

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2023年12月



01 世界経済・金融市場見通し

27 市場データ一覧

03 各国経済見通し

28 主要金融資産のパフォーマンス

17 市場見通し

29 主要な政治・経済日程

① 世界経済・金融市場見通し

2023年12月

世界経済

インフレ収束の鮮明化が景気安定に寄与

主要国経済は緩やかながら回復基調を保っています。直近11月の総合PMI（業況改善・悪化の境目は50）を見ると、米国が50.7と前月比横ばい、欧州ではユーロ圏が47.1と6カ月連続の50割れも、英国が50.1と4カ月ぶりに50を上回りました。イスラエル戦争による原油価格への影響も軽微にとどまり、世界的なインフレ収束の流れが変わらないことが底堅い内需を支えていると言えます。

消費が底堅い間、景気は崩れにくい見通し

物価と賃金上昇率の対比が示すように、インフレ沈静化は家計購買力改善にも寄与している模様です（図1）。各国とも底堅い業況を背景に、雇用・所得環境の安定が続くなか、インフレ収束が鮮明になるなか、消費が粘り強く推移する公算が高まりつつあります。依然、金利の高め維持など金融引き締め的な環境は続いています。景気軟着陸の実現に半歩前進したといえます。（瀧澤）

金融市場

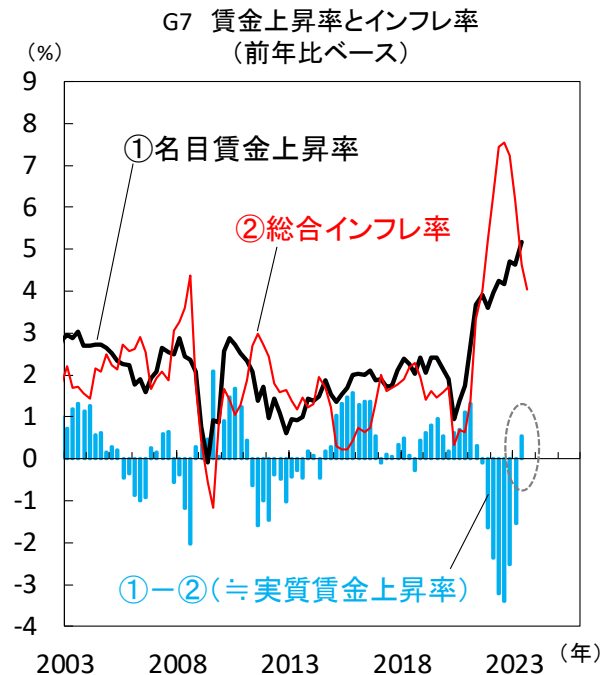
11月の金融市場は金利低下・株高に転換

11月の金融市場は10月から一転、株高・金利低下の流れでした。米景気指標の予想比下振れや各国インフレ鈍化継続が確認され、2022年から本格化した世界的利上げの終了かつ2024年の米欧利下げ開始への期待が高まり金利が低下、株式が好感した印象です。月内には米議会で来年1-2月までの暫定予算が成立し政府機関閉鎖が回避されたことも、株式市場の安心材料の一つとなりました。

楽観論を支えるのは利下げ期待だけではない

足元の楽観論が、米欧利下げ期待の高まりに支えられてるとはいえ、それだけでもなさそうです。例えば、企業の交易条件（最終財÷中間財価格）を見ると、川上の価格が落ち着いたことで、改善基調にある様子がうかがえます（図2）。最大の焦点が金融政策動向であることに変わりはないものの、各国景気・業況面の底堅さを示す材料にも注意深く目を向ける必要があります。（瀧澤）

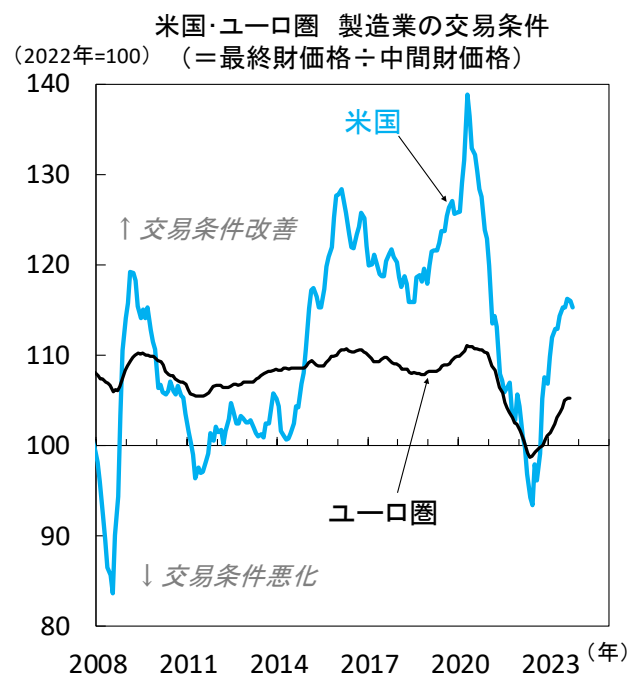
【図1】インフレ率の大幅な低下により、実質賃金上昇率（前年比）がプラスに転換



注) G7は先進7カ国。①名目賃金上昇率は製造業平均週給、②総合インフレ率は消費者物価総合、のそれぞれ前年比。直近値は2023年4-6月期（②のみ同年7-9月期）。

出所) OECD（経済協力開発機構）、Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】原材料など川上のコスト高圧力が緩和、企業活動の持ち直しに向けた好材料の一つに



注) 米国の中間財は加工品と未加工品の平均。指数化は当社経済調査室。直近値は米国が2023年10月、ユーロ圏が同年9月。

出所) 米労働省、欧州統計局より当社経済調査室作成

① 世界経済・金融市場見通し

2023年12月

● 実質GDP（前年比）見通し

	2021年	2022年	2023年	2024年
日本	2.2	1.0	1.7	0.9
米国	5.8	1.9	1.9	1.0
ユーロ圏	5.9	3.4	0.5	0.7
オーストラリア	5.2	3.7	1.8	1.4

	2021年	2022年	2023年	2024年
中国	8.4	3.0	5.2	4.4
インド	9.1	7.0	6.0	6.2
ブラジル	5.0	2.9	2.8	1.4
メキシコ	5.8	3.9	3.2	1.8

注) 2021-2022年は実績・推計、2023-2024年が当社経済調査室見通し。

● 金融市場（6カ月後）見通し



株式

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	33,487	29,000-35,000
TOPIX	2,375	2,120-2,480

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	35,951	30,500-36,500
S&P500	4,568	3,900-4,700
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	462	400-480
ドイツDAX®指数	16,215	13,600-16,400



債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.676	0.6-1.0
米国	4.330	3.4-5.0

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.449	2.2-3.2
オーストラリア	4.362	3.9-4.9



為替(対円)

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	148.19	138-152
ユーロ	161.30	148-164
オーストラリアドル	97.86	90-100
ニュージーランドドル	91.18	82-92

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.7767	1.67-1.87
メキシコペソ	8.522	7.80-9.00
ブラジルレアル	30.111	27.5-31.5



リート

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 東証REIT指数	1,845	1,650-1,950

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,535	1,250-1,550



原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	75.96	80-100

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2023年11月30日(直近日休場の場合は前営業日の値)。

出所) S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－日本

2023年12月

日本経済

GDP成長率低迷で先行き不透明感高まる
日銀の金融政策正常化タイミングに注目

7-9月期は内外需の弱さからGDP成長率低迷

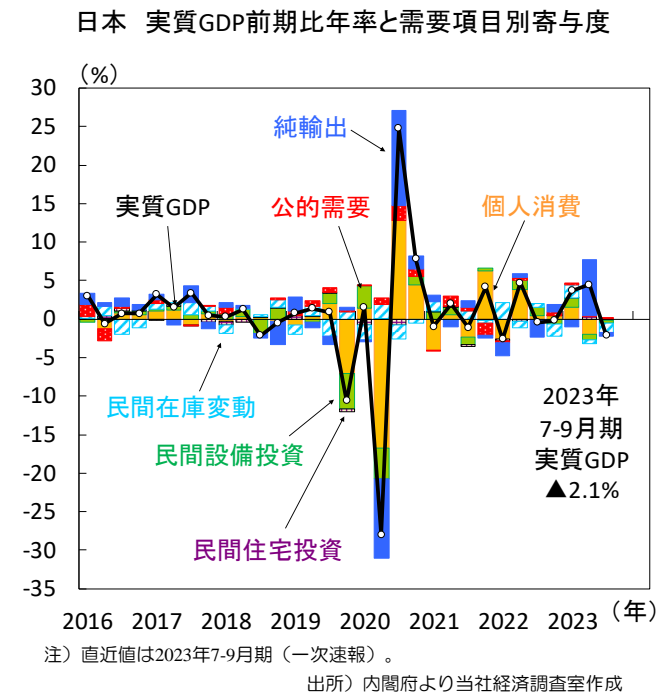
2023年7-9月期の実質GDP（一次速報）は前期比年率▲2.1%となりました（図1）。需要項目別に見ると、民間需要は住宅、設備投資が減少し、個人消費は横ばいとなった他方で、公的需要は増加、純輸出の寄与度はマイナス。10月以降も景気低迷は続いているとみられます。

10月の鉱工業生産は前月比+1.0%（9月+0.5%）と上昇したものの、11月の生産予測指数はマイナスとなり、一進一退の動きが見込まれます（図2）。また、10月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DIが49.5（9月は49.9）、先行き判断DIも48.4（同49.5）と2カ月連続で50（=中立水準）を下回り、マインドの弱さが示されました（図3）。一方、10月の訪日外客数は2019年の同月比で+0.8%と増加し新型コロナウイルス拡大後、初めて2019年同月水準を超えました（図4）。今後インバウンド需要の回復がGDP成長率を押し上げることが期待されます。

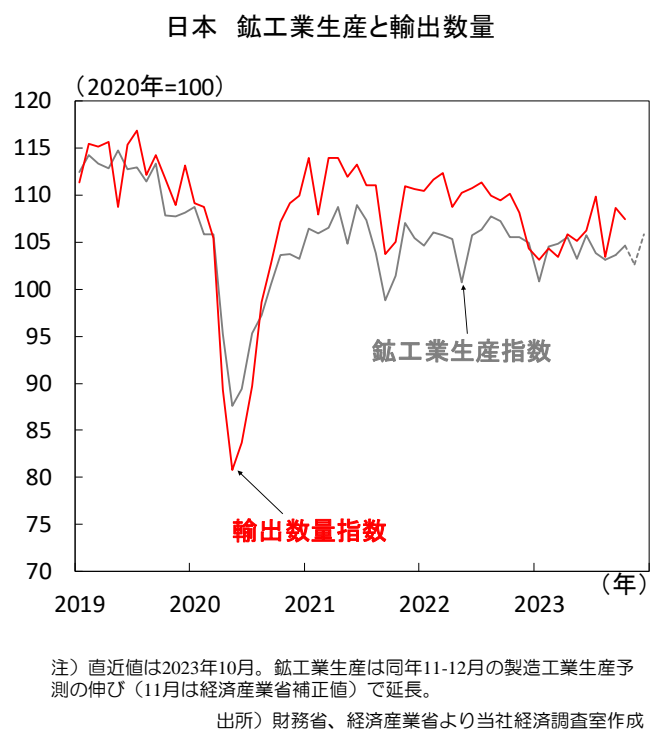
経済対策詳細決定、日銀の金融政策にも注目

9月の現金給与総額は前年比で+1.2%増加し、伸び率は8月の同+1.1%から上昇。今年の春闘を反映し押し上げに寄りましたが、当初の期待を下回る形となりました。そうした中、政府は11月2日、賃上げや国内投資の促進策を盛り込んだ「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を閣議決定（図5）。規模は37.4兆円程度、このうち国・地方の歳出は20.9兆円程度。岸田政権の支持率が低迷する中で経済対策は大規模となりました。内閣府の試算によると年率換算で+1.2%のGDP押し上げ効果が見込まれるものの、実際の効果は限定的になると予想されます。

10月の全国消費者物価コア（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.9%と9月の同+2.8%から上昇（図6）。内訳を見ると、政府の電気・ガス激変緩和対策事業による値引き単価が9月から低下したことから、電気代が同▲16.8%、ガス代が同▲10.2%と下落幅が縮小。宿泊料が同+42.6%と高い伸びとなったことも押し上げに寄与。インフレ率が依然高止まりする中、今後日銀によるインフレ率見通しが一段と上方修正される可能性に注意が必要です。12月の日銀金融政策決定会合にてマイナス金利解除への地ならしが行われるかに注目です。（本江）

【図1】 公的需要以外は
7-9月期の実質GDP成長率を押し下げ

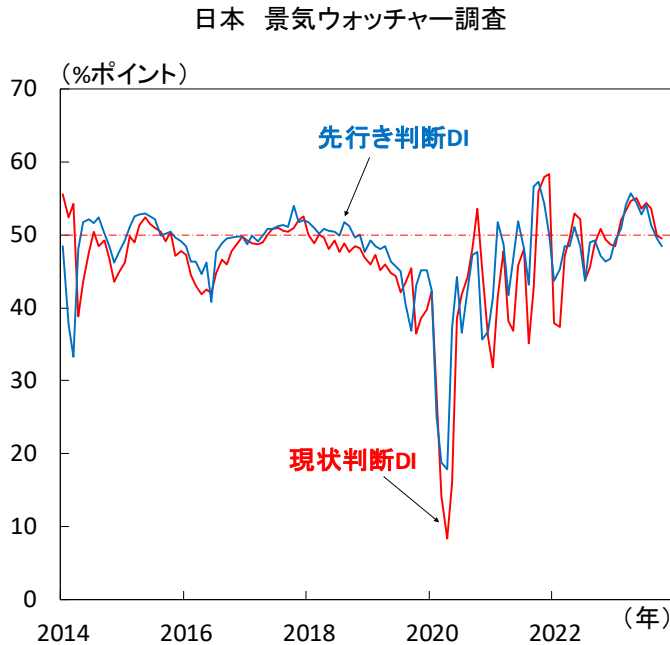
【図2】 鉱工業生産は横ばいの動き



② 各国経済見通しー日本

2023年12月

【図3】景気判断DIは現状、先行きともに悪化



注) 直近値は2023年10月。50は中立水準。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図5】岸田政権は新たな経済対策実施を決定

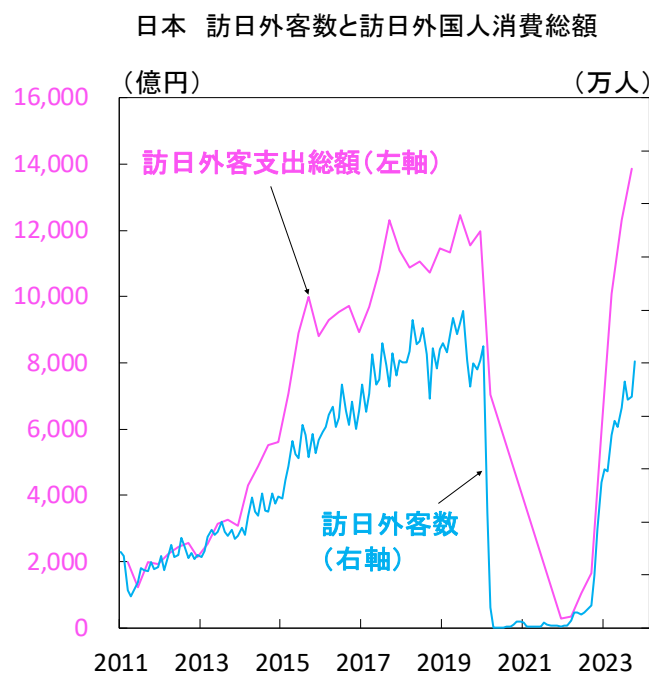
日本「デフレ完全脱却のための総合経済対策」5本の柱

5本の柱	主な内容
物価高から国民生活を守る	・定額減税、住民税非課税世帯(7万円)への給付金 ・燃料油の激変緩和措置を2024年4月末まで講ずる
地方・中堅・中小企業を含めた持続的質上げ、所得向上と地方の成長を実現する	・中堅・中小企業の質上げの環境整備 ・観光地・観光産業の再生・高付加価値化の支援
成長力の強化・高度化に資する国内投資を促進する	・科学技術の振興及びイノベーションの促進 ・宇宙、海洋等のフロンティア開発
人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革を起動・推進する	・デジタル田園都市国家構想交付金によるデジタル実装支援 ・スタートアップの成長促進
国土強靱化、防災・減災など国民の安全・安心を確保する	・国土強靱化5カ年計画加速化対策推進 ・公共施設等の耐災害性の強化

注) 2023年11月「デフレ完全脱却のための総合経済対策～日本経済の新たなステージにむけて」。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

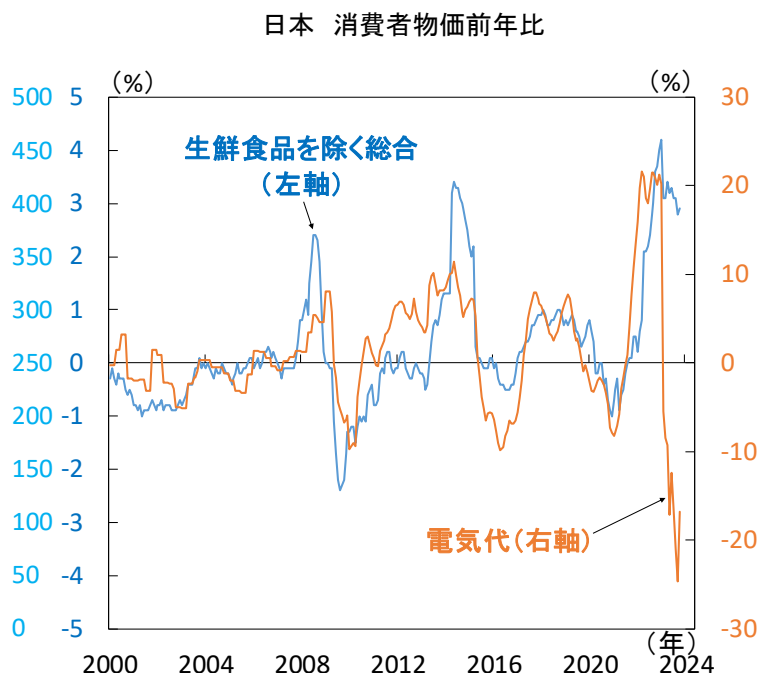
【図4】インバウンド需要はコロナ前の水準を回復



注) 直近値は、訪日外客数は2023年10月、訪日外国人消費総額は同年7-9月期。

出所) 観光庁、日本政府観光局(JNTO)より当社経済調査室作成

【図6】インフレ率はピークをうつも高水準



注) 直近値は2023年10月。

出所) 総務省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2023年12月



米国経済

10月以降は緩やかな景気減速が進む、
景気軟着陸への道辿るもリスク残存

10月の米景気指標は軟調さが散見

7-9月期実質GDP(2次速報)は前期比年率+5.2%(速報:+4.9%)と極めて良好でした。底堅い労働市場や潤沢な家計純資産等が消費拡大を促した他、パンデミック後も赤字拡大が続く財政政策も景気を押し上げました(図1)。

10月以降は景気減速の兆候もみられます。①10月ISM製造業景気指数は46.7(同:49.0)、サービス業は51.8(同:53.6)と低下しました(図2)。ただし、全米自動車労働組合(UAW)のストライキなど一時的要因も企業景況感を下押しした可能性があります。②10月雇用統計の非農業部門雇用者数は前月差+15.0万人(前月:+29.7万人)と鈍化し、失業率は3.9%(同:3.8%)と上昇しました。雇用拡大を図る業種は限られ、企業の採用意欲は減退しています(図3)。③10月実質個人支出は前月比+0.2%(同:+0.3%)と増勢維持しましたが、内訳は財が同+0.1%(同:+0.5%)、サービスが同+0.2%(同:+0.5%)と共に減速しています。

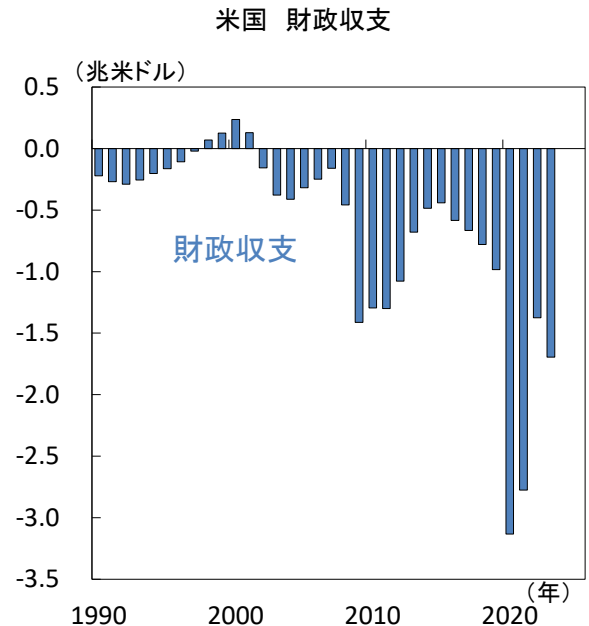
景気動向を見極めつつ、利下げを探る展開か

他方、④10月PCEデフレーターは総合が前年比+3.0%(同:+3.4%)、コア(食品・エネルギー除く)が同+3.5%(同+3.7%)と鈍化しました(図4)。インフレ率は順調な進展をみせており、主にサプライチェーン改善や労働供給回復など供給サイドが押し下げに寄与しています。

11月米連邦公開市場委員会(FOMC)は7月末以降の金融環境タイト化を受けて利上げ休止も、その後は10月指標軟化に伴う利上げ終了観測で金融環境が弛緩しました。しかし、当局のけん制もなく、追加利上げの可能性は後退しました。米連邦準備理事会(FRB)は2%目標を上回るインフレ率を警戒も、金利は良い位置にあるとし慎重に判断する構えです。11月下旬にはタカ派高官から、テイラールールに基づく今後数カ月でディスインフレーションが続けば景気回復に関わらず利下げを開始可能と発言があり(図5)、焦点が利下げにシフトした可能性もあります。

直近の景気指標やFRB動向は市場の景気軟着陸期待に追い風も、利上げ効果による消費者ローンや商業用不動産の貸し倒れ(図6)や海外景気低迷などリスクも残る為、景気減速の程度を見極める展開が予想されます。(田村)

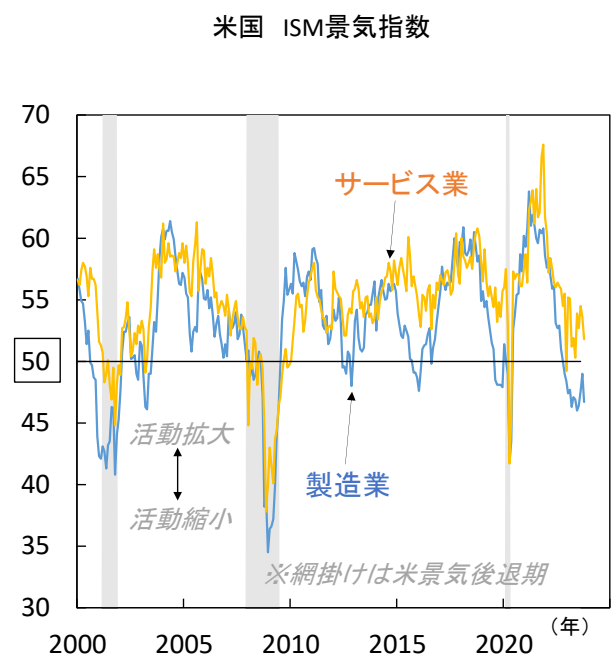
【図1】2023年度は歳入減で米国財政赤字が拡大、
財政の拡張路線は景気下支え



注)直近値は2023年(2022年10月-2023年9月)、会計年度ベース。

出所)米財務省より当社経済調査室作成

【図2】ISM景気指数は製造業、サービス業共に低下、
ストライキの影響など10月の低下が一時的か見極め



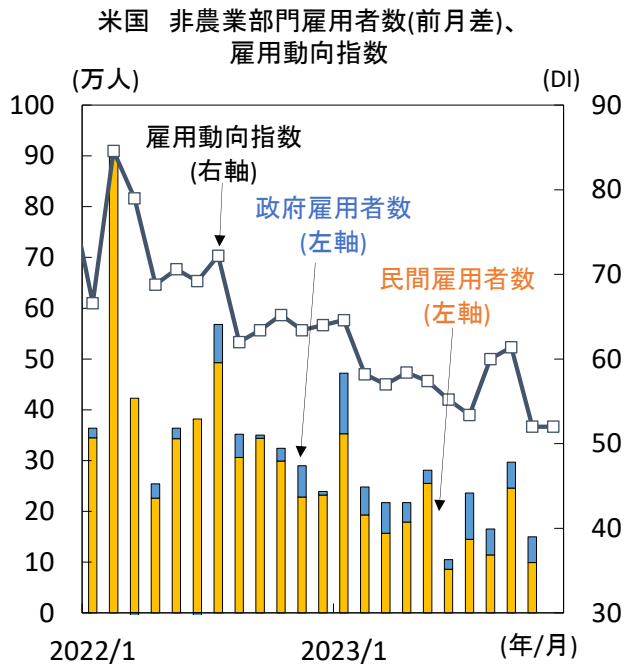
注)直近値は2023年10月。

出所)米ISMより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2023年12月

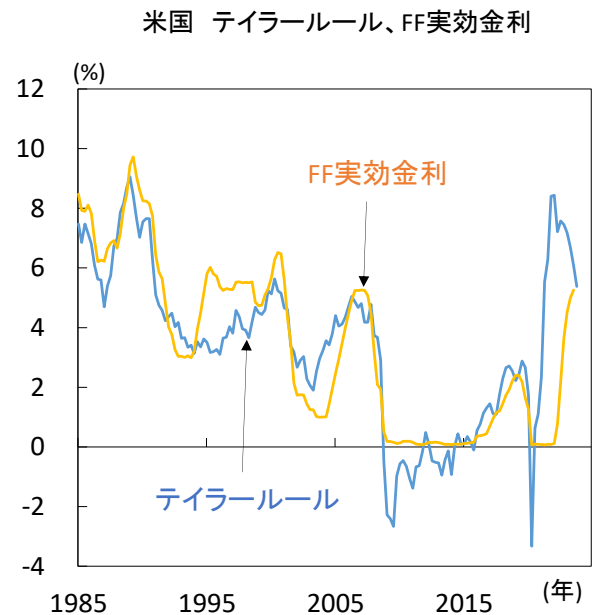
【図3】労働需要は減速傾向にある、
雇用拡大を図る業種の広がりも乏しい



注)直近値は2023年10月。雇用動向指数は250業種が対象、雇用が増加した業種の割合 $+0.5 \times$ (雇用が不変の業種)で算出した値。50は雇用の増加業種と減少業種のバランスが等しい事を示す。

出所)米BLSより当社経済調査室作成

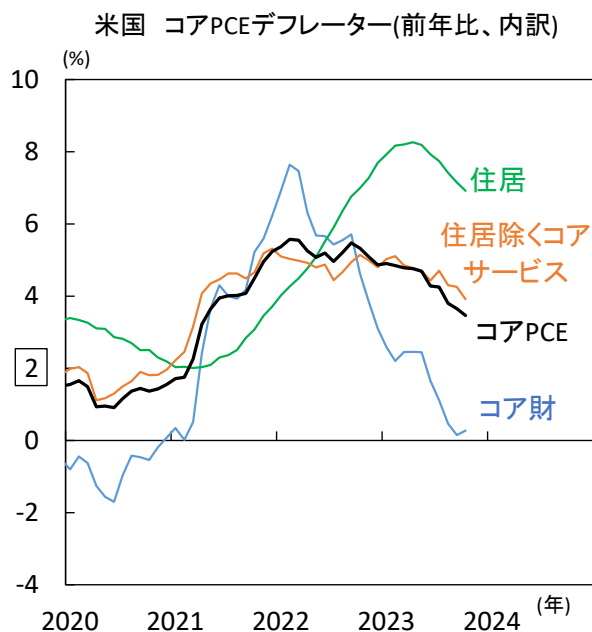
【図5】テイラールールはインフレ減速で低下傾向、
FF実効金利は漸くキャッチアップ



注)直近値は2023年11月時点。テイラールールは中央銀行の政策決定に関するルール(政策反応関数)、インフレ率や需給ギャップを基に算出した政策金利の目安値。

出所)米アトランタ連銀より当社経済調査室作成

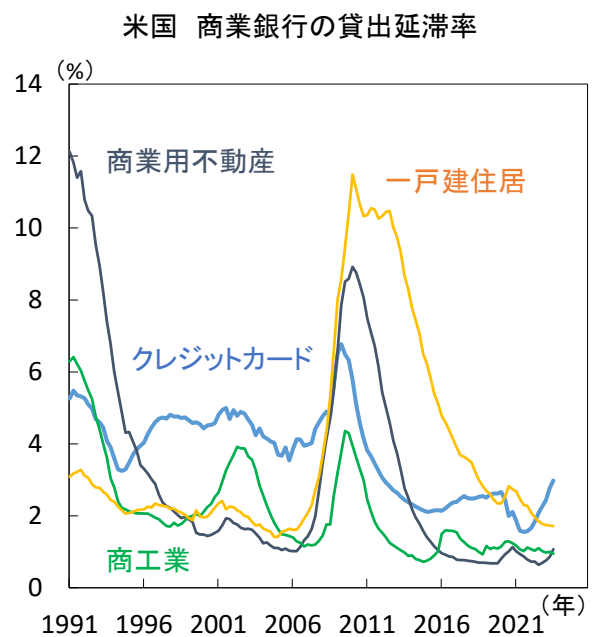
【図4】基調的なインフレ率は供給面改善で減速、
サービス物価の沈静化には時間を要している



注)直近値は2023年10月。

出所)米BEAより当社経済調査室作成

【図6】昨年来の急速な利上げ効果は未だ不透明も、
貸出延滞率はクレジットカードや商業用不動産で上昇



注)直近値は2023年7-9月期。

出所)米FRBより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2023年12月

欧州経済

ユーロ景気は引き続き低空飛行、
インフレ圧力への懸念は払しょくしきれず

ユーロ圏景気は来年初にかけて低調か

ユーロ圏の11月総合購買担当者景気指数(PMI、速報値)は、小幅に持ち直したものの、6カ月連続で好不況の分かれ目とされる「50」を下回り、域内の経済活動の低迷は続いている模様です(図1)。製造業部門の不振は依然として顕著であり、新規受注や輸出受注は底打ちの様相をみせつつも、中立水準の「50」を大幅に割り込んで需要の弱さを反映。需要減退が続く下では、企業の雇用姿勢も慎重化しつつあります(図2)。また、サービス業部門も、消費者心理の冷え込みや対製造業部門向けサービスの低迷等を背景に低調。ユーロ圏の11月消費者信頼感指数はわずかに改善も、低水準に留まりました(図3)。家計の先行き不安は熾り、購買意欲の抑制につながっています(図4)。

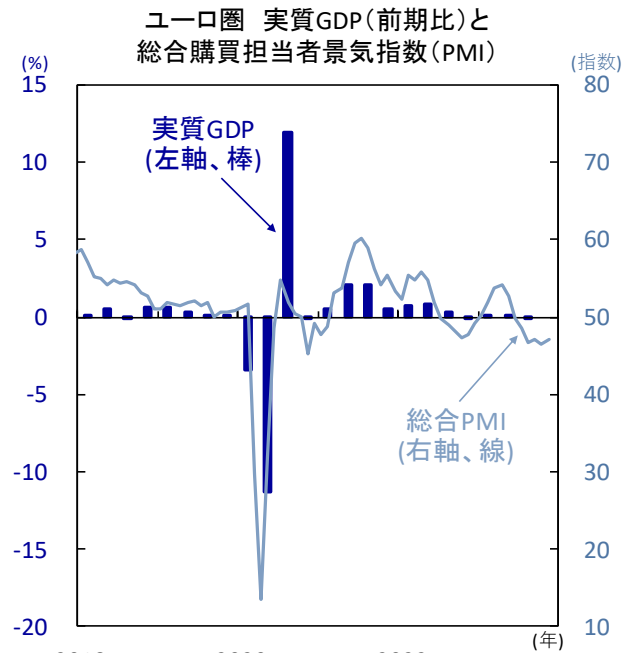
インフレ高止まりの懸念は拭えず、
ECBは早期利下げ期待をけん制

しかし、域内景気の弱さにもかかわらず、ユーロ圏の雇用情勢は底堅さを保ち、賃金上昇圧力は根強いままです(図5)。企業は賃金上昇圧力の強さを利益率の抑制によって吸収しているものの、足元では利益確保意欲が再度強まっている兆しが窺え、とりわけ賃金上昇の影響をより受けやすいサービス業部門ではより顕著です(図6)。

欧州中央銀行(ECB)は、政策判断の材料である「インフレ見通し」「基調インフレの動向」「金融政策の波及度合い」の何れについても正しい方向に進展していると評価しつつも、引き続き賃金や企業利益の高止まりを懸念。また、コミュニケーションのミスにより金融環境が緩和的となり、高インフレが長期化する可能性をも警戒し、市場の早期利下げ期待をけん制する姿勢を堅持しています。

利下げ開始を判断するにあたっては来年初めに集中する賃上げ交渉の動向を見極めたい意向を示し、慎重な政策運営姿勢を崩していません。景気減速が進む中、ECBによる利上げ局面は終了したとみられるものの、インフレ圧力は粘り強く、スタグフレーションリスクが払拭しきれない状況下では、早期に利下げ開始宣言はし難く、物価や賃金動向を精査する展開が続くそうです。(吉永)

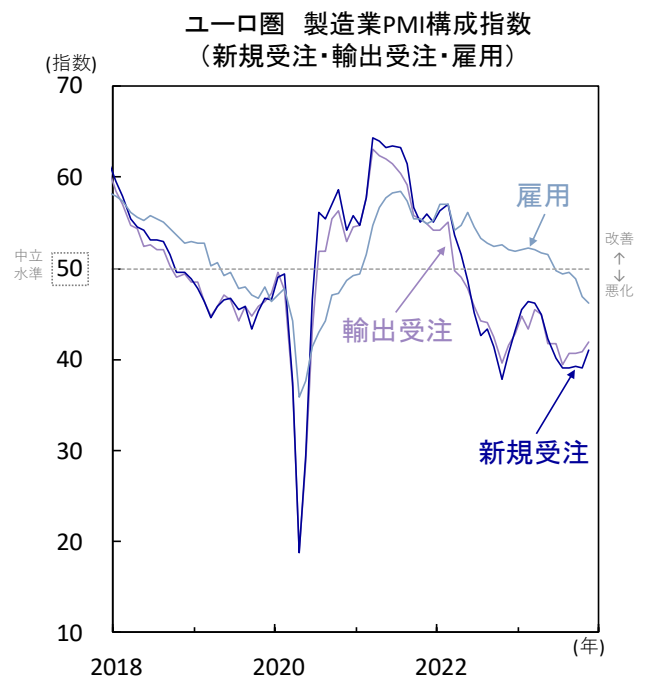
【図1】ユーロ圏 企業景況感は小幅に持ち直しも、引き続き経済活動の縮小を示唆



注) 直近値は実質GDPが2023年7-9月期(改定値)、PMIが同年11月。

出所) 欧州統計局(Eurostat)、S&Pグローバルより当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 製造業部門は悪化に歯止めの兆しも依然として、需要の弱さが顕著

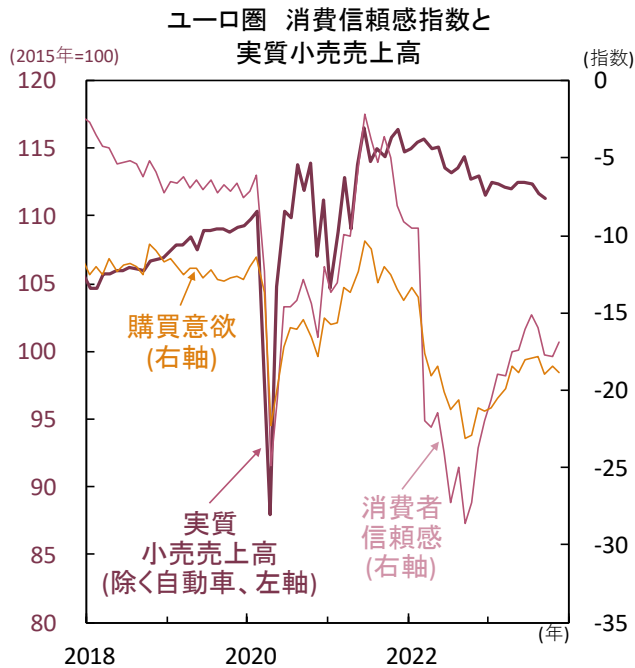


注) 直近値は2023年11月。

出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

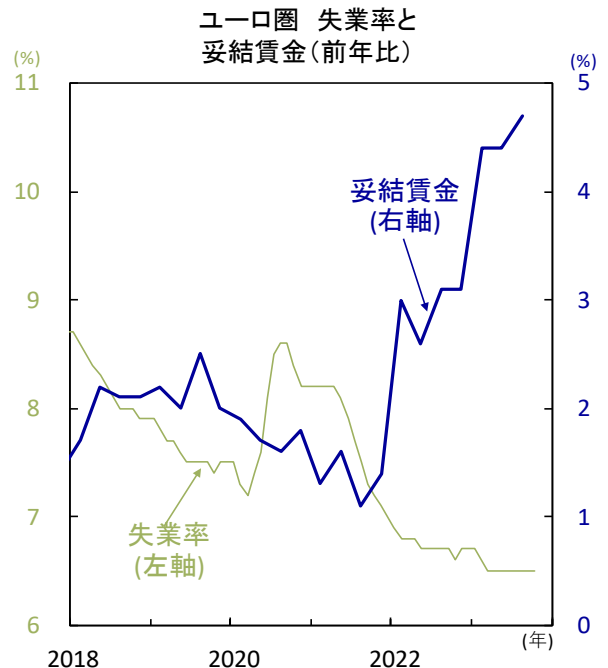
② 各国経済見通し－欧州

2023年12月

【図3】ユーロ圏 消費者信頼感は小幅に改善も、
家計の購買意欲は悪化

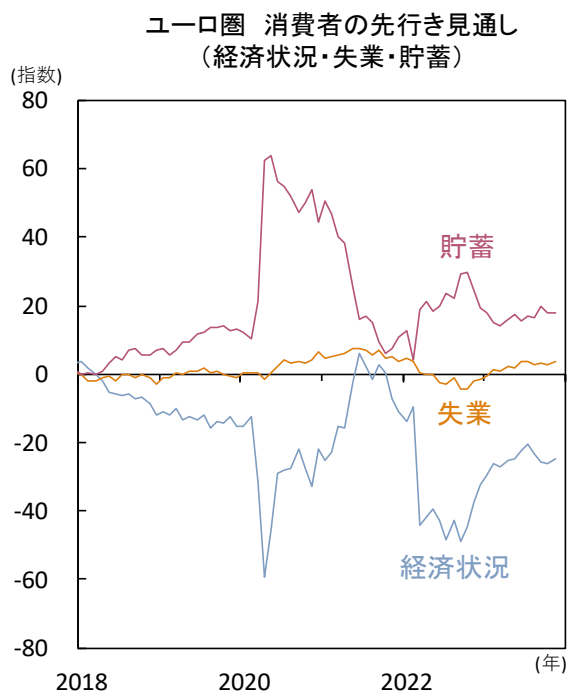
注) 直近値は消費者信頼感が2023年11月、実質小売売上高が同年9月、
購買意欲は12カ月先。

出所) 欧州委員会(EC)、Eurostatより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 景気低迷下でも、雇用情勢は底堅く、
賃金上昇率は加速

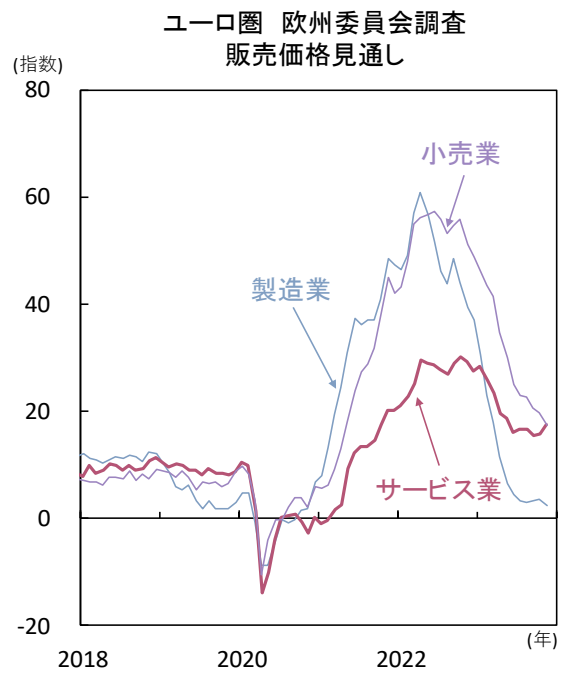
注) 直近値は失業率が2023年10月、妥結賃金が同年7-9月期。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 家計の先行き不安は強く、
貯蓄見通しは上昇

注) 直近値は2023年11月。

出所) ECより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 賃金上昇圧力が根強い中、
サービス価格に再加速の懸念

注) 直近値は2023年11月。

出所) ECより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2023年12月



オーストラリア(豪)経済

豪中銀は利上げ再開するも 政策スタンスは中立化

5カ月ぶりの利上げ再開

豪州では企業、消費者ともに景況感の低迷が続き、景気は弱含む見込みです(図1)。背景には個人消費の鈍化があり、家計の貯蓄率がコロナ前の水準を下回り低下するなか、コロナ下で蓄積した余剰貯蓄は縮小しているとみられます(図2)。昨年からの大幅な政策金利の引き上げが、住宅ローン金利上昇などにより家計の返済負担の増加につながっている事が響いています。GDP成長率は来年前半にかけて一段と減速する見通しです。

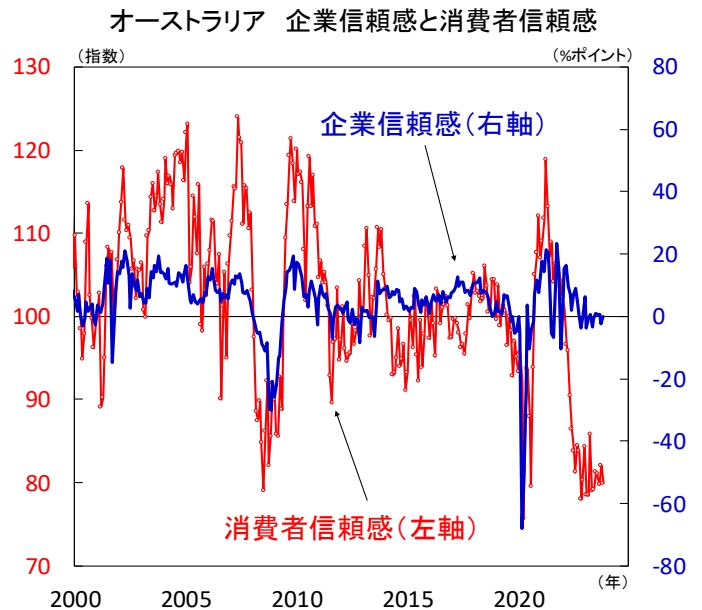
一方、豪中銀は11月の金融政策決定会合で、政策金利を6月以来5会合ぶりに0.25%pt引き上げて4.35%としました。声明文では、インフレ率はピークを過ぎるも依然として高く、想定よりもインフレ低下の進展は遅くなりそうだとの見解を示しました。最近の経済データでインフレがより高く、より長く持続するリスクが高まったと判断した事で、インフレ上振れリスク抑制のため利上げ再開に踏み切ったと考えられます。

豪中銀はインフレ見通しを上方修正

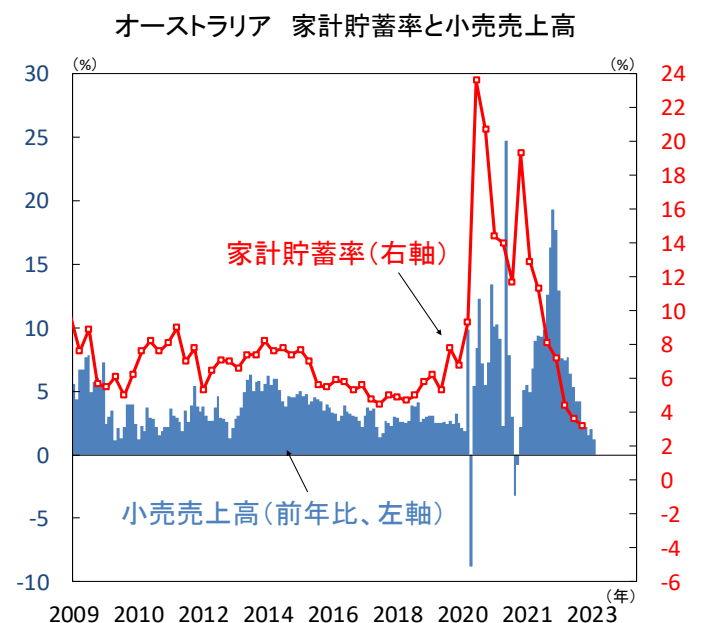
豪中銀は11月の四半期金融政策報告で、2024年末の消費者物価前年比予想を+3.5%、2025年末を同+3.0%に上方修正しました(図3)。従来の見通しではインフレ率は2025年末までに政策目標レンジ内に戻るとしていましたが、今回はレンジ上限まで低下するとの見方に修正されました(図4)。実質GDP成長率予想は従来よりも上方修正、失業率予想は引き下げられました。また、11月会合で政策金利据え置きも議論するも、インフレ鈍化を確実にするために利上げが必要と判断した事を明らかにしました。

豪中銀は今回の利上げはインフレが妥当な時間軸で目標に戻る事をより確実にするだろうと説明しています。一方、今後の金融政策について追加引き締めが必要となるかはデータと関連するリスクの評価次第としました。これまで追加利上げの可能性を示唆していたため、今回はより明確な中立スタンスに転じたと言えます。一方、失業率が低水準を維持すれば賃金上昇率が想定以上に加速するリスクは残っており(図5)、今後も利上げ観測は根強く残り金利は上振れしやすいとみています(図6)。(向吉)

【図1】 企業、消費者の景況感は低迷、
消費者信頼感指数はコロナ時の低水準に近い



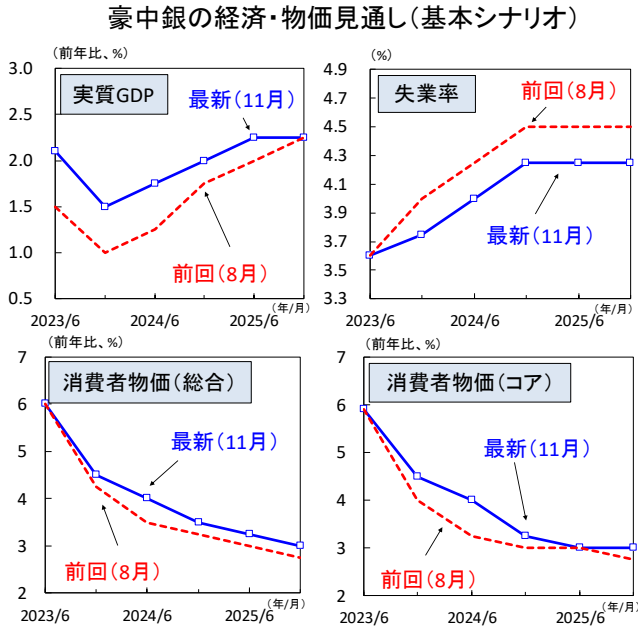
【図2】 貯蓄率はコロナ以前の水準を下回り低下、
小売売上高の伸び率は鈍化傾向



② 各国経済見通しーオーストラリア

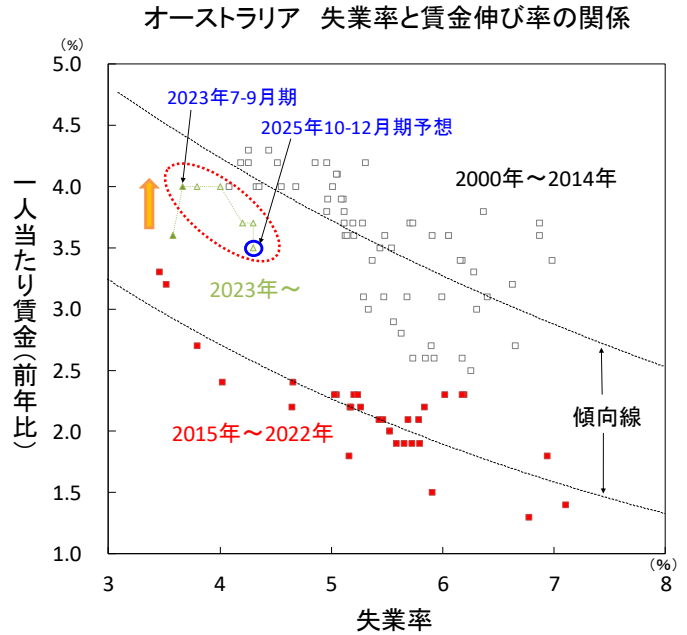
2023年12月

**【図3】 豪中銀は成長率見通しを上方修正し、
消費者物価の前年比見通しも上方修正**



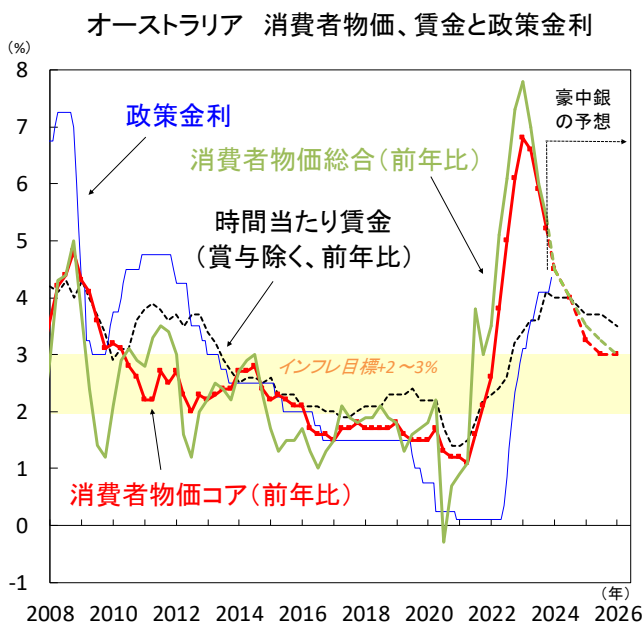
注) 「金融政策報告(2023年11月)」より作成。
出所) 豪中銀より当社経済調査室作成

**【図5】 低水準の失業率が継続、
賃金上昇率は加速しインフレ圧力が高まる可能性**



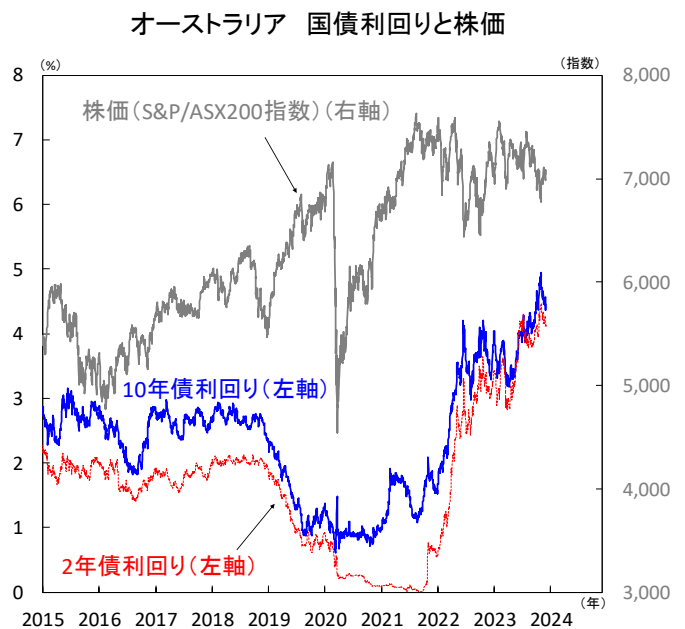
注) 直近値(実績)は2023年7-9月期。2023年10-12月期~2025年10-12月期は豪中銀予想(2023年11月時点の基本シナリオ)に基づく。
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より当社経済調査室作成

**【図4】 インフレ率はピークを打つも高水準、
豪中銀は2025年末の予想を物価目標上限に修正**



注) 直近値は政策金利が2023年11月時点、その他は同年7-9月期。コアはトリム平均。豪中銀予想は2023年11月時点の基本シナリオに基づく。
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より当社経済調査室作成

**【図6】 長期金利は根強い利上げ観測を受け上昇基調、
株価は上値の重い動き**



注) 直近値は2023年11月30日。
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2023年12月

中国経済

**当局の経済対策で景気は目先安定も、
肝心の不動産市場は打開策見いだせず**

■ 予算修正という異例の政策対応が奏功するか

中国景気は落ち着いた推移が続いています。鉱工業生産の前年比は9月:+4.5%→10月:+4.6%とほぼ横ばい、小売売上高は同+5.5%→+7.6%へ加速を見せました(図1)。

他方、都市部固定資産投資は同+3.1%→+2.9%と8カ月連続、うちインフラ投資も同+6.2%→+5.9%と9カ月連続で減速と息切れが目立ち始めました。10月下旬、政府は総額1兆元(約20兆円)の景気対策(今夏の豪雨被害復興やインフラ整備向けの新規国債発行)を決定、景気てこ入れに動きました。足元、インフラ投資の主要財源でもある地方政府特別債の発行加速も確認されます(図2)。

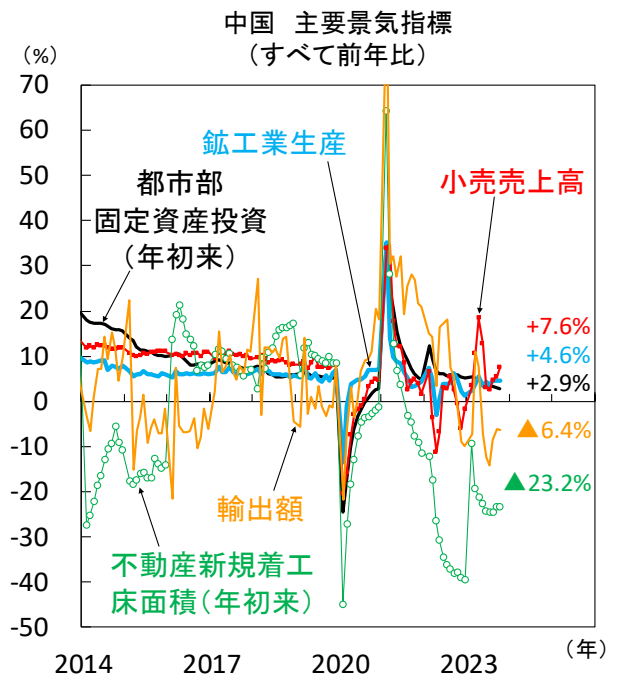
これを受け、国際通貨基金(IMF)は中国実質成長率見通しを2023年:+5.0%→+5.4%、2024年:+4.2%→+4.6%へ上方修正しました。今回の景気対策は経済規模(2022年の名目GDPは121兆元)で見れば小粒とはいえ、予算修正(日本の補正予算に該当)という異例の対応を見せただけに、今後、景気底固めに寄与するかが注目されます。

■ 不動産不況脱せず中長期的には慎重論根強い

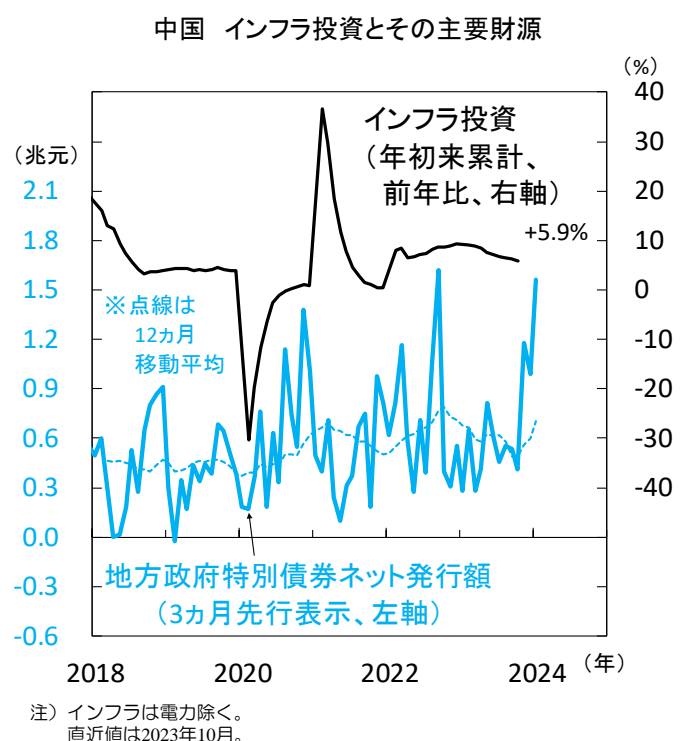
経済は短期的には回復基調も、中長期的には不安が尽きません。依然問題は不動産市場で、住宅の竣工・販売状況が示すように、需給バランスは大きく崩れたままです(図3)。経済の屋台骨であった不動産市場の低迷は、家計・企業の心理悪化を通じ、内需を冷え込ませデフレリスクを高めかねず(図4)、それに伴い企業業績の低迷が続けば、雇用悪化を通じ社会不安を招く懸念もあります。

外需についても米欧の景気減速が続くなか、多くを期待しづらい状況です(図5)。不動産不況やデフレリスクといった構造問題に抱え、威圧外交で米欧諸国との溝も深まるなか、対外直接投資が集計以来初の減少となるなど(図6)、海外投資家の中国に対する視線は厳しさを増しています。11月に1年ぶりの対面開催となった米中首脳会談でも、核となる半導体規制問題などについて歩み寄りは見られませんでした。中国経済は短期的こそ安定も中長期的には予断を許さない状況といえます。(瀧澤)

**【図1】不動産不況に加え外需・投資が低迷、
足元の景気は個人消費が支える環境に**



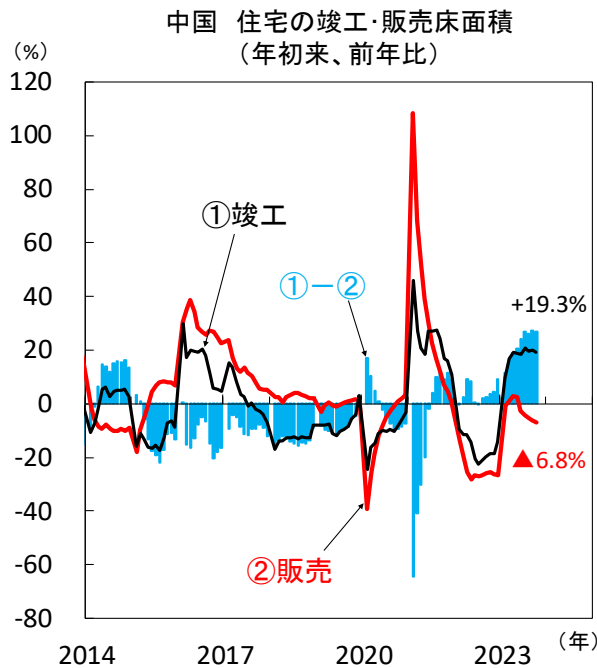
**【図2】やや息切れ感のあったインフラ投資、
足元の景気対策を受け持ち直すか注目**



② 各国経済見通し－中国

2023年12月

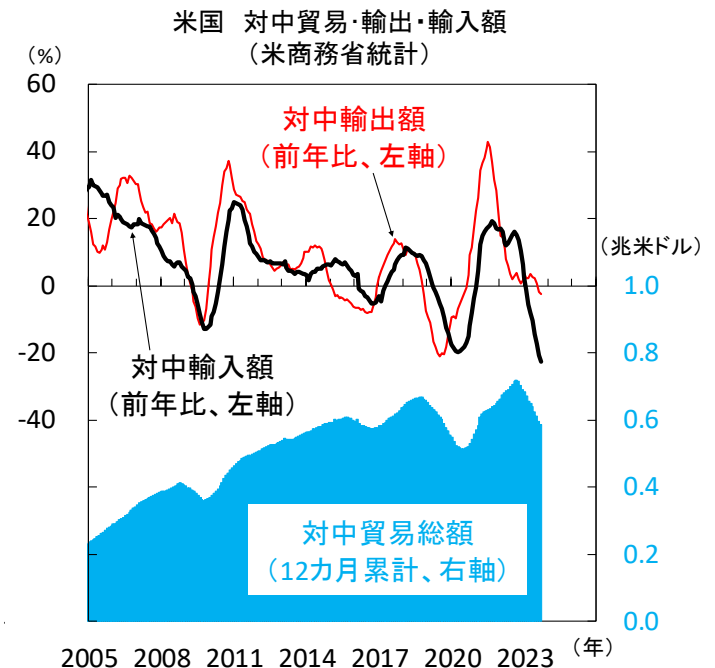
【図3】住宅市場では竣工こそ進むが、
買い手不在で販売が低迷を脱せず



注) 直近値は2023年10月。

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

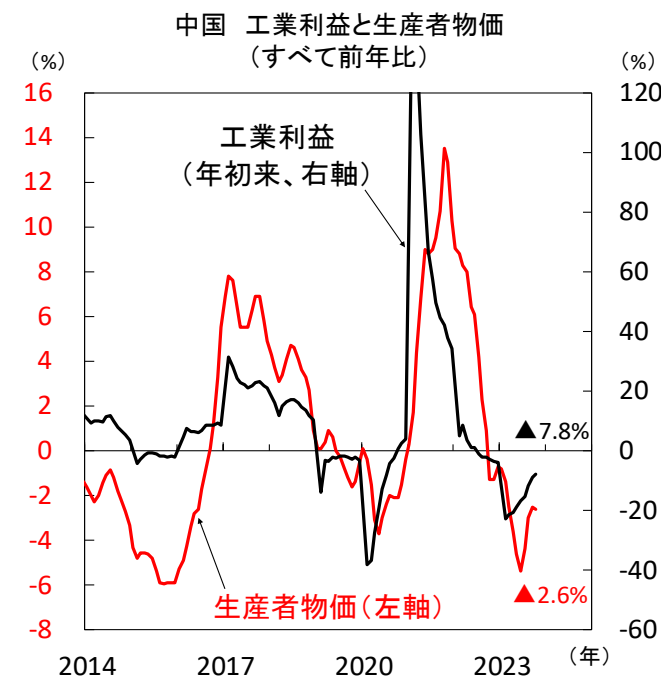
【図5】米中間の貿易総額は頭打ち傾向、
循環的な米景気減速に加え米中対立も重しか



注) 通関統計ベース。貿易総額は輸出+輸入(すべて12カ月累計値)。直近値は2023年9月。

出所) 米商務省より当社経済調査室作成

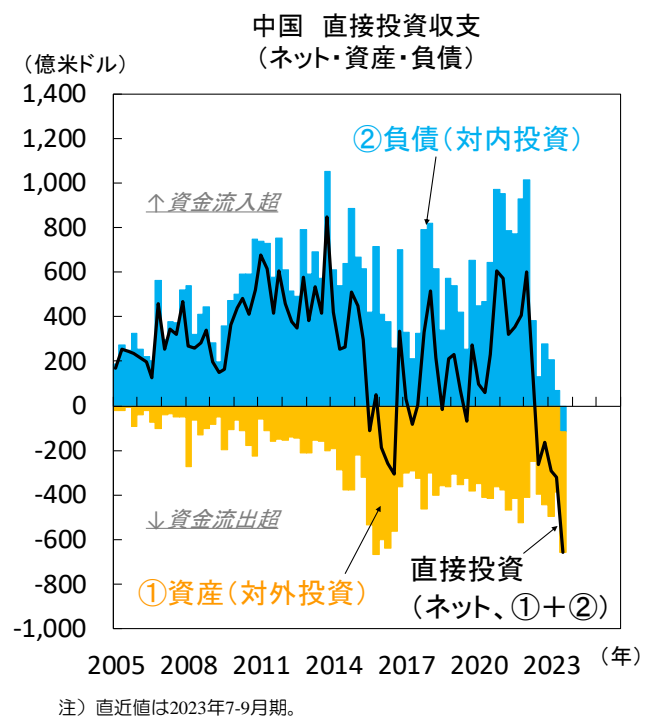
【図4】生産者物価は13カ月連続で前年比マイナス、
内需低迷を示唆するデフレは企業にも逆風



注) 直近値は2023年10月。

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

【図6】対内直接投資は初のマイナスに、
海外は中長期的な中国の先行きを不安視か



注) 直近値は2023年7-9月期。

出所) 中国人民銀行より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーインドネシア

2023年12月

インドネシア経済

内需が減速し景気は緩やかに鈍化

民間消費は鈍化、建設投資が加速

インドネシアの景気が鈍化しています。7-9月期の実質GDPは前年比+4.9%(前期+5.2%)へ減速(図1)。需要側では、家計消費や政府歳出などが鈍化し、内需(在庫投資を除く)が同+4.6%(同+5.5%)へ減速しました。

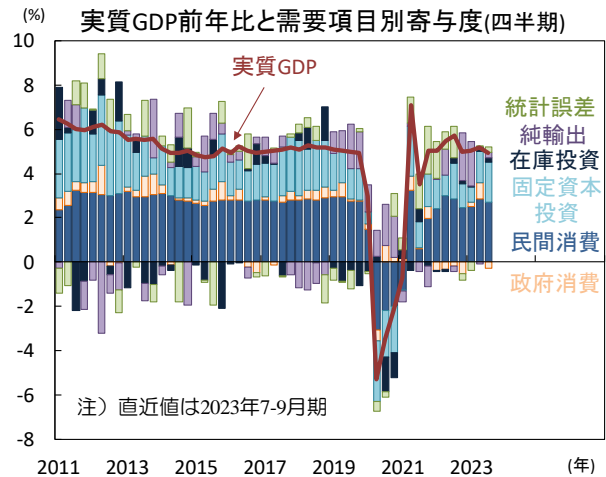
民間消費は前年比+5.1%(同+5.3%)へ鈍化。衣服・履物や保健・教育等の消費が軟調でした。公務員賞与の支給時期前倒し(昨年7月→今年6月)や犠牲祭休日の前ずれ(昨年7月→今年6月)からの反動、コメ価格の上昇によって低所得家計の購買力が下押しされたことなどが背景とみられます。政府消費は同▲3.8%(同+10.6%)へ反落。公務員賞与の支給が6月に前倒しされた反動等によります。固定資本投資は同+5.8%(同+4.6%)へ加速しました。輸出の低迷を受けて設備投資が同▲1.0%(同+7.7%)と軟調な一方、建設投資が同+6.3%(同+3.3%)と好調。来年2月の総選挙を控えて、カリマンタン島の新首都建設などの公共建設が加速しました。外需では、総輸出が▲4.3%(同+3.0%)へ下げ幅を拡大。財輸出が同▲6.9%(同▲5.6%)と軟調でした。総輸入も同▲6.2%(同▲3.1%)と低迷しました。

来年2月の選挙に向けて家計消費が再加速か

生産側では、農林漁業やサービス部門が鈍化した一方、建設業と製造業などが加速しました(図2)。農林漁業は同+1.5%(同+2.0%)へ鈍化。雨不足からプランテーション作物等が軟調でした。鉱業は同+7.0%(同+5.0%)へ加速。晴天が続き採掘活動が拡大しました。製造業は同+5.2%(同+4.9%)へ加速しました。輸出の低迷から衣服・履物や家具などが鈍化したものの、建設投資の伸びを受けて卑金属や窯業・土石製品が加速。タバコや運輸機器も堅調でした。建設業は同+6.4%(同+5.2%)へ加速。公共建設が伸びました。サービス部門は同+5.8%(同+7.2%)へ鈍化。家計消費の減速から卸売・小売が同+5.1%(同+5.3%)へ減速し、教育や保健等も軟調でした。

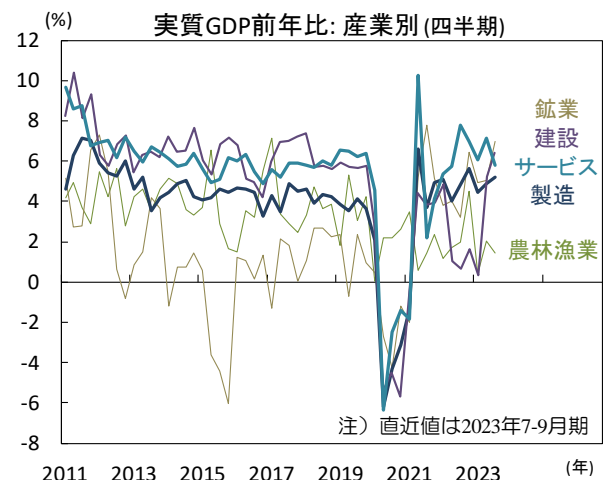
食品価格の上昇による家計負担を軽減するため、政府は低所得家計1,880万世帯に現金を給付すると公表。また、新規住宅購入に対する付加価値税減税も行われます。来年2月の大統領選挙と総選挙を控えて政党による支出も拡大し(図3)、来年半ばまで家計消費を押し上げてください(大統領選挙の決選投票は6月前後の見込み)。

【図1】7-9月期の実質GDPは前年比+4.9%へ鈍化



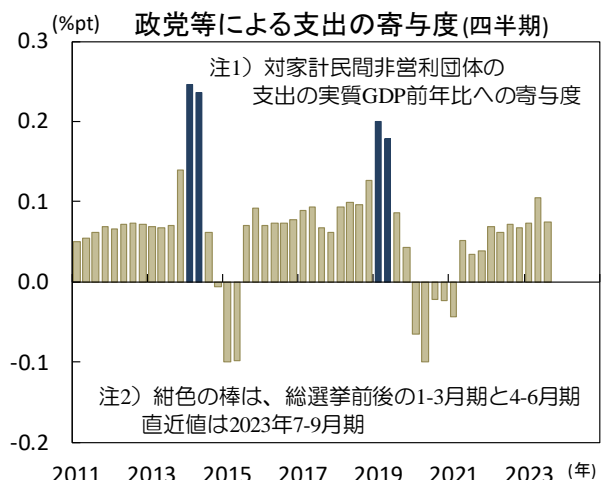
出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図2】サービス部門が鈍化、建設業は急加速



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図3】総選挙の前後には政党等の支出が拡大



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－インドネシア

2023年12月

ルピア安定化を受けて金利を据え置き

■ 景気は来年半ばにかけて再加速する見込み

また、来年半ばにかけては引き続き公共投資が拡大する見込みです。一方、来年10月の大統領交代(10年ぶり)を控えて、企業部門は新政権の経済政策が明らかになるまで様子見姿勢に。民間投資は来年末まで勢いを欠き本格的な回復は再来年からとなるでしょう。今年通年のGDP成長率は+5.0%(昨年+5.3%)へ鈍化し、来年は+5.2%と景気は緩やかに加速すると予想されます。

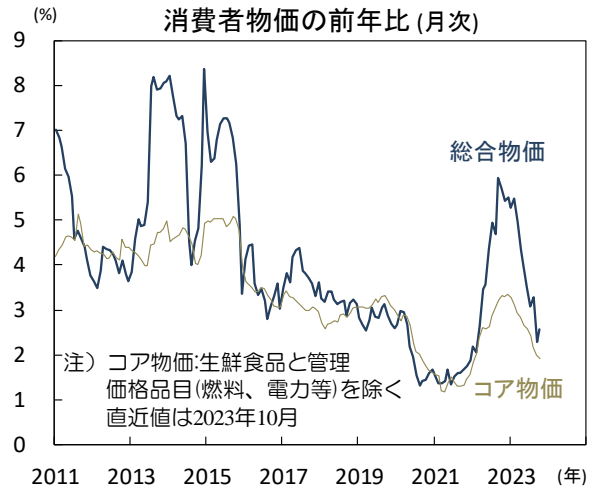
足元の物価は緩やかに上昇。10月の総合消費者物価は前年比+2.6%(9月+2.3%)となりました(図4)。食品が同+5.4%(同+4.2%)へ加速し総合物価を押し上げ。エルニーニョ現象による雨不足や輸送コストの上昇等からコメやトウガラシの価格が上昇しました。一方、生鮮食品と管理価格を除くコア物価は同+1.9%(同+2.0%)へ小幅に鈍化。需要側からの物価上昇圧力は限定的です。落ち着いた物価の下で、当局は政策金利を据え置きました。インドネシア銀行(BI)は11月23日に政策金利を6%に維持。ルピア相場を安定化させるために前回10月に利上げを再開した後、同行はひとまず利上げを休止しました。

■ 政策金利の引き下げ開始は来春以降か

ルピアは(a)8月末から前回会合(10月19日)にかけて対米ドルで▲3.7%下落した後に、(b)今回会合(11月24日)にかけて+1.6%反発(図6)。(a)米長期金利の上昇と米ドル高の進展とともに下落したルピアは、(b)米金利の反落と米ドル安進展に伴って反発しました。同国の為替市場は流動性が低く、資本流出が加速する局面ではルピア相場が急落しがち。直先物市場でのドル売り介入でルピアの下落速度を抑えてきたBIは、為替市場介入だけでは相場の安定化は難しいと判断し、10月に利上げ再開に踏み切りました(本レポート2023年11月号 13-14頁参照)。

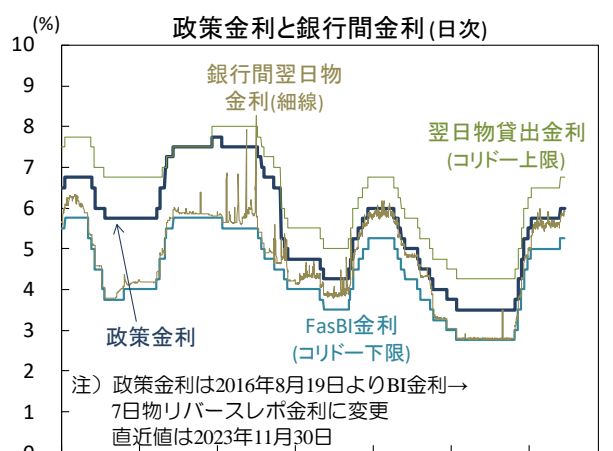
上記の期間(a)には、ルピア建て国債市場から累計33兆ルピアの資本が流出したものの、期間(b)には同12兆ルピアの資本が流入。国際収支が安定化しルピア相場が反発する中でBIは政策金利を据え置きました。BIはルピアが再び急落しない限り今後も政策金利を据え置くでしょう。来年半ばには、米国の金融政策と国際金融市場の動向をにらみつつ、利下げ開始の時期を探る見込み。対米金利差が縮小しないように米国の利下げの開始を待ってBIも利下げを始め、来年末までに現在6.0%の政策金利を5.0%へと引き下げると予想されます。(入村)

【図4】鈍化を続けるコア消費者物価



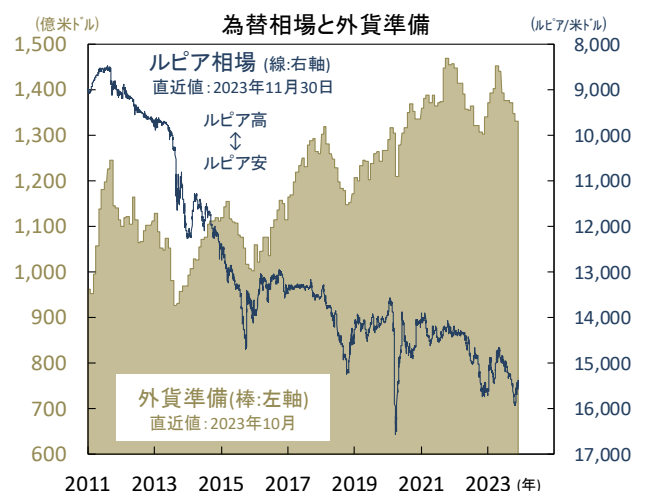
出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図5】10月に利上げを再開し11月は休止



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図6】ルピアは10月末にかけて下落しその後反発



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーブラジル

2023年12月



ブラジル経済

現金給付、天候条件改善を受けて景気堅調

■ 堅調な家計消費がブラジル景気を下支え

ブラジルの景気は鈍化しつつも底堅く拡大しています。2023年4-6月期の実質GDP(7-9月期は12月5日公表予定)は前年比+3.4%(1-3月期+4.0%)、季節調整済み前期比年率は+3.7%(1-3月期+7.5%)と拡大しました(図1)。

需要側では、総固定資本形成が同▲2.6%(同+0.8%)と反落。累積利上げ効果の浸透によります。一方、家計消費支出が同+3.0%(同+3.5%)、政府消費支出は同+2.9%(同+1.2%)と拡大。3月にルラ政権は飢餓・貧困対策として現金給付プログラム(ボルサ・ファミリア)を拡充しており、家計消費を下支えした模様です。また、総輸出は同+12.1%(同+7.0%)と加速。天候条件が改善し大豆やとうもろこしの生産量が大幅に拡大、輸出量が増加しました。

また、9月指標を見ると鉱工業生産は前年比+0.6%(8月+0.5%)、小売売上高も同+3.3%(同+2.4%)と共に加速しました。失業率は7.79%(8月7.85%)と小幅に低下(図2)。引き続き内需、労働市場の堅調さが確認出来る状況です。

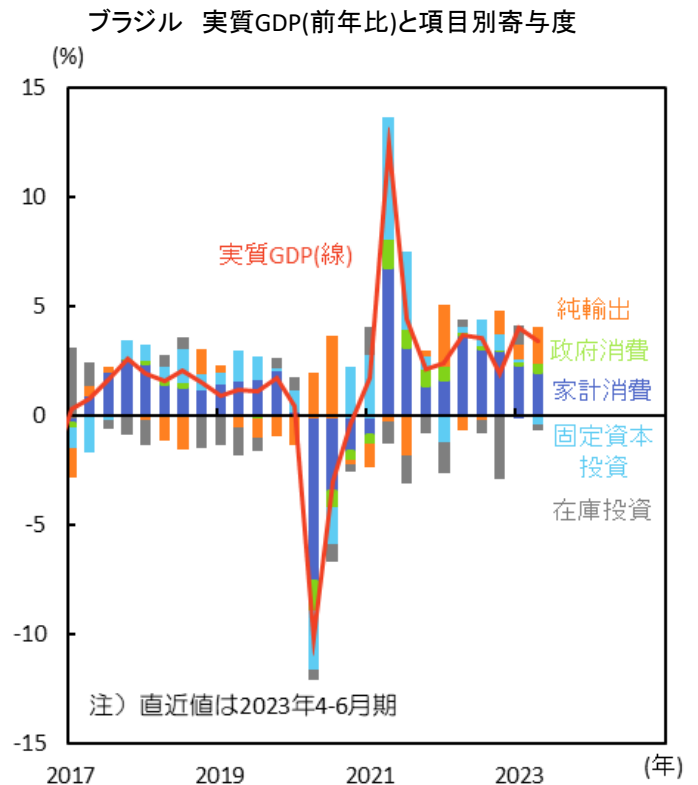
■ 幅広いセクターでプラス成長を維持

生産側は、農業、製造業などの第二次産業、サービス部門の全セクターでプラス成長を維持。特に農業、サービス部門がブラジル経済の成長をけん引しました。

農業は前年比+17.0%(1-3月期+18.8%)で2四半期連続2桁成長となりました。天候条件の改善に伴う生産量拡大が寄与しました。第二次産業は同+1.5%(同+1.9%)と堅調。内訳を見ると、製造業が同▲1.7%(同▲0.9%)と減速も、鉱業が同+8.8%(同+7.7%)、電気やガスなどの公益事業が同+4.8%(同+6.4%)と下支えしました。サービス部門は同+2.3%(同+2.9%)と鈍化もプラス成長を維持。全業種で拡大、特に金融サービス事業が同+6.9%(同+4.6%)と堅調でした。銀行貸出残高の伸びが要因とみられます。

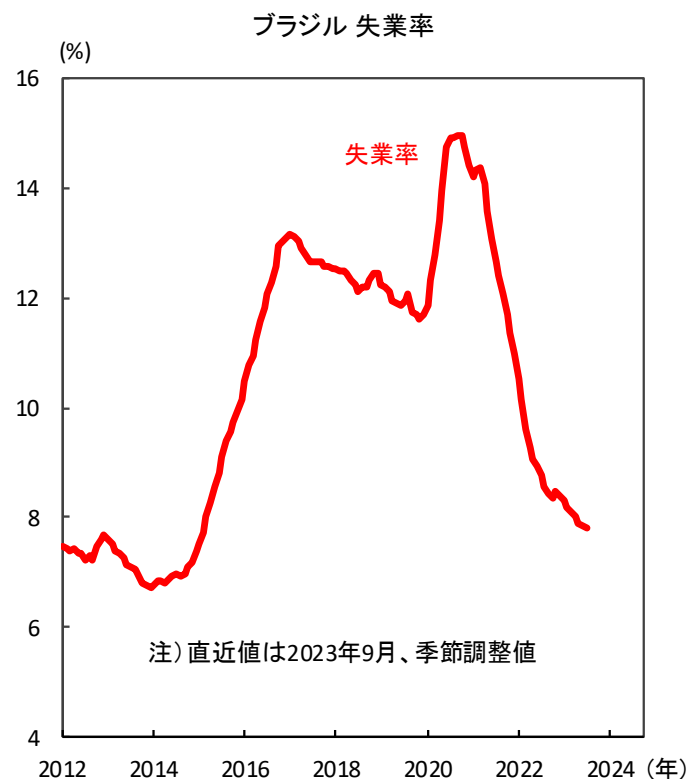
主要な資源輸出先である中国の景気鈍化が懸念されるものの、堅調な労働市場などを背景とする内需の底堅さが下支えする見込みです。2023年の実質GDP成長率は+2.8%(昨年+2.9%)と堅調に拡大したものの、2024年は累積利上げ効果の一層の浸透や世界景気減速に伴って+1.4%程度へと鈍化する見込みです。

【図1】 堅調な家計消費が実質GDPを下支え



出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成

【図2】 失業率は低下、労働市場の堅調さを確認



出所) CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—ブラジル

2023年12月

コア物価の鈍化が継続する中、
3会合連続で0.5%ptの利下げ実施

総合物価、コア物価ともに鈍化

10月の総合消費者物価指数は前年比+4.82%(9月+5.19%)と4カ月ぶりに減速。食料品が同▲1.30%(同▲0.78%)、電子機器・電化製品が同▲4.58%(同▲5.48%)と軟調だったことが寄与しました。一方、住宅は同+4.95%(同+5.28%)、運輸が同+7.44%(同+7.70%)、通信が同+3.72%(同+3.42%)と堅調。しかし、前年の大統領選挙前に実施された燃料、エネルギー、電気通信に対する免税に伴う前年同月の価格下落からの反動(ベース効果)などによる一時的な伸びとみられます。食品や燃料の影響を除いたコア物価指数は同+4.32%(同+4.69%)と2022年6月をピークに16カ月連続で鈍化。2021年3月から2022年8月にかけて政策金利を累計11.75%pt(2.00%→13.75%)引き上げた影響とみられます。今後も累積利上げ効果が浸透しコア物価の上昇を抑えるでしょう。ただし、堅調な労働市場を背景としたサービス価格の下げ止まりからコア物価の鈍化ペースは鈍る見込み。また、中東情勢の悪化に伴い今後原油価格が再上昇した場合は、物価再加速の可能性がります。

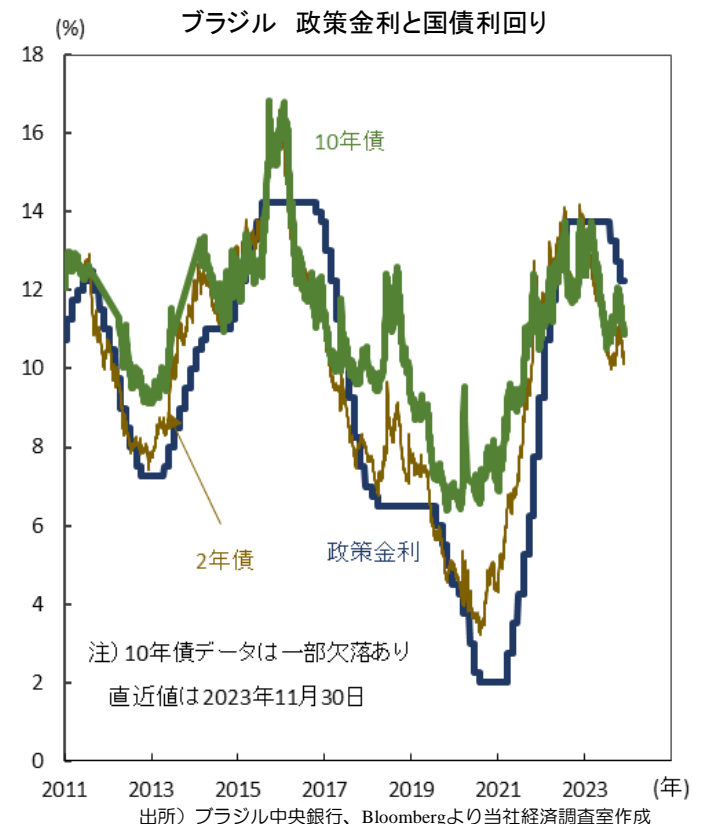
当面0.5%ptの利下げを継続する見込み

ブラジル中央銀行(BCB)は11月1日に政策金利を12.75%から12.25%へ引き下げ。3会合連続で0.5%ptの利下げを実施しました。9月20日に行われた前回会合と同様、全会一致での0.5%ptの利下げ決定となりました。

声明文では米国の長期金利上昇や多くの国でのコアインフレ高止まりを背景に世界景気が厳しい状況にあることを指摘。国内景気は今後数四半期かけて成長が鈍化する認識であるとししました。総合物価上昇率の予想は23年末を+4.7%(前回+5.0%)と0.3%pt下方修正した一方で、24年末を+3.6%(前回+3.5%)と0.1%pt上方修正。先行きはインフレ沈静化への動きに遅れが出そうな経済環境であることから、前回同様に政策運営の「落ち着きと穏やかさ」が必要と記述。引き続き「穏やかさ(moderation)」(0.5%ptの金利変更を示唆)が記載されました。後日公表の議事録では、前回、前々回会合で協議された利下げ幅の拡大についての議論がなかったことが注目されました。BCBは今後も0.5%ptの利下げを行うことが想定され、政策金利は23年末に11.75%へ低下すると予想されます。その後はグローバルな景気減速を見込む中、景気の減速度合いを見ながら利下げ幅を調整、24年末には9.25%へと引き下げられる見込みです。(北村)

【図3】総合物価は一時的に加速も再度鈍化、
コア物価は鈍化トレンド継続

【図4】3会合連続で0.5%ptの利下げを実施



③ 市場見通し－株式

2023年12月

世界

11月の株式市場は世界的に反発

11月の株式市場は世界的に好調でした（図1上・下）。景気の緩やかな減速やインフレ収束に加え、米国や欧州先進国の利上げ終了さらに来年の利下げ期待が高まったことによる金利低下が好感された模様です。また半導体を中心に製造業の在庫調整一巡が鮮明になったことも好材料となりました。新興国市場も、中国の景気底固めの動きや景気対策期待などを背景に堅調を保ちました。

米国軟着陸と中国底固めが株高持続の条件に

一般的に、利下げは景気浮揚効果を通じ株式には追い風とされますが、結局は景気の状態次第と言えます。利下げが予防措置で済むか、危機対応に発展するかで、市場の捉え方も変わるのでしょう。足元の利下げ期待が、持続的な株高支援材料となるかは、米中経済の行方が焦点です。市場が織り込む2024年の米景気軟着陸と中国景気底固めへの確信が強まるかが鍵と言えます。（瀧澤）

日本

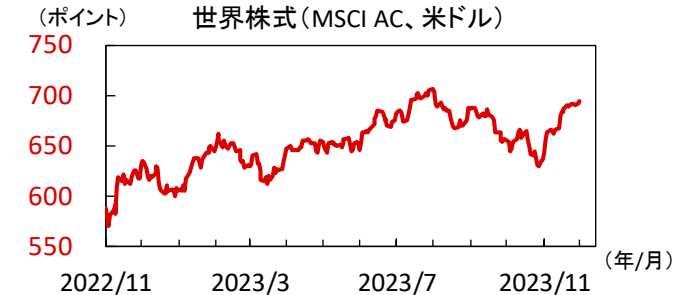
米金利低下や米国株の上昇から堅調

11月の日経平均株価は+8.5%と上昇。月初は、日銀の金融緩和継続の姿勢を受け上昇。その後も、米国金利低下を背景に米国株が堅調に推移したことが株価押し上げ要因になったほか、原油安や円安の進行から輸出企業を中心に日本株は堅調に推移しました。また、予想EPSの拡大や外国人投資家が現物先物ともに日本株を買い越したことも株価押し上げに寄与しました。

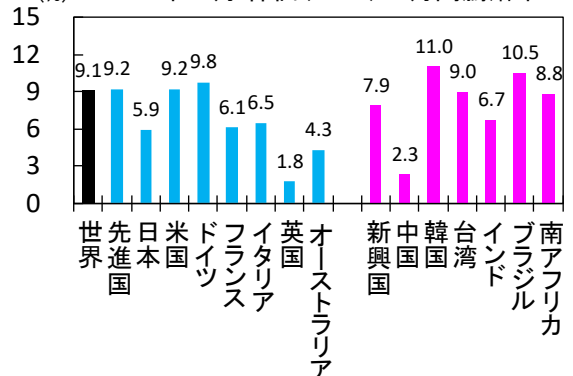
年末にかけて株価は堅調に推移する見通し

日本株は、米国株がハイテク株を中心に上昇したことから、20日に一時バブル崩壊後の高値をつけました。政府による経済対策が打ち出されたことや、米国株が堅調に推移していることから、年末にかけて日本株の堅調な地合いは継続すると見られます。ドル円相場は13日に1ドル=151円台後半まで円安が進行し33年ぶりの円安水準に迫りましたが、月末には147円台まで円高が進行。今後も為替動向は株価のかく乱要因です。（本江）

【図1】11月の株式市場は先進・新興国ともに好調



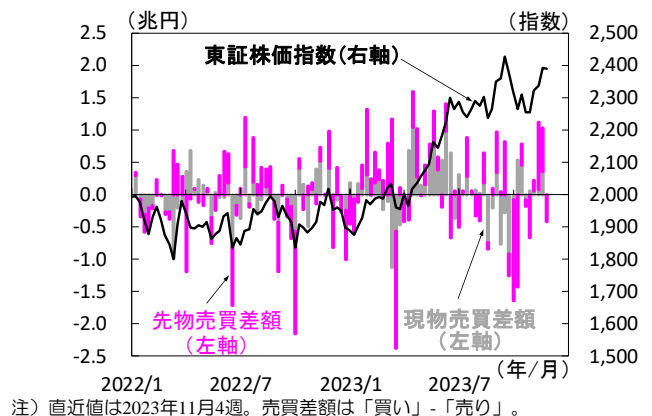
2023年11月 株価 (MSCI) の月間騰落率



【図2】11月は海外投資家は現物先物ともに日本株買い越し



日本 株価と海外投資家の日本株売買動向



③ 市場見通し－株式

2023年12月



米国

NYダウは大幅上昇、今年最大の月間伸び率

11月のNYダウは前月比+8.77%と大幅に上昇しました。11月米連邦公開市場委員会(FOMC)にて政策金利の据え置きが発表されたことに加え、インフレ率の鈍化などから利上げサイクルの終了観測が高まったことが追い風になりました。また、堅調な企業決算や11月下旬の感謝祭後に始まった年末商戦が好調と報じられたことも株価の上値追いに繋がり、月間で今年最大の伸び率となりました。

年末ラリーの期待も、地合いの悪化に注意

米国株は上値が重いながらも、堅調な地合いが続くと予想します。12月FOMCでは利上げ見送りが濃厚となり、市場の関心は政策金利発表と同時公表されるFOMC参加者の経済見通しや政策金利見通し(Dots)に移っています。利上げ局面終了が確実となれば株式市場には年末ラリーの期待が高まる見込みです。ただし、足もとでは、労働市場や個人消費の一部経済指標に陰りがみられつつあり、相場の好調に水を差す可能性に要注意です。(清水)



欧州

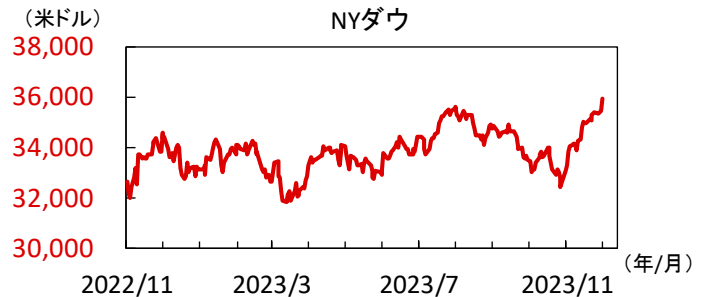
欧米中銀による早期利下げへの期待強まる

11月のストックス・ヨーロッパ600指数は+6.4%(~30日)と大きく反発しました。月初に米英中央銀行が政策金利を据え置いたことから、利上げ局面が終了したとの楽観的な見方が広がりました。中旬以降には、欧米各国でインフレの減速基調がより鮮明となり、中銀による早期利下げ観測が強まり、株式相場の反発に拍車。域内景況感が底打ちの兆しを示したことも株式相場を支えました。

過度な楽観は禁物か

ユーロ圏や主要国の11月インフレ率は予想以上に鈍化も、賃金上昇圧力は依然根強く、ECBは12月政策理事会で改めて市場の早期利下げ期待をけん制する可能性が否めません。市場は11月末時点で、7割を超える確率でECBが2024年4月にも利下げに踏み切ることを見込んでおり、利下げ期待の後退に伴う株式相場への圧迫には注意が必要です。また、域内企業の業績見通しは依然低調。欧州株の本格回復は期待し難い状況が続くそうです。(吉永)

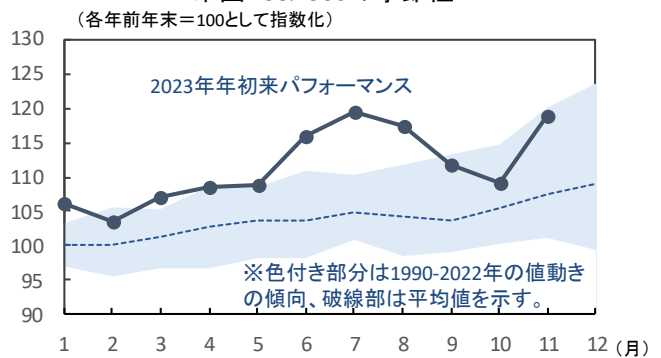
【図3】米国株は年末にかけて騰勢を強める傾向



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

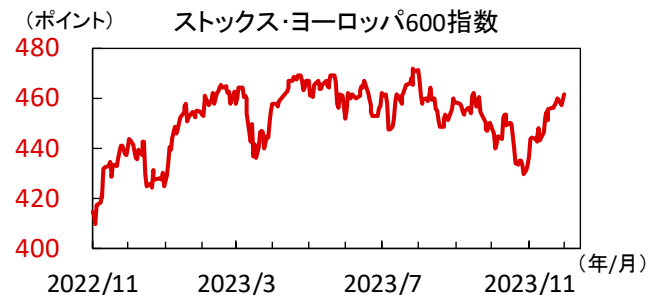
米国 S&P500の季節性



注) 直近値は2023年11月20日。色付き部分の上限は1990-2022年の年初来パフォーマンスの4分位上位25%、下限は下位25%を示す。各年のパフォーマンスは前年12月末の値を100として指数化。

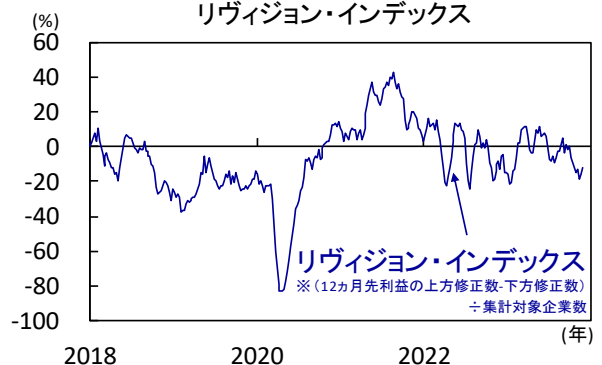
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】企業による業績見通しの下方修正基調は継続



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数
リヴィジョン・インデックス

注) 直近値は2023年11月24日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2023年12月

世界

11月の債券市場は金利低下を反映し堅調

11月の債券市場は世界的な金利低下を背景に総じて堅調でした(図1上・下)。背景には、11月に入り米連邦公開市場委員会(FOMC)と英中銀がともに2会合連続で金利据え置きを決定し、世界的な利上げ局面終了への安心感が高まった点が挙げられます。社債では金利低下幅の大きかった米国が相対的に優勢、またリスク選好相場を反映し、新興国債券やハイイールド債も堅調でした。

財政問題に絡む金利変動リスクにも要注意

11月、ドイツでは憲法裁が2021年度補正予算の転用に関し財政規律順守の観点から違憲と判断、政府は今年度補正予算成立に向け同規律の適用除外を要請するなど混乱が発生しました。米国でも暫定予算延長を期限切れ間際で可決、政府閉鎖を免れる場面がありましたが、今後はコロナ危機対応で膨んだ財政の是正を巡る動きが、金利を不安定化させるリスクにも要注意です。(瀧澤)

日本

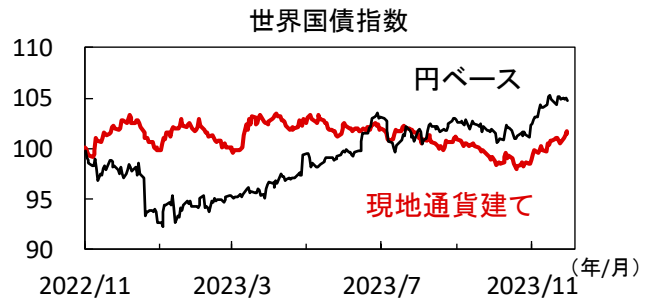
米金利低下が国内金利に波及

11月の10年国債利回りは0.3%pt低下。米金利の低下を受けて長期金利は低下しました。後半には、22日に日銀が国債買い入れオペを減額したことから長期金利が上昇する局面があったものの、月末には植田日銀総裁が「2%の物価目標を十分な確度で見通せる状況には至っていない」と発言し、金融政策正常化への慎重な姿勢を示したことから長期金利は低下しました。

マイナス金利解除への地ならしがあるか注目

10月に日銀はインフレ率見通しを引き上げました。インフレ率が依然高止まりする中、今後インフレ率見通しが一段と上方修正される可能性に注意が必要です。一方、長期金利は植田総裁の政策正常化への慎重な姿勢や米国金利低下の影響を受け、低下する環境が続きそうです。イールドカーブ・コントロール(YCC)の形骸化が進む中、12月の日銀金融政策決定会でマイナス金利解除への地ならしが行われるかに注目です。(本江)

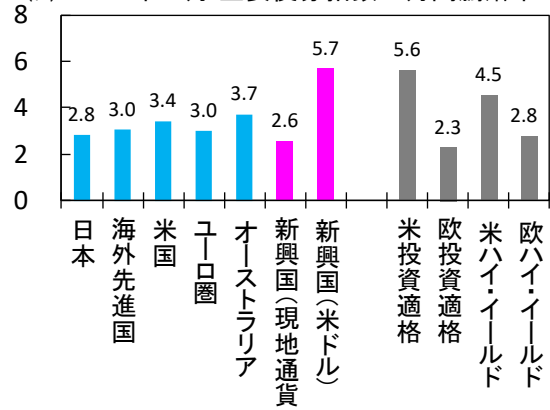
【図1】11月の債券市場は金利低下で堅調地合い



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。
直近値は2023年11月30日。

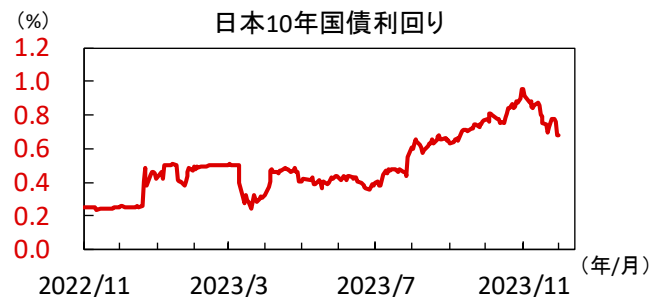
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2023年11月 主要債券指数の月間騰落率



注) 現地通貨ベース。対象指数は28頁をご参照。値は2023年11月30日。
出所) FTSE、ICE、JPモルガン、Bloombergより当社経済調査室作成

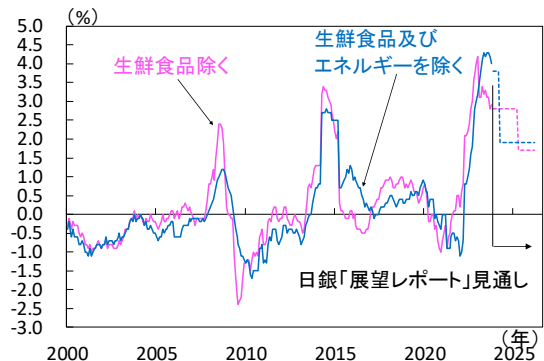
【図2】インフレ率はピークをうつつも高止まり



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 消費者物価前年比と日銀見通し



注) 直近値は2023年10月。日銀見通しは同年10月時点の政策委員の大勢見通し(予想は2023年度～2025年度、各年度の値)。

出所) 日銀、総務省より当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2023年12月



米国

米長期金利は急低下し4.3%へ

11月の米10年国債利回りは大幅低下しました。11月米連邦公開市場委員会(FOMC)で政策金利が据え置かれたことに加え、10月消費者物価指数ではインフレ圧力の鈍化傾向が確認されたことから利上げサイクルは既に終了したとの見方が広がったことが背景とみられます。金融市場では、高官発言などから先行きの利下げ開始時期を探る動きが続き、月間を通して利回り低下が続きました。

利回り急低下の反発懸念も、大勢は低下継続

米金利は低下が続くと予想します。12月FOMCでは利上げ見送りが確実視され、労働市場の軟化や個人消費の鈍化などから、市場では期待先行で来年の利下げ観測が広がる見込みです。ただし、FOMCでは引き締め姿勢を維持すると見込まれ、11月に米国債利回りが一本調子で低下したことを踏まえれば短期的な反発も予想されます。このことから、今後は経済指標の鈍化などを確認しながら緩やかな利回り低下が続くと考えています。(清水)



欧州

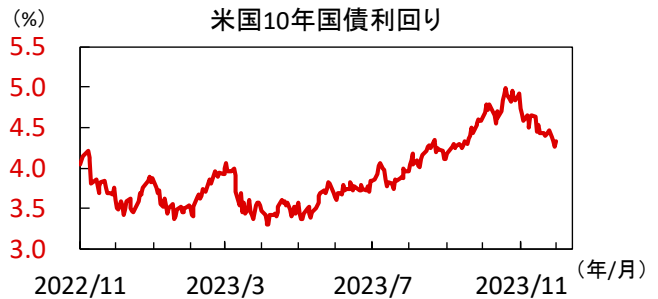
欧米中銀の利上げ局面終了を確信

11月の欧州主要国金利は大きく低下。月初に英・米中央銀行が相次いで政策金利を据え置いたことを受けて、市場では利上げ局面が終了したとの確信が強まりました。加えて、欧米主要国にてインフレの減速が予想以上に進展。月末に、米連邦準備理事会(FRB)高官が利下げの可能性に言及すると、欧米中銀による早期利下げ期待が急速に強まり、金利低下の流れに拍車をかけました。

ECBは依然として早期利下げ期待をけん制か

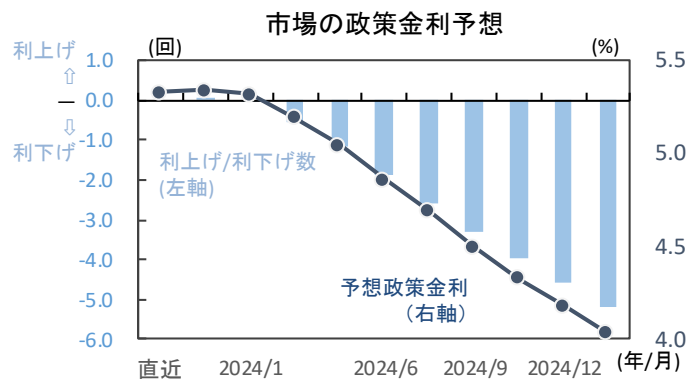
ECBの10月政策理事会議事要旨では、コミュニケーションのミスにより金融環境が緩和的となり、高インフレが長期化する可能性を警戒していたことが判明。ユーロ圏の11月インフレ率(速報値)は、予想以上に減速も、域内の賃金上昇圧力は根強く、ECB高官は市場の早期利下げ期待をけん制する姿勢を変えていません。市場の利下げ観測は既に相当に楽観的であり、域内主要国金利の一段の低下余地は限られそうです。(吉永)

【図3】利下げの織り込みが急速に進む



注) 直近値は2023年11月30日。

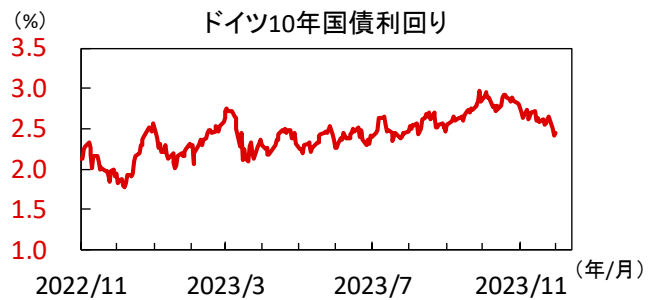
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) フェデラルファンド金利先物の織り込む予想政策金利。一回当たりの利上げ幅は0.25%として計算。2023年11月30日時点のデータを使用。

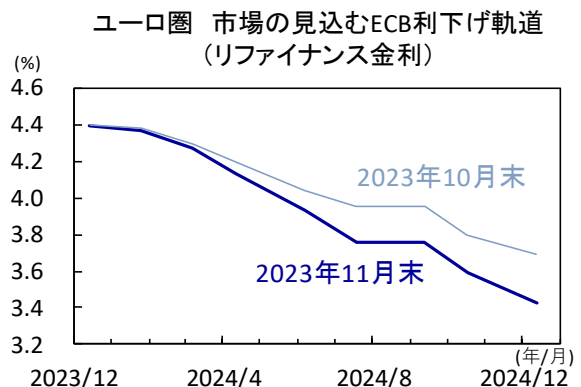
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 市場の早期利下げ期待強まる



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年12月

世界

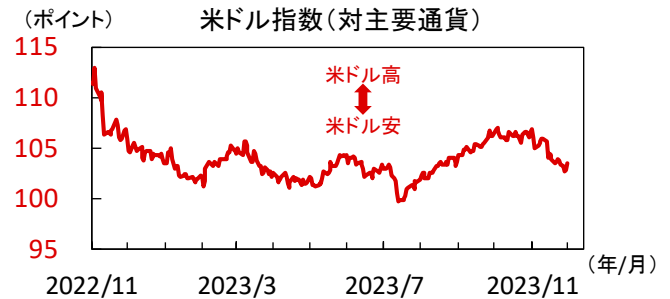
11月の為替市場は米ドル全面安に

11月の米ドル指数（対主要6通貨）は10月末比▲3.0%と軟調でした（図1上・下）。背景には、2024年の米国利下げ観測が高まり、米金利が急ピッチで低下した点が挙げられます。また、世界的なリスク選好の流れを反映し、対米ドルがほぼ全面安となりました。他方、トルコリラは軟調。11月に同国中銀が予想以上の利上げを実施したものの、今後の利上げペース減速を示唆しました。

一本調子のリスク選好相場持続には疑問符も

金融市場では、当面の世界経済は減速基調が続くも底割れは回避し軟着陸に向かうとの見方が大勢です。そのため、景気底固めに寄与する米欧利下げ期待の高まりは、リスク選好相場を促す材料となりそうです。一方、市場では安全資産の代表格である金価格の上昇も目立ちます。米国を含め主要国の国政選挙を数多く控える2024年に向け、慎重論も根強い点には要警戒です。（瀧澤）

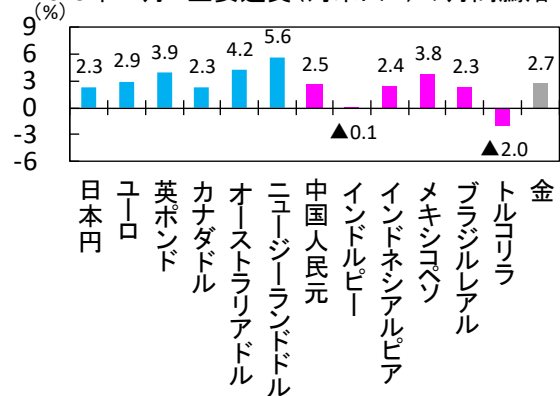
【図1】11月の為替市場は米ドル安の流れが強まる



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

2023年11月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



注) 2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米ドル

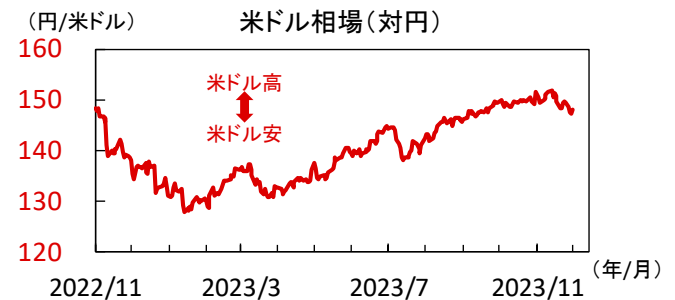
米ドルは底堅く推移

11月の名目実効ドル(貿易加重の主要為替レート)は低下し、米ドル円も月間で3カ月ぶりに円高に振れています。市場では11月米連邦公開市場委員会で利上げ見送りや、高官発言から既に利上げ局面が終了との見方が強まっています。また、米国経済の好調を支えてきた労働市場や個人消費などに一部軟化の兆しがみられつつあることも、足もとの米ドル高が巻き戻しを加速させた模様です。

ドル高一服も、継続的な円高進行は見込み難しい

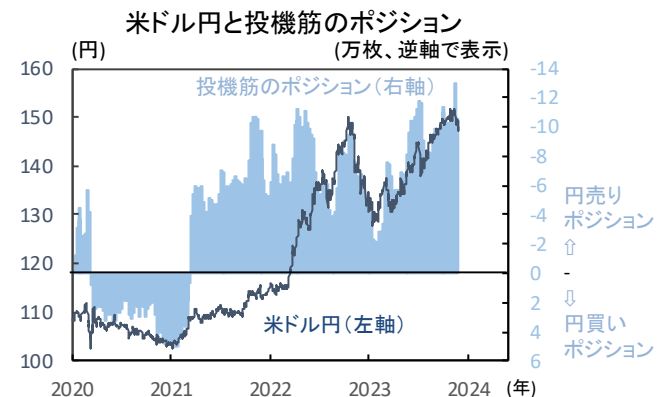
ドルは底堅い展開を予想します。先進国中銀はインフレーションの鈍化や利上げによる景気減速を見極め、米欧中心に利上げ休止に入りつつあります。米国でも一部経済指標に軟化が認められつつあるものの、潤沢な家計純資産等を踏まえれば、相対的な米景気の優位性は当面揺るがないと考えます。対円でも、今後米国の利下げ時期を探る動きが本格化する中で円高局面が予想されますが、投機筋ポジションは依然として円売りに傾いており、円高トレンド本格化には時間を要する見通しです。（清水）

【図2】投機筋のポジションは円売りが継続



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 投機筋のポジションは売りポジションと買いポジションを合算し純額を表示。週次データで直近値は2023年11月21日。米ドル円の直近値は2023年11月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年12月

ユーロ

米長期金利の低下を受けて、大きく反発

11月のユーロ(～30日)は、対ドルで+2.9%と大きく反発しました。欧州中央銀行(ECB)はインフレ圧力の根強さへの警戒を解かず、政策金利を長期に亘って高水準に維持する姿勢を堅持。米長期金利の大幅な低下や米景気軟着陸期待の高まり等を背景に、市場心理の改善が進み、8月以来となる1ユーロ=1.09ドル台に回復しました。また、金利差への意識から対円でも+0.8%と上昇しました。

年内は堅調な推移が継続か

欧米中銀による早期利下げ期待が大きく高まる中、インフレ・賃金上昇圧力がより根強いユーロ圏では米国以上に利下げ開始には慎重になるとみられ、ユーロ相場を下支えしそうです。また、欧州委員会はユーロ圏各国の来年の財政政策について、フランスやイタリア等一部は過剰歳出と指摘しつつも、全体として引き締め方向にあると評価。域内景況感も底打ちの兆しを覗かせ、当面はユーロ相場への下押し圧力は限られそうです。(吉永)

オーストラリア(豪)ドル

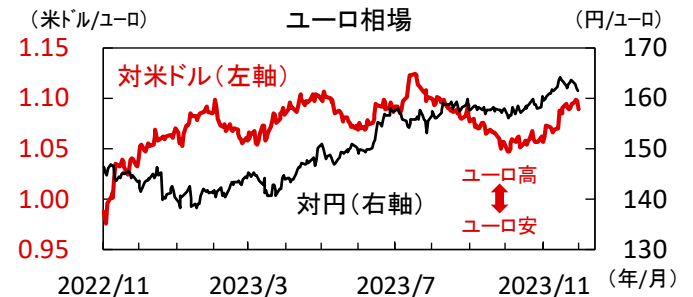
米利上げ観測の後退を背景に堅調

11月の豪ドルは対米ドルで+4.2%と上昇しました。3日に公表された弱い米10月雇用統計などを受け米金利が低下するなか、米ドルが下落し豪ドルは買われる展開に。しかし、7日に豪中銀が5カ月ぶりの利上げを決定するも、先行きの追加利上げへの姿勢を緩めたため豪ドルは軟化。中旬以降は14日の米10月消費者物価の下振れを受けた米ドル売りを背景に、豪ドルは再び上向きしました。

豪ドルは反転上昇したが上値は重いとみる

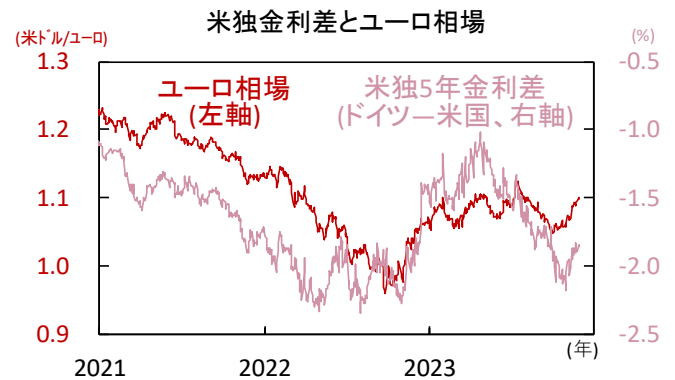
豪ドルは11月に入り米金利低下を受けて反発しましたが、豪中銀が利上げを再開するも政策スタンスを中立化したため一旦下落、その後再び上昇基調となっています。豪ドルの押し上げ要因には、豪中銀の追加利上げ観測、米利上げ休止観測によるリスク志向改善、対中国関係の改善期待があげられます。米中経済の景気鈍化懸念は残っており、リスク回避で豪ドルの調整圧力が強まる可能性から豪ドルの上値は重いとみています。(向吉)

【図3】欧米金利差の縮小から、ユーロは反発



注) 直近値は2023年11月30日。

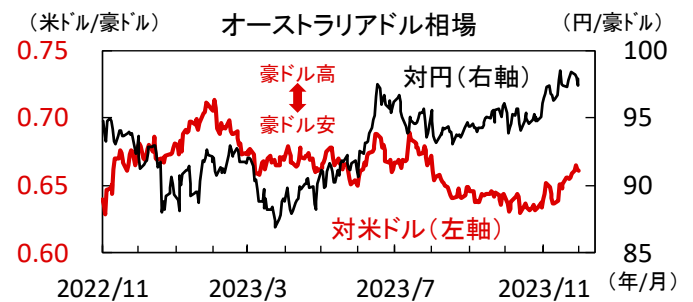
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2023年11月30日。

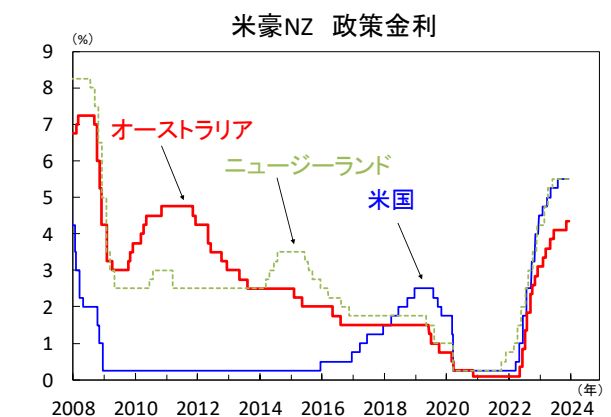
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】米利上げ休止観測高まるなか豪中銀は利上げ再開



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2023年11月末。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年12月


 ニュージーランド(NZ)ドル

米利上げ休止観測を背景に大きく上昇

11月のNZドルは対米ドルで+5.7%と上昇しました。当初は弱い米10月雇用統計などを受け米金利が低下する中、米ドルが下落しNZドル買いが優勢となりました。中旬にかけて一旦軟化するも、14日の米10月消費者物価下振れを受けた米ドル売りを背景に再び上昇基調となりました。29日にNZ中銀が政策金利据え置きを決定するも、タカ派的な姿勢を示したことからNZドルは続伸しました。

NZ中銀は利上げ再開の可能性を示唆

NZ中銀は政策金利を5.5%に据え置く一方で、来年利上げが再開されるリスクの高まりを示唆しました。失業率が上昇し消費者物価の伸び率が減速する中でも、インフレ率は引き続き高過ぎるとし、インフレ圧力への警戒を継続しています。最新予測では2025年半ばまで利下げはないとの見通しを示し、さらなる利上げの可能性に言及しています。市場では利上げ観測が台頭しており、NZドルはしばらく堅調な展開が予想されます。(向吉)


 インドルピー

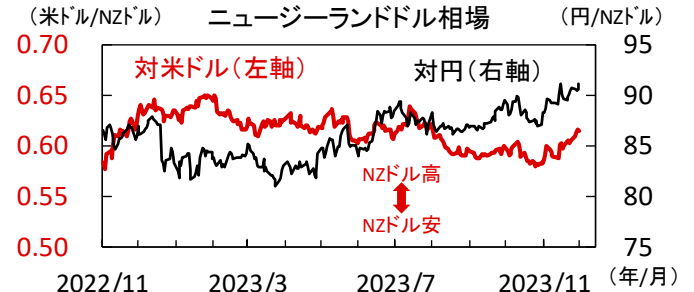
米ドル安の下でルピーは相対的に軟調

ルピーは10月に対米ドルで▲0.1%下落。米長期金利が低下し米ドルが下落する中でも軟調でした。同通貨は今年3月と7月にも米ドル安局面で他の新興国通貨に劣後。対米ドル相場の安定化を図る当局の姿勢によります。同通貨の対米ドル相場は年初来80.9~83.5ルピー、10月初以降では83.0~83.5ルピーと狭いレンジで推移しました。

当局のドル買い介入が相場上昇幅を抑制か

インド準備銀行(RBI)はドル高局面ではドル売り介入を行って相場の下げを抑える一方、ドル安局面ではドル買い介入を行って外貨準備を増強。外貨準備は10月末より11月17日にかけて85億ドル増加しました。当面は来春の総選挙に向けて高まる政治的不透明感と割高な株価が相場の下押し要因で、債券指数採用に伴う資本流入が押し上げ要因。米ドル高が一巡し新興国通貨が堅調に推移するとみられる中、RBIによるドル買い介入がルピーの上昇幅を抑える可能性が高いと予想されます。(入村)

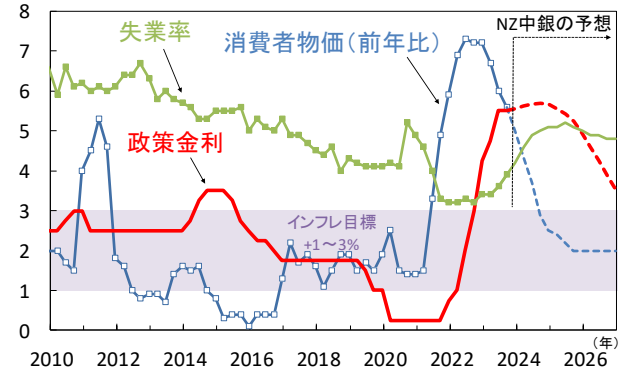
【図5】NZ中銀はインフレ圧力への警戒を継続



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

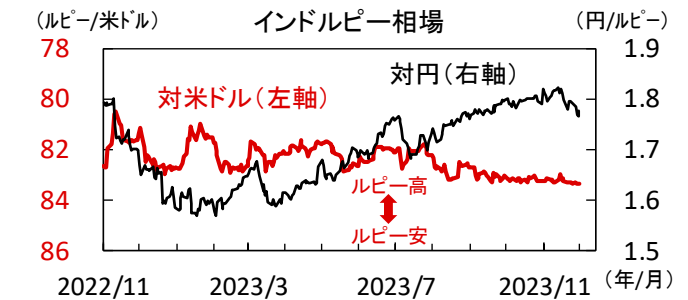
ニュージーランド 政策金利と消費者物価、失業率



注) 実績は政策金利が2023年11月末時点、その他は同年7-9月期。NZ中銀予想は2023年11月金融政策報告による。

出所) NZ中銀、NZ統計局より当社経済調査室作成

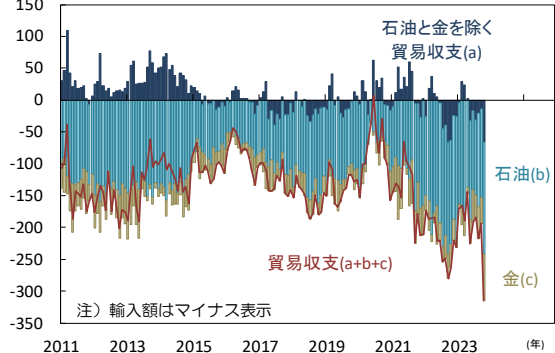
【図6】ルピーは11月に対米ドルで▲0.1%下落



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

インド: 石油・金輸入額と貿易収支



注) 輸入額はマイナス表示

注) 直近値は2023年10月。

出所) インド商工省、CEICより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2023年12月

メキシコペソ

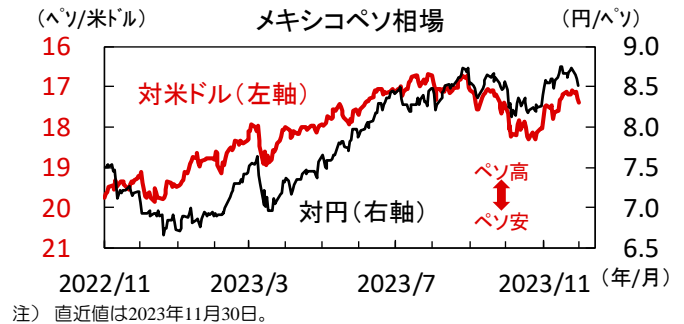
キャリー取引活発化を受けてペソ上昇

ペソは11月に対米ドルで+3.8%上昇。米長期金利低下に伴い、高い実質金利を背景としたキャリー取引(低金利通貨調達/高金利通貨運用)の活発化がペソ上昇の要因となった模様です。また、堅調な米国景気を背景に海外就労者から本国への資金送金が拡大(図7下)。2四半期連続で経常黒字を計上したことも下支え要因となりました。

高い実質金利がペソを下支えする想定

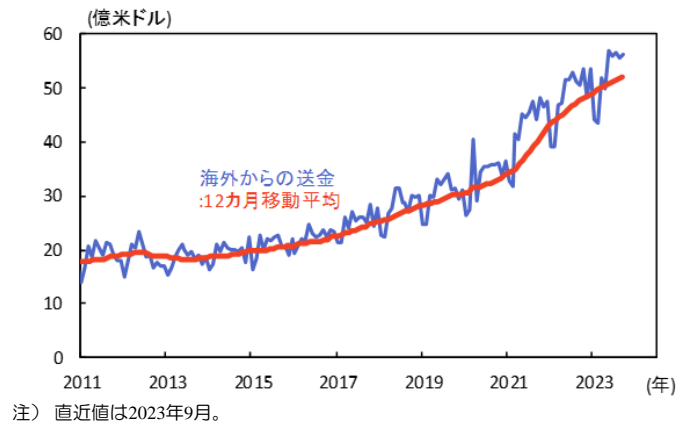
高い実質金利を背景にペソ相場の底堅い推移を見込みます。9月失業率は2.88%(8月2.96%)と国内労働市場の堅調さが確認出来ます。雇用環境の良好さが国内景気を下支えし、高い実質金利水準が維持される想定です。また、メキシコ中銀は11月の会合において5会合連続となる現行政策金利の維持を決定。総合物価、コア物価ともに鈍化トレンドが続いているものの、中央銀行の目標レンジ(3%±1%)を上回っており、当面現行の金融政策維持が予想されることもペソを下支えする見込みです。(北村)

【図7】11月にペソは対米ドルで+3.8%上昇



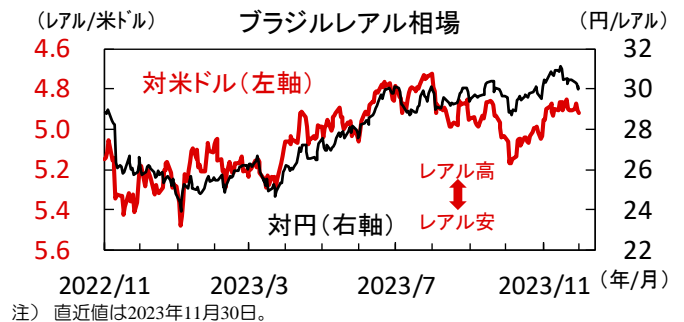
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

メキシコ 海外労働者による本国への送金



出所) メキシコ中央銀行より当社経済調査室作成

【図8】11月にレアルは対米ドルで+2.4%上昇



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

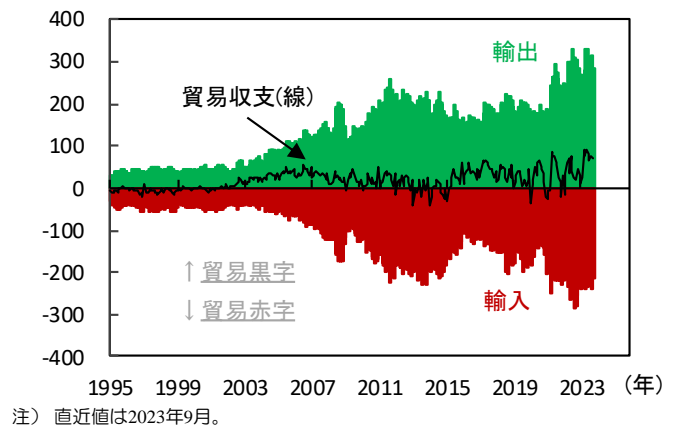
米国金利の上昇一服を受けて持ち直し

レアルは11月に対米ドルで+2.4%上昇。8月以降、米長期金利の上昇や米ドル高進展等を受けて軟調な地合いが続いたものの、米国景気指標の鈍化などを受けた米金利上昇低下と米ドル反落が支援材料となりました。当局は11月1日に行われた金融政策決定会合で3会合連続の政策金利0.5%ptの利下げを決定。期待インフレの鈍化も継続しており、実質政策金利は高水準を維持しています。

貿易黒字と高い実質金利がレアルを下支え

主要取引先である中国への輸出量が拡大、貿易収支の黒字が定着しつつあります(図8下)。期待インフレの鈍化が継続する中、高い実質金利がレアルを下支えし、底堅い推移を見込みます。一方、足元では基礎的財政収支均衡に向けた取り組みについてルラ大統領は否定的な見方を提示。今後も歳出拡大による財政悪化懸念が一時的にレアルを下押しするリスクが懸念されます。(北村)

ブラジル 貿易収支



出所) ブラジル中央銀行より当社経済調査室作成

③ 市場見通しーリート

2023年12月

日本

日本リートは小幅に反発

11月の東証REIT指数は前月比+1.6%と3カ月ぶりに上昇しました。セクター別では物流やホテル・小売、オフィス等がプラスでした。月前半のリートは軟調さが目立ち、原油安で高まった世界景気懸念が投資家心理の重しとなりました。しかし、月後半にかけては底堅く推移し、米金利低下や日銀マイナス金利の解除観測後退を背景とした国内金利低下がリート価格を下支えました。

国内景気や日銀動向は不透明感が残る

リートは上値の重い展開を予想します。11月に日銀政策修正観測が和らいだ背景には、低調な国内景気があるとみまます。7-9月期はマイナス成長となり、個人消費は2期連続で軟調でした。もっとも、賃金と物価の好循環を目指す日銀は来年春闘を見極めるとしており、当面は不透明な国内景気や日銀動向が重しとみまます。他方、都心5区のオフィス空室率は4カ月連続で低下するなど、オフィス市況が改善している点は支援材料とみまます。(田村)

米国

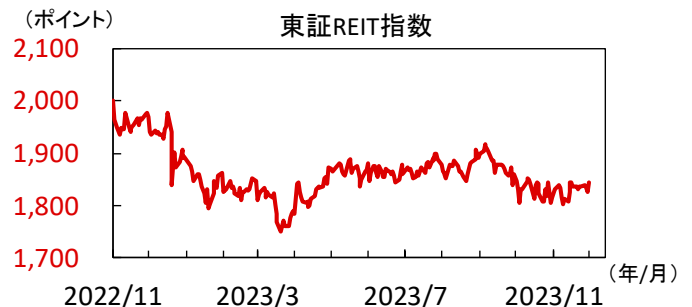
利上げ局面終了観測から、リートは大幅反発

11月のS&P米国リート指数は前月比+9.21%と大幅に上昇し、セクター別ではインフラ関連やデータセンターリートなどを筆頭に幅広く買われています。11月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げ見送りや労働市場や個人消費の好調に陰りがみられたことなどから、市場が利上げ局面の終了を見込み、米国債利回りが大幅低下したことがリート指数の上昇の背景となりました。

徐々に底堅さ増すも、V字回復は未だ遠い

米国リートは上値の重い展開を予想します。11月初旬にはシェアオフィスで一世を風靡した米ウィークが経営破綻を申請、政策金利引き締めなどから苦しいビジネス環境が続くリート市場を示す象徴的な出来事となりました。既に利上げ局面は終了したとみられるものの、オフィス稼働率などは低迷しており、今後金融引き締めの影響が実体経済に顕在化することを踏まえると、リート市場の本格回復は当面先となりそうです。(清水)

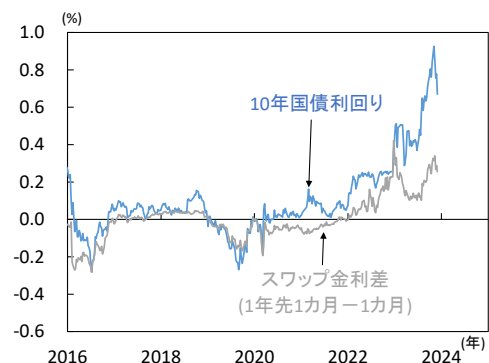
【図1】マイナス金利解除観測が和らぐ



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 10年国債利回り、スワップ金利差



注) 直近値は2023年11月30日時点。スワップ金利差は市場の日銀政策予想を反映。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

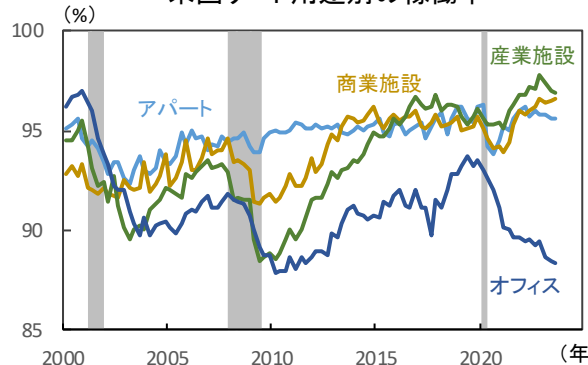
【図2】オフィス稼働率の低迷が続く



注) 直近値は2023年11月30日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国リート用途別の稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2023年7-9月期。

対象はNAREIT All Equity REITs。網掛け部分は景気後退期を表示。

出所) 米NBER、NAREITより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－原油

2023年12月



原油

米国景気減速や中東の地政学リスク後退から原油価格の下落圧力が高まる

中東情勢のリスクが後退し下落

11月の原油価格(WTI先物)は、月初に1バレル80米ドル近辺でスタート(図1)。3日基準の米国の原油在庫が増加したことから原油価格は下落(図2)。その後も、6日にバイデン米大統領とイスラエルのネタニヤフ首相がガザでの戦術的休戦の可能性について話し合い、中東情勢の緊張が和らいだことから、原油供給減少への懸念が弱まり、原油価格は75米ドル台まで下落しました。

17日にはOPECプラスが追加減産を検討との報道から需給ひっ迫懸念が高まり、原油価格が上昇する局面がありました。しかし、米国の景気減速懸念が高まったことや(図3)、サウジアラビアが他のOPECプラス加盟国の減産縮小要請に不満を表明し、OPECプラス会合が当初予定の26日から30日に延期されたことを受け、原油価格が下落。原油価格は30日に75.8米ドルとなりました。

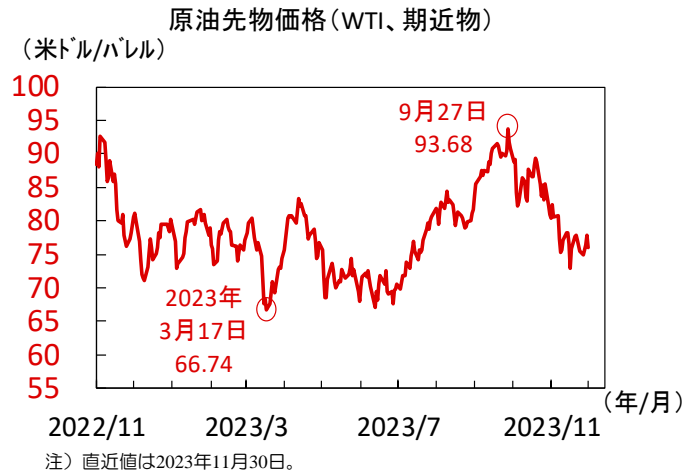
足元は原油安圧力が強いが、来年は和らぐか

足元では米国の景気減速懸念が高まり、需要減少懸念が高まっています。11月上旬に発表された10月のISM景況感指数では、製造業が46.7(9月49.0)、サービス業が51.8(同53.6)と前月比で悪化しました。10月小売売上高も前月比▲0.1%と9月+0.7%から減速しました。

30日に開催されたOPECプラス会合では、日量90万バレル前後の追加減産で合意しました。また、サウジアラビアは日量100万バレルの自主減産を2024年1-3月まで続けると表明しました。しかし、OPECプラスでの追加減産が自主的なベースにとどまったことから、今後順守されるかについて懐疑的な見方が広まり、原油価格は下落しました。当面は更に価格が下落する展開もありえます。

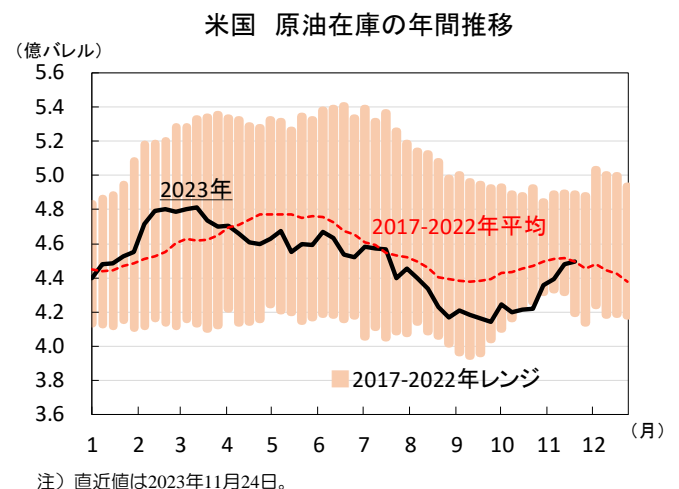
足元、中東の地政学リスクが和らぐなか供給不安は弱まっているものの、来年には米国の大統領選挙を控え、中東情勢が依然予断を許さない中、OPECプラスの動向など供給面には先行き不透明感があります。また、需要面では、米国や中国の緩やかな景気回復による需要増が見込まれるため、需給両面から、原油価格の上昇リスクは根強く残っているとみられます。(本江)

【図1】中東の地政学リスク後退もあり原油価格下落



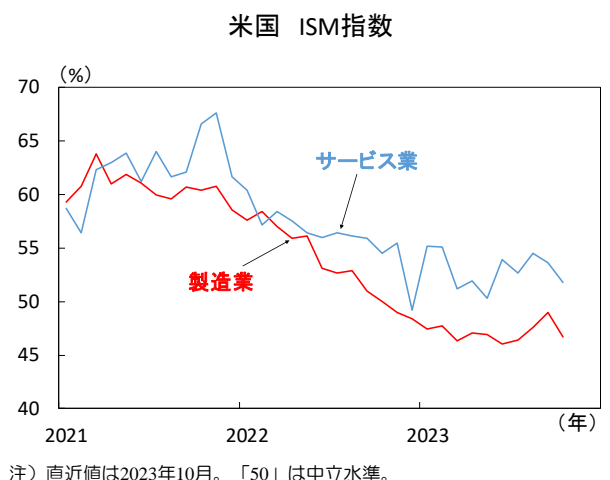
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】月初に原油在庫が増加



出所) EIA (米エネルギー情報局)より当社経済調査室作成

【図3】米国の景気減速懸念が高まる



出所) 米ISMより当社経済調査室作成

④ 市場データ一覧

2023年12月

注) 直近値は2023年11月30日

株式		(単位:ポイント)	直近値	10月末	騰落率%	為替(対円)		(単位:円)	直近値	10月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		33,486.89	30,858.85	8.52	米ドル		148.19	151.67	▲ 2.29	
	TOPIX		2,374.93	2,253.72	5.38	ユーロ		161.30	160.41	0.55	
米国	NYダウ(米ドル)		35,950.89	33,052.87	8.77	英ポンド		187.05	184.31	1.49	
	S&P500		4,567.80	4,193.80	8.92	カナダドル		109.27	109.31	▲ 0.04	
	ナスダック総合指数		14,226.22	12,851.24	10.70	オーストラリアドル		97.86	96.10	1.83	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		461.61	433.66	6.45	ニュージーランドドル		91.18	88.35	3.20	
ドイツ	DAX®指数		16,215.43	14,810.34	9.49	中国人民元		20.765	20.728	0.18	
英国	FTSE100指数		7,453.75	7,321.72	1.80	インドルピー		1.7767	1.8205	▲ 2.41	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,087.30	6,780.70	4.52	インドネシアルピア(100ルピア)		0.9551	0.9545	0.06	
香港	ハンセン指数		17,042.88	17,112.48	▲ 0.41	タイバーツ		4.1945	4.1944	0.00	
中国	上海総合指数		3,029.67	3,018.77	0.36	マレーシアリングギ		31.787	31.817	▲ 0.09	
インド	S&P BSE SENSEX指数		66,988.44	63,874.93	4.87	ブラジルリアル		30.111	30.107	0.01	
ブラジル	ボベスパ指数		127,331.12	113,143.67	12.54	メキシコペソ		8.522	8.399	1.47	
先進国	MSCI WORLD		3,023.63	2,768.62	9.21	南アフリカランド		7.857	8.132	▲ 3.39	
新興国	MSCI EM		987.10	915.20	7.86	トルコリラ		5.13	5.35	▲ 4.14	
新興アジア	MSCI EM ASIA		526.37	489.46	7.54	ロシアルーブル		1.6469	1.6203	1.64	

国債利回り		(単位:%)	直近値	10月末	騰落幅%	政策金利		(単位:%)	直近値	10月末	騰落幅%
日本	10年物		0.676	0.952	▲ 0.276	米国	FF目標金利		5.50	5.50	0.00
米国	10年物		4.330	4.926	▲ 0.596	ユーロ圏	リファイナンスレート		4.50	4.50	0.00
ドイツ	10年物		2.449	2.809	▲ 0.360	英国	バンクレート		5.25	5.25	0.00
英国	10年物		4.176	4.518	▲ 0.342	カナダ	オーバーナイト・レート		5.00	5.00	0.00
カナダ	10年物		3.548	4.070	▲ 0.522	オーストラリア	キャッシュレート		4.35	4.10	0.25
オーストラリア	10年物		4.362	4.918	▲ 0.556	ニュージーランド	キャッシュレート		5.50	5.50	0.00
ニュージーランド	10年物		4.950	5.568	▲ 0.618	中国	1年物優遇貸付金利		3.45	3.45	0.00
インド	10年物		7.279	7.351	▲ 0.072	インド	レポレート		6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物		6.616	7.072	▲ 0.456	インドネシア	7日物リバース・レポ金利		6.00	6.00	0.00
ブラジル	10年物		10.970	11.880	▲ 0.910	ブラジル	SELIC金利誘導目標		12.25	12.75	▲ 0.50
メキシコ	10年物		9.384	10.214	▲ 0.830	メキシコ	オーバーナイト・レート		11.25	11.25	0.00
南アフリカ	10年物		9.980	10.675	▲ 0.695	南アフリカ	レポレート		8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物		24.270	26.370	▲ 2.100	トルコ	1週間物レポ金利		40.00	35.00	5.00
ロシア	10年物		12.100	12.740	▲ 0.640	ロシア	1週間物入札レポ金利		15.00	15.00	0.00

リート		(単位:ポイント)	直近値	10月末	騰落率%	商品		(単位:ポイント)	直近値	10月末	騰落率%
日本	東証リート指数		1,845.45	1,816.11	1.62	原油	WTI先物(米ドル)		75.96	81.02	▲ 6.25
米国	S&P米国REIT指数		1,535.14	1,390.43	10.41	金	COMEX先物(米ドル)		2,047.60	1,994.30	2.67
欧州	S&P欧州REIT指数		723.20	644.90	12.14	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		137.71	137.84	▲ 0.09
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		941.75	849.23	10.89	穀物	ブルームバーグ商品指数		40.91	40.57	0.86

注) 株式は現地通貨(MSCIは米ドル)ベース、リートは現地通貨ベース(米国・欧州・オーストラリアは配当込み指数)、商品は米ドルベース。
 FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。
 直近値および前月末値のデータがない場合(休場など)、それぞれ前営業日の値を表示。

出所) MSCI、S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2023年12月

● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、%）

注）基準日：2023年11月30日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	年初末
株式	国・地域別	日本	6.0	3.2	22.9				6.0	3.2	22.9	29.6
		海外先進国	8.5	1.6	12.1	9.5	1.7	13.4	7.2	3.6	20.7	31.8
		米国	9.4	1.9	14.2	9.4	1.9	14.2	7.1	3.7	21.6	34.4
		ユーロ圏	8.0	1.1	11.8	11.4	1.7	18.5	9.1	3.5	25.8	31.5
		新興国	6.2	0.6	4.8	8.0	1.2	4.6	5.7	3.0	12.0	19.1
	業種別	IT(情報技術)	13.2	4.9	34.1	13.6	4.9	34.3	11.3	6.7	41.6	59.1
		エネルギー	▲1.4	▲2.3	▲5.2	▲0.2	▲2.2	▲4.2	▲2.5	▲0.4	3.1	12.5
		素材	6.7	0.4	0.5	8.9	0.7	1.8	6.6	2.5	9.1	17.6
		ヘルスケア	4.5	▲2.3	▲4.2	5.6	▲2.2	▲3.1	3.3	▲0.3	4.2	11.2
		金融	9.0	3.8	3.1	10.5	4.0	4.0	8.3	5.9	11.4	19.9
リート	先進国				10.7	▲1.3	▲1.8	8.5	0.5	5.5	14.7	
	日本	0.8	▲2.9	▲3.5				0.8	▲2.9	▲3.5	0.1	
	米国	9.4	▲2.4	▲2.6	9.4	▲2.4	▲2.6	7.1	▲0.6	4.7	15.7	
	新興国				7.2	1.6	0.4	4.9	3.4	7.8	12.7	
国債	円ヘッジなし	日本	2.8	▲0.4	▲1.7				2.8	▲0.4	▲1.7	▲0.1
		海外先進国	3.0	0.3	▲0.4	4.8	0.7	1.9	2.5	2.5	9.3	15.9
		米国	3.4	▲0.1	0.2	3.4	▲0.1	0.2	1.1	1.8	7.5	13.9
		ユーロ圏	3.0	0.7	▲1.4	6.3	1.2	4.5	4.1	3.0	11.8	18.8
		オーストラリア	3.7	▲1.1	▲1.6	8.6	1.3	▲2.6	6.3	3.1	4.8	12.1
		新興国(現地通貨)				5.3	1.2	11.6	3.0	3.0	18.9	22.2
		新興国(米ドル)				5.7	1.5	6.4	3.4	3.3	13.8	19.1
	円ヘッジあり	海外先進国							2.6	▲0.9	▲4.5	▲2.2
		新興国(米ドル)							5.0	▲0.2	0.4	0.5
	物価連動国債	先進国				4.7	▲0.2	▲0.5	2.4	1.6	6.9	14.2
新興国					5.8	▲0.7	11.9	3.5	1.1	19.2	24.5	
社債	投資適格	先進国				5.6	1.6	5.5	3.3	3.4	12.9	18.1
		日本	1.0	0.0	0.3				1.0	0.0	0.3	1.1
		米国	5.6	1.2	4.0	5.6	1.2	4.0	3.3	3.0	11.3	17.2
		欧州	2.3	1.8	3.4	5.6	2.4	9.6	2.9	4.1	15.8	20.2
		新興国(米ドル)				3.6	1.2	5.2	1.3	3.0	12.6	17.3
	ハイ・イールド	先進国				4.9	2.5	10.0	2.6	4.3	17.3	22.3
		米国	4.5	2.1	8.6	4.5	2.1	8.6	2.3	3.9	15.9	22.4
		欧州	2.8	2.8	8.2	6.1	3.4	14.6	3.4	5.1	20.5	23.9
		新興国(米ドル)				3.7	2.4	7.8	1.4	4.2	15.2	17.1
		先進国				5.1	▲0.2	5.6	2.8	1.6	12.9	19.8
転換社債	新興国				6.7	0.7	14.9	4.4	2.6	22.3	27.2	
	総合				▲2.3	▲2.7	▲7.7	▲4.5	▲0.8	▲0.3	7.7	
	金				2.6	5.0	16.2	0.3	6.8	23.5	24.6	
商品	原油				▲5.2	▲3.9	3.6	▲7.5	▲2.1	11.0	16.9	
	MLP				6.9	10.8	23.3	4.6	12.6	30.6	42.4	
他	バンクローン				1.2	2.2	11.9	▲1.1	4.0	19.3	24.5	

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場との合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。
 株式 日本: MSCI JAPAN、海外先進国: MSCI KOKUSAI、米国: MSCI USA、ユーロ圏: MSCI EMU、新興国: MSCI EM（全て配当込み）、業種別: MSCI WORLD
 リート 先進国・日本・米国: S&P先進国（または日本・米国）REIT指数、新興国: S&P新興国REIT指数（全て配当込み）
 国債（円ヘッジなし） 日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア: FTSE世界国債インデックス（国・地域別）、海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国（現地通貨建て）: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国（米ドル建て）: J.P. Morgan EMBI Global Diversified
 国債（円ヘッジあり） 海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）、新興国: J.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）
 物価連動国債 先進国: ブルームバーグ・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーグ・バークレイズ新興国物価連動国債インデックス
 社債（投資適格） 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index
 社債（ハイ・イールド） 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index
 転換社債 先進国: ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国: ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index
 商品・金・原油: ブルームバーグ商品（または金・原油）指数、MLP: Alerian MLP Total Return Index、バンクローン: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index
 出所）MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより当社経済調査室作成

⑥ 主要な政治・経済日程

2023年12月

● 2023年12月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
11/27	28 (米) 9月 S&P37077ツク/ ケース・シー住宅価格指数 (米) 11月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (欧) 10月 マネーサプライ (M3)	29 (米) 7-9月期 実質GDP (2次速報) (米) ページブック (地区連銀経済報告) (欧) 11月 ユーロ圏景況感指数	30 (日) 10月 小売売上高 (日) 10月 鉱工業生産 (速報) (日) 11月 消費者態度指数 (米) 10月 中古住宅販売 仮契約指数 (米) 10月 個人所得・消費 (米) 11月 シカゴ購買部協会 景気指数 (欧) 10月 失業率 (独) 11月 失業者数	12/1 (日) 10月 労働関連統計 (米) 10月 建設支出 (米) 11月 ISM製造業景気指数 (中) 11月 製造業PMI (財新) (伯) 10月 鉱工業生産 (豪) 10月 住宅建設許可件数 (中) 11月 製造業PMI (政府) (中) 11月 非製造業PMI (政府)
4 (日) 11月 マネタリーベース (米) 10月 製造業受注 (確報) (欧) 12月 Sentix投資家信頼感指数 (独) 10月 貿易統計	5 (米) 11月 ISMサービス業景気指数 (欧) 11月 サービス業PMI (速報) (仏) 10月 鉱工業生産 (英) 11月 新車登録台数 (豪) 金融政策決定会合 (伯) 7-9月期 実質GDP	6 (米) 10月 貿易収支 (米) 11月 ADP雇用統計 (独) 10月 製造業受注 (豪) 7-9月期 実質GDP (加) 金融政策決定会合	7 (日) 10月 景気先行指数 (米) 10月 卸売在庫 (速報) (欧) 7-9月期 実質GDP(確報) (独) 10月 鉱工業生産 (伊) 10月 鉱工業生産 (中) 11月 貿易統計	8 (日) 7-9月期 実質GDP(確報) (日) 10月 経常収支 (日) 10月 家計調査 (日) 10月 毎月勤労統計 (日) 11月 銀行・信金貸出動向 (日) 11月 景気ウォッチャー (米) 11月 労働省雇用統計 (米) 12月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報)
9 (中) 11月 生産者物価 (中) 11月 消費者物価	12 (日) 11月 国内企業物価 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、~13日) (米) 11月 月次財政収支 (米) 11月 消費者物価 (独) 12月 ZEW景況感指数 (英) 10月 失業率 (ILO基準) (豪) 11月 NAB企業景況感指数 (豪) 12月 消費者信頼感指数 (伯) 11月 消費者物価 (IPCA) (印) 10月 鉱工業生産	13 (日) 日銀短観(12月調査) (米) パウエルFRB議長記者会見 (米) 11月 生産者物価 (欧) 10月 鉱工業生産 (英) 10月 鉱工業生産	14 (日) 10月 機械受注 (米) 11月 輸出入物価 (米) 11月 小売売上高 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (欧) EU首脳会議(~15日) (英) 金融政策委員会(MPC) (英) 11月 RICS住宅価格 (豪) 11月 雇用統計 (伯) 10月 小売売上高	15 (日) 10月 第3次産業活動指数 (米) 11月 鉱工業生産 (米) 12月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (英) 12月 GfK消費者信頼感指数 (中) 11月 鉱工業生産 (中) 11月 小売売上高 (中) 11月 都市部固定資産投資
11 (日) 11月 マネーストック (日) 11月 工作機械受注 (米) 11月 NFIB中小企業楽観指数	18 (日) 日銀金融政策 決定会合(~19日) (米) 12月 NAHB住宅市場指数 (独) 12月 ifo景況感指数	20 (日) 11月 貿易統計 (米) 11月 中古住宅販売件数 (米) 12月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (欧) 12月 消費者信頼感指数 (独) 1月 GfK消費者信頼感指数 (英) 11月 消費者物価 (英) 11月 生産者物価 (豪) 11月 景気先行指数	21 (米) 7-9月期 実質GDP(確報) (米) 11月 景気先行指数	22 (日) 11月 消費者物価 (全国) (米) 11月 耐久財受注 (米) 11月 製造業受注 (速報) (米) 11月 個人所得・消費 (米) 11月 新築住宅販売件数 (米) 12月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (英) 7-9月期 実質GDP(確報) (英) 11月 小売売上高
25 31 (中) 12月 製造業PMI (政府) (中) 12月 非製造業PMI (政府)	26 (日) 11月 労働関連統計 (日) 11月 企業向け サービス価格 (米) 10月 S&P37077ツク/ ケース・シー住宅価格指数	27	28 (日) 11月 小売売上高 (日) 11月 鉱工業生産 (速報) (米) 11月 卸売在庫 (速報) (米) 11月 中古住宅販売 仮契約指数	29 (米) 12月 シカゴ購買部協会 景気指数

注) (日) 日本、(米) 米国、(欧) ユーロ圏、(独) ドイツ、(仏) フランス、(伊) イタリア、(英) 英国、(豪) オーストラリア、(加) カナダ、(中) 中国、(印) インド、(伯) ブラジル、を指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

Mitsubishi UFJ Asset Management

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2023年12月1日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
TOPIX（東証株価指数）、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。
ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。
STOXXリミテッドはストックส์・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。
FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとし、FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。
MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU、MSCI EM ASIAに対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。
FTSE世界国債インデックス、FTSE世界国債インデックス（除く日本）、FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）のデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
ICE BofAML Global Corporate Index、ICE BofAML Japan Corporate Index、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML Global High Yield Index、ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJアセットマネジメントは許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。
J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、J.P. Morgan GBI-EM Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複製、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2023 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。
ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的権利を有しています。
ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。
S&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。
Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。
ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、Frank Russell Companyに帰属します。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY