

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2024年3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3月

## 世界経済

## サービス業主導で各国景気は底固めの気配

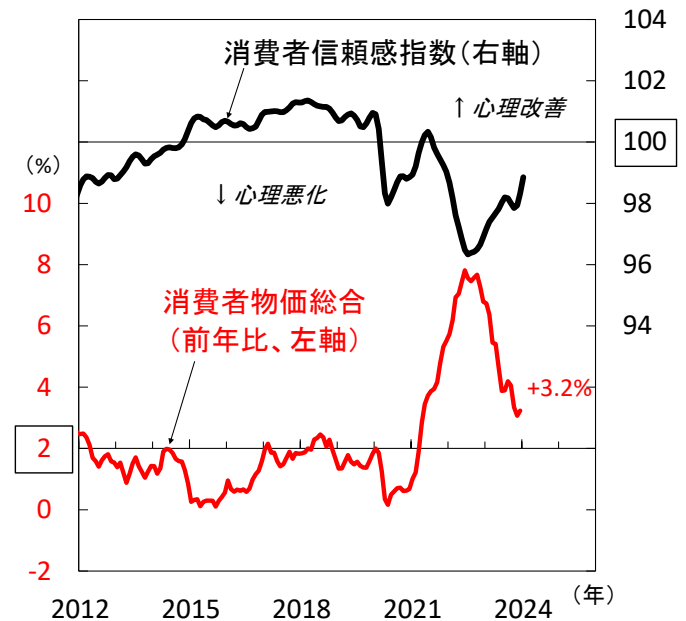
各国景気は緩やかな回復基調を保っています。直近2月の購買担当者景気指数（PMI）を見ると（業況改善・悪化の境目は50）、製造業が多く国で50を下回る一方、サービス業は米国51.3、日本52.5と安定、オーストラリアが52.8と5カ月ぶりに50台を回復し、ドイツも48.2ながら3カ月ぶりに上昇しました。インフレ収束で消費者の購買意欲が改善していることが背景にあるとみます（図1）。

## インフレ率は順調に低下、この流れは続くか

ただし、先進国インフレ率は目標の2%へ低下しておらず道半ばです。また、堅調な内需が労働需給をひっ迫させ賃金上昇圧力を長引かせるリスクに加え、原油などエネルギー価格を左右する中東情勢を見ても、イスラエル戦争が泥沼化するなか、イランとロシアによる軍事協力深化の動きで米欧との緊張も増しています。インフレ収束見通しに危うさが残る点に注意が必要です。（瀧澤）

【図1】消費者心理はインフレ低下受け好転、消費回復の持続性は物価動向がカギに

G7 消費者物価と消費者信頼感指数



注) G7は先進7カ国。消費者信頼感指数は100が心理改善・悪化の境目。直近値は消費者物価総合が2023年12月、消費者信頼感指数が2024年1月。

出所) OECD（経済協力開発機構）より当社経済調査室作成

## 金融市場

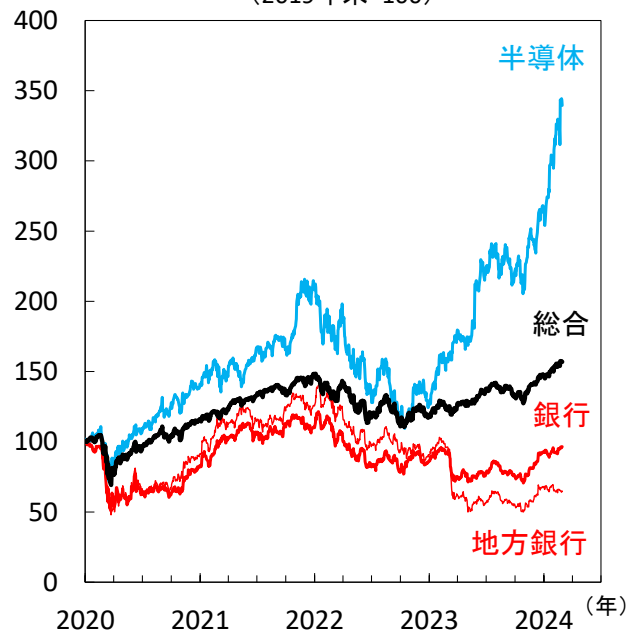
## 2月の株式市場は金利上昇への耐性見せる

2月の金融市場はリスク選好の流れを強めました。米国では地銀NYCB\*の決算不調を受けた銀行株安や利下げ観測後退に伴う金利じり高に直面するも、安定感を増す米景気を背景に、S&P500の史上最高値更新が続くなど株高基調が保たれました。直近の米主要企業決算を見ても、半導体関連を筆頭に大型ハイテク企業の業績は良好、相場全体をけん引する構図が続いています（図2）。

## 利下げ期待がさらに修正を迫られないか注意

ただし、足元の株高はスピード違反な面も否めません。経済見通しが改訂される3月の米欧金融政策会合で利下げ期待がさらに弱まれば金利上昇を契機に、2022年同様、ハイテク株の値幅調整が全体に波及する可能性があります。金利上昇は、昨年来地銀を苦しめた保有債券価値劣化や商業用不動産融資焦げ付きのリスクも高めるため、利下げ観測の変化には目配りが必要です。（瀧澤）

【図2】米国中心に好調な株式市場だが、主役に偏りが見られる点には注意も必要か

米国 S&P500と業種別株価  
(2019年末=100)

注) S&P500業種別指数に基づく。指数化は当社経済調査室。直近値は2024年2月28日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

\*NYCB：ニューヨーク・コミュニティ・バンコープ

## ① 世界経済・金融市場見通し

2024年3月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2021年	2022年	2023年	2024年
日本	2.6	1.0	1.9	0.6
米国	5.8	1.9	2.4	1.5
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、2023-2024年が当社経済調査室推計・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)	39,166	36,500-42,500
TOPIX	2,676	2,500-2,900

(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)	38,996	37,000-43,000
S&P500	5,096	4,800-5,600
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	495	460-540
ドイツDAX®指数	17,678	16,000-18,800



## 債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.713	0.6-1.2
米国	4.254	3.1-4.5

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.401	1.5-2.5
オーストラリア	4.150	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	149.98	138-152
ユーロ	162.02	147-163
オーストラリアドル	97.41	91-101
ニュージーランドドル	91.29	84-94

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.8087	1.65-1.85
メキシコペソ	8.792	7.90-9.10
ブラジルレアル	30.164	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	1,699	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	1,648	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)	78.26	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2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－日本

2024年3月

## 日本経済

GDP成長率低迷で先行き不透明感高まる  
実質賃金の増加が消費回復の鍵

## 2023年10-12月期はGDP成長率は低迷

2023年10-12月期の実質GDP（一次速報）は前期比年率▲0.4%となりました（図1）。個人消費を中心とした内需が低調だったことから、市場予想（同+1.1%）を大きく下回り、二期連続のマイナス成長となりました。需要項目別の寄与度を見ると、民間需要は、個人消費、住宅、設備投資がそれぞれ減少し、マイナス。公的需要もマイナスとなりました。一方、純輸出の寄与度は、輸出が大幅に増加したことを背景にプラスとなりました。

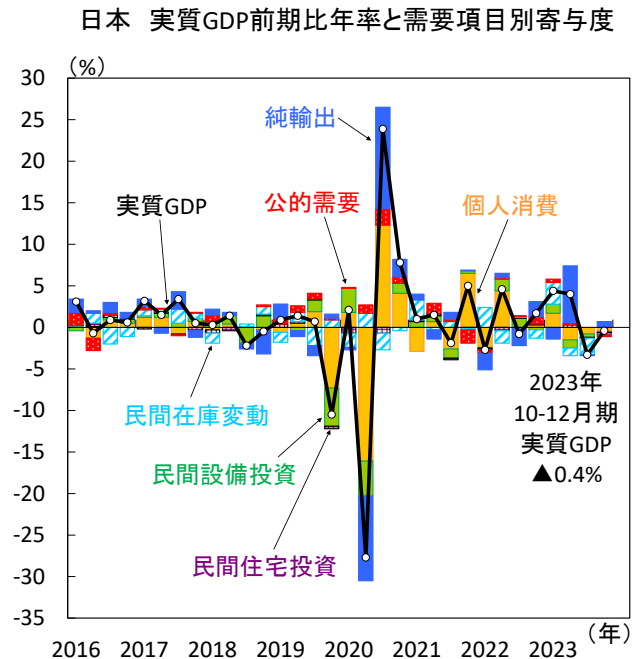
2023年の名目GDPは米ドルベースでドイツに抜かれ、世界3位から4位に転落しました（図2）。日本のGDP低迷の背景には、出生率の低下や高齢化、デフレ環境が長引き相対的に日本の物価上昇が緩やかだったことが挙げられます。今後は出生率、少子高齢化への対処やデフレ脱却がGDP成長の鍵を握ると考えられます。

## 日銀が目指す物価と賃金の好循環が生じるか

1月の鉱工業生産は前月比▲7.5%（12月同▲0.9%）と2020年5月以来の大幅な減少となりました（図3）。業種別では、ダイハツやトヨタの生産停止を受け、自動車と同▲17.8%と大きく落ち込みました。経済産業省は基調判断を「一進一退ながら弱含み」に下方修正。生産が1-3月期のGDP成長率を押し下げる可能性に注意が必要です。一方、1月の訪日外国人客数は268.8万人と2019年同月と同水準となり（図4）、米国や台湾からの外客数を中心に好調でした。今後もインバウンド需要は高水準を維持するとみられ成長率押し上げが期待されます。

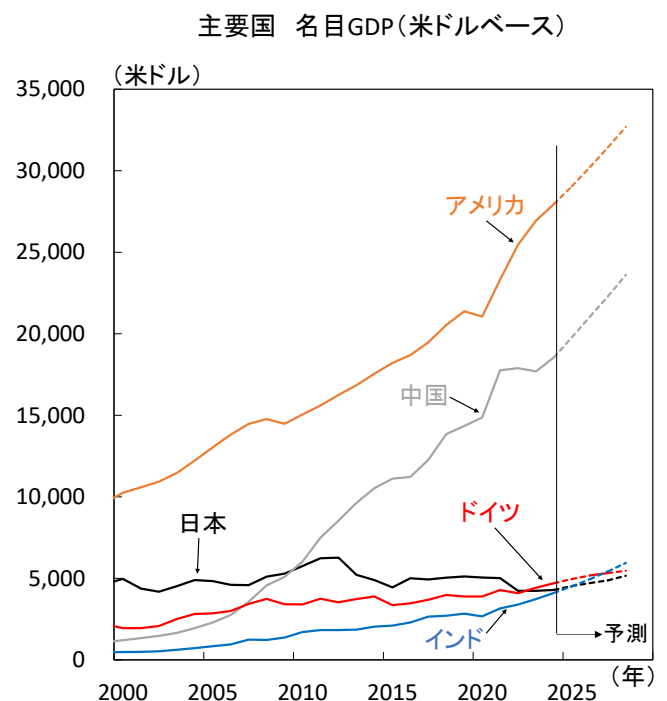
今後の焦点は個人消費が持ち直すかどうかです。昨年12月の現金給与総額は前年比で+1.0%増加し、伸び率は11月の同+0.7%から上昇しました（図5）。1月消費者物価コア（生鮮食品除く）は前年比+2.0%と、前月の同+2.3%から伸び率が減速（図6）。インフレが鈍化する中、2024年春闘での賃上げ率は高水準が期待されており、実質賃金がプラスに転じれば消費が持ち直すでしょう。日銀が今年前半にマイナス金利解除に踏み切り金融政策正常化を進めると予想される中、実質賃金が増加するのかが消費回復の鍵を握ると考えられます。（本江）

【図1】 内需が実質GDP成長率を押し下げ



注) 直近値は2023年10-12月期（一次速報）。  
出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図2】 日本の名目GDPは世界第4位に転落



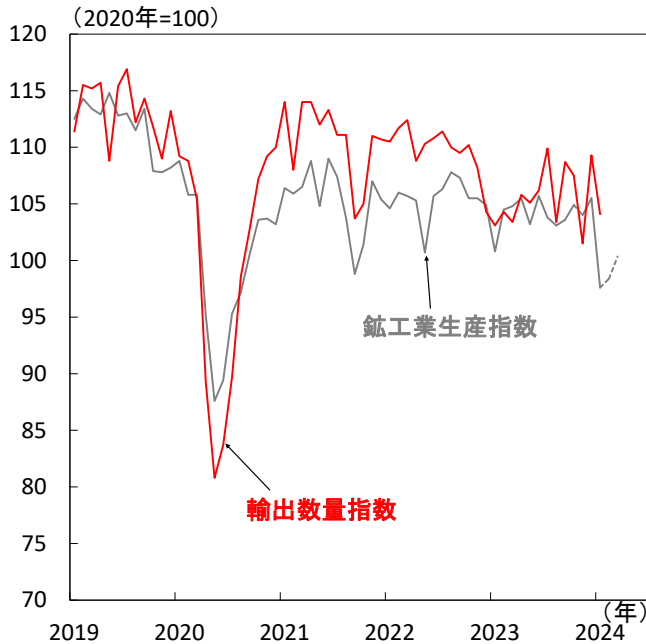


## ② 各国経済見通し－日本

2024年3月

【図3】 鉱工業生産は2020年5月以来の大幅低下

日本 鉱工業生産と輸出数量

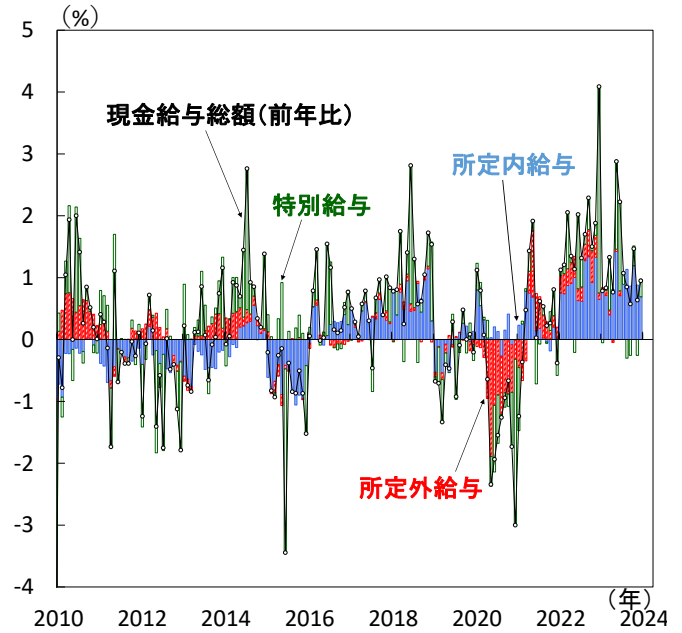


注) 直近値は2024年1月。鉱工業生産は同年2-3月の製造工業生産予測の伸び(2月は経済産業省補正值)で延長。

出所) 財務省、経済産業省より当社経済調査室作成

【図5】 昨年12月の現金給与総額は前年比で1.0%増加  
春闘への期待高まる

日本 現金給与総額前年比と要因分解

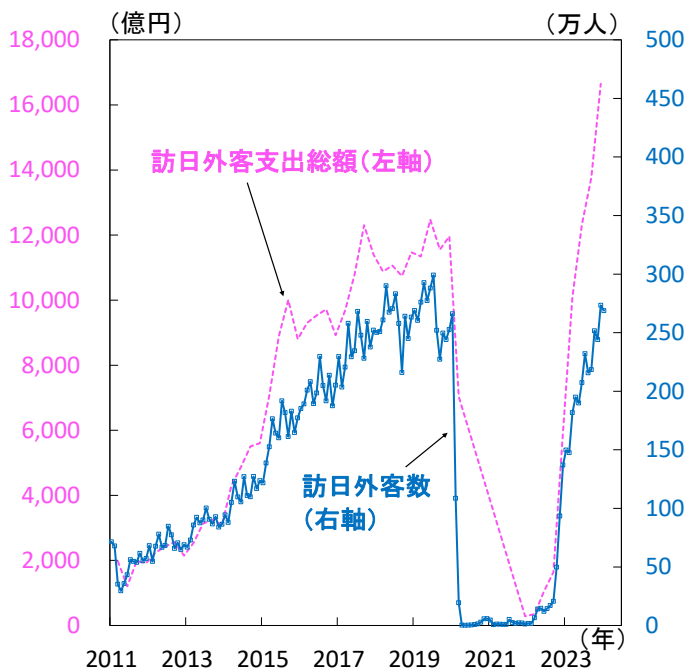


注) 直近値は2023年12月。

出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

【図4】 訪日外客数が回復しインバウンド需要は好調

日本 訪日外客数と消費額

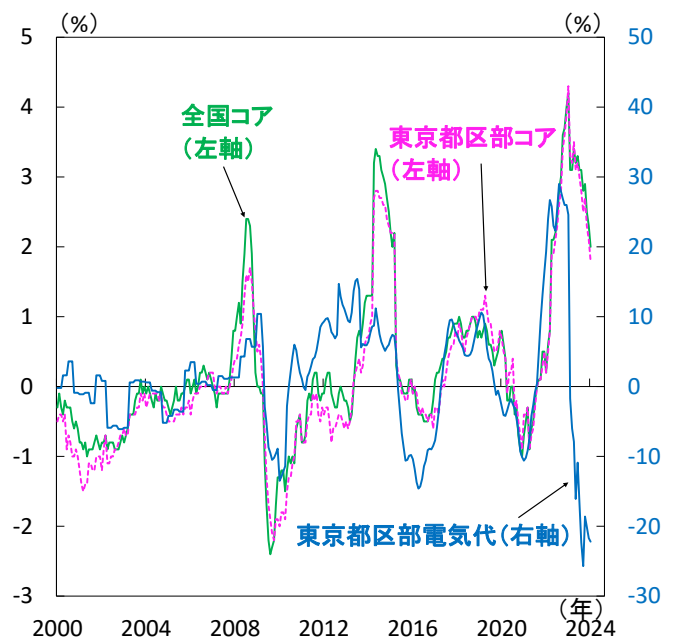


注) 直近値は訪日外客数が2024年1月、訪日外国人消費額が2023年10-12月。

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6】 物価は鈍化基調

日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2024年1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－米国

2024年3月



## 米国経済

米経済の力強さ続くも、  
インフレ鈍化は継続見込み

## 経済指標は強くみえるも、実態は鈍化か

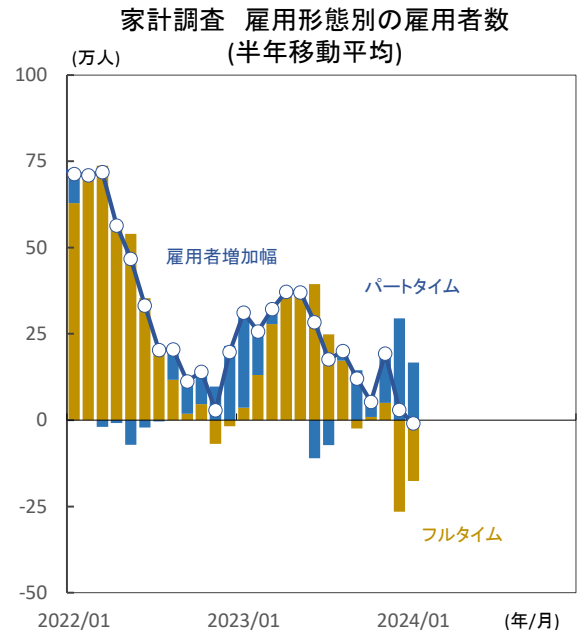
2月に発表された米経済指標は全体的に強く、金融市場の利下げ期待は後退しています。特に労働市場の好調や消費者物価の上振れから、米経済が再び拡大基調を強め物価再加速を懸念する見方もあるものの、指標を細かく確認すると、一部指標には軟化もみられつつあります。

労働市場では、月初に発表された1月非農業部門雇用者数(前月差)は12月+33.3万人→+35.3万人、過去2カ月分も大幅に上方修正(+12.6万人)されました。しかしながら家計調査によると、過去半年間でフルタイム職が減少した一方、パートタイム職が増加しており、労働市場の質的な面で悪化がみられます(図1)。また、これまでの雇用増から労働参加率も潜在的なトレンドを大幅に上回っており、賃金上昇圧力の緩和も継続が見込まれます(図2)。

また、市場の利下げ観測が後退した最大の要因は、1月の消費者物価(CPI)が市場予想比で上振れたことでした。1月CPIの結果を受け、ウォラー米連邦準備理事会(FRB)理事は「少なくともあと2カ月間のインフレ統計を確認する必要がある」と、拙速な利下げを否定。地区連銀総裁らのコメントも概ね足並みがそろい、利下げは早くても2024年半ばになるとの見方が鮮明となりました。CPIを確認すると、サービス物価の高止まりが懸念されるも、上昇要因の大宗を占める住居費は新規契約の賃料が大幅に鈍化し、直近2023年10-12月期には低下に転じています(図3-4)。インフレ鈍化の路線は不変と見込まれます。

景気拡大ペースは徐々に鈍化も  
株式市場はその先を見据えて楽観続くか

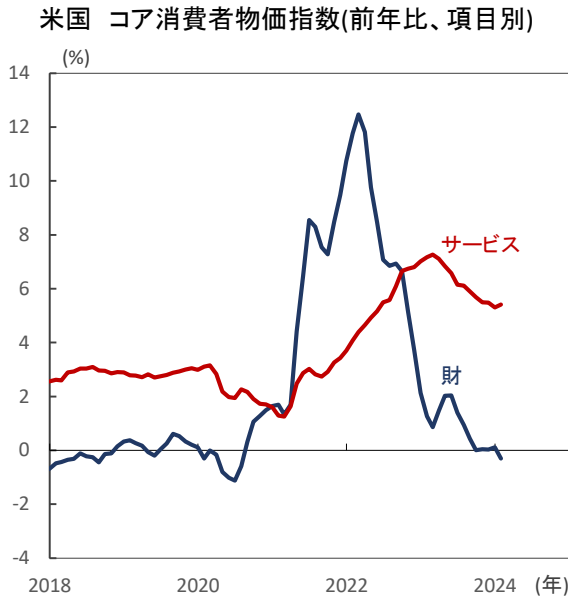
1月小売売上高(前年比)は、物価上昇率を差し引いた実質ベースでは低下に転じています。低下の背景にはクリスマス商戦の反動や天候要因も考えられるものの個人消費の勢いが弱まりつつあるとも考えられ、米経済への過度な楽観は禁物です(図5)。ただし、足もとの株式市場は実体経済よりも半導体の業界の高成長にスポットライトが当たり、先行きの利下げにより金融環境は緩和されると楽観を織り込んだ相場展開となっています(図6)。このように、緩やかな鈍化に向かう米国経済と株式市場好調のちぐはぐな状態はしばらく続くでしょう。(清水)

【図1】 堅調な雇用者増が続くも、  
フルタイム雇用は減少し、質的な悪化みられる【図2】 労働参加率はトレンドを上回って推移し、  
今後の賃金上昇圧力の鈍化を示唆

## ② 各国経済見通し－米国

2024年3月

【図3】コアベースの財価格は前年比割れも、サービス価格の高止まりが継続



注) 財は食品・エネルギーを除く、サービスはエネルギーサービスを除く  
直近値は2024年1月。

出所) BLSより当社経済調査室作成

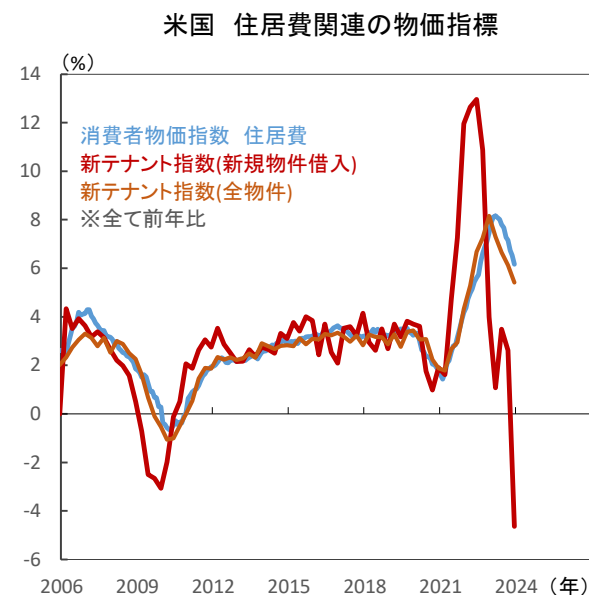
【図5】個人消費には軟化の兆しみられるも、足元の株価上昇とは隔たり



注) 実質小売売上高=小売売上高-消費者物価(すべて前年比ベース)。  
直近値はS&P500が2024年1月(月次データ)、小売売上高・消費者物価は  
2024年1月。

出所) Bloomberg、米BLS、米国勢調査局、  
米NBERより当社経済調査室作成

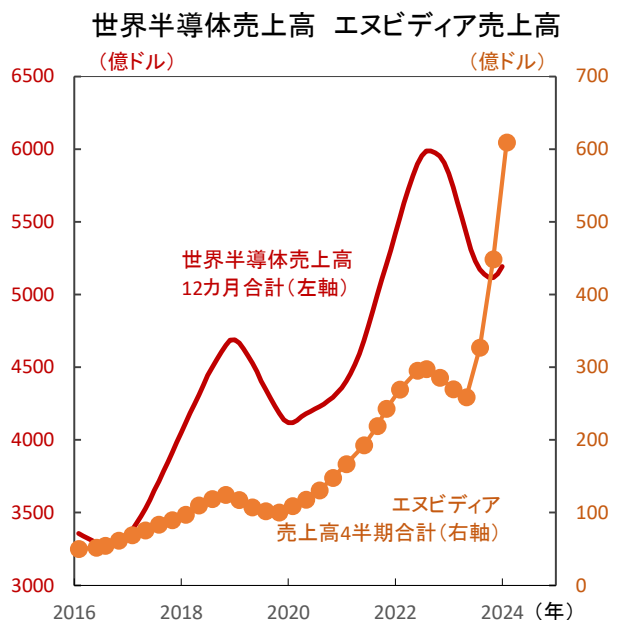
【図4】住宅の新規賃料は大きく低下、住居費の低下傾向は不変の見込み



注) 新テナント指数は米労働統計局(BLS)が発表する物価指数。全物件  
指数は継続して入居している賃借人の家賃を含む。データは四半期ごと  
に公表され、直近値は2023年10-12月期。消費者物価指数の直近値は  
2024年1月。

出所) BLSより当社経済調査室作成

【図6】株式市場の注目は半導体を集まる、世界半導体売上は底打ちの兆し強まる



注) 世界半導体売上高は米国半導体工業会(SIA)のデータを使用。  
直近値は世界半導体売上高が2023年12月、エヌビディアの売上高が  
2023年11月-2024年1月期。

出所) SIA、Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2024年3月

## 欧州経済

ユーロ圏の景気停滞は継続、  
依然インフレ圧力の根強さに懸念

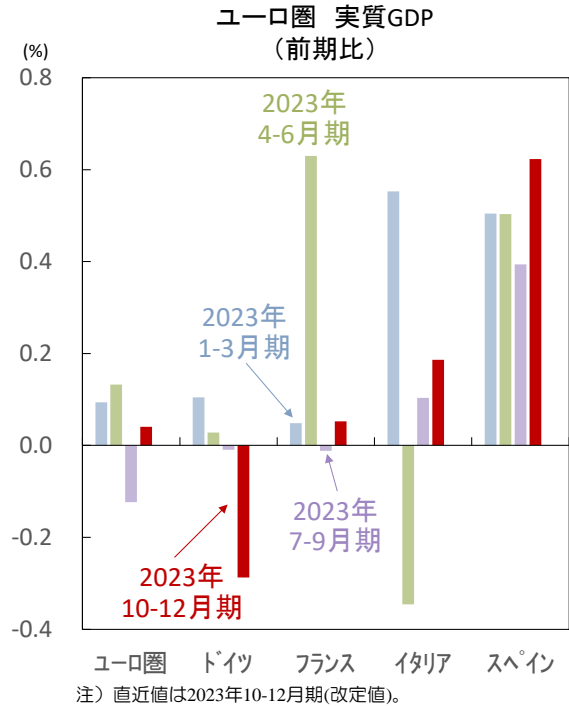
## ユーロ圏経済は景気後退入りを回避

ユーロ圏の2023年10-12月期実質GDP(改定値)は前期比+0.0%と辛うじて景気後退入りを回避したものの(図1)、需要の弱さは続いた模様です。また、1月以降の域内景況感も低迷し、景気停滞の継続を示唆(図2)。ユーロ圏の2月購買担当者景気指数(PMI、速報値)は回復基調を強めつつも9カ月連続で中立水準とされる「50」を割り込み、欧州委員会調査の2月経済信頼感指数は事前予想に反して悪化しました。共通して、サービス業部門が引き続き域内景気を下支えする状況を反映する一方、製造業部門や建設業部門が景気の足かせとなる状況は変わらず(図3)、とりわけ、域内最大経済国ドイツの苦境が際立っています。

## 賃金・サービスインフレの下げ渋りに懸念

金融引き締めや需要減退が続く中、ユーロ圏のインフレ鈍化基調は継続も、依然として、インフレ下げ渋りへの懸念は拭えずにいます。ユーロ圏の1月消費者物価指数は前年比+2.8%と伸び率がわずかに鈍化。しかし、サービス価格は前年比+4.0%と伸び率は3カ月連続で横ばいに留まっています。また、ユーロ圏の2023年10-12月期妥結賃金は前年比+4.5%と、約6四半期ぶりに伸び率が減速も伸び率の低下幅は限定的。最新の賃金データとなるユーロ圏の1月Indeed賃金トラッカーは前年比+4.1%と、小幅ながら伸び率が2カ月連続で上昇し、賃金上昇圧力の根強さを示唆しました(図4)。また、強い賃金上昇圧力の影響から、企業の投入価格指数も上昇。合わせて企業の販売価格指数も上昇し、一定の利益を確保する姿勢を維持している模様です(図5)。加えて、消費者のインフレ期待も上昇し(図6)、インフレ鈍化を巡る不透明感は残ります。

足元までの賃金・物価データは未だ欧州中央銀行(ECB)の利下げ判断を強めるに至らず、ECB高官は依然インフレ鈍化の一層の進展と2024年の賃上げペース鈍化を確認する必要があるとの見方を維持している模様です。先物市場が織り込む4月の利下げ確率は3割程度に低下。3月政策理事会では、データ次第の姿勢を維持するとみられ、ECBによる最新の経済見通しや声明文、総裁発言から6月利下げの確度を確認する展開となりそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 10-12月期は景気後退入りを回避、  
ドイツの低迷が顕著

出所) 欧州統計局(Eurostat)より当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 景況感指標は年明け以降も  
景気停滞の継続を示唆

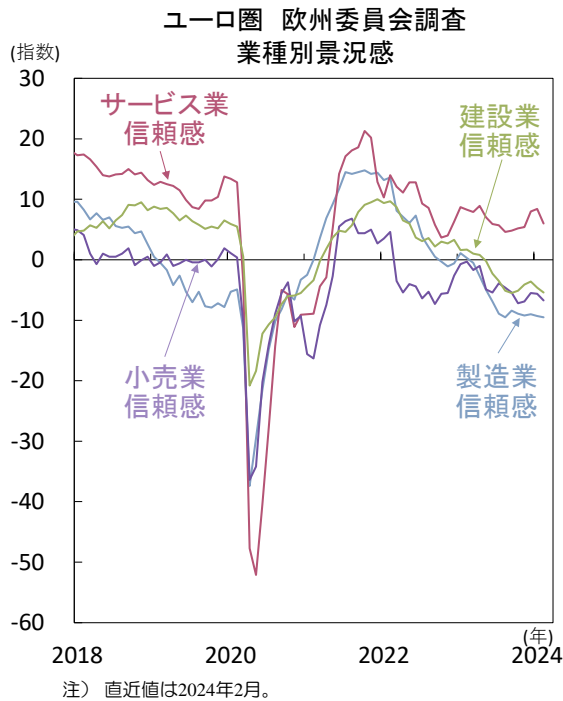
出所) 欧州委員会(EC)、S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－欧州

2024年3月

【図3】ユーロ圏 サービス業部門が景気をけん引、  
製造業・建設業部門の弱さは継続



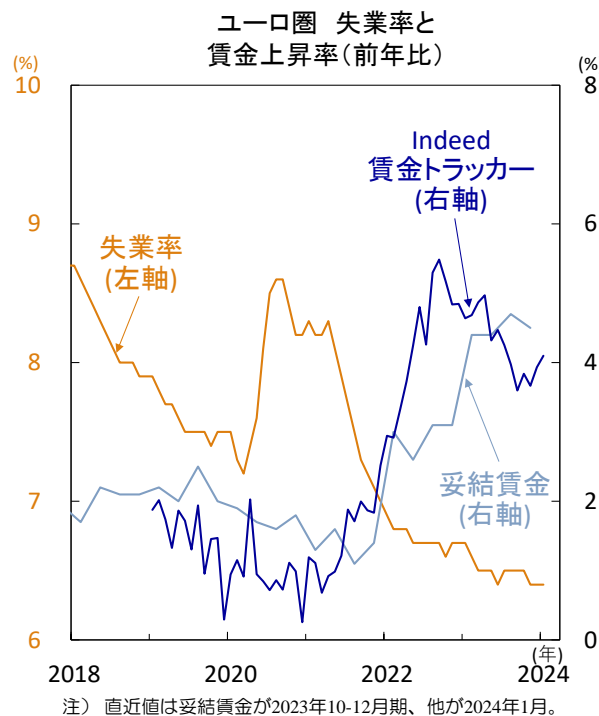
出所) ECより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 賃金上昇圧力が投入価格指数に影響、  
企業は利益確保意欲を維持



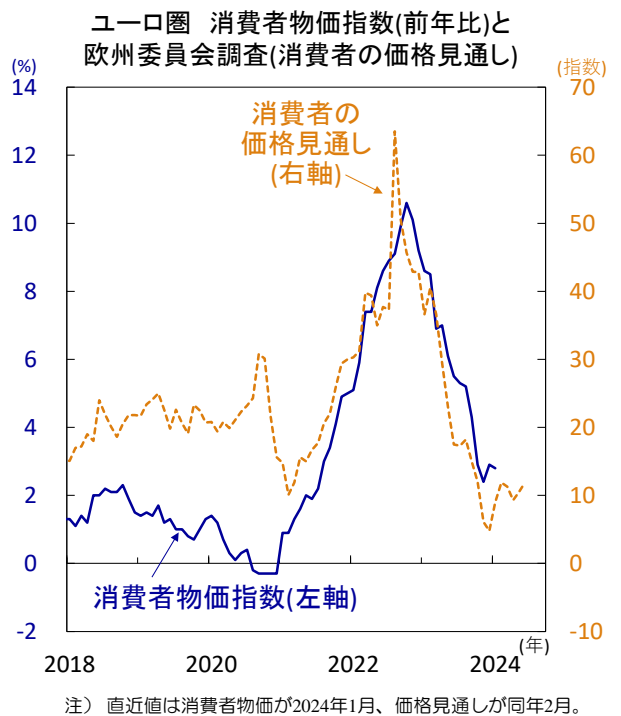
出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 10-12月期妥結賃金は伸び率が  
低下も、低下幅は限定的



出所) Eurostat, Indeedより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 消費者のインフレ期待は上昇し、  
インフレ下げ渋りに懸念



出所) Eurostat, 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

2024年3月



## オーストラリア(豪)経済

## 豪中銀は政策金利を据え置くも タカ派姿勢を維持

### 景気は減速基調、インフレ率も鈍化へ

総合PMIは2023年10月以降4カ月連続で景気判断の分け目である50を下回り悪化した後、2月は5カ月ぶりに50を超えました(図1)。雇用環境をみると、足元の雇用者増加ペースは大きく鈍化しており、失業率は上昇しています(図2)。昨年10-12月期のGDP成長率は低調だったとみられ、今後は回復に向かうのか不透明感があります。豪中銀の公表した2月金融政策報告では、足元の経済見通しと物価見通しは下方修正されています(図3)。

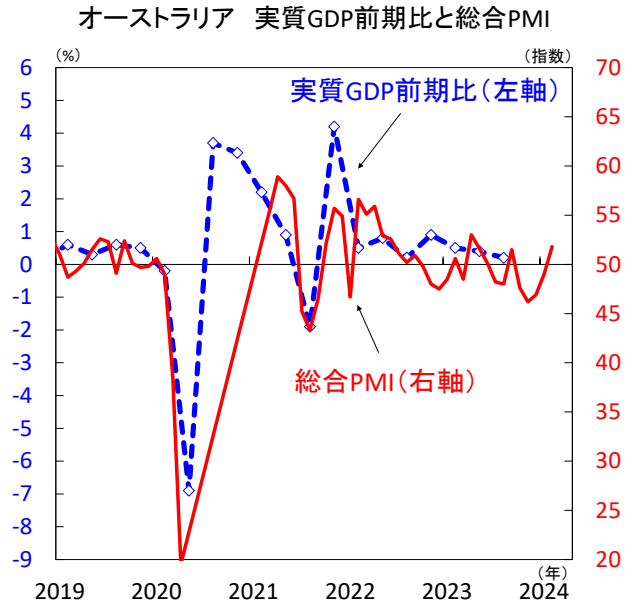
昨年10-12月期の消費者物価総合は前年比+4.1%と前期の+5.4%から鈍化(図4)。財、サービスいずれも鈍化しましたが、非貿易財が比較的高い伸びを維持しているため、国内のインフレ圧力は根強く残っているといえます。1月消費者物価総合は前年比+3.4%と前月と伸び率は変わらず、総じてインフレ減速が進んでいる事を示しています。豪中銀はインフレ率は2026年半ばまでに目標レンジ中央の2.5%に近づくと予想しています。

### 2会合連続で政策金利は据え置き

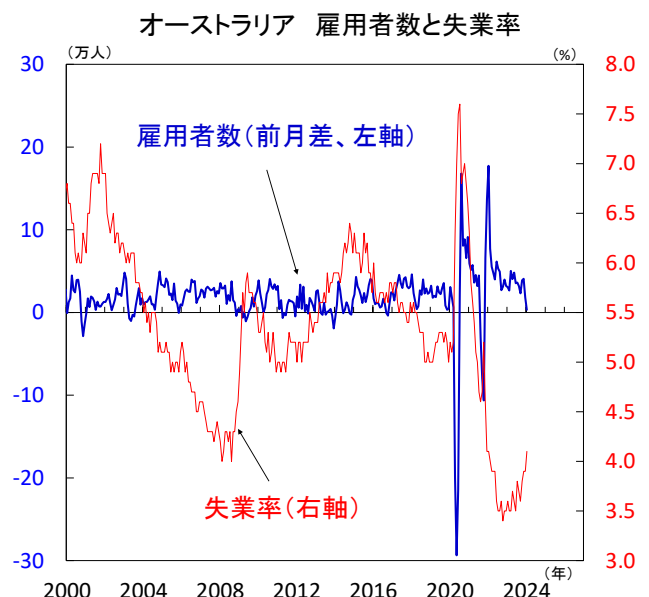
豪中銀は2月6日の金融政策決定会合で、政策金利を2会合連続で4.35%に据え置きました。物価については、財価格の伸び鈍化が同中銀予想比で下振れに影響したと指摘する一方、サービス価格は概ね予想通りであり依然として高いとの認識を示しました(図5)。今後の金融政策についてはデータと関連するリスクの評価次第としながらも、金利の更なる引き上げは除外できないとし利上げ再開の可能性に言及。賃金が上昇する中、消費者物価下振れを受けた早期利下げ期待を牽制する意図もあったと考えられます。

ブロック豪中銀総裁は利下げに転じるにはインフレが持続的に目標中央値の2.5%となる確信が必要との考えを表明しています。初回利下げは金融政策報告が公表される今年8月が濃厚とみています。ただし豪中銀のタカ派的な姿勢を踏まえれば、利下げは緩やかなペースにとどまるとみられます。2月金融政策決定会合の結果を受け市場における豪中銀の早期利下げ観測は後退、長期金利は上昇基調となりました(図6)。ただし、国内景気の減速懸念は払しょくできず、金利上昇は限定的とみています。(向吉)

### 【図1】総合PMIが5カ月ぶりに50超、 GDP成長率は低調となる可能性



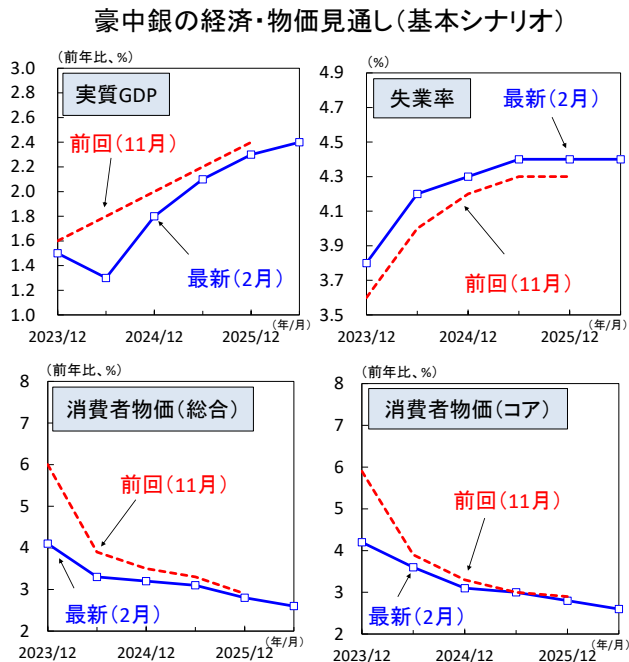
### 【図2】失業率が上昇基調、 雇用者の伸びは大きく鈍化



## ② 各国経済見通しーオーストラリア

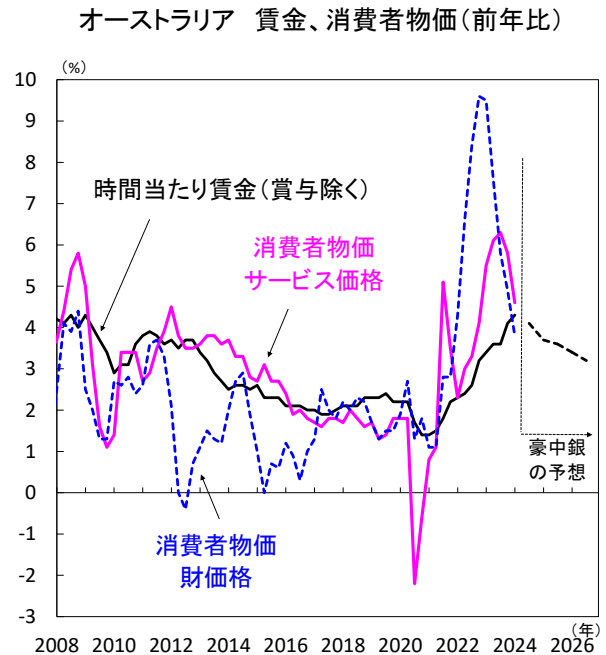
2024年3月

【図3】 豪中銀は成長率予想を下方修正、  
インフレ率は足元の予想を中心に下方修正



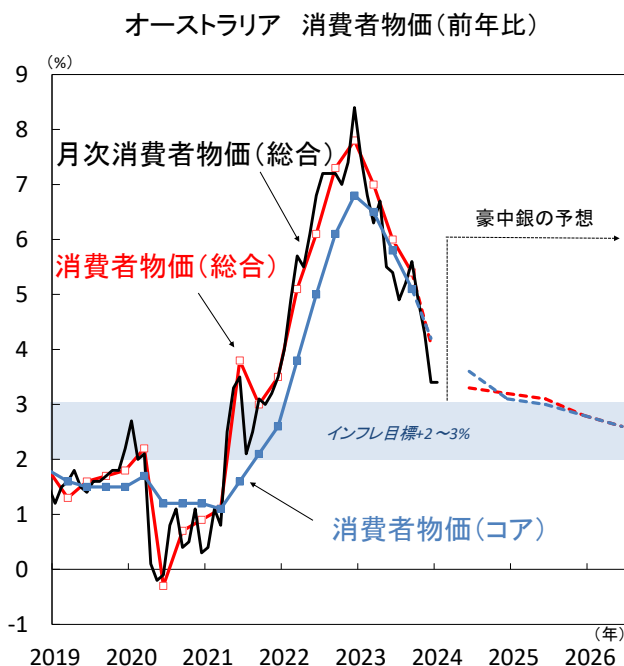
注) 「金融政策報告(2024年2月)」より作成。コアはトリム平均。  
出所) 豪中銀より当社経済調査室作成

【図5】 サービス価格の高止まりに警戒、  
豪中銀は賃金上昇率の緩やかな鈍化を想定



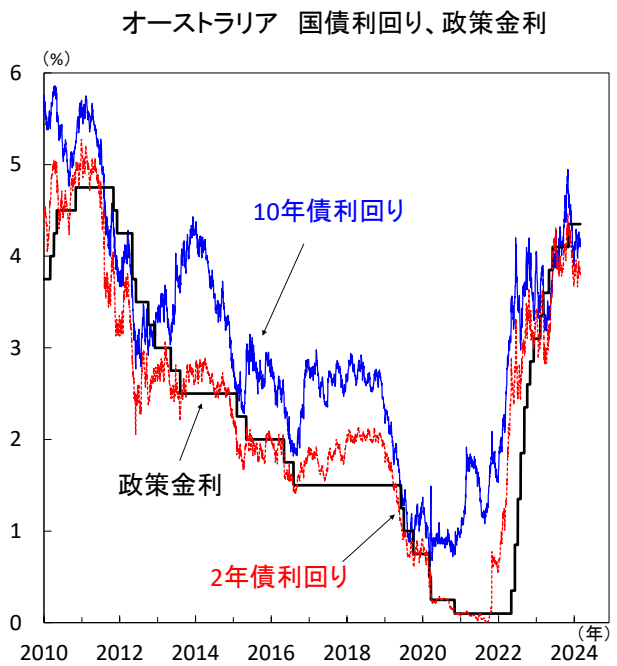
注) 直近値は2023年10-12月期。  
予想は豪中銀の基本シナリオ(2024年2月時点)。  
出所) 豪中銀、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図4】 インフレ率は大きく鈍化、  
豪中銀の物価見通しは慎重



注) 直近値は月次消費者物価が2024年1月、消費者物価は2023年10-12月期。  
予想は豪中銀の基本シナリオ(2024年2月時点)。  
出所) 豪中銀、オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図6】 利下げを織り込む金融市場、  
長期金利上昇は限定的な動きに



注) 直近値は2024年2月29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

2024年3月

## 中国経済

3月に全人代が開幕、  
当局は金融市場の期待に応えられるか

## 2024年全人代を前に当局は金融緩和を強化

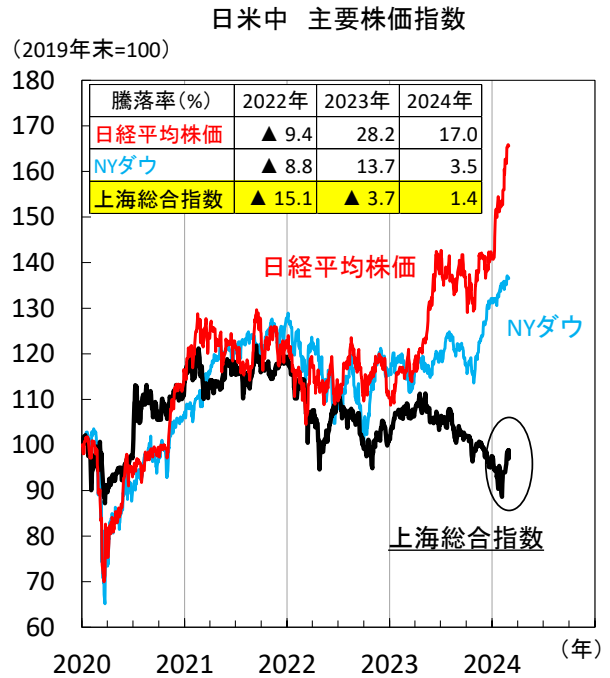
2月に入り、中国株式が落ち着きを取り戻しています。昨年来の中国株は日米に比べ低迷、春節休暇直前の2月7日には政府が証券監督管理委員会主席を解任（株価低迷で更迭か）するなど混乱が見られました（図1）。ただし2月上旬から反発し、下旬には上海総合指数が節目の3,000ポイントを回復、2月の騰落率はNYダウ+2.2%、日経平均株価+7.9%に対し、同指数+8.1%と健闘しました。

背景には景気刺激策への期待があります。3月5日開幕の全人代（日本の国会に相当）を前に、地方政府の2024年経済成長率目標が出揃い、平均で+5%台前半と2023年全国実績の+5.2%に近い数字を設定、景気安定を志向している様子がうかがえます（図2）。すでに金融政策面では、2月5日から預金準備率を0.5%引き下げ（1月24日発表）、20日に住宅ローン金利の指標となる最優遇貸出金利（MPR）5年物を0.25%引き下げるなど（MPR1年物は据え置き、図3）、金融緩和強化の動きを見せています。

## 従来場当たりの政策対応を改められるか

小刻みな景気刺激策は短期的な景気回復に効果的な一方、中長期的な景気低迷からの脱却には力不足といえます。最大の問題は不動産不況です。市場メカニズムが正常な場合、販売が落ちれば価格が下落、値ごろ感が出て販売が回復しますが、中国では販売が急減するなかでも価格が高止まっています（図4）。不動産価格下落は、土地使用権収入に頼る地方財政悪化に直結するため、当局は銀行への窓口指導を通じ、苦境にあえぐ不動産開発業者への資金繰り支援など小手先の対応を繰り返した結果、市場の自律調整機能をそいでいるとも言えます。

長引く不動産不況と近年の株価低迷で家計が資産防衛意識を高めている節もあります。2023年の消費動向を見ると、ゼロコロナ解除で急回復した外食以外では宝飾品販売などが目立ちます（図5）。消費低迷が長引けばデフレリスクを高めるばかりか、政府が目指す消費主導型経済への転換を遅らせる懸念もあります（図6）。（瀧澤）

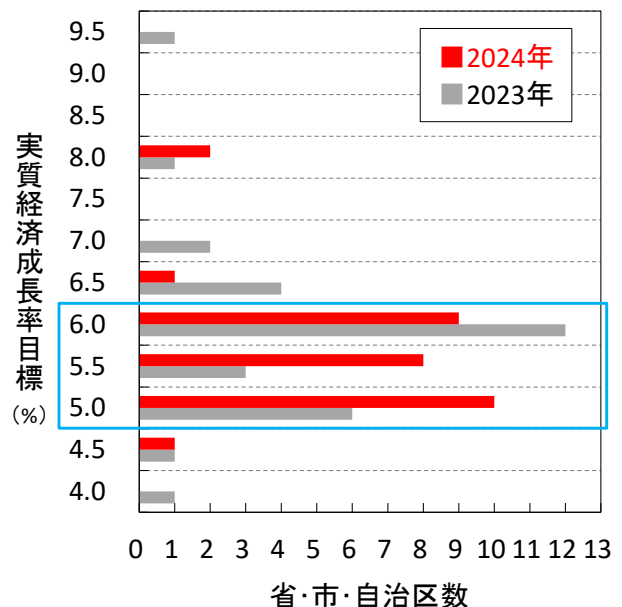
【図1】日米に大きく後れを取っていた中国株だが、  
景気刺激策期待で2024年2月から反発の兆し

注) 表内の2024年騰落率は2月29日時点。  
指数化は当社経済調査室。直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】地方政府の2024年成長率目標は、  
2023年より控えめだが大半が5～6%に設定

中国 31省・市・自治区の実質成長率目標の分布  
(2023年と2024年の比較)



注) 「0%前後、0%以上」などの目標は簡略化のため0%に分類。  
値は実質GDP前年比に基づく。

出所) 各種報道より当社経済調査室作成

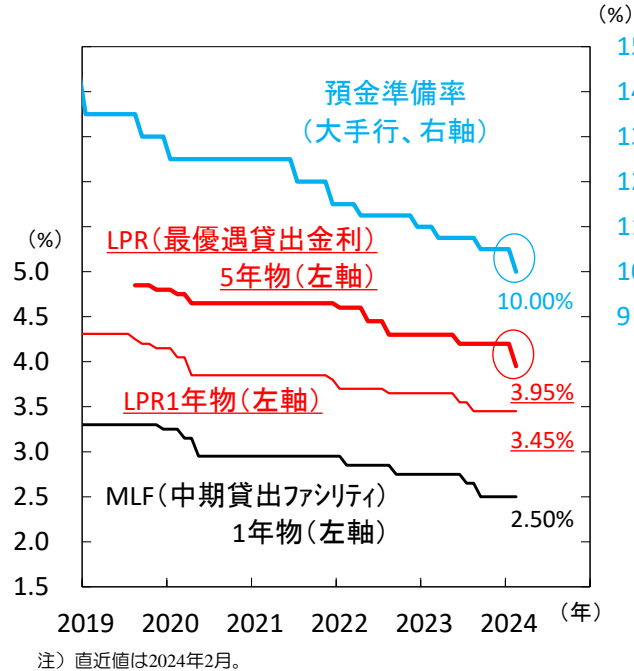


## ② 各国経済見通し－中国

2024年3月

【図3】2月に当局は、5カ月ぶりに預金準備率を、8カ月ぶりにLPR5年物を大幅に引き下げ

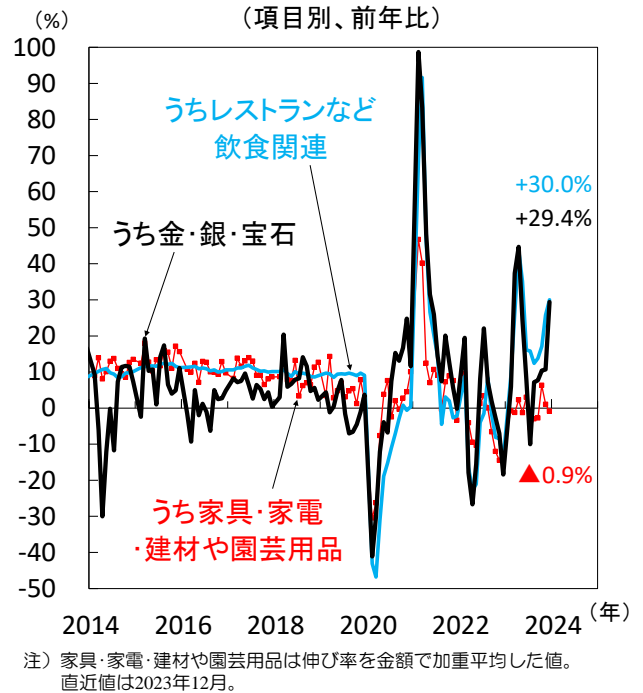
中国 預金準備率と主要政策金利



出所) 中国人民銀行、Refinitivより当社経済調査室作成

【図5】外食など飲食サービスは依然堅調、宝石類の好調は家計の資産防衛意識を反映か

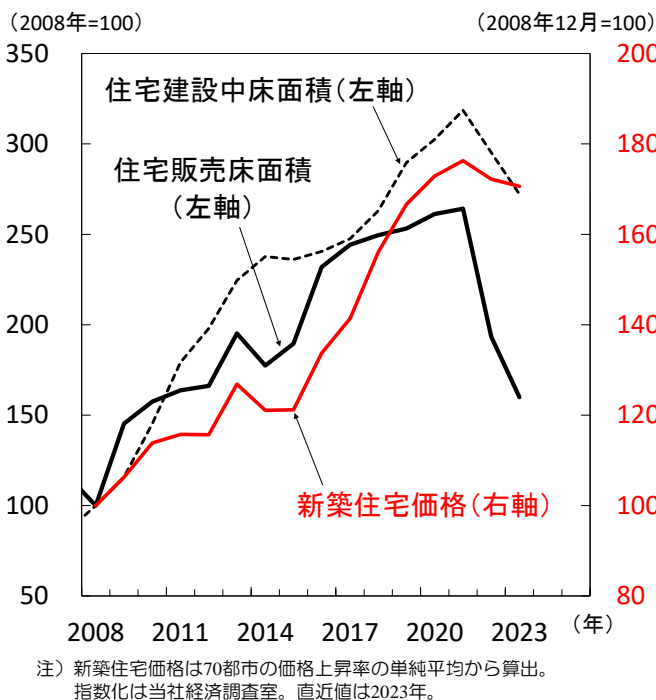
中国 小売売上高 (項目別、前年比)



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図4】住宅市場では販売急減も価格が高止まり、在庫 (=建設中-販売) 調整が遅れる構図に

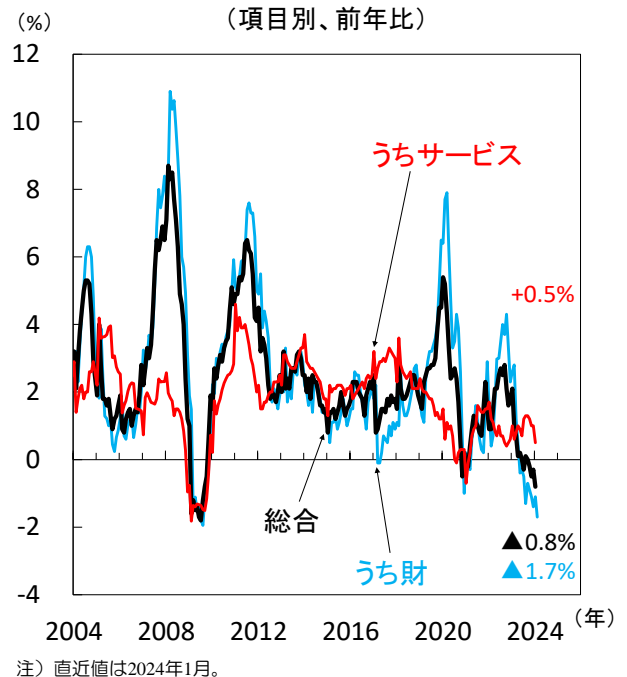
中国 住宅床面積 (建設中・販売) と住宅価格



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】デフレ色を強める中国経済、市場は同国経済の長期停滞入りを警戒か

中国 消費者物価 (項目別、前年比)



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

## ③ 各国経済見通し—インド

2024年3月



## 出張報告:高まる潜在成長率

## 内需主導の底堅い景気拡大の継続を見込む

2月上旬、ムンバイで現地の市場参加者に対する投資環境に関する聞き取り調査を実施。本稿では、政治・経済・金融市場に関する市場参加者の見方を紹介します。

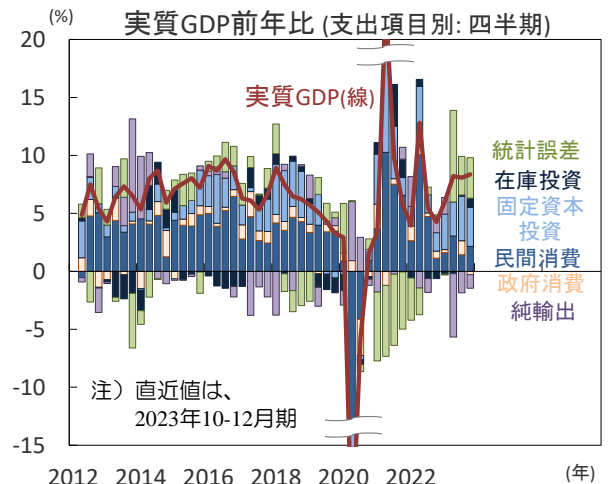
現地エコノミストの多くは来年度(～2025年3月)のGDP成長率は+6%台後半と予想。足元(昨年10-12月期)の前年比+8.4%を下回るものの(図1)、昨年の成長率は原油価格下落による企業収益の改善やGDPデフレーターの過小推計によりかさ上げされており、こうした一時的要因を除けば「足元と同様の堅調な拡大ペース」とのことでした。中期的な潜在成長率については現地エコノミストのほとんどが+6.5%前後と推計。(a)デジタル化の進展による経済効率の改善、(b)競争力のあるサービス部門の成長、(c)製造業の発展と国際的な供給網への統合などが成長のけん引役として挙げられました。(a)は実現済、(b)は現在進行中、(c)の成否は今後の進展次第とのことでした。

## 輸出競争力の高いサービス部門が発展

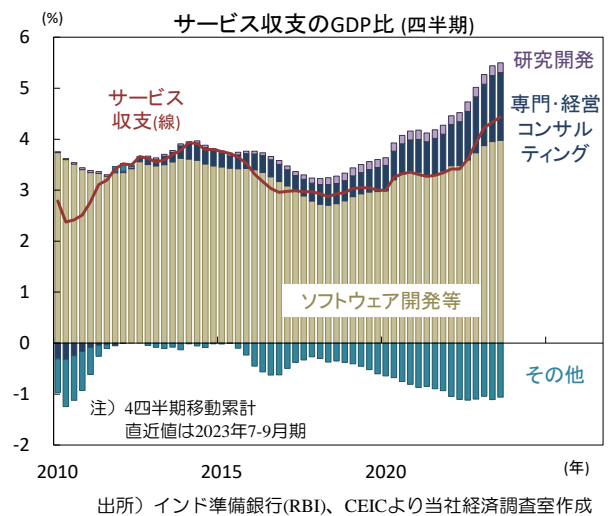
(b)サービス部門については、グローバル・ケーパビリティ・センター(GCC)と総称される業務が近年発展し、サービス収支の拡大に貢献(図2)。同国企業は、海外企業に対して法律・会計・経営等に関わるコンサルティングを提供し、研究開発業務も行っています。1990年代に育ったコールセンターや2000年代より成長したソフトウェア開発に加え、新たな部門が多額のサービス収入を創出。毎年約50万人強の大卒エンジニアが生まれその多くが英語に堪能であること等が同部門の発展を促しています。

(c)製造業に関しては、従来の石油・化学、金属、医薬、自動車等に加え、近年は携帯通信端末など電子製品が発展。台湾のホンハイによる南部タミルナド州の工場でのアップルiPhone製造等もあり、同端末の貿易収支が2020年度より純輸出に転じ、2023年度の純輸出額は97億ドルに達しました。もっとも、電子部品の多くを輸入に頼っていることから電子製品全体の貿易収支はGDP比1.6%の赤字。産業のすそ野を広げ国内付加価値率を高めるためには、(1)インフラ不足に伴う生産・保管・配送コストの高さ、(2)労働生産性の低さ、(3)煩雑な規制等を改善することが必要であり、政府が取組むべきことは多いとの指摘が多くのエコノミストより多く聞かれました。

【図1】民間消費は鈍化、固定資本投資は加速



【図2】競争力の高いサービス部門が黒字を創出



【図3】コア物価が鈍化する一方、総合物価は不安定



## ③ 各国経済見通し—インド

2024年3月

## 物価抑制を重視し早期の利下げを否定

## 利下げ開始時期は今年6-8月か

足元の物価は鈍化しています。1月の総合消費者物価は前年比+5.1%(12月+5.7%)へ鈍化(図3)。食品が同+7.6%(同+8.7%)へ鈍化し総合物価を押し下げました。食品と燃料を除くコア物価は同+3.6%(同+3.9%)と2カ月連続で+4%台割れ。幅広い品目が低下しました。

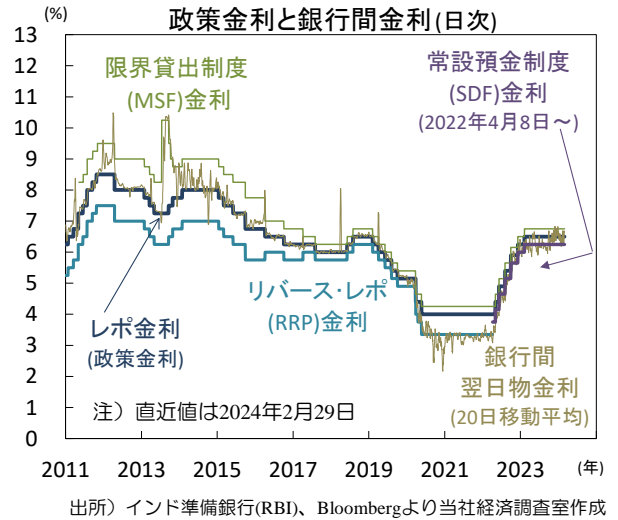
しかし、インド準備銀行(RBI)は物価の抑制を重視し、市場の早期利下げ期待をけん制。2月8日の政策会合で政策金利を6.5%に据え置き(図4)、政策スタンスも「金融緩和の縮小」で維持しました。RBI総裁は、利上げ効果の浸透でコア物価が鈍化し総合物価も鈍化しているものの、その動きは繰り返し起こる食品物価の上昇によって中断させられていると発言。天候不順等から変動する食品物価(図5)が期待インフレ率を押し上げるリスクを警戒しています。予想以上にタカ派的な今回の会合結果を受けて、多くの市場参加者が利下げ開始時期の予想を4-6月から6-8月へと変更。今後は4月または6月に政策スタンスを「中立」に変更し6月または8月に利下げを開始、今年末までに累計0.5%ptという小幅な利下げを行ってひとまず打ち止めとの予想が数多くの参加者から聞かれました。

## 市場は4-5月の総選挙での与党勝利をほぼ確信

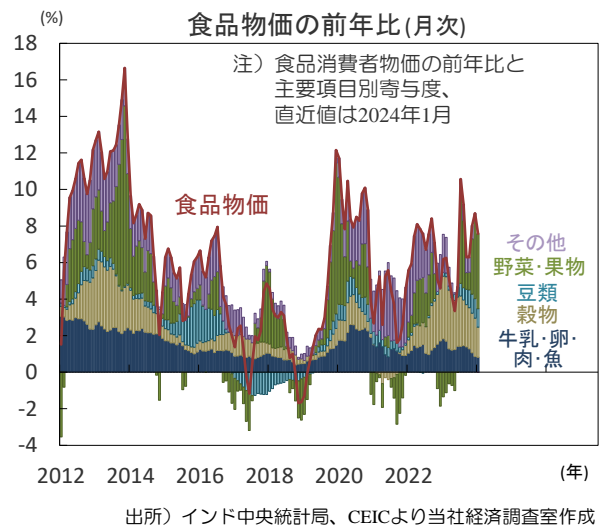
今年4-5月の議会下院総選挙に関しては、今回面談した市場参加者全てが与党BJP(インド人民党)の勝利とモディ政権の続投をほぼ確信。5年に1度の重要な選挙だが金融市場を大きく動かすことはないとの見方でした。モディ政権の支持率の高さと連立野党の混迷が背景です。BJP打倒を目指し、最大野党のインド国民会議派(INC)は地方の有力政党とともに野党連合(INDIA連合)を結成。しかし、候補者の一本化に向けた交渉が難航し、複数の有力地方政党が事実上同連合を脱退しました。市場は選挙後の経済運営に注目。同選挙直後の2年間は主要な州議会選挙もなく経済改革等に取り組みやすい時期となります。過去10年間に実施された経済改革(税制、破産法、労働法等)の実効性を高めるため措置(各州の制度改正等)などが進むだろうという指摘が広く聞かれました。

経済のデジタル化や輸出競争力の高いサービス部門の発展に伴って潜在成長率を高めるインド。物価抑制を重視する金融政策や健全な財政運営、サービス収支の改善から安定度を増す国際収支の下で、同国のリスク資産価格は中期的に底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図4】 昨年4月より政策金利を6.5%に据え置き



【図5】 比重の高い食品物価が大きく変動



【図6】 4-5月の総選挙を控えた街頭の政党ポスター



出所) ムンバイ市内にて筆者撮影



## ② 各国経済見通しーブラジル

2024年3月



## ブラジル経済

## 利上げ効果で景気は鈍化の兆候、 財政健全化の遅れに警戒

### 堅調だったブラジル景気に減速の兆候

ブラジル景気に減速の兆候がみられます。良好な雇用環境や政府による低所得者向け現金給付プログラム(ボルサ・ファミリア)の拡充といった消費支援策を背景に2023年上半期の実質GDPは前年比+3.8%(22年同期+2.5%)と堅調でしたが、ブラジル中銀(BCB)が2021年3月から2022年8月にかけて実施した累計11.75%(2.00%→13.75%)の政策金利引き上げの効果が23年下半期の景気に影響を与えた模様です。2023年7-9月期GDPは前年比+2.0%(4-6月期+3.5%)と鈍化。特に金利上昇の影響を受ける固定資本投資が同▲6.8%(同▲1.8%)と大きく減速しました。直近でも12月鉱工業生産が前年比+1.0%(11月+1.3%)と鈍化。特に製造業が同▲21.0%(同▲9.0%)と急減速しており、累積利上げの影響が時間差を伴って表出している模様です。

また、堅調だった家計消費にも陰りが出始めています。12月小売売上高は同+1.3%(同+2.5%)と軟化。食品・飲料・タバコが同+5.6%(同+5.0%)と堅調だった一方で、家具・家庭用機器が同▲3.3%(同+5.3%)、コンピューター・通信機器が同▲0.9%(同+18.2%)、自動車・オートバイが同▲4.5%(同+4.0%)と耐久財中心に減速しました。月次GDPとも言われる12月経済活動指数は同+1.4%(同+2.4%)と鈍化。景気減速が意識される内容でした。

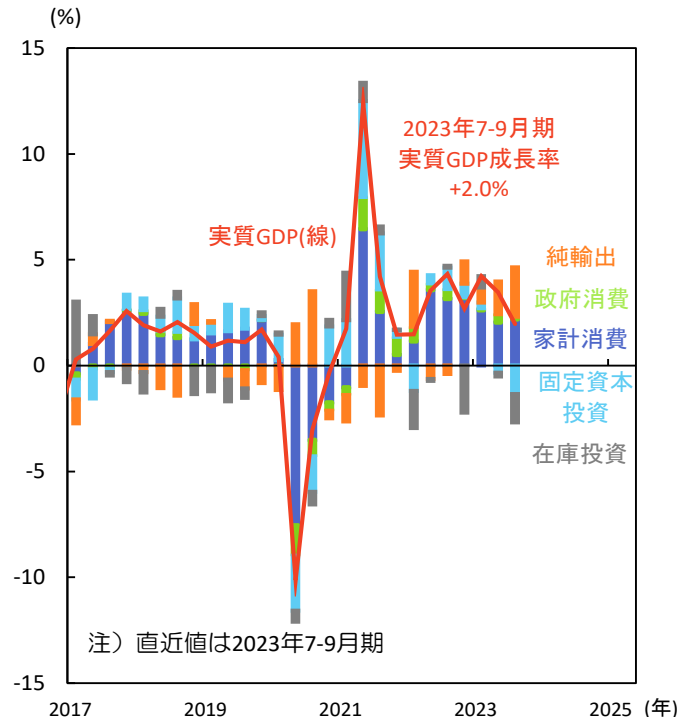
BCBは利下げへと政策方針を転換させていますが、時間差を伴って効果が表れることから、景気鈍化基調はしばらくの間、継続する見込みです。

### 歳出増加に伴う財政健全化の遅れに警戒

アダジ財務相主導の下、財政健全化に向けた取り組みを進めておりますが、現状大きな進展は見られません。政府は2024年に基礎的財政収支の均衡、25年以降の黒字化を目標に掲げておりますが、2022年10月のルラ政権発足以降、歳出が歳入を上回るペースで拡大。ボルソナロ前政権下で黒字化した基礎的財政収支は再度赤字に転じており、23年末時点でGDP比▲2.1%(22年末+0.5%)まで赤字幅が拡大しています(図2)。また、1月にルラ大統領は農業や製造業などの産業支援策を公表。企業のデジタル化や機械化、二酸化炭素削減のための融資として政府系金融機関である国立経済社会開発銀行(BNDES)から4年間で計3,000億リアルを拠出する計画となっており、財政健全化の更なる遅れが懸念されています。

### 【図1】固定資本投資の減速がブラジル景気を下押し

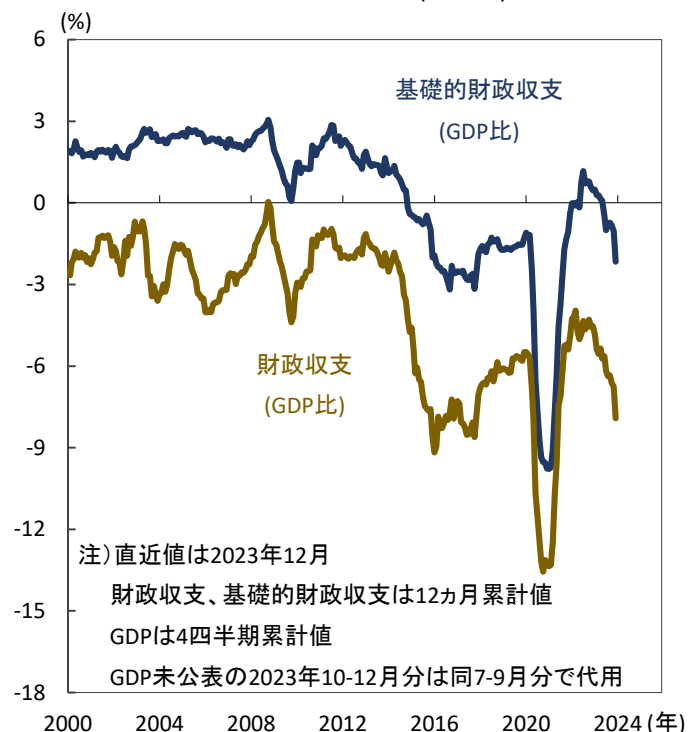
ブラジル 実質GDP(前年比)と項目別寄与度



出所) ブラジル地理統計院、CEICより当社経済調査室作成

### 【図2】財政赤字が拡大、財政健全化の遅れに懸念

ブラジル 財政収支(GDP比)



出所) ブラジル地理統計院、ブラジル財務省、CEICより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し—ブラジル

2024年3月

インフレ鈍化が継続する中、  
5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基調継続

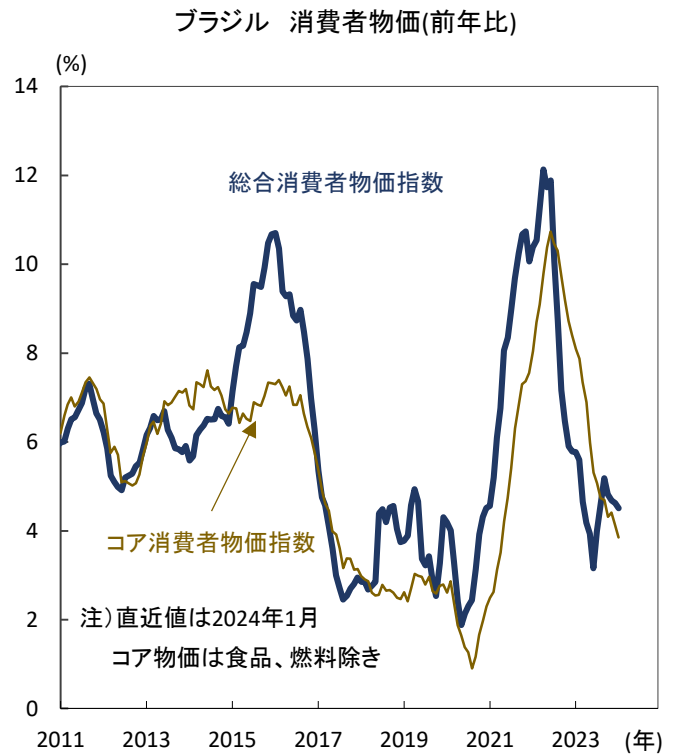
1月の総合消費者物価は前年比+4.5%(12月+4.6%)と4カ月連続で減速。物価の鈍化基調が緩やかながらも継続しています(図3)。天候不順を背景に食料品が同+1.8%(同+1.0%)と加速した一方で、家庭用品が同▲0.2%(同+0.3%)、通信が同+0.7%(同+2.9%)と減速したことが鈍化に寄与しました。また、食品や燃料の影響を除いたコア消費者物価も同+3.9%(同+4.1%)と鈍化が継続。2023年11月に一時加速に転じ物価高止まりも懸念されましたが、利上げの影響が時間差を伴って表れた模様です。

足元ではブラジル景気に減速の兆候が見られている状況(詳細はP15を参照)。2月の消費者信頼感指数が89.7(1月90.8)と軟化していることもあり、今後も累積利上げ効果の国内景気への波及が物価の下押し圧力となると想定します。ただし、中東情勢の悪化による原油価格の上昇や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による物価の再加速はリスク要因とみられます。

## 当面0.5%ptの利下げを継続する見込み

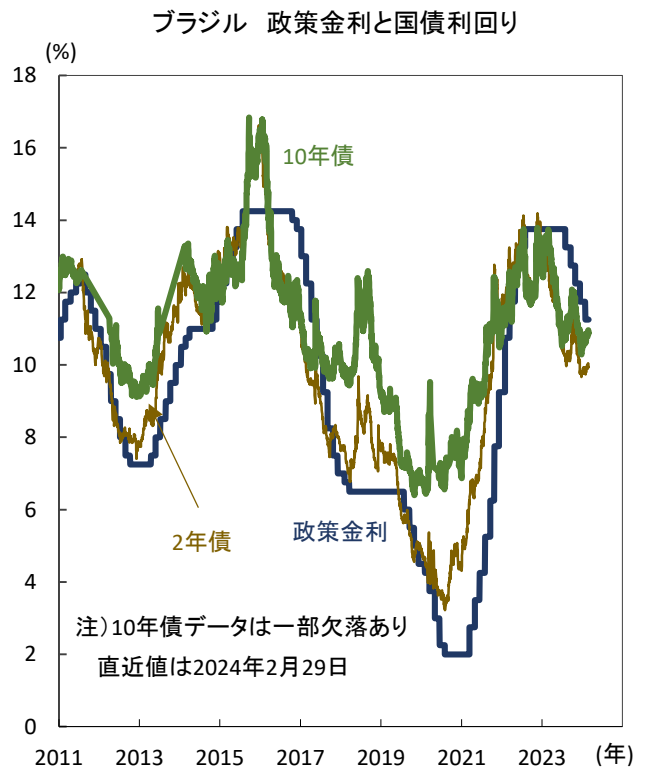
BCBは1月30-31日開催の会合で政策金利を11.75%から11.25%へ引き下げ。2023年8月の利下げ開始以降、5会合連続で0.5%ptの利下げを実施しました(図4)。

声明文では前回(2023年12月)会合同様に経済活動、インフレ動向ともに鈍化しており、BCBの予測シナリオに沿った動きであることを指摘。総合物価上昇率の見通しも24年末を+3.5%、25年末を+3.2%と前回会合から据え置きました。また、前回同様インフレ鈍化の進展、リスクバランスなどを考慮して0.5%ptの利下げを決定した旨を言及。「シナリオが想定通り進展すれば次回会合でも同規模の引き下げが全会一致で実施される見込み」との記載もあり、次回3月の会合でも0.5%ptの利下げが実施されると想定します。一方、世界情勢の不安定さなどからインフレ鈍化ペースが減速する傾向にあることを指摘。金融政策運営に関しては「落ち着きと穏やかさ(serenity and moderation)」が必要との記述があり、インフレ沈静化に向けて慎重姿勢を堅持する模様です。その後に公表された議事録では、最低賃金や社会保障給付の引き上げ、労働市場の堅調さに伴う家計所得の増加により経済活動の鈍化が和らぐ可能性について指摘しました。底堅い景気に起因するインフレ高止まりを懸念している模様です。今後は景気減速度合いを見ながら利下げ幅を調整し、政策金利は24年末は9.25%、25年末は8.50%へと引き下げられると見込みます。(北村)

【図3】総合物価、コア物価共に一時的に加速も、  
利上げ効果の波及に伴い鈍化基調継続

出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

【図4】5会合連続で0.5%ptの利下げを実施



出所) ブラジル中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2024年3月

## 世界

## 2月の株式市場は主要国主導で増勢強める

2月の株式市場は世界的に堅調でした（図1上・下）。先進国では、日経平均株価が史上最高値を更新、NYダウが史上初の39,000米ドル台を突破、ストックス・ヨーロッパ600指数が2年ぶりに最高値更新と主要国が主導しました。新興国では中国が全体をけん引しました。中国人民銀行が予想を上回る最優遇貸出金利（LPR）5年物の0.25%引き下げを実施、景気回復期待が高まった印象です。

## 重要イベント続く3月を無難に乗り切れるか

年初来の株式市場は、米利下げ観測後退に神経質となりつつも徐々に落ち着きを取り戻しています。3月は政治面からの雑音にも注意です。5日に中国で全人代が開幕、米国はスーパーチューズデー（大統領予備選ヤマ場）、また17日のロシア大統領選を控え、米議会でウクライナ支援を含む補正予算を巡る駆け引きが予想されるなか、市場は外部要因への耐性も試されそうです。（瀧澤）

## 日本

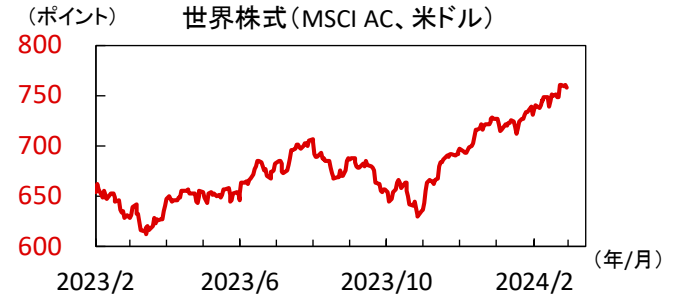
## 日経平均は34年ぶりに最高値更新

2月の日経平均株価は+7.9%と大幅に上昇。21日、米エヌビディアが市場予想を上回る売り上げ見通しを発表し、国内株式市場でも半導体セクターへの増益期待が高まり、株価を押し上げました。為替市場での1ドル=150円台への円安進行も、株価の押し上げ要因となりました。22日、日経平均株価の終値は3万9,099円と史上最高値を34年ぶりに更新。その後も最高値を更新しました。

## 今後も底堅い動きが期待される

ハイテク株を中心とする米国株の堅調な推移や海外投資家による日本株の買い越し、企業の業績改善期待によって株価は上昇し、史上最高値を更新しています。日経平均株価の予想株価収益率（PER）は、バブル期の70倍近辺に比べ、足元では16倍前後と割高感が高まっています。また、足元のTOPIXの予想EPSも拡大しており、企業の更なる業績拡大が期待され、3月も株価は堅調な地合いが継続すると見えています。（本江）

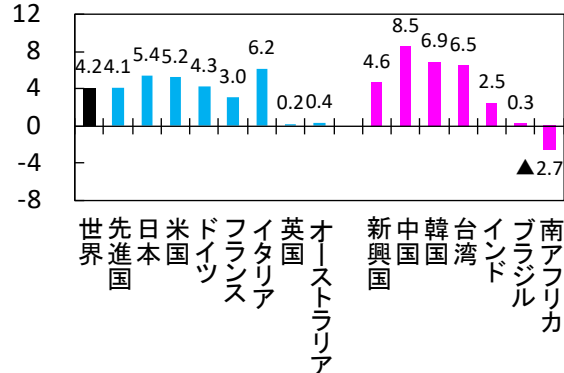
【図1】2月の株式市場は主要国中心に堅調持続



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

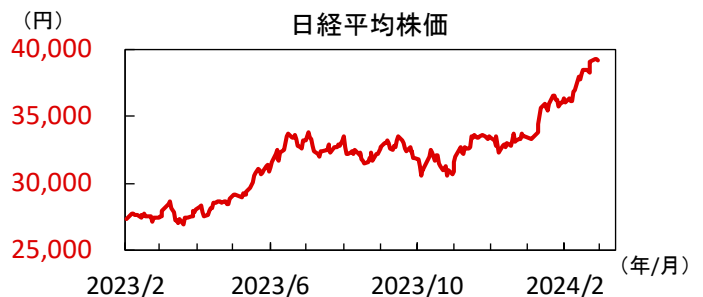
2024年2月 株価 (MSCI) の月間騰落率



注) 現地通貨（地域別は米ドル、中国は香港ドル）ベース。値は2024年2月29日。

出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

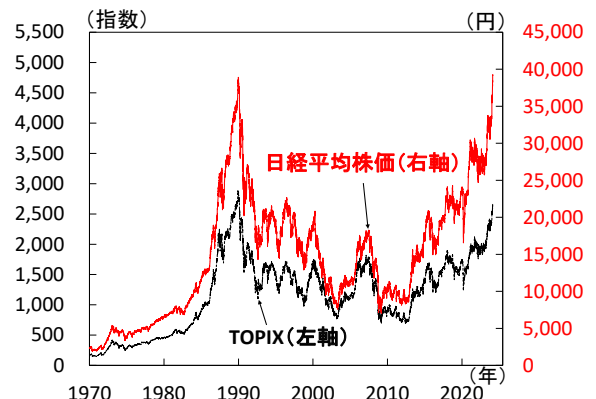
【図2】日経平均株価は史上最高値を更新



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 日経平均株価とTOPIX



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2024年3月



## 米国

## NYダウは前月に続き最高値更新

2月のNYダウは前月比+2.2%と堅調に推移しました。1月米雇用統計や1月米消費者物価が上振れた事で米利下げ観測が後退する中、米金利上昇が株価の重しとなる場面もみられました。もっとも、市場が想定する年内利下げ開始による米景気軟着陸シナリオは揺るがず、米エヌビディアなど良好なハイテク企業決算を受けた人工知能(AI)向け半導体需要への期待感も株価を押し上げました。

## 米景気軟着陸シナリオは株価を下支え

米国株は底堅い展開を予想します。市場の年内利下げ予想は3回強まで縮小しており、今後の米景気指標がデフインフレーションとの見方を後押しすれば、3月米連邦公開市場委員会(FOMC)の政策金利見直し引き上げリスクも限定的とみまます。米景気軟着陸への確度が高まる中、業績予想は増勢が保たれ、バリュエーションも半導体への期待感で正当化されやすいとみまます。ただし、米商業用不動産問題など下振れ要因にも注意が必要です。(田村)



## 欧州

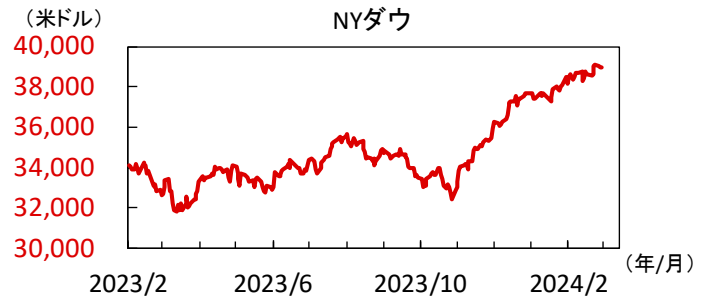
## 世界的な株高の流れが波及

2月のストックス・ヨーロッパ600指数は+1.84%(~29日)と上昇基調を保ち、史上最高値を更新。米国景気の軟着陸期待や米エヌビディアの好決算を受けた半導体企業への業績期待等を背景とした世界的な株高の流れが波及しました。しかし、賃金上昇圧力の根強さを受けて欧州中央銀行(ECB)による早期利下げ期待は和らぎ、域内景気は低調。日米株と比して上昇幅は小幅に留まっています。

## 欧州企業の業績悪化に懸念

先物市場が織り込むECBの4月利下げの確率は、足元では3割程度に後退。早期利下げ期待の更なる後退は見込み難しく、ECBは年央より利下げに着手するとみられます。米欧中銀の利下げ開始や堅調な世界景気は引き続き株式相場の下値を支える見込み。しかし、域内景気は依然として停滞。欧州企業の業績は目先も低迷継続が見込まれており、株式相場の上昇余地は限られそうです。(吉永)

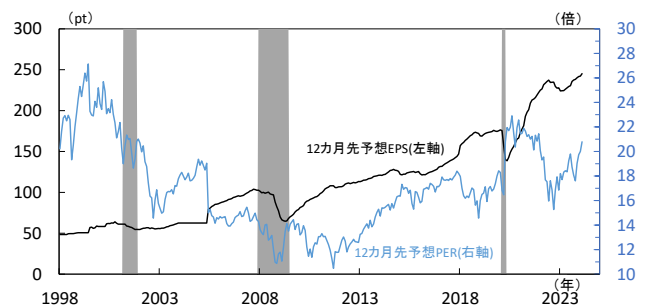
【図3】 S&amp;P500構成銘柄の業績予想は増勢維持



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

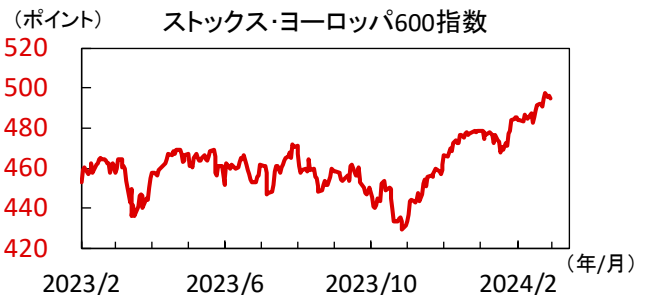
## S&amp;P500 予想EPSと予想PER



注) 直近値は2024年2月29日。予想EPS(一株当たり利益)はBloomberg予想を使用、予想PER(株価収益率)は株価÷予想EPSで計算。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

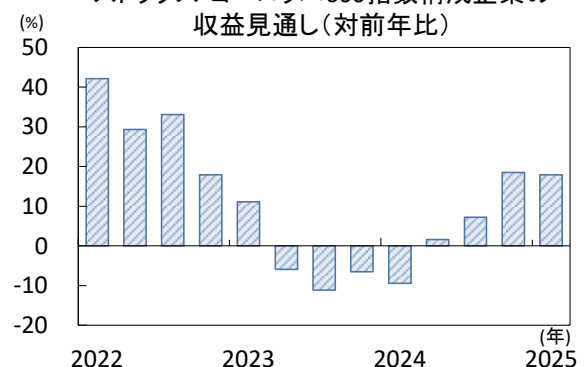
【図4】 低調な企業業績が相場の上値を抑制か



注) 直近値は2024年2月29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指数構成企業の収益見通し(対前年比)



注) 2024年2月27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

2024年3月

## 世界

## 2月の債券市場は海外金利上昇に押され軟調

2月の債券市場は、米主導で金利上昇が続いたことを受け海外中心に軟調でした（図1上・下）。背景には、米連邦準備理事会（FRB）関係者が市場の早期利下げ観測をけん制、また物価指標からインフレ率の低下ペースが鈍っていることが確認され、利下げ期待が後退したことがあります。一方、株高に見られるリスク選好地合いに乗り、ハイ・イールド債は相対的に底堅さも見せました。

## 米欧中銀の経済見通しが想定通りの内容か

金融市場は、当初の行き過ぎた利下げ期待の修正を迫られました。3月は米連邦公開市場委員会（FOMC）、欧州中銀（ECB）理事会の経済見通しが公表されます。景気は楽観もインフレは警戒という従来の当局の見方が再確認されれば、金利上昇は一服するとみえます。特に米パウエルFRB議長の半期定例議会証言内容やFOMC政策金利見通しに変化がないのかも要注意です。（瀧澤）

## 日本

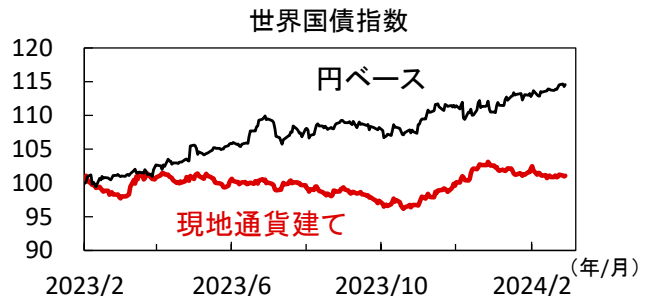
## 2月は政策正常化期待後退から長期金利低下

2月の10年国債利回りは0.02%pt低下。月の前半は米国の雇用統計が堅調だったことから米金利は上昇し、国内金利を押し上げました。また、日銀による早期のマイナス金利解除観測が高まったことから長期金利は0.76%まで上昇。しかし、15日に発表された2023年10-12月期GDP成長率が2四半期連続でマイナスとなったことにより、政策正常化期待が後退し、長期金利は低下しました。

## マイナス金利解除後の利上げが焦点に

日銀は前回1月の金融政策決定会合で、現行の大規模金融緩和策を維持しましたが、次回3月会合でマイナス金利解除を決定するのか注目されます。また、マイナス金利が解除された場合、その後の利上げのタイミングが焦点になります。市場では利上げを織り込みつつあるものの、足元の国内景気の状態や海外の中銀が利下げに転換する可能性を考えると、日銀による年内の断続的な利上げの可能性は低いとみています。（本江）

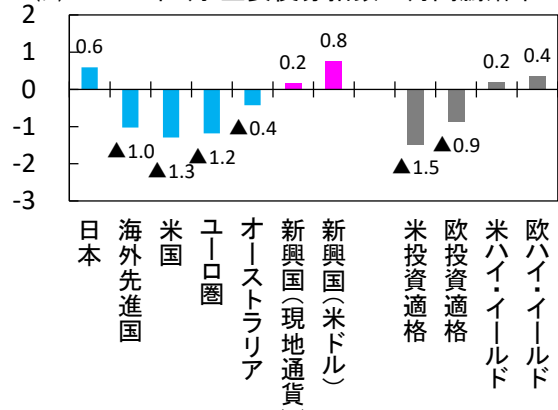
【図1】2月の債券市場は米金利上昇が重しに



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。  
直近値は2024年2月29日。

出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2024年2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2024年2月29日。

出所) FTSE、ICE、JPモルガン、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】利上げは市場で織り込まれるも年内実施は不透明



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 スワップ金利差



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



## ③ 市場見通し－債券

2024年3月



## 米国

## 米長期金利は大幅に上昇

2月の米10年国債利回りは上昇しました。月初は3.9%を割り込む場面がみられたものの、1月雇用統計や2月ISMサービス業景気指数等が上振れた事で米金利は反転上昇しました。さらに、1月消費者物価(CPI)や1月生産者物価(PPI)がディスインフレの一服感を示唆し、米連邦準備理事会(FRB)の早期利下げ観測が後退する中、10年国債利回りは4.2%台と昨年終盤の水準付近に戻りました。

## インフレ懸念の払しょくが鍵

米金利はもみ合う展開を予想します。市場の年内利下げ織り込みは3回強まで縮小し、昨年12月米連邦公開市場委員会(FOMC)見通しに近づいています。1月CPIではサービスインフレの粘着性が確認され、市場では底堅い米景気に伴うインフレ再燃が意識されやすい状況と言えます。もっとも、先行きは利上げ効果のラグや過剰貯蓄枯渇が見込まれるため、年始以降の米景気指標上振れが一時的と確認出来るかが注目されます。(田村)



## 欧州

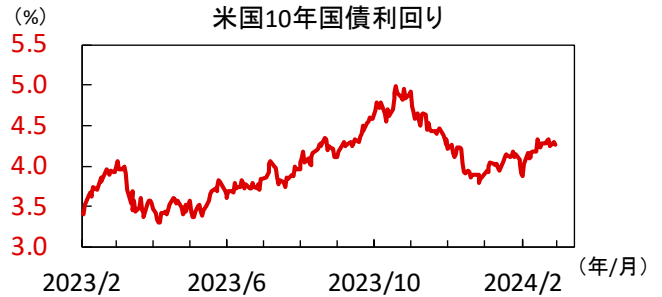
## 利下げ期待が一段と後退

2月の欧州主要国金利は上昇し、ドイツ10年国債利回りは一時2.5%台に接近。ユーロ圏の23年10-12月期妥結賃金の前年比伸び率は小幅な鈍化に留まり、賃金上昇圧力の根強さを反映しました。加えて、1月のサービス価格の前年比伸び率は高止まりし、欧州中央銀行(ECB)による早期利下げ期待が後退。米連邦準備理事会(FRB)の利下げ期待も和らぎ、金利上昇圧力の高まりにつながりました。

## ECBによる6月利下げの確度が高まるか

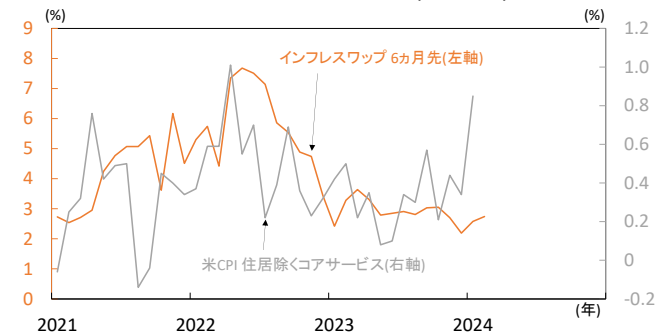
賃金上昇圧力や企業の利益確保意欲の根強さが確認され、ECBの利下げ判断を強める材料に欠ける中、3月の政策理事会では改めてデータ次第の姿勢を強調し、インフレ鈍化の一層の進展と2024年の賃上げペース鈍化を確認したい意向を示す見込み。市場では既に4月利下げ観測が大きく後退。利下げ期待の更なる後退は限られ、利下げ軌道を見極める一進一退の展開となりそうです。(吉永)

【図3】 サービスインフレは粘着的



注) 直近値は2024年2月29日。

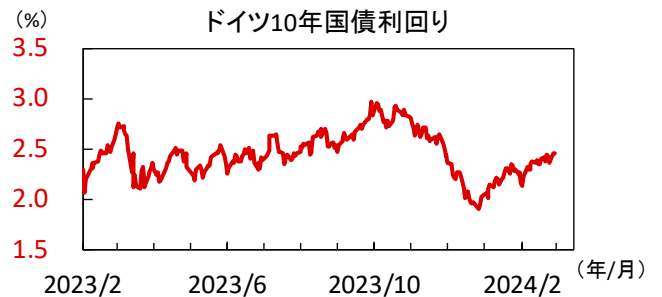
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国 インフレスワップ、  
米CPI住居除くコアサービス(前月比)

注) 直近値はインフレスワップが2024年2月、固定金利と消費者物価(CPI)に連動する変動金利を交換する取引。住居除くコアサービスが同年1月時点。

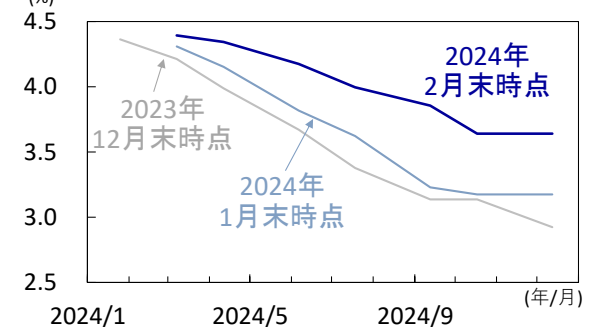
出所) Bloomberg、米BLSより当社経済調査室作成

【図4】 ECBによる利下げ期待は後退



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ユーロ圏 市場の見込むECB利下げ軌道  
(リファイナンス金利)

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年3月

## 世界

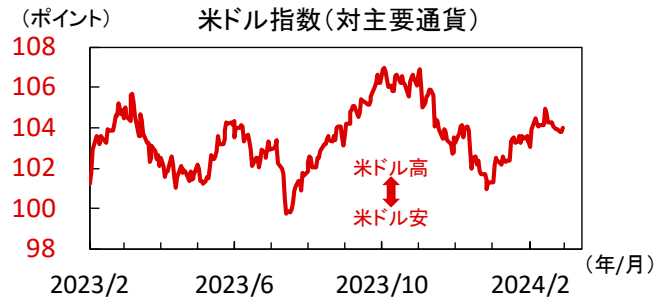
## 2月の為替市場は新興国通貨が底堅く推移

2月の米ドル指数（対主要6通貨）は1月末比+0.9%となりました（図1上・下）。特に先進国内での優位が目立ちましたが、米景気の相対的な強さや米利下げ観測後退に伴う金利上昇が材料視された模様です。新興国通貨は総じて底堅くも、トルコリラは軟調。月初に同国のエルカン中銀総裁が突如辞任、インフレ抑制に向けた積極利上げで市場の信任も厚かっただけに失望された印象です。

## 米国と並び、鍵を握る中国の景気安定化

底堅い新興国通貨の背景には、新興国のインフレ収束に伴う実質金利（名目金利－インフレ率）の相対的な高さもあります。ただし、こうした高金利という魅力を素直に好感できるのも世界的なリスク選好が保たれてこそです。世界経済の命運を握る米国が安定感を増すなか、焦点は中国です。3月全人代後の景気刺激策の動向が市場のリスク志向を左右する材料になると見ます。（瀧澤）

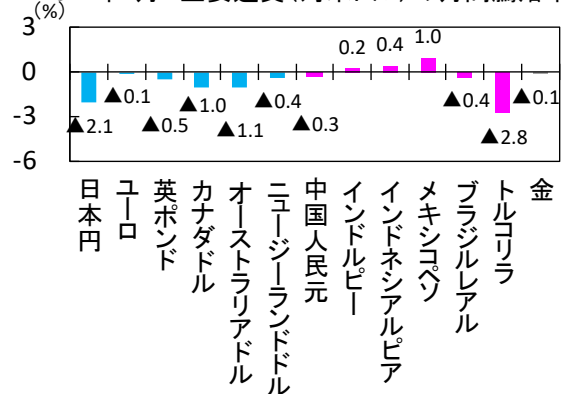
【図1】2月の為替市場は一部新興国通貨が底堅い



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

2024年2月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



注) 値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 米ドル

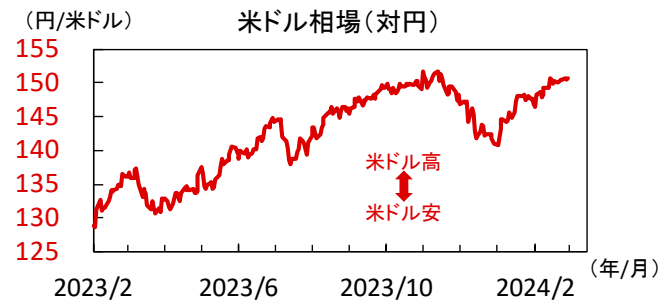
## 米ドルは上昇、円は再び150円台に上昇

2月の名目実効ドル(貿易加重の主要為替レート)は上昇、米ドル円は150円を再び上回りました。1月米雇用統計や1月米消費者物価が上振れた事で米早期利下げ観測が後退する中、米金利上昇が米ドルを押し上げました。他方、米ドル円は日米金利差拡大に伴って昨年11月以来の150円を上抜けるも、財務省幹部による急速な為替変動へのけん制発言等が一段の円安米ドル高に歯止めをかけました。

## 円安米ドル高は一服するか

米ドルは底堅い展開を予想します。底堅い米景気や米連邦準備理事会(FRB)の早期利下げに対する慎重姿勢が米ドルを下支えするとみます。他方、米ドル円は円安一服となるか注目されます。投機筋の円売りポジションは相応に膨らみ、為替介入への警戒感も残ります。日米金利差の観点では過度な円高リスクも限定的とみますが、3月日銀金融政策決定会合ではマイナス金利解除といった金融正常化の一步を踏み出すか注目されます。（田村）

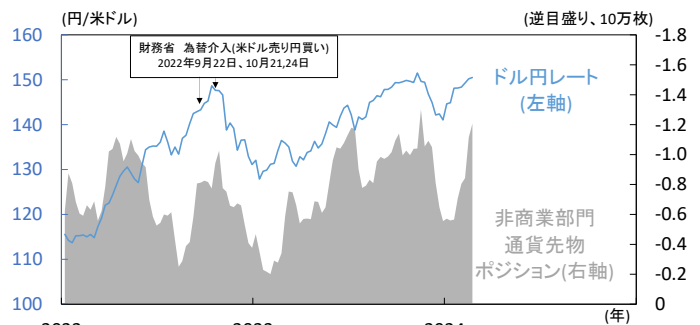
【図2】円売りポジションが再び膨らむ



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ドル円レート、通貨先物ポジション



注) ドル円レートは2024年2月29日。通貨先物ポジションは同年23日時点、ヘッジファンド等の投機筋ポジションを反映、買いと売りポジションのネット金額。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年3月

## ユーロ

## 米欧ともに利下げ期待が一段と後退

2月のユーロ(～29日)は対ドルで▲0.1%とわずかに下落。賃金上昇圧力や企業の利益確保意欲の根強さが確認されたことを受けて、欧州中央銀行(ECB)への早期利下げ期待が後退。しかし、堅調な米国景気や粘着的なインフレを背景に米早期利下げ期待も後退し、ユーロドルは方向感に欠ける展開となりました。一方、早期利下げ期待の後退を背景に対円では+1.98%と大きく上昇しました。

## 米欧の金融政策動向をにらむ展開が継続

ECBは、利下げ判断にあたり、インフレ鈍化の一層の進展と2024年の賃上げペース鈍化を確認したい意向を保つとみられ、3月政策理事会ではデータ次第の姿勢を堅持する見込み。市場では、ECB、米FRBともに利下げ開始時期は6月との見方が強まっており、目先のユーロドルは引き続き膠着しそうです。一方、ユーロ圏景気は底打ち感を強めており、緩やかな回復基調がより鮮明となれば、ユーロ相場押し上げへの寄与が期待されます。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

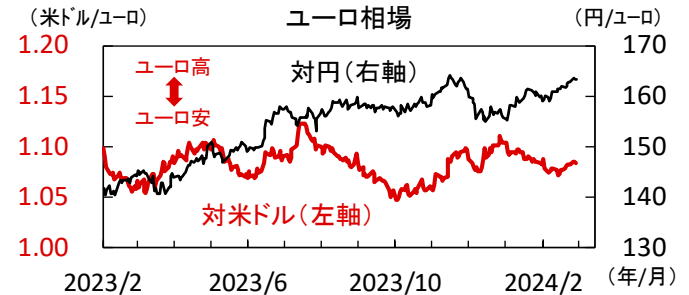
## 米経済堅調で米ドル買われ豪ドルは軟化

2月の豪ドルは対米ドルで▲1.1%と下落しました。2日に米1月雇用統計が堅調な結果を示し豪ドルは軟化。6日に豪中銀が政策金利を据え置く一方で、追加利上げの可能性を残した事で豪ドル買いが優勢となるも続かず。13日に米1月消費者物価が予想比上振れた事で米ドル高となり豪ドルは大幅下落。その後、値を戻すも上値の重い展開。この間、急速な円安を受け対円では上昇しました。

## 利下げ観測後退で豪ドル反発するも限定的

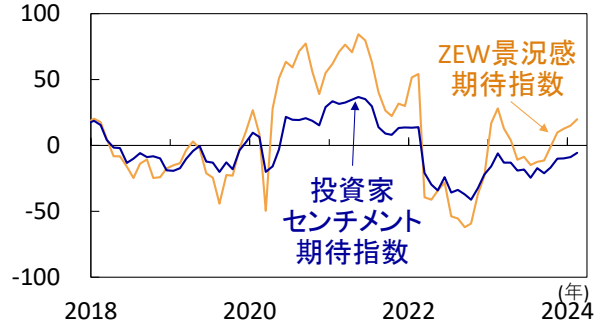
豪ドルは対米ドルでは1月以降軟調地合いとなっており、豪中銀の早期利下げ観測の後退で長期金利は上昇し豪ドル買いが優勢となるも、豪ドル高は限定的となっています。世界の製造業活動が下げ止まりつつある一方で、中国経済の悪化懸念が豪ドルの上値を抑える要因となっています。しばらくは、豪ドルは一進一退で推移するとみえています。世界的な製造業の復調が鮮明となれば豪ドルは買われやすい地合いとなるでしょう。(向吉)

## 【図3】景気回復期待はユーロ相場押し上げに寄与か



注) 直近値は2024年2月29日。

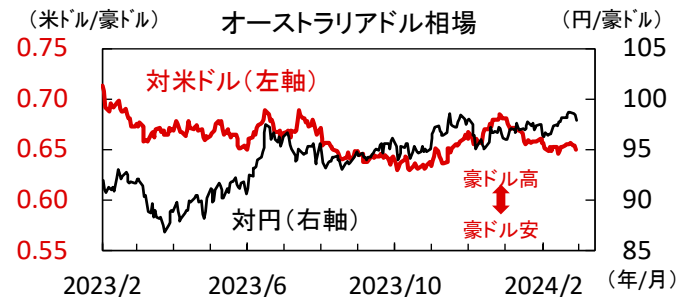
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ユーロ圏 投資家センチメント期待指数と  
ドイツ ZEW景況感期待指数

注) 直近値は2024年2月。

出所) Sentix、ZEWより当社経済調査室作成

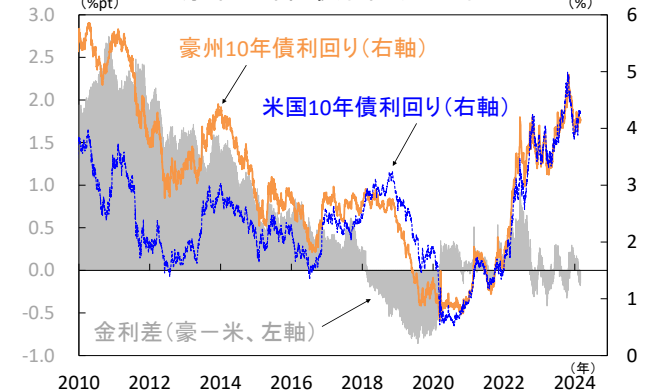
## 【図4】豪州の長期金利水準は米国を下回る



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 豪米10年国債利回りと金利差



注) 直近値は2024年2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3月


 ニュージーランド(NZ)ドル

## NZ中銀の追加利上げ観測が後退し軟化

2月のNZドルは対米ドルで▲0.5%と下落しました。7日公表の昨年10-12月期NZ雇用者数は予想以上に増加。NZ中銀のオア総裁は、12日の議会証言でインフレ率はなお高過ぎるとし、16日の講演でインフレ期待を2%に固定するためまだ取り組みが必要と発言。同総裁のタカ派姿勢を受け追加利上げ観測が高まりNZドルは堅調。ただ、28日に政策金利が据え置かれると大きく下落しました。

## NZ中銀は政策金利を現行水準で維持へ

NZ中銀は2月金融政策決定会合において、5会合連続で政策金利を5.50%に据え置く事を決定。金融政策報告では、政策金利見通しを前回から若干下方修正したほか、声明文から追加利上げの可能性を示す文言を削除しました。インフレ上振れリスクは前回会合から低下したと判断しており、当面、政策金利は現行水準で維持される可能性が高いとみています。追加利上げ観測が後退する中、NZドルは一進一退で推移する見通しです。(向吉)


 インドルピー

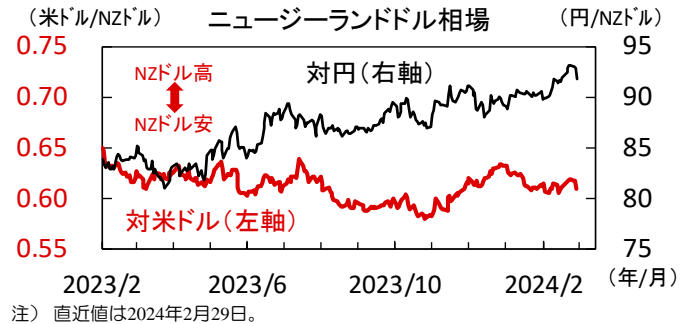
## 2月のルピーは底堅く推移

ルピーは2月にかけて対米ドルで+0.2%上昇。米ドル高が進む中で相対的に堅調でした。同通貨は昨年10月初より12月14日には同83.2~83.5ルピーと極めて狭いレンジで安定。当局はドル安局面でドル買い介入、ドル高局面でドル売り介入を行って相場を安定させています。もっとも、昨年12月15日以降は同82.9~83.4ルピーと変動幅がわずかに拡大。介入の規模を縮小したとみられます。

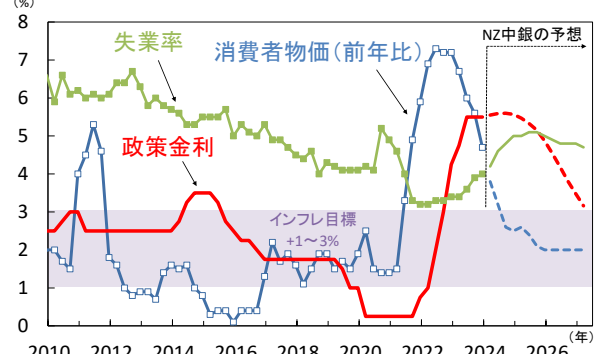
## 市場介入の規模が縮小し相場は底堅く推移か

IMFは市場介入が市場混乱の抑制という範囲を超えていると指摘。これに対して同国の当局は特定の期間のみを見た偏った評価であると反論しました。なお、相場が安定化する中で企業の為替ヘッジ比率が低下し始めたことを当局は懸念。また、ドル買い介入を続けて外貨準備残高が過去最高を更新することも好まないとみられます。相対的に高い金利と改善する国際収支に支えられ、ルピーは当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

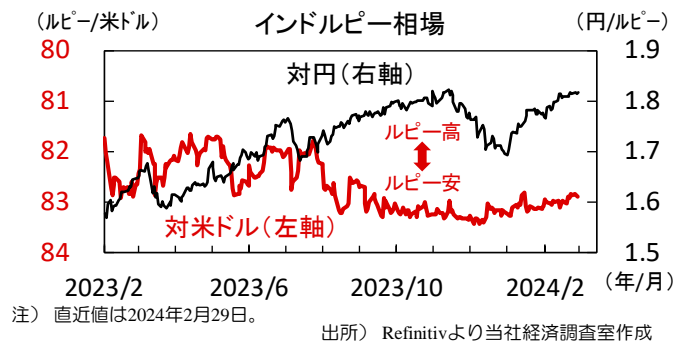
## 【図5】NZ中銀は政策金利見通しを若干下方修正



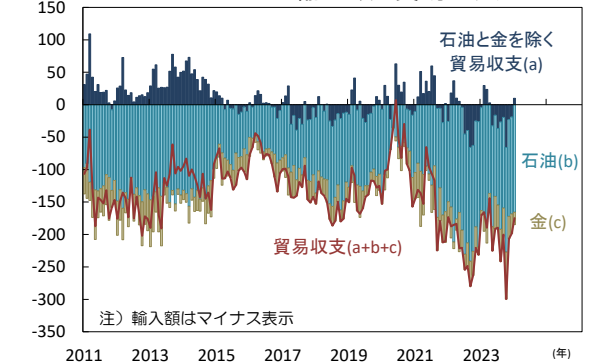
## ニュージーランド 政策金利と消費者物価、失業率



## 【図6】ルピーは2月に対米ドルで+0.2%上昇



## インド: 石油・金輸入額と貿易収支





## ③ 市場見通し－為替

2024年3月

## メキシコペソ

## 高い実質金利水準がペソ相場の支えに

ペソは2月に対米ドルで+1.0%と堅調。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)がペソ相場を支えました。メキシコ中銀は2月に7会合連続となる政策金利の維持を決定したものの、声明文には「次回(3月)の政策会合で政策金利を調整する可能性について評価」との記載があり、次回会合での利下げ実施の可能性が示唆されました。しかし、足元では総合物価指数が再加速していることなどから利下げが実施されたとしても緩やかなペースになるとの見方が強く、会合後のペソ相場の変動は小幅でした。

## 米大統領選挙でのトランプ氏再選リスクに警戒

次回会合での利下げ実施観測が高まっている一方で、期待インフレ率の鈍化も継続。引き続き高い実質金利がペソを下支えすると想定します。ただし、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ます。(北村)

## ブラジルリアル

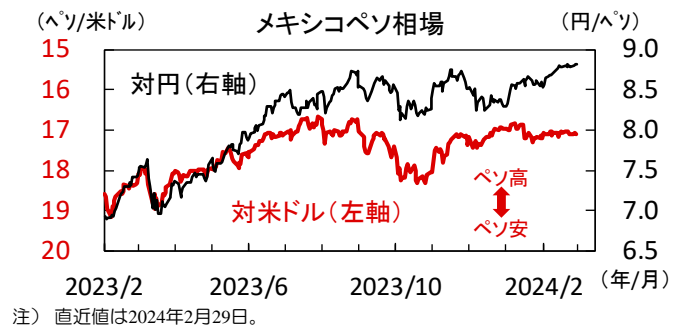
## 米国との金融政策姿勢の違いが意識され軟調

リアルは2月に入り対米ドルで▲0.4%下落と軟調。ブラジル中銀(BCB)は今年1月に5会合連続で政策金利0.5%ptの利下げを実施した一方(詳細はP16を参照)、米国では消費者物価の上振れなどを背景に利下げ実施観測が後退。中銀の金融政策姿勢の違いがリアル相場の重しとなった模様です。声明文では「シナリオが想定通り進展すれば次回会合でも同規模の引き下げが全会一致で実施される見込み」としており、次回会合(3月開催)でも0.5%ptの利下げが実施されると想定します。

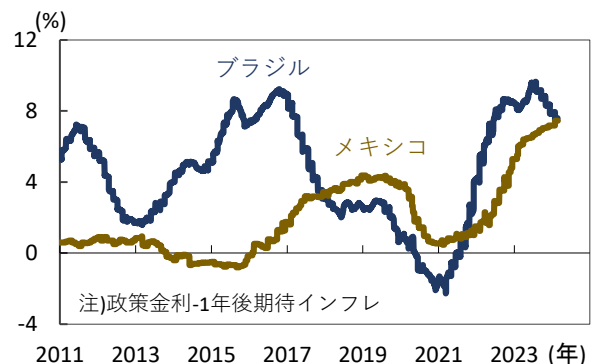
## 金融政策格差と中国景気減速懸念が下押し要因

BCBと米連邦準備理事会(FRB)の金融政策姿勢の違いから当面リアルは上値重く推移すると想定します。また、主要輸出先である中国への輸出量拡大に伴う貿易収支黒字化がリアルを支えましたが、不動産市場を中心に中国景気減速懸念が高まっており、リアルの重しとなる見込みです。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。下値も堅いとみまます。(北村)

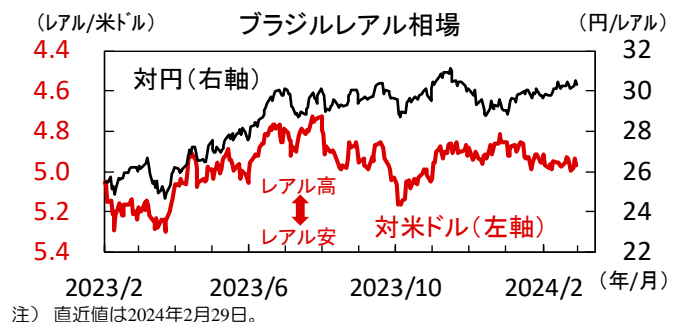
【図7】2月にペソは対米ドルで+1.0%上昇



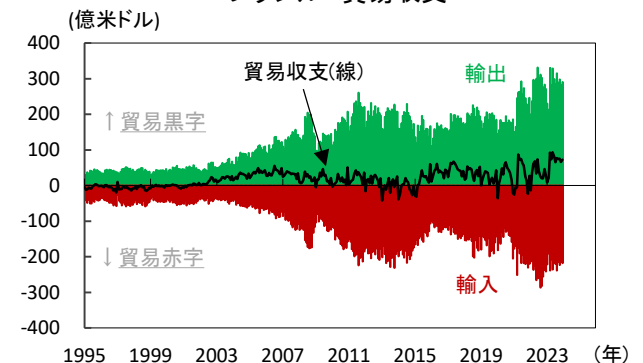
## メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



【図8】2月にリアルは対米ドルで▲0.4%下落



## ブラジル 貿易収支



## ③ 市場見通しーリポート

2024年3月

## 日本

## 日本リートは大幅下落

2月の東証REIT指数は前月比▲5.6%と下落し、用途別では物流や住居が軟調でした。日銀政策修正観測が根強い他、1月米物価統計の上振れで米早期利下げ期待が後退する中、日米金利上昇がリート価格の重しとなりました。J-REITの1月投資家別売買動向では国内銀行や海外投資家が大幅に売り越すなど、期末を控えた決算対策売りや日銀政策の不透明感が需給の弱さに繋がっています。

## 日銀金融正常化の度合いを見極める展開

日本リートは日銀金融正常化の度合いを見極める展開が想定されます。市場ではマイナス金利解除やその後の利上げが注目される中、J-REITのNAV倍率は1倍割れに沈むなど、金利上昇に伴う不動産価格下落が相応に織り込まれています。春闘前に企業の賃上げ報道が散見される一方、国内景気は2期連続マイナス成長と内需の弱さを抱える中、金融正常化の条件とも言える「賃金と物価の好循環」の確度を探る状況が続きそうです。（田村）

## 米国

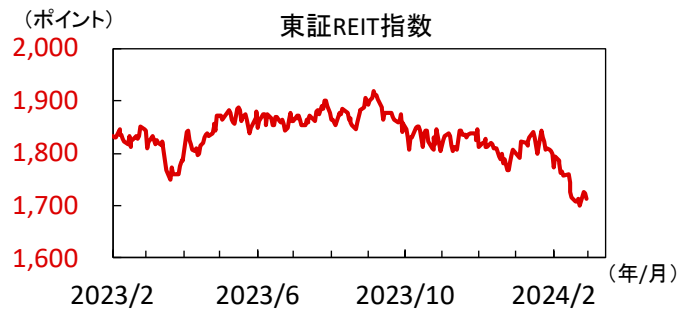
## 米利下げ期待後退もリート反発

2月のS&P米国リート指数は前月比+2.0%と上昇し、用途別では特殊施設やデータセンター、ホテル・レジャー等が堅調でした。米1月雇用統計や米1月消費者物価が市場予想を上回った事で米利下げ観測が後退し、米金利上昇でリート価格が下落する場面もみられました。しかし、米景気軟着陸への確度が高まる中で下値での押し目買いもあり、リート価格の底堅さが増しています。

## インフレ再燃なければ下値堅いか

米国リートは上値の重い展開を予想します。米連邦準備理事会(FRB)は2%物価目標に向けて持続的な改善を確認したいとし、早期の利下げ開始に対して慎重な姿勢をとっています。下げ渋る米金利はリート価格の重しとなり得る他、オフィス中心に米商業用不動産への懸念も残存しています。もっとも、平たんではないもののディスインフレ基調は不変であり、今年後半の利下げ開始シナリオを揺るがすほどのインフレ再燃等がみられなければ、リート価格の下値も堅いとみています。（田村）

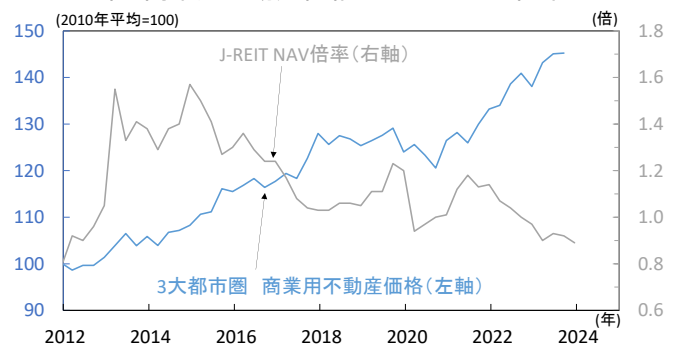
## 【図1】金利上昇に伴う不動産価格下落を織り込む



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

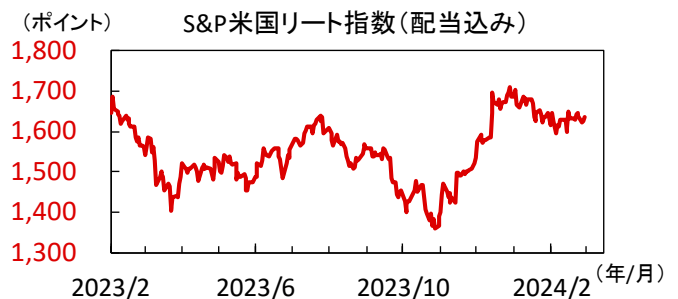
## 日本 商業用不動産価格とJ-REITのNAV倍率



注) 直近値は商業用不動産価格が2023年7-9月期、3大都市圏は南関東圏と名古屋圏及び京阪神圏。NAV倍率が同年12月時点、同倍率は投資口価格÷1口当たりNAV(純資産価値)で株式のPBRに相当、J-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。NAVは純資産に保有物件の含み損益を加えた金額。

出所) 国土交通省、ARESより当社経済調査室作成

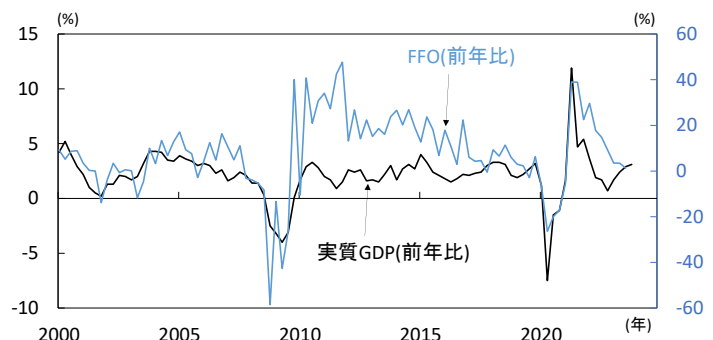
## 【図2】底堅い米景気は賃料収入を下支え



注) 直近値は2024年2月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

## 米国 実質GDPとUS REITのFFO



注) 直近値は実質GDPが2023年10-12月期、FFO(ファンド・フロム・オペレーションズ)が同年7-9月期、REITが賃料収入からどの程度キャッシュを獲得しているかを表す。

出所) 米NAREIT、米BEAより当社経済調査室作成

## ④ 市場見通し－原油

2024年3月



## 原油

## 中東の地政学リスクが残る中 石油需要見通し拡大で原油価格上昇

### 世界的な需要拡大見込みから原油価格上昇

2月の原油価格(WTI先物)は、月初に1バレル76米ドル近辺でスタートしました(図1)。1日にOPECプラスの合同閣僚監視委員会が行われ、協調減産や加盟国による自主減産の計画が継続され原油価格は上昇。その後、米石油大手のエクソンモービルとシェブロンが原油増産を発表し、供給増加懸念が高まったことで原油価格が下落しました。中東情勢については、イスラエルのネタニヤフ首相がイスラム組織ハマスをせん滅する旨を発表し、供給懸念が意識され78米ドル近辺まで上昇しました。

その後、15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下げる一方、供給見通しを引き上げたことから、原油価格は76米ドル近辺まで下落。月末にかけては、中東情勢の緊張が続く中、原油価格はもみ合いとなり月末は78米ドルとなりました。

### 3月も原油価格上昇基調は継続する見込み

中東情勢については、親イラン武装組織フーシ派と英米の対立が続き、またガザ地区南部ラファでの戦闘が激化しそうです。中東の地政学リスクは先月よりも和らいだものの、リスクが中東広域に波及した場合、再び原油供給懸念が意識され価格上昇圧力が高まるでしょう。また、OPECプラスが4月以降の減産継続を決定した場合、原油価格の下支え要因となりそうです(図2)。

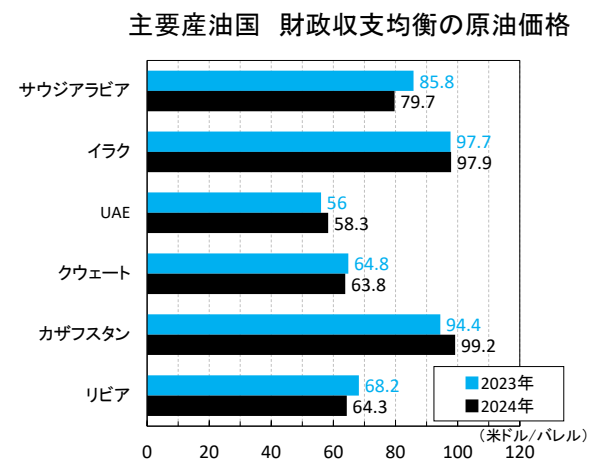
米国では景気回復が続き利下げ観測が後退する中、原油の需要増加期待が高まっています(図3)。中国については株価反発も見られる中、3月の全国人民代表大会(全人代)にて、市場が期待する景気刺激策が打ち出されれば、需要増加要因となりそうです。底堅い米中景気に支えられ、原油価格は上昇基調を維持すると見ています。

ただし、今後の原油価格反落リスクとして、米国景気が減速する可能性や、中国で全人代後の景気対策が期待外れとなり、景気回復期待が後退し、原油需要減退不安が高まる可能性が挙げられます。また、OPECプラス加盟国が協調減産を遵守せずに原油供給が想定外に増加した場合にも、価格の下押し圧力になりそうです。(本江)

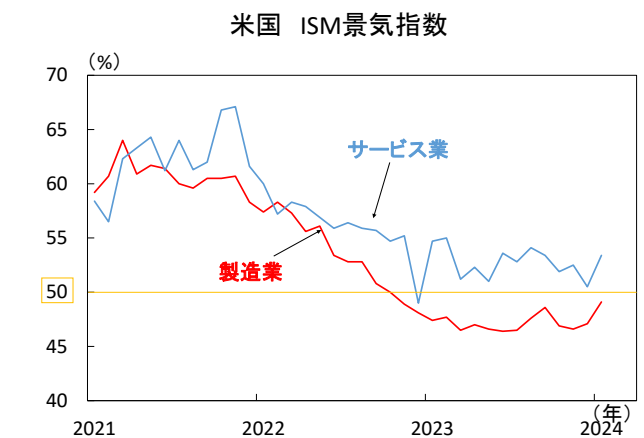
### 【図1】世界的な景気回復期待から原油価格上昇



### 【図2】OPECプラスは協調減産を維持



### 【図3】米国の景気回復期待高まる





## ④ 市場データ一覧

2024年3月

注) 直近値は2024年2月29日

株式		(単位:ポイント)	直近値	1月末	騰落率%	為替(対円)		(単位:円)	直近値	1月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		39,166.19	36,286.71	7.94	米ドル		149.98	146.88	2.11	
	TOPIX		2,675.73	2,551.10	4.89	ユーロ		162.02	158.87	1.98	
米国	NYダウ(米ドル)		38,996.39	38,150.30	2.22	英ポンド		189.32	186.32	1.61	
	S&P500		5,096.27	4,845.65	5.17	カナダドル		110.43	109.33	1.01	
	ナスダック総合指数		16,091.92	15,164.01	6.12	オーストラリアドル		97.41	96.43	1.02	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		494.61	485.67	1.84	ニュージーランドドル		91.29	89.80	1.66	
ドイツ	DAX®指数		17,678.19	16,903.76	4.58	中国人民元		20.861	20.491	1.81	
英国	FTSE100指数		7,630.02	7,630.57	▲0.01	インドルピー		1.8087	1.7676	2.33	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,698.70	7,680.70	0.23	インドネシアルピア(100ルピア)		0.9541	0.9305	2.54	
香港	ハンセン指数		16,511.44	15,485.07	6.63	タイバーツ		4.1777	4.1270	1.23	
中国	上海総合指数		3,015.17	2,788.55	8.13	マレーシアリンギ		31.581	31.033	1.77	
インド	S&P BSE SENSEX指数		72,500.30	71,752.11	1.04	ブラジルリアル		30.164	29.652	1.73	
ブラジル	ボベスパ指数		129,020.02	127,752.28	0.99	メキシコペソ		8.792	8.527	3.11	
先進国	MSCI WORLD		3,337.20	3,205.32	4.11	南アフリカランド		7.804	7.856	▲0.66	
新興国	MSCI EM		1,020.94	975.80	4.63	トルコリラ		4.80	4.84	▲0.84	
新興アジア	MSCI EM ASIA		543.73	514.05	5.77	ロシアルーブル		1.6390	1.6328	0.38	

国債利回り		(単位:%)	直近値	1月末	騰落幅%	政策金利		(単位:%)	直近値	1月末	騰落幅%
日本	10年物		0.713	0.737	▲0.024	米国	FF目標金利		5.50	5.50	0.00
米国	10年物		4.254	3.918	0.336	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		2.401	2.161	0.240	英国	バンクレート		5.25	5.25	0.00
英国	10年物		4.126	3.798	0.328	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		3.493	3.319	0.174	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		4.150	4.074	0.076	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		4.768	4.620	0.148	中国	1年物優遇貸付金利		3.45	3.45	0.00
インド	10年物		7.078	7.144	▲0.066	インド	レポレート		6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物		6.606	6.585	0.021	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		10.771	10.660	0.111	ブラジル	SELIC金利誘導目標		11.25	11.25	0.00
メキシコ	10年物		9.164	9.174	▲0.010	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		10.140	9.755	0.385	南アフリカ	レポレート		8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物		25.260	25.100	0.160	トルコ	1週間物レポ金利		45.00	45.00	0.00
ロシア	10年物		12.860	12.270	0.590	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	1月末	騰落率%	商品		(単位:ポイント)	直近値	1月末	騰落率%
日本	東証リート指数		1,698.87	1,798.71	▲5.55	原油	WTI先物(米ドル)		78.26	75.85	3.18
米国	S&P米国REIT指数		1,648.33	1,616.09	1.99	金	COMEX先物(米ドル)		2,054.70	2,057.40	▲0.13
欧州	S&P欧州REIT指数		710.61	764.51	▲7.05	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		137.91	139.27	▲0.98
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,112.98	1,062.12	4.79	穀物	ブルームバーグ商品指数		35.75	38.12	▲6.22

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3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2月29日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	年初来
株式	国・地域別	日本	5.5	13.9	40.0				5.5	13.9	40.0	14.4
		海外先進国	4.6	10.8	24.8	4.4	10.7	25.5	6.4	11.9	35.6	11.8
		米国	5.4	12.0	30.7	5.4	12.0	30.7	7.4	13.2	40.9	13.3
		ユーロ圏	3.3	9.0	13.4	3.0	8.1	15.7	5.0	9.3	25.8	9.8
		新興国	5.1	4.7	10.1	4.8	3.9	9.2	6.9	5.1	19.3	6.3
	業種別	IT(情報技術)	6.2	15.1	53.2	6.1	15.0	52.8	8.2	16.2	63.0	16.6
		エネルギー	1.5	▲ 0.1	1.0	1.1	▲ 0.2	1.6	3.2	1.0	11.7	6.3
		素材	2.5	4.0	3.9	1.7	3.5	3.8	3.8	4.7	13.9	3.3
		ヘルスケア	2.5	9.6	12.4	2.1	9.4	12.8	4.2	10.6	22.9	11.1
		金融	4.0	11.4	11.5	3.6	11.1	11.6	5.7	12.3	21.7	11.3
リート	先進国				0.3	5.6	2.6	2.4	6.8	12.7	2.6	
	日本	▲ 4.9	▲ 6.5	▲ 3.8				▲ 4.9	▲ 6.5	▲ 3.8	▲ 5.0	
	米国	2.0	7.4	5.6	2.0	7.4	5.6	4.1	8.6	15.7	4.1	
	新興国				2.1	10.4	9.4	4.2	11.6	19.6	8.8	
国債	円ヘッジなし	日本	0.6	0.0	▲ 1.3				0.6	0.0	▲ 1.3	▲ 0.5
		海外先進国	▲ 1.0	1.9	3.6	▲ 1.2	1.6	4.4	0.8	2.8	14.5	4.0
		米国	▲ 1.3	1.7	2.3	▲ 1.3	1.7	2.3	0.8	2.9	12.4	4.8
		ユーロ圏	▲ 1.2	1.9	5.3	▲ 1.6	1.1	7.4	0.5	2.3	17.6	2.7
		オーストラリア	▲ 0.4	2.9	2.6	▲ 1.9	1.1	▲ 0.9	0.2	2.3	9.3	1.3
		新興国(現地通貨)				▲ 0.6	1.1	9.3	1.5	2.3	19.4	4.3
		新興国(米ドル)				1.0	4.7	10.1	3.1	5.9	20.2	6.3
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 1.2	0.4	▲ 1.5	▲ 2.0
		新興国(米ドル)							0.5	3.0	3.5	▲ 1.1
	物価連動国債	先進国				▲ 0.9	1.5	2.6	1.1	2.7	12.8	3.7
新興国					▲ 0.4	2.5	10.8	1.7	3.7	21.0	4.0	
社債	投資適格	先進国				▲ 1.3	2.3	6.8	0.7	3.5	17.0	4.5
		日本	0.1	0.3	0.9				0.1	0.3	0.9	▲ 0.1
		米国	▲ 1.4	2.7	6.1	▲ 1.4	2.7	6.1	0.7	3.9	16.3	5.1
		欧州	▲ 0.9	2.0	6.6	▲ 1.3	1.1	8.8	1.1	2.4	19.1	3.3
		新興国(米ドル)				0.0	3.1	6.5	2.1	4.3	16.6	6.5
	ハイ・イールド	先進国				0.3	4.2	11.2	2.4	5.4	21.3	6.7
		米国	0.3	4.0	11.0	0.3	4.0	11.0	2.4	5.2	21.1	6.7
		欧州	0.4	4.1	10.0	▲ 0.0	3.2	12.3	2.3	4.5	22.6	5.2
新興国(米ドル)				1.8	6.2	8.3	3.9	7.4	18.4	9.6		
転換社債	先進国				2.1	5.9	9.7	4.2	7.1	19.9	7.6	
	新興国				5.4	1.1	14.6	7.5	2.3	24.8	5.2	
商品	総合				▲ 1.5	▲ 3.7	▲ 3.9	0.6	▲ 2.5	6.2	5.3	
	金				▲ 0.2	0.2	11.3	1.9	1.4	21.4	5.4	
	原油				2.9	3.0	11.2	5.0	4.2	21.3	15.5	
他	MLP				4.3	6.6	30.9	6.4	7.8	41.0	15.3	
	バンクローン				0.9	3.3	11.5	3.0	4.5	21.6	7.9	

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

2024年3月

## ● 2024年3月の主要経済指標と政治スケジュール

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

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：2024年3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 © 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