

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

7

JUL. 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

銘柄選別色が強まる

- 1 6月にカナダとユーロ圏が利下げを開始した。ただ、いよいよ金融相場到来かというところ、そういう感じでもない。各国金融政策は米国睨みの面もあり、金融相場になるには金利低下余地に限界があるためだ。
- 1 業績相場というには不確実性が高い。景気は全体として堅調であるものの、物価水準は高いままで消費者は疲弊している。そのため、極端な二極化が発生していると考えられるためだ。それ故により確実だと思われるところへと資金は流れる。目先は国や銘柄の選別色が強まると想定している。



- 経 … 不透明感が強まりつつある中、潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想。
- 株 … 2026年にかけての利下げ期待と、半導体・ハイテク主導の業績への期待は強い。
- 債 … 中期的な利下げ軌道は変わらず、長期金利は利下げ局面で緩やかに低下へ。
- リ … 業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。
- 為 … 利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。



- 経 … 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。
- 株 … 景気や企業業績の緩やかな改善が続く一方、仏政治リスクが当面の相場の足枷に。
- 債 … 2025年末までを通じて四半期毎の利下げを予想。利下げ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。



- 経 … 賃上げや定額減税の効果に期待も、円安と物価高が重しで消費回復はなお先か。
- 株 … 良好な需給が下支えも米大統領選挙に向けて様子見へ。当面はレンジ内での推移か。
- 債 … 日銀の国債買入れ減額計画に注目。2回目の利上げは24年10月と予想。
- 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
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替

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



カナダ

- 経 … 利下げで景況感が顕著に改善。インフレ鈍化と利下げの継続により景気は本格回復へ。
- 債 … 緩やかなペースでの利下げが続き、長期金利は3%台での低下傾向を見込む。
- 為 … 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。



豪州

- 経 … 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。
- 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、景気は低空飛行継続か。
- 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局面。
- 債 … 市場の利下げ織り込みは消失しているため、更なる金利上昇の余地は限定的とみる。
- 為 … 財政政策の不透明感などが重荷だが、中銀の柔軟な対応姿勢が為替相場の安定に寄与。

世界経済・金融市場見通し

いよいよ金融相場到来？

6月にカナダ（BOC）とユーロ圏（ECB）が利下げを開始した。コロナ禍以降のインフレ局面も漸く終わりが見えてきて、いよいよ金融相場到来かという、そういう感じでもない。実際に、過去1カ月の株価は世界的に概ね堅調とは言えるものの、一進一退の動きとなった。その理由は、金融相場になるには肝心の金利低下余地に限界があるため、加えて業績相場というには不確実性が高いからだ。

金利低下余地は限定的

6月ECB理事会でのラガルド総裁は、利下げこそ行ったものの、先行きの方針については歯切れが悪かった。その理由は米国の利下げ開始時期が後ずれしているからだ。6月FOMCでは、年内に1回の利下げ方針が示された。そうした中でECBが連続利下げを行うと、ユーロ安、輸入インフレを招くリスクがある。つまり、ECBの金融政策は米国金融政策睨みの面もあり、多くの国が同様の状況に陥っている。

二極化が進む

S&P500銘柄を時価総額加重平均（SPX）と均等加重平均（SPW）で見ると、足元で乖離が拡大している。時価総額が大きい一部の銘柄が相場上昇をけん引しており、つまり二極化。景気は全体として堅調であるものの、前年比のインフレ率は低下しても物価水準は高いままで、消費者は疲弊している。そうした不満が各国での選挙で政権与党が敗北するケースが散見されることにも表れていると言えよう。

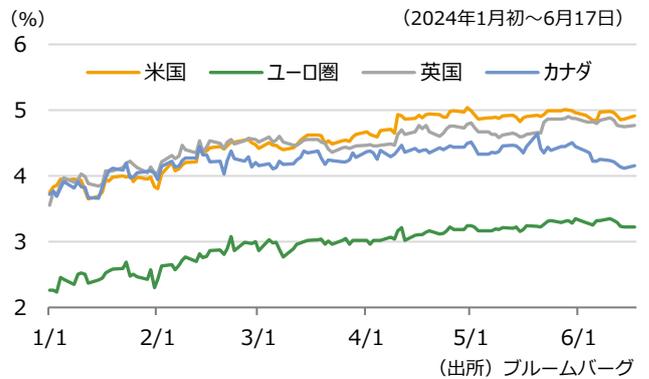
国や銘柄の選別色が強まる

当社が今注目しているのは、インフレよりも個人消費の動向。二極化を踏まえると、マクロ的な景気の見え方以上に企業業績には下振れリスクがあると考えられる。加えて各国で政治リスクが高まっており、業績相場になるにしても不確実性が高い状況にある。それ故により確実だと思われるところへと資金は流れる。それが前述のSPXとSPWの乖離であり、目先は国や銘柄の選別色が強まると想定している。

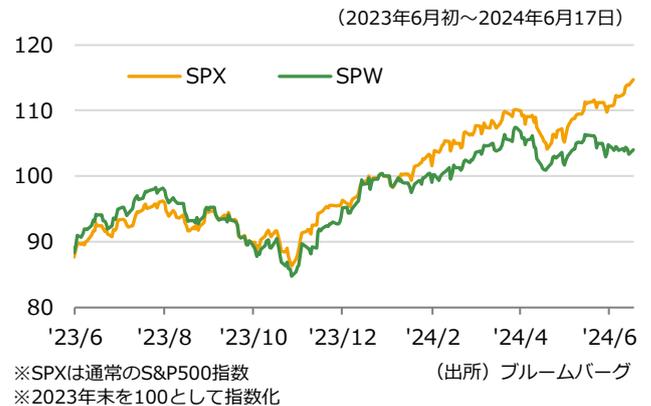
世界株式



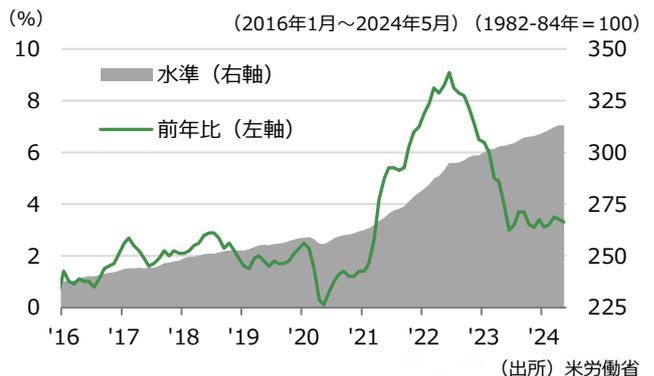
市場が織り込む2024年末の政策金利の水準



SPX（時価総額加重平均）とSPW（均等加重平均）



米国の消費者物価指数の水準と前年比



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
															不透明感が強まりつつある中、潜在成長率並みの景気モメンタム維持を予想。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。
															インフレは低下基調で利下げが予想されるなか、緩やかながらも安定的な景気回復へ。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。
															利下げで景況感が顕著に改善。インフレ鈍化と利下げの継続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。
															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、景気は低空飛行継続か。下院総選挙を無難に通過し、政策継続で内需主導の際立つ高成長を維持すると予想。
															ブラボウ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。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。
															電子製品関連の外需の回復や、利下げ効果もあり、7%に近い高成長を当面見込む。
															利下げが消費や投資を押し上げ、経済成長率は内需を中心に緩やかに加速する段階へ。
															高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国のニアショアリングの恩恵を受けて底堅い。
															高インフレを抑え込むための引き締めの金融・財政政策が景気を抑制する。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									2026年に向けた利下げ期待と、半導体・ハイテク主導の業績への期待は強い。景気や企業業績の緩やかな改善が続く一方、仏政治リスクが当面の相場の足枷に。
									良好な需給が下支えも米大統領選挙に向けて様子見へ。当面はレンジ内での推移か。
									「中国版PKO」による株価下支え策を受け、1月に付けた安値をボトムにレンジ推移へ。
									下院総選挙で乱高下も、インフラ投資継続とともに、けん制が効く最適な結果でポジティブ。
									ブラボウ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。
									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。
									好調な輸出等好材料は多いが、急速な株価上昇もあり、目先は緩やかな上昇を予想。

債券	米国	ドイツ	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
													中期的な利下げ軌道は変わらず、長期金利は利下げ局面で緩やかに低下へ。
													2025年末までを通じて四半期毎の利下げを予想。利下げ局面で長期金利は低下へ。
													中期的な物価安定の見通しの下、8月に利下げ開始。利下げ局面で長期金利は低下へ。
													日銀の国債買入れ減額計画に注目。2回目の利上げは24年10月と予想。
													緩やかなペースでの利下げが続き、長期金利は3%台での低下傾向を見込む。
													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。
													追加金融緩和期待に加え、リスク回避の局面では資金逃避先になり、金利は低位で推移。
													主要インデックスの組み入れ等が下支えようが、当面は原油価格を睨みながらレンジ推移か。
													米長期金利の高止まりで国内利下げ開始の後ずれが懸念され、金利低下余地は限定的。
													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。
													高い利息収入と市場に配慮した当局の姿勢が相場の下支え要因。金利は徐々に低下へ。
													極めて高い金利と今年終盤以降の利下げ期待で、通貨の下落分を上回るリターンを想定。

リート	米国	日本	一言コメント
			業績動向は堅調継続。市況は外部環境に左右される展開を想定。
			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	金	一言コメント
			OPECプラスの自主減産は10月から段階的縮小、2025年需給バランスは供給過剰へ。
			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）

為替	米ドル	ユーロ	英ポンド	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民元	インド・ルピー	インドネシア・ルピア	フィリピン・ペソ	ベトナム・ドン	ブラジル・レアル	メキシコ・ペソ	トルコ・リラ	一言コメント
															利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。
															利下げ観測がユーロ安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。
															利下げ観測がポンド安要因に。景気減速懸念によるリスクオフもポンド安要因に。
															世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。
															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。
															総合収支の悪化傾向が人民元安圧力を強めようが、7.3元/1米ドルが安値の目途と予想。
															証券投資の資金流入継続を見込み、対米ドルでの底堅い推移を予想。
															貿易収支の改善は下支え材料も、米国との金利差縮小で、通貨高余地は限定的と予想。
															中長期の高成長期待と、好調な消費による貿易収支悪化の綱引きとなり、レンジ推移か。
															米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米金利動向を睨みながら神経質な推移が続こう。
															財政政策の不透明感などが重荷だが、中銀の柔軟な対応姿勢が為替相場の安定に寄与。
															高い実質金利、海外労働者からの豊富な本国送金、対内直接投資の拡大が通貨高要因。
															海外からの証券投資が期待されるが、高いインフレ率が中長期的な通貨価値の毀損に。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

先進国 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2022年	2023年	予想値 2024年	2025年	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	1.9	2.5	2.4	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	5.00 ~ 5.25	4.25 ~ 4.50	3.9	3.9	4.0	3.8
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.7	1.4	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	1.4	3.50	5.25	4.75	3.75	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	4.1	1.6	1.0	2.2	4.25	5.00	4.25	3.50	3.3	3.1	3.3	3.2
豪州	3.9	2.0	1.4	1.6	3.10	4.35	4.35	3.85	4.1	4.0	4.0	3.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	33,147	37,690	40,500	43,200	米ドル	131.12円	141.04円	142円	130円
NYダウ	-8.8%	13.7%	7.5%	6.7%		13.9%	7.6%	0.7%	-8.5%
米国	3,840	4,770	5,600	6,000	ユーロ	140.41円	155.72円	150円	139円
S&P500	-19.4%	24.2%	17.4%	7.1%		7.3%	10.9%	-3.7%	-7.3%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	179.56円	173円	160円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	13.3%	-3.7%	-7.5%
日本	26,095	33,464	41,000	43,000	カナダ・ドル	96.76円	106.32円	108円	104円
日経平均株価	-9.4%	28.2%	22.5%	4.9%		6.2%	9.9%	1.6%	-3.7%
日本	1,892	2,366	3,000	3,200	豪ドル	89.37円	96.06円	98円	94円
TOPIX	-5.1%	25.1%	26.8%	6.7%		6.8%	7.5%	2.0%	-4.1%

	リート			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
米国	20,089	22,848	25,000	27,200
NAREIT指数	-24.4%	13.7%	9.4%	8.8%
日本	1,894	1,807	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-4.6%	5.1%	2.6%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

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

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

新興国・商品 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2022年	2023年	予想値 2024年	2025年	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	3.0	5.2	4.6	4.4	2.75	2.50	2.30	2.20	2.8	2.6	2.3	2.1
インド*1	7.0	8.2	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	2.2	13.75	11.75	10.25	9.25	12.7	10.5	11.2	10.5
メキシコ	3.7	3.2	1.7	2.0	10.50	11.25	10.50	9.50	9.0	9.0	9.5	9.0
トルコ	5.5	4.5	3.0	3.5	9.00	42.50	40.00	20.00	9.2	23.6	22.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	64.47	55.95	55	55	中国人民元	19.16円	19.87円	19.5円	17.8円
MSCI	-23.5%	-13.2%	-1.7%	0.0%		5.8%	3.7%	-1.9%	-8.7%
インド	2,069	2,487	3,050	3,400	インド・ルピー	1.59円	1.70円	1.73円	1.65円
MSCI	1.6%	20.3%	22.6%	11.5%		2.7%	6.9%	1.7%	-4.6%
インドネシア	7,393	7,554	8,500	8,850	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.916円	0.903円	0.884円
MSCI	10.4%	2.2%	12.5%	4.1%		4.5%	8.5%	-1.4%	-2.1%
ベトナム	1,007	1,130	1,350	1,500	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.55円	2.50円
VN指数	-32.8%	12.2%	19.5%	11.1%		5.3%	7.4%	-0.1%	-2.0%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.585円	0.57円	0.53円
						10.9%	4.5%	-2.5%	-7.0%
					ブラジル・レアル	24.80円	29.06円	27.8円	26.5円
						20.1%	17.1%	-4.3%	-4.7%
					メキシコ・ペソ	6.72円	8.31円	8.6円	8.5円
						19.9%	23.6%	3.5%	-1.2%
					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%

	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	85	80
	6.7%	-10.7%	18.6%	-5.9%
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%

※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

下振れ続きの経済指標

景気への不透明感や減速論が従来よりも強まりつつある。経済サプライズ指数は5月初からマイナス圏で推移しており、経済指標の下振れ傾向が継続している。アトランタ連銀推計の4-6月期実質GDPも5月末にかけて急速に下方修正された場面もあった。後述の5月CPIの下振れと相まって、家計消費を中心とする景気の弱含み観測は、市場参加者の間でソフトランディング期待が高まる要因となっている。

強弱交錯する雇用環境

雇用環境はますます強弱交錯。5月非農業部門雇用者数は前月差+27.2万人と市場予想比上振れ。適正な増加ペースを上回る雇用拡大が継続中。他方、失業率は4.0%と年初の3.7%から緩やかに上昇中。ただし、長期均衡値への上昇であり、FOMC参加者は失業率上昇を問題視していない。調査方法の違いも影響しているものの、異なる方向性を示す雇用統計も景気の先行きに対する不透明感を強めている。

インフレ下振れも出来過ぎな面も

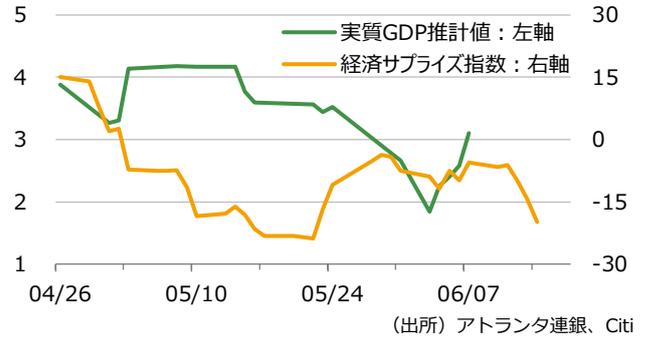
5月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.2%と市場予想比下振れ。6月FOMCでも「2%インフレ目標に向けた緩慢な更なる進展」と、若干の進捗感が示された。ただし、パウエルFRB議長は持続的に2%に向かっているとの確信が強まるには「さらに良いデータが必要」と慎重な姿勢を維持。また、今回の下振れは単月の変動が大きい輸送や金融サービスによるものであり、出来過ぎな面もある。

インフレ上振れリスクを引き続き意識

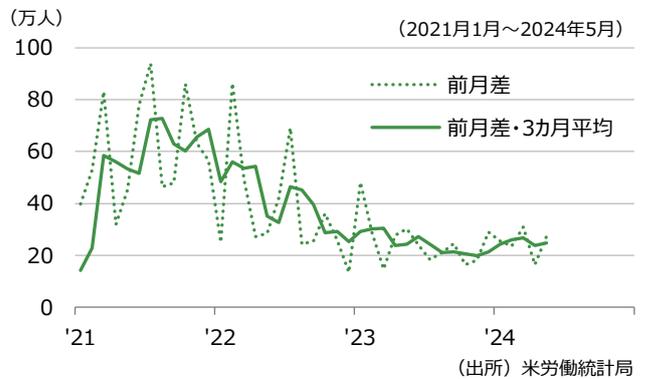
年初の物価指標が想定以上に強い伸びを示しただけに、FOMC参加者の間ではインフレ上振れリスクへの警戒感が根強い。コアPCEデフレーターは2024年見通しは前年比+2.8%、前月比に換算すれば+0.2%と、インフレ目標相当を若干上回る保守的な想定になっている。見通しを巡るリスク・バランスを見ても、GDPや失業率はほぼ中立な一方、インフレは上方修正バイアスが相応に残る。

4-6月期実質GDP推計値と経済サプライズ指数

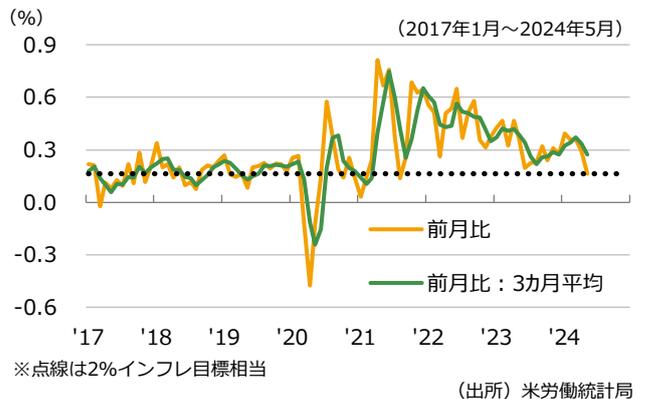
(前期比年率、%) (実質GDP推計値：2024年4月26日～2024年6月7日)
(経済サプライズ指数：2024年4月26日～2024年6月17日)



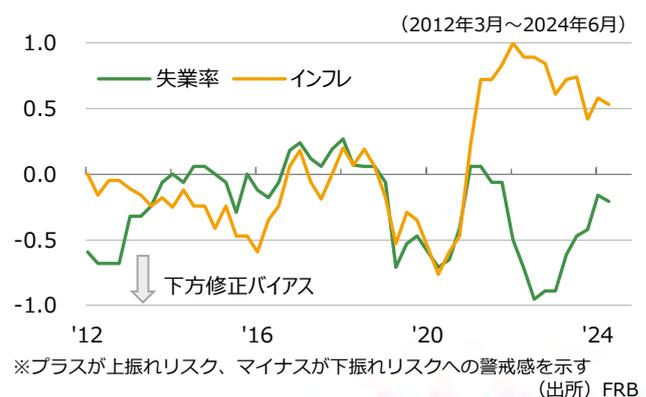
非農業部門の雇用者数



食品・エネルギーを除くコアCPI



FOMC参加者のリスクバランスDI





株式

S&P500は史上最高値更新

5月下旬は軟調に推移したS&P500だが、同月末以降上昇に転じた。景気の息切れやインフレ減速を示唆する経済指標が増えたことで、利下げ期待が回復し金利低下が進んだことが主因。6月12日には同日終了のFOMCのFF金利見通しで、2025年から26年にかけてのFFレート水準がほぼ維持されたことや、同日発表の5月CPIが予想以上に減速したことを受け、S&P500は一段高となり、最高値を更新した。

半導体関連・M7の予想利益は切り上がり

一方、相場を支えるもう一つの期待、企業業績に関しては、24年Q1の掉尾を飾るエヌビディア決算（5月23日）において、市場予想を上回る高成長見通しが発表された。発表直後こそ相場全体の上昇の起爆剤にはならなかったものの、半導体関連株やマグニフィセント7の直近予想利益の切り上がりに寄与。両者を牽引役とする6月の米国株高を後押ししたと考えられる。

24年末の株価予想を5,600に引き上げ

S&P500の予想PER（6月14日）は21.0倍。過去平均（過去10年平均は18倍弱）と比べてやや高水準にある。もっとも、①PER上昇は半導体関連及びマグニフィセント7主導であり、②両者のPER上昇には金利低下と業績拡大期待の高まりがあること、③両者以外のS&P500構成銘柄のPERはほぼ横ばいで推移していることから、割高感はないと判断。24年末予想値を5,600（従来5,200）に引き上げる。

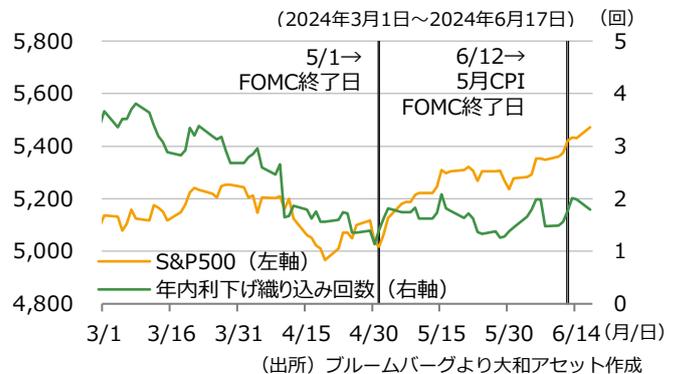
個人消費急減速や欧州リスクには要警戒

程よい景気減速と利下げ期待の「いいとこどりが米株高の背景にある。一方、6月のミシガン大学消費者マインド指数が7カ月ぶりの水準に低下する等、個人消費の一部には減速の兆しがある。景気の急減速に繋がらないか注意が必要だろう。なお市場では、極右政党主導の内閣成立の可能性をはらむフランス下院総選挙の行方が、政治リスクとして急浮上している。一定の警戒が必要と思われる。

S&P500の推移



S&P500と24年内の利下げ織り込み回数



S&P500と半導体関連、マグニフィセント7の予想純利益



※LSEG予想。6/14時点。12カ月先予想ベース。予想純利益は17年初=100
その他は24年3月末時点の半導体・同製造装置株、M7を除くS&P500構成銘柄
(出所) LSEG、ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500と半導体関連、マグニフィセント7の予想PER



※LSEG予想。6/14時点。12カ月先予想ベース。その他については上図と同じ
(出所) LSEG、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

FOMCは年内利下げ想定回数を引き下げ

6月FOMCは7会合連続となるFF金利の据え置きを決定。注目のFOMC参加者のFF金利見通しは中央値で年内1回の利下げと、従来の年内3回の利下げ想定から大きく減少。他方、2025・26年の利下げ想定回数は1回ずつ増加した。パウエルFRB議長は2%インフレに向けた「確信が強まるまでFF金利の引き下げは適切ではない」と指摘し、慎重姿勢を維持した。当社は12月の利下げ開始を引き続き予想。

中期的な利下げ軌道に大きな変化なし

年内の利下げ想定回数の減少はタカ派に映ったものの、FF金利先物は5月CPIの下振れを受けて年内2回弱の利下げを織り込み続けている。物価の低い伸びが継続しないと、利下げ織り込みには調整リスクがある。他方、FF金利見通しは上述の通り修正されたが、2026年末までを通じての利下げ軌道に大きな変化はなく、長期金利見通しへの影響は限定的。

リート

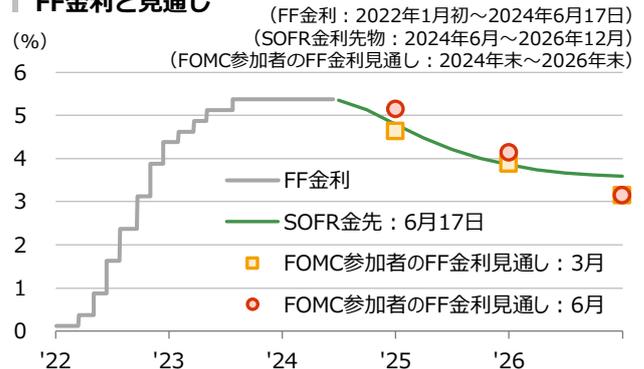
雌伏の時だが、業績成長の再加速を期待

Nareitカンファレンスでの印象として、各経営陣は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しているものの、高金利環境下で外部成長機会を抑えられており、雌伏の時といった様子が窺えた。足元のキャッシュフロー成長の鈍化は景気鈍化から想定されていた通り。リーシングやオペレーションについては問題なく、2025年にかけては業績成長の再加速を見込む。

金利低下が追い風に

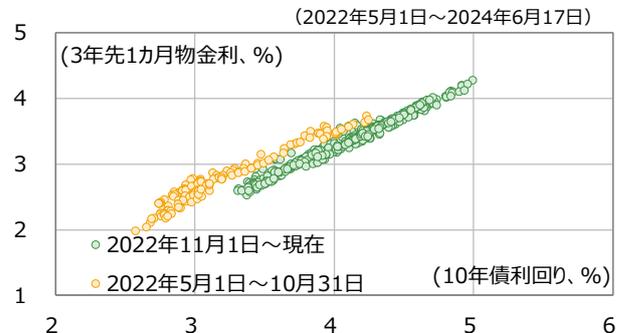
米国リート指数の予想配当利回りは10年国債利回りと同程度となっており、米国リートは長期金利に左右される展開が続こう。年内利下げ開始シナリオは崩れておらず、今後の金利低下はリートにとって追い風である。高金利環境下で低めに抑えられていたバリュエーションの緩やかな切り上がりを想定。

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金利先物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



FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差のわりに高水準な米ドル円

日米5年金利差は2023年10月の4.59%をピークに縮小。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6月17日時点で142円台だが、実績値は157円台で日米金利差に見合う水準を大きく上回る。米ドル円が日米金利差に比べて高くなってきた原因は、米ドル高よりリスクオンの円安にあると考えている。後述するように、米ドルの実効為替は米金利動向にほぼ見合った動きをしている。

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5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15円強も上回り、プラスのかい離幅は期間内の最高に。米金利が低下して日米金利差が縮小しても、米株価が上昇してリスクオンの円安圧力が働くと、米ドル円は下落しにくい。今後、米経済が減速傾向を辿るなかでリスクオンの円安が弱まることにより、米ドル円は金利差に見合う水準に近づくと予想。

米ドル実効為替は米実質金利とほぼ連動

米ドルの実効為替指数（広義通貨ベース）は昨年初以降、米5年実質金利とほぼ連動しており、今年に入って米金利動向からの上方かい離が目立って拡大したわけではない。幅広い他通貨に対する米ドル為替は、足元での米ドル高を除けば、米金利動向にほぼ見合った動きをしてきた。よって、今年、米ドル円が日米金利差に見合う水準から大きく上方にかい離した主な原因は、米ドル高ではないと言える。

米経済指標が米ドル安に作用する可能性

米国の経済サプライズ指数（ESI）が低下した背景には、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（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。8月にかけては米ドル高の影響からESIの低下が続きやすく、米実質金利低下と米ドル安につながる可能性が高いと見ている。

日米金利差による米ドル円の推計値と実績値



米ドル円の実績値と推計値のかい離幅



米実質金利と米ドル実効為替



米ドル実効為替と米経済サプライズ指数





経済

緩やかながらも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続いた。2024年1-3月期は前期比+0.3%と、ひとまず停滞を脱したが、それまでの反動も一因と考えられる。時間の経過だけでなくECBが利下げに転じたことで金融引き締め効果の弱まるなか、インフレの低下、供給制約の緩和等もあり、今後は緩やかながらも安定的な景気回復を見込む。

PMIはサービス主導で上昇基調

ユーロ圏のPMIはサービス業が5月まで4カ月連続で50超で推移している。製造業は2~4月は弱含んだものの5月は持ち直し、昨年3月以来の水準に達した。国別では、イタリア・スペインが好調を維持するなか、総合でドイツが2カ月連続で50を上回り、フランスも50近傍で推移している。PMIから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。

賃金の上振れには一巡感も

失業率がユーロ圏発足来最低の6.4%に達するなど、労働需給はひっ迫したままで、賃金の伸び率はコロナ前を大幅に上回っている。景気が停滞していた中でも賃金は当局の想定を上回って上昇していた。足元では賃金の伸び率加速にも一巡感が窺え、先行指標には鈍化しているものもあることから、賃金上昇が一段と加速する可能性は低い。しかし、いつどの程度まで鈍化するかについては不確実性が高い。

インフレ目標の達成はサービス価格次第

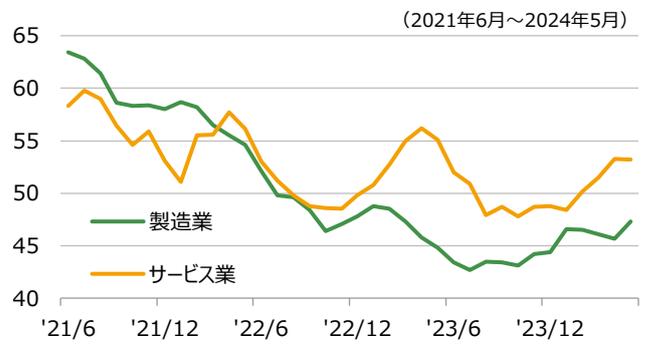
5月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）+2.6%、食品・エネルギー等を除くコアで+2.9%であった。総合は8カ月連続で+2%台で推移しているが、鈍化は止まっている。コアは総合にやや遅れつつも鈍化基調にある。しかし、サービス価格の伸び率は+4%近傍に留まったまま。2%の物価目標の達成には、サービス価格ひいては賃金の伸び率がもう一段鈍化することが必要。

実質GDP

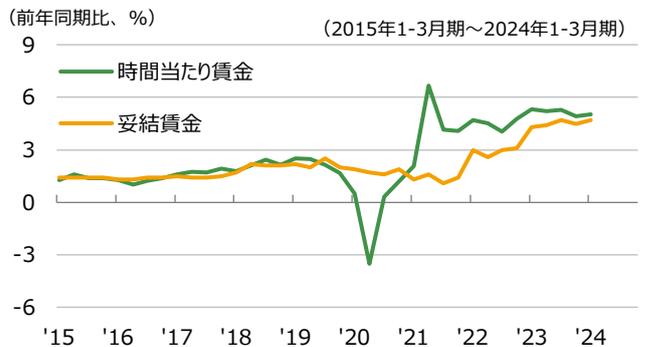


(出所) 欧州統計局

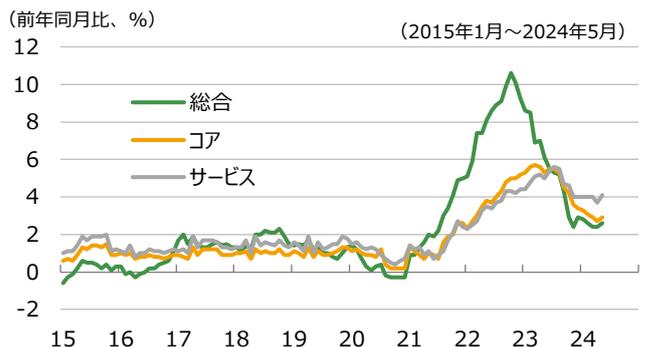
PMI



賃金



消費者物価指数





株式

仏政治リスク浮上で株価に急ブレーキ

5月下旬に下落したEuro STOXX 50は、6月に入り、ECB理事会を前に一旦反発。同理事会は6月6日に利下げ開始を決定したが、それ自体は織り込み済みだったことや、今後の利下げに関するガイダンスが乏しかったことで、株価の反応は限定的だった。欧州議会選挙での仏与党敗北と極右政党の躍進を受け、マクロン仏大統領が6月9日、下院の解散総選挙を発表。政治不安を嫌気して相場は下落に転じた。

ファンダメンタルズVS政治リスク

ユーロ圏総合PMIや、STOXX Europe 600の12カ月先予想EPSのリビジョン指数等の推移を見る限り、マクロ・ミクロ双方で改善が続いている。一方、利下げ開始で株高材料が一旦織り込まれたこと、仏下院総選挙の結果次第では、ブレグジットを彷彿させる政治・経済的混乱が生じる可能性が浮上したことは、目先の欧州株の足枷になるとと思われる。

債券・金利

2025年末まで四半期毎の利下げに

ECBは6月の理事会で利下げを開始した。政策判断の3本柱である、インフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さに係る評価の改善が理由。ラガルド総裁はデータ次第で会合毎に決定する方針を強調し、一連の利下げ局面に入ったとは明言しなかったが、中立金利には程遠いとして利下げの方向性は示唆した。当社は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。

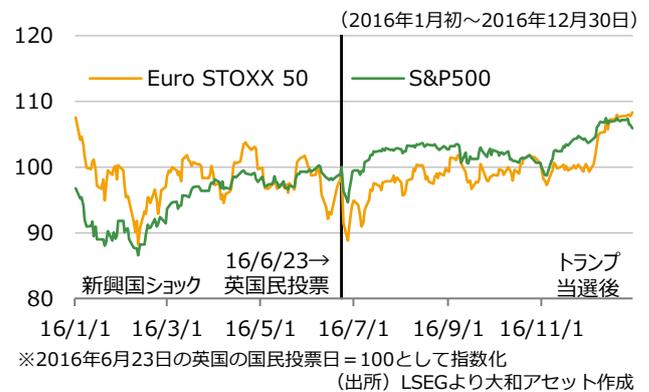
長期金利は低下基調へ

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。金額は僅かですが市場への影響は軽微と考える。長期金利は追加利下げを織り込みつつ、低下基調での推移を見込む。短期的にはフランスの政治・財政の不透明感に起因する市場の混乱が増幅しないかに留意。

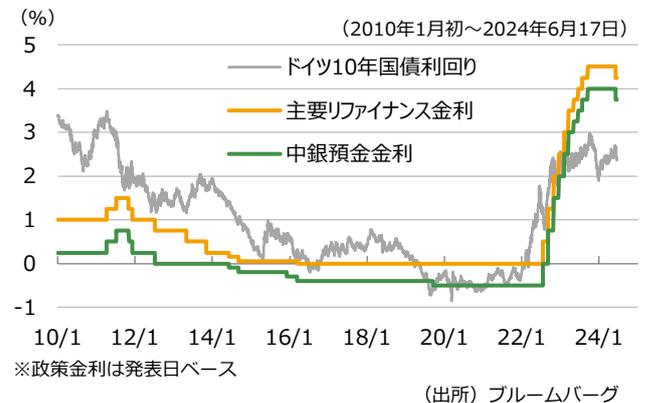
Euro STOXX 50の推移



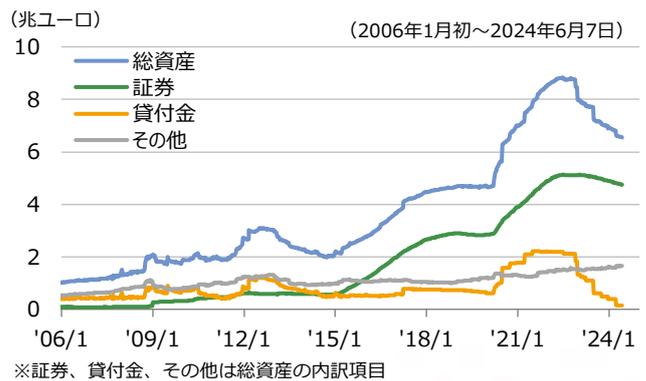
ブレグジット・ショック前後の欧米株価指数



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

今後はユーロ安・円高を予想

独日5年金利差が小動きのなか、ユーロ円は4月にユーロ発足来の最高値となる171円台まで上昇するなど、堅調に推移してきた。堅調な欧州経済指標とリスクオンがユーロ高・円安要因と言える。ただ、ECBが利下げを始めた一方、日銀は円安による物価高も警戒しつつ利上げを進める方向にあるので、独日金利差は縮小していくと見込まれる。今後はリスクオンの後退もありユーロ安・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6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より下振れしたのに対し、ユーロ圏の経済指標は予想比で堅調に推移したことが背景にある。また、欧米金利低下を受けて市場がリスクオンに傾いたこともユーロ高の一因だ。ただ、今後は欧州経済指標が下振れしたり、リスクオンが後退することでユーロ安・米ドル高が進むと予想。

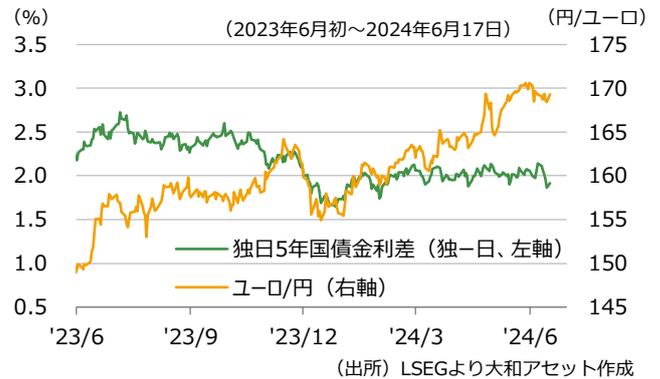
米ドル、ユーロ、円の実質実効為替

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18%上回る一方、ユーロは2%下回り、円は36%下回る（24年5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経済サプライズ指数（ESI）は日米欧のいずれも、低下が一服している。主要国経済指標の予想比での底堅さはリスクオンのユーロ高（円安・米ドル安）要因である。また、欧州の経済指標が日米より堅調であることもユーロ高要因である。ただ、最近では仏政治不安がユーロ安要因になっており、欧州経済指標に陰りが見え始めるとリスクオフのユーロ安に傾くだろう。

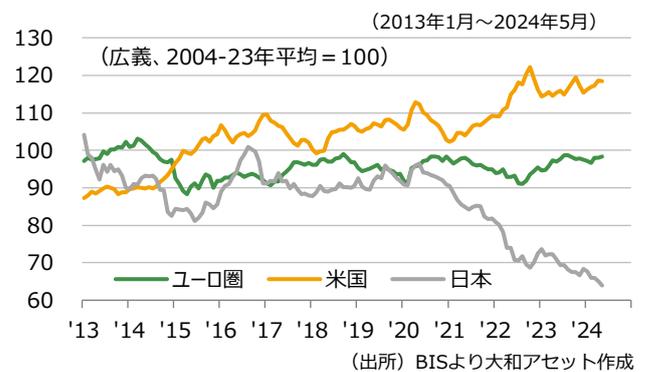
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



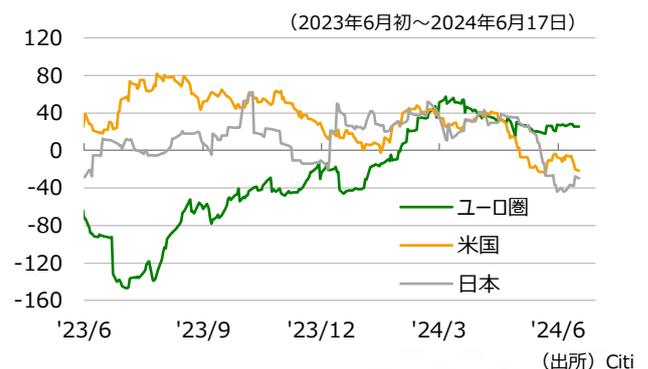
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



日米欧の実質実効為替レート



日米欧の経済サプライズ指数





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。しかし、2024年1-3月期は前期比+0.6%と、大幅に増加し、PMIも総合では5月まで7カ月連続で50を上回っている。景気は最悪期を脱した公算が大きい。金融引き締め効果の低減、インフレの低下、供給制約の緩和等を追い風に、緩やかにながらも安定的な景気回復を見込む。

労働需給に緩和の兆し、インフレも鈍化

5月消費者物価指数（CPI）は総合で前年同月比+2.0%、コアで+3.5%へ何れも伸び率が鈍化した。賃金並びに、CPIのサービス価格は伸び率が高いままだが、失業率が4カ月連続で上昇するなど、労働需給にも緩和の兆しが窺える。インフレ率は総合で2026年末までを通じて2%台で推移するとBOEは想定している。コアもこのまま鈍化基調で推移しよう。

為替

8月に利下げ開始、長期金利は低下へ

BOEは6月の金融政策委員会において7会合連続で政策金利を据え置いた。票決は7対2だが、「微妙な決定」で据え置きを支持した委員も複数名いて、全体として利下げに一段と傾斜した印象。インフレ目標の達成にBOEは自信を有しており、8月に利下げを開始し、年内は11月との計2回、2025年は四半期毎（各回0.25%pt）の利下げを当社は見込む。長期金利は利下げを織り込み低下基調で推移しよう。

ポンドはユーロに対して反落か

4月CPIが市場予想を上回ったため、BOEの利下げ開始が遅れるとの見方が強まり、ポンド高・ユーロ安が進行。最近では仏政治不安が独金利低下・ユーロ安に作用している。ただ、英国では4月失業率が予想より上振れし、5月失業保険申請件数が急増した。英独金利差の拡大は抑制されており、インフレ率が鈍化すればポンドが対ユーロで反落すると予想。

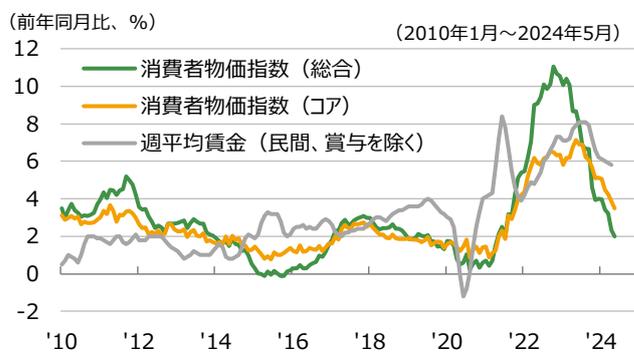
実質GDP



※水準は2019年10-12月期 = 100

（出所）英国統計局

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4月まで

（出所）英国統計局

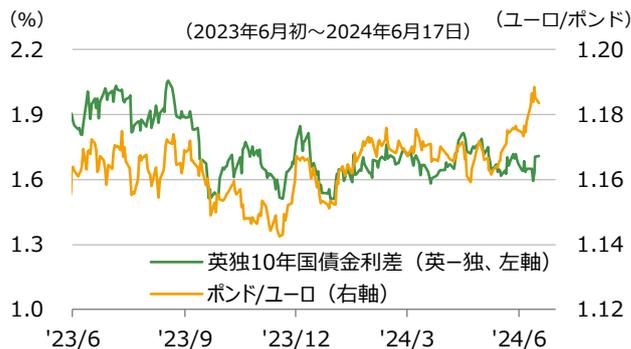
政策金利と長期金利



※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

足元低調も先行き改善に期待

1-3月期GDP2次速報は、実質GDP成長率が前期比年率▲1.8%と能登半島地震やダイハツの生産停などの特殊要因が大きく影響した。とはいえ、基調的な消費の弱さも感じられる。今後は①1-3月期の反動増、②賃上げ効果、③6月の定額減税の効果、などにより回復が期待される。6月に発覚したトヨタなどの自動車メーカー5社の認証不正問題が下方リスクだが、経済に及ぼす影響は軽微とみる。

春闘の結果の反映には時間を要するか

4月の現金給与総額は前年同月比+2.1%と前月から大幅に加速した。一方で、基調を表す共通事業所ベースでは、所定内給与の加速は僅か。今年の春闘の結果は4月時点ではさほど反映されていない模様で、今後の顕在化が見込まれる。ただし、2024年問題の影響で現金給与総額が伸び悩む可能性や、円安による輸入物価起因の物価上昇が実質賃金のプラス転換を遅らせる可能性には留意。

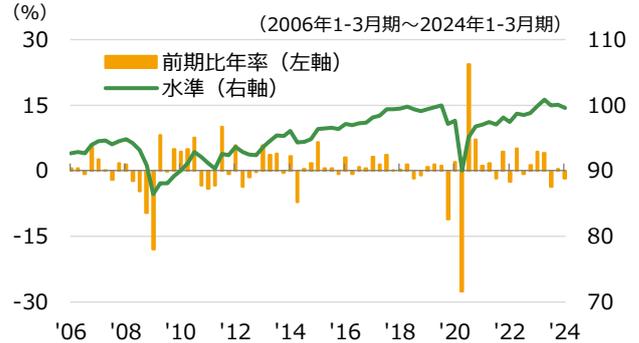
基調的な物価上昇率は低下傾向

4月全国CPIは、総合で前年同月比+2.5%と鈍化。既往の輸入物価上昇に起因した価格転嫁の影響は減衰しつつあり、日銀公表の基調的な物価上昇率は足元で2%を割っている。しかし、足元の円安によって輸入物価上昇の影響が再燃しつつあり、6月以降の電気・ガス代の補助金終了と相まって、「悪い」物価上昇となり、個人消費の回復を遅らせる可能性がある。

消費者心理の改善には足踏みがみられる

5月の消費者態度指数は36.2と2カ月連続で低下した。基調的な物価上昇率は低下傾向にあるものの、物価水準としては依然として高止まりしていることや、食料品などの生活必需性の高い項目で根強い物価上昇圧力が見られていることが、消費者マインドを冷やしているようだ。今後の消費者マインドの改善および個人消費の回復には、為替動向および実質賃金のプラス転換がカギを握ると思われる。

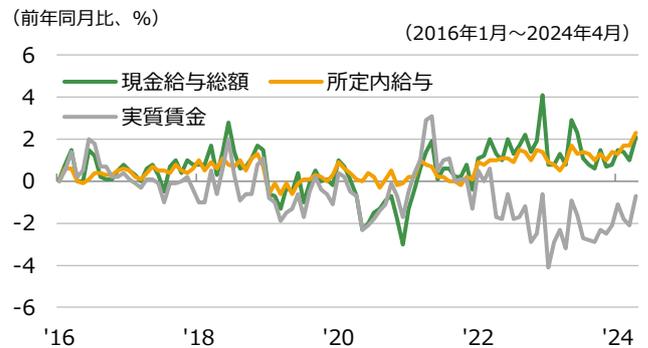
実質GDP



※水準は2019年7-9月期=100

(出所) 内閣府

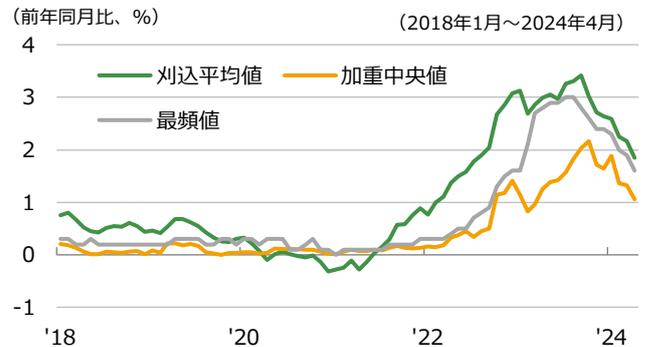
賃金



※事業所規模5人以上

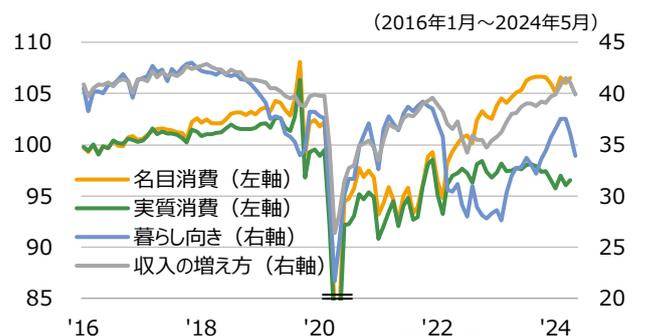
(出所) 厚生労働省

消費者物価の基調的な変動



(出所) 日本銀行

消費活動指数と消費者意識指標



※消費活動指数は旅行収支調整済、2024年4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



株式

高値圏でのレンジ推移を想定

新NISAによる資金流入や過去最高水準の自社株買いなど良好な需給が相場を下支えする一方、人件費や運賃、電気・ガス代など諸コスト増による企業業績への影響が懸念される。また、足元の軟調な経済指標や内閣支持率低下による政局の不透明感も懸念材料。11月の米国大統領選挙を前に手控えムードにもなりやすく、当面は高値圏でのレンジ推移を想定。大統領選挙後に不透明感解消で再上昇か。

増益基調継続

TOPIXの予想EPS（1株当たり利益）は拡大傾向で他地域に対して優位な状況が継続している。大幅な円安進行により、海外での業績拡大が寄与しているほか、国内でも人手不足や競争環境の改善などから価格転嫁が進めやすい状況にある。ただし、前述の諸コスト増や相次ぐ値上げで消費マインドが悪化傾向にあり、今後も問題なく価格転嫁を進められるか微妙な状況。円安効果の一巡後は頭打ちとなるか。

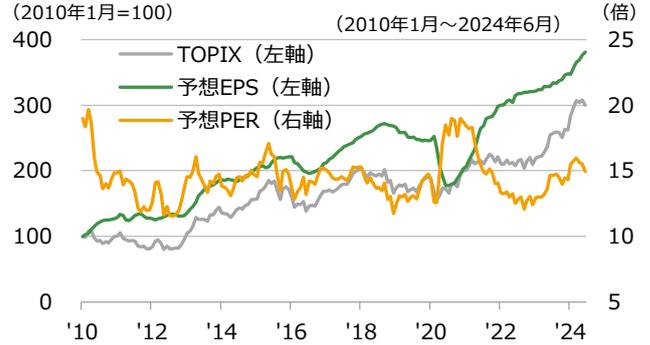
保守的な為替前提も円安効果は一巡へ

2024年3月期の企業決算発表では、新年度の業績見通しが市場予想を下回り株価が下落した企業が多い。ただし、企業の想定為替レートは1米ドル145円以下が大半で、今後は保守的な見通しの上方修正が期待される。とはいえ、通貨当局が過去最大規模の円買い介入を実施したことや、日米の金融政策の方向性の違いから円安は徐々に頭打ちとなり、円安による業績押し上げ効果は徐々に減衰すると想定する。

自社株買いさらに拡大

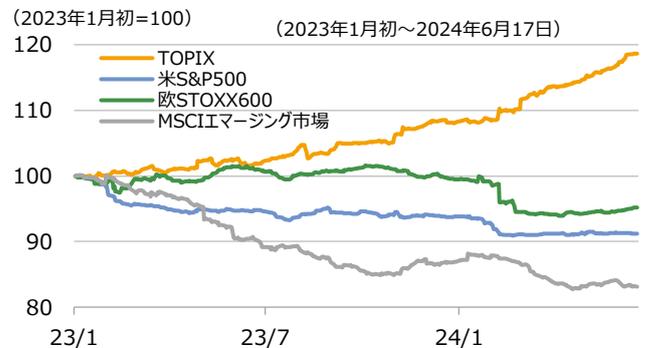
東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請で上場企業の意識変革が明確に起きている。今年度の自己株式の取得枠設定金額は、4-5月累計で約7兆円と前年同期の約4兆円から大幅に増加しており、年度累計での過去最高更新もほぼ確実な情勢にある。こういった状況を好感した海外投資家の資金流入も期待され、新NISAによる資金流入増も相まって需給環境は非常に良好である。

TOPIXとEPS・PER



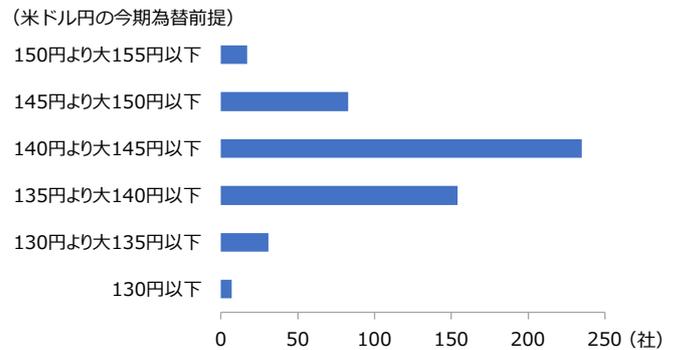
※月末値、2024年6月は17日の値。予想PERは12カ月先予想
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各国・地域の主要株価指数の予想EPS



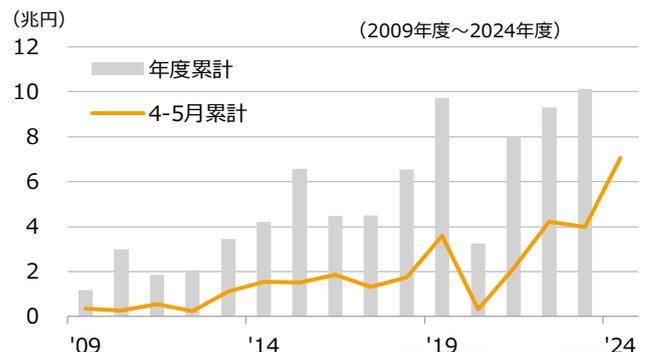
※現地通貨ベース、MSCI Emerging Marketsは米ドル建て。12カ月先予想
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

今期為替前提（米ドル円）の社数分布



※QUICKでデータ取得が可能な上場企業の集計
(出所) QUICKより大和アセット作成

自己株式の取得枠設定金額の年度初来累計額



※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



債券・金利

国債買入れを「相応の規模」で減額

6月金融政策決定会合で日銀は政策金利の据え置き、および国債買入れを減額する方針を決定した。次回7月会合で具体的な減額計画を決定する。植田総裁は、国債買入れ減額について予見可能な形で、市場参加者の意見を聞きつつ丁寧に進めたいとしつつも、減額幅は「相応の規模になる」とも発言している。市場は次回会合にかけて、具体的な減額幅を探っていく展開になると考えられる。

政策金利・10年金利の見通しは据え置き

市場では円安対策としての追加利上げ観測が根強くあるが、賃金と物価の好循環が見えない中で、ここ1カ月の利上げ期待は低下。日銀は国債買入れを「相応の規模」で減額するとしており、この点は長期金利の上昇要因だが、当社は米国の利下げによる先行きの米長期金利の低下を見込んでおり、政策金利・10年金利の見通しはともに据え置き。

リート

需給の悪化による下落

日銀の国債買入れ減額など、追加の金融政策修正観測への懸念を背景に、長期金利が一時1%を超えて上昇したことで、J-REIT市場は下落した。加えて、機関投資家がベンチマークとすることの多い海外主要株式指数からJ-REITの銘柄が複数除外され、指数連動型ファンドによる該当銘柄の売却があったことや公募増資の発表など、需給の悪化も下落の一因となった。

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。今後も金融政策の更なる正常化観測が台頭する局面はあり得るが、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と想定。

市場が織り込む政策金利の水準 (2024年末)



(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

4～6月は米ドルが円以外の通貨に対してほぼ横ばいとなった。リスクオンの米ドル安と、米金利上昇の米ドル高が相殺したためだ。一方、米ドル円とクロス円は一時下落した後上昇した。円買い介入や欧米金利低下による円高が一巡すると、欧米株高が進むなかでリスクオンの円安が進んだためだ。今年の米ドル円上昇は主にリスクオンの円安によるもので、米金利上昇・米ドル高によるものではない。

米金利と米ドル円は順相関

米ドル円は、米金利との順相関が続く一方、米株価とは弱い逆相関にある。米金利と米株価が逆相関の傾向にあるなかで、米ドル円が米株価よりも米金利に連動しやすい状況は続いている。ただ、米ドル円は必ずしも米金利に連動するわけではない。例えば米金利低下・米株高の場合に、米金利低下の米ドル安とリスクオンの円安が相殺し合い、米ドル円が米金利と同じ方向に下落しないケースなどもある。

国際収支における円安圧力が後退

経常収支の資本流入と直接投資収支の資本流出はともに頭打ち。一方、証券投資収支の資本流出は23年後半に拡大後、24年4月にかけて縮小。6カ月移動平均は資本流入超（対外証券投資より対内証券投資が大きい状況）に転じている。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月と4月は資本流入超となり円高要因に。

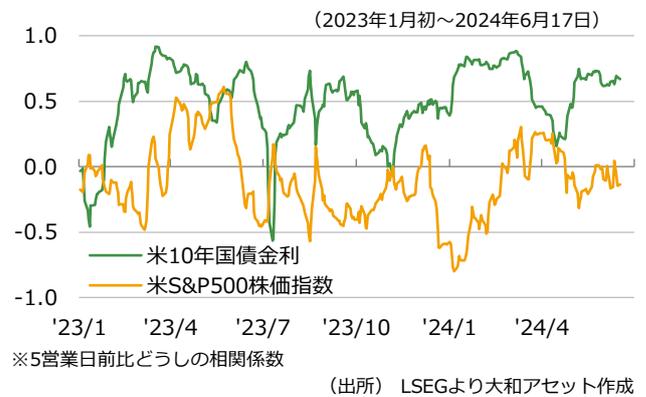
物価高は金利上昇・円高の一因に

円ベース輸入物価の前年同月比は4月の+6.6%から5月の+6.9%に上昇した。背景には契約通貨ベース輸入物価の底打ちもあるが、円安の影響もある。6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。すでに国内企業物価の上昇率は高まっており、川下の消費者物価にも上昇が波及しそうだ。物価高は国内金利上昇を通じて円高につながる一因となるだろう。

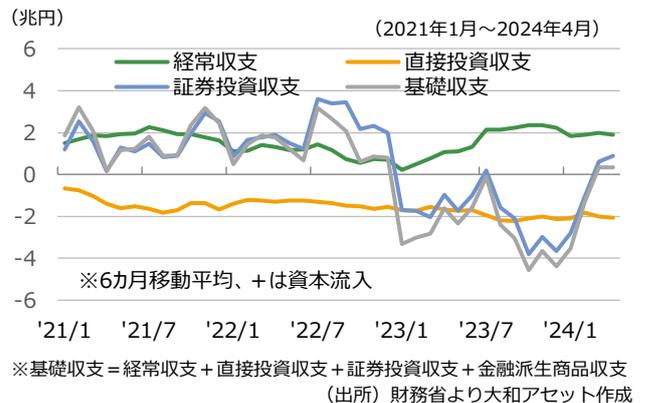
米ドル・円・他通貨の為替



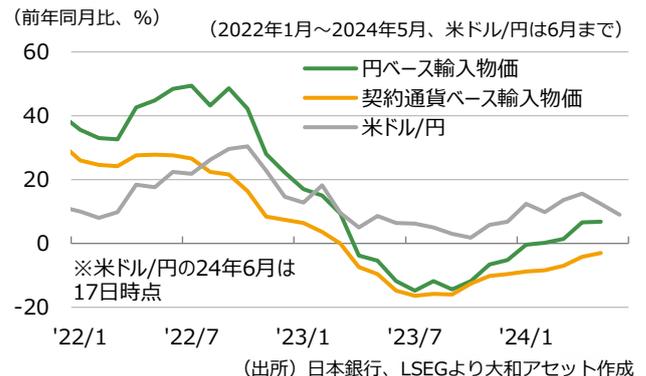
米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



国際収支



輸入物価と米ドル円





経済

徐々に地に足のついた景気回復局面へ

1-3月期実質GDPは個人消費主導で前期比+0.4%となり、昨年後半のゼロ%成長から浮上。この成長加速について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、利下げによる景況感の回復や利払い負担の軽減などを背景に、徐々に地に足のついた景気回復局面に移ると見込む。実質GDP成長率の予想は今年を+1.0%、来年を+2.2%で据え置く。

労働市場は持続可能な拡大のフェーズに

欠員率低下と失業率上昇の傾向が続き、労働市場のひっ迫は解消された模様。他方、UV曲線はコロナ禍前と比較して少し右上にシフトしており、失業率の均衡水準（自然失業率）も上昇した可能性が示唆される。そのため、コロナ禍前を上回る水準への失業率上昇を過度に悲観視する必要はないだろう。雇用者数の増加傾向が続いており、労働市場は持続可能な拡大のフェーズに移行したとも評価できる。

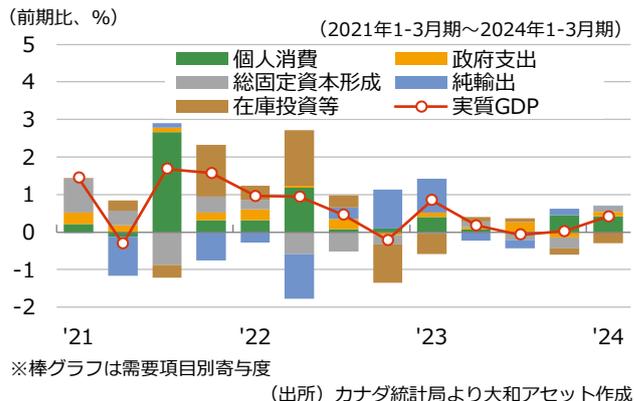
インフレ鈍化の傾向は今後も続く見込み

消費者物価指数は、主に消費者のインフレ期待に影響しやすい食品価格の押し下げが続き、4月に前年同月比+2.7%まで伸びが鈍化した。カナダ銀行が利下げを開始したとは言え、政策金利は依然として引き締めの水準にあり、需要面からのインフレ再加速を懸念する状況ではない。当面は利下げによる住宅ローン利払い費の低下が強く作用し、消費者物価指数の伸びは鈍化傾向で推移する公算が大きい。

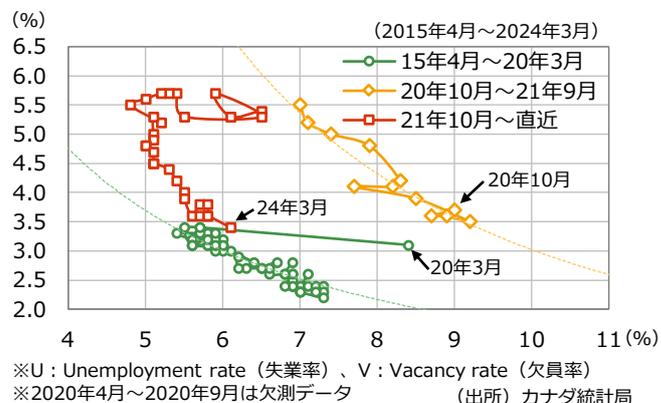
企業と消費者の景況感が顕著に改善

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を背景に、総合PMIは上昇が続き、5月に50.6と好不況の境目とされる50を上回った。採用にも意欲的な姿勢が示されており、労働市場が悪化に向かう様子は見受けられない。また、利下げ開始を受けて、ナノス消費者景況感指数は約2年ぶりの水準まで上昇。企業ならびに消費者の景況感が顕著に改善しており、景気の下振れ懸念は大きく後退。

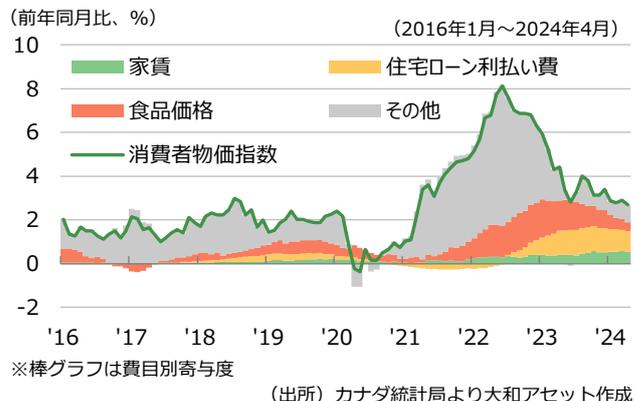
実質GDP



UV曲線 (横軸：失業率、縦軸：欠員率)



消費者物価指数



企業と消費者の景況感





債券・金利

G7の先陣を切って利下げを開始

基調的なインフレ率の持続的な鈍化を受けて、カナダ銀行は6月5日の金融政策決定会合で政策金利を5%から4.75%に引き下げることを決定。G7の先陣を切って利下げに踏み切った。利下げ開始後も為替相場は安定しているため、海外の動向（主に米国の金融政策）を気にして追加利下げを躊躇する可能性は低い。一方、景気の下振れ懸念が後退しているため、急ピッチで利下げを進める必要性も乏しい。

米国との政策金利差は限界に近くない

カナダと米国の政策金利差は0.75%ptに拡大したが、カナダ銀行のマクレム総裁は「米国との政策金利差は限界に近くない」などと発言し、想定以上に追加利下げに前向きな姿勢を示した。当面、インフレ率は鈍化傾向で推移するなど、カナダ国内の要因は追加利下げを後押しするとみられる。当社は今回、今年末の政策金利予想を4.25%に引き下げた。

為替

中銀の利下げに前向きな姿勢が重荷

カナダ銀行の利下げ後もカナダ・ドルの米ドルに対する減価は小幅。それが故に同行は追加利下げを実施しやすく、カナダ・ドルの持続的な増価は期待しづらい状況が続く。ただし、カナダと米国の中立金利（想定される利下げの到達点）はほぼ同水準とみられるため、米国の利下げ継続やカナダの利下げ打ち止めが意識されるようになれば、カナダ・ドルが大きく買い戻される展開も想定されよう。

金利差とカナダ・ドル円は一段と乖離

カナダの利下げなどを背景に日本とカナダの金利差は更に縮小したが、カナダ・ドル円は高止まりし、両者の動きは一段と乖離する格好となった。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る。

政策金利と10年国債利回り



米国との金利差



投機筋のカナダ・ドル先物ネットポジションと為替



カナダと日本の5年国債金利差とカナダ・ドル円





経済

個人消費は思いのほか減速しておらず

1-3月期実質GDPは前期比+0.1%と、昨年10-12月期の+0.2%から減速し、低成長が継続。ただし、家計最終消費支出の過去分が上方改定され、個人消費はこれまで考えられていたほど減速していない格好となった。当面は実質賃金の上昇や7月からの所得税減税、物価高対策などが個人消費を下支えすると想定されるが、それが故に早期の利下げ開始は期待しがたく、本格的な景気回復は来年になるだろう。

労働市場のひっ迫は徐々に緩和

最近の雇用統計は単月の振れが大きくなっているが、傾向としては雇用者数の増加と失業率の緩やかな上昇が継続。また、失業率の先行指標とされるANZ-Indeed求人数は、過去分が下方改定されたこともあり、明確な減少傾向を示した。当面の失業率上昇が示唆される格好である。まだ労働市場の過度なひっ迫が解消されたと評価できる状況ではないが、徐々にその方向に進んでいることは確かだろう。

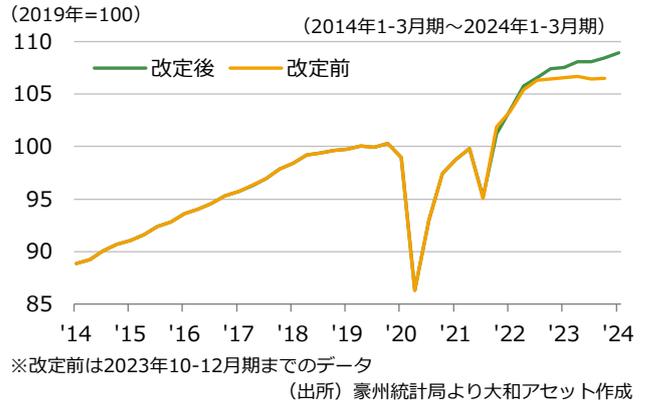
住宅市場のひっ迫は緩和の目処が立たず

新規住宅融資額の増加傾向とコアロジック住宅価格指数の上昇が続き、再び住宅市場の過熱が意識される状況。移民の流入を主因に人口増加率は高い伸びを維持している一方、住宅建設許可件数は低迷が続いており、住宅の供給不足が解消に向かう兆しは見えない。これは目先の景気悪化リスクが小さいことを示唆するが、RBAの利下げ開始を躊躇させ、景気回復を遅らせる一因にもなるため引き続き要注視。

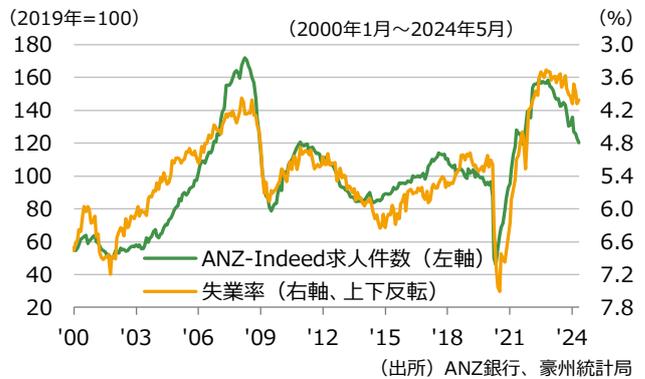
インフレ鈍化に一服感

消費者物価指数は2月まで前年同月比+3.4%が3カ月続いた後、3月に+3.5%、4月に+3.6%となり、インフレ鈍化の一服感が強まった。昨年終盤までのインフレ鈍化をけん引した財価格の上昇率縮小が止まったほか、サービス価格の上昇率は高止まりが続いている。今後、電気料金や家賃の補助によりインフレ率の再加速は限定的になるだろうが、基調的なインフレ率が目標に回帰する道筋はまだ見通せない。

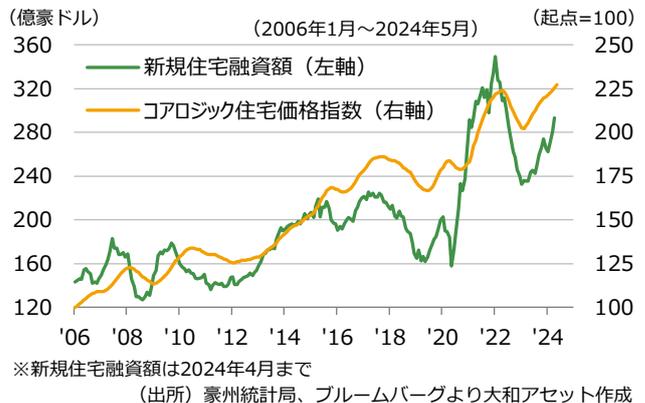
実質家計最終消費支出の改定前後の動き



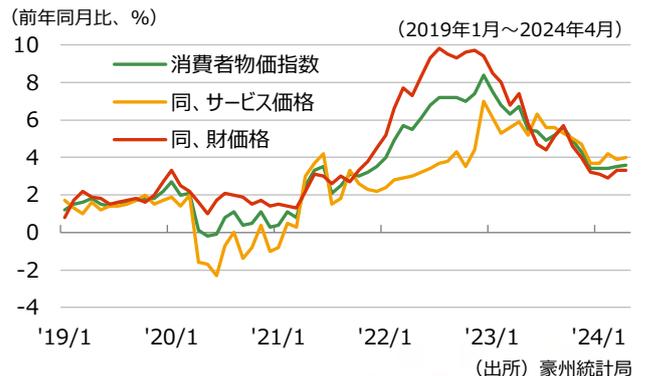
求人件数と失業率



新規住宅融資額とコアロジック住宅価格指数



消費者物価指数





債券・金利

政策金利の据え置きが継続

RBAは昨年11月に利上げを実施して以降、政策金利の据え置きを続けている。前頁で記した求人件数の下方改定は労働市場ひっ迫の懸念を和らげ利上げ再開の観測を後退させる一方、個人消費の上方改定やインフレ率の鈍化一服は利下げ転換の時期がまだ遠いことを示唆する。RBAの「過度な微調整は避けるべき」とのスタンスの下、年内は政策金利の据え置きが続き、来年2月の利下げ開始を予想する。

金利は相対的に下がりづらい

すでに利下げを開始したカナダや、年内の利下げ開始が見込まれる米国に比べると、豪州の利下げ開始の遅さやその後に想定される利下げ幅の小ささが際立つ。過去1カ月で米国やカナダの政策金利に関する市場織り込みは低下したが、豪州はあまり変化せず、長期金利の低下も比較的小幅にとどまった。今後も豪州の金利は下がりづらい状況が続くとみる。

為替

利下げ観測の乏しさが豪ドルの支え

過去1カ月で米ドル指数は上昇したが、利下げ観測の乏しさなどが下支え要因となり、豪ドルは対米ドルで相対的に底堅く推移。今後、米国の利下げ開始が近づき米ドル高圧力が弱まる局面では、リスクオンで選好されやすく、また金利高止まりが想定される豪ドルがその反対側で買われやすくなるとみる。豪ドルの買い戻し余地は依然として大きく、豪ドルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持する。

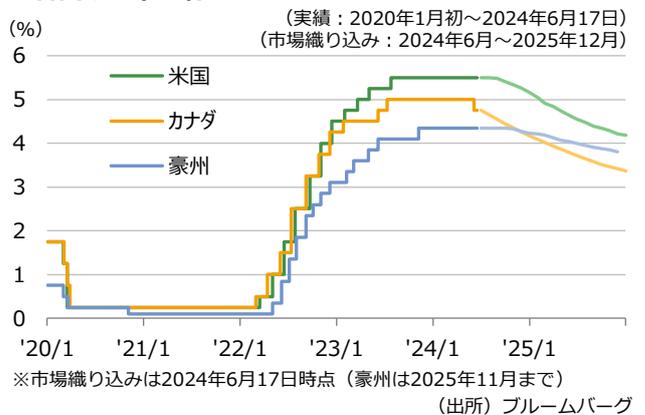
金利差との乖離が鮮明になる豪ドル円

日本と豪州の金利差が縮小する一方で、豪ドル円は高止まりし、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。

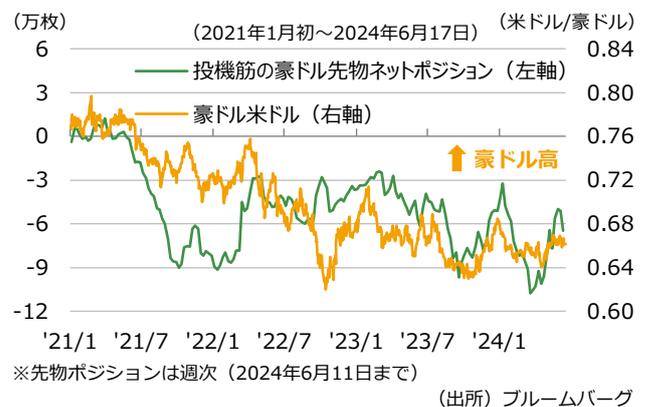
政策金利と10年国債利回り



各国の政策金利



投機筋の豪ドル先物ネットポジションと為替



豪州と日本の10年国債金利差と豪ドル円





経済

与信減速が深刻化も、当局は手を打たず

通貨供給量（M2）の前年同月比伸び率は1997年の統計開始以来最低まで減速しており、金融環境は決して緩和的ではない。実質GDP成長率への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5月に小幅上昇したが、政府債券の発行が寄与したもので、需要不足は深刻なまま。しかし、当局は効果のある金融緩和とは一線を画しており、与信減速の一段の深刻化が懸念される。

景気は低空飛行が続こう

5月の月次指標では、景気けん引役として期待される生産と消費に関して、改善の兆しは確認されず、景気は低空飛行が続くと予想する。消費財の買い替え促進策が発表されたが、補助金等の需要側の対策ではないため、効果薄とみられる。弱い内需に加え、欧米との貿易摩擦の激化を受け、企業の在庫積み増し意欲は低く、生産の一段の加速も見込みにくい。

株式

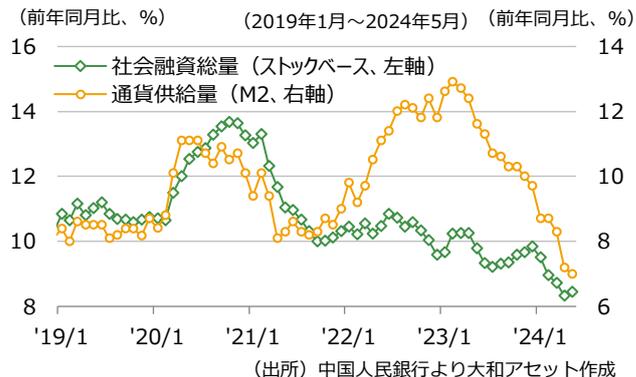
7月開催の三中全会への政策期待も薄い

5月17日発表の不動産救済策を受け、株式市場は一時上昇したが、足元は反落。不動産の販売回復への期待が低いほか、政策の出尽くし感や、欧米との貿易摩擦の激化等が利益確定とみられる売りを招いた。目先は7月開催予定の三中全会に注目が集まるが、経済よりイデオロギー優先の習近平国家主席の姿勢は変わらず、効果的な景気対策への期待は薄い。株価はボックス圏での推移が続くと見込む。

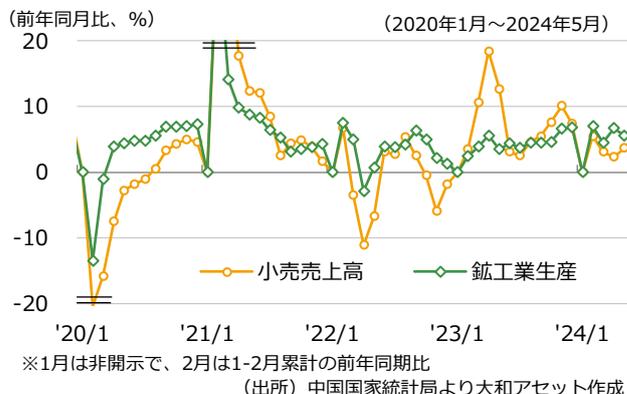
個人投資家は株式市場に戻らず

コロナ禍の中で強まった個人投資家の株式投資ブームも、2022年以降はしぼんでいる。特に、今年1～2月の株価急落では、個人投資家の株式離れが進んだ。政府は「中国版PKO（株価下支え策）」を実施したが、個人投資家のポジション増加は限定的。取引の大半を占める個人投資家が株式市場に戻らなければ、株価の持続的な上昇は見込みにくい。

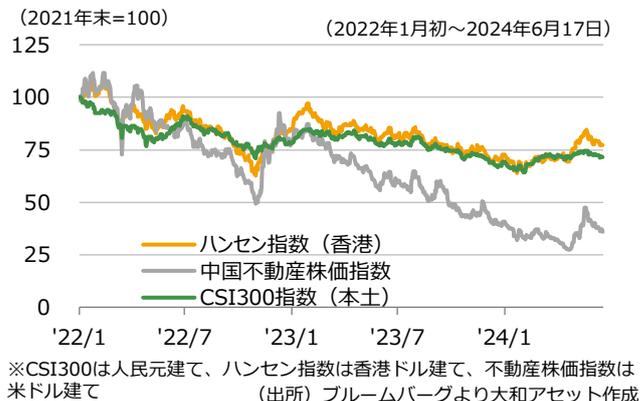
マネー関連指標



主要経済指標の推移



各種株価指数の推移



個人投資家の信用取引残高





債券・金利

金融緩和余地が少ない状況が浮き彫りに

不動産テコ入れ策としての住宅ローン金利の顕著な引き下げや、民間企業の与信需要の拡大などには、金融緩和が必要だが、当局は1月の預金準備率引き下げ以降は動かず。特に、5月に大量の政府債の発行があったにも拘らず、期待されていた預金準備率の追加引き下げも実施せず。金融緩和余地の少なさや人民元安圧力の強まりを浮き彫りにし、景気の低空飛行への懸念を強めると考える。

90年代の日本のように債券への逃避進む

2023年以降、不動産企業のデフォルト連鎖や、当局の景気支援への関心の薄さなどから、景気低迷長期化への懸念が浮上。株価下落とともに、債券市場では資金の逃避先として金利が低下（債券価格は上昇）。10年国債利回りが確認可能な2000年以降の最低水準の2.2%近辺まで低下するなど、90年代のバブル崩壊後の日本の状況が再現されている状況。

為替

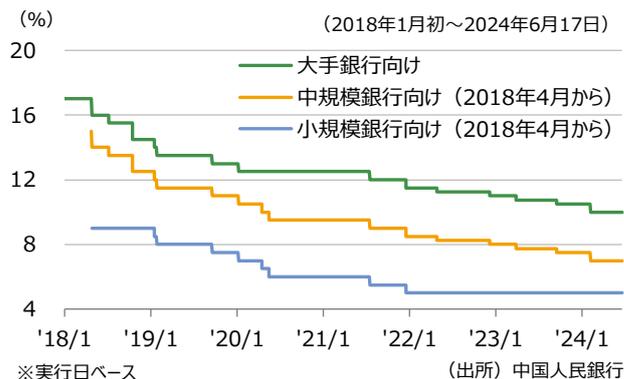
対円で1992年以降の高値近辺で推移

人民元対円レートは、歴史的な円安を受け、約32年ぶりの高値近辺で推移。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から、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く推移。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、当面7.3元/米ドルが節目と見込む。

直接投資のネットの赤字が高水準

国際収支で明らかになった外国企業の対中直接投資に関しては、2023年7-9月期にマイナスに陥った後も、小幅な資金流入に留まる。そのため、中国企業の対外投資を勘案すれば、ネットの直接投資は高水準の赤字が継続。景気低迷や米中摩擦のほか、政府の改正反スパイ法の実行がビジネス環境を悪化させたと考えられる。国際収支バランスは悪化しよう。

預金準備率の推移



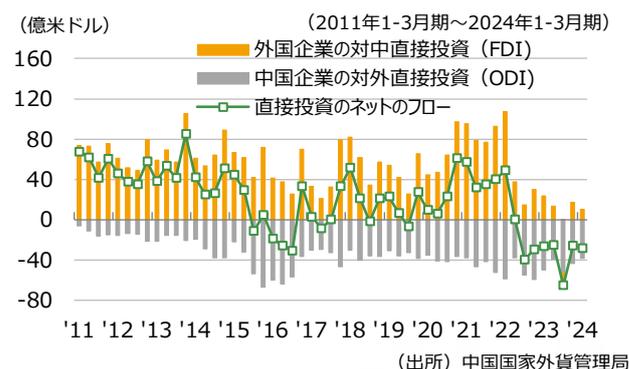
長期金利と株価指数の推移



人民元の対米ドル、対円レートの推移



対内・対外直接投資の推移





経済

景気回復の基調は維持される公算

1-3月期実質GDPは前期比+0.8%と、昨年後半のゼロ%成長から明確に加速。特に個人消費と総固定資本形成が強く、昨年8月からの利下げの効果が顕在化したようだ。目先はブラジル南部を襲った豪雨や洪水がかく乱要因になりそうだが、財政支援や利下げの効果で景気回復の基調は維持されると見込む。ただし、想定より早い利下げ停止を受けて、来年の成長率予想を+2.5%から+2.2%に下方修正した。

労働市場は逆に過熱が警戒される展開に

2021年から2022年の大幅な利上げにもかかわらず、労働市場はさほど悪化せず、失業率はむしろ低下傾向で推移した。そうした状況でもインフレ率は急速に鈍化し、昨年8月以降に利下げが実施されたため、雇用者数は増加ペースが加速するとともに失業率は一段と低下。逆に労働市場の過熱が警戒される展開となった。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思われる。

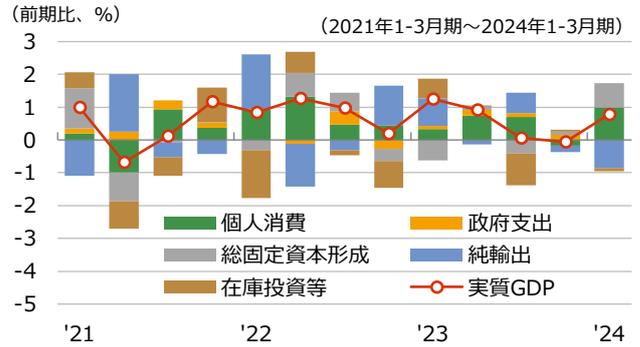
自然災害を除けば企業の景況感は強い

PMIは製造業、サービス業ともに好不況の境目とされる50を明確に上回って推移。製造業は4月の55.9から5月に52.1へ低下したが、ブラジル南部を襲った豪雨や洪水など自然災害の影響が大きい。一方、自然災害によるサプライチェーン混乱や財価格上昇の影響を受けづらいサービス業は5月に55.3と2022年7月以来の水準に上昇。自然災害を除けば企業の景況感は強く、景気悪化懸念は乏しいと言える。

インフレ見通しは再び不透明に

消費者物価指数は5月に前年同月比+3.9%と、4月の+3.7%から伸びが加速。内訳では、航空運賃（「輸送」に分類）の特異的な上昇や、自然災害に伴う「食品・飲料」価格の上昇が寄与しており、インフレ率が基調的な加速に転じたとは判断できない。もっとも、労働市場の過熱や自然災害に伴ってインフレ率の先行き不透明感が強まっていることは確かだ。今後の動向を注意深く見守っていく必要がある。

実質GDP



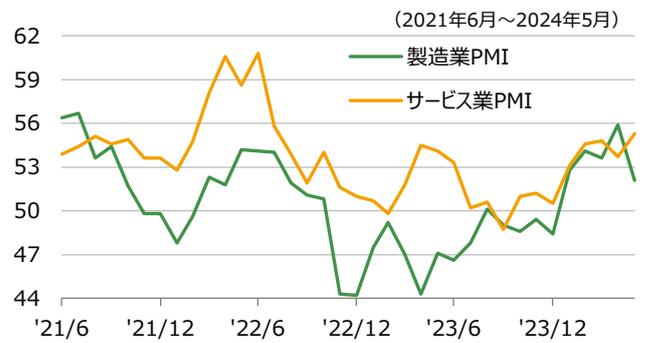
※棒グラフは需要項目別寄与度 (出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

雇用者数と失業率



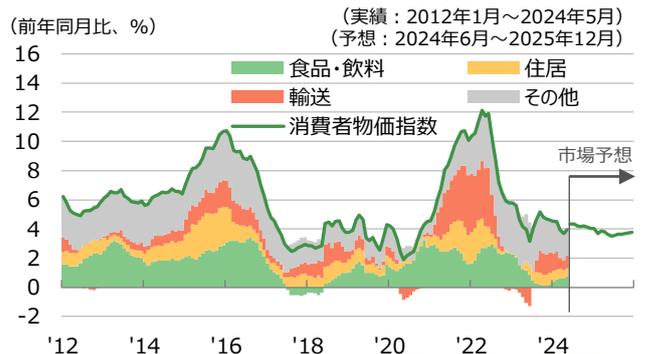
※いずれも3カ月移動平均でCEICによる季節調整値 (出所) CEIC

PMI



(出所) S&P Global

消費者物価指数



※棒グラフは項目別寄与度 (出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行より大和アセット作成



債券・金利

昨年8月から続いた利下げは一時停止

ブラジル中銀は昨年8月から連続で利下げを実施してきたが、6月会合で政策金利の据え置きを決定。米国の金融政策に係る不確実性や、労働市場をはじめ想定以上に強い国内経済、財政政策の不透明感など、国内外の材料が重なりインフレ期待が高まったことが背景にある。ただ、足元の政策金利は中立金利を明確に上回っており、追加利下げなしにインフレ加速を促す景気回復が持続するとは想定しがたい。

今後は利下げ再開のタイミングを探る

今年の基礎的財政収支と来年の歳出上限の目処が立ち、米国が利下げを開始し、自然災害の影響も明らかになることで、年末から来年初には利下げ再開が視野に入ると見込む。今回、政策金利と10年国債利回りの予想値を上方修正したが、市場は利下げ再開どころか利上げ転換を織り込むほど悲観に傾いているため、今後の金利低下余地は大きいとみる。

為替

ブラジル・レアルは対米ドルで減価

ブラジル・レアルは米ドルに対して減価傾向で推移。足元では、自然災害による先行き不透明感の強まりや、財政悪化懸念の高まりなどを背景とした、海外投資家によるブラジル金融市場からの資金引き揚げがレアルの重荷になっている模様。ただし、当面は利下げに慎重なブラジル中銀の姿勢がレアルの下支え要因になると期待される。また、年末以降は市場心理の改善がレアル買いにつながるの見込む。

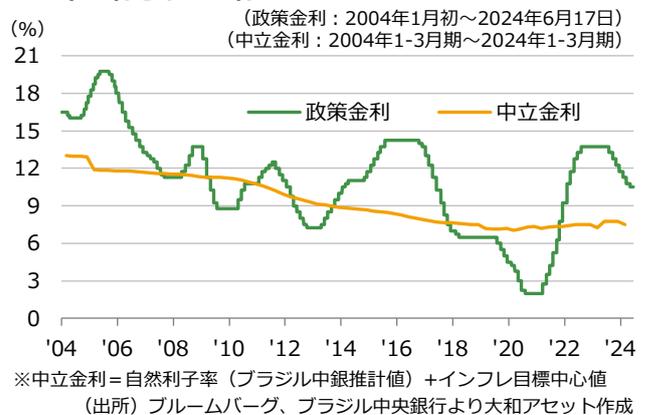
中銀の柔軟な対応が通貨安圧力を緩和

ブラジル中銀はインフレ期待がインフレ目標から上振れて上昇していることに懸念を示した。こうした状況ではインフレ期待の更なる上昇につながりかねないレアル安を容認するとは考えづらい。自然災害や財政政策の不確実性が残る中、当面はインフレ対比で政策金利を高く維持する（実質金利を高止まりさせる）政策を続け、為替の安定に努めるだろう。

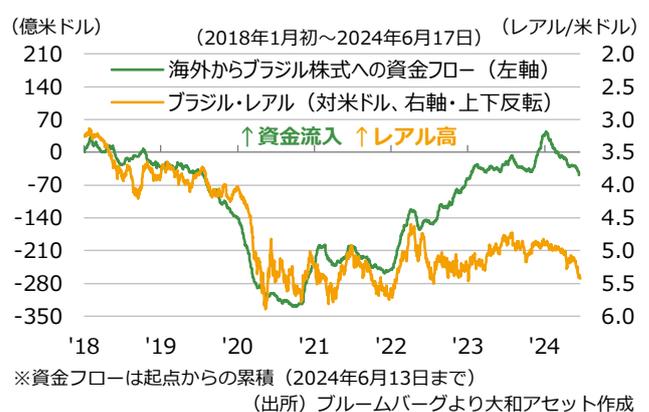
政策金利と10年国債利回り



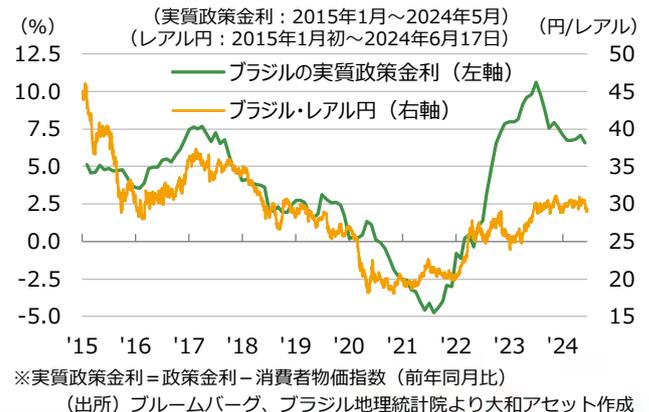
政策金利と中立金利



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの実質政策金利とブラジル・レアル円





経済

インド・ASEANの高成長期待が続く

IMFの4月の世界経済見通しによれば、インドとASEANの多くの国において、今後数年、実質GDP成長率は中国を恒常的に上回る高水準を維持する見通し。先進国の景気減速が懸念されるのとは対照的である。中国からの供給網分散化や内需の強さが背景にある。また、2023年の反動で2024年以降東欧の景気が顕著に加速する見込み。

輸出主導の国の景況感が改善

5月の製造業PMIは、内需が強いインドやフィリピンが好調なほか、利下げにより消費拡大が期待されるブラジル、メキシコ等が高水準を維持。特筆すべき点は、ベトナムに続き、マレーシアやタイなど、輸出主導の国の景況感の回復。世界的な電子製品の需要回復や、供給網の中国離れの恩恵を受け、輸出の加速が期待される。その場合、ASEANの相対的な株価の出遅れも挽回が期待できよう。

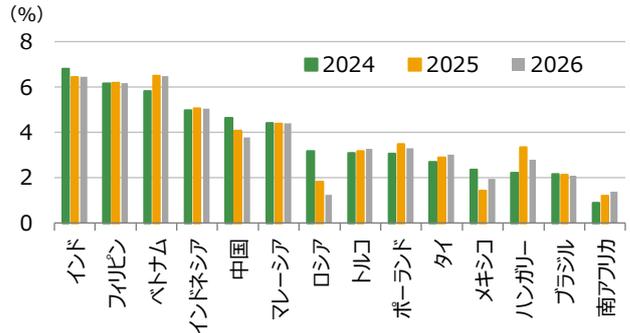
インド、事前予想を上回る高成長を記録

23/24年度（23年4月～24年3月）の実質GDP成長率は、上方修正が続いていた市場予想の前年比+7.9%を一段と上回る同+8.2%を記録。パンデミック後の反動を受けた21/22年度を除いて7年ぶりの高水準。インフラや不動産への投資による総固定資本形成、及び民間消費の両輪が高成長を支える構図。例年を上回るモンスーン降雨量が農村部の経済を活性化するなど、高成長の継続が期待される。

インドGDPの日本超えが25年に前倒し

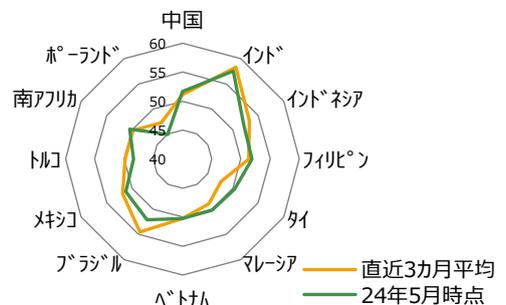
IMFの「世界経済見通し2024年4月号」で示された名目GDPランキングにおいては、21年にイギリスを超え5位に浮上したインドが、今後日本とドイツを超え、27年に世界3位の経済大国に躍進する見込み。さらに、前回の23年10月号の予測に比べて、日本超えが26年から25年に早まる予定。上記の成長の「率」だけでなく「規模」の拡大も目覚ましく、名実ともに経済大国に変貌していると言える。

IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは当該年4月から翌年3月まで ※2024年の成長率順に並べ替え (出所) 「IMF世界経済見通し2024年4月」より大和アセット作成

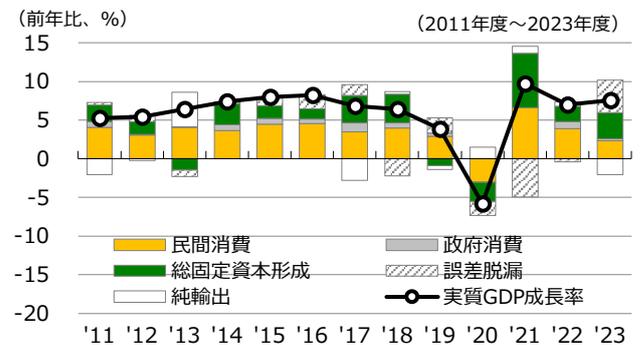
新興国の製造業PMI



※過去3カ月は、24年2月-24年4月

(出所) ブルームバーグ

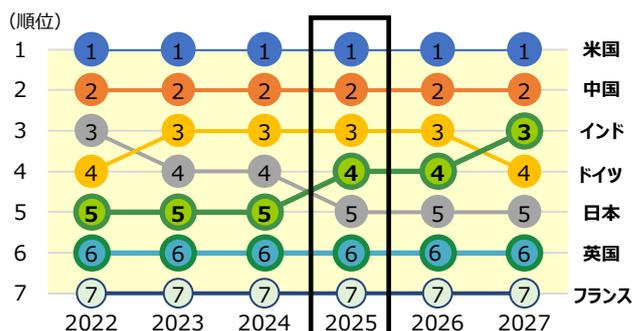
実質GDP成長率および需要項目別寄与度



※インドの年度は当該年4月から翌年3月まで

(出所) インド統計及び事業実施省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

財政懸念のある国が大きく売られる展開

ここ1カ月間は、財政懸念のある国が個別に大きく売られる展開。メキシコでは選挙で左派勢力の圧勝、ブラジルでは財政黒字化時期の先送り、インドネシアでは大統領の財政支出拡大発言等が重しとなった。しかし、これらは高値警戒感も要因と考えられ、持続的な株価下落は予想せず。一方、総選挙の結果、チェク・アンド・バランスが期待されるインドや、電子製品の需要増加を受け台湾等は上昇。

資源価格が頭打ちする場合の選別に注意

CRBコモディティ指数は5月に約12年半ぶりの高値を更新したが、今後は調整する可能性が高い。中国政府の金購入の停止や、景気低迷による需要不足、欧米政府の中国製EVに対する関税引き上げを受け、EV等に使用される非鉄金属の銅、アルミ、鉛にも価格調整圧力が加わろう。国の選別においては、資源国から電子製品等の輸出主導型国のASEANなどへシフトする可能性が高まった。

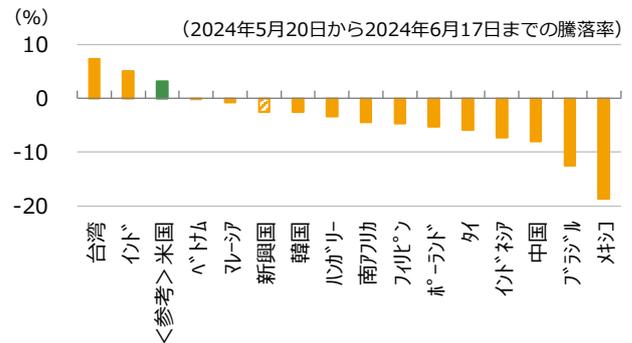
インドのモディ首相が3期目入り

インドでは、6月4日に5年に1度の下院総選挙が開票。出口調査で予想された与党BJP（インド人民党）の圧勝とはならずも、BJPを含む与党連合NDAが議席数の過半数を維持し、モディ首相の3期目入りが確定。インフラ投資においてスピード感が幾分低下しようが、インド経済の好循環はすでに形成されていることや、モディ首相推進のインフラ投資、外資誘致等の政策の継続は、安心感をもたらす。

インド株は総選挙後も過去最高値更新中

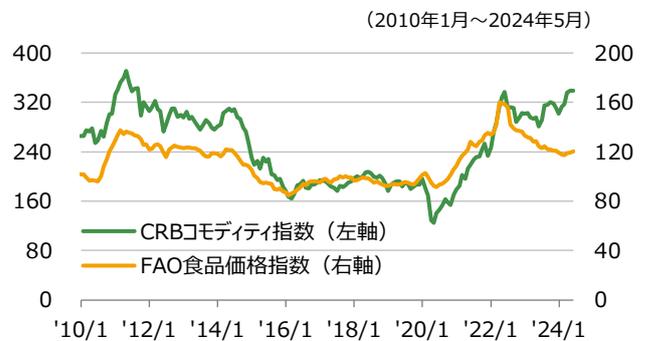
インド株は、総選挙開票日の4日に与党BJPの議席の単独過半数割れが判明すると急落。しかし、与党連合NDAの議席過半数維持や、モディ首相の3期目入りが確定すると、買戻しが入り、過去最高値を更新中。業種別では、インフラ投資のスピード感低下が予想され、インフラ関連株等が一時的に急落する場面も。一方、貧困層への配慮が期待され、消費関連株として耐久財や自動車等の株価上昇が目立つ。

国別の株式市場の騰落率（現地通貨ベース）



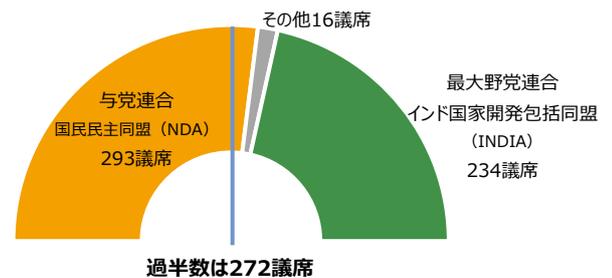
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各種価格指数の推移



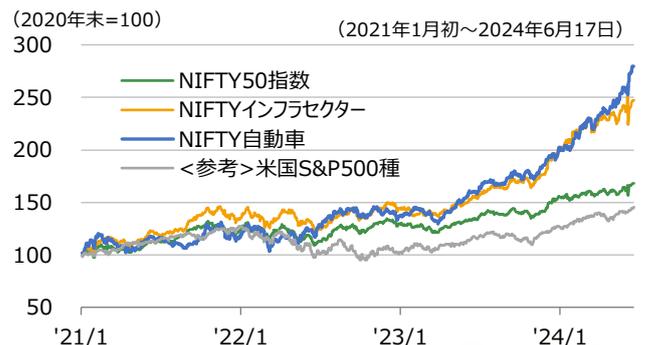
※月次指標 ※CRBコモディティ指数は月末値 (出所) ブルームバーグ、FAO (国連食糧農業機関) より大和アセット作成

インドの下院総選挙の結果



過半数は272議席 (出所) インド選挙管理委員会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



債券・金利

新興国では選挙後に金利が上昇した国も

米国の利下げ開始の後ずれが懸念される中でも、新興国債市場は概ね安定的に推移。ただ、ここ数カ月内に選挙が行われたメキシコや、インドネシアでは、財政悪化懸念が浮上。トルコも包括的な財政緊縮策が発表されたが、歳出削減効果は不透明との見方があり、これらの国の金利上昇が目立った。一方、国際的な新興国債指数への組み入れ開始を6月28日に予定されているインドは金利低下。

引き続きメキシコの高金利は魅力的

メキシコでは6月2日の総選挙で与党が想定以上に議席数を伸ばしたことが嫌気され金利が上昇。しかし、財務省が米ドル建て国債の一部繰り上げ償還を発表し、自国通貨建て国債についても同様の措置を示唆したことで落ち着きを取り戻した。今後も新政権の動向に注意を要するが、高い利息収入と市場に配慮した当局の姿勢が相場の下支え要因になろう。

リート（アジア先進国含む）

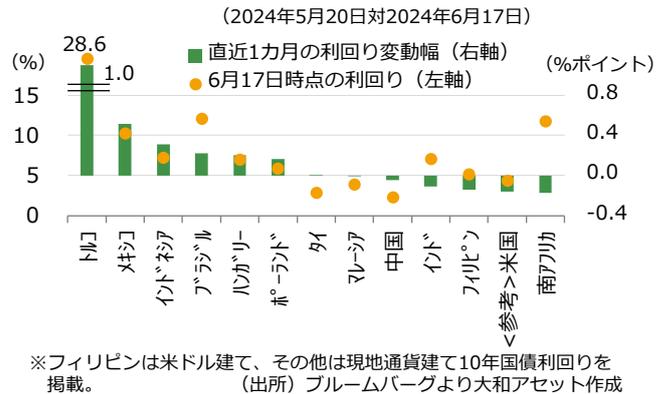
中国悲観と対照的に好調な豪州

反グローバル化は金融機関、観光、物流などの面でマイナスであり、香港は引き続き悲観的にみている。商業施設では中国からの旅行客の消費減少が、オフィスではリストラや供給増加がネガティブ。豪州は、人口増加を要因とした需要増が今後もファンダメンタルズの改善に寄与しよう。政策金利がピークであれば、ファンド運用も手がける銘柄には先行き追い風の環境。

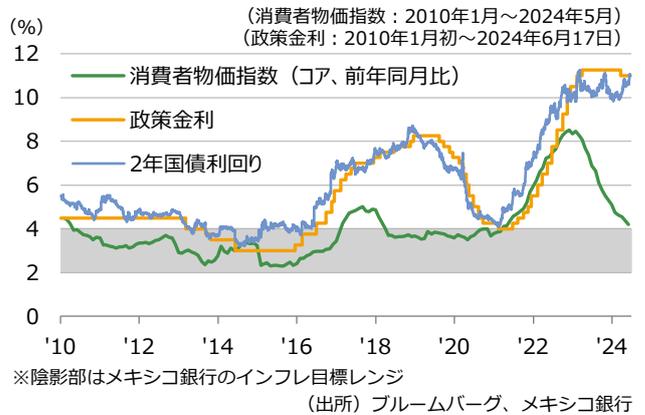
シンガポールは引き続き高利回りを提供

シンガポールは、リート指数の予想配当と長期債との利回り格差が3%程度あるが、これは過去平均並の水準。同国の商業施設は供給が限定的である一方、堅調な小売売上げを背景に物件需要は堅調である。しかし、高金利環境下、外部成長機会は抑制されている。

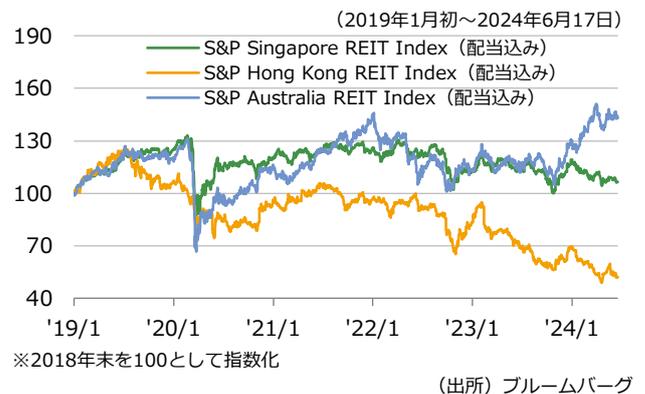
直近1カ月の新興国債市場利回りの動向（現地通貨）



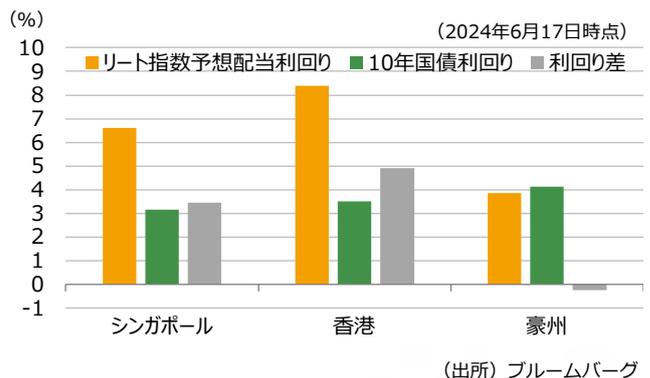
メキシコのインフレ率と金利



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

高金利通貨のボラティリティが拡大

直近1カ月間は、高金利通貨が急落した。メキシコの総選挙で左派政権が予想外に急伸し、財政悪化懸念が高まったことが背景にある。また、米金利の高止まりが長期化すると懸念され、ブラジルや東欧通貨も減価。一方で、アジア通貨は概ね小動き。当面は、米国の利下げ開始を睨みつつ、神経質に動く可能性があるが、高金利通貨高を促していたキャリートレードが巻き戻されないかには注意が必要。

新興国証券市場からの資金流出は限定的

ここ1カ月間は、新興国の選挙が相次ぐ中、新興国株式市場からの資金流出がみられたが、規模は概ね限定的。国債市場においても、顕著に金利上昇したメキシコを含めて資金流出は拡大せず。したがって、今後キャリートレードの顕著な巻き戻しは想定しない。個別では、世界的な国債指数入りりが6月28日に予定されているインド債券市場に注目。

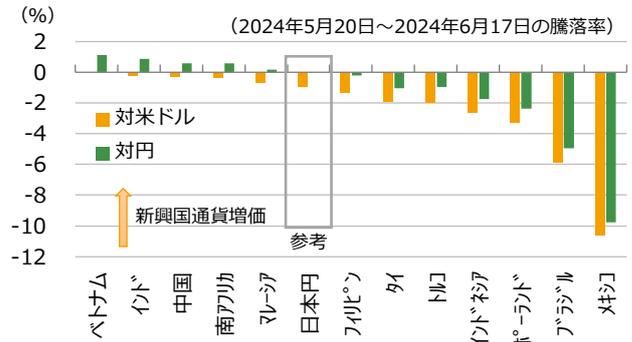
低ボラで注目されるインド・ルピー

インド・ルピーの対米ドルレートのボラティリティは、2023年後半以降顕著に低下し、ユーロなどの先進国通貨よりも低い。セーフティネットとして6,500億米ドル超の外貨準備を抱えており、当局は輸入インフレをコントロールするためにこまめに介入し、ルピー安をけん制。低ボラティリティに加え、長期金利が7%近い水準にあることで、キャリートレードの通貨としても注目度が高まっている。

メキシコ・ペソの過熱感が和らぐ

メキシコ・ペソは総選挙の結果を嫌気して急落。ただ、ペソ買いのキャリートレードが過熱していた反動で値動きが大きくなった面もあり、CDSなどの反応は過去のショック時に比べて小さい。9月に議会招集、10月に大統領就任、11月に米大統領選挙を控えて変動の大きな相場が続きやすいが、新政権が現実路線に軌道修正することで徐々に落ち着きを取り戻し、ペソは下値を切り上げる展開を想定する。

直近1カ月の新興国通貨の騰落率



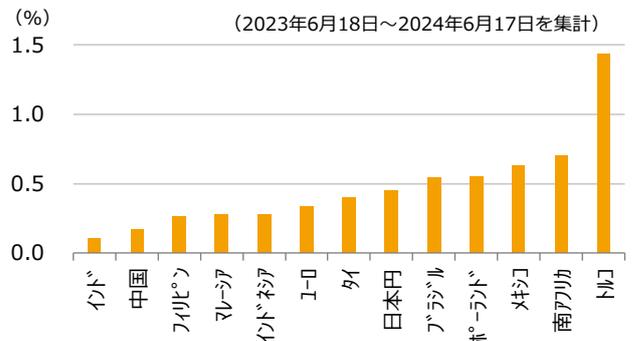
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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

新興国通貨の日次騰落率のボラティリティの比較



※対米ドルレートの日次騰落率の標準偏差を計算 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

メキシコ・ペソ円とメキシコのCDS



※CDS: クレジット・デフォルト・スワップ

(出所) ブルームバーグ



原油

原油価格は一時72ドル台まで急落

5月に入って78米ドル前後で推移していたWTI原油先物価格は、6月2日開催のOPECプラス閣僚級会合における合意内容の発表を受けて、4カ月振りの安値となる72米ドル台まで一時下落した。継続中の自主減産（日量220万バレル）を延長すること自体は市場の想定通りと見るが、今年10月以降、自主減産の段階的な縮小が新たに発表されたことが、市場ではサプライズと捉えられたと考えられる。

OPECプラスの自主減産は段階的縮小へ

OPECプラス会合では、①23年4月発表の日量165万バレルの自主減産は25年末まで1年延長、②23年11月発表の日量220万バレルの自主減産は今年9月末まで3カ月延長で合意。併せて、220万バレルの生産調整は10月以降段階的に縮小し、来年9月末で終了すると発表した。計画通りであれば、今年10月以降の原油供給量は増加に転じ、2025年には世界の需給バランスは供給過剰が予想される。

短期的には価格上昇のリスクも

しかし、今年9月までは自主減産が継続される訳で、夏場の需要期において需給のタイト化が進めば、短期的に価格が上昇する可能性は残されている。さらに、今後、供給量の増加が市況の大幅な下落を招いた場合、再び自主減産が実施されるリスクも念頭に置く必要があると考える。急落した原油価格が直ぐに反転し、直近では80米ドル台まで回復したことなど、市場はその辺りを意識しているとする。

需要を左右する米国景気がカギ

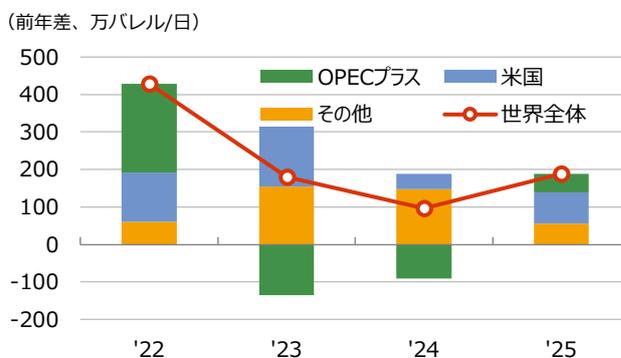
供給量増加を主因に、WTI原油価格予想を24年末85米ドル、25年末80米ドルに引き下げる。今後は米国の需給動向が注目される。米国の産油量は安定的増加が見込まれるが、ISM製造業景況感指数は直近2カ月連続で50割れとなるなど、需要面は不透明要素が多い。足元の価格水準からは、4月以降の地政学リスクのプレミアムはほぼ消滅し、米利下げ期待の高まりが市況を支えているとの印象も強い。

原油価格と原油在庫



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

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

米国とOPEC加盟国の産油量推移



※OPECの産油量は2012年1月～2024年6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より大和アセット作成

ISM製造業景況感指数と原油価格



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



金

史上最高値更新も上値が重い環境

金価格は5月に一時2,440米ドル超の史上最高値を記録した。その後は利食いと見られる売りなどに押され、6月に入ってから2,300米ドル割れの局面もあったが、足元は概ね2,300~2,340米ドルのレンジで推移している。月末価格は4カ月連続で上昇しており、実需減や利食い増などで上値が重い環境にある印象。米国の年内利下げ観測はプラス材料であるが、持続的押し上げには力不足と考える。

1-3月期の需要は2016年以来の高水準

2024年1-3月期における金の総需要は1,238トン（前年同期比+3%）となり、1-3月期としては2016年以来の高水準となった。需要先では宝飾品、産業用、中央銀行が増加、投資分野（地金・コイン、ETF等）は減少した。中央銀行の純購入量は290トン（同+1.2%）で、1-3月期としては過去最高を記録した。国別トップはトルコ（30トン）で、中国（27トン）、インド（19トン）が続いた。

中国の金購入連続記録がストップ

中国人民銀行が6月上旬に発表したデータでは、外貨準備として2022年11月以来、今年4月まで18カ月連続で積み増してきた金保有量の増加が止まった。中銀が5月の購入を見送ったためである。市場では金価格が高騰して最高値を更新していることが理由にあるとの見方が支配的だ。また、相場の調整がある程度進めば、地政学的な緊張を背景として、再び購入を開始する可能性が高いとの見方もある。

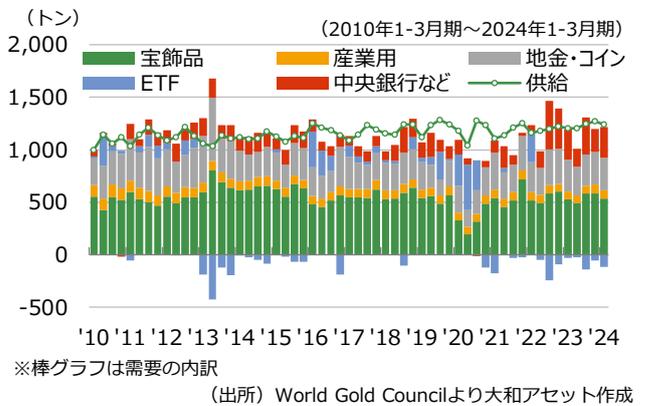
金ETFの資金純流入は12カ月振り

5月の金ETFは資金純フロー（月間）が12カ月振りにプラスに転じ、月末の運用資産総額が2,337億米ドル（前月末比+2%）となった。欧米での利下げ実施や開始期待の高まりも影響していると考えられる。地域別で見ると北米は小幅ながら純流出となったが、アジア、欧州のプラスが全体を押し上げた。アジアは15カ月連続のプラスだが、欧州が純流入に転じたのは12カ月振りである。

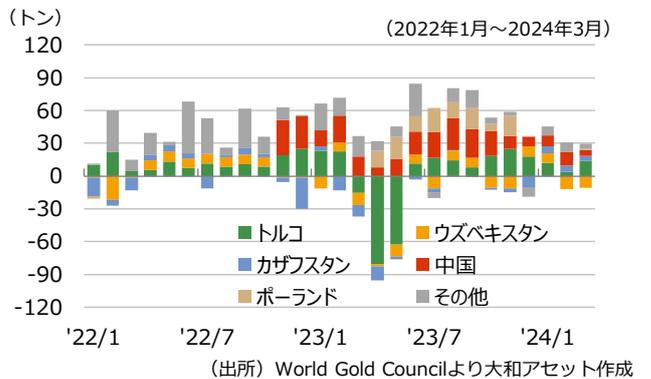
市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



金の需給バランス



各中銀の金購入量推移



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	国内では、岸田内閣支持率の歴史的低水準が続いている。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る。欧州では極右政党が躍進し、英国では近い将来に政権与党が交代する可能性が高い。米国大統領選ではトランプ候補の優勢が伝えられ、新興国の選挙でも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。5月17日に発表された不動産テコ入れ策では、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たが、そういった点も市場の不透明感を高める要因になっていると考えられる。また、中国の「低体温経済」への移行は、資源需要等を通じてグローバル経済の停滞へと波及し得る。
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。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るだろう。
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思われ、今後、市場でも懸念が強まる恐れがある。
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る。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、対イランとの紛争のエスカレートも懸念される。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月金融政策決定会合で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。6月会合での国債買入れ減額も同様だった。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い。利上げには、賃金と物価の好循環実現による「良い利上げ」がある一方、円安対策のための「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。昨年是一部格付会社が米国債を格下げしたが、単に財政状況だけでなく、政治の関与の仕方も格下げの一因となった。またIMFは新興国の政府債務増加に警鐘を鳴らしている。さらに足元では、日米などで利払い費増加への懸念もじわり強まっており、財政リスクが無視し得ないものになりつつあるようだ。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値 期間別変化幅						直近値 期間別変化幅			
		6/17	1カ月	1年	3年			6/17	1カ月	1年	3年
政策金利						10年国債利回り					
米国	FFレート（上限）	5.50%	0.00	0.25	5.25	米国		4.28%	-0.14	0.52	2.78
ユーロ圏	中銀預金金利	3.75%	-0.25	0.25	4.25	ドイツ		2.41%	-0.10	-0.06	2.61
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	0.75	5.15	英国		4.12%	-0.01	-0.30	3.34
日本	無担保コール翌日物金利	0.10%	0.00	0.20	0.20	日本		0.94%	-0.01	0.52	0.87
カナダ	翌日物金利	4.75%	-0.25	0.00	4.50	カナダ		3.31%	-0.31	-0.04	1.92
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.25	4.25	豪州		4.11%	-0.10	0.08	2.47
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.15	-0.45	中国		2.26%	-0.05	-0.42	-0.91
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50	インド		6.98%	-0.11	-0.05	0.97
インドネシア	7日物借入金金利	6.25%	0.00	0.50	2.75	インドネシア		7.20%	0.27	0.90	0.69
ブラジル	セリック・レート	10.50%	0.00	-3.25	6.25	ブラジル		12.03%	0.24	0.74	2.51
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	0.00	-0.25	7.00	メキシコ		10.22%	0.53	1.43	3.47
トルコ	1週間物レポ金利	50.00%	0.00	41.50	31.00	トルコ		25.72%	0.84	9.45	8.33
						為替（対円）					
株価指数		6/17	1カ月	1年	3年	米ドル		157.74	1.3%	11.2%	43.1%
米国	NYダウ	38,778	-3.1%	13.1%	14.6%	ユーロ		169.31	0.1%	9.1%	29.0%
	S&P500	5,473	3.2%	24.1%	29.6%	英ポンド		200.40	1.4%	10.3%	30.6%
ユーロ圏	STOXX 50	4,880	-3.6%	11.0%	17.4%	カナダ・ドル		114.94	0.6%	7.0%	28.9%
日本	日経平均株価	38,102	-1.8%	13.0%	31.3%	豪ドル		104.31	0.1%	6.9%	25.3%
	TOPIX	2,700	-1.7%	17.4%	37.5%	中国人民元		21.73	0.9%	9.2%	27.0%
中国	MSCI中国	59.46	-7.7%	-8.5%	-44.4%	インド・ルピー		1.88	0.8%	9.0%	26.5%
インド	MSCIインド	2,859	5.0%	35.1%	56.8%	インドネシア・ルピア		0.961	-1.5%	1.3%	25.2%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,575	-9.0%	-12.5%	7.7%	フィリピン・ペソ		2.69	-0.7%	6.3%	17.5%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,275	0.1%	14.3%	-6.3%	ベトナム・ドン		0.620	1.5%	3.0%	29.2%
						ブラジル・リアル		29.10	-4.6%	-1.1%	32.3%
リート		6/17	1カ月	1年	3年	メキシコ・ペソ		8.51	-9.1%	2.6%	57.8%
米国	NAREIT指数	22,451	-0.5%	6.3%	-2.0%	トルコ・リラ		4.80	-0.5%	-20.1%	-62.0%
日本	東証REIT指数	1,716	-4.7%	-8.2%	-18.9%						
商品		6/17	1カ月	1年	3年						
原油	WTI原油先物価格	80.33	0.3%	11.9%	13.1%						
金	COMEX金先物価格	2,329	-4.6%	18.2%	31.2%						

※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



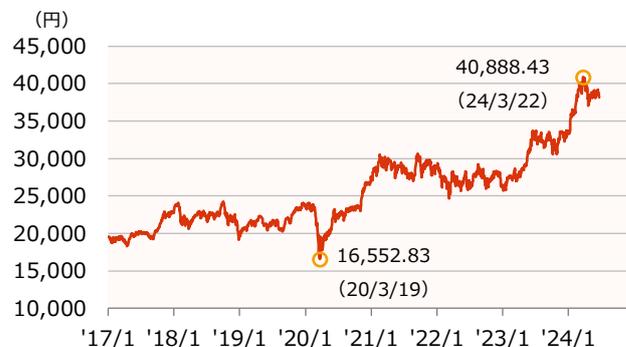
S&P500



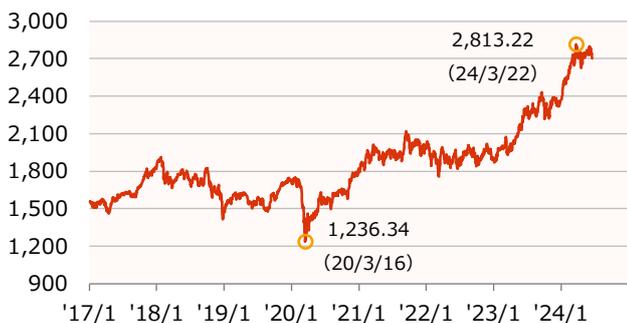
STOXX 50



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6月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

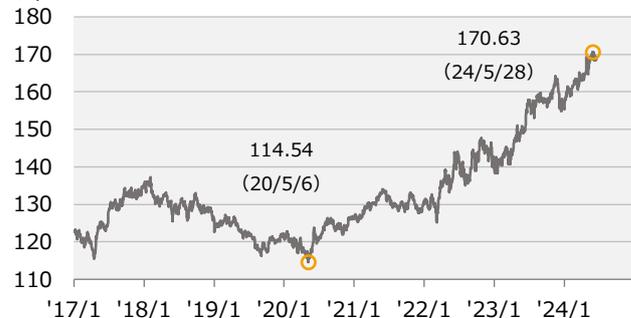
米ドル

(円/米ドル)



ユーロ

(円/ユーロ)



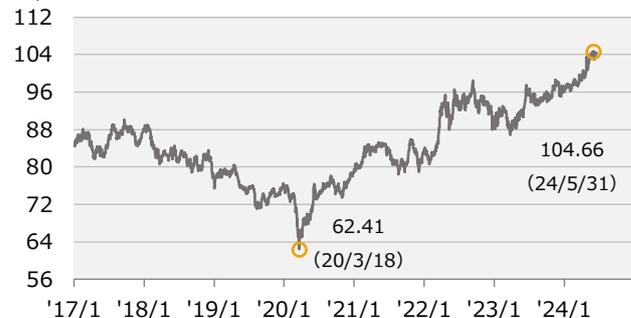
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



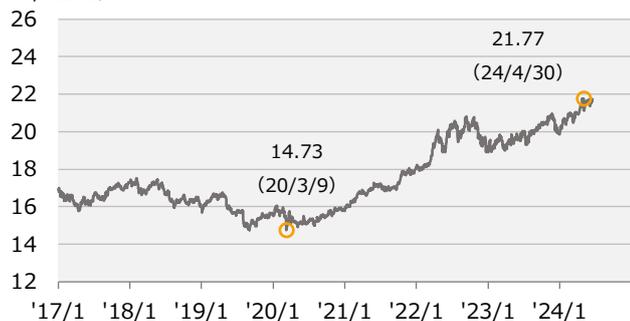
豪ドル

(円/豪ドル)



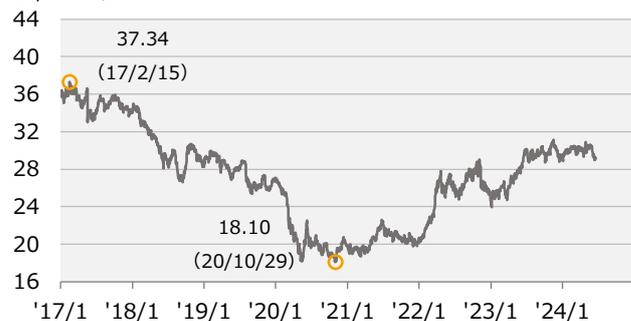
中国人民元

(円/人民元)



ブラジル・リアル

(円/リアル)



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6月17日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2021年	2022年	2023年
米国	5.8	1.9	2.5
ユーロ圏	5.9	3.4	0.5
日本	2.6	1.0	1.9
カナダ	5.4	4.1	1.6
豪州	5.5	3.9	2.0
中国	8.5	3.0	5.2
ブラジル	4.8	3.0	2.9
先進国	5.7	2.6	1.6
新興国	7.0	4.1	4.3

消費者物価	前年比		
	2021年	2022年	2023年
米国	4.7	8.0	4.1
ユーロ圏	2.6	8.4	5.4
日本	-0.2	2.5	3.3
カナダ	3.4	6.8	3.9
豪州	2.8	6.6	5.6
中国	0.9	2.0	0.2
ブラジル	8.3	9.3	4.6

政策金利		年末値		
		2021年	2022年	2023年
米国	FFレート (上限)	0.25	4.50	5.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	2.00	4.00
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	0.25	4.25	5.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10	3.10	4.35
中国	1年物MLF金利	2.95	2.75	2.50
ブラジル	セリック・レート	9.25	13.75	11.75

失業率	年末値		
	2021年	2022年	2023年
米国	3.9	3.5	3.7
ユーロ圏	7.0	6.7	6.5
日本	2.7	2.5	2.5
カナダ	6.0	5.0	5.8
豪州	4.2	3.5	3.9
中国	4.0	4.0	4.0
ブラジル	11.1	7.9	7.4

(出所) ブルームバーグ、IMF、内閣府

各国金融政策

	米国 FRB 	ユーロ圏 ECB 	日本 日本銀行 
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：平均して2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	短期金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利 中銀預金金利	無担保コールレート
- 2024年末の 当社予想値	5.00~5.25%	3.40% 3.25%	0.15~0.25%
今後の展開 - 当社予想	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年末まで四半期毎に0.25%ptの利下げへ。 主要リファイナンス金利と中銀預金金利のスプレッドを0.15%ptに縮小。 緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を7月から減額。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年10月に2回目の利上げ、その後は0.5%までの利上げを想定。 7月会合で月間6兆円程度としている国債買入れの今後1~2年程度の具体的な減額計画を決定。

(出所) FRB、ECB、日本銀行、大和アセット

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

年	日本	欧米	その他地域	
2024年	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●英総選挙（4日） ●仏総選挙決選投票（7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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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		<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（6日） ●マカオ行政長官選挙（月内）
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●国連総会 ●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●東方経済フォーラム（3-6日） ●カナダ金融政策決定会合（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（18日） ●RBA理事会（24日） ●AIIB年次総会（25-26日）
	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（30-31日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） ●米財務省為替報告書（月内） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●東証が株式取引時間を延長（5日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領選挙（5日） ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（7日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（6日） ●COP29 （アゼルバイジャン、11-22日） ●APEC首脳会議（ペルー、月内） ●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）
	12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（30日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（17-18日） ●ECB理事会（12日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（月内） 	<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） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（30日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内） ●FOMC（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（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	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（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<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（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（17日） ●FOMC（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会（8日） ●G7首脳会議（カナダ、月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（20日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●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（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（5日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●FOMC（月内） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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）

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6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6月21日)