

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 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

慎重に前に進む

- 1 各国での利上げサイクル終了が明確となり、特に米国では近い将来の利下げ開始が示唆された。それを受け「楽観相場」と指摘する向きもあるが、当社は楽観的だとは考えていない。むしろFRBが政策運営スタンスについてそう言うように、市場も「慎重に前に進む」にある。
- 1 過剰な利下げを織り込んでいるように見えるのは、景気後退をある程度想定していることに因る。ソフトランディング実現時には、この織り込みの一部は剥落しようが、その時こそ楽観相場だと考えている。

 <p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。 株 … バリュエーションの見方を修正し、目標株価を上方修正。消費動向は注視。 債 … 利上げ打ち止めを受けて金利は低下へ、中立金利の上昇有無が今後の焦点。 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。
 <p>ユーロ圏</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 景気の逆風は多く、当面はゼロ近傍の成長が継続。景気はなお下振れリスクを免れず。 株 … 利下げ開始期待は高まる一方、賃金鈍化には不確実性あり。 債 … 景気は脆弱で、利下げを織り込みつつ、期待インフレ率とともに長期金利は更に低下へ。 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。
 <p>日本</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 賃金上昇は力強さに欠けるがコストプッシュインフレ沈静化で内需は堅調に推移。 株 … 株価のカタリストは健在。NISAの投資枠拡大の寄与にも注目。 債 … YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。 リ … 今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。 為 … 世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。

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。



- 経 … 過去数カ月でインフレ率が急低下。2024年は利下げにより景気が緩やかな回復軌道に。
- 債 … インフレ沈静化で24年3月からの利下げを見込む。ただし、長期金利の低下余地は縮小。
- 為 … 米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。



- 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 … インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。
- 為 … 相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、良好な実需動向が追い風。



- 経 … 消費は幾分改善しようが、不動産対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。
- 株 … 不動産問題に積極対応との11月の観測報道は真偽不明で、慎重な投資判断が必要。
- 債 … 追加金融緩和は小幅だが、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 … 米ドル指数との連動を強めるも、人民元国際化期待がしぼみ、中長期の増価は期待できず。



- 経 … インフレ沈静化と利下げ継続により、経済成長率は23年後半を底に加速する段階へ。
- 債 … 長期金利の低下余地は縮小。短中期金利の低下余地は大きく、利回りも相対的に高い。
- 為 … 金利面での魅力は徐々に低下するが、海外からの証券投資フローが下支え要因に。

世界経済・金融市場見通し

慎重に前に進む

12月にいくつかの国の株価指数が史上最高値を更新した（米ダウ、ブラジル、インドなど）。その理由の1つは各国での利上げサイクル終了が明確となり、特に米国では近い将来の利下げ開始が示唆されたこと。ただ上昇する株価をもって「楽観相場」と指摘する向きもあるが、当社は楽観的だとは考えていない。むしろFRBが政策運営スタンスについてそう言うように、市場も「慎重に前に進む」にある。

過剰な利下げ織り込み？

12月FOMCでは2024年の政策金利の見通しについて、計3回（1回当たり0.25%ポイント）の利下げ（中央値）が示された。それに対し、足元の市場は約6回を織り込む。これは、一見すると過剰な織り込みに見えるものの、必ずしもそうだとは言えない。FRBの見通しが彼らのメインシナリオのみを反映しているのに対し、市場の織り込みはリスクシナリオをも加味した加重平均価格であるためだ。

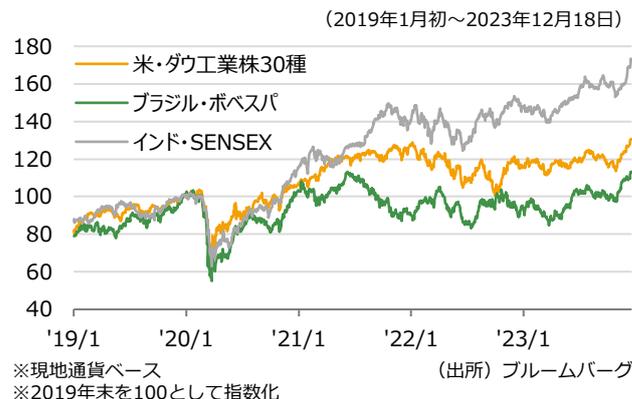
景気後退確率30%

例えば、米国でソフトランディング時の2024年末のFFレートを4.6%（FRBの中央値）、ハードランディング時を2.5%（中立金利水準）とし、景気後退の発生確率ごとの市場が織り込むFFレートの水準を試算すると、右図となる。足元の市場は4%程度（計6回利下げ）を織り込んでいるが、それは景気後退の発生確率を30%程度と見込んでいることを意味する。この予想はますます妥当であろう。

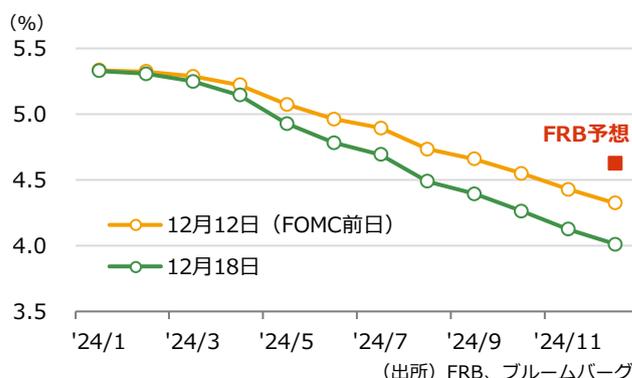
楽観相場の条件

市場は過剰な利下げを織り込んでいるのではなく、景気後退をある程度想定している。それゆえ楽観的ではないわけだ。先行きは「発生確率」ではなく、「実現するもの」へ価格が収れんしていく。当社のメインシナリオはソフトランディングで、それが実現すれば利下げ織り込みが一部剥落しようが、その時こそ楽観（適温）相場だと考えている。とりわけ、米国の利下げの恩恵を受ける新興国が有望だろう。

米国・ブラジル・インドの株価指数



2024年のFFレートの市場予想

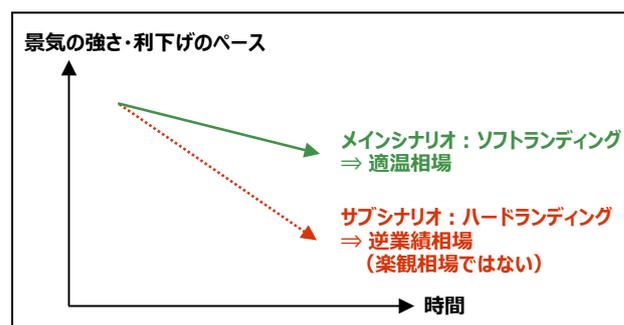


市場が織り込む2024年末のFFレートの試算例

景気後退の発生確率	各シナリオのFFレートの水準		市場が織り込むFFレートの水準
	ソフトランディング	ハードランディング	
20%	4.6%	2.5%	4.2%
30%	4.6%	2.5%	4.0%
40%	4.6%	2.5%	3.8%
50%	4.6%	2.5%	3.6%

(出所) FRB、大和アセット

景気減速・利下げペースのシナリオ（イメージ図）



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
															過剰貯蓄の減少などを背景に景気モメンタムの鈍化を予想、リスクはむしろ高成長。景気の逆風は多く、当面はゼロ近傍の成長が継続。景気はなお下振れリスクを免れず。相対的に高いインフレ率が有意に低下しなければ、景気は当面停滞したまま。賃金上昇は力強さに欠けるがコストプッシュインフレ沈静化で内需は堅調に推移。過去数か月でインフレ率が急低下。2024年は利下げにより景気が緩やかな回復軌道に。実質賃金上昇による購買力向上や金利上昇懸念の後退で、景気は緩やかな回復過程へ。消費は幾分改善しようが、不動産業対策の欠如で、景気回復の勢いは弱い見込み。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。2024年は大統領選挙による内需拡大、利下げ期待などで、弱い外需を相殺すると予想。堅調な内需や、利上げ打ち止め期待などで、2024年は6%に近い成長率を予想。利下げの効果を受け消費が回復傾向を強めるほか、外需の改善期待で輸出も加速しよう。インフレ沈静化と利下げ継続により、経済成長率は23年後半を底に加速する段階へ。高金利は続くが、積極的なインフラ投資や米国の二アショアリングの恩恵を受けて底堅い。高インフレを抑え込むための引き締めの金融・財政政策が景気を抑制する。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									バリュエーションの見方を修正し、目標株価を上方修正。消費動向は注視。利下げ開始期待は高まる一方、賃金鈍化には不確実性あり。株価のカリストは健在。NISAの投資枠拡大の寄与にも注目。不動産問題に積極対応との11月の観測報道は真偽不明で、慎重な投資判断が必要。史上最高値を更新しているが、経済・企業業績の見通しは良好で、上昇余地があると予想。米中摩擦の恩恵や構造改革を受け、株価指数の上昇余地があると予想。利上げ打ち止めの可能性が高まったが、利下げまでは道のりが遠く、反発の余地は限定的か。米ドル高の懸念が和らいだこともあり、中長期上昇期待、割安感を受け上昇余地拡大。

債券	米国	ドイツ	英国	日本	カナダ	豪州	中国	インド	インドネシア	ブラジル	メキシコ	トルコ	一言コメント
													利上げ打ち止めを受けて金利は低下へ、中立金利の上昇有無が今後の焦点。景気は脆弱で、利下げを織り込みつつ、期待インフレ率とともに長期金利は更に低下へ。景気は当面停滞したまま、利下げを織り込みつつ、長期金利は低下基調が継続。YCC柔軟化で金利にやや上昇圧力。マイナス金利解除は2024年4月と予想。インフレ沈静化で24年3月からの利下げを見込む。ただし、長期金利の低下余地は縮小。インフレ鈍化は米国などに比べて緩慢であり、長期金利は相対的に高止まりする公算。追加金融緩和は小幅だが、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。インフレ圧力は後退し、主要インデックス組み入れもあり、当面金利低下余地があると予想。外部環境改善の中、大幅な金利低下が進んだため、金利低下余地が限定的と予想。長期金利の低下余地は縮小。短中期金利の低下余地は大きく、利回りも相対的に高い。景気は堅調だが、インフレ鈍化で春から利下げの公算。高金利と金利低下期待が魅力。利上げは終盤。極めて高い金利と、24年終盤以降の利下げ期待が投資妙味を高める。

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。今後の国内長期金利の動向に注目。配当利回りの高さは引き続き魅力的。

商品	原油	金	一言コメント
			OPECプラスの協調減産や景気回復などにより、原油価格はレンジを切り上げる展開へ。中銀の継続的な金買い、米国の利下げ期待による投資家センチメントの改善が追い風。

※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・リアル	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。世界的な景気減速下の金利低下やリスクオフと、日銀の緩和修正観測が円高要因に。米国との金利差縮小や原油価格の上昇を支えに、対米ドルで堅調な推移に。相対的な長期金利の高止まりや世界景気の底打ち期待、良好な実需動向が追い風。米ドル指数との連動を強めるも、人民元国際化期待がしぼみ、中長期の増価は期待できず。高水準の総合収支黒字を見込み、対米ドルで増価、対円でも底堅い推移を予想。外部環境の好転の中、構造改革、景気回復などに牽引され、当面反発余地があると予想。高成長と、好調な消費による貿易収支悪化の綱引きの中、レンジ推移になる可能性が高い。米ドルベッグ制維持でレンジ推移が継続しようが、目先は米ドル高一服で減価圧力が弱まる。金利面での魅力は徐々に低下するが、海外からの証券投資フローが下支え要因に。高い実質金利、豊富な海外労働者からの本国送金、直接投資の拡大が通貨高要因に。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	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値*2		予想値		実績値*2		予想値	
					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	2.1	2.4	1.5	1.6	4.25 ~ 4.50	5.25 ~ 5.50	4.50 ~ 4.75	3.50 ~ 3.75	3.9	3.9	3.7	3.5
ユーロ圏*1	3.4	0.5	0.4	1.3	2.50 2.00	4.50 4.00	3.25 2.75	2.50 2.00	2.6	2.1	1.7	1.5
英国	4.3	0.5	0.3	1.1	3.50	5.25	4.25	3.25	3.7	3.7	3.0	2.5
日本	1.0	1.7	0.9	0.8	-0.10	-0.10	0.00	0.30	0.4	0.7	1.0	1.1
カナダ	4.1	1.2	1.0	2.2	4.25	5.00	4.00	3.50	3.3	3.2	3.3	3.2
豪州	3.9	1.8	1.4	1.6	3.10	4.35	4.10	3.60	4.1	4.1	4.0	3.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*2		予想値			実績値*2		予想値	
	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	33,147	37,306	39,700	42,000	米ドル	131.12円	142.78円	130円	125円
NYダウ	-8.8%	12.5%	6.4%	5.8%		13.9%	8.9%	-9.0%	-3.8%
米国	3,840	4,741	5,000	5,300	ユーロ	140.41円	155.97円	135円	132円
S&P500	-19.4%	23.5%	5.5%	6.0%		7.3%	11.1%	-13.4%	-2.2%
欧州	3,794	4,521	4,750	4,950	英ポンド	158.47円	180.58円	156円	152円
STOXX 50	-11.7%	19.2%	5.1%	4.2%		1.7%	14.0%	-13.6%	-2.6%
日本	26,095	32,759	36,500	38,500	カナダ・ドル	96.76円	106.56円	102円	100円
日経平均株価	-9.4%	25.5%	11.4%	5.5%		6.2%	10.1%	-4.3%	-2.0%
日本	1,892	2,317	2,550	2,710	豪ドル	89.37円	95.77円	91円	90円
TOPIX	-5.1%	22.5%	10.1%	6.3%		6.8%	7.2%	-5.0%	-1.1%

	リート			
	実績値*2		予想値	
	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末
米国	20,089	22,582	25,700	27,600
NAREIT指数	-24.4%	12.4%	13.8%	7.4%
日本	1,894	1,795	1,900	1,950
東証REIT指数	-8.3%	-5.2%	5.8%	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。

*2 実績値の2023年末は12月18日時点

(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	予想値 2023年	2024年	2025年	実績値*4 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末	実績値*4 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	3.0	5.1	4.6	4.4	2.75	2.50	2.30	2.20	2.8	2.6	2.5	2.4
インド*1	7.2	7.0	6.8	6.8	6.25	6.50	5.75	5.25	7.3	7.2	6.5	6.5
インドネシア	5.3	5.4	5.2	5.2	5.50	6.00	5.50	5.00	6.9	6.5	6.3	6.0
フィリピン*2	7.6	5.5	5.8	6.0	5.50	6.50	5.75	5.25	4.5	4.7	4.2	3.8
ベトナム	8.0	4.8	6.0	7.0	6.00	4.50	4.00	4.00	-	-	-	-
ブラジル	3.0	3.0	1.5	2.5	13.75	11.75	9.00	8.50	12.7	10.8	10.8	10.5
メキシコ	3.9	3.5	2.5	2.5	10.50	11.25	9.50	9.00	9.0	9.2	9.0	8.5
トルコ	5.5	4.0	3.0	4.0	9.00	40.00	35.00	20.00	9.2	22.7	20.0	20.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*4 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末		実績値*4 2022年末	2023年末	予想値 2024年末	2025年末
中国	64.47	55.13	57	60	中国人民元	19.16円	20.05円	17.8円	17.1円
MSCI	-23.5%	-14.5%	3.4%	5.3%		5.8%	4.6%	-11.2%	-3.9%
インド	2,069	2,455	2,750	3,000	インド・ルピー	1.59円	1.72円	1.69円	1.65円
MSCI	1.6%	18.7%	12.0%	9.1%		2.7%	8.2%	-1.8%	-2.4%
インドネシア	7,393	7,397	8,250	8,500	インドネシア・ルピア*3	0.844円	0.921円	0.897円	0.893円
MSCI	10.4%	0.1%	11.5%	3.0%		4.5%	9.1%	-2.6%	-0.4%
ベトナム	1,007	1,092	1,350	1,500	フィリピン・ペソ	2.38円	2.55円	2.43円	2.40円
VN指数	-32.8%	8.4%	23.6%	11.1%		5.3%	7.2%	-4.7%	-1.2%
					ベトナム・ドン*3	0.559円	0.587円	0.53円	0.51円
						10.9%	5.0%	-9.7%	-3.8%
					ブラジル・リアル	24.80円	29.15円	27.7円	25.5円
						20.1%	17.5%	-5.0%	-7.9%
WTI原油 (米ドル/バレル)	80.26	72.47	90	98	メキシコ・ペソ	6.72円	8.32円	8.6円	8.5円
	6.7%	-9.7%	24.2%	8.9%		19.9%	23.8%	2.8%	-0.6%
金 (米ドル/トロオンス)	1,826	2,041	2,100	2,200	トルコ・リラ	7.00円	4.91円	4.1円	3.7円
	-0.1%	11.7%	2.9%	4.8%		-18.2%	-29.8%	-16.5%	-9.8%

※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

*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

*4 実績値の2023年末は12月18日時点

(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

景気の弱含みと消費の底堅さ

7-9月期の高成長以降は景気の弱含みを指摘する向きが多い。たしかに10月分の景気指標は下振れ傾向が強かったが、年末商戦に伴う買い控えや自動車会社におけるストライキが影響していた可能性もある。実際、11月小売売上高は様々なカテゴリで上振れ、インフレの影響を差し引けば力強く拡大した可能性さえある。消費の底堅さが見受けられる中、景気鈍化は想定ほどに進まないリスクが残る。

労働市場は買い手市場にシフト中

11月雇用統計は景気鈍化に向かいつつあることを示唆する結果だった。非農業部門の雇用者数は6月以降の平均で前月比+20万人弱で推移し、民間部門に限れば同+15万人となり、コロナ禍以前の平均的な雇用拡大ペースを下回る。また、失業期間では、5週未満の超短期の割合が低下傾向にあるのに対し、5~26週の短・中期の割合が若干の増加傾向に。労働市場は売り手市場から買い手市場になりつつある。

FRBの想定を上回るインフレ鈍化

11月の食品と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が、内訳では強弱まちまちな部分もあった。前年同月比は+4.0%と3カ月連続であり変化がなく、下げ渋り感もある。もっとも、FRBが注目するコアPCEデフレーターはFOMC参加者の想定以上に鈍化してきた。FOMC参加者は12月FOMCでインフレ見通しを大幅に下方修正するなど、インフレ抑制に自信を示し始めた。

金融引き締めに出遅れた反省

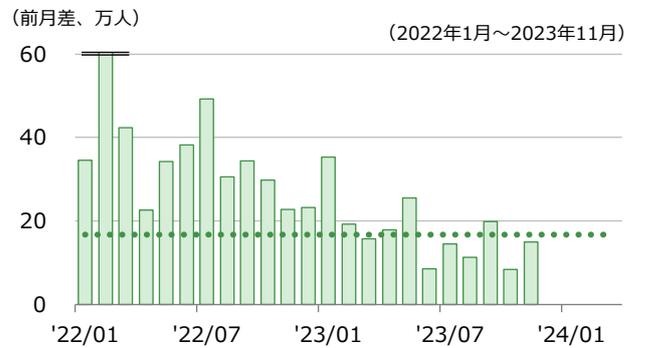
インフレがFOMC参加者の想定以上に鈍化したことを受け、FOMC参加者はFF金利見通しを引き下げた(後述)。金融引き締めに出遅れた反省や中小企業などに対する金融引き締め効果の顕在化、金融緩和効果の発現ラグなどが背景にあらう。インフレとFF金利の見通しを合わせて考えると、FOMC参加者は過度な金融引き締め回避のため、実質政策金利を一定に保ちたい意向が3月のようにあるようだ。

実質小売売上高

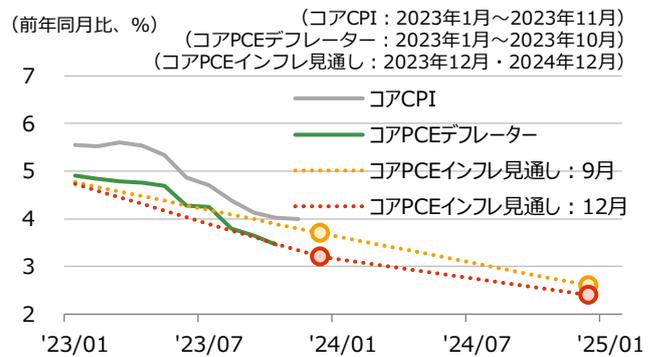


※1 除く自動車・部品、ガソリン、建築資材・園芸用品、外食
※2 コア財CPIで実質化 (出所) ブルームバーグ

民間部門の雇用者数

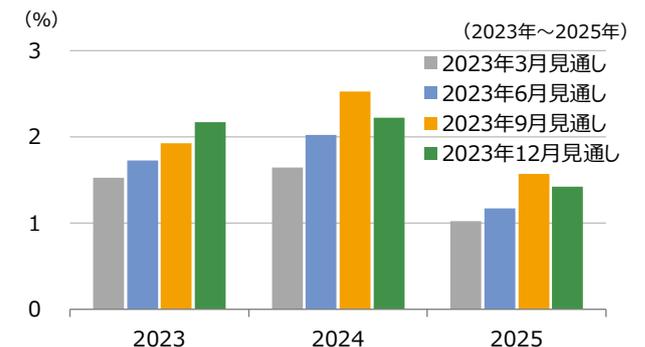


FOMC参加者のインフレ見通しと進捗度合い



※インフレ見通しは年末予想値を線形補完 (出所) ブルームバーグ、FRB

FOMC参加者の実質政策金利見通し



※FF金利見通し=コアPCEインフレ見通し、各年末時点 (出所) FRB



株式

中立スタンス継続も目標株価は引上げ

2024年末のS&P500の予想値を5,000p（従来4,650p）に引き上げる。目標株価との乖離率から中立判断は継続。直近FOMCを経て、利下げ開始時期の市場予想が前倒しされたこと、バリュエーションの考え方を一部修正したことなどを考慮した。消費の一部に鈍化が見られることは懸念点であり、景気減速のペースには注意が必要と考えるが、株価下落局面が訪れたとしてもその期間は短いとみる。

バリュエーションの見方を変更

当社ではこれまで、PERやリスクプレミアムの観点からバリュエーションには過去と比べ割高感がある点を警戒していたが、この見方を修正する。右図の通り、GAFAMにテスラとエヌビディアを加えたマグニフィセント7のS&P500比率は足元で30%近くまで上昇。高成長が期待され高いバリュエーションが付与された銘柄の比率上昇の影響もあり、見た目の割高感はないと考える。

広範なPERの拡張は見られず

マグニフィセント7を除いた493銘柄の足元のPERは17倍台半ば。新型コロナ前のPER16倍程度から極端な上昇はなく、PERの銘柄分布を見てもPERが広範に拡大してはいない。マグニフィセント7の成長ストーリーが変化しないかには注意が必要であるものの、利下げへの期待によりバリュエーションが切り上がる可能性を考慮すれば、S&P500のPER20倍台も正当化され得ると考える。

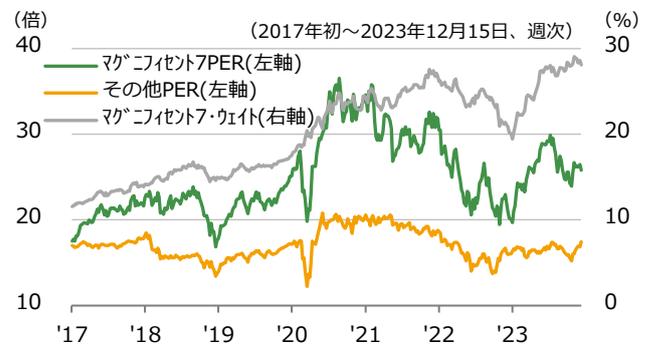
景気減速の程度への注意は必要

リスク材料は景気減速の程度。BEAが公表する週次のカード取扱高は11月以降に減速感が出てきている。感謝祭週の売上は強く、積極的なセールが行われたことを示唆するが、その後はマイナスも目立つ。景気減速によりFRBはハト派に転じたため、緩やかな減速は望ましい動きであるが、これが株式市場が悲観するような急減速に至らないかは注視したい。

S&P500の推移

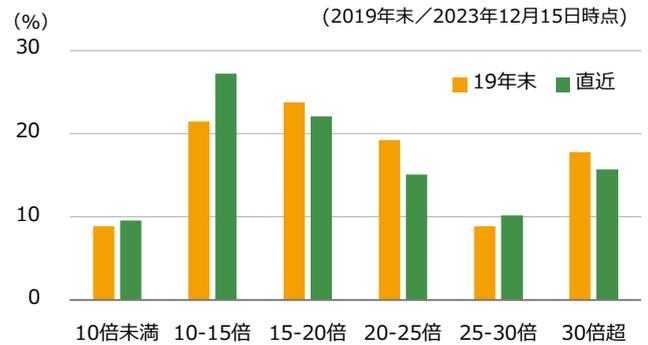


S&P500内のマグニフィセント7ウェイトとPER



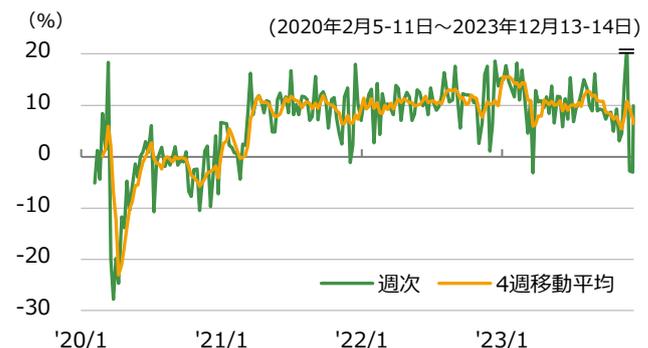
※PERは12カ月先予想ベース
※その他は23年11月末におけるマグニフィセント7を除くS&P500構成銘柄
(出所) ブルームバーグ、LSEGより大和アセット作成

マグニフィセント7以外の銘柄のPER分布



※対象は23年11月末時点のS&P500構成銘柄
※PERは12カ月先予想ベース
(出所) LSEGより大和アセット作成

米国のカード取扱高の動向



※公表元による同数値の定義は「パンデミック前に予想されたレベルに対する支出の変化」(出所) 米商務省経済分析局 (BEA) より大和アセット作成



債券・金利

金融引き締めからの転換

12月FOMCでは、3会合連続となる5.25-5.50%での政策金利据え置きを決定した。パウエルFRB議長は記者会見で「利下げの議論が始まったところだ」と述べ、金融引き締めからの転換を示唆した。また、インフレ見通しの大幅引き下げとともに、FOMC参加者はFF金利見通しを全体的に下方修正し、2024年は累計0.75%ポイントの利下げを示唆した。当社は2024年6月から3回の利下げを想定する。

長期金利の低下余地は？

12月FOMCを受けて、FF金利先物では2024年3月の利下げ開始期待が6割強へと上昇したほか、2024年を通じて約1.4%ポイントの利下げを織り込み、金融緩和期待が高い。他方、利下げ終着点を巡り、市場参加者とFOMC参加者の間で見解が異なる。FOMC参加者が見込むようにコロナ禍以前の中立金利から変化がない場合、長期金利に低下余地がある。

リート

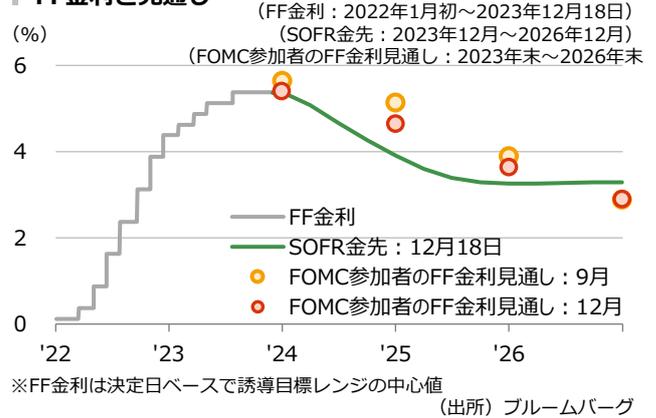
金利低下の多面的恩恵

長期金利低下を受けて幅広いセクターで上昇した。特に足元ではファンダメンタルズ悪化から今年下落してきたオフィスや貸倉庫の反発が大きい。財政や景気動向、地政学リスクなど不確実性が残るものの、金融引き締めからの転換を想定。2024年は金利低下の多面的恩恵に加え、ファンダメンタルズ改善が続く高齢者向け住宅や、AIなどからの追加的需要が期待されるデータセンターに注目。

バリュエーション切り上がりを想定

米国リート指数の予想配当利回りは、現状10年国債利回りとはほぼ同程度となっており、短期的には長期金利などの外部環境に左右される展開が続こう。足元の金利急低下を受けて株式全般の投資家の参入があったとみており、高金利環境下でのバリュエーションからの切り上がりを想定する。

FF金利と見通し



FOMC参加者と市場参加者の中立金利想定



FTSE NAREIT Index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月ピークの4.59%から3.7%程度に縮小し、過去1年の金利差との相関に見合う米ドル円推計値は137円程度に低下。だが、米ドル円の実績値は11月から推計値を上回り続けており、両者の格差は若干縮小したとはいえ6円程度もある。金利差に見合う水準より米ドル円が高いのはリスクオンが一因であり、リスクオンが後退すると米ドル円の割高度は縮小すると見ている。

125～146円のレンジ内で下落傾向へ

過去1年間では、日米5年金利差が3.9%なら米ドル円は141円を中心に135～147円、3.2%なら129円を中心に123～135円に収まりやすい。足元ではリスクオンの円安により金利差のわりに米ドル円が高水準だが、リスクオンの後退で金利差に見合う水準に近づけよう。米金利低下による日米金利差の縮小とリスクオンの後退で、2024年の米ドル円は125～146円程度のレンジ内で下落傾向と予想する。

米実質金利の低下が米ドル安に作用へ

米実質金利が低下している。インフレやインフレ期待の鈍化を背景に、FRB高官が追加利上げ姿勢を後退させ、2024年前半の利下げの可能性を指摘するメンバーまで出てきたことが一因だ。もう1つの要因は、エコノミック・サプライズ指数の低下が示すように、米経済指標が市場予想を下回るケースが増える傾向にあることだ。今後も米実質金利が低下して、米ドル安に作用する可能性が高い。

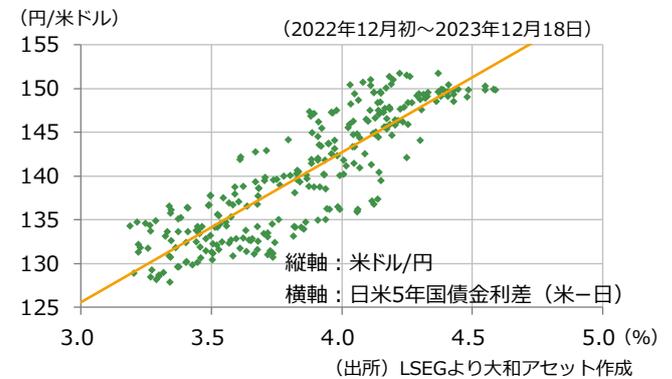
米インフレ鈍化は米ドル安・円高要因に

米国のコアCPI（食品・エネルギーを除く）の前年同月比（以下同じ）は11月時点で4.0%だが、そこから住居費（その99%が家賃）を除くと2.1%にとどまる。一方、日本の食品・エネルギー・家賃を除くCPIは11月時点で3.8%であり、米国を大幅に上回る。基調的なインフレ動向は日米金融政策格差が縮小に向かうとの見方につながり、日米金利差縮小を通じて米ドル安・円高に働く要因となるだろう。

日米金利差との相関からの米ドル円推計値



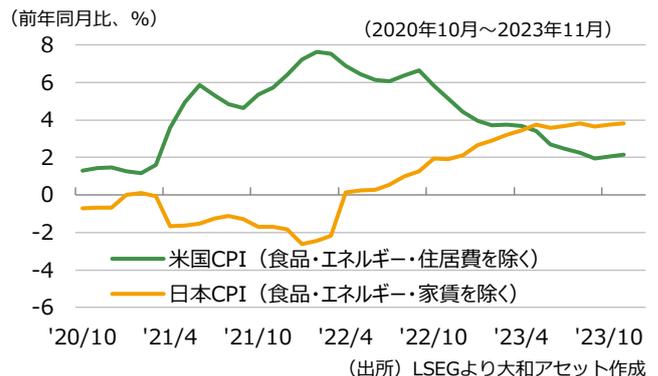
日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



米国のエコノミック・サプライズ指数と実質金利



日米の家賃を除くコアCPI





経済

景気は当面ゼロ近傍の成長が継続

実質GDPは2022年10-12月期以降、順に前期比▲0.0%、0.0%、0.2%、▲0.1%と停滞したまま。最近のインフレ率の低下や供給制約の緩和は景気の押し上げ要因だが、高金利、拡張的な財政政策の効果低減、世界経済の減速、地政学リスクの高まり等々、景気の逆風は多く、当面はゼロ近傍の成長が継続しよう。9月までの利上げの累積的な効果に鑑みれば、景気はなお下振れリスクを免れず。

サービス業のPMIも50割れが定着

PMIは製造業が昨年7月以降50を下回って推移し、最近では経済活動の顕著な収縮を意味する40台前半に沈んでいる。サービス業も5カ月連続の50割れに。実質GDPは10-12月期もマイナス成長の可能性が高く、景気後退と定義されよう。ECBが物価安定のために金融引き締めを継続してきた当然の帰結であり、中期的に2%のインフレ目標の達成が見通せ、ECBが金融緩和に転じるまで景況感の改善は限られる。

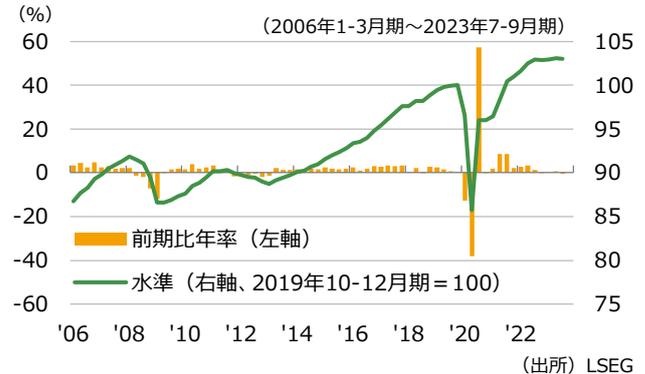
労働需給のひっ迫と賃金の高い伸び

失業率は3月以降ユーロ圏発足来最低の6.5%にほぼ張り付いたままで、それと整合的に賃金の伸びも加速、或いは高止まっている。一般に雇用は景気の遅行指標であるが、新型コロナウイルス問題に起因する供給制約を要因に、景気が停滞する中でも労働需給の緩和は遅れている。もっとも、公表資料に拠れば、PMIは雇用が2カ月連続で減少するなど、変化の兆候も見受けられる。

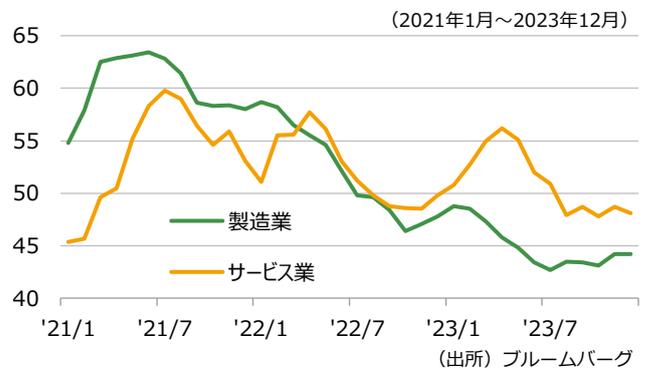
インフレ目標への道筋が早晚視野に

11月消費者物価指数は総合で前年同月比2.4%、食品・エネルギー等を除くコアで同3.6%と、鈍化基調がより明確になってきた。うち人件費の割合が高いサービス価格も4カ月連続で伸びが鈍化している。市場の織り込む長期の期待インフレ率も8月以降は低下基調にある。政策効果の剥落等による月次の変動や他の不確定要因はあるにせよ、2%のインフレ目標への道筋が早晚視野に入ると見込む。

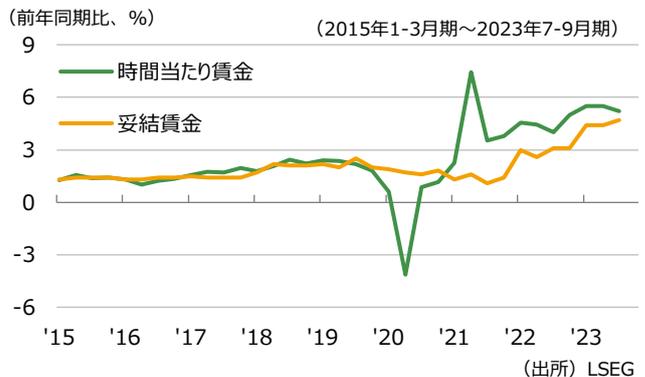
実質GDP



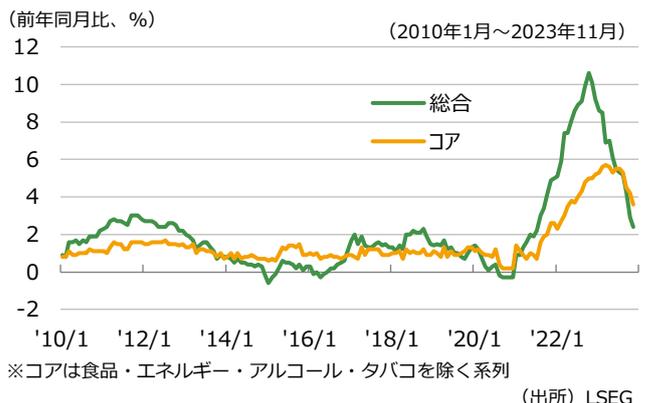
PMI



賃金



消費者物価指数





株式

中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。インフレ鈍化の進展により、直近1カ月で市場が織り込むECBの利下げ開始は2024年4月まで早まり、利下げ期待から株価は強含んだ。しかし、直近のECB理事会後の記者会見でラガルド総裁は利下げを「議論していない」と市場を牽制した。ドイツの製造業PMIが40台前半に留まるなど景気に対する不確実性も高く、リスクへの警戒はまだ必要と考える。

賃金伸び率は域内でばらつき

米国との対比では賃金動向がリスク要因。求人広告に掲載された賃金の伸び率を見ると、鈍化が明確な米国と比べ、欧州は各国で斑模様。ドイツやフランスは減速傾向である一方、オランダはまだ加速している。早期の利下げ開始期待により好転した株式市場のセンチメントは、今後の公式な賃金統計の発表により後退するリスクがあるとみている。

債券・金利

ECBは2024年6月に利下げ開始へ

ECBは12月の理事会で2会合連続で利上げを見送った。しかし、賃金や企業利益の動向を注視するとし、「政策金利が十分に抑制的な水準に必要なだけ長くあることを確実にする」との方針の下、利下げ期待を強くけん制した。もっとも、供給制約の緩和、需要の軟化、エネルギー価格の下落等を要因に、インフレ率は今後も低下基調を辿る公算が大きく、ECBは2024年6月に利下げを開始すると見込む。

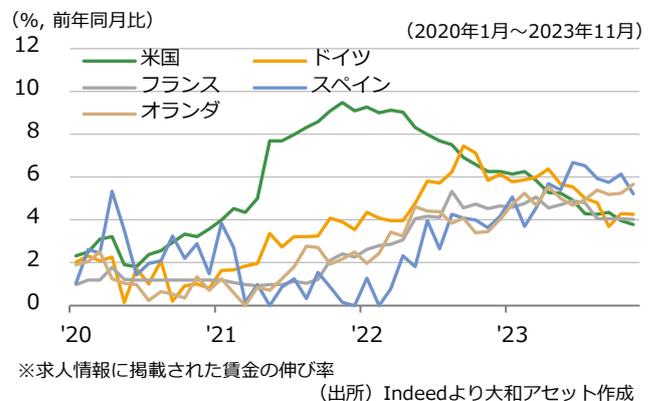
PEPPでの再投資一部停止の影響は軽微

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分の再投資を2024年7月から月平均75億ユーロ減額し、同年末で停止する方針。少なくとも当初の市場への影響は軽微と考えられる。長期金利は米国連れで急低下しているが、今後も利下げを織り込みつつ、期待インフレ率の低下に連れて低下基調での推移を見込む。

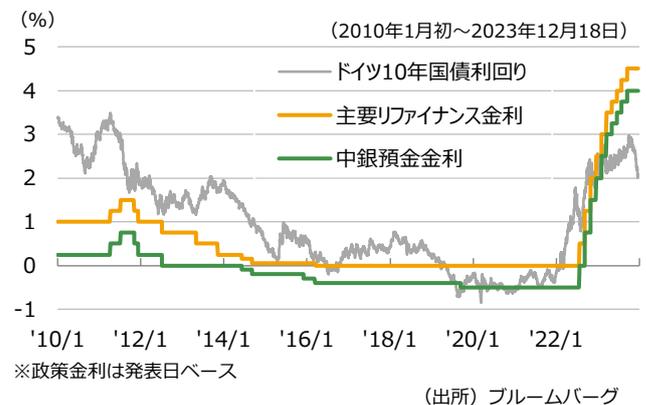
Euro STOXX 50の推移



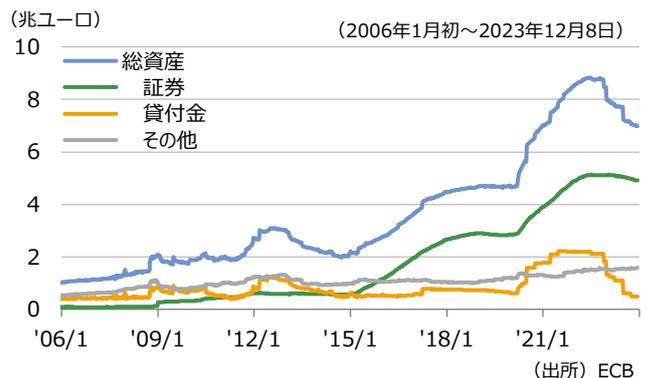
Indeed賃金トラッカー



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

独日金利差縮小でユーロ安・円高に

景気減速下でユーロ圏のコアインフレ率が顕著に低下し、ECBの利下げ期待が強まるなか、独金利は日本の金利に比べ相対的に低下している。2023年11月前半は欧米金利低下がリスクオンの円安を招き、独日金利差縮小でもユーロ高・円安が進んだが、リスクオンの弱まりでユーロ安・円高に転換している。景気減速懸念が強まることでリスクオフに傾き、ユーロ安・円高が進行しやすくなると考えている。

リスクオフによるユーロ安・米ドル高へ

2023年11月には米金利に比べた独金利の相対的上昇とリスクオンによりユーロ高・米ドル安が進んだが、12月には独金利の相対的低下によりユーロ安・米ドル高に転じた。先行きは米金利低下により独金利の相対的低下が止まり、金利面のユーロ安・米ドル高圧力は後退すると見ている。それでも、欧米の景気減速懸念が強まることにより、リスクオフのユーロ安・米ドル高傾向が持続すると予想する。

実質実効為替の水準とインフレへの影響

物価変動格差を控除した実質実効為替レート（広義）について、ユーロは過去20年平均を3%下回り、米ドルは同平均を17%上回る（2023年11月現在）。一方、円は1970年1月以降の最低を更新する過去最大の実質的円安で、過去20年平均を35%下回る。実質実効為替の水準から見ると、為替はユーロ圏のインフレには中立的要因、米国のインフレには抑制要因、日本のインフレには促進要因になっている。

最近の経済指標はユーロ安・円高要因に

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）は最近1カ月ほどは、ユーロ圏と米国が低下し、日本が上昇している。ESIの相対的变化からすると、ユーロ安・米ドル安・円高圧力が働きやすい状況と言える。今後、米国ESIの低下が進み、ユーロ圏ESIの低迷が続くと、景気悪化懸念が欧米金利低下とリスクオフに作用し、通貨は強い順に円、米ドル、ユーロとなりやすいだろう。

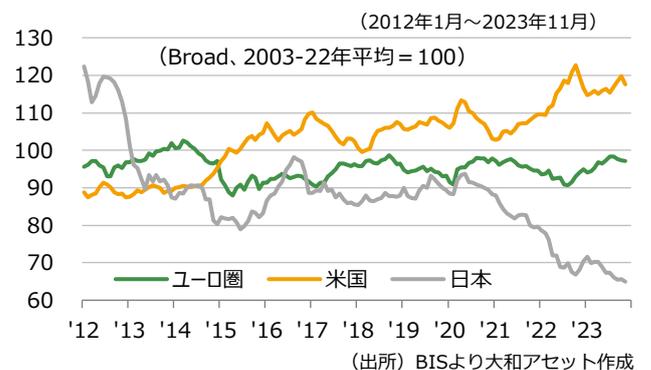
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



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



日米欧のエコノミック・サプライズ指数





経済

景気は当面停滞したまま

実質GDPは2023年7-9月期に前期比▲0.0%と、僅かながらも4四半期ぶりにマイナス成長に陥った。しかし、PMIは総合で8~10月に50を下回った後、11、12月は市場金利の低下を背景にサービス業主導で50を上回っており、10-12月期は辛うじてマイナス成長を回避した可能性が高い。とは言え、ゼロ近傍の成長に過ぎず、インフレ率が有意に低下しなければ、景気は当面停滞したままと見込む。

賃金、物価の伸びは鈍化基調へ

週平均賃金（民間、賞与を除く）は3カ月移動平均で10月は前年同月比（以下同じ）7.3%へ鈍化した。消費者物価指数も食品・エネルギー等を除くコアで10月は5.7%と、5月の7.1%をピークに着実に鈍化している。EU離脱に伴う固有要因もあり、伸び率は相対的に高いが、景気停滞が長期化するなか、賃金、物価とも鈍化基調に転じた可能性が高い。

為替

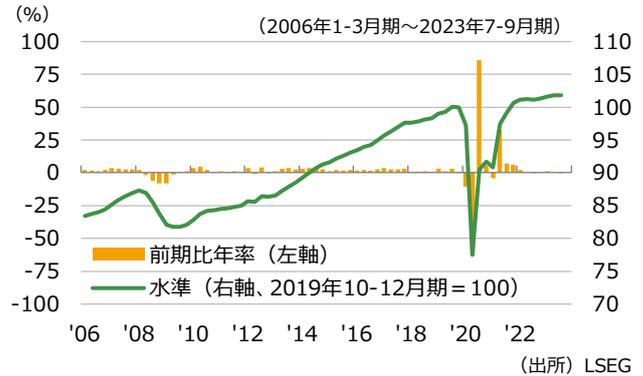
BOEは2024年8月に利下げ開始へ

BOEは12月の金融政策委員会で3会合連続で利上げを見送った。今次局面の利上げは終了し、長期金利は低下基調に転じたと見込む。しかし、金融政策委員会では一定数が依然利上げを支持しており、3会合とも据え置きは微妙なバランスでの決定と議事録に記されている。持続的なインフレ圧力を要因に、「金融政策は長期間引き締めめである必要」とBOEは判断しており、利下げ開始は2024年8月と見込む。

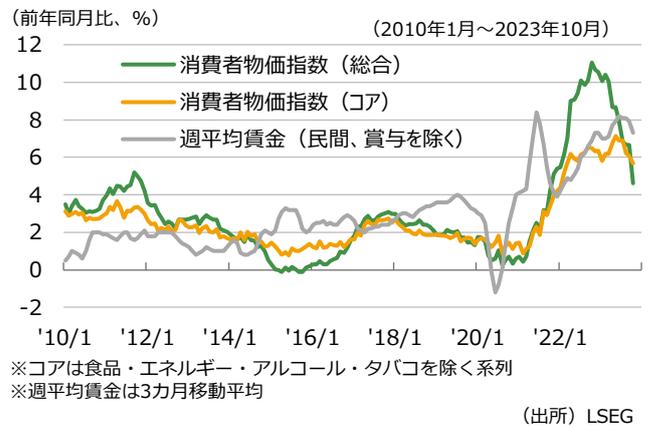
ポンド高・ユーロ安の余地は限定的か

2023年11月以降、ユーロ圏に比べ英国の長期金利は相対的に上昇し、ポンド高・ユーロ安に作用してきた。ユーロ圏よりも英国のインフレ率が高いため、ECBよりBOEの利下げ開始時期が遅くなるとの見方が一因だ。ただ、今後のインフレ率低下や金利低下の幅は英国の方が大きくなる可能性が高いので、さらなるポンド高・ユーロ安は限定的と見ている。

実質GDP



消費者物価指数と週平均賃金



政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

インフレ沈静化で景気上向くか

国内外の人流回復、供給制約解消などから経済活動の正常化が進展しているが、好調を持続していた内需にやや弱い動きが見られるようになった。天候など一時要因のほかエネルギー関連の補助金の減少や物価高騰などが影響しているようだ。資源価格の下落や為替の円安一服などから値上げに一巡感が出ており、コストプッシュインフレが沈静化傾向にあることから、今後はやや持ち直し傾向となるか。

企業景況感良好

12月調査日銀短観では、良好な企業の景況感が確認された。製造業では、自動車関連が大幅に改善したほか、電機に底入れ感が見られた。非製造業では、不動産、通信などが大幅に改善したほか、幅広い業種で改善傾向にある。これまでと比べ価格転嫁がしやすい状況にあり収益性が大幅に改善している。直近では仕入れ価格・販売価格の上昇見通しが減少しており、インフレは沈静化に向かうと思われる。

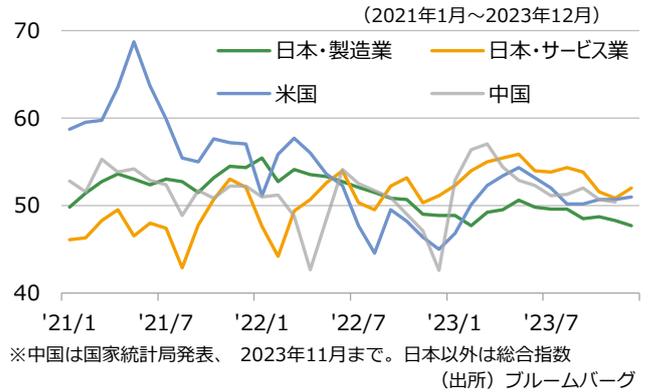
コストプッシュインフレに一服感

東京都区部の消費者物価指数（前年同月比）は、11月が+2.6%と10月の+3.2%から伸び率が鈍化した。市況の下落や補助金の影響でエネルギーが大幅に下落しているほか、これまで積極的な値上げが相次いだ食品価格の上昇も沈静化方向にある。一方、除く食品・エネルギーは10月と同じ+2.7%と高い伸びが続いているが、価格転嫁にタイムラグがあるため、こちらも遅行して伸び率が鈍化するであろう。

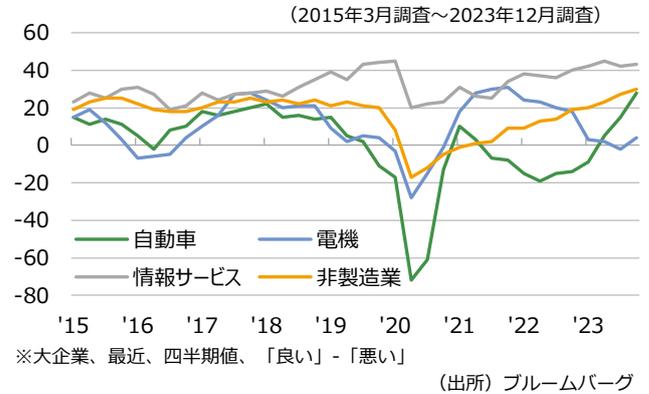
賃金の伸びの加速は見られず

10月毎月勤労統計の前年同月比は、現金給与総額が+1.5%となったが、9月の確報値は+0.6%と速報値の+1.2%から下方修正されている。最近では速報値からの下方修正が続いており、賃金上昇の伸びが加速している感はなく、物価上昇牽引には力不足か。実質賃金は▲2.3%と19カ月連続マイナスが継続しているが、今後はコストプッシュインフレ沈静化により、マイナス幅は縮小に向かうと想定。

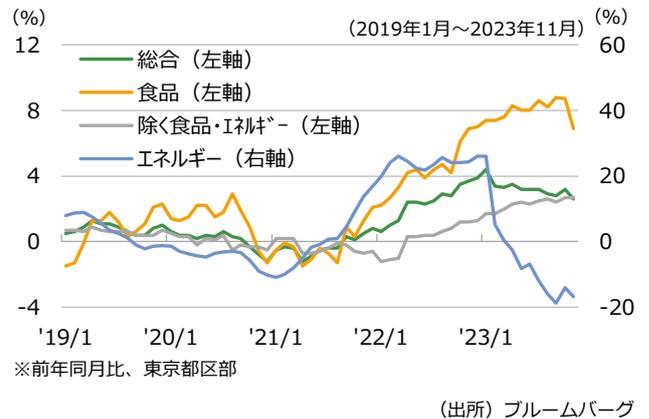
PMI



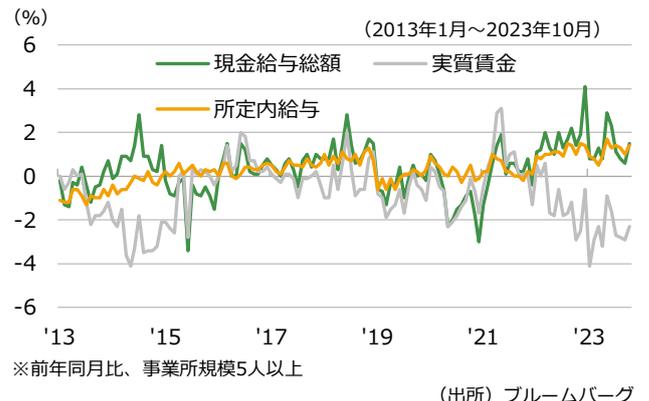
日銀短観 業況判断DI



消費者物価指数



賃金





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気スタンスを継続する。米国の早期の利下げ開始期待による対米ドルでの円高進行により下落したものの、円高幅を考慮すると底堅く推移した。米国の利下げ期待が相場の中心材料である期間中、日本株は相対的に劣後し易いとみる。しかし、利下げ期待相場一巡後は、東証の資本効率を意識した経営の要請など日本の独自材料に再び焦点が当たり、株価は上昇に転じると予想する。

バリュエーションは依然割高感なし

TOPIXのバリュエーションはPERで13倍台前半と割高感はない。日銀短観によれば事業会社の今下期の米ドル円前提は平均139.97円、市場予想は145円が多いとみられる。このため、140円を下回る円高進行の際には会社計画、コンセンサス予想共に利益面での切り下がりが意識され易い。為替要因のみで日本株のバリュエーションの割安さが消失するとは考えていないが、米ドル円の動きは注意したい。

2024年は期待を確認する1年に

2023年の日本株は海外投資家からの注目度が高まる1年となった。海外投資家の52週累計ネット売買金額を見ると、過去と異なり高水準でもみ合う展開となっており、「上昇したら売却」ではない地に足の付いた投資行動を示唆している。2024年は、継続的な賃上げや緩やかなインフレ環境への転換、株主還元の強化などのカタリストの実現を確認する1年になると見られ、これらの動向を注視したい。

新NISAは株価の押し上げ材料

買付金額は近年拡大基調にあるNISAは、2024年1月より投資枠が拡大する。金融庁によれば、一般NISAの投資枠である年間120万円に対して100万円以上の投資を行っている口座比率は約2割であり、枠拡大の効果が期待される。どの程度日本株に振り向けられるかの不確実性はあるものの、NISAの投資枠拡大は景気循環に関係のないフロー面での株価押し上げ材料であり、日本株を底支えしよう。

TOPIXの推移



TOPIXのPERとリスクプレミアム



※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはTOPIXの益利回り - 10年国債利回り

(出所) LSEGより大和アセット作成

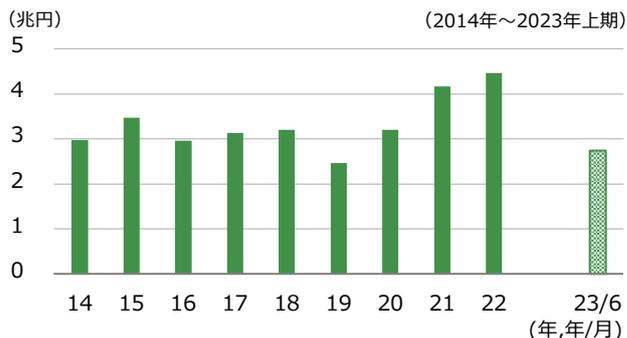
海外投資家の売買動向



※現物株の52週累計ネット売買金額

(出所) INDB Accelより大和アセット作成

NISAの年間買付金額



※各年枠の買付金額で日本株以外も含む

(出所) 金融庁より大和アセット作成



債券・金利

YCC撤廃予想を修正

従来2024年1月としていたYCCの撤廃予想を修正し、当面継続するとの見方に変更する。これまでに決定したYCCの柔軟化により日銀がYCC撤廃に迫られる状況ではないこと、金融政策の正常化局面において予期せぬ金利急騰が発生した際の上昇抑制手段になり得ることから、制度は当面維持されるとみる。賃金に前向きな動きが見られることから、マイナス金利の解除は24年4月との見方は据え置く。

弱気判断に引き下げ

10年国債利回りの予想は24年末：1.0%を継続するものの、欧米での利下げ期待の高まりを勘案し、投資判断は「弱気」に引き下げる。一部で24年1月のマイナス金利解除への警戒があるものの、当社では春闘の賃上げ状況が判明する24年4月と予想。その後の利上げは緩やかなペースで行われると予想しており、10年国債利回りの急上昇は予想しない。

リート

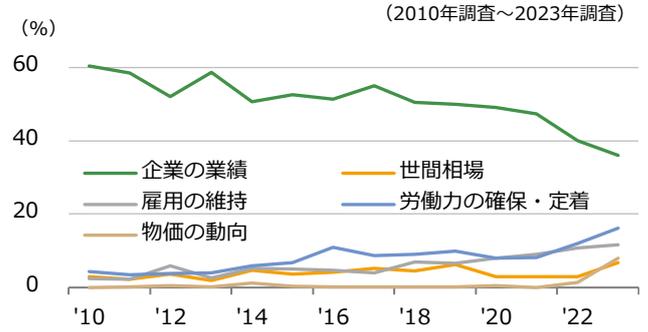
軟調な推移

足元1カ月のJ-REIT市場は上下に変動が大きいなか、12月以降はやや軟調な推移となった。11月には日米長期金利の低下や、物流REITで2件の自己投資口取得決定が発表されたことも好感され、上昇する局面もあった。しかし、12月に入ると、日銀による金融政策正常化への懸念もあり、東証REIT指数で1,800を割り込む水準まで下落、軟調な推移となった。

資本コストを意識した動きが広がるか

マイナス金利解除を含めた今後の国内金融政策見通しと長期金利に注目。2023年に大量供給により悪化が懸念されていたオフィス市況は底堅い需要から見通しが改善するなど明るい兆しはある。物流REITのみならず、J-REIT各社で自己投資口の取得を含めた資本コストを意識した動きが広がると反発のきっかけとなることが期待される。

賃金改定に当たり重視した要素



※直近調査で回答比率の高かった上位5要素
(出所) 厚生労働省より大和アセット作成

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

米ドル安から円高へと変化の兆し

2023年10月～11月前半は米金利低下とリスクオンにより米ドル安に傾く一方、リスクオンの円安によりクロス円が上昇。円安が米ドル安を上回り、米ドル円もやや上昇した。だが、海外金利低下によりクロス円が頭打ちとなると、米ドル円は下落に転換。12月はリスクオンの弱まりで米ドルはやや反発したものの、クロス円の下落とともに米ドル円の下落も進行した。米ドル安から円高に変化しつつある。

米金利低下・リスクオフなら円高に

2023年の7～9月は米金利上昇・株安（リスクオフ）による米ドル高、10～11月は米金利低下・株高（リスクオン）による米ドル安となり、米金利と株価が逆方向に動くことで米ドルが変動してきた。だが、米金利と株価が同方向に動く円高が変動しやすくなる。景気減速懸念が強まるにつれ米金利が低下しても株高には振れにくくなり、米金利低下・リスクオフにより円高に振れやすくなると見ている。

米ドル円は米ドル主導から円主導に変化

2023年8～11月は、米ドル円と米ドル対他通貨の順相関が高めで、米ドル円とクロス円の順相関を上回る局面も多く、米ドル円が米ドル主導で変動していた。だが、12月には米ドル円と米ドル対他通貨の順相関が低下する一方、米ドル円とクロス円の順相関が上昇し、米ドル円が円主導で変動する傾向に変化している。米金利と株価が逆方向に動くケースが減ると、米ドルではなく円が変動しやすくなる。

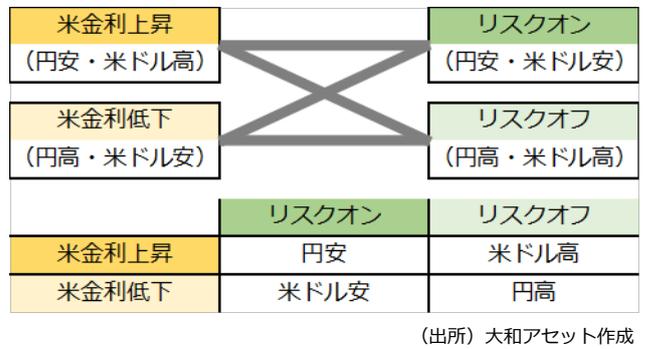
原油・金価格比率の低下と円高進行

原油・金価格比率の低下が進んでいる。欧米金利低下を受けて金価格が上昇する一方、原油価格が下落してきたためだ。原油安は、中東情勢による供給減少懸念の後退も一因ではあるが、それだけでなく需要減退懸念も影響していると見られる。原油・金価格比率の低下は、リスクオフや金利低下の環境下で起きやすく、円高を伴いやすい。最近では同比率の低下に遅れる形で米ドル円の円高が進行している。

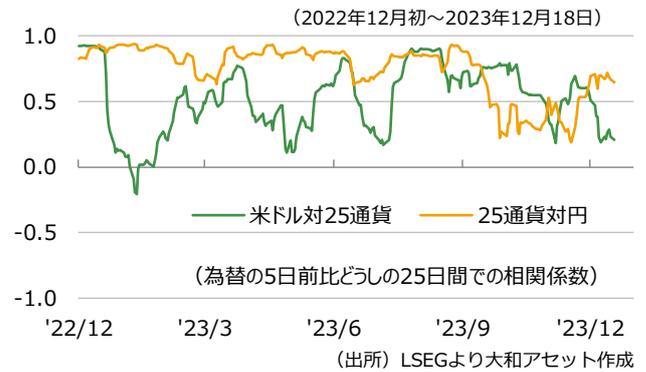
米ドル・円・他通貨の為替



米ドルと円の変動パターン



米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



原油・金価格比率と米ドル円





経済

ゼロ近傍の成長から緩やかな加速へ

7-9月期の実質GDPは前期比▲0.3%。4-6月期が小幅なマイナス成長から+0.3%に上方修正されたほか、10-12月期は7-9月期の反動もあり小幅なプラス成長が見込まれるため、2四半期連続のマイナス成長は回避される公算が大きい。その後は、インフレ鈍化による実質賃金の上昇や、利下げ観測によるセンチメント改善を背景とした個人消費の回復を主因に、成長率は緩やかな加速傾向を示すと予想。

物価目標2%に向けて進展

消費者物価指数は、カナダ銀行が重視するコア（加重中央値とトリム平均値）の3カ月前比年率が11月に各+2.3%と+2.6%まで鈍化。物価目標2%に向けて進展した。マクレム総裁の「利下げを検討する前に、基調的なインフレ率の減速を1カ月や2カ月ではなく数カ月見る必要がある」との発言から、11月を起点だとすれば3カ月目は2024年1月（2月20日発表）なので、利下げ開始は3月が最速になる。

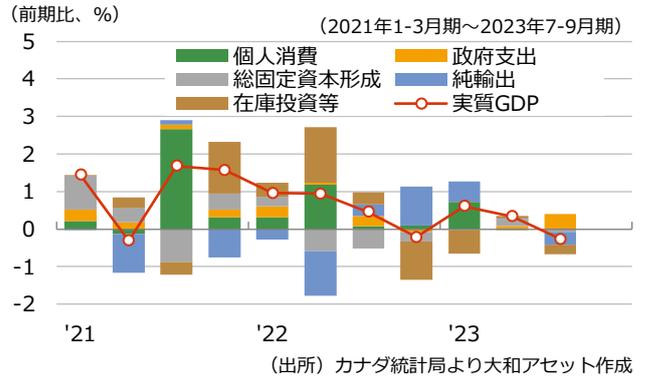
労働市場のひっ迫は解消されたか

UV曲線がコロナ前の関係性に戻るなど労働市場のひっ迫緩和が進展。カナダ銀行も金融政策決定会合の声明文から「労働市場はひっ迫している」との文言を消した。この数カ月で見られたインフレ鈍化や労働市場のひっ迫緩和を受け、当社は利下げ開始時期の想定を24年7月から24年3月に前倒しした。それに伴い景気回復が早まるため、25年の実質GDP成長率予想を+1.5%から+2.2%に引き上げた。

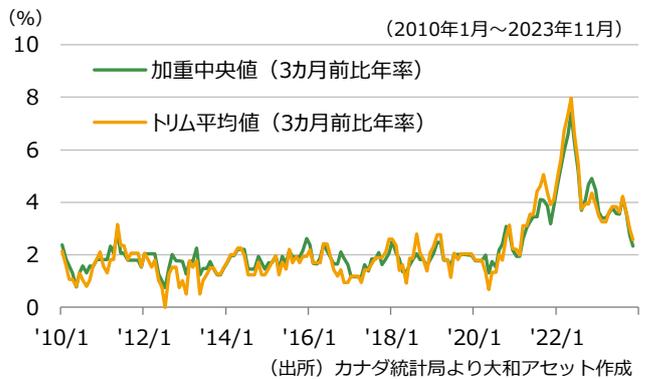
利上げの遅行効果と利下げへの期待

カナダ銀行は22年3月に利上げを開始したが、22年2月との比較で住宅ローンの返済額が増加した家計はまだ半分にも満たない。既往の利上げの効果は24年以降も時間差で出てくる。ただ、家計はこれに備えて消費を抑制してきたほか、カナダ銀行が引き締めすぎだと判断すれば利下げで調整できるほどインフレ懸念は後退している。利下げへの期待とカナダ銀行の柔軟な対応が景気の腰折れを防ぐだろう。

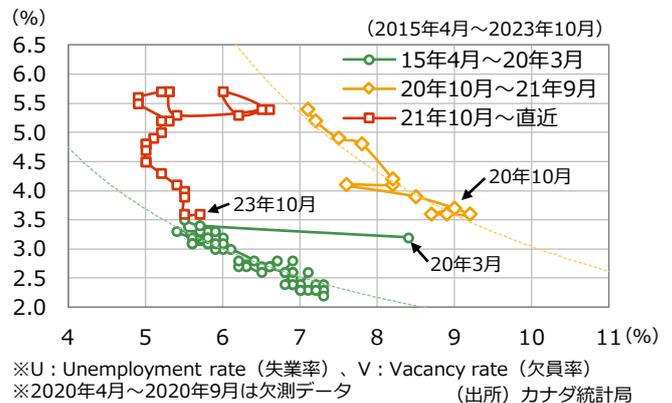
実質GDP成長率と項目別寄与度



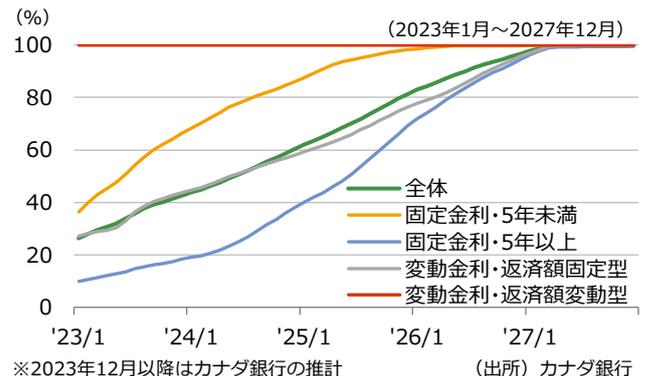
消費者物価指数（コア）



UV曲線（横軸：失業率、縦軸：欠員率）



2022年2月から返済額が増加した住宅ローンの割合





債券・金利

2024年春の利下げ開始を見込む

カナダ銀行は12月金融政策決定会合において、3会合連続となる政策金利の据え置きを決定。声明文では「必要ならば更に利上げする用意がある」との方針を維持したが、インフレ沈静化に向けた材料が増える中、追加利上げの可能性は一段と低下している。むしろ、市場は24年春の利下げ開始を織り込み、長期金利も急低下。当社も24年末と25年末の政策金利ならびに長期金利の予想値を下方修正した。

長期金利はレンジ推移に移行か

2年先1カ月金利が3%割れまで低下。カナダ銀行がコロナ禍後に中立金利が上昇した可能性を指摘している以上、更なる低下には明確な景気悪化など追加的な材料が必要で、長期金利の低下余地も乏しくなったとみる。当面の長期金利は3%台前半を中心としたレンジ推移を想定。24年4月会合で更新される中立金利によってその後の居所も変わってこよう。

為替

米国との金利差縮小以上に通貨高が進行

カナダと米国の長期金利差に比べて、足元ではカナダ・ドル高米ドル安が進行。カナダと米国の両方で利下げ前倒し観測が高まって長期金利が低下したが、リスクオンの米ドル安が為替相場に大きく影響した。米国よりもカナダの方が先に利下げを開始すると見込まれるため、当面はカナダ・ドルの上値が重くなる懸念はある。しかし、カナダの金利低下余地の小ささが、カナダ・ドルの下支え要因になろう。

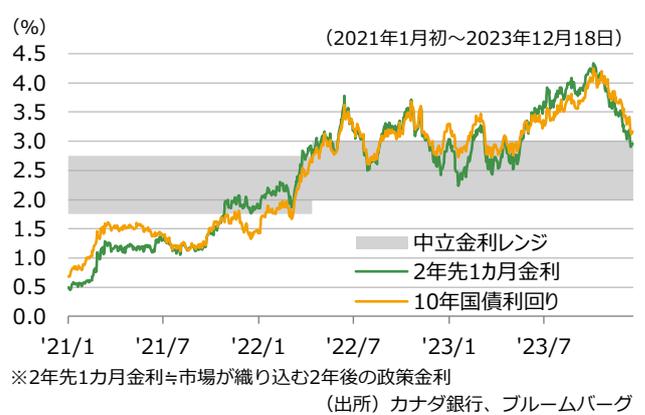
需要主導の原油高でカナダ・ドル高に

近年は原油価格とカナダ・ドルが連動しない場面が散見される。地政学リスクの高まりによる供給要因で原油価格が上昇する場合は、リスクオフの米ドル高が強くなるためだろう。一方、24年以降に目を向けると、米国を中心に景気が底打ちし、需要要因による原油高が期待される。そのため、カナダ・ドルも原油高に追随しやすい環境になると見込む。

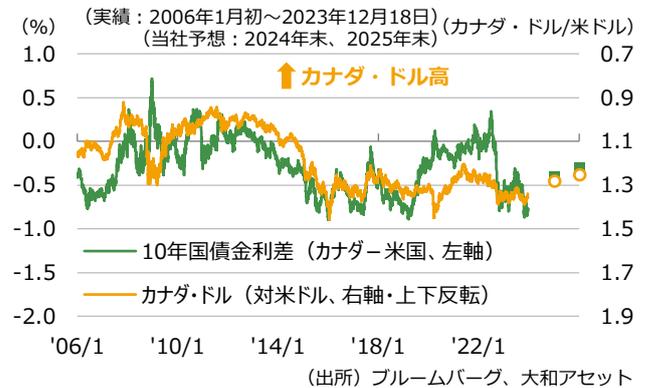
政策金利と10年国債利回り



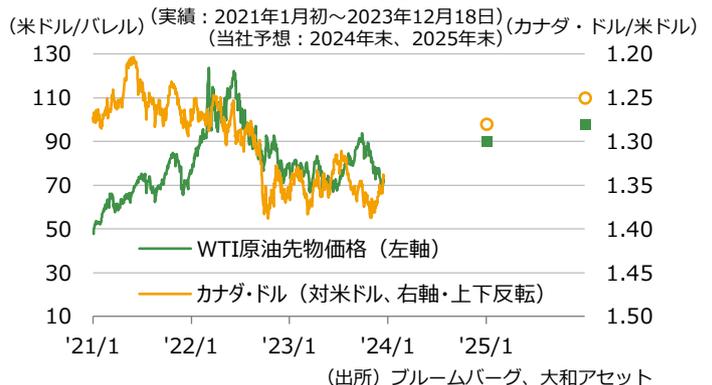
中立金利とフォワード金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



原油価格とカナダ・ドル (対米ドル)





経済

実質GDPはプラス成長を維持

7-9月期の実質GDPは前期比+0.2%。過去3四半期にわたって、高インフレによる実質賃金の下落や利上げによる利払い負担の増加が個人消費を抑制してきたが、企業の積極的な設備投資（総固定資本形成）などが経済成長を支えてきた。2024年は実質賃金の上昇による個人消費の回復、金利上昇一服や政府支援を背景とした住宅投資の持ち直しにより、成長率が底打ちから緩やかな加速に向かうと見込む。

実質賃金の上昇により個人消費は回復へ

米国などに比べて景気に配慮した利上げがインフレ鈍化を遅らせたほか、豪州特有の低頻度の労使交渉が賃金の上昇を遅らせ、実質賃金は大幅なマイナスが続いてきた。23年の個人消費は、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや、急速な人口増加によって支えられた側面が強かった。しかし、24年は実質賃金がプラスに転換することで、家計の購買力向上による個人消費の回復が期待される。

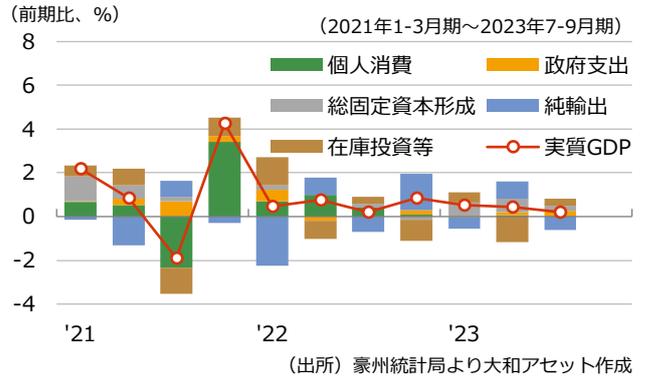
労働市場のひっ迫緩和が進む

11月は雇用者数が前月から6.1万人増加するなど、ハイペースでの雇用拡大が続いている。ただし、それ以上に労働力人口の増加ペースが早いいため、失業率は緩やかに上昇。また、労働需要が吸収されることで、ANZ-Indeed求人件数も異常な高水準から明確に低下。労働市場の過度なひっ迫が緩和しつつ、雇用の拡大が続く足元の状況は、経済のソフトランディング（軟着陸）シナリオ実現を後押ししている。

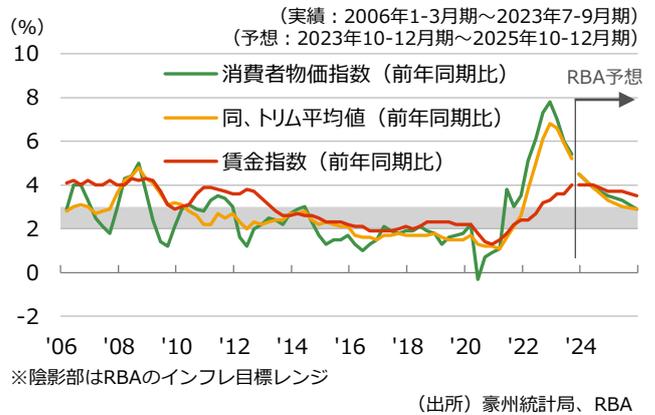
住宅投資が成長加速と物価抑制に効くか

23年は堅調な総固定資本形成の中で住宅投資が低迷したが、24年は持ち直しが期待される。急速な人口増加による住宅不足（住宅価格と家賃の上昇）が問題視される中、政府は23年6月に続いて12月にも対策を発表。公共住宅の供給を増やすほか、賃貸住宅建設プログラムも推進する。政府主導による住宅投資の活発化は想像に難くなく、実質GDP成長率の押し上げとインフレ抑制の両方に作用しよう。

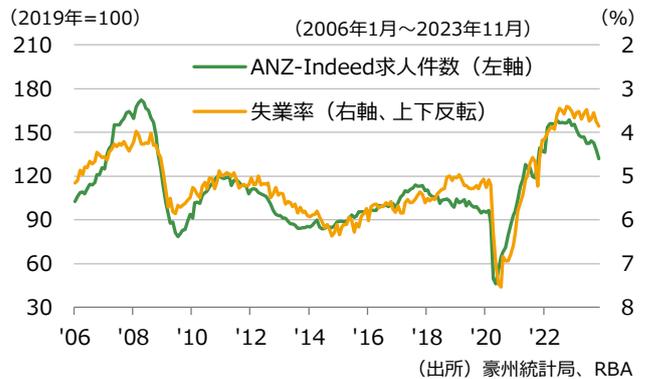
実質GDP成長率と項目別寄与度



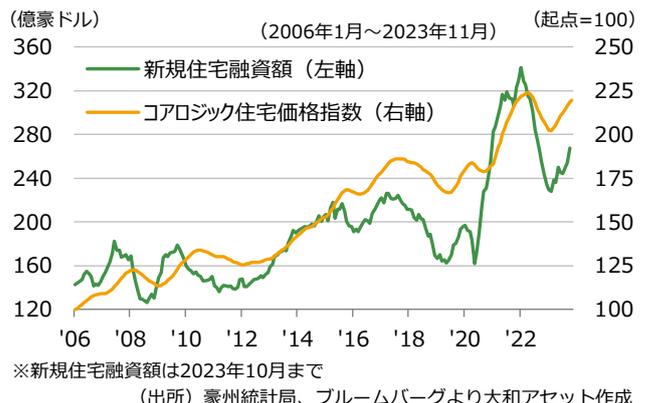
消費者物価指数と賃金指数の伸び



求人件数と失業率



新規住宅融資額と住宅価格指数





債券・金利

利下げ開始は欧米中銀に遅れる見込み

RBAは11月理事会で5会合ぶりの利上げを決定した後、12月は政策金利を4.35%に据え置いた。追加利上げに向けた切迫感は乏しく、引き続き利上げは終了したとの見方が基本線。ただし、実質政策金利がプラスで推移している欧米先進国に対し、豪州の実質政策金利はまだマイナスであり、2024年前半は追加利上げの可能性が燻り続けよう。利下げ開始はこれらの中銀に比べて遅く、24年終盤と予想。

利下げ余地が小さく長期金利は高止まり

過去2年の利上げ合戦において、RBAは景気に配慮しながら相対的に慎重な利上げを進めた。そのため、景気悪化リスクが小さい一方で、インフレ沈静化が遅れるリスクが大きくなっている。また、政策金利の水準も低いため、将来の利下げ余地が小さいと言える。長期金利は低下基調を辿る可能性が高いものの、欧米先進国に比べて高止まりすると見込む。

為替

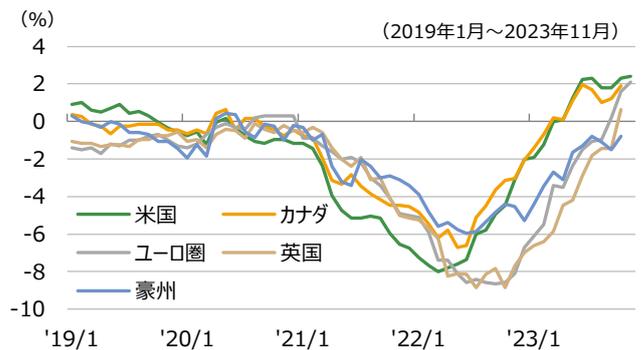
市場心理の改善が豪ドル高に作用

過去1カ月では、米国以上に豪州の金利が低下したが、市場心理の改善などが強く作用し、豪ドル高・米ドル安が進行した。長期金利の水準は豪州の方が高いが、24年以降に想定される利下げ幅は米国の方が大きく、長期金利差は一段と拡大しよう。中短期金利も米国の方が低下余地が大きい。豪ドルは、短期的に市場心理の変化に振らされつつも、基調としては金利差の変化に沿った増価が想定される。

豪ドルの買い戻しが更に進むか

過去数年は豪州の政策金利が米国より低いことなどから、投機筋の先物ポジションは豪ドル売り・米ドル買いに偏っていた。今後、豪ドルの金利面での相対的な魅力の低さが解消に向かえば、足元で進んでいるとみられる豪ドル買い戻しの動きが継続する可能性が高い。また、大幅な貿易黒字など豪ドルを取り巻く良好な実需動向も評価されやすくなる。

各国・地域の実質政策金利



※実質政策金利 = 政策金利 - 消費者物価指数 (前年同月比)
※カナダ、英国、豪州は2023年10月まで
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

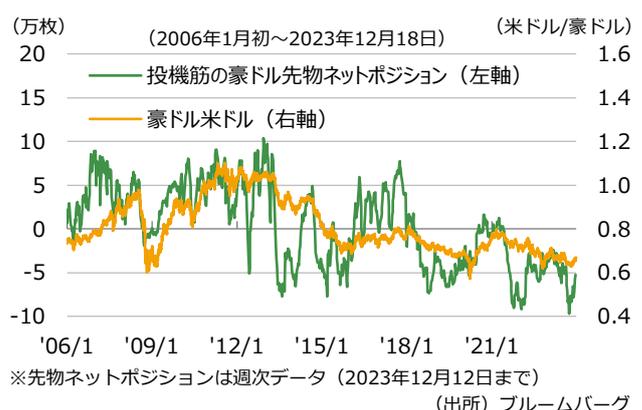
政策金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差と豪ドル (対米ドル)



投機筋の豪ドル先物ポジションと豪ドル (対米ドル)





経済

景気回復の足取りは依然不安定

11月の経済指標では、小売売上高など、前年同月比の伸び率が10月より加速するものが多かったが、2022年の水準が低く前年同月比が上振れしやすいベース効果が主因。そのため、景気状況を判断する上では、ベース効果がみられないPMI等を参照するのが適切。11月の国家統計局発表のPMIは続落し、7-9月期の2番底からの回復の足取りは依然不安定で、景気状況を楽観視するのは禁物。

低迷続く不動産市場、追加対策待たれる

11月14日に観測記事が出た「中国版QE」や、救済対象となる50社のホワイトリストなどによる不動産対策については、1カ月が経っても公式発表はなく、失望感が広がっている。アップグレードのための住宅購入に関してローンの規制緩和が発表されたが、効果は限定的。不動産企業のデフォルト連鎖が解決したとは言えず、依然追加対策が待たれる。

株式

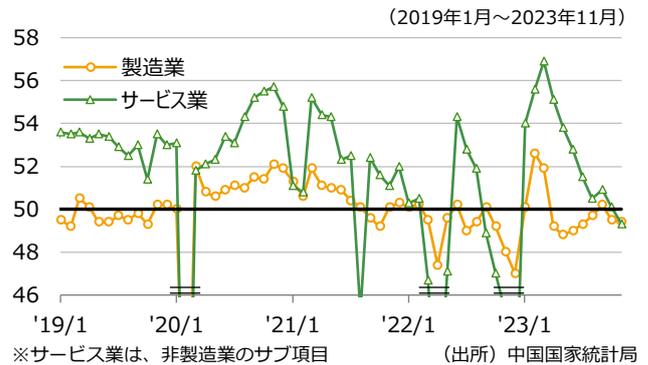
中央経済工作会議等への失望感が重し

11月末以降、2024年の経済政策大方針が発表される政治局会議、中央経済工作会議が行われたが、効果的な景気対策への言及がないことで、失望感が広がり、株式市場は幅広いセクターで下落。相対的に底堅く推移したのは国営企業。今後、多少消費刺激策が発表され株価が反発しても、不動産対策が遅々として発表されない状況が続けば、反発の余地は限定的と考え、投資判断は「弱気」へ引き下げる。

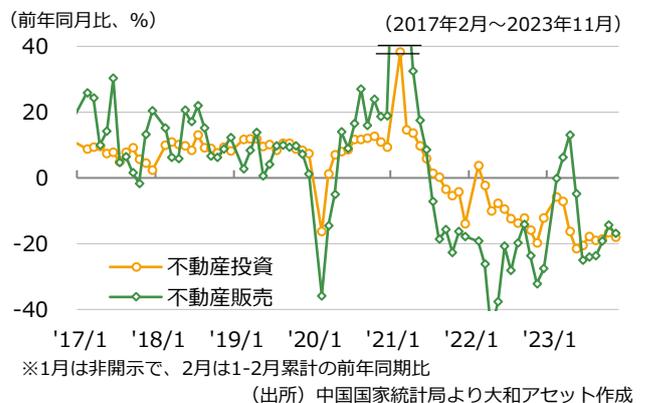
不動産業の信用不安問題は当面先送り

恒大集団の清算に繋がり得る香港裁判所の判断は1月29日に延期、カントリー・ガーデンの本土社債もデフォルト回避など、目先のシステミックリスク発生の可能性は低下。不動産関連信託商品販売企業-中植集団の信用不安の影響も限定的。ただ、効果的な不動産対策は遅々として発表されず、問題の先送りに留まり、2024年経済の火種として残る。

中国国家統計局PMIの推移



不動産業の投資と販売の推移



各種株価指数の推移



中国不動産企業株価指数





債券・金利

追加金融緩和は当面公開市場操作で対応

経済の構造問題として、需要不足の顕著な改善がみられないことが挙げられる。実質GDP成長率に先行性を見せている社会融資総量（ストックベース）は11月に前年同月比+9.67%となり、5月以降ほぼ横這いでの推移を続けている。今後は、追加金融緩和が待たれるが、政策金利や預金準備率の引き下げ余地が少ない中、公開市場操作による流動性供給で追加金融緩和を行うと予想。

外国人投資家の資金流出は小幅に留まる

低調な景気が長期金利に下押し圧力をかける一方、追加金融緩和は小幅との見方が金利低下を抑制し、長期金利は2.6%近辺での推移を継続しよう。IIF発表の外国人投資家の資金フローをみると、外国マネーは流出しているが、規模は限定的。米中金利差（米国-中国）が1%近辺まで縮小したこともあり、資金流出が再拡大する可能性は低いと予想。

為替

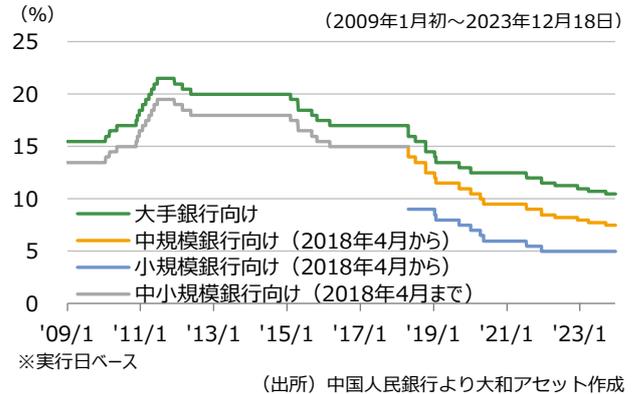
人民元は米ドル指数との連動を強める

9月以降の米ドル高局面で、国有銀行等による7.3元/米ドル近辺で人民元買いが観測され、底堅い推移となったが、概ね米ドル指数に連動した動きを継続している。中長期的な景気低迷への懸念は燃っているが、現時点では為替市場への影響は限定的。サウジ原油購入において一部を人民元で決済したと観測されるが、人民元自由化への改革期待は後退しており、国際化への逆風は強い。

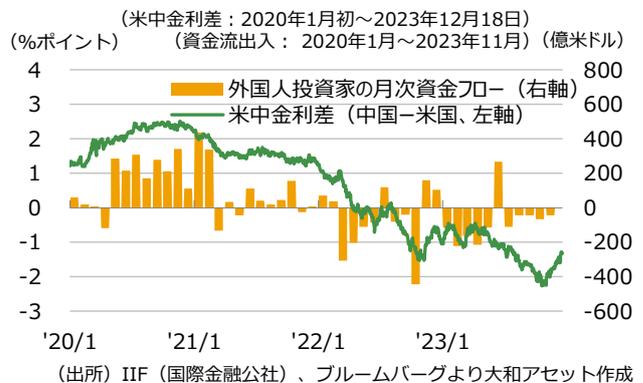
数量ベースの輸出の回復は為替の下支え

中国の輸出不振が続いているが、原油価格、電子制限等価格要因が影響しており、数量ベースで見ると、8月以降は前年同月比伸び率がプラス圏に改善。中国からのサプライチェーンの移転が急進するとの懸念を一部緩和。今後は、価格要因の薄まりで中国の輸出も改善傾向を辿ると期待される点が、人民元対米ドルレートの下支えになろう。

預金準備率の推移



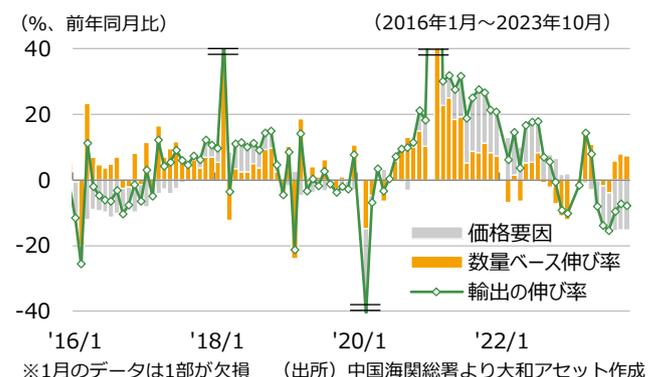
債券市場からの外国人投資家の資金流出



人民元の対米ドルレートと米ドル指数の推移



輸出の伸び率の数量・価格要因による分解





経済

景気後退回避の可能性が一段と高まる

7-9月期の実質GDPは、個人消費などがけん引役となり、前期比+0.1%とプラス成長を維持。ブラジル中銀はすでに利下げを進めており、今後は総固定資本形成も復調することで、2024年は緩やかな成長加速が期待される。22年8月までの大幅な利上げにもかかわらず、景気後退に陥らず次の回復局面に向かう可能性が一段と高まった。実質GDP成長率予想は24年を+1.5%、25年を+2.5%に据え置く。

労働市場と個人消費は堅調を維持

高金利下でも23年に個人消費が強かった背景には、低所得者向け現金給付などの財政政策だけでなく、堅調な労働市場やインフレ鈍化による実質賃金の上昇があった。今後、実質賃金は持続可能な伸びに鈍化すると見込まれるが、PMIでは利下げ期待を背景に楽観的な雇用見通しが示されており、雇用減少のリスクは小さい。また、利下げによる債務返済負担の軽減も個人消費の下支え要因になるだろう。

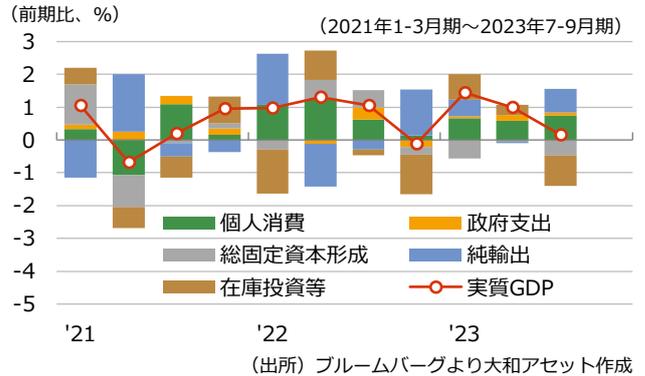
インフレは鈍化するが目標中心に届かず

11月消費者物価指数は前年同月比+4.7%と、10月の+4.8%から伸びが鈍化。再びインフレ目標レンジ（23年は $3.25 \pm 1.5\%$ ）内に回帰した。最近の原油安の効果（「運輸」の押し下げ）などにより目先は更なる鈍化が見込まれる。他方、23年前半の豊作による効果（「食品・飲料」の押し下げ）の一巡や、底堅い景気を背景に、目標レンジ中心（24年以降は3%）は上回り続けると予想されている。

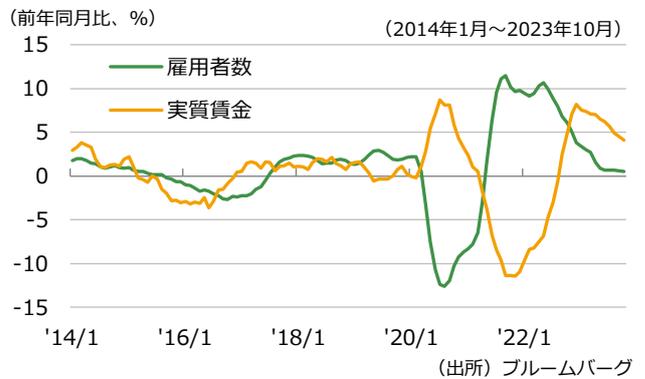
貿易収支は高水準の黒字が継続

23年の貿易収支は過去最大の黒字になることが濃厚。引き締めの金融政策による輸入の伸び悩みに加え、大豆やトウモロコシの豊作、基調的な産油量の拡大による輸出増加が寄与した。エルニーニョによる干ばつの影響で大豆の作付けが一部遅れている点は懸念材料だが、米農務省は24年の大豆の生産量が過去最高を記録した23年を上回ると予想しており、24年も高水準の貿易黒字が継続しそうだ。

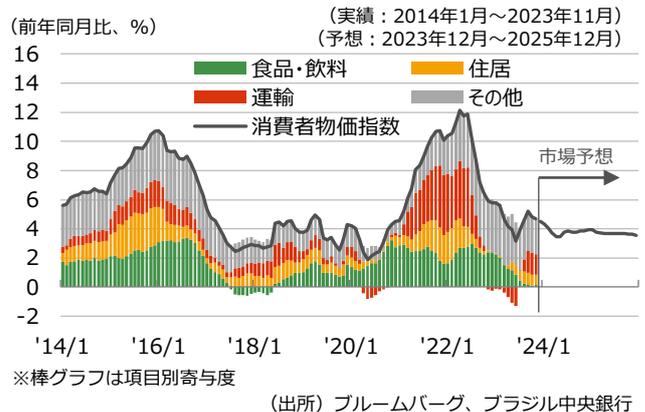
実質GDP成長率と項目別寄与度



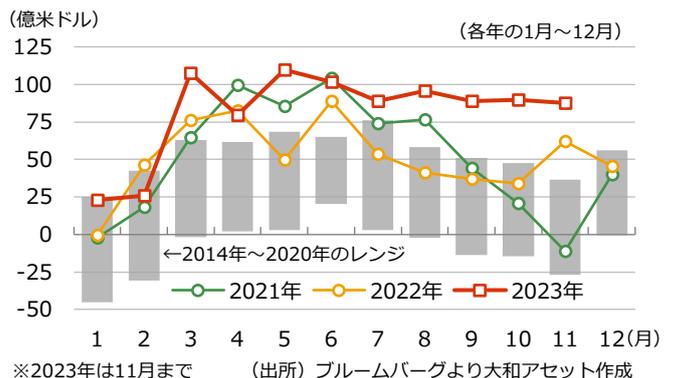
雇用者数と実質賃金の伸び



消費者物価指数



貿易収支





債券・金利

まだ0.5%ポイントずつの利下げを継続

ブラジル中銀は12月金融政策決定会合で4会合連続となる0.5%ポイント（%pt）の利下げを決定し、政策金利を11.75%とした。声明文では「今後複数の会合における同じ幅の追加利下げを全会一致で予想する」との記述が維持された。米国の利下げ転換への期待が高まって、米ドル高圧力が和らいでいることもあり、0.5%ptの利下げを続けやすい外部環境だ。利下げ幅の縮小は2024年半ば以降と見込む。

見通しを「やや強気」に引き下げ

景気が底堅いほか、インフレ見通しが目標中心値から上振れたままであるため、かつてのように中立金利を下回る水準までの利下げは現時点で見込まれない。ブラジル国債は、今後も高い金利収入が期待される一方で、長期金利の低下余地が縮小したほか、他の資産の投資妙味も高まったことから、相対的な見通しを「強気」から「やや強気」に引き下げた。

為替

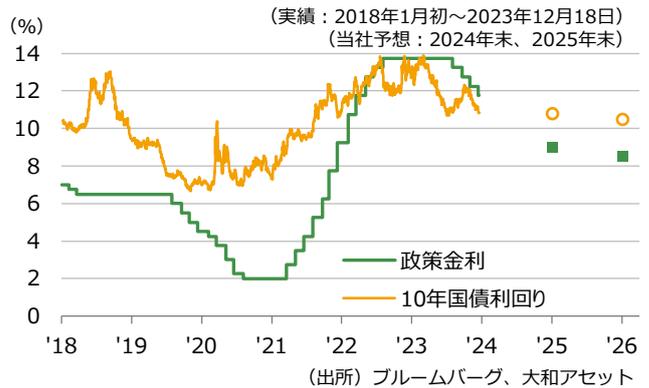
レアル安リスクが小さい状況が継続か

過去の金融政策とブラジル・レアル（対米ドル）の関係を見ると、政策金利が中立金利を下回る水準における利下げ局面ではレアル安が進行した。しかし、政策金利が中立金利を上回る水準における利下げ局面だとレアルは堅調に推移する傾向があった。利下げにより金利面での魅力は段階的に低下するが、その魅力は一定程度維持されるほか、海外からの証券投資がレアルを下支えするためだと考えられる。

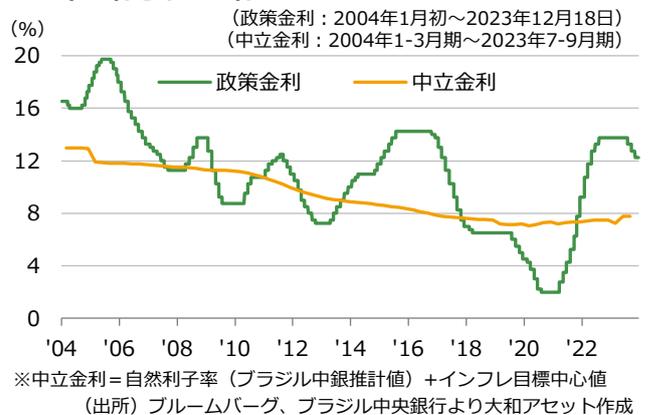
海外からの株式投資と貿易黒字が下支え

ブラジル中銀の利下げが軌道に乗り、景気下振れリスクが和らぐ中、米ドル高圧力の後退も追い風に海外からブラジル株式市場への投資が活発化している。これはレアル買いの資金フローを伴うため、利下げによる金利面での魅力低下を一部相殺している模様。また前項の貿易収支は、今後も高水準の黒字が見込まれ、レアルの下支え要因として期待される。

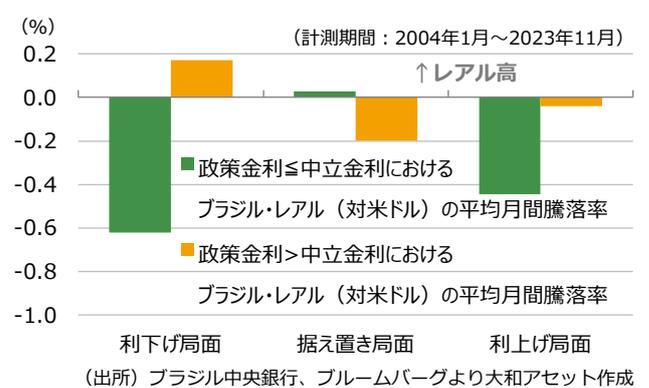
政策金利と10年国債利回り



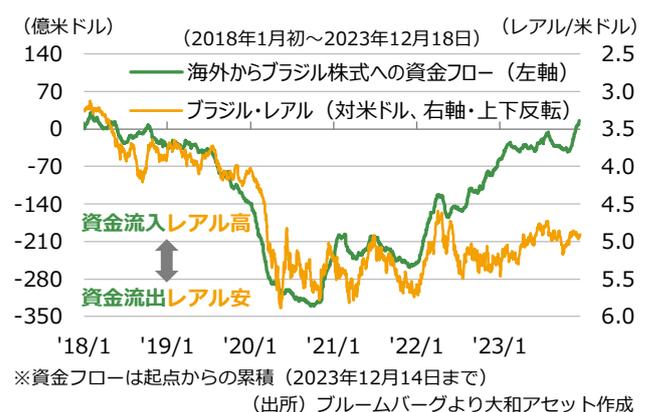
政策金利と中立金利



政策金利の水準・変化ごとのブラジル・レアル騰落率



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル





経済

際立つインド・ASEANの高成長期待

IMFの10月の世界経済見通しをみると、目先数年は、インドとASEANの実質GDP成長率見通しが中国を恒常的に上回る高水準を維持し、先進国の景気減速懸念の中で際立つ存在となっている。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、東欧・アフリカが2023年の反動で景気が加速し、早期の利下げや利下げ見込みのベトナム、ブラジル、メキシコ等の景気モメンタムが強まる見込み。

2024年後半に利下げ増加の見込み

多くの新興国ではインフレ率が中銀目標値もしくは許容範囲に収まり、インフレ沈静化が広がっている。また、東欧やメキシコ等においては中銀目標値を上回っているが、24年にかけてインフレ低下傾向が強まろう。ブラジルとベトナムがすでに利下げ局面に入った他、多くの新興国が米利下げ開始を睨みながら、24年後半を中心に利下げを開始すると見込まれ、株式・債券市場への追い風になるろう。

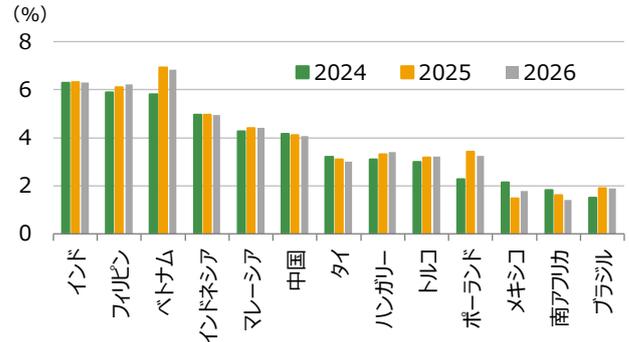
インドの予想以上の高成長が続く

インドの7-9月期実質GDP成長率が発表されたが、市場予想の前年同期比+6.8%を大幅に上回る同+7.6%となった。インフラ投資を含む「総固定資本形成」が同+11.0%と高水準になった他、好調なサービス業等にみられる国内消費の強さもあり、主要国の景気減速の影響を相殺。今後も、銀行と企業の健全なバランスシートを背景に、投資や消費が力強く拡大し、内需主導の高成長が続くと予想。

アセアン5GDP、日本に次ぐ6位が視野

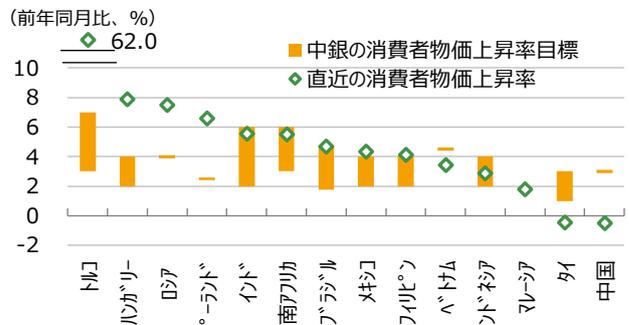
23年10月に発表されたIMFの世界経済見通しに基づくと、名目GDPランキングではアセアン5が26年に英国を超え6位に浮上する見込み。また、5位見通しの日本に比べても、日本の経済規模の9割超まで迫ると予想されている。タイを除き、人口ボーナス期に入っていることや、ニッケルやレアアースを強みとしたEV、製造業供給網の構築等もあり、中長期的に中国の経済成長率を上回ると予想する。

IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



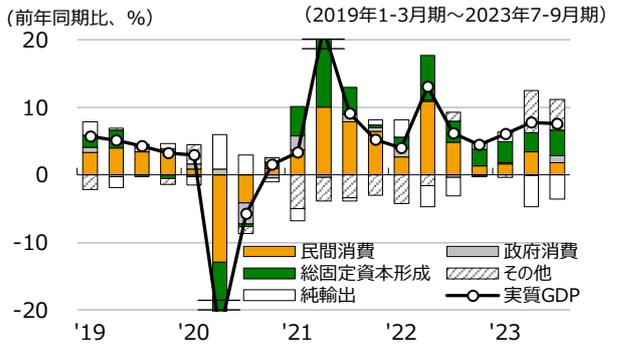
※インドは、当該年4月から翌年3月まで ※2024年の成長率順に並べ替え (出所) IMF世界経済見通し10月号より大和アセット作成

主要新興国の直近のインフレ動向



※マレーシアと南アフリカは10月時点で、その他は11月時点 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

インドの実質GDP成長率および需要項目別寄与度



(出所) インド統計・計画実施省より大和アセット作成

IMFによる国、地域の名目GDPランキング



※アセアン5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムの合計 (出所) 「IMF世界経済見通し2023年10月」より大和アセット作成



株式

インドの最高値更新等、幅広く上昇

直近1カ月間の新興国株は、米国の利上げ終了観測を受け、中国を除く多くの国が反発。特に、インドが+10.6%、メキシコが+9.9%と、連日最高値を更新しながら力強く上昇し、米S&P500をもアウトパフォーム。この2カ国は米中摩擦の恩恵を受け景気回復が予想を上回る共通点を持つ。2024年は米経済のソフトランディングの可能性が高い中、一部の新興国に資金が流入しやすい地合いが続こう。

24年の米ドル安期待は新興国株の好材料

24年は、米利下げが進む中で、米ドル安傾向が強まると見込んでいる。これは新興国にとって外部環境の改善を意味し、ポジティブ材料になろう。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすく、バリュエーションは押し上げられやすいためである。特に、ASEAN等出遅れの国や、企業業績が好調なインド等への資金流入を促しやすいと考えられる。

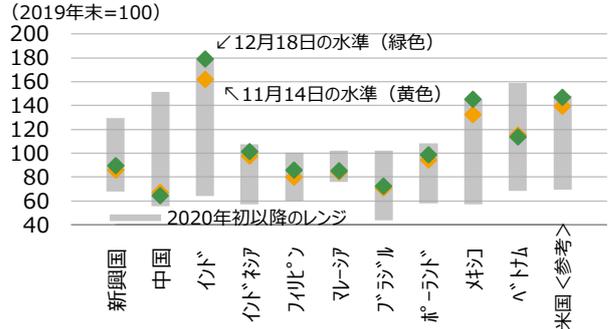
新興国株価指数への投資は中国除きで

23年の新興国株投資は、弊社予測通りに国の選別が極めて重要な1年となった。特に、インド、メキシコなどが顕著に上昇する一方、中国は大幅に調整した。中国を入れるか否かで、新興国株価指数のパフォーマンスは、過去2年で約20%の差が付いた。中長期的に中国経済の低空飛行が見込まれる中で、今後も中国株の顕著な上昇は見込みづらいため、中国を除いた新興国投資が望ましいと考えられよう。

インド株の上昇は企業業績の成長が牽引

年間上昇率は過去10年中9年でプラスを記録し、足元は最高値更新を続けているインド株だが、過熱感は限定的と考える。20年以前の株価上昇は、バリュエーションの切り上がりが主因だが、21年以降は顕著な企業業績拡大が株価上昇を支え、バリュエーションはむしろ切り下げられている。企業のバランスシートが健全な中、業績拡大による株価上昇が続くと予想する。

新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



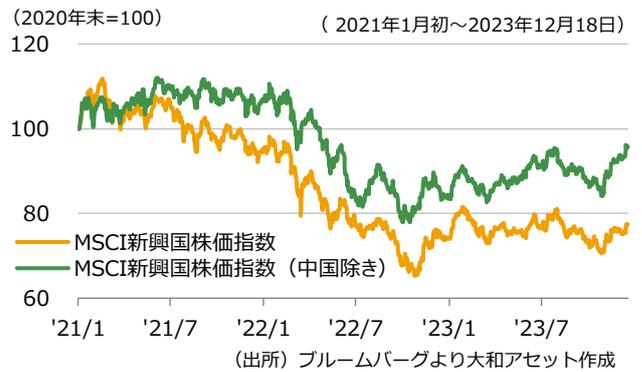
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



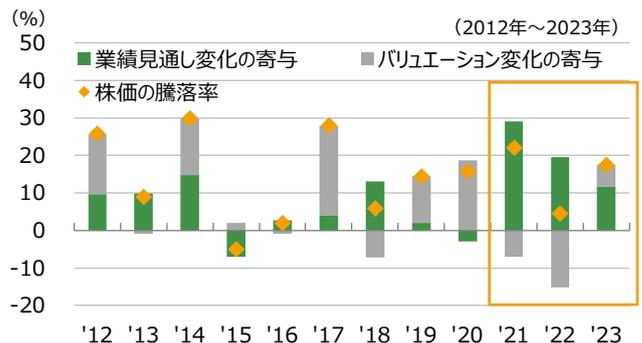
※MSCI新興国指数ベース (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中国株による新興国株価指数のパフォーマンスの差



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドSENSEX指数の年間騰落率の要因分解



※2023年は、12月15日時点 ※SENSEX指数の12カ月先EPSの変化に基づき、大和アセットが計算 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

米利上げ終了観測で新興国が買われる

直近1カ月は、米利上げ終了観測が強まり、米長期金利の低下を好感し、新興国でも多くの国で金利が低下した。特にインフレ率の低下が顕著な東欧や、フィリピン、ラテンアメリカなどを中心に金利低下。今後は、すでに利下げ局面のブラジル、ベトナム、ハンガリー、ポーランドに続き、メキシコ、インドが利下げ開始時期を探る局面。他方、その他のASEANでも利上げ局面終了と予想。

実質金利の高い国の投資妙味が高まる

2024年は、新興国でも利下げ局面に入るとみられる中で、南アフリカ、ブラジル、メキシコ、インドネシアなど、実質金利の高い国の金利低下が顕著と予想。これらの国は、すでに高いインカム収入により、キャリートレードの投資先として人気のだが、債券価格の上昇による収益も享受できることで、投資妙味が高まっていると考えられよう。

リート（アジア先進国含む）

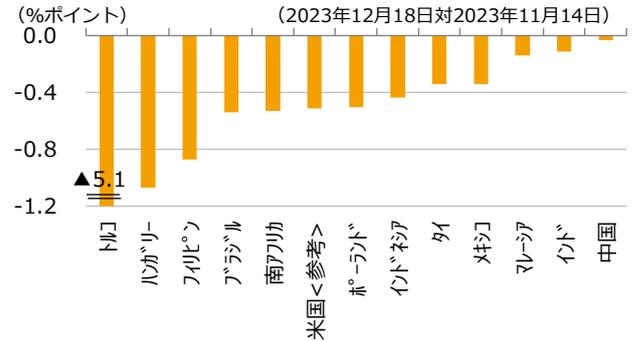
外部要因が左右も人口流入が下支え

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、米国同様、長期金利低下に連れて上昇。アジア・オセアニアは不安定な中国景気に振らされる状況が想定されるも、オーストラリアでは移住者数が大きく増加しており、住宅市場や個人消費を下支えすると想定。また、シンガポールではファンダメンタルズが堅調な商業施設や、リースが長期で安定した病院に注目。

安定的な不動産市場と高い配当利回り

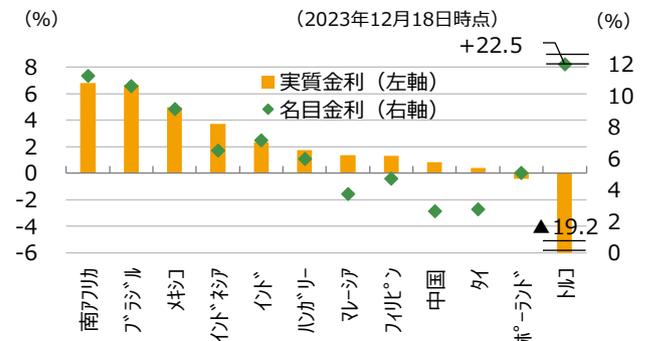
中国を除く当地域の実物不動産市場は、おおむね堅調に推移。金利上昇の影響には注意が必要だが、アジア地域ではオフィスへの入社率が相対的に高く、金融システムも安定的で不動産価格への下押し圧力は限定的との想定を維持。またシンガポールや香港の予想配当利回りは魅力的な水準であることや、バイバック観測も株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



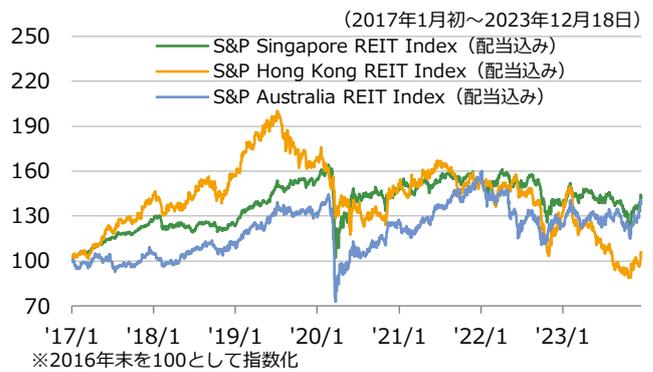
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の名目金利および実質金利



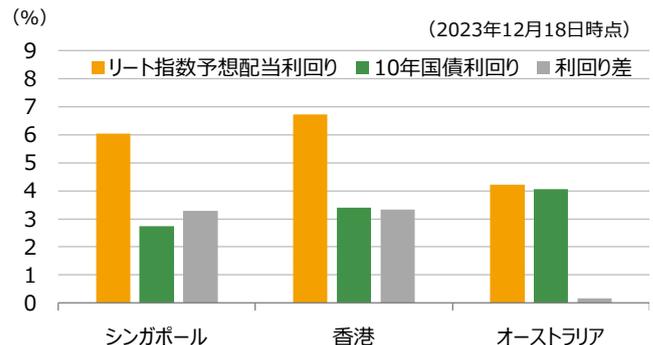
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

米利上げ終了期待で新興国通貨上昇局面

直近1カ月間は、米利上げ終了期待による米ドル安を受け、新興国も多く国の通貨が対米ドルで増価。特に、相対的に堅調に推移しているメキシコ・ペソは、景気見通しの上方修正や、中国からの供給網分散化の恩恵等が期待され、一段と増価。2024年は米ドル安への期待が強いことに加え、新興国通貨に買戻しの余地があることで、対米ドルで増価し、対円では減価幅が小幅に留まる通貨が多いと予想。

株式市場を中心に、海外マネーが流入

米利上げ終了期待による米ドル安を受け、中国を除き、新興国への資金流入が加速。国別では、インド、ブラジル、韓国の株、ブラジル、インドネシアの債券への流入が目立つ。特筆に値するのは、通貨安が減速し、オーソドックスな経済政策を取り始めたトルコ国債市場に海外マネーの流入がみられている点。外部環境の改善を受け、中国を除く新興国に資金が流入しやすい地合いが続くと予想。

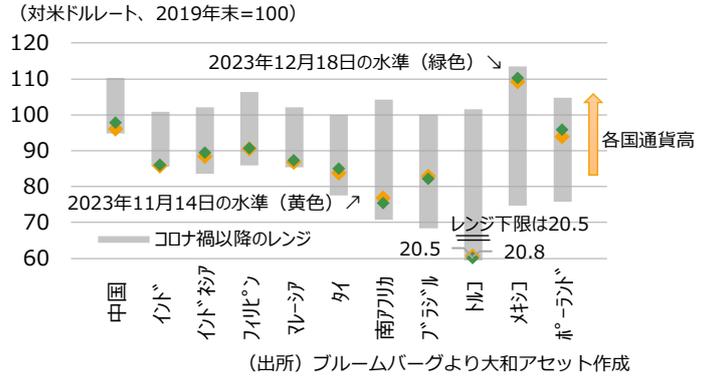
インドの総合収支は顕著に改善

インドの総合収支が約2年ぶり高水準の黒字となり、為替市場の安定を支えている。経常収支は、電子製品の輸出やIT関連の海外受注、海外出稼ぎ者の送金等の収入増を受け、赤字が縮小。また、金融・資本収支は直接投資や証券投資の資金流入を受け、黒字傾向を維持。24年は、インド国債の世界の主要な国債指数への組み入れもあり、証券投資の資金流入の継続、高水準の総合収支黒字を予想。

インド通貨の対円で小幅な減価を予想

24年は、世界的な米ドル安が進むと見込まれる中、対米ドルのインド・ルピー高を予想。インドの総合収支黒字の拡大や、中長期的な成長期待、世界工場への変貌への期待等が追い風と言えよう。外貨準備も大幅に積み増したことで、今後中銀がルピー売りの介入を弱めることも考えられる。そのため、24年は円高が見込まれるが、ルピー高に相殺され、ルピーの対円レートの底堅い推移を予想。

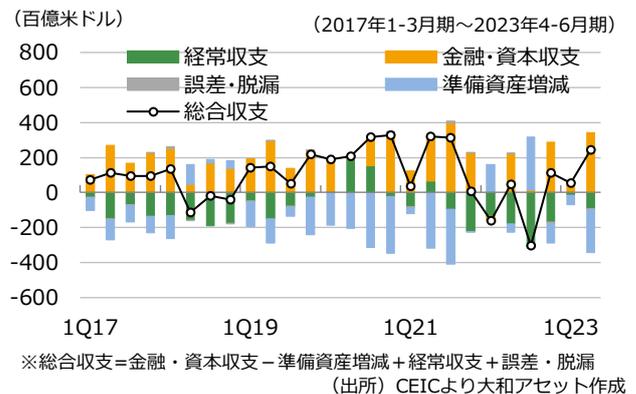
新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化



新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)



インドの総合収支およびその内訳



インド・ルピーの対米ドル、対円レート





原油

またもSPR積み増し水準で下げ止まるか

ハマスとイスラエルの紛争を受けて消費者心理が悪化した後、11月末のOPECプラス会合では協調減産幅の拡大に合意できず、WTI原油先物価格は70米ドル前後まで下落。しかし、12月初めに米政府が300万バレルのSPR積み増しを発表したほか、米国の利下げ観測の高まりで過度な景気悪化懸念が後退し、2023年半ばのようにSPR積み増し水準（67～72米ドル）で下げ止まりの様相を呈している。

需要面からの価格下押し圧力は緩和へ

世界的な利上げ合戦が景気を抑制する局面から、24年は世界的に利下げが優勢になり、景況感が持ち直す局面に変わると期待される。原油需要においても、下振れリスクが強く意識されていた局面からの転換が想定されよう。需要面からの価格下押し圧力に対してOPECプラスの協調減産やSPRの積み増し期待が下支えしていた構図から、徐々に需要主導で価格が上昇する構図に移行していくと想定する。

24年の原油価格は上昇を見込む

需給バランスは23年半ばから需要超過で推移（在庫が減少）すると見込んでいたが、10月にかけての価格上昇が需要の抑制や米国などの増産につながり、足元の需給は想定よりひっ迫せず。しかし、最近の価格下落が今度は需要促進や増産抑制に作用しよう。WTI原油は23年のおよそ70～90米ドルのレンジから24年は75～95米ドルを中心としたレンジになると見込む。24年末予想は90米ドルを維持。

リスクシナリオはOPECプラスの決裂

見通しのリスクシナリオはOPECプラスが決裂して需給が極端に緩むこと。これまでサウジアラビアなどの自主減産のおかげで価格が支えられていた面があるにもかかわらず、11月会合ではアフリカ諸国が増産を主張し、中東諸国の自主減産という折衷案で辛うじて決裂せずに済んだ。OPECプラスの決裂はメインシナリオではないが、右図の通り、それが発生した場合は価格が大きく下落するイメージだ。

原油価格と米国のSPR（戦略石油備蓄）



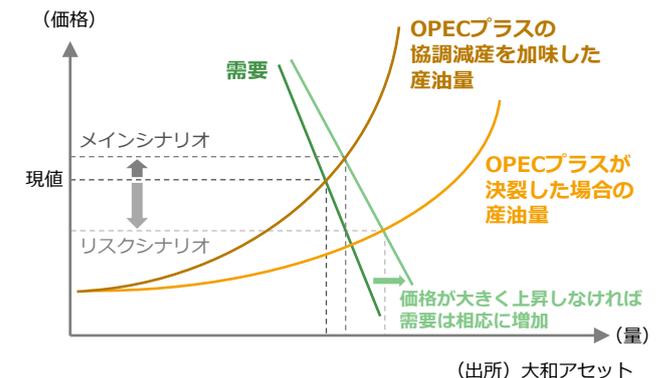
世界の金融政策動向と米ISM製造業景況感指数



原油価格と原油在庫



メインシナリオとリスクシナリオのイメージ





金

早期利下げ観測を背景に最高値を更新

米国の早期利下げ観測が高まる中、金価格は12月初旬に史上最高値を更新。市場の2024年の利下げ織り込みはやや過剰と考えるが、利下げに向かうとの方向性は変わらないため、24年、25年と金価格は堅調に推移すると見込む。今回、米国の利下げ開始時期の想定を前倒しし、24年末の米長期金利の予想値を下方修正したため、同年末の金価格の予想値も2,020米ドルから2,100米ドルに引き上げた。

20年の高値更新時とは需要構造が異なる

金価格が19年から高騰し、20年に最高値を付けた局面では、金ETFへの資金流入が価格上昇に大きく寄与した。今回の最高値更新のきっかけは利下げ期待だったが、それまでの堅調さは中銀の金買いによって支えられていた面が大きく、当時と需要構造が明確に異なる。すでに金ETFの残高がコロナ前の水準まで減少していることに鑑みれば、ポジション面での過熱感は乏しく、反落余地は限定的だろう。

利下げと引き締め的な金融政策の狭間で

12月FOMCでは24年の0.75%ポイントの利下げが示唆された。一方、インフレ率も相応に下がるため、政策金利からコアPCEデフレーター（前年比）を引いた実質政策金利は、23年末から24年末にかけて横ばいの見通しである。つまり、実質政策金利で見た金融政策の引き締め度合いは維持される。24年は利下げ期待が金価格を押し上げる展開を想定するが、上昇余地もそれほど大きくないと見込む。

中銀の持続的な金買いが相場の下支えに

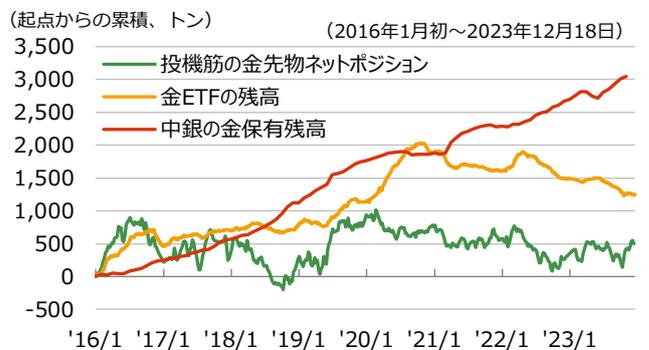
中銀の金買いは引き続き相場の下支え要因になる。先進国で継続的に金の保有を増やしている中銀は、ポーランドとチェコに限られる。ただし、前者は外貨準備に占める金の割合を11%から20%に、後者は保有額を22年比で10倍に拡大する方針を示しており、今後も継続的な買いが期待される。新興国では中国などの買いが目立つ。米国との関係が芳しくない国の米ドル離れ（金買い）の流れは続こう。

金価格と米国の実質金利



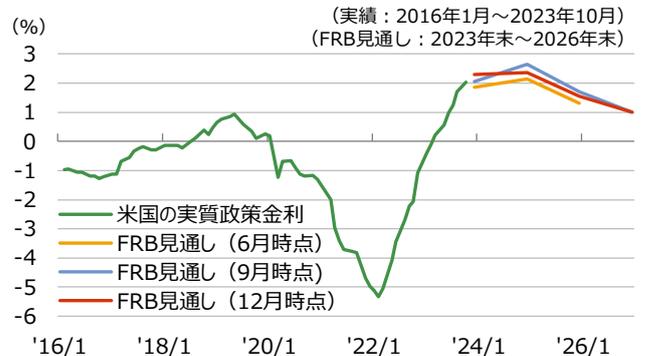
※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化



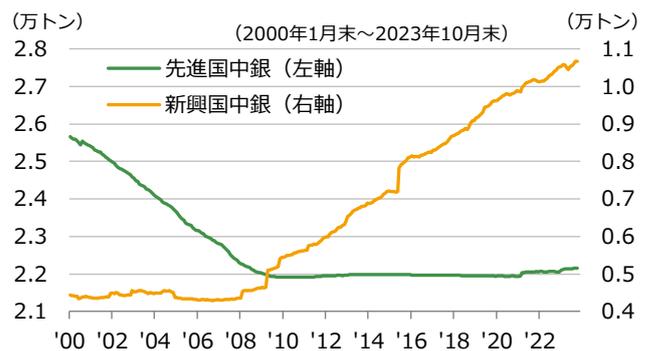
※金先物ネットポジションは週次(2016年1月5日~2023年12月12日) ※中銀の金保有残高は月次(2016年1月~2023年10月) (出所) ブルームバーグ、IMFより大和アセット作成

米国の実質政策金利



※実質政策金利=政策金利-コアPCEデフレーター(前年比) ※政策金利はFF金利誘導目標レンジの上限を使用 (出所) ブルームバーグ、FRBより大和アセット作成

中銀の金保有残高



(出所) IMF、ブルームバーグより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
米国の景気・インフレ・金融政策見通しの不透明化	中	大	大	米国景気についてはソフトランディング見通しがコンセンサスであり、当社もそうである。10月は強過ぎる景気指標を受けて金利も上昇したが、11月以降は適度な景気減速観測が強まり金利は急低下した。ただ、ここまで順調に鈍化してきたインフレ率も、ここからは下がりづらくなるとの見方もある。景気に関してはハードランディングシナリオも消えてはならない。市中金利は低下したとはいえ、10年以上ぶりの高水準にあることは変わらない。またQTも継続していることから、今後金融引き締めの影響が本格化してくる可能性は十分にある。過剰貯蓄の枯渇が重なれば、思わぬ景気後退に陥るリスクも否定できない。
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	中国景気の大規模な悪化は引き続きリスク要因である。景気減速の強まりを受け、夏場以降は中国政策当局も金融緩和や不動産関連の規制緩和、消費促進策などを打ち出しており、足元では減速に歯止めがかかり始めたようにも見受けられる。ただし、経済の大きさに比べてデータや情報が少ないこともあり、市場参加者が経済実態を本当に正しく把握出来ているのか、との疑念は残る。また、政策当局が現在の景気をどの程度悪いと考えているのか、どの程度対策を打つ必要があると考えているのか、どの程度打てる対策があるのか、といった政策当局の姿勢や対応力が不透明であることも市場参加者の疑心暗鬼を招く要因となっている。
米中間の緊張緩和進展もしくは対立激化	中	中	中	6月以降、米中間僚級の会談が続いていたが、11月にはAPEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議を利用して、米中首脳会談が実現した。首脳会談を行ったからといって直ちに対立が解消するわけではなからうが、今後も緊張緩和を模索する動きが続こう。バイデン大統領は大統領選挙、習主席は国内景気など、双方の指導者が弱みを抱えていることから、対立は一旦脇に置いて、国内情勢の安定に注力する展開もありえよう。ただし、国内に対し弱腰姿勢は見せられないという面もあり、国内重視政策が人気取りとしての対外強硬路線に拍車をかける可能性も否定できない。
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、局面がこう着しているようだ。局面こう着は停戦への第1段階ともいえるが、現状での停戦はウクライナ、ロシア双方とも国内世論を納得させられるものではなく、戦闘続行の誘因は強いだろう。中東ではイスラエルによるガザ地区への攻撃が続いているが、イスラエルへの人道的な観点での非難が強まることで、第三者の介入を招く恐れがある。また、スエズ運河の通航に支障をきたし始めており、物流面での混乱がインフレ懸念を再燃させる恐れも高まりつつある。
日銀と市場の思惑のギャップによる市場の不安定化	中	中	小	日銀は10月にYCCを修正し、長期金利上昇の許容度を広げたが、本質的な金融緩和姿勢に変化はないと強調することで、市場の金融政策正常化思惑の払拭に努めた。しかし、市場には日銀が正常化に向けた検討や地均しをしているとの観測が少なくなく、重箱の隅をつつくような見方も含め、正常化の織り込みの前になってきた。ただ、日銀が従来から強調している賃金動向重視の見方を変えない限り、早期の正常化は理屈が立ちづらい。こうした状況では、日銀が従来路線を維持すれば市場に揺り戻しが生じようし、日銀が路線転換すれば、市場の思惑が一段と刺激されることで、いずれも市場が不安定化する恐れがある。
日本の政治の不安定化	中	中	小	岸田内閣の支持率が下げ止まらない。政権維持には危険水準とされる20%台以下になりつつある。政策面では減税策が不評だが、減税で政権が倒れた事例として橋本内閣が思い起こされる。また、政治資金疑惑も近年になく大問題化しつつあり、あたかも竹下内閣退陣につながったリクルート事件のようだ。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がコンセンサスだろうが、国会審議の行き詰まりによって追い込まれ解散に至るリスクもあるのではないかと。野党の支持率は低いと、世論が自民党にお灸を据えるべしと思えば、政権交代の可能性と否定できない。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、英国ではインフレに対抗するための「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、政権交代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。8月に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の増加に警鐘を鳴らしている。財政リスクに対して市場参加者の感応度が高まるような展開は、ブラックスワンといえるかもしれない。

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			
		12/18	1カ月	1年	3年			12/18	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	1.00	5.25	米国		3.93%	-0.50	0.45	2.99
ユーロ圏	中銀預金金利	4.00%	0.00	2.00	4.50	ドイツ		2.08%	-0.51	-0.07	2.65
英国	バンク・レート	5.25%	0.00	1.75	5.15	英国		3.70%	-0.41	0.37	3.45
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本		0.68%	-0.08	0.43	0.67
カナダ	翌日物金利	5.00%	0.00	0.75	4.75	カナダ		3.17%	-0.51	0.35	2.42
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	1.25	4.25	豪州		4.06%	-0.41	0.60	3.07
中国	1年物MLF金利	2.50%	0.00	-0.25	-0.45	中国		2.63%	-0.03	-0.29	-0.67
インド	レポ金利	6.50%	0.00	0.25	2.50	インド		7.16%	-0.06	-0.12	1.25
インドネシア	7日物借入金金利	6.00%	0.00	0.75	2.25	インドネシア		6.52%	-0.44	-0.37	0.53
ブラジル	セリック・レート	11.75%	-0.50	-2.00	9.75	ブラジル		10.83%	-0.40	-2.64	3.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	0.75	7.00	メキシコ		9.16%	-0.31	0.40	3.63
トルコ	1週間物レポ金利	40.00%	5.00	31.00	25.00	トルコ		22.71%	-3.52	12.58	10.29
						為替（対円）					
株価指数		12/18	1カ月	1年	3年	米ドル		142.78	-4.6%	4.5%	38.2%
米国	NYダウ	37,306	6.7%	13.3%	23.6%	ユーロ		155.97	-4.5%	7.7%	23.2%
	S&P500	4,741	5.0%	23.1%	27.8%	英ポンド		180.58	-3.1%	8.7%	29.3%
ユーロ圏	STOXX 50	4,521	4.2%	18.9%	27.5%	カナダ・ドル		106.56	-2.3%	6.9%	31.9%
日本	日経平均株価	32,759	-2.5%	19.0%	22.4%	豪ドル		95.77	-1.8%	4.9%	21.6%
	TOPIX	2,317	-3.1%	18.8%	29.2%	中国人民元		20.05	-3.3%	2.3%	26.7%
中国	MSCI中国	55.13	-4.0%	-13.9%	-48.5%	インド・ルピー		1.72	-4.2%	3.9%	22.6%
インド	MSCIインド	2,455	8.7%	17.4%	56.0%	インドネシア・ルピア		0.921	-4.6%	5.0%	25.7%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,397	2.0%	-1.3%	9.0%	フィリピン・ペソ		2.55	-5.7%	3.2%	18.4%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,092	-0.8%	3.7%	2.3%	ベトナム・ドン		0.587	-4.8%	1.4%	31.4%
						ブラジル・リアル		29.15	-4.4%	13.3%	43.9%
リート		12/18	1カ月	1年	3年	メキシコ・ペソ		8.32	-4.2%	20.5%	60.6%
米国	NAREIT指数	22,582	11.8%	11.8%	24.0%	トルコ・リラ		4.91	-5.8%	-32.9%	-63.7%
日本	東証REIT指数	1,795	-2.2%	-9.3%	4.6%						
商品		12/18	1カ月	1年	3年						
原油	WTI原油先物価格	72.47	-4.5%	-2.4%	47.6%						
金	COMEX金先物価格	2,041	1.8%	13.3%	8.0%						

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

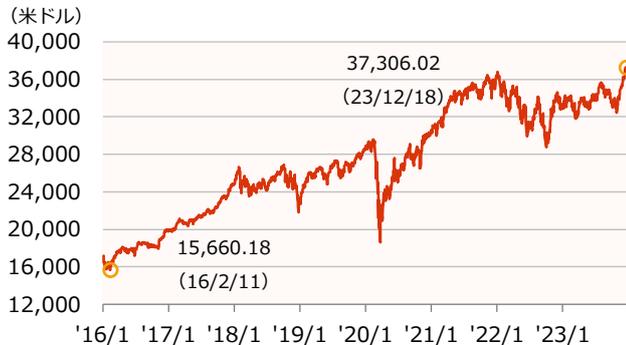
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※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



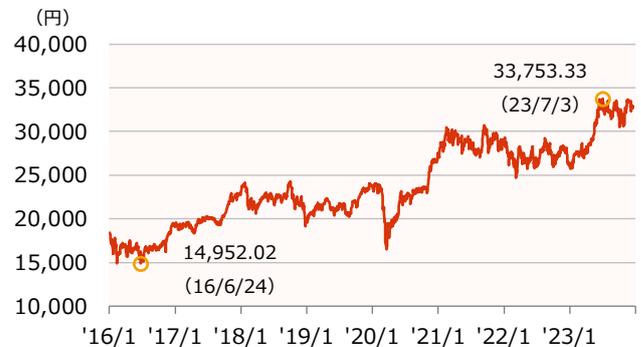
S&P500



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2016年1月初～2023年12月18日

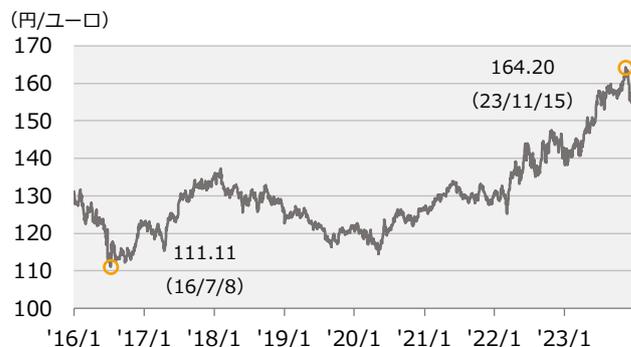
(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

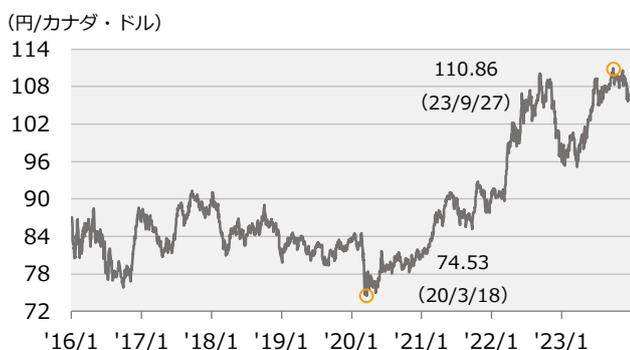
米ドル



ユーロ



カナダ・ドル



豪ドル



中国人民元



ブラジル・リアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2016年1月初～2023年12月18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		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.1	5.9	3.4
日本	-4.2	2.2	1.0
カナダ	-4.9	5.4	4.1
豪州	-2.2	5.5	3.9
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	4.8	3.0
先進国	-4.2	5.6	2.6
新興国	-1.8	6.9	4.1

消費者物価	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	1.3	4.7	8.0
ユーロ圏	0.3	2.6	8.4
日本	0.0	-0.2	2.5
カナダ	0.7	3.4	6.8
豪州	0.9	2.8	6.6
中国	2.5	0.9	1.9
ブラジル	3.2	8.3	9.3

政策金利		年末値		
		2020年	2021年	2022年
米国	FFレート (上限)	0.25	0.25	4.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-0.50	2.00
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	0.25	4.25
豪州	キャッシュ・レート	0.10	0.10	3.10
中国	1年物MLF金利	2.95	2.95	2.75
ブラジル	セリック・レート	2.00	9.25	13.75

失業率	年末値		
	2020年	2021年	2022年
米国	6.7	3.9	3.5
ユーロ圏	8.2	7.0	6.7
日本	3.0	2.7	2.5
カナダ	8.9	6.0	5.0
豪州	6.6	4.2	3.5
中国	4.2	4.0	4.0
ブラジル	14.2	11.1	7.9

(出所) ブルームバーグ、IMF

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)	長短金利操作 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	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2024年末の予想値	4.50~4.75%	3.25% 2.75%	0.0% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小継続。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024年は累計1.25%ポイントの利下げ。 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は2024年7月から月平均75億ユーロ減額。 	<ul style="list-style-type: none"> マイナス金利の解除は2024年4月と予想。2年連続の高い春闘の賃上げ率を確認後の政策修正を想定。 運用柔軟化などの施策を勘案し、YCCは当面継続すると予想。

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2024年	日本	欧米	その他地域
1月	<ul style="list-style-type: none"> ●新NISA開始 (1日) ●大発会 (4日) ●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (22-23日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●世界経済フォーラム (ダボス会議) (スイス・ダボス、15-19日) ●ECB理事会 (25日) ●FOMC (30-31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●台湾総統・立法院議員選挙 (13日) ●カナダ金融政策決定会合 (24日) ●ブラジル金融政策決定会合 (31日)
2月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (1日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (6日) ●中華圏春節 (10日) ●インドネシア大統領・議会選 (14日)
3月	<ul style="list-style-type: none"> ●東京マラソン (3日) ●北陸新幹線 (金沢～敦賀間) 開業 (16日) ●自由民主党党大会 (17日) ●日銀金融政策決定会合 (18-19日) ●時間外労働上限規制の猶予期間終了 (31日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●米スーパーチューズデー (5日) ●ECB理事会 (7日) ●FOMC (20-21日) ●BOE金融政策委員会 (21日) ●EU首脳会議 (21-22日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●イラン議会選挙 (1日) ●カナダ金融政策決定会合 (6日) ●ラマダン開始 (11日) ●ロシア大統領選挙 (17日) ●RBA理事会 (19日) ●ブラジル金融政策決定会合 (20日) ●トルコ地方選挙 (月内)
4月	<ul style="list-style-type: none"> ●森林環境税導入 (1日) ●日銀金融政策決定会合 (25-26日) ●衆議院島根1区補欠選挙 (28日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (11日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●FOMC (30日-5月1日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了 (9日) ●韓国議会選挙 (10日) ●カナダ金融政策決定会合 (10日) ●インド総選挙 (-5月まで) ●ペルー大統領・議会選挙 (月内)
5月		<ul style="list-style-type: none"> ●BOE金融政策委員会 (9日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (7日) ●南アフリカ総選挙 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (8日) ●ベネズエラ大統領選挙 (月内)
6月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (13-14日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●メキシコ大統領選挙 (2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	<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"> ●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"> ●カナダ金融政策決定会合 (24日) ●ブラジル金融政策決定会合 (31日)
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)
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、11-24日) ●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 (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)

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、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：担保付補充貸出、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2023年12月18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：2023年12月22日)