

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2024年2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

2024年2月

## 世界経済

## 堅調さ際立つ米国が世界経済の下支え役に

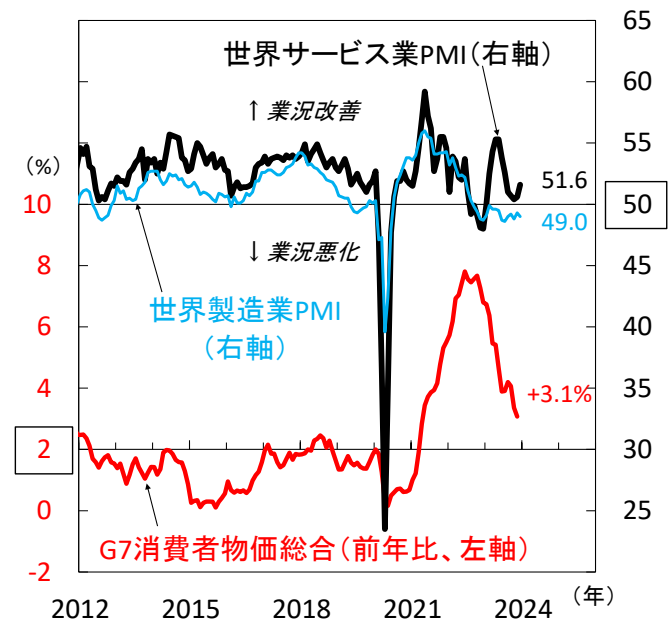
世界経済は回復基調を保っています。直近1月の総合PMI（業況改善・悪化の境目は50）を見ると、米国が52.3へ上昇、堅調なサービス業に続き、製造業が3カ月ぶりに50を上回るなど安定感を増しています。日本も51.1と2カ月連続で50を超過、一方、ユーロ圏は47.9と8カ月連続で50割れと低調です。特に大規模デモやストライキの目立つドイツやフランスでのサービス業不振が目立ちます。

## インフレ安定の持続が景気軟着陸の条件か

PMIが示すように足元の景気を支えるのはサービス業で、背景にはインフレ収束に伴う内需の底固めがあると考えます（図1）。米欧先進国のインフレ率（消費者物価の前年比）は急低下し目標とする2%に接近、インフレ安定化傾向が保たれば、利下げ転換に伴う金利低下を通じ、需要下支えに寄与するとみまます。当面はインフレリスクが払拭されたか否かの見極めが重要です。（瀧澤）

【図1】インフレ収束に伴う内需底固めを背景に、底堅いサービス業が景気を下支える構図に

世界PMI（購買担当者指数）とG7消費者物価



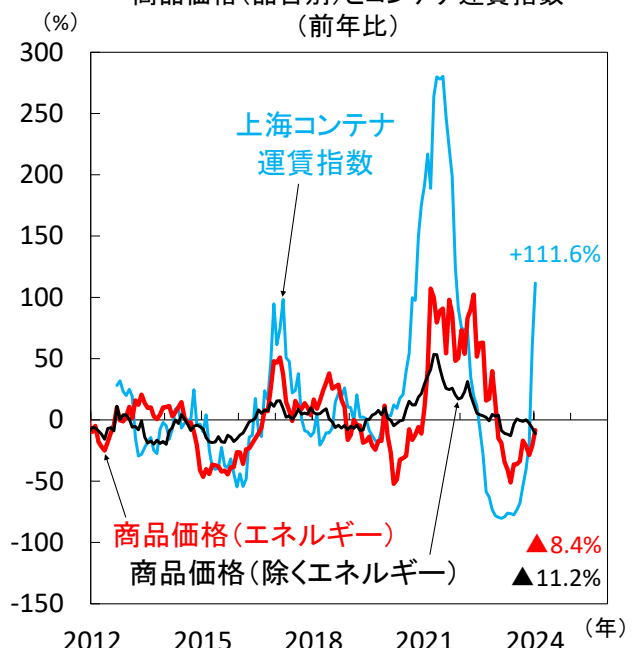
注）G7は先進7カ国。

直近値はPMIが2023年12月、消費者物価総合が同年11月。

出所）S&amp;Pグローバル、OECD（経済協力開発機構）より当社経済調査室作成

【図2】2024年に入りきな臭さ増す中東情勢、世界の供給網や資源価格への影響に要注意

商品価格（品目別）とコンテナ運賃指数（前年比）



注）商品価格はブルームバーグ商品指数。

直近値は2024年1月（1月26日）。

出所）Refinitivより当社経済調査室作成

## 金融市場

## 1月の株式は底堅いが金利上昇に押される

1月の金融市場では、米国を中心とした金利上昇に押され、昨年末に比べ株高の勢いが鈍る展開となりました。金利上昇の背景には、想定以上に堅調な米景気とそれに伴う米早期利下げ期待の後退があります。一方、2022年来の大幅な金融引き締めで景気が緩やかに減速しインフレが収束するなか、予防的な米欧の利下げ転換を契機とした金融相場の再来を期待する向きもあります。

## 適温経済が続き、金融相場再来となるか

リスク選好地合いを保つ背景に、利下げ期待に加え景気・物価ともに安定という適温経済が続くとの見方があります。ただし、景気面では金融引き締めによる下押し圧力が残存、物価面は、中東情勢緊張が海上輸送停滞を通じコスト高圧力を強めている兆しもあります（図2）。楽観論の前提となる適温経済が続くとの期待を崩しかねない供給制約の再燃リスクに目配りが必要です。（瀧澤）

## ① 世界経済・金融市場見通し

2024年2月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2021年	2022年	2023年	2024年
日本	2.6	1.0	2.0	0.8
米国	5.8	1.9	2.4	1.2
ユーロ圏	5.9	3.4	0.4	0.5
オーストラリア	5.5	3.9	1.9	1.3

	2021年	2022年	2023年	2024年
中国	8.4	3.0	5.2	4.4
インド	9.1	7.2	6.6	6.2
ブラジル	4.8	3.0	3.0	1.4
メキシコ	5.7	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)	36,027	35,000-41,000
TOPIX	2,529	2,450-2,850

(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)	38,333	36,000-42,000
S&P500	4,928	4,600-5,400
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	485	440-520
ドイツDAX®指数	16,942	15,400-18,200



## 債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.727	0.6-1.2
米国	4.076	3.1-4.5

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.239	1.5-2.5
オーストラリア	4.222	3.5-4.5



## 為替（対円）

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	147.49	133-147
ユーロ	159.78	144-160
オーストラリアドル	97.49	90-100
ニュージーランドドル	90.43	82-92

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.7739	1.65-1.85
メキシコペソ	8.557	7.80-9.00
ブラジルレアル	29.782	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	1,807	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	1,646	1,450-1,750



## 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)	76.78	70-90

注）見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2024年1月29日（直近日休場の場合は前営業日の値）。

出所）S&amp;P、Refinitivより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しー日本

2024年2月

## 日本経済

日銀は金融緩和策の維持を決定  
物価と賃金の好循環が生じるかに注目

## 日銀は金融緩和策の維持を決定

日銀は22-23日の金融政策決定会合において、長短金利を操作するイールドカーブコントロール（YCC）を軸とした現行の大規模金融緩和策の現状維持を決定。また、先行きの政策指針であるフォワードガイダンスの文言も変更はありませんでした。日銀が新たに公表した経済・物価情勢の展望（展望レポート）によると、消費者物価（除く生鮮食品）の予想は2023年度が前年比+2.8%→同2.8%と据え置き、2024年度が同+2.8%→同+2.4%へ下方修正、2025年度が同+1.7%→同+1.8%へ上方修正されました（図1）。展望レポートでは「物価見通し実現の確度の高まり」との文言が初めて明記されました。

日銀の金融政策決定会合後の記者会見にて、植田総裁は「目標実現が見通せる状況に至れば、マイナス金利を含めた大規模金融緩和策の継続の是非を検討していくことになる」と発言し、タカ派的と捉えられました。

## 物価と賃金の好循環が生じるかが焦点

東京都区部の1月消費者物価コア（生鮮食品除く）は前年比+1.6%と、前月の同+2.1%から伸び率が減速（図2）。賃金についても昨年11月の名目賃金（一人当たり現金給与総額）の前年比は+0.2%（10月同+1.5%）と伸び率が大幅に縮小、実質賃金は▲3.0%（10月同▲2.3%）と減少幅が拡大（図3）。2024年春闘での賃上げ率は高水準が期待されるものの家計の実質購買力の回復に結びつくのかが焦点と言えます。マイナス金利解除の条件とされる物価と賃金の好循環に未だ距離がある環境下で、日銀が金融政策正常化に踏み切るタイミングが注目されます。

12月の貿易統計（原系列）によると、貿易収支は+621億円（同▲7,804億円）となり、3カ月ぶりに貿易黒字となりました。輸出数量（季節調整値）についても前月比+7.8%（同▲5.6%）と3カ月ぶりに増加しました（図4）。また、12月の訪日外国人客数は273.4万人と前月の244.0万人から増加し（図5）、インバウンド需要の好調さを示しました。12月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DIが50.7（11月は49.5）と前月から改善（図6）。ただし、先行き判断DIは49.1（同49.4）と悪化しており、景気は足踏み状態とみています。（本江）

【図1】日銀は2024年度の  
インフレ率見通しを下方修正

2023～2025年度の日銀政策委員の大勢見通し

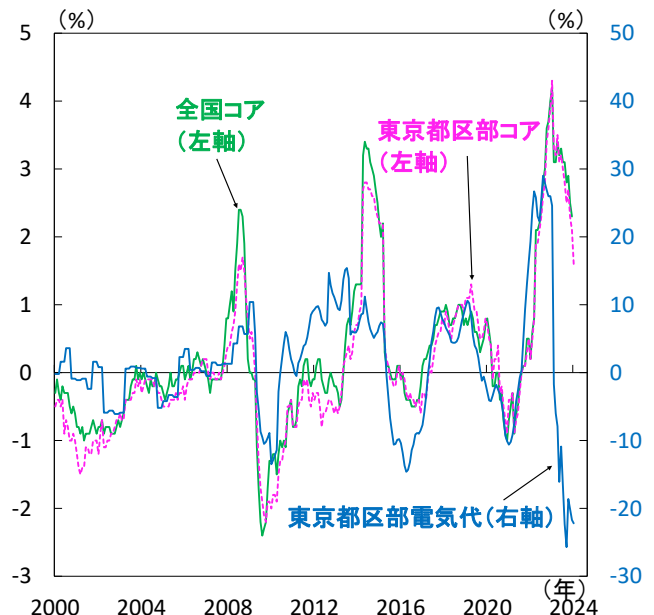
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費者物価 (除く生鮮食品・ エネルギー)
2023年度	+1.6～+1.9 <+1.8>	+2.8～+2.9 <+2.8>	+3.7～+3.9 <+3.8>
前回(10月)	+1.8～+2.0 <+2.0>	+2.7～+3.0 <+2.8>	+3.5～+3.9 <+3.8>
2024年度	+1.0～+1.2 <+1.2>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+1.6～+2.1 <+1.9>
前回(10月)	+0.9～+1.4 <+1.0>	+2.7～+3.1 <+2.8>	+1.6～+2.1 <+1.9>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+1.9 <+1.8>	+1.8～+2.0 <+1.9>
前回(10月)	+0.8～+1.2 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.7>	+1.8～+2.2 <+1.9>

注）2024年1月「経済・物価情勢の展望」。対前年度比、単位は%。  
<>内は政策委員見通しの中央値。赤色は中央値上方修正、青色は中央値下方修正。

出所）日本銀行より当社経済調査室作成

## 【図2】物価は鈍化基調

日本 消費者物価前年比



注）直近値は東京区部が2024年1月、全国が2023年12月。コアは生鮮食品除く。

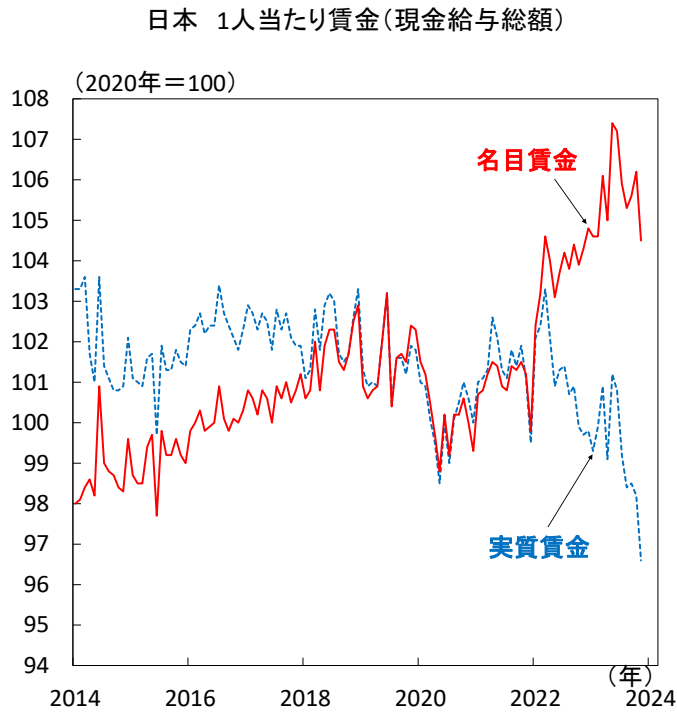
出所）総務省より当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通しー日本

2024年2月

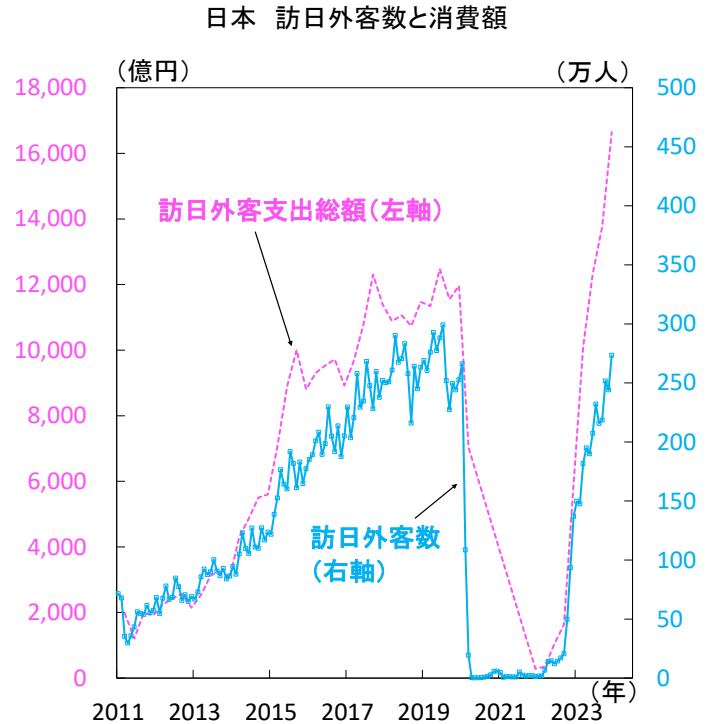
【図3】1人当たり実質賃金は大幅に下落



注) 直近値は2023年11月。

出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

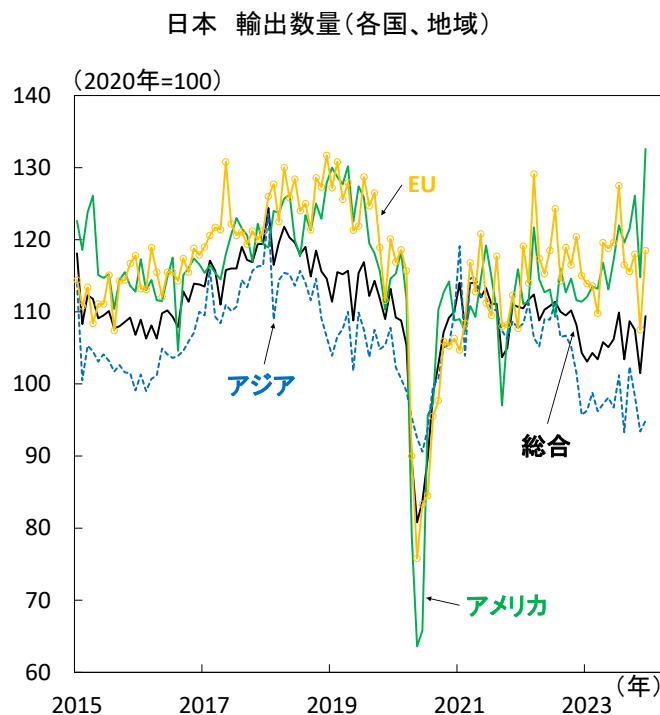
【図5】インバウンド需要は好調



注) 直近値は訪日外客数が2023年12月、訪日外国人消費額が同年10-12月。

出所) 日本政府観光局 (JINTO)、観光庁より当社経済調査室作成

【図4】輸出数量は主要地域すべてで増加

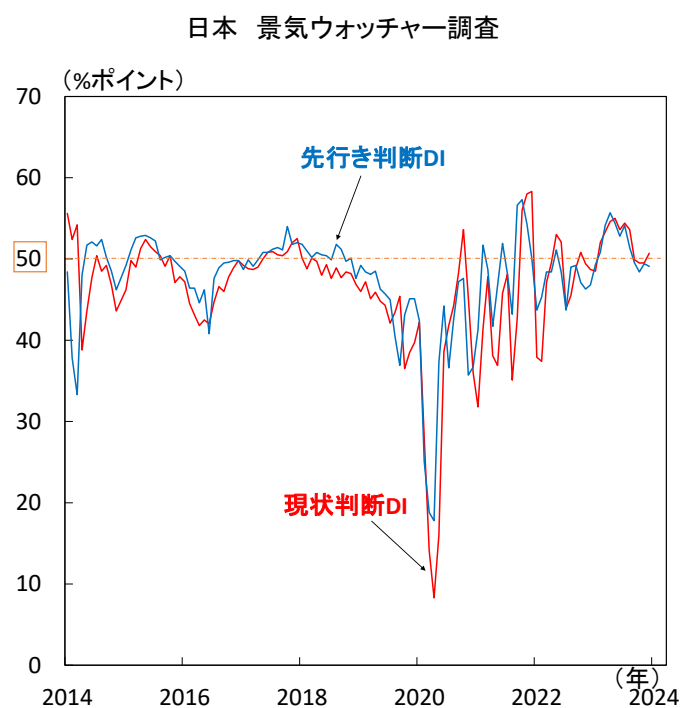


注) 直近値は2023年12月。

出所) 財務省より当社経済調査室作成

【図6】現状の景気判断DIは改善も

先行きは悪化



注) 直近値は2023年12月。「50」は中立水準。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2024年2月



## 米国経済

インフレ率が着実に減速するなか、  
今年は予防的利下げの局面へ

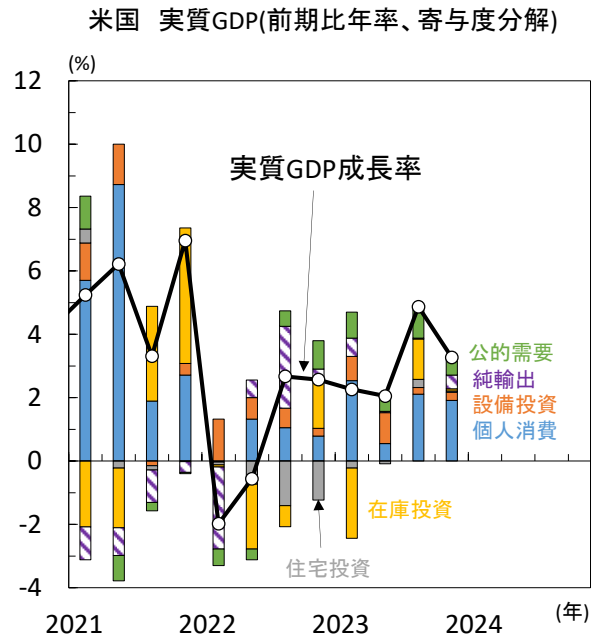
## ■ 昨年末にかけ底堅い景気とインフレ鈍化続く

昨年10-12月期実質GDP(速報)は前期比年率+3.3%(前期:+4.9%)と減速した一方、6四半期連続で潜在成長率(+1.8%程度)を上回りました(図1)。個人消費は同+2.8%(同+3.1%)と年末商戦が堅調だった他、公的需要は同+3.3%(同+5.8%)とバイデン政権のインフラ政策等が下支えた格好です。昨年12月コアPCEデフレーターは前年比+2.9%(前月:+3.2%)と減速し(図2)、3カ月前比年率は+1.5%、6カ月前比年率は+1.9%と共に2%目標を下回る勢いです。昨年終盤にかけて賃金上昇率が下げ止まるなどインフレ懸念は拭えないものの、底堅い景気とデスインフレの共存は米景気軟着陸の確度を高めています。

ただし、先行きの米景気は減速に向かうとみえます。コロナ禍の過剰貯蓄は枯渇しつつあります(図3)。失業率は歴史的低水準ながらも州によってまちまちであり(図4)、労働市場の減速も個人消費の伸びを抑えるとみえます。

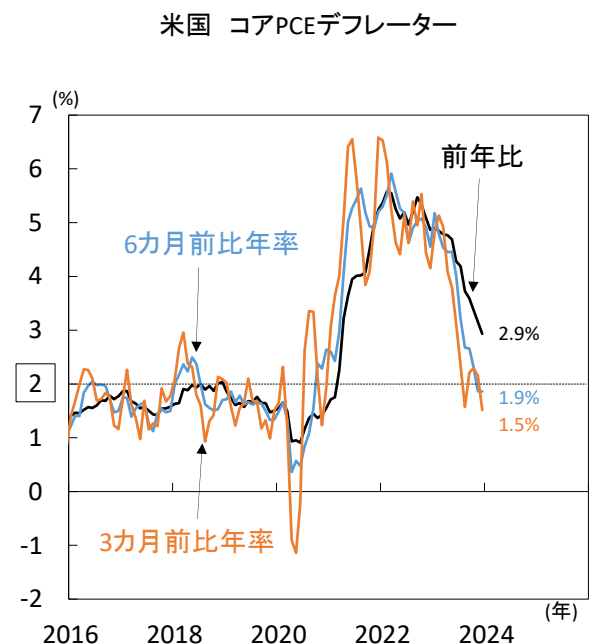
## ■ 予防的利下げで景気軟着陸となるか

昨年12月米連邦公開市場委員会(FOMC)後の記者会見でパウエルFRB議長が「利下げタイミングを議論した」と発言した事もあり、今年は政策転換が想定されます。主要高官のウォラーFRB理事は、今サイクルの経済や労働市場の底堅さを踏まえれば、過去の様な迅速な利下げは必要なく、計画的かつ慎重に利下げが可能としました。つまり、インフレ鈍化に伴う実質金利上昇を避ける「予防的利下げ」が基本的な政策方針とみられます(図5)。ただし、インフレ率が2%目標に向かう反面、底堅い米景気が続く下での利下げ開始時期は依然不透明です。市場は既に3月FOMCの利下げ開始を5割程度織り込み、今年末までに5回強を想定しています(※昨年12月FOMC見通しは今年末まで3回)。今後公表されるデータ次第ではありますが、景気再加速や地政学リスクに伴いインフレ率が再上昇するなど、市場の過度な利下げ期待が巻き戻されるリスクに注意が必要です。他方、家計は金融危機後に債務比率を下げるなど、民間部門の財務状況は健全です(図6)。ミシガン大学の消費信頼感指数も金利低下予想増加と歩調合せて改善傾向にあります。予防的利下げで景気軟着陸を実現出来るかが引き続き注目点です。(田村)

【図1】 昨年10-12月期実質GDPは依然堅調、  
個人消費や公的需要をはじめ軒並みプラスに寄与

注)直近値は2023年10-12月期。

出所) 米BEAより当社経済調査室作成

【図2】 底堅い景気を横目に基調インフレは減速、  
瞬間風速では2%物価目標を下回る

注)直近値は2023年12月。コアは食品・エネルギー除く総合。

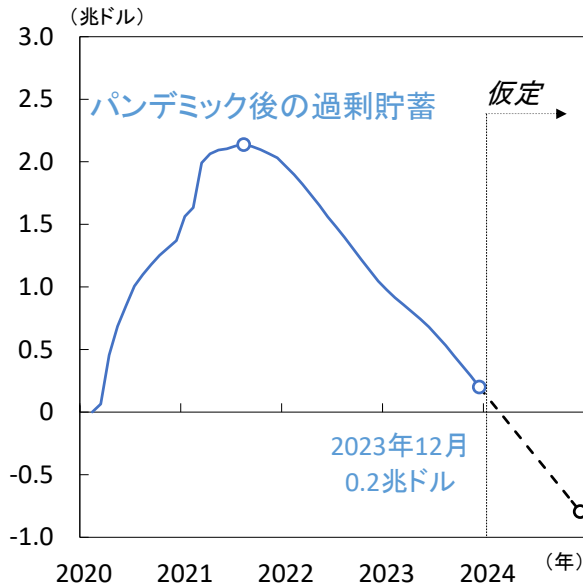
出所) 米BEAより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2024年2月

【図3】個人消費は昨年末まで好調維持、  
コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄はマイナス圏へ

米国 家計の過剰貯蓄



注)直近値は2023年12月。仮定は、2024年末にかけて2023年10-12月と同じ減少幅(平均)で過剰貯蓄が取り崩された場合を想定。

出所) 米サンフランシスコ連銀より当社経済調査室作成

【図5】基調インフレ率が予想以上に鈍化するなか、  
今年は実質金利水準を調整する「予防的利下げ」へ

米国 実質FF金利

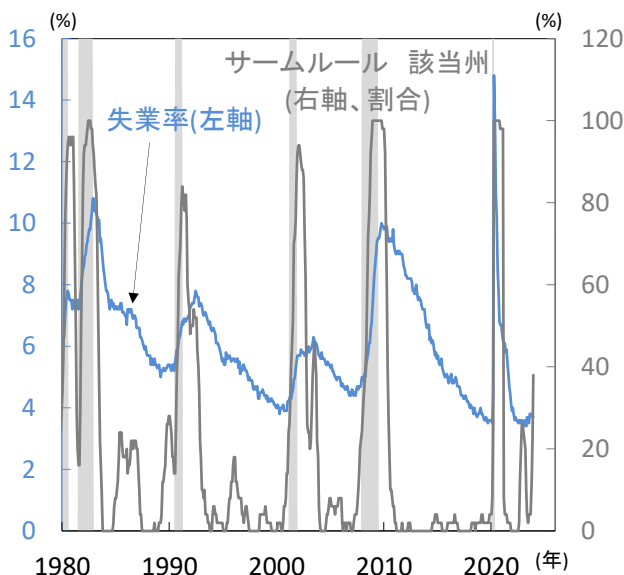


注)直近値は2023年12月。実質FF金利は名目FF金利－コアPCEデフレーター(前年比)で算出。仮定は、2023年10-12月のコアPCEデフレーターの前月比(平均)が2024年末まで続いた時の実質FF金利を推計、名目FF金利は2023年12月FOMC見通しを基に、2024年6月から四半期毎に0.25%pt利下げを想定。

出所) 米FRB、米BEA、米FOMC、米NBERより当社経済調査室作成

【図4】失業率は3.7%と歴史的な低水準も、  
景気後退シグナルのサムルールは州単位で警告示唆

米国 失業率、サムルール(50州)

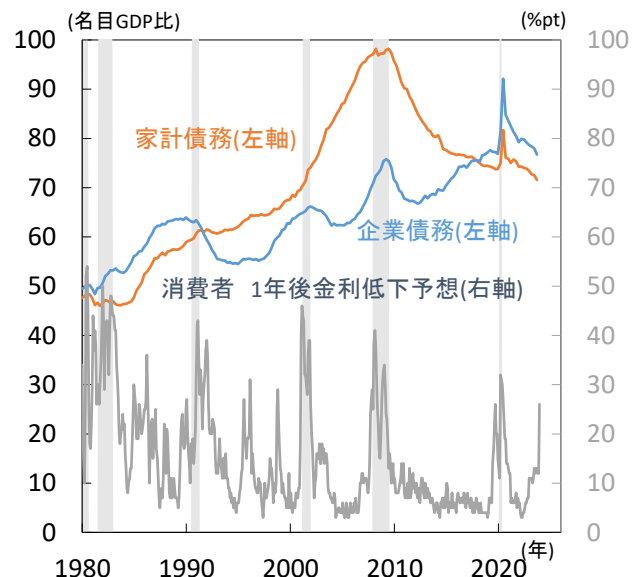


注)直近値は2023年12月。サムルールは、失業率の3カ月移動平均が過去12カ月の最低値から0.5ポイント上昇した時にリセッション入りを示唆するシグナル指標。網掛け部分は米景気後退期。

出所) 米BLS、米NBERより当社経済調査室作成

【図6】家計中心に債務比率はそれほど高まらず、  
消費者も利下げ期待からセンチメント持ち直す

米国 部門別債務、消費者の1年後金利予想



注)直近値は2023年7-9月期。網掛け部分は米景気後退期。

出所) 米FRB、米ミシガン大、米NBERより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2024年2月

## 欧州経済

域内景気は底入れへ、  
インフレ下げ渋りへの懸念残る

## ユーロ圏景気は低迷継続も、底打ち感強まる

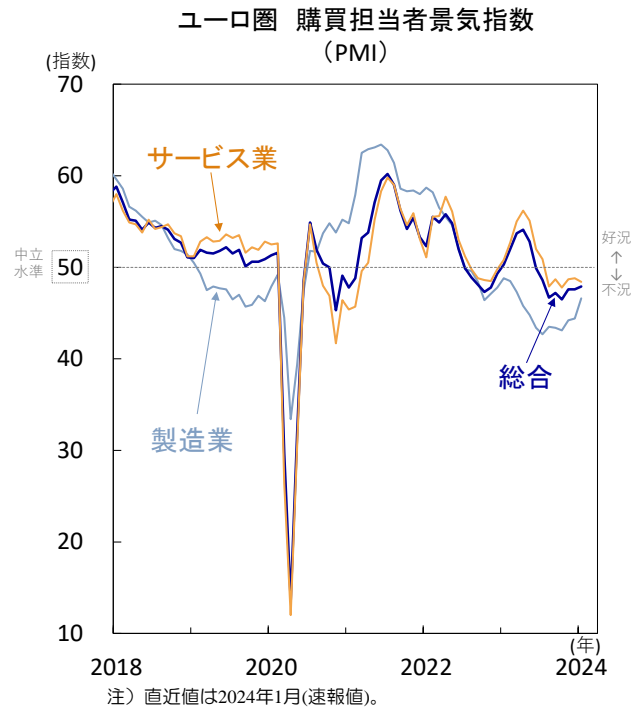
ユーロ圏の1月総合購買担当者景気指数(PMI、速報値)は8カ月連続で好不況の分かれ目とされる「50」を割り込み(図1)、年明けも域内景気の低迷は続いている模様です。

しかし、総合PMIは事前予想を上回る改善を示しました。サービス業部門の事業活動の先行き指数が昨年5月以来の高水準に上昇したほか、製造業部門の新規受注や輸出受注、生産見通し指数も大きく改善し、ユーロ圏の景気底入れがより顕著となりつつあります。加えて、資金調達環境もわずかながら緩和に転じているようです。ユーロ圏の2023年10-12月期銀行貸出調査によると、域内銀行による貸出基準の厳格化は続いているものの、厳格化の度合いは弱っており、銀行が見込む今後3カ月の企業の資金需要DI(増加-減少)も、2022年1-3月期ぶりにプラスとなりました(図2)。未だ回復力は脆弱ながら、ユーロ圏の景気先行きに漸く明るい兆しが見え始めています。

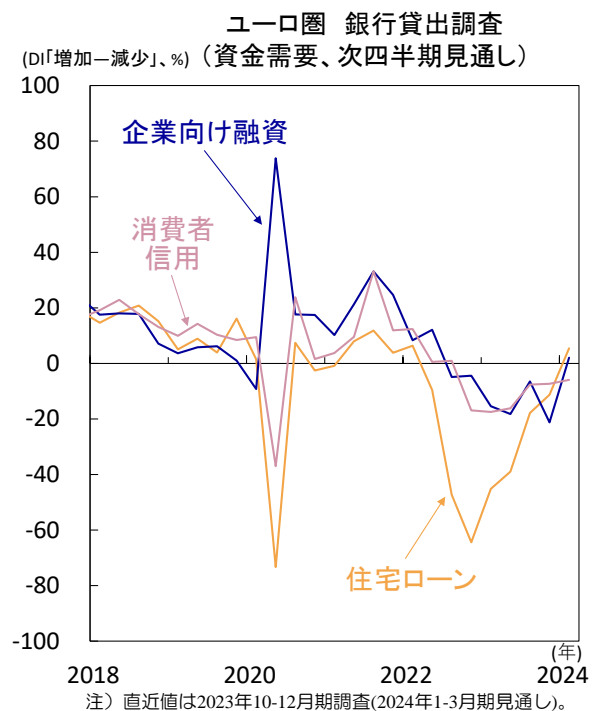
## インフレ圧力を巡る不透明感は未だ拭えず

一方、域内のインフレ動向を巡る不透明感は拭えずにいます。ユーロ圏の12月消費者物価指数は、2022年末に実施されたエネルギー支援策からの反動等により、総合インフレ率は再加速したものの、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除くコア物価は鈍化基調を保ち(図3)、家計のインフレ期待は低下(図4)。域内のインフレ減速は着実に進展しつつも、先行きの下げ渋りの可能性が意識されています。域内の雇用情勢は堅調さを保ち、賃金上昇圧力は高止まっています(図5)。また、足元で企業は、利益確保に向けて価格引き上げの意向を示唆(図6)。加えて、フーシ派による紅海での船舶攻撃等の影響により、エネルギー価格や供給網への懸念も高まっています。

欧州中央銀行(ECB)は1月政策理事会で、基調的なインフレは低下傾向が続いていると評し、インフレへの警戒をやや和らげつつも、域内のインフレ圧力は高止まりしていると指摘。利下げ議論は時期尚早と明言し、データ次第の政策方針を強調しました。物価目標回帰を確信するにはインフレ鈍化が一層進む必要があるとしており、インフレ動向を精査する展開は続きそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 1月総合PMIは引き続き「50」割れも、  
製造業部門が改善に寄与

出所) S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 金融引き締めが資金需要を  
依然圧迫も、底打ちを示唆

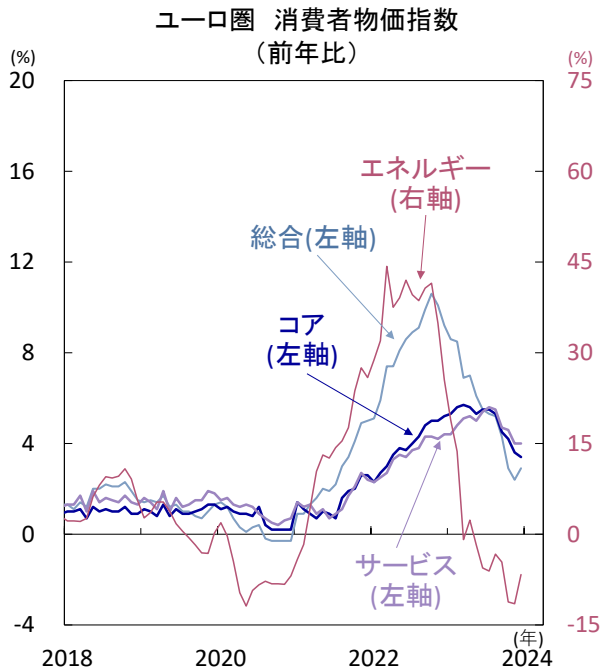
出所) ECB(欧州中央銀行)より当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－欧州

2024年2月

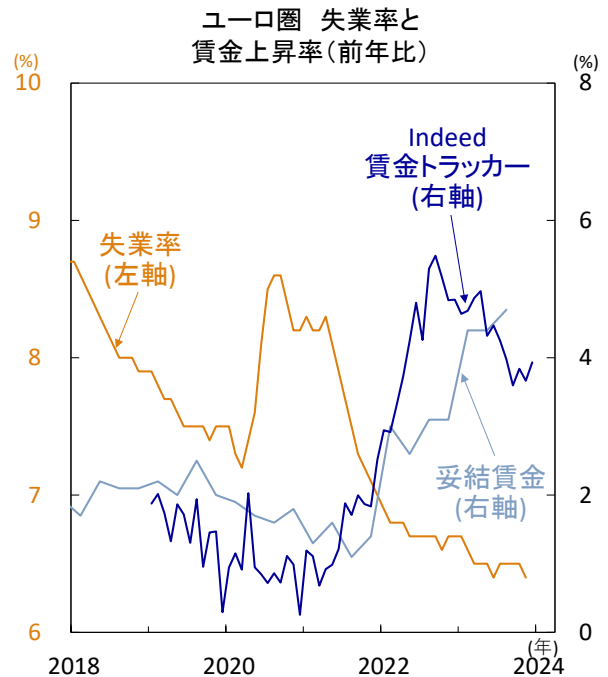
【図3】ユーロ圏 12月総合インフレ率は再加速も、コアインフレ率は減速基調を維持



注) 直近値は2023年12月(速報値)。  
コア:除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ。

出所) 欧州統計局(Eurostat)より当社経済調査室作成

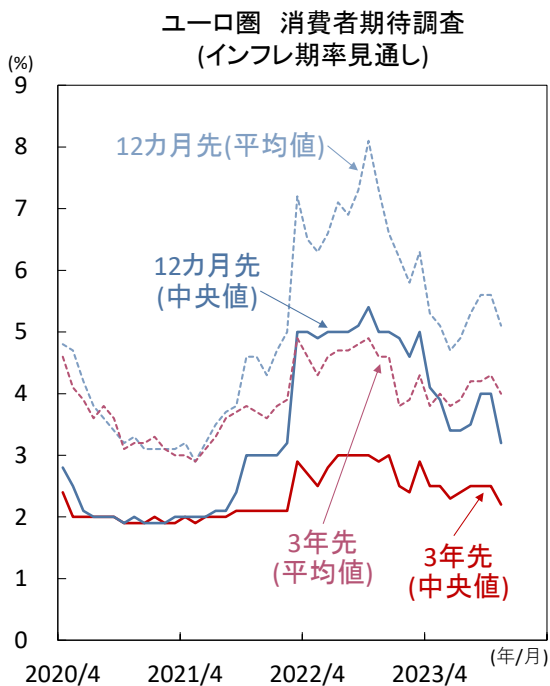
【図5】ユーロ圏 12月求人賃金上昇率は再上昇し、賃金上昇圧力の根強さを示唆



注) 直近値は妥結賃金が2023年7-9月期、失業率が同年11月、賃金トラッカーが同年12月。

出所) Eurostat、Indeedより当社経済調査室作成

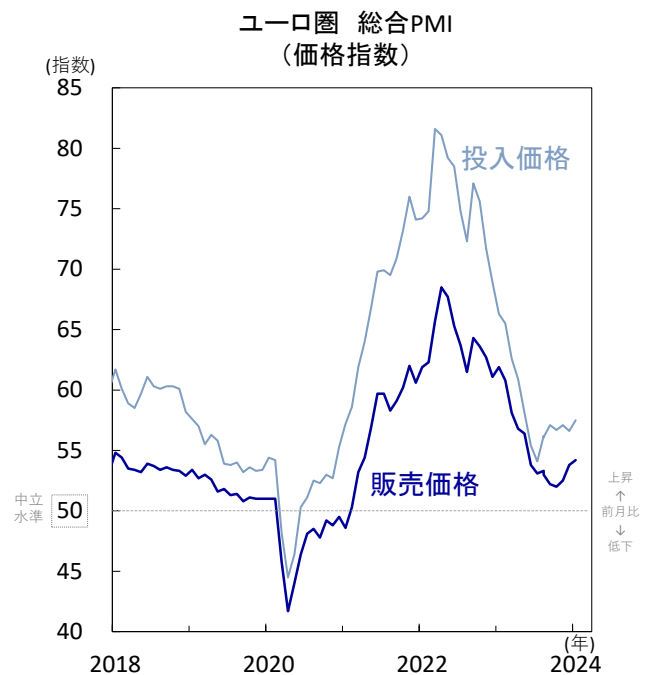
【図4】ユーロ圏 家計のインフレ率見通しは再び低下へ



注) 直近値は2023年11月。

出所) ECBより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 企業の販売価格指数は上昇を続け、価格転嫁意欲を反映



注) 直近値は2024年1月(速報値)。

出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年2月



## オーストラリア(豪)経済

## 金融市場は年後半の 豪中銀利下げを織り込む動きに

### フルタイム雇用者数が大幅減

企業・家計の景況感がともに停滞しており、豪景気の減速感が強まる可能性があります(図1)。昨年12月の小売売上高は前月比▲2.7%(11月:+1.6%)とブラック・フライデーに伴う大規模セールによる押し上げの反動もあり大きく減少。家計の貯蓄率は2007年10-12月期以来の水準まで低下しており、消費の伸びは鈍化しています(図2)。物価高は和らぎつつも、高金利による債務返済負担の増加により消費は一段と減速する可能性があります。

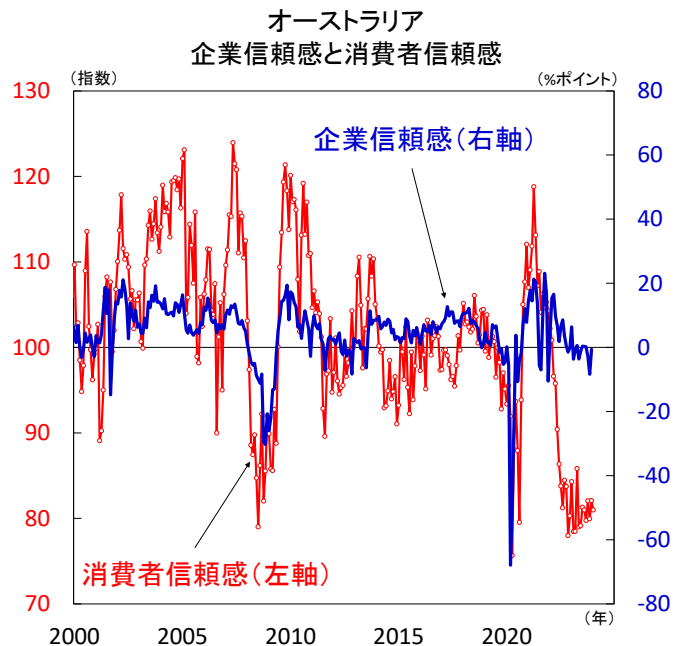
12月の雇用統計では、雇用者数が前月差▲6.5万人(11月:+7.3万人)と大幅に減少(図3)。パートタイムが+4.1万人(同+1.6万人)と増加したものの、フルタイムが▲10.7万人(同+5.7万人)と2020年5月以来の大幅減となりました。また、総労働時間は前月比▲0.5%(同▲0.2%)と2カ月連続で低下し、雇用環境の悪化を示しました。失業率は3.9%と横ばいに留まったものの、労働需給に起因する賃金上昇圧力は後退しています。

### インフレ率の減速を受けて利下げ観測強まる

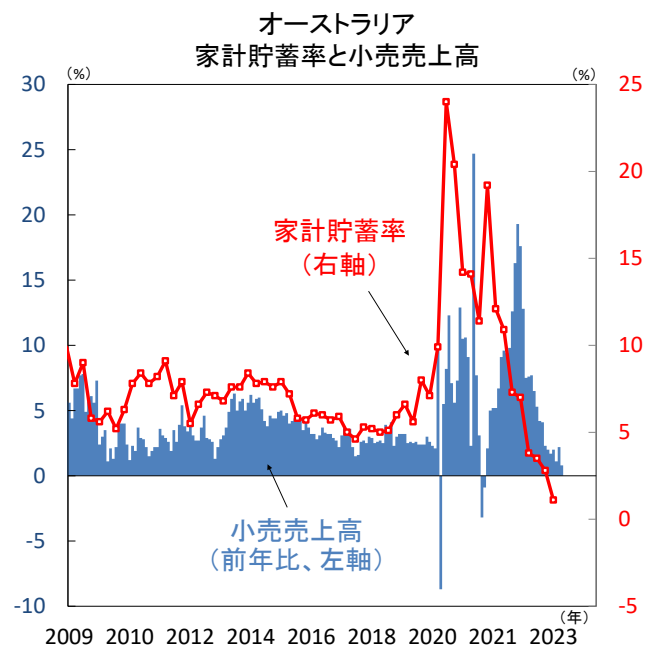
消費者物価は11月に前年比で+4.3%(10月:+4.9%)と減速しました(図4)。内訳をみると、輸送が+3.6%(同+5.9%)、食品・飲料が+4.6%(同+5.3%)、娯楽・文化が+1.2%(同+2.7%)へそれぞれ鈍化しています。また、野菜・果実、自動車燃料、旅行を除いたコア物価は+4.8%(同+5.1%)と2022年9月以来の低い伸びとなり、インフレ率が豪中銀の物価目標への収斂に向け減速している事が示されました。2月6日の金融政策決定会合で豪中銀が政策金利据え置きを決定する可能性が高まったと言えます。

豪中銀は今後金利据え置きを継続し、利下げへの政策転換の時期を見極めるとみています。金融市場は既に年内2回程度の利下げを織り込んでいます(図5)。ただし、利下げ転換には賃金上昇率の明確な鈍化を確認する必要があります。昨年7月の最低賃金の大幅引き上げの影響が残る今年半ばまで賃金は前年比で高めの伸びが続くとみられます。豪中銀のタカ派的な金融政策スタンスを考慮すれば2024年前半に金融緩和に転じる可能性は低く、長期金利は緩やかに低下する展開を予想しています(図6)。(向吉)

【図1】消費者マインドは低迷、  
企業マインドは悪化傾向



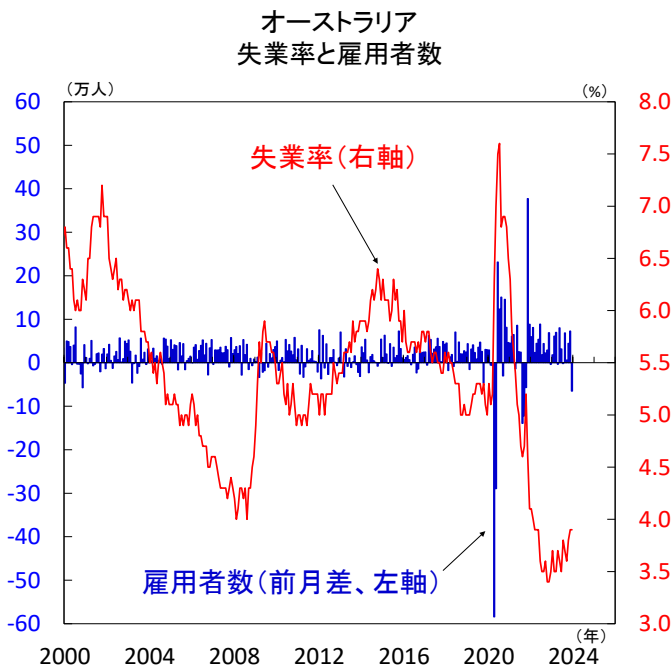
【図2】小売売上高の伸び率は減速、  
貯蓄率は大きく低下し消費鈍化が続く可能性



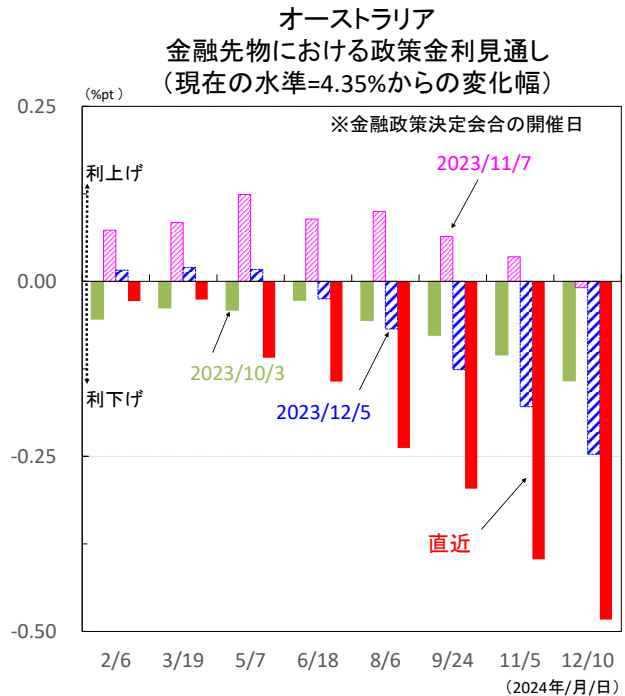
## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年2月

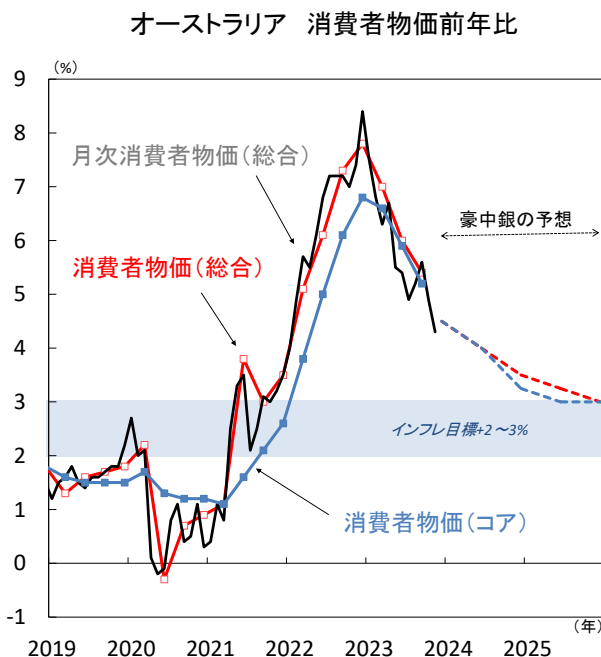
**【図3】雇用者数が前月比で大幅減少、失業率は徐々に上昇し雇用環境は悪化**



**【図5】利下げ観測が一段と強まる、市場は2024年後半に2回程度の利下げを見込む**



**【図4】消費者物価前年比は順調に減速、豪中銀の物価見通しに沿った動き**



**【図6】利下げを織り込む金融市場、長期金利は政策金利を下回る水準**



## ② 各国経済見通し－中国

2024年2月

## 中国経済

金融市場で高まる中国経済停滞懸念、  
2024年の5%成長に向け不安な船出

## 2023年通年の実質GDP成長率は+5.2%に

中国景気は緩やかな回復基調を保っています。2023年10-12月期実質GDPは前年比+5.2%とほぼ市場予想通りとなり、通年では+5.2%と政府目標（+5.0%前後）を達成しました（図1）。2024年目標は3月5日開幕の全人代（日本の国会に相当）で発表予定ですが、すでに多くの地方政府（省・市・自治区）が+5.0～5.5%程度に設定していることから、国全体で+5%程度の成長を目指すと考えます。

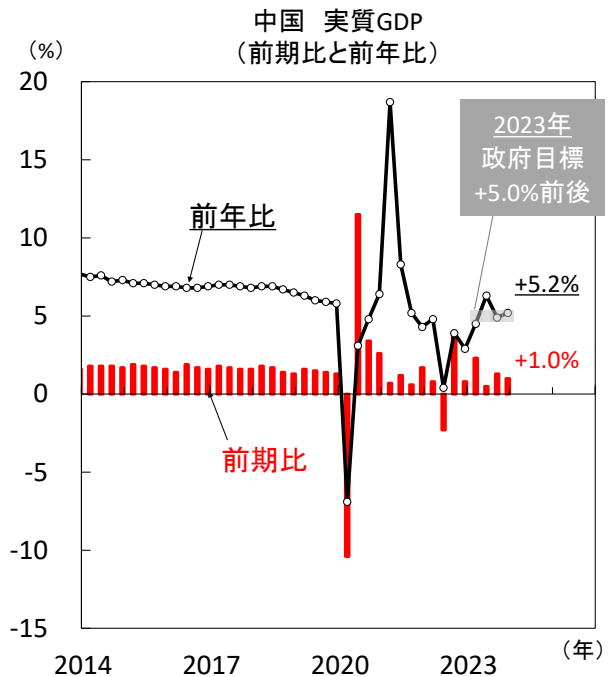
2023年12月の月次指標を見ると、鉱工業生産が同年11月:前年比+6.6%→12月:+6.8%と堅調、都市部固定資産投資（年初来）は同+2.9%→+3.0%と低調も、インフラ投資が同+5.8%→+5.9%と1年ぶりに加速するなど安定化の兆しもあります（図2）。一方、好調だった小売売上高は同+10.1%→+7.4%に減速、2022年末のゼロコロナ解除後のリベンジ消費一巡の動きも見られます。不動産市場については、小刻みな金融緩和などの効果が顕在化せず消費者心理や経済全体の重しになっている点は否めません。

## 不動産不況を含め、強まる中国経済の悲観論

全国住宅価格調査を見ると、前月比下落となった都市数は62に増加（上昇は7に減少）と需要の弱さが目立ちます（図3）。家計の購買力は景気持ち直しとインフレ鈍化で改善していますが、肝心の心理面が上向き兆しが見られません（図4）。都市封鎖を含む強硬なゼロコロナ政策を始めとする数々の民間統制措置や米欧との外交摩擦による景気低迷が、かつての日本同様、家計行動の保守化を招いている懸念があります。物価もインフレ鈍化というよりはむしろデフレの様相にあり、1月に10年国債利回りが2002年以来初の2.5%割れとなる場面もありました。

2023年の総人口が2年連続減少、出生率が過去最低を更新と少子化進行も深刻です（図5）。軟調な中国株や人民元相場は「中国の日本化」リスクなど経済の長期停滞懸念の裏返しとも言えるでしょう（図6）。中国に対する投資家の評価が厳しさを増すなか、小出しの景気対策がかえって市場の失望を誘う可能性があります。（瀧澤）

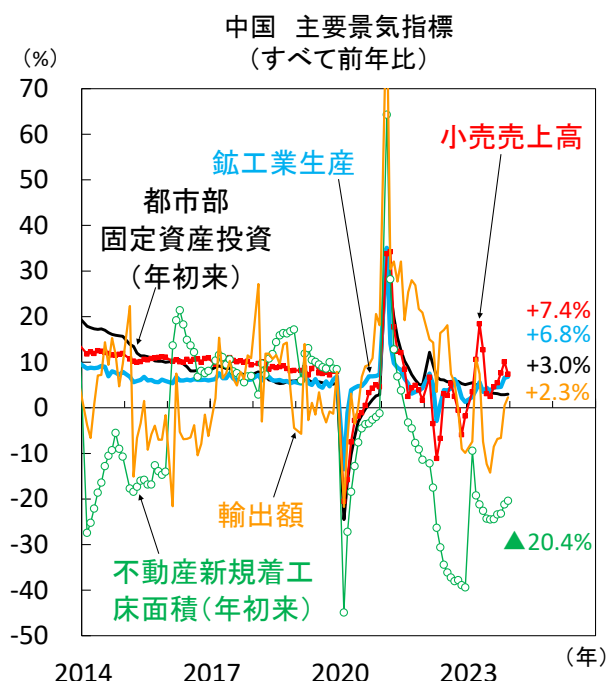
【図1】 実質GDP成長率は2022年:+3.0%から  
2023年:+5.2%に加速し2年ぶりに目標達成



注) 直近値は2023年10-12月期。

出所) 中国国家统计局、中国国务院より当社経済調査室作成

【図2】 2023年経済を支えた消費急回復が一巡、  
最大の課題である不動産不況は依然継続



注) 鉱工業生産以外は名目ベース。  
直近値は2023年12月。

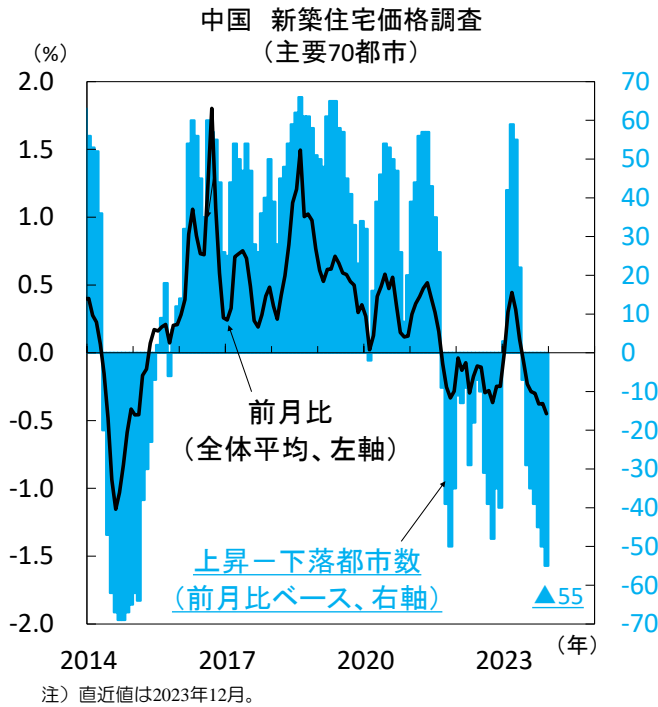
出所) 中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－中国

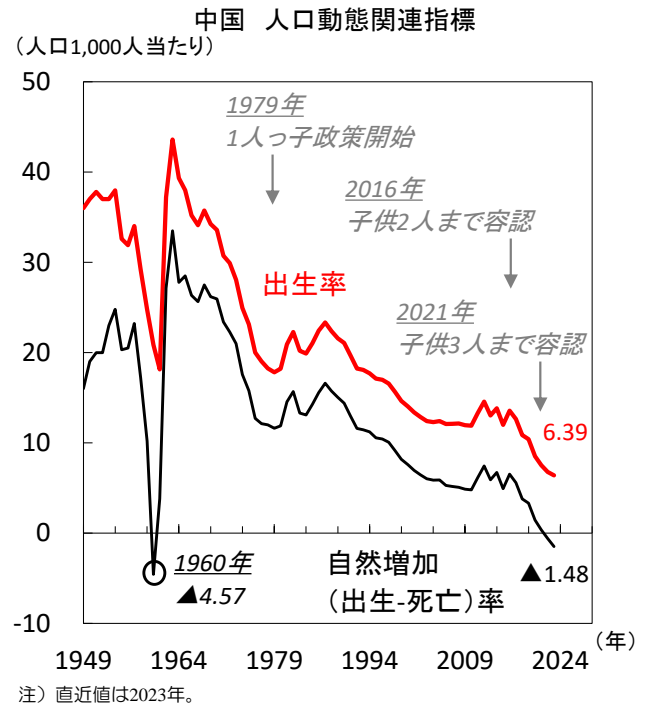
2024年2月

【図3】不動産不況から抜け出せない中国、住宅価格の広範な下落がより鮮明に



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図5】少子化加速で2023年の人口は2年連続減、中国の長期停滞リスクが意識される一因に



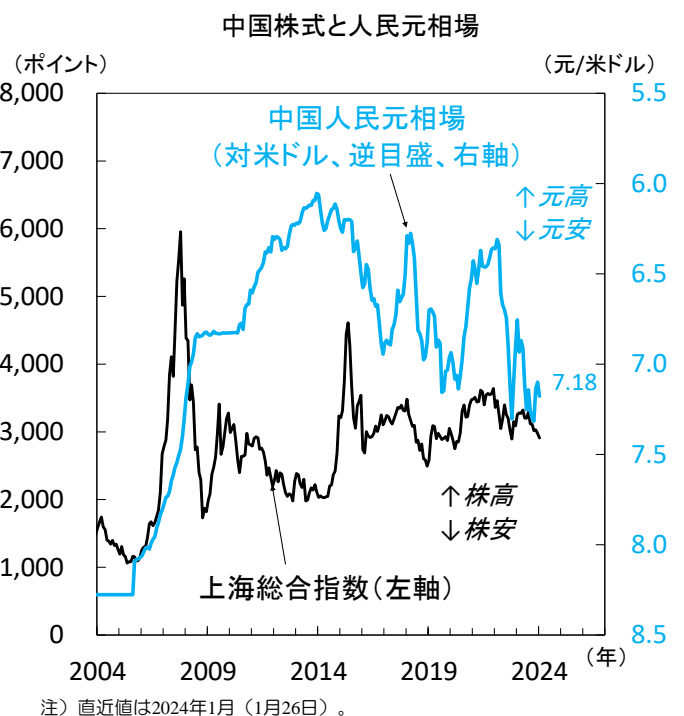
出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図4】インフレ鈍化で家計の購買力は改善も、心理面の改善見られず購買意欲は低迷が



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】中国株式や人民元の下落トレンド継続、中長期的な中国先行き悲観論を反映が



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し—タイ

2024年2月

## タイ経済

## 利下げを促す政府とこれを拒む中央銀行

## セター首相は中央銀行に利下げの検討を要請

タイでは、金融政策を巡って政府と中央銀行の対立が深まっています。1月24日、同国の副財務相が政策金利が高すぎ景気を下押ししていると通信社の取材で発言。国民の負担を和らげるために早期の利下げが行われることを望むとも述べました。同日には財務省が昨年のGDP成長率が+1.8%(一昨年+2.6%)に留まったとの推計を公表。政府広報官は「この数値は中央銀行(タイ銀行:BoT)の見通しを下回る」と、同行の景気見通しが楽観的過ぎたのではないかと疑問を暗に示しました。1月8日にはセター首相がインフレは極めて低く利下げが検討されるべきと発言。総合物価の伸びがマイナスとなる中でも(図1)金利を据え置くBoTの姿勢を疑問視しました(図2)。

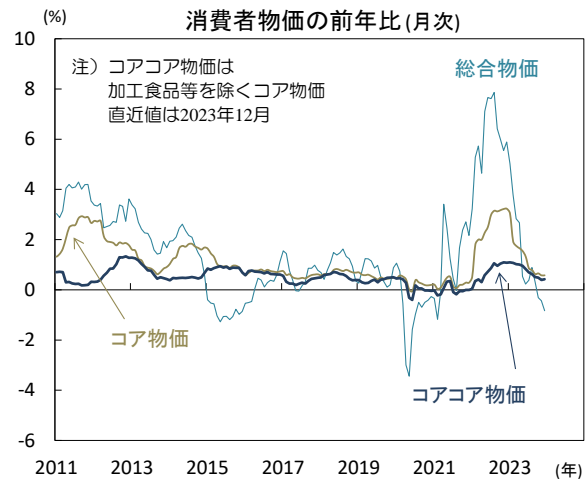
一方、渦中のBoTは1月15日に異例の「政策説明会」を開き、現状では金利の据え置きが妥当であると反論しました。これを受けて、BoTによる早期利下げへの懸念は後退。一部の市場参加者は、「政策説明会」が政府の圧力を受けたBoTが緊急会合を開いて利下げを行うための準備ではないかと懸念していました。

## 景気と物価が軟調な下でも政策金利を据え置き

物価が低迷し景気が軟調な中でもBoTは政策金利をやや高い水準で据え置いています。11月29日、同行は政策金利を2.5%に維持(図2)。前回9月まで8回連続の利上げ(0.5%→2.5%)を経た金利据え置きでした。

BoTの声明は、景気と物価の見通しを引き下げつつ、「生産は潜在水準に向けて回復を続けている」との認識を維持しました。現在の政策金利は(a)物価を目標内に維持し、(b)金融システムの安定を保ち、(c)十分な政策余地を残すことを助けていると指摘。累積利上げの結果金利は中立水準に近い水準にあり、景気の回復に伴って需給ギャップが縮小に向かう中でも経済を安定させるだろうとの自信をうかがわせました。BoTは今年の景気物価見通しを下方修正。予想以上に軟調な7-9月期のGDP成長率(図3)や、政府の燃料価格抑制策を受けた足元の物価低迷を反映した模様です。GDP成長率は前年比+3.8%(従来+4.4%)、総合物価上昇率は同+2.2%(同+2.6%)、コア物価は同+1.5%(同+2.0%)へ下方修正されました。

【図1】総合物価の伸びは3カ月連続でマイナス



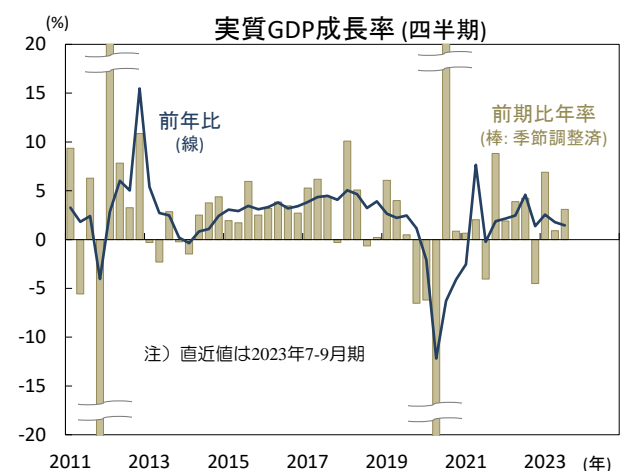
出所) タイ商務省、CEICより当社経済調査室作成

【図2】政策金利は約10年ぶりの水準へ上昇



出所) タイ銀行(BoT)、Bloombergより当社経済調査室作成

【図3】7-9月期の実質GDPは前年比+1.5%へ鈍化



出所) タイ国家経済社会開発委員会(NESDC)、CEICより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－タイ

2024年2月

## 景気と物価は低迷し利下げを促す見込み

## ■ 政府の補助金も総合物価を押し下げ

BoTは現政権が計画するデジタル通貨の給付(16歳以上の全国民に1万バーツ)が実現しなかった場合は、上記3指標の見通しは+3.2%/+2.0%/+1.2%へとさらに低下するとの試算も公表。法律上の問題から同事業の資金調達関連法の整備が難航していることを受けたものでしょう。

足元では物価が低迷しています。12月の総合消費者物価は前年比▲0.8%(11月▲0.4%)と3カ月連続のマイナス(図1)。政府による必需品価格の抑制措置によります。燃料は同▲5.1%(同▲4.5%)、公共料金は同▲3.1%(同▲3.1%)と低迷。補助金によって電力やガソリンや軽油の価格が抑えられている影響です。また、食品も同▲0.6%(同+0.2%)へ反落しました。肉・魚類が同▲6.5%(同▲7.2%)、果物・野菜が同▲2.8%(同+3.6%)と低迷。一方、穀物等は同+4.2%(同+5.1%)、卵・乳製品は同+7.0%(同+6.7%)と高止まりました。食品と燃料を除くコア物価も同+0.6%(同+0.6%)と低位であり、需要側からの物価上昇圧力は見られません。

## ■ 当面金利を据え置き、今年後半に利下げか

前述のBoTによる政策説明会(1月15日)で、BoTのピティ総裁補は、景気の回復が遅いのは海外からの来訪者や輸出の伸びが期待外れであるためであり(図4、図5)、(a)外部環境の悪化と(b)同国経済の競争力の低下が原因と指摘。政策金利は経済構造の悪化による競争力の低下を正すのに適切な手段ではないとしました。BoTは足元のデフレは需要の低迷ではなく供給側の要因(政府の補助金や国際燃料価格の低迷)によると指摘しました。ピティ総裁補は金利の引き下げが過剰な借入や利回り追求など金融システムの安定性を脅かすリスクも指摘。低所得家計や中小企業の抱える過剰な債務に関しては債務再編などを行うべきであり、金利の引き下げによる返済負担の抑制は正しい対処法ではないとしました。

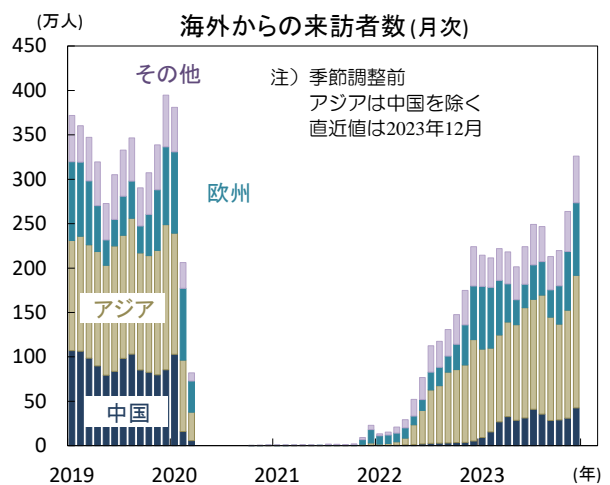
BoTは当面政策金利を据え置く構えです。もっとも、足元では内需の勢いが鈍化しており、コア物価の前年比は同+0.6%と軟調で(図1)、銀行貸付の伸びも低迷(図6)。BoTの予想する通りに景気が回復し需給ギャップが解消するかは定かではありません。今後、法律上の問題からデジタル通貨給付による家計消費支援策が実現せず景気が予想以上に下振れた場合、BoTは今年後半に累計0.5%ptの利下げを行う可能性が高いと考えられます。(入村)

【図4】足元では輸出入ともに勢いを欠く



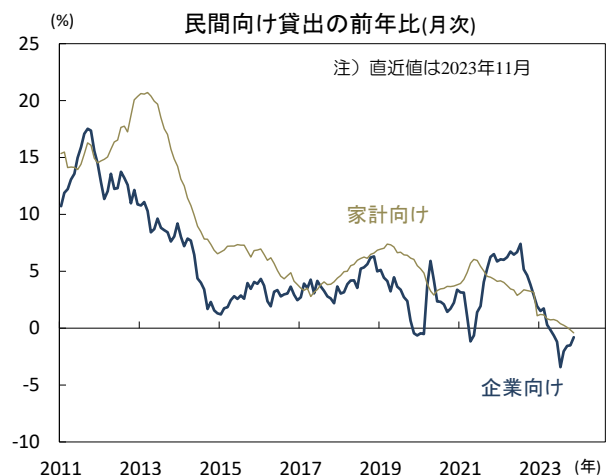
出所) タイ商務省、CEICより当社経済調査室作成

【図5】中国からの来訪者数の回復が遅延



出所) タイ移民局、CEICより当社経済調査室作成

【図6】銀行貸付は家計向けと企業向けとも低迷



出所) タイ銀行(BoT)、CEICより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通しーメキシコ

2024年2月

## メキシコ経済

## 景気鈍化の兆候、年前半に利下げ開始か

## 利上げの影響から景気鈍化の兆候

堅調だったメキシコ景気に陰りがみられます。2023年11月小売売上高は前年比+2.7%(10月+3.4%)と鈍化。スーパー・百貨店が同+11.8%(同+12.0%)、衣料・装飾品が同+7.3%(同▲2.5%)と堅調だった一方、金物製品・ガラスが同▲7.5%(同▲3.4%)と軟調。自動車・燃料も同▲4.8%(同▲4.4%)と減速しました。累積利上げの影響が景気に波及しつつある模様です。12月消費者信頼感指数は113.3(11月114.1)と小幅に鈍化(図2)。海外への出稼ぎ労働者による本国への資金送金額も11月は49.1億ドル(10月58.1億ドル)と減額しており、消費の下押しが懸念されます(図3)。

また、企業の生産活動にも減速の兆候がみられます。11月鉱工業生産は前年比+2.8%(10月+5.6%)と鈍化(図4)。ロペス・オブラドール政権によるインフラ投資計画などを背景に堅調だった建設業が同+18.0%(同+28.1%)と鈍化したことに加え、鉱業が同▲2.4%(同+0.1%)、製造業が同▲0.3%(同+1.1%)と縮小に転じたことが要因と言えます。

今年は国内外の累積利上げの影響によるグローバルな景気減速が見込まれています。メキシコの通年の成長率は+1.8%程度に留まる想定です。

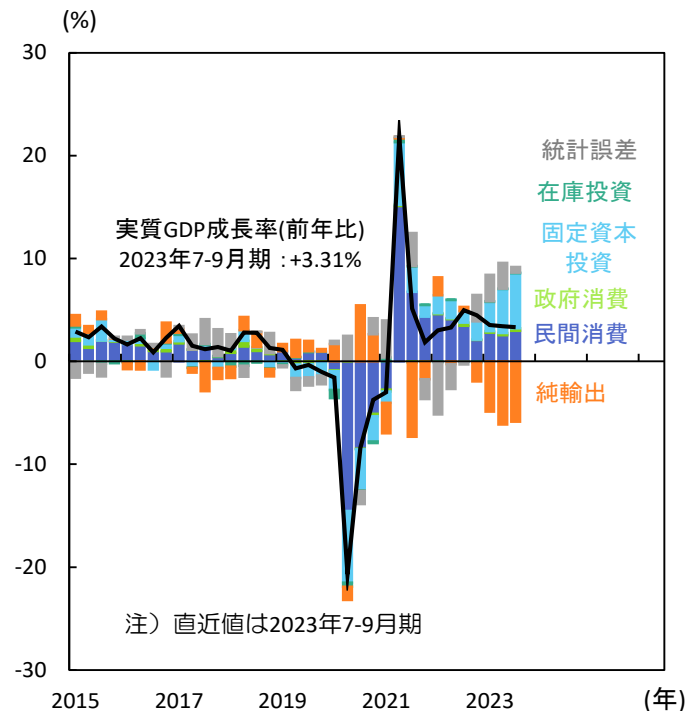
## 今後数会合で利下げが議論される可能性

2023年12月総合消費者物価は前年比+4.7%(11月+4.3%)と再加速。一般果実・野菜が同+11.68%(同+5.59%)と大幅に加速しました(図5)。天候不順などを背景に玉ねぎが同+82.2%(同▲4.1%)、トマトが同+6.2%(同▲14.9%)と上昇したことが要因です。また、エネルギーは同+0.1%(同▲1.6%)と再加速。中東情勢緊迫化が懸念される中、原油価格上昇が懸念されます。一方、コア物価は同+5.1%(同+5.3%)と鈍化継続。家具・家電製品が同+2.7%(同+3.4%)、宿泊サービスが同+4.1%(同+5.0%)と減速したことが要因です。インフレ再加速が懸念されますが、利上げの影響もありインフレ鈍化基調は今後も続く見込みです。

メキシコ中銀は12月の会合で6会合連続となる政策金利の据え置きを決定しましたが、議事要旨では5人中3人の理事がハト派寄りの意見を提示。今後数会合の内に利下げが議論される可能性は高く、早ければ3月会合で利下げが開始される見込みです。ただし、インフレは上振れリスクに偏っているとの見方も示していることから緩やかな利下げペースを想定。2024年末の政策金利水準は9.50%程度になると思われます。(北村)

## 【図1】民間消費と固定資本投資が景気を下支え

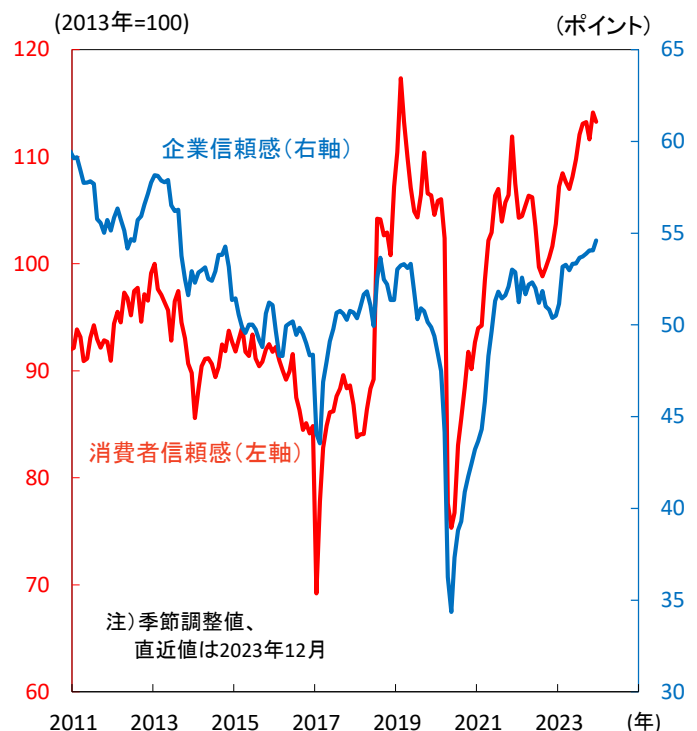
メキシコ 実質GDP(前年比)と項目別寄与度



出所) メキシコ地理統計院、CEICより当社経済調査室作成

## 【図2】利上げの影響を受けながらも、消費者信頼感は堅調さを維持

メキシコ 消費者信頼感と企業信頼感



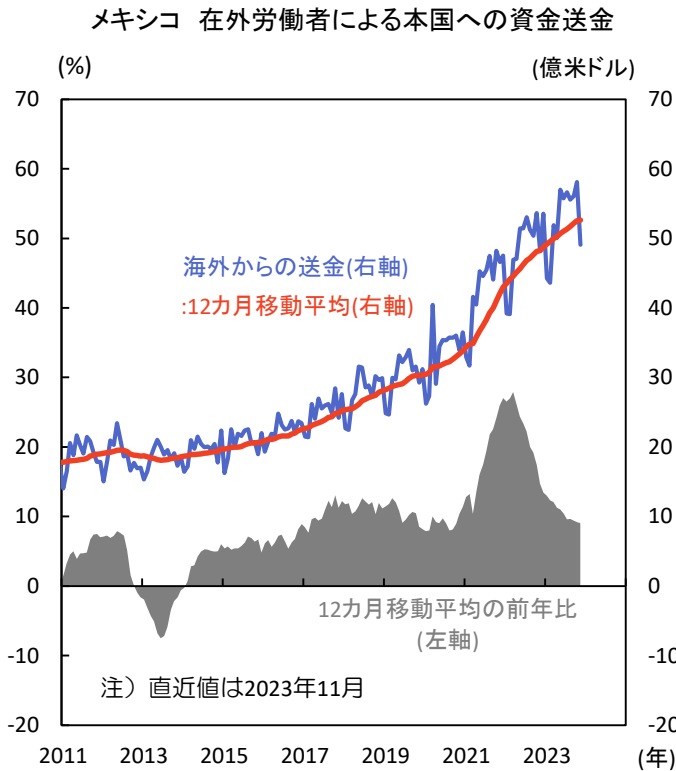
出所) メキシコ地理統計院、CEICより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通しーメキシコ

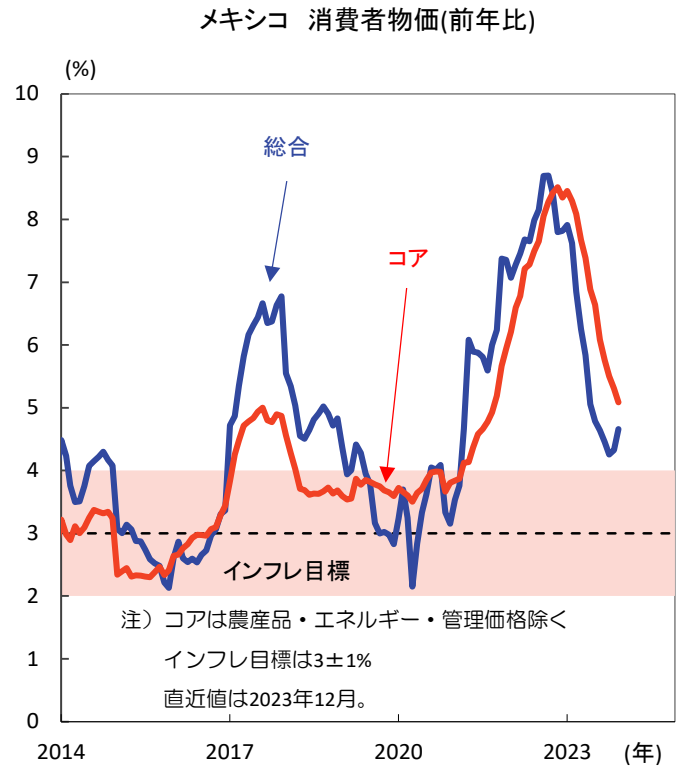
2024年2月

【図3】 本国への資金送金額の伸びは鈍化が続く



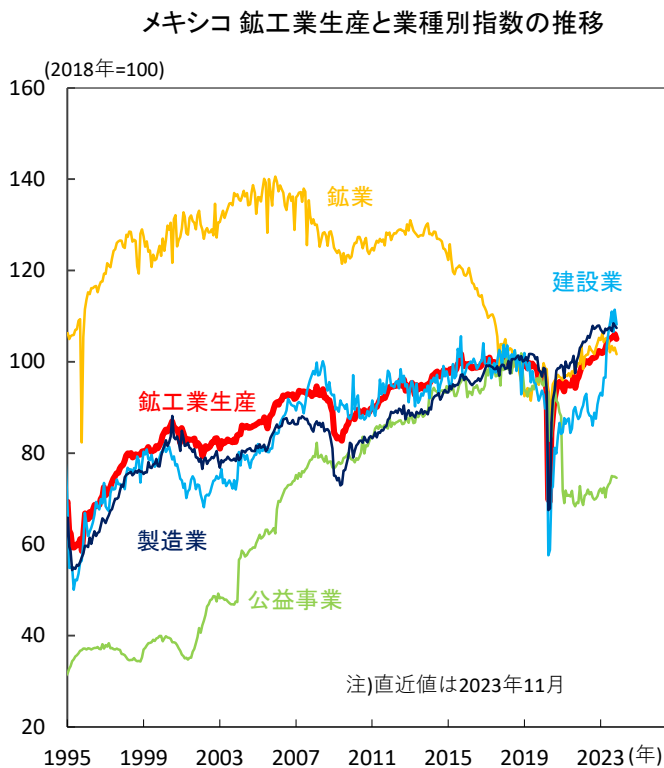
出所) メキシコ中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

【図5】 総合物価は再加速も、コア物価は鈍化基調継続



出所) メキシコ地理統計院、メキシコ中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

【図4】 建設業が牽引も、徐々に鈍化の兆候



出所) メキシコ地理統計院、CEICより当社経済調査室作成

【図6】 6会合連続で政策金利を据え置き



出所) メキシコ中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2024年2月

## 世界

## 1月の株式市場は地域別で温度差が鮮明に

1月の株式市場は明暗の分かれる展開でした（図1上・下）。地域別では先進国優位ななか、特に日本が好調でした。政治資金問題を巡る政局不安が続くも、デフレ脱却期待が追い風となった印象です。一方、新興国は全体的に軟調で、特に中国が足を引っ張りました。中国当局が株式市場の安定化策を検討との報道があったものの反発材料とはならず、下落基調から抜け出せずにいます。

## 米中両国の景気回復基調が維持可能かが鍵

米国は堅調な消費を支える雇用改善の流れにさほど変化はなく、中国も昨年に続く年率5%程度の経済成長維持に向け、小刻みな景気対策を打ち出す公算が高いとみめます。先進国株式は昨年終盤に急騰し過熱感が意識されやすく、短期的な調整リスクは残るものの、米中二大国の景気回復持続への見方が保たれる間は、コロナ危機後の中期的な株高が崩れる可能性は低いとみめます。（瀧澤）

## 日本

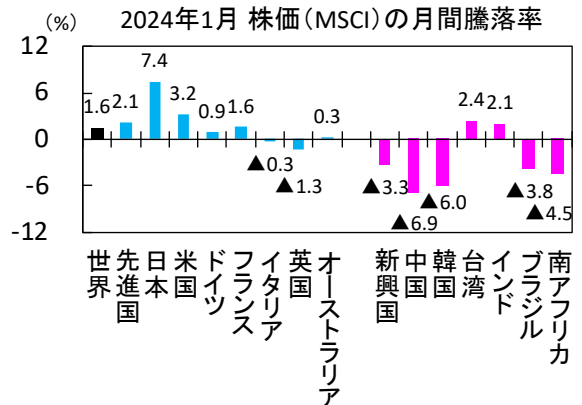
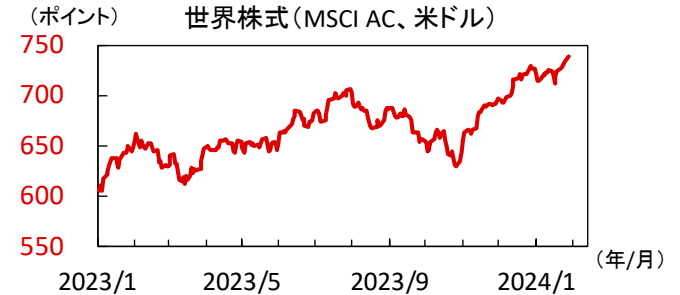
## 日経平均は33年11カ月ぶり37,000円に迫る

1月（～29日）の日経平均株価は+7.7%と大幅に上昇。海外投資家の売買動向は1月第1週～第3週に現先合計で17,307億円の買い越しとなり株価を押し上げました。中国株が軟調に推移する一方、日本株への資金流入の増加や新たな少額投資非課税制度（NISA）に伴う資金入流への期待も下支え要因となり、22日には33年11カ月ぶりに37,000円に迫りバブル期後の高値を更新しました。

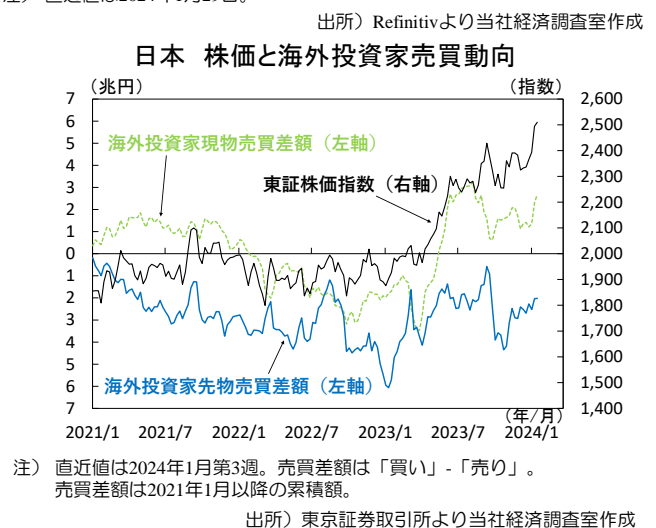
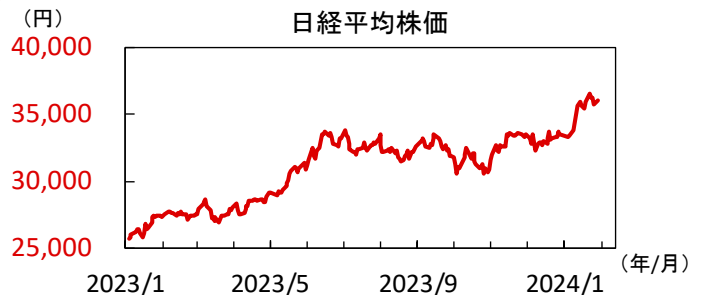
## 円高が株価の重しになる可能性に要注意

堅調な米国株や海外投資家による日本株の買い越しによって、株価は堅調な地合いが続き、バブル期後の高値を更新しています。2月も株価は堅調に推移すると見えます。為替市場については、植田日銀総裁が1月22-23日の政策決定会合後の会見でタカ派的な姿勢を示したことから円高にふれました。今後、金融緩和政策正常化の観測が高まれば、円高が進行する公算が大きく、株価の重しとなる可能性に注意が必要です。（本江）

【図1】1月の株式市場は先進国堅調、新興国低調



【図2】海外投資家は現物、先物ともに日本株買い越し



## ③ 市場見通し－株式

2024年2月



## 米国

## NYダウは順調な滑り出しで最高値を更新

1月のNYダウは前月比+1.71%(29日時点)と上昇し、史上最高値を更新しています。生産者物価(PPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターが順調なインフレ鈍化を示す一方、労働市場の堅調持続から個人消費は好調を保ち、株式市場は景気後退無き利下げへの期待を高めています。米企業の2023年10-12月期決算は強弱まちまちも、半導体関連業種の業績回復も株式市場の追い風となりました。

## 企業決算後は材料出尽くしの懸念も

米国株式市場は経済成長を背景に着実な上昇を続けています。ただし、利下げ予想は楽観的な期待が先行している面もあり、相場には割高感もみられることから、短期的には上値追いの材料が乏しくなる可能性に注意が必要です。また、足元の相場はテクノロジー関連の業績拡大期待に支えられている面も大きく、地政学リスクの上昇による供給網の混乱など、米国外で生じるリスク要因にも目を光らせる必要があります。(清水)



## 欧州

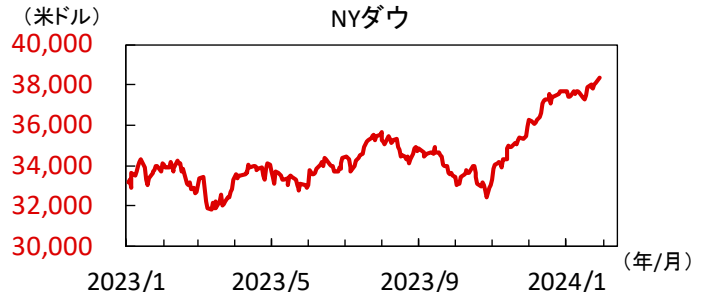
## 市場では、ECBによる4月利下げ観測が再燃

1月のストックス・ヨーロッパ600指数は+1.2%(～29日)と上昇。年初より米欧中銀による早期利下げ期待の後退が相場を圧迫も、欧州中央銀行(ECB)が1月政策理事会で、4月利下げの可能性を明確に否定しなかったことから、市場ではECBによる4月利下げ観測が再燃し、株式相場は急上昇しました。加えて、良好な企業決算や中国人民銀行による景気刺激策も相場の回復に寄与しました。

## 域内景気は底打ちの様相も、依然脆弱

ECBは1月政策理事会で、インフレ警戒をやや和らげたものの、物価目標回帰を確信するにはインフレ鈍化が一層進む必要があるとし、データ次第の政策方針は維持しています。一方、市場では既に9割を超える確率で2024年4月の利下げ開始を予想し、利下げ期待による一段の株価押し上げ寄与は限られそうです。また、ユーロ圏景気は底打ちの兆しをのぞかせつつも、弱含みな推移は続き、目先の株式相場の上昇余地は限られそうです。(吉永)

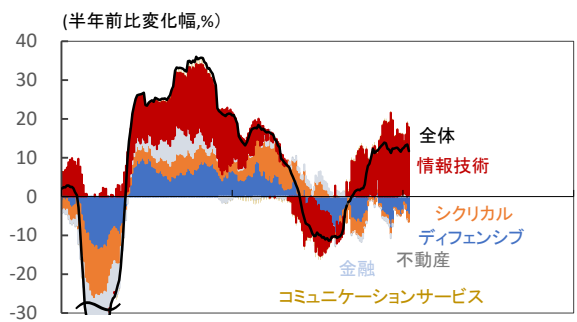
【図3】米国株業績期待はテクノロジー関連がけん引



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

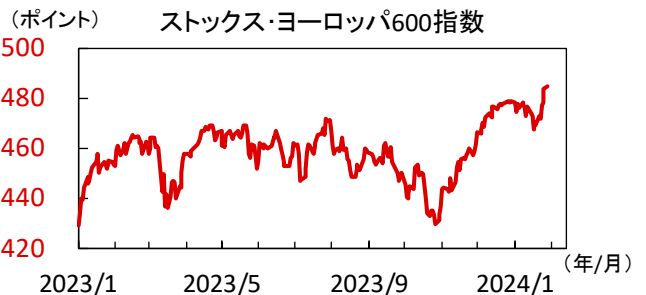
## S&amp;P500 EPS(12カ月先)寄与度セクター別分解



注) ディフェンシブはヘルスケア・公益・一般消費財サービス・生活必需品、シクリカルは資本財サービス・素材・エネルギーの合計。26週前と比較。EPSはBloombergのコンセンサス、直近値は2024年1月26日。

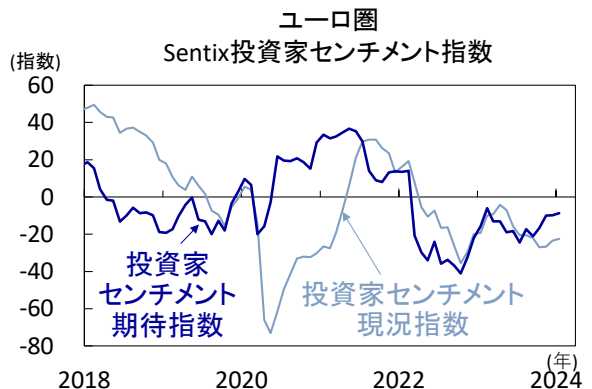
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】投資家の先行き期待の回復は一服の様相



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年1月。

出所) Sentixより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2024年2月

## 世界

## 1月の債券市場は金利上昇に押され軟調

1月の債券市場は、米国主導で世界的に金利が上昇に転じたことを受け総じて軟調でした（図1上・下）。背景には、米国の景気指標が想定以上に堅調な内容となり、早ければ3月と目された米利下げ開始の期待が後退したことに加え、米株高が示す通りリスク選好の流れが強まった点が挙げられます。為替市場で米ドル高の展開となったこともあり、米ドル建ての新興国債券も軟調でした。

## インフレとの戦いは完全に終わったのか？

1月開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）や欧州中銀（ECB）理事会がともに年内利下げの可能性に言及、市場の関心は利下げの開始時期と幅に向いています。ただし景気が想定以上に底堅い場合、インフレ再燃リスクをばらむといえます。市場の前のめりな利下げ観測に当局者がくぎを刺す場面も見られるなか、市場金利が利下げ観測の変化に振らされる可能性に要注意です。（瀧澤）

## 日本

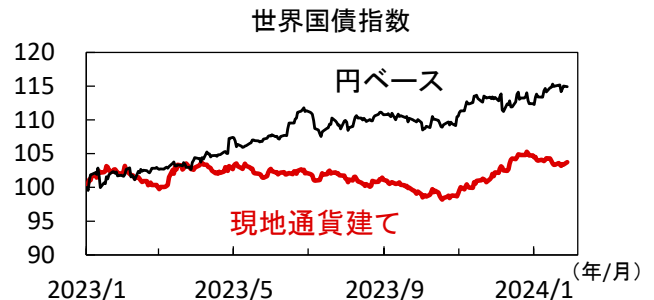
## 1月は米金利上昇を受けて長期金利上昇

1月（～29日）の10年国債利回りは0.1%pt上昇。前半は、日銀の早期政策修正観測の後退から長期金利は低下。しかし、半ば以降、米金利の上昇が国内金利を押し上げました。また、日銀が22-23日の金融政策決定会合で大規模緩和の維持を決定したものの、その後の記者会見で植田日銀総裁の姿勢がタカ派と捉えられたことから、長期金利は0.75%pt程度まで上昇しました。

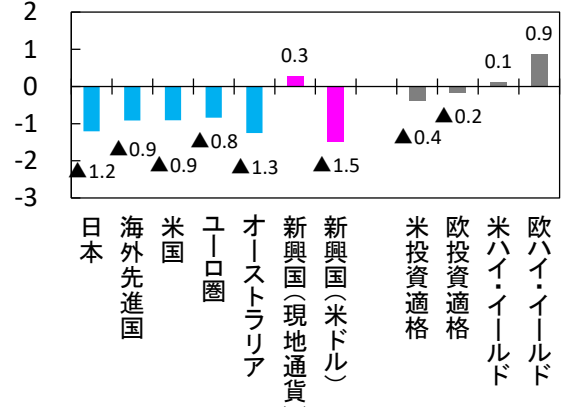
## 3月の金融政策決定会合で政策正常化あるか

日銀は1月の金融政策決定会合において、長短金利を操作するイールドカーブコントロール（YCC）を軸とした現行の大規模金融緩和策の現状維持を決定。新たに公表した経済・物価情勢の展望（展望レポート）では、「物価見通し実現の確度の高まり」との文言が初めて明記されました。市場は日銀の姿勢をタカ派的と捉えたことから、長期金利は上昇する環境が続きそうです。3月の次回会合にて政策正常化が行われるかが焦点です。（本江）

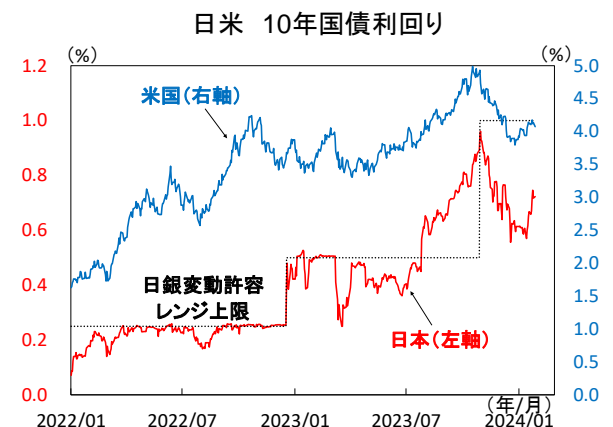
【図1】1月の債券市場は先進国国債中心に軟調



2024年1月 主要債券指数の月間騰落率



【図2】米金利上昇、日銀政策正常化期待で長期金利上昇





## ③ 市場見通し－債券

2024年2月



## 米国

## 米長期金利は上昇、FOMC控え小動きに

1月の米10年国債利回りは上昇しました(29日時点)。米連邦準備制度理事会(FRB)の高官などから市場の楽観的な利下げ織り込みをけん制する発言が相次いだほか、堅調な米経済指標などを背景に、市場の利下げ織り込みはやや後退しています。目前に迫った1月米連邦公開市場委員会(FOMC)では政策金利の据え置きが確実視され、インフレ鈍化を辛抱強く確認する時間帯が続いています。

## 目先はもみ合いも、先行きは金利低下を予想

米金利は低下が続くと予想します。米経済の堅調さを踏まえれば、FRBはインフレの鈍化基調を慎重に確認せざるを得ず、利下げの実施は2024年年央からと見込んでいます。また、米10年債利回りは期待インフレ率と実質金利に分解されますが、FRBはこのうち実質金利が概ね2.0%を超えないように利下げを実施すると考えられます。年後半にかけてインフレ率の鈍化が進展すれば、米10年国債の利回りは4.0%を割り込むと予想します。(清水)



## 欧州

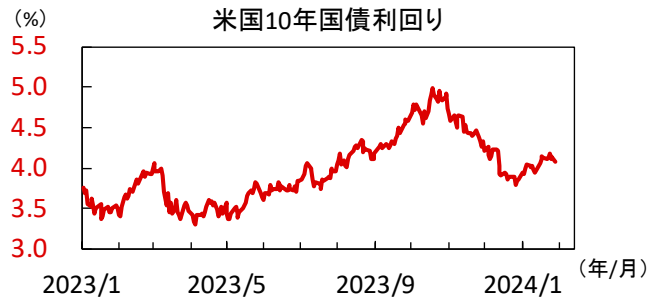
## 過度な利下げ期待が緩和

1月の欧州主要国金利は上昇。堅調な米国景気や中銀高官による利下げ期待へのけん制発言等を背景に、2023年末に急激に高まった米欧中央銀行による早期利下げ期待が後退しました。しかし、欧州中央銀行(ECB)が1月政策理事会で、データ次第の政策運営方針を維持も、インフレ警戒をやや和らげ、利下げ期待へのけん制が限定的に留まったことから、金利上昇は一服しつつあります。

## 利下げ開始時期を慎重に探る展開が継続

1月政策理事会後の記者会見で、ラガルドECB総裁は、夏頃に利下げとの自身の見解を維持も、4月会合での利下げ開始の可能性は否定せず、市場は既に9割を超える確率で4月の利下げ開始を予想。一方、域内の賃金上昇圧力や企業の価格転嫁意欲への懸念は拭いきれずにいます。加えて、紅海情勢を受けて資源価格や供給網も巡る不透明感も増し、利下げ期待の一段の強まりは見込みが高く、域内金利は現行水準での推移を続けそうです。(吉永)

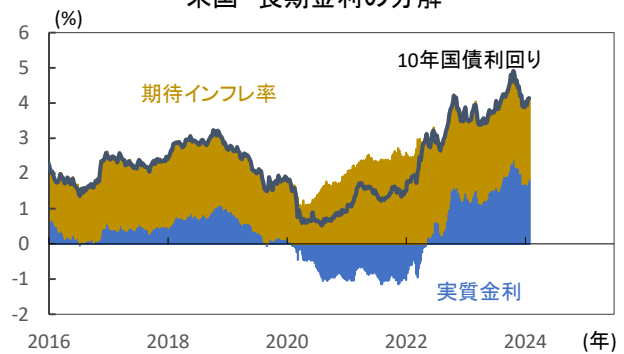
【図3】利下げの織り込みが急速に進む



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

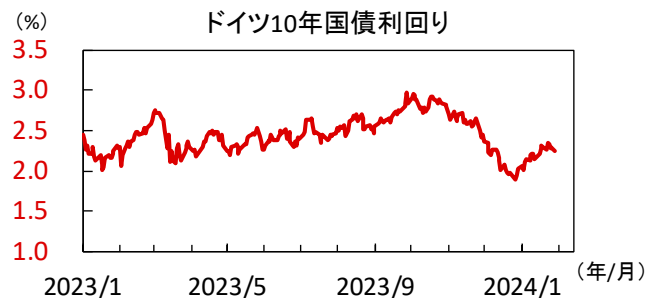
## 米国 長期金利の分解



注) 期待インフレ率はブレークイーブンインフレ10年、実質金利は物価連動国債(TIPS)10年の値をそれぞれ使用。直近値は2024年1月26日時点のデータを使用。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

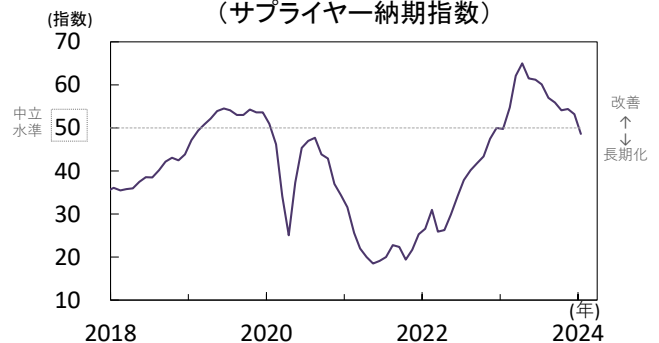
【図4】インフレ動向を巡る不透明感は強く、紅海情勢による供給網への影響に懸念



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ユーロ圏 総合PMI (サプライヤー納期指数)



注) 直近値は2024年1月(速報値)。

出所) S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年2月

## 世界

## 1月の為替市場はほぼ米ドル全面高に

1月の米ドル指数（対主要6通貨）は昨年末比+2.2%と堅調でした（図1上・下、1月29日時点）。米国の相対的な景気の強さと早期利下げ観測の後退を通じた金利上昇が背景にあります。円は日銀会合で早期のマイナス金利解除観測が和らいだこと、資源・新興国など周辺通貨は中国景気停滞懸念やイランの隣国ミサイル攻撃などで中東情勢緊迫化が意識されたことも弱材料となった模様です。

## 市場で意識され始めたトランプ氏再選リスク

2022年にウクライナ、2023年にイスラエルと地域紛争が散発するなか米大統領選挙が本格スタートしました。主役は対中関税強化、ウクライナ戦争早期終結や親イスラエル・反イランを掲げる共和党トランプ前大統領です。2月に立候補資格を巡る最高裁審理、3月に複数の初公判を控えるなか、為替市場も同氏再選をにらんだ米政策転換リスクに神経を尖らす局面が続きます。（瀧澤）

## 米ドル

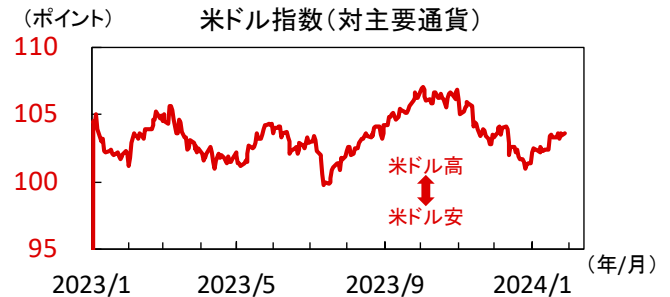
## 米ドルは反転上昇、円は140円台後半へ

1月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）は上昇し、米ドル円も月間で円安に振れています。米国の物価指標は軟化しつつあるものの、複数のFRB高官から市場の楽観的な利下げ期待に対して牽制する発言がみられたことでドル高円安となりました。その後、1月の日銀金融政策決定会合でマイナス金利解除の観測が高まると、円安傾向は一服するも、月間で米ドルは上昇しました。

## ドル高一服も、継続的な円高進行は見込み難い

ドルは底堅い展開を予想します。先進国中銀はインフレの鈍化や利上げによる景気減速を見極め、米欧中心に利下げのタイミングをさぐる段階にあります。一方、日本ではマイナス金利解除の観測が高まっており、金利差の面では先行きの円高局面が予想されます。ただし、日米の基調的な成長力の格差や金利水準の差などを踏まえると、構造的な円安圧力がかけられ続けることから、円高局面でも、円の上昇幅は限定的と見込みます。（清水）

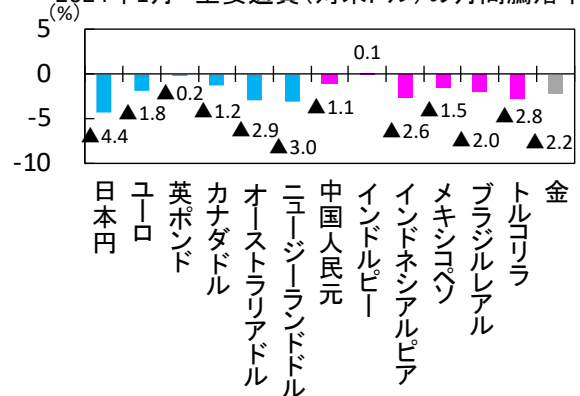
【図1】1月の為替市場は米ドル優位の流れが続く



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

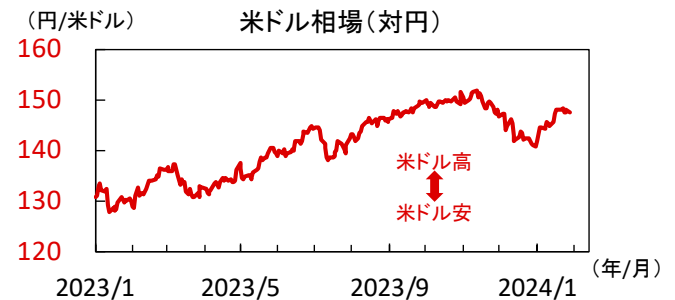
2024年1月 主要通貨（対米ドル）の月間騰落率



注) 値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

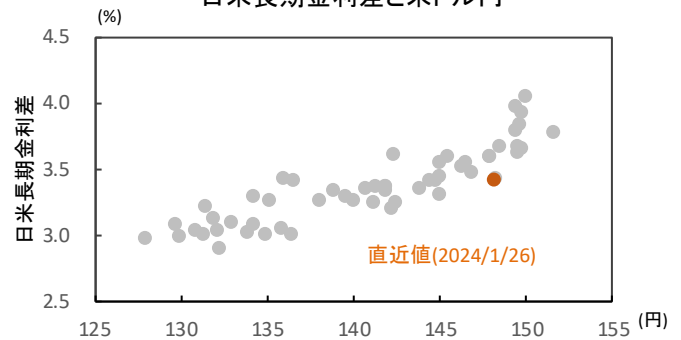
【図2】投機筋のポジションは円売りが継続



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日米長期金利差と米ドル円



注) 日米金利差は（米10年国債利回り-日10年国債利回り）、2022年1月～2024年1月26日までの週次データを表示

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年2月

## ユーロ

## 米欧の過度な利下げ期待が後退

1月のユーロ(～29日)は対ドルで▲1.8%と反落。予想以上に堅調な米国景気や、米早期利下げ期待の後退を背景にユーロ安が進みました。欧州中央銀行(ECB)への早期利下げ期待も後退したものの、1月政策理事会でインフレ警戒をやや緩め、利下げ期待へのけん制が限定的だったことがユーロ相場を抑制。一方、ECBによる早期利下げ期待後退を受け、対円では+2.6%と大きく上昇しました。

## 米欧の金融政策動向をにらみ、一進一退か

ECBは、物価目標回帰を確信するにはインフレ鈍化が一層進む必要があるとして、データ次第の金融政策姿勢を維持も、市場は既に9割を超える確率で4月利下げを予想。しかし、域内の賃金・物価動向を巡る不透明感は根強く、ラガルド総裁の見込む夏ごろの利下げ開始に市場見解が修正される可能性は否めません。一方、米国も底堅い景気指標を背景に利下げ期待が後退する可能性が残り、目先のユーロドルは方向感に欠けそうです。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

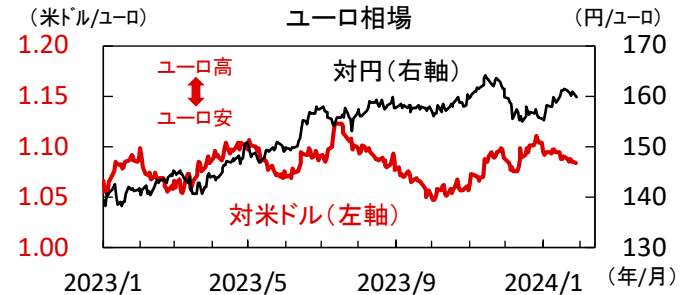
## 米金利上昇を受けて豪ドル軟化

1月(～29日)の豪ドルは対米ドルで▲3.0%と下落しました。米早期利下げ観測が修正される中、米長期金利が再び4%台に上昇した事が豪ドルの軟化につながりました。また、中国の景気不安を背景に中国株が大幅安となった事も軟化要因となりました。豪11月消費者物価が低めの伸びとなった事を受けて、豪中銀が2月政策決定会で政策金利を据え置くとの見方は維持されました。

## 資源価格の調整リスクに注意

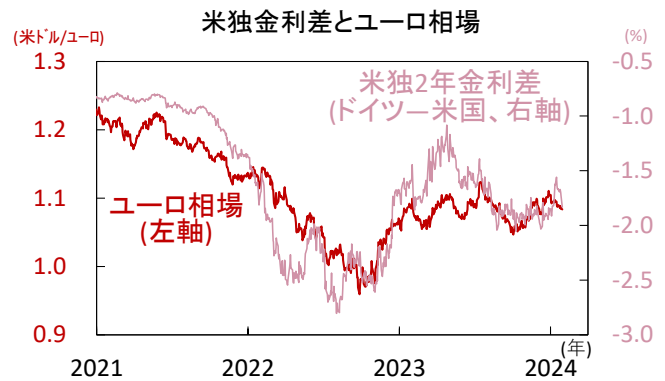
豪利上げ観測の後退で豪ドルは軟化。他方、豪中銀が追加利上げの余地を残している事が底堅さに寄与する可能性もあります。ただし、地政学的な緊張が続くなかで世界経済は下振れリスクの方が大きく、豪州経済も失速リスクを払拭できない状況にあります。また、最大の貿易相手国である中国の経済見通しについても不透明感があります。主力輸出品である資源の価格調整リスクから豪ドルは上値の重い動きが続きそうです。(向吉)

【図3】米欧の利下げ軌道観測に左右される展開



注) 直近値は2024年1月29日。

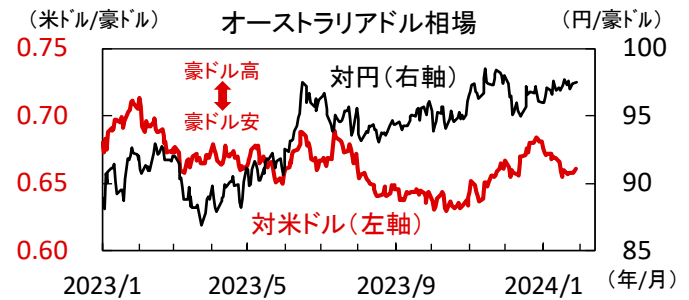
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年1月29日。

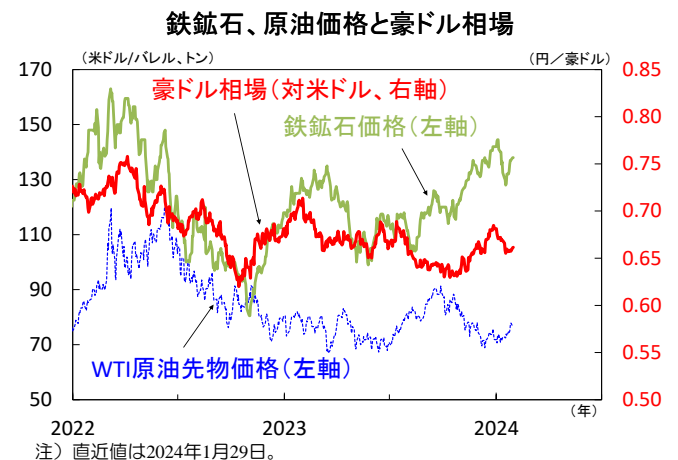
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】豪ドル相場は資源価格動向に影響される



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



## ③ 市場見通し－為替

2024年2月


 ニュージーランド(NZ)ドル

## 早期米利下げ観測後退で米金利上昇し軟調

1月(～29日)のNZドルは対米ドルで▲2.9%と下落しました。米早期利下げ観測が修正される中、米長期金利が上昇した事がNZドル軟化につながりました。24日に公表された10-12月期NZ消費者物価の伸び率は事前予想通り鈍化。ただし、そのうち貿易可能品は前期比で下落するも、非貿易可能品は予想以上に上昇したため、早期利下げ期待が後退しNZドルは一時的に上昇しました。

## インフレ減速で追加利上げの可能性低い

10-12月期のNZ消費者物価は前年比+4.7%と7-9月期の+5.6%から鈍化し、2021年4-6月期以来の低い伸びとなりました。NZ中銀は利上げの再開に含みを持たせているものの、インフレ減速が継続している事から追加利上げの可能性は低いとみられます。一方、非貿易可能品は高めの伸びとなっており、国内要因に起因するインフレ圧力は依然強いと言えます。しばらく高金利を維持する必要があり、NZドルの底堅い動きが想定されます。(向吉)


 インドルピー

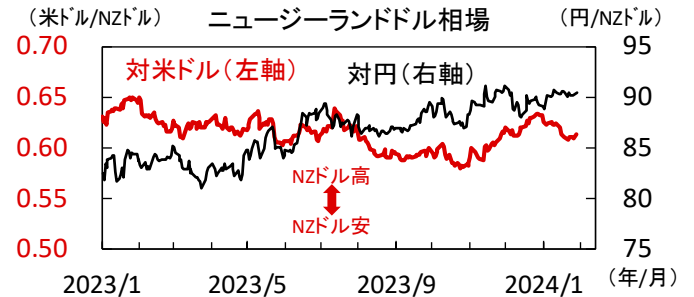
## 米ドル高に対する打たれ強さを発揮

ルピーは1月初から29日にかけて対米ドルで+0.1%上昇。米ドル高が進み主要新興国通貨が下落する中で相対的に堅調でした。同通貨は2023年8月と9月にも米ドル高局面で他の新興国通貨より優位。ドル高への打たれ強さは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昨年10月初以降では1米ドル82.8～83.5ルピーという狭いレンジで推移しました。

## 今後はドル安局面での相場上昇の可能性も

インド準備銀行(RBI)はドル高局面ではドル売り介入で相場の下げを抑え、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12月末より1月19日にかけて71億ドル減少しました。当面は4-5月の総選挙に向けて高まる政治的不透明感が相場下押し要因で、国際債券指数への採用に伴う資本流入が押し上げ要因。IMFは同国の市場介入は市場混乱の抑制という範囲を超えていると指摘。今後はドル安局面でのドル買い介入の規模が縮小し相場の上値が軽くなると予想されます。(入村)

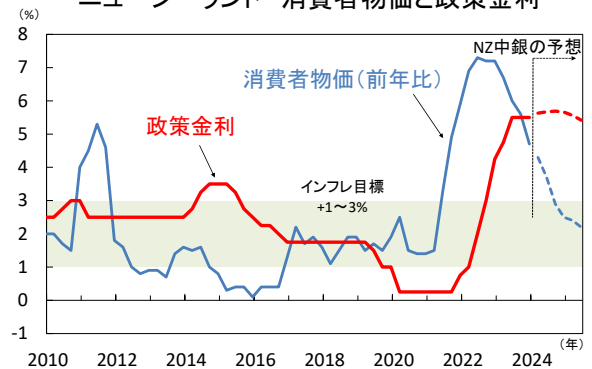
## 【図5】NZのインフレは落ち着きつつある



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

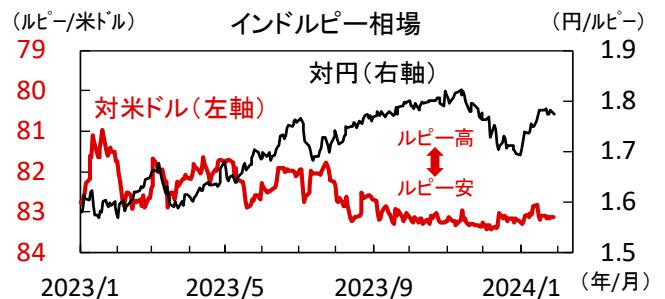
## ニュージーランド 消費者物価と政策金利



注) 実績は政策金利が2023年12月末時点、消費者物価は同年10-12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

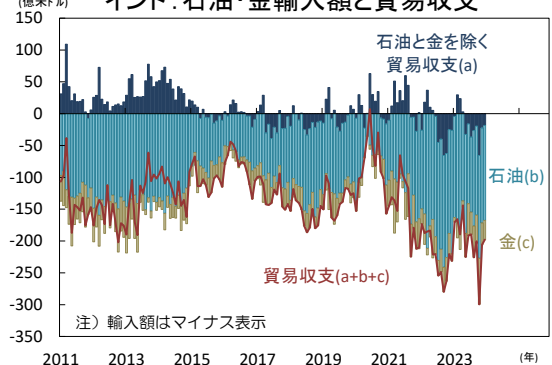
## 【図6】ルピーは1月に対米ドルで+0.1%上昇



注) 直近値は2024年1月29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) 直近値は2023年12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

2024年2月

## メキシコペソ

## 米利下げ観測の後退を受けてペソ下落

ペソは1月に対米ドルで▲1.5%下落。米国の早期利下げ観測の後退に伴う米長期金利の上昇がペソ下落の要因となりました。昨年11月以降、米長期金利の上昇一服を受けて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)が活発化。米長期金利上昇に伴いキャリー収益獲得のために積み上げられていたペソの買いポジションを解消する動きが見られた模様です。

## 利下げ観測やトランプ氏再選リスクが重しに

引き続き高い実質金利がペソを下支えする想定ではあるものの、メキシコ中銀による早期利下げ観測はペソの上値を抑制する見込みです(詳細はP15を参照)。また、米国大統領選挙におけるトランプ氏の再選リスクの高まりは不法移民の取り締まり強化を理由とした経済制裁や米国・メキシコ・カナダの自由貿易協定(USMCA)の見直しなどを通じたメキシコ景気への打撃が懸念されることから、ペソ相場の重しになると想定しています。(北村)

## ブラジルレアル

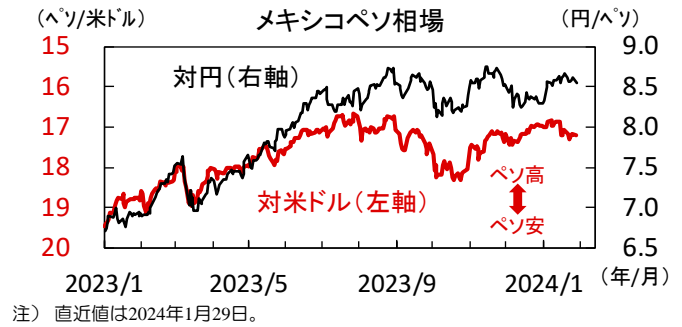
## 米国との金融政策姿勢の違いが意識され軟調

レアルは1月に入り対米ドルで▲1.8%下落と軟調。ブラジル中銀は昨年12月に4会合連続で政策金利0.5%ptの利下げを実施した一方、足元市場で高まっていた今年3月の米国FOMCでの利下げ実施観測が後退。中銀の金融政策姿勢の違いがレアル相場の重石となった模様です。12月会合の声明文では「次回会合でも同じ規模での更なる利下げを予想」としており、次回会合(1月30-31日開催)でも0.5%ptの利下げが実施される見込みです。

## 金融政策格差と中国景気懸念が下押し要因

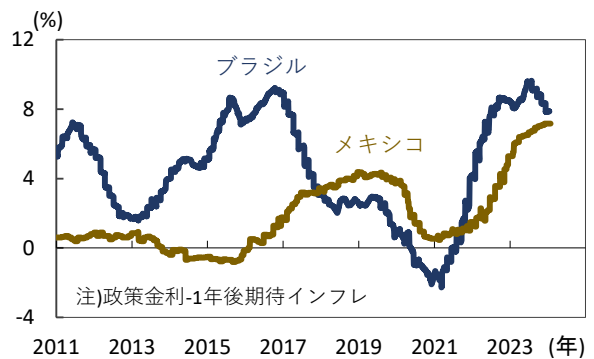
ブラジル中銀とFRBの金融政策姿勢の違いから当面レアルは上値重く推移する想定です。また、主要取引先である中国への輸出量拡大に伴う貿易収支の黒字化がレアルを下支えしましたが、不動産市場を中心に中国景気減速懸念が高まっており、レアルの重石となる見込みです。一方、期待インフレの鈍化を背景に実質金利は高い水準を維持していることから、下値も堅いとみまます。(北村)

【図7】1月にペソは対米ドルで▲1.5%下落



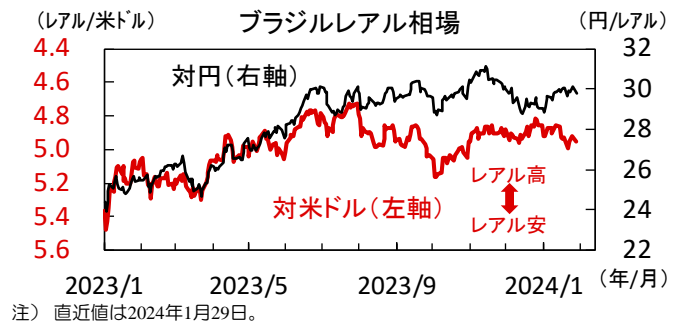
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



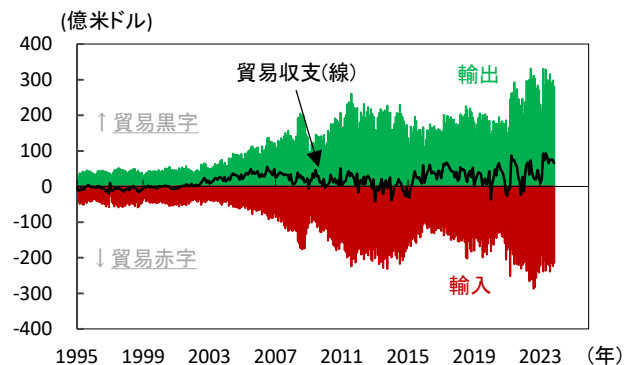
出所) メキシコ中央銀行、ブラジル中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

【図8】1月にレアルは対米ドルで▲1.8%下落



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ブラジル 貿易収支



出所) ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通しーリート

2024年2月

## 日本

## 日本リートは小幅な上昇にとどまる

1月の東証REIT指数は前月からほぼ横ばいでした。月前半は能登半島地震を受けた日銀政策修正観測後退や、少額投資非課税制度(新NISA)を追い風とした国内株高もあり、リート価格は堅調に推移しました。しかし、月後半は1月日銀政策決定会合後に公表された展望レポートや日銀総裁会見を受けてマイナス金利解除観測が高まる中、リート価格は上値の重い展開となりました。

## 春闘を控え、金利先高観は払拭し難い

リートは上値の重い展開を予想します。1月日銀政策決定会合では政策据え置きが決定されましたが、展望レポートでは賃金上昇を伴う持続的・安定的な2%物価目標達成の確度が少しずつ高まっていると記載されました。2024年春闘では賃上げ持続性への注目度が高まる中、日銀政策修正観測は根強く残るとみまます。市場はマイナス金利解除後の利上げを想定しており、国内金利の先高観は引き続きリート価格の重しになるとみまます。(田村)

## 米国

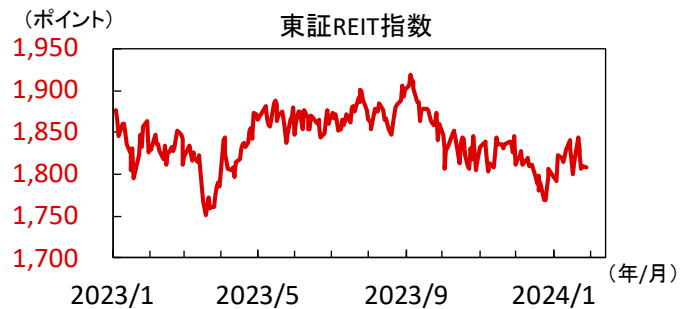
## リートは反発が一服

1月のS&P米国リート指数は前月比▲2.5%と下落しています(29日時点)。米連邦準備制度理事会(FRB)が利下げに転換するとの観測が高まるなか、米国リートは昨年後半から大幅な反発を続けてきたため、スピード調整の面が大きいといえるでしょう。ただし、米経済の底堅さが続くなか、景気後退無き利下げが現実味を帯びてきたことで、リートに底入れの兆しがみられつつあります。

## リート市場は最悪期を過ぎた可能性も

米国リートは上値の重い展開ながら底打ちしつつあると考えています。オフィス稼働率などは低迷しており、一部セクターでは苦戦が続くものの、足下ではFRBの利下げ観測が高まるにつれて長期金利が低下。リート資産の利回り面での割高感も解消の兆しがあります。市場の織り込む利下げ観測は期待先行の面も否めず、リート市況の本格的な回復は時間を要すると考えられますが、最悪期は過ぎた可能性があるといえるでしょう。(清水)

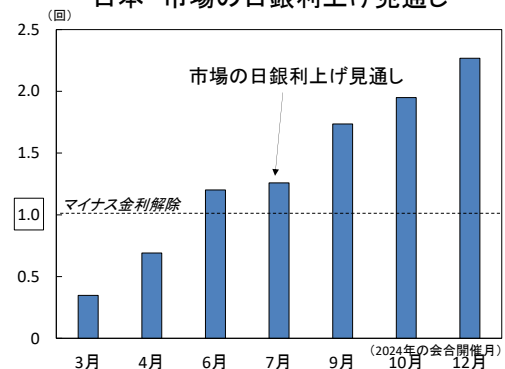
【図1】市場はマイナス金利解除後の利上げを想定



注) 直近値は2024年1月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

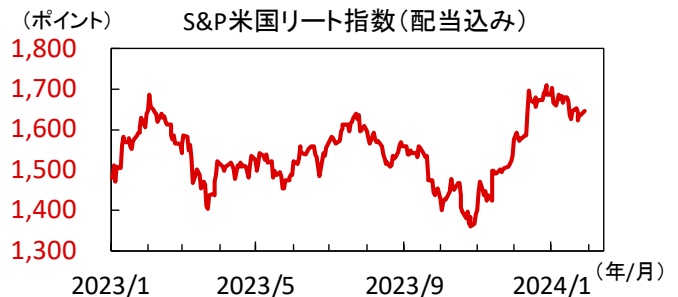
日本 市場の日銀利上げ見通し



注) 直近値は2024年1月29日時点。OIS市場が織り込む利上げ回数、1回=0.1%ptとして表示。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

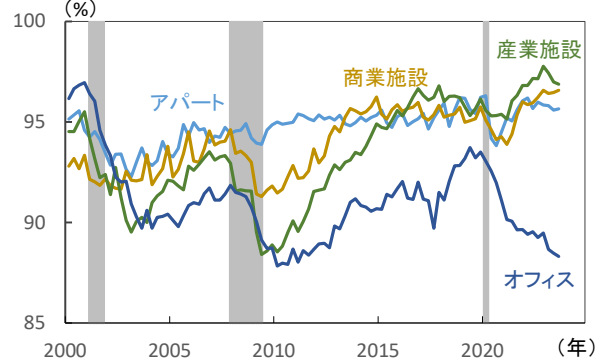
【図2】オフィスの稼働率低迷は懸念も概ね堅調



注) 直近値は2024年1月29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

2024年2月



## 原油

## 中東の地政学リスクの高まりや 石油需要見通し拡大で価格上昇

### 中東の地政学リスクや北米の寒波で価格上昇

1月の原油価格(WTI先物)は、月初に1バレル72米ドル近辺でスタート(図1)。3日、イエメンの親イラン武装組織フーシ派がイスラエル商船を紅海で攻撃したと発表。その後、米英によるフーシ派への攻撃が開始され、原油の供給懸念が高まったことから原油価格は上昇しました。一方、8日にサウジアラビアがアジア向け原油販売価格を大幅に引き下げたことから原油価格は下落し、月半ばまで原油価格はもみ合いの展開となりました。

その後、14日に国際エネルギー機関(IEA)が2024年の石油需要見通しを引き上げたことや、17日に石油輸出国機構(OPEC)が2025年の世界石油需要の力強い増加を予想したことから、原油価格は上昇。月末にかけては北米に強烈な寒波が到来し原油供給懸念が高まったことや中東情勢の悪化から77米ドル近辺まで上昇しました。

### 2月は需要回復期待で原油価格上昇の見込み

イエメンのフーシ派と英米の対立による物流停滞リスクが高まっています。20日、米国のフーシ派への攻撃強化検討が報道され、24日には米軍はイラクでフーシ派施設への空爆を実施。27日はフーシ派が英国の石油タンカーを攻撃したと表明。地政学リスクが中東広域に波及する懸念が強まり、原油供給懸念が意識され価格上昇圧力が高まっています。また、北米の寒波による米原油の生産一部停止や原油在庫の大幅減少に伴う供給懸念もあり、目先は原油価格下支え要因となりそうです(図2)。

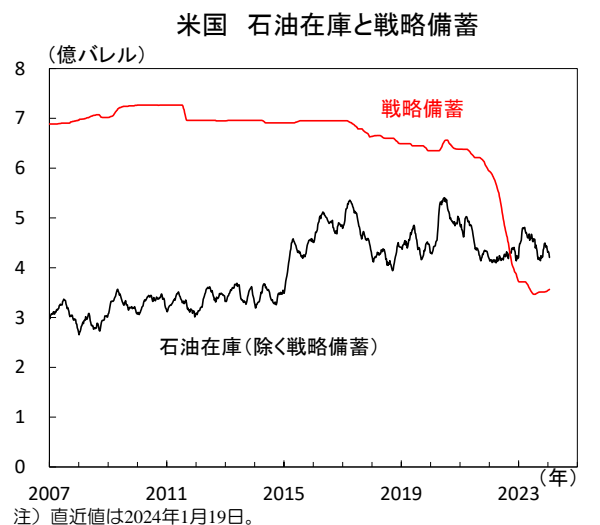
2024年について、米国では景気減速懸念が弱まるなか、原油の需要増加期待が高まっています(図3)。他方、中国では、16日に1,390億米ドルの特別債券による追加景気刺激策を検討との報道もあり、景気回復期待につながりそうです。また、地方政府の多くが2024年の成長率目標を5%以上とする中、3月の全国人民代表大会(全人代)で同程度の目標が打ち出されるのか注目です。

米中を中心に世界的な景気軟着陸が期待され、原油需要見通しが引き上げられる中、当面の原油価格には上昇圧力のかかりやすい展開が見込まれます。(本江)

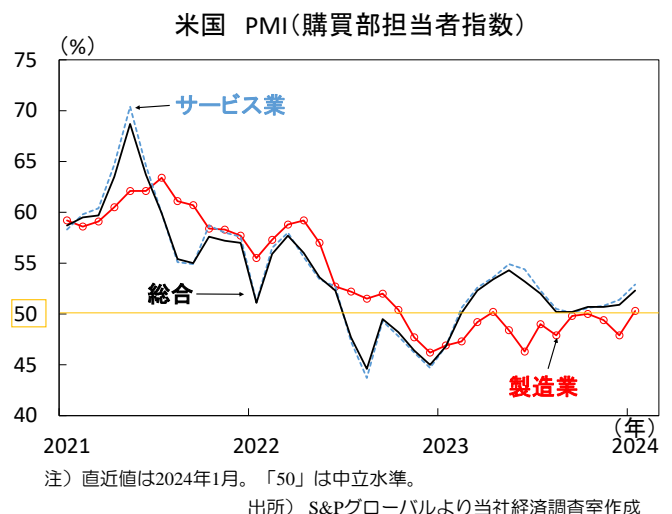
### 【図1】中東の地政学リスクが高まり原油価格上昇



### 【図2】寒波の影響で米原油在庫が減少



### 【図3】米国の景気減速懸念弱まる





## ④ 市場データ一覧

2024年2月

注) 直近値は2024年1月29日

株式		(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%	為替(対円)		(単位:円)	直近値	12月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		36,026.94	33,464.17	7.66	米ドル		147.49	141.06	4.56	
	TOPIX		2,529.48	2,366.39	6.89	ユーロ		159.78	155.67	2.64	
米国	NYダウ(米ドル)		38,333.45	37,689.54	1.71	英ポンド		187.42	179.56	4.38	
	S&P500		4,927.93	4,769.83	3.31	カナダドル		109.92	106.46	3.25	
	ナスダック総合指数		15,628.04	15,011.35	4.11	オーストラリアドル		97.49	96.06	1.49	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		484.84	478.99	1.22	ニュージーランドドル		90.43	89.19	1.39	
ドイツ	DAX®指数		16,941.71	16,751.64	1.13	中国人民元		20.538	19.862	3.40	
英国	FTSE100指数		7,632.74	7,733.24	▲1.30	インドルピー		1.7739	1.6945	4.69	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,578.40	7,590.80	▲0.16	インドネシアルピア(100ルピア)		0.9326	0.9160	1.81	
香港	ハンセン指数		16,077.24	17,047.39	▲5.69	タイバーツ		4.1605	4.1006	1.46	
中国	上海総合指数		2,883.36	2,974.93	▲3.08	マレーシアリンギ		31.142	30.665	1.56	
インド	S&P BSE SENSEX指数		71,941.57	72,240.26	▲0.41	ブラジルレアル		29.782	29.069	2.45	
ブラジル	ボベスパ指数		128,502.66	134,185.24	▲4.23	メキシコペソ		8.557	8.302	3.07	
先進国	MSCI WORLD		3,236.32	3,169.18	2.12	南アフリカランド		7.834	7.703	1.70	
新興国	MSCI EM		990.18	1,023.74	▲3.28	トルコリラ		4.86	4.78	1.48	
新興アジア	MSCI EM ASIA		523.07	542.59	▲3.60	ロシアルーブル		1.6520	1.5804	4.53	

国債利回り		(単位:%)	直近値	12月末	騰落幅%	政策金利		(単位:%)	直近値	12月末	騰落幅%
日本	10年物		0.727	0.617	0.110	米国	FF目標金利		5.50	5.50	0.00
米国	10年物		4.076	3.866	0.210	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		2.239	2.028	0.211	英国	バンクレート		5.25	5.25	0.00
英国	10年物		3.878	3.539	0.339	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		3.449	3.107	0.342	オーストラリア	キャッシュレート		4.35	4.35	0.00
オーストラリア	10年物		4.222	3.967	0.255	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		4.733	4.391	0.342	中国	1年物優遇貸付金利		3.45	3.45	0.00
インド	10年物		7.171	7.176	▲0.005	インド	レポレート		6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物		6.628	6.482	0.146	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		10.730	10.361	0.369	ブラジル	SELIC金利誘導目標		11.75	11.75	0.00
メキシコ	10年物		9.254	9.015	0.239	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		9.765	9.770	▲0.005	南アフリカ	レポレート		8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物		25.190	23.690	1.500	トルコ	1週間物レポ金利		45.00	42.50	2.50
ロシア	10年物		12.270	12.300	▲0.030	ロシア	1週間物入札レポ金利		16.00	16.00	0.00

リート		(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%	商品		(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%
日本	東証リート指数		1,807.46	1,806.96	0.03	原油	WTI先物(米ドル)		76.78	71.65	7.16
米国	S&P米国REIT指数		1,646.47	1,686.38	▲2.37	金	COMEX先物(米ドル)		2,025.40	2,071.80	▲2.24
欧州	S&P欧州REIT指数		762.82	792.71	▲3.77	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		139.25	142.65	▲2.38
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,029.21	1,049.34	▲1.92	穀物	ブルームバーグ商品指数		37.52	40.18	▲6.63

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&amp;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

2024年2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：2024年1月29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	年初来
株式	国・地域別	日本	7.4	13.3	32.4				7.4	13.3	32.4	7.4
		海外先進国	2.7	16.5	18.8	2.2	17.4	18.8	6.7	14.7	32.2	6.7
		米国	3.3	18.4	23.2	3.3	18.4	23.2	7.9	15.6	36.6	7.9
		ユーロ圏	2.0	13.7	11.3	▲ 0.3	16.1	10.7	4.3	13.4	24.0	4.3
		新興国	▲ 2.0	7.4	1.5	▲ 3.2	8.7	▲ 1.1	1.3	5.9	12.3	1.3
	業種別	IT(情報技術)	7.0	25.9	48.4	6.7	26.3	47.6	11.2	23.5	61.0	11.2
		エネルギー	▲ 0.0	▲ 2.4	▲ 4.1	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 4.2	3.8	▲ 3.9	9.1	3.8
		素材	▲ 3.3	8.6	▲ 2.3	▲ 4.7	10.9	▲ 3.6	▲ 0.1	8.1	9.7	▲ 0.1
		ヘルスケア	2.9	11.6	5.6	2.2	12.7	5.4	6.8	9.9	18.8	6.8
		金融	2.1	16.7	6.1	1.1	18.3	5.2	5.7	15.5	18.6	5.7
リート	先進国				▲ 3.2	17.7	▲ 1.4	1.4	14.9	12.0	1.4	
	日本	0.2	0.4	3.0				0.2	0.4	3.0	0.2	
	米国	▲ 3.0	17.7	▲ 0.2	▲ 3.0	17.7	▲ 0.2	1.6	14.9	13.2	1.6	
	新興国				▲ 0.5	15.1	3.9	4.1	12.4	17.3	4.1	
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 1.2	2.1	▲ 0.3				▲ 1.2	2.1	▲ 0.3	▲ 1.2
		海外先進国	▲ 0.9	5.5	1.8	▲ 1.9	6.9	1.3	2.6	4.2	14.7	2.6
		米国	▲ 0.9	5.9	0.6	▲ 0.9	5.9	0.6	3.7	3.2	14.0	3.7
		ユーロ圏	▲ 0.8	5.8	3.6	▲ 3.1	8.1	3.0	1.5	5.4	16.4	1.5
		オーストラリア	▲ 1.3	5.9	▲ 0.0	▲ 4.6	10.3	▲ 6.5	▲ 0.0	7.5	6.9	▲ 0.0
		新興国(現地通貨)				▲ 2.3	6.2	5.6	2.3	3.4	19.0	2.3
		新興国(米ドル)				▲ 1.5	9.0	6.1	3.1	6.3	19.5	3.1
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 1.3	3.8	▲ 2.8	▲ 1.3
		新興国(米ドル)							▲ 2.0	7.1	▲ 0.3	▲ 2.0
	物価連動国債	先進国				▲ 2.7	6.2	▲ 0.5	1.9	3.5	12.9	1.9
新興国					▲ 2.6	8.2	9.8	2.0	5.4	23.2	2.0	
社債	投資適格	先進国				▲ 1.1	8.8	4.2	3.4	6.0	17.6	3.4
		日本	▲ 0.1	1.2	1.1				▲ 0.1	1.2	1.1	▲ 0.1
		米国	▲ 0.4	9.5	3.9	▲ 0.4	9.5	3.9	4.2	6.7	17.3	4.2
		欧州	▲ 0.2	4.9	5.7	▲ 2.4	7.2	5.1	2.5	4.5	18.7	2.5
		新興国(米ドル)				▲ 0.2	6.4	4.4	4.4	3.6	17.8	4.4
	ハイ・イールド	先進国				▲ 0.0	8.7	8.7	4.5	6.0	22.1	4.5
		米国	0.1	8.5	9.3	0.1	8.5	9.3	4.7	5.8	22.7	4.7
		欧州	0.9	6.7	9.6	▲ 1.4	9.0	9.0	3.5	6.3	22.7	3.5
		新興国(米ドル)				1.2	7.9	4.0	5.8	5.2	17.4	5.8
		新興国				▲ 5.2	3.4	9.3	▲ 0.6	0.7	22.7	▲ 0.6
商品	総合				▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 7.7	4.3	▲ 7.9	5.7	4.3	
	金				▲ 1.8	1.8	4.5	2.8	▲ 0.9	17.9	2.8	
	原油				7.4	▲ 4.0	6.9	11.9	▲ 6.7	20.3	11.9	
他	MLP				5.5	10.3	25.3	10.1	7.6	38.7	10.1	
	バンクローン				0.7	3.6	11.1	5.2	0.8	24.5	5.2	

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



## 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：2024年1月30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 © 2024 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 Index<sup>SM</sup>）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 Index<sup>SM</sup>）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 Index<sup>SM</sup>）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