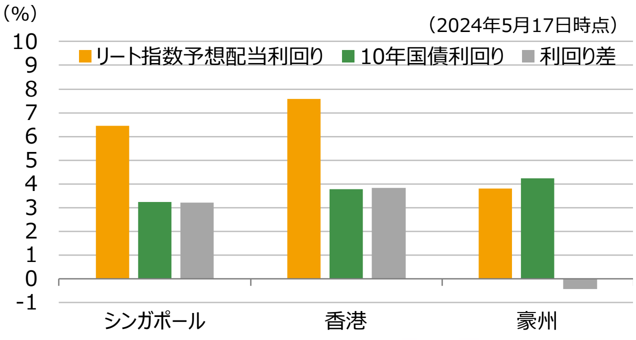
※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ
（出所）ブルームバーグ、メキシコ銀行

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化
（出所）ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



（出所）ブルームバーグ

為替

高金利通貨高が当面続こう

直近1カ月間は、高金利通貨高が進んだ。円安との同時進行もあり、円で資金調達し、高金利通貨に投資する「キャリートレード」の復活を印象付ける。南アフリカ・ランド高が目立つが、大統領選挙への期待や資源高が主因。今後は、米国利下げ開始の後ずれ懸念が強まる場面で、アジア通貨安の圧力が強まろうが、高金利通貨への影響は限定的で、南米や東欧の通貨高の余地があると考える。

新興国全般においては資金流出は限定的

4月のリスク回避の局面でも新興国からの資金流出は限定的。個別では、上昇傾向にあったインド、ブラジル、台湾の株式市場において、一時的に海外投資家の利食いとみられる売りが出たが、国内勢が下支えした模様。債券市場では世界的な国債指数入りが6月28日に予定されているインド、高金利のブラジルやトルコへの流入が継続。新興国にとっての適温相場環境が続き、資金流入が続くと見込む。

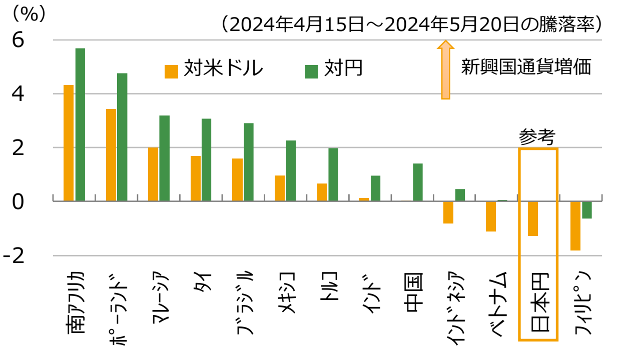
インド、IT面での強みが輸出増加に寄与

インドで近年、グローバル企業のIT・R&Dの拠点の設立が多く、その機能を担う施設のグローバル・ケイパビリティセンター（GCC）の数は2022年に1,500カ所以上に上り、2026年までに2,000カ所へ増加する予想もある。ソフトウェアなどの輸出も顕著に増加し、ハイテク商品とともに、中長期的な経済成長けん引役、および新たな外貨獲得の手段として期待され、通貨の中長期的な安定に寄与しよう。

メキシコ・ペソの堅調地合いは続く公算

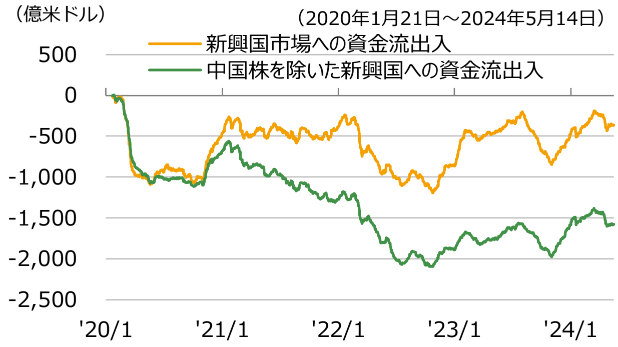
メキシコ・ペソは4月中旬以降に対米ドルで減価したが、メキシコ中銀の利下げ見送りなどもあり急反発。ペソ円は年初来高値更新が続いた。米国のオフショアリングからニアショアリングへの構造変化（メキシコへの直接投資拡大）やそれによるメキシコの貿易収支改善、米国で働くメキシコ人の本国送金、高金利を狙ったペソ買いのキャリートレードにより、メキシコ・ペソの堅調地合いは続くと見込む。

直近1カ月の新興国通貨の騰落率



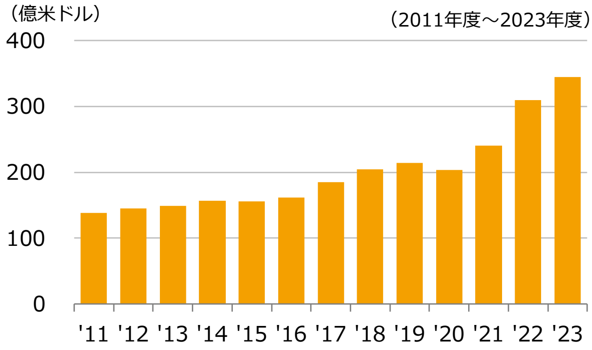
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流出入（株＋債券）



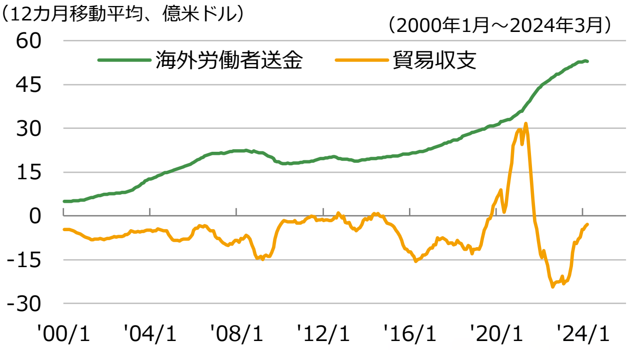
※パンデミック発生による世界的なリスク回避が始まった日からの累積ベース
（出所）IIFより大和アセット作成

インドのサービス輸出の推移



※年度ベースで、インドの年度は4月から翌年3月まで
（出所）UN Comtrade

メキシコの海外労働者送金と貿易収支



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

原油

年初来高値更新から反落

中東情勢の緊迫化、OPECプラスの自主減産などが、原油価格を押し上げるリスク要因として強く意識されている状況に変化はない。年初から上昇基調にあったWTI原油先物価格は、イスラエルとイランのミサイル応酬の下、一時年初来高値となる87米ドル手前まで上昇。その後は供給懸念の緩和で80米ドル割れとなるも、需給面からは世界景気の拡大期待などが支えとなり原油価格は底堅く推移している。

中東情勢の緊迫化は続く

イスラエル・イラン情勢の緊迫化が緩んだが、両国をめぐる事態が完全に沈静化された訳ではない。再燃するリスクも念頭に置く必要があり、少なくともイスラエル・パレスチナ情勢が落ち着くまでは火種が消えることはないだろう。一方で、両国の交戦に対する本気度の低さや、世界の原油生産能力に余力がある点も市場で意識されたと見られ、原油価格の上昇が限定的だったことは安心材料に映った。

OPECプラスの減産解除は先送りか

OPECプラスは原油価格の上昇を狙って、2024年1月から日量220万バレルの自主減産を実施、3月末までの予定を6月末までに延長した。足元の世界石油需給はタイト化している。6月1日開催予定の次回OPECプラス会合で、自主減産の解除が打ち出される可能性は低い。しかし、年後半は減産参加国の足並みの乱れで段階的な減産緩和となり、供給過剰を後押しする結果になると予想する。

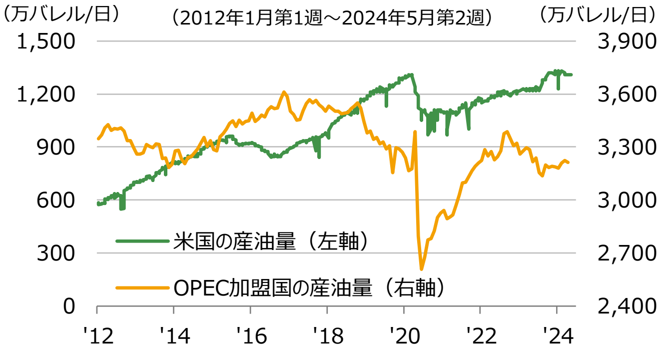
来年は価格上昇材料に乏しい

複数の国際機関では24年～25年の世界経済成長率を実質GDPで3%強と見込み、足元では原油価格が上昇しやすい局面にあると言える。しかし、来年にかけては供給増加に加え、米国・中国の経済成長減速、EV化の進展などで原油需要が抑制される懸念がある。引き続き、中東情勢やOPECプラスの姿勢が注目されるが、25年末のWTI原油価格の予想値を24年末予想比横ばいの90米ドルに引き下げた。

原油価格と原油在庫

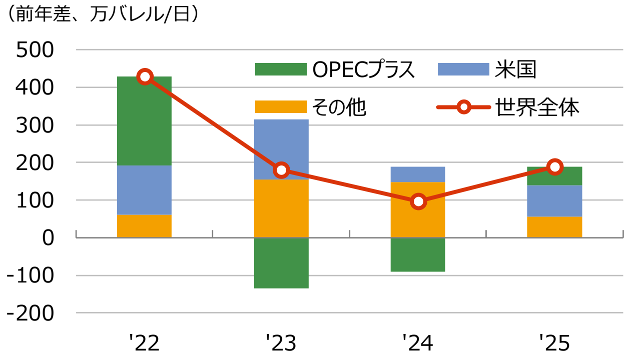
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫
※○は当社の2024年末と2025年末の原油価格予想
（出所）ブルームバーグ、EIA、大和アセット

米国とOPEC加盟国の産油量推移



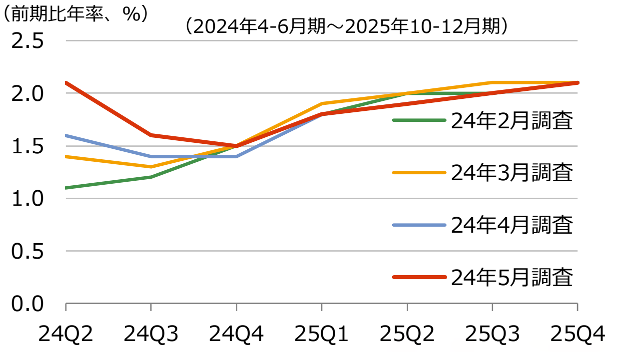
※OPECの産油量は2012年1月～2024年4月
（2024年1月以降はOPECを脱退したアンゴラの産油量を除く値）
（出所）EIA

原油供給量の変化



※2024年以降はEIAの予測
（出所）EIAより大和アセット作成

米国の実質GDP成長率（市場予想の変遷）



（出所）Blue Chip調査

金

有事における安全資産として

3月に入って急騰した金価格は、4月中旬に一時2400米ドルを突破。その後下落したが、直近では史上最高値更新の2430米ドルを記録した。ここ数年の金価格上昇の背景として、有事における安全資産としての金の魅力が認識されており、「金価格と米国金利は逆相関」などの伝統的セオリーは通じていない。ウクライナ・中東情勢などの地政学リスクの高まりが、金価格を押し上げていると考える。

宝飾品底堅く、需給バランスは良好

2024年1-3月期における金の総需要は前年同期比+3%。最大のけん引役はOTC（相対取引）だが、投資用以外は多分野で増加しており需給は堅調である。需要先では最大の宝飾品は記録的な価格水準にもかかわらず底堅く、産業用も順調だった。一方、減少した投資分野では、地金・コインは好調だったが、ETFからの流出拡大が響いた。中央銀行は微増で、第1四半期としては過去最高を記録している。

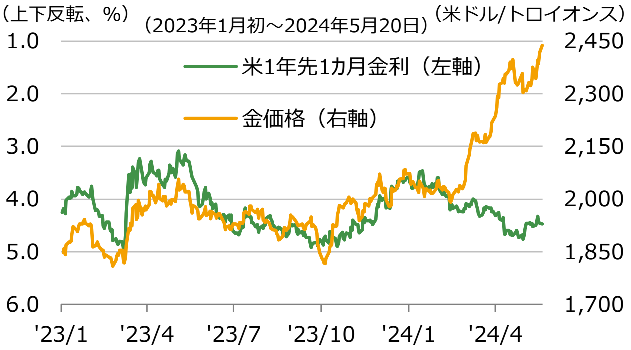
中央銀行の買いは引き続き旺盛

地政学リスクの高まりを反映して、中央銀行による金購入が過去2年間で大きく膨らんでいる。3月も中銀の金需要は引き続き旺盛で、10カ月連続で純購入を記録した。月間総購入量は40トン、総売却量を差し引いた純購入は16トンで、新興国の購入が目立つ。国別ではトルコ（14トン）が純購入量トップで、インド、中国が続いた。一方、純売却量のトップはウズベキスタン、次いでタイであった。

今後は金ETF資金フローの変化を注視

金価格の上昇が続くなか、金ETFは11カ月連続の資金純流出である。かつては金ETFの残高拡大も金価格上昇を後押ししていたが、安全資産としての認識が強くなる一方で、世界的な金利上昇で投資資産としての魅力が薄れてきたことも一因である。しかし、年内には米国の利下げ開始が見込まれており、金ETFへの資金フローの変化が予想される。金需給のタイト化が金価格を押し上げる可能性もある。

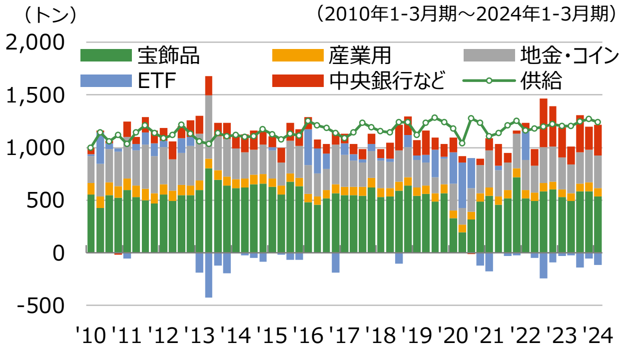
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※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

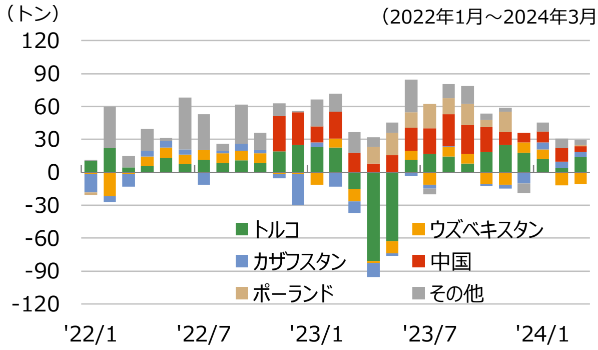
金の需給バランス



※棒グラフは需要の内訳

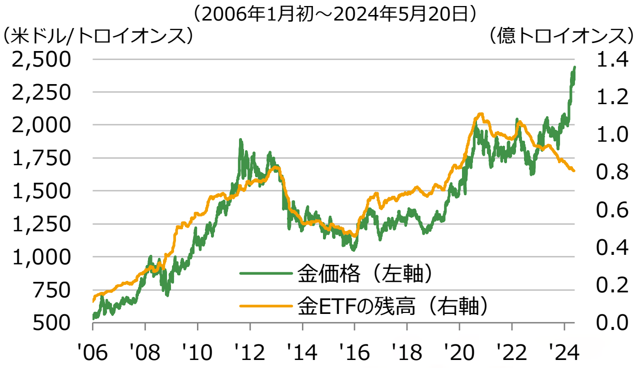
（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

各中銀の金購入量推移



（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

金価格と世界の金ETF残高



（出所）ブルームバーグ

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。5月17日に発表された不動産テコ入れ策には、政府による不動産過剰在庫の買取規模や資金源は言及されず。需要側対策も乏しく、不動産問題が改善に向かうと判断するのは時期尚早と言える。中国では経済に関するネガティブな情報の発信が制限されていると言われているが、そういった点も市場の不透明感を高める要因になっていると言えるだろう。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りそうだ。
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ろう。
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。バイデン政権も中国製EVへの制裁関税を現在の25%から100%に引き上げると発表、先端技術分野を中心に対中規制を強めている。結局、対中強硬路線が国民の支持を幅広く集められる数少ない政策になっていることが、民主・共和両陣営から強硬策が競争のように出て来る原因だろう。この状況は大統領選挙に向けて強まりこそすれ弱まることはないとみられ、今後、市場でも懸念が強まる恐れがあろう。
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ろう。ただし、大統領選挙を背景に米国の動きが鈍ければ、欧米分断や欧州の負担過多も懸念される。中東ではイスラエルによるガザ地区への攻撃が続いており、対イランとの紛争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。
日本の政治の不安定化	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言えよう。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はできるが、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ろう。政権交代は、過去においても野党が信頼できるかではなく、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。
日銀の利上げ第2弾に対する市場の思惑	中	中	小	報道で3月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ろう。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。賃金と物価の好循環による「良い利上げ」となる可能性がある一方で、円安対策のための「悪い利上げ」も考えられる。利上げの理由如何で、先行きの展開も大きく変わり得る。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	2022年、英国では「金融引き締め＋財政拡大」というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、首相の辞任にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場が警戒感を高め始めたように思われる。昨年は一部格付け会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務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

政策金利		直近値 5/20	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.25	5.25
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	0.75	4.50
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	0.75	5.15
日本	無担保コール翌日物金利	0.10%	0.00	0.20	0.20
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.50	4.75
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.50	4.25
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50
インドネシア	7日物借入金利	6.25%	0.25	0.50	2.75
ブラジル	セリック・レート	10.50%	-0.25	-3.25	7.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	0.00	-0.25	7.00
トルコ	1週間物レポ金利	50.00%	0.00	41.50	31.00

10年国債利回り	直近値 5/20	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	4.44%	-0.18	0.77	2.82
ドイツ	2.53%	0.03	0.10	2.64
英国	4.17%	-0.06	0.17	3.33
日本	0.98%	0.13	0.58	0.90
カナダ	3.63%	-0.11	0.50	2.08
豪州	4.24%	-0.02	0.65	2.47
中国	2.31%	0.05	-0.41	-0.78
インド	7.09%	-0.14	0.08	1.12
インドネシア	6.94%	-0.11	0.50	0.43
ブラジル	11.82%	0.23	-0.22	1.96
メキシコ	9.71%	-0.15	0.88	2.82
トルコ	24.75%	-0.20	16.32	7.26

株価指数		直近値 5/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	39,807	4.8%	19.1%	16.8%
	S&P500	5,308	6.9%	26.6%	27.6%
ユーロ圏	STOXX 50	5,074	3.2%	15.4%	26.9%
日本	日経平均株価	39,070	5.4%	26.8%	39.0%
	TOPIX	2,768	5.4%	28.0%	46.0%
中国	MSCI中国	64.59	19.4%	3.4%	-39.9%
インド	MSCIインド	2,723	3.6%	34.9%	57.7%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,094	-1.8%	-5.9%	17.9%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,278	8.7%	19.7%	-0.1%

リート		5/20	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	22,466	6.8%	11.6%	3.9%
日本	東証REIT指数	1,789	0.6%	-4.4%	-13.4%

商品		5/20	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	79.80	-4.0%	11.5%	28.6%
金	COMEX金先物価格	2,462	2.0%	23.1%	30.7%

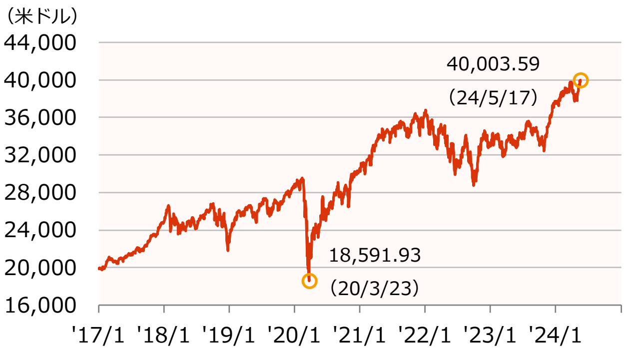
為替（対円）	直近値 5/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米ドル	156.26	1.0%	13.2%	43.6%
ユーロ	169.65	3.0%	13.9%	27.5%
英ポンド	198.56	3.8%	15.7%	28.6%
カナダ・ドル	114.69	2.0%	12.1%	27.2%
豪ドル	104.20	5.0%	13.6%	23.2%
中国人民元	21.61	1.2%	9.7%	27.7%
インド・ルピー	1.87	0.8%	12.0%	25.3%
インドネシア･ルピア	0.978	2.8%	5.9%	29.2%
フィリピン・ペソ	2.69	0.3%	8.5%	18.4%
ベトナム・ドン	0.613	0.9%	4.5%	29.9%
ブラジル・レアル	30.62	3.0%	11.0%	48.8%
メキシコ・ペソ	9.44	4.3%	21.6%	72.4%
トルコ・リラ	4.85	2.1%	-30.3%	-62.6%

※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

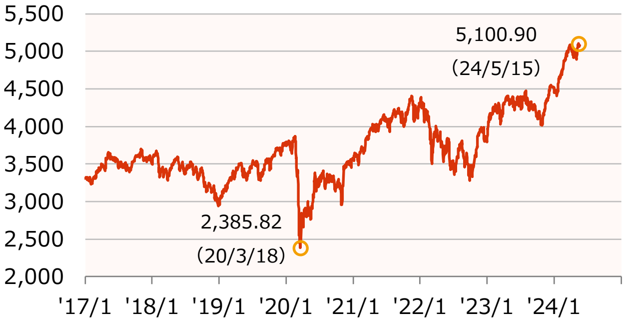
株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ

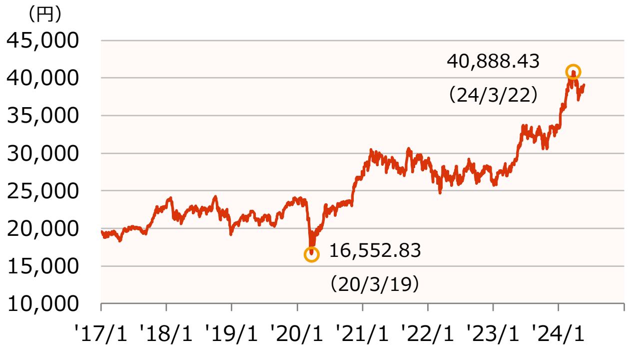


S&P500

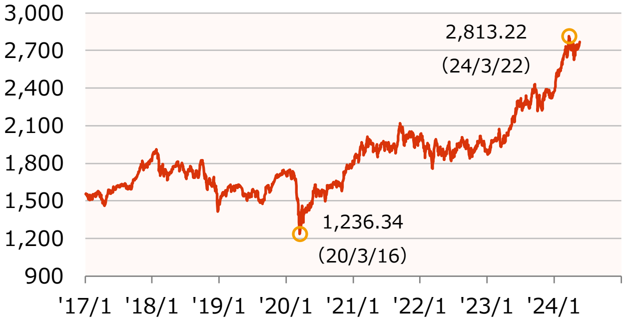
STOXX 50



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）

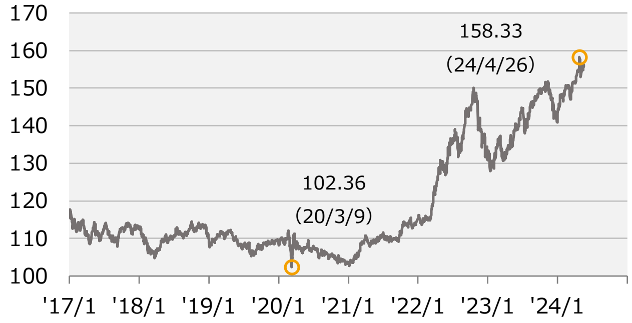
※グラフの期間は2017年1月初～2024年5月20日

（出所）ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

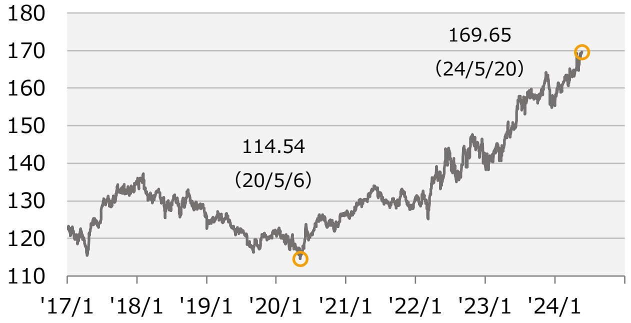
米ドル

(円/米ドル)



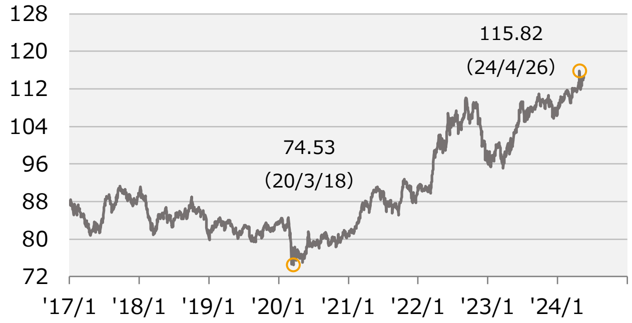
ユーロ

(円/ユーロ)



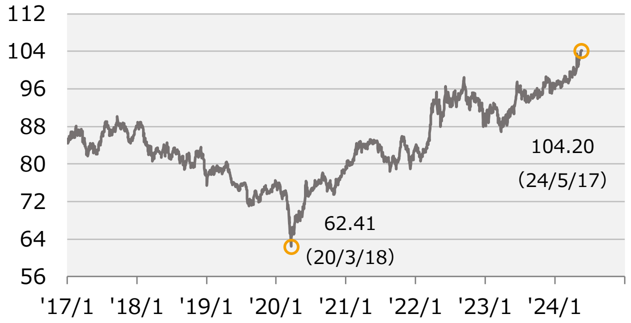
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



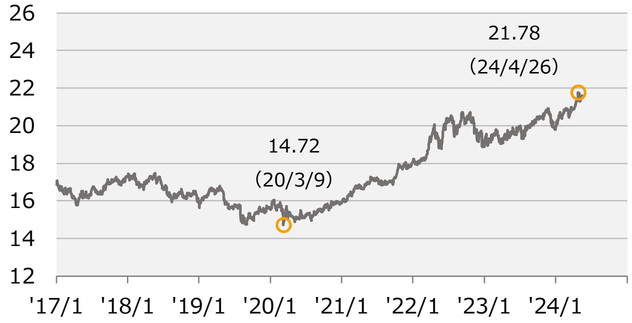
豪ドル

(円/豪ドル)



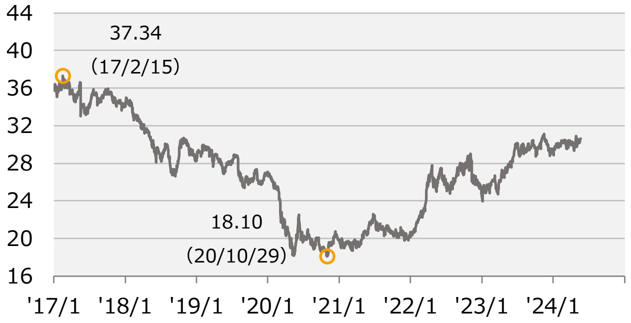
中国人民元

(円/人民元)



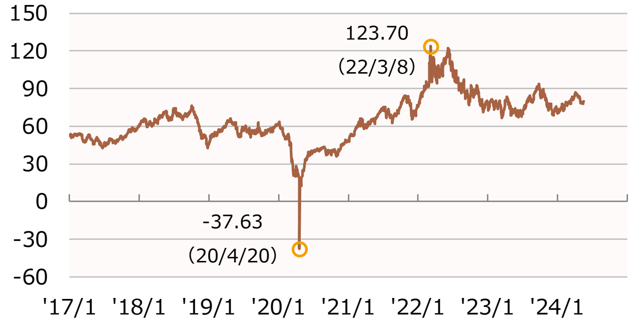
ブラジル・レアル

(円/レアル)



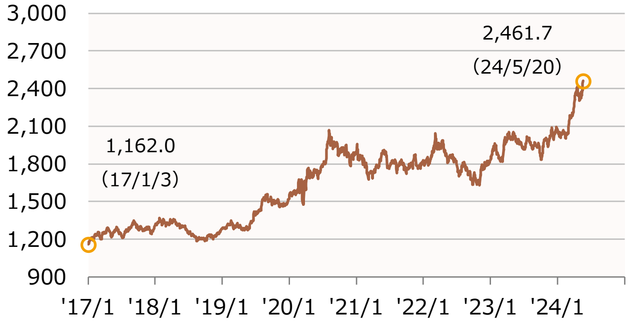
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2017年1月初～2024年5月20日

（出所）ブルームバーグ

経済指標 － 過去3年実績値

前年比

実質GDP成長率	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

前年比

消費者物価	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

年末値

政策金利		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

年末値

失業率	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	• 雇用の最大化 • 物価の安定：平均して2%のインフレ率	• 物価の安定：2%のインフレ率	• 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ（縮小）	短期金利操作 資産買入れ（縮小）	短期金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利 中銀預金金利	無担保コールレート
- 2024年末の当社予想値	5.00～5.25%	3.40% 3.25%	0.15～0.25%
今後の展開 － 当社予想	• 2024年12月に利下げ開始、その後は年累計0.75%ptの利下げへ。 • 米国債を月額250億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小へ。	• 6月に利下げ開始。その後は四半期毎の利下げに。 • 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7月から減額。	• 2回目の利上げは2025年4月と予想。 • 0.5%までの利上げしか想定していないことや日銀の国債買入れの累積効果（ストック効果）により、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

年	月	日本	欧米	その他地域
2024年	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）	●OPECプラス閣僚級会合（1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）
	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）	●英総選挙（4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）	●上海協力機構首脳会議（3-4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） ●中国共産党三中全会（月内）
	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（月内）
	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） ●APEC首脳会議（ペルー、月内） ●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）	●ECB理事会（30日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内） ●FOMC（月内）	●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（18日） ●ラマダン開始（28日）
	3月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●ECB理事会（6日） ●BOE金融政策委員会（20日） ●FOMC（月内） ●EU首脳会議（月内）	●ラマダン終了（29日） ●中国全人代（月内） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	4月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●ECB理事会（17日） ●FOMC（月内）	●RBA理事会（1日）
	5月		●BOE金融政策委員会（8日） ●G7首脳会議（カナダ、月内）	●RBA理事会（20日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●フィリピン議会選挙（月内）

当資料のお取扱いにおけるご注意

■当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

■当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。

■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

■当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。

■当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、 LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、NISA：少額投資非課税制度、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2024年5月20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5月24日）