

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2024年9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9月

## 世界経済

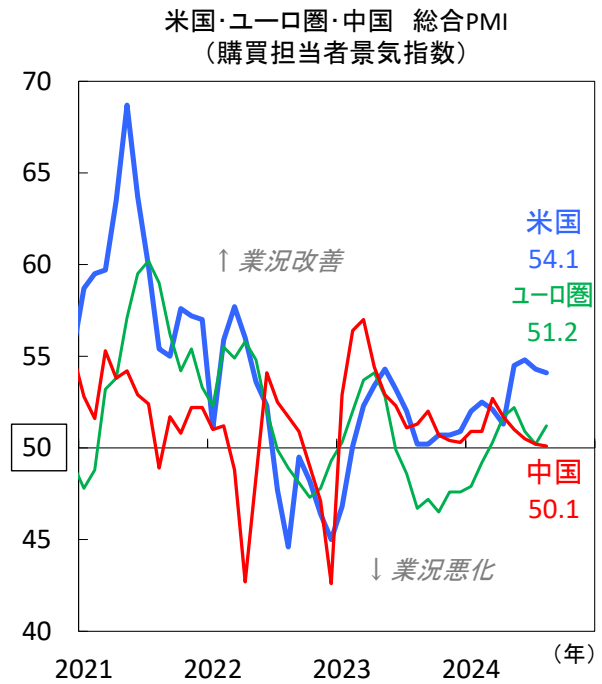
## 世界経済は米国かつサービス業主導で回復

8月の主要国景気は依然回復基調を保っています。8月購買担当者景気指数（PMI、改善・悪化の境目50）を見ると総合ベースで米国54.1、ユーロ圏51.2、日本53.0と先進国景気が底堅い様子がうかがえます（図1）。一方、ドイツは3カ月連続低下の48.5と軟調、また業種別PMIを見ると上記の米欧日独ともにサービス業が50超えの一方、製造業は50割れが続くなど景気はまだら模様です。

## 世界経済軟着陸に向け中国の回復も待たれる

各国でインフレ収束が鮮明になるなか、6月のカナダとユーロ圏、8月の英国に続き、9月は米国の利下げが濃厚です。利下げ効果により米国主導で世界経済が軟着陸に向かうとの期待は根強くあります。ただし、米国も雇用減速が顕著となるなか、米国頼みの景気回復シナリオには危うさもあります。今後は小刻みな景気支援策に動く中国の回復基調が強まるかも鍵でしょう。（瀧澤）

【図1】景気が安定基調保つ米国の一方、ユーロ圏や中国には停滞感が否めず



出所) S&amp;Pグローバル、中国国家統計局より当社経済調査室作成

## 金融市場

## 8月の金融市場は序盤大荒れも徐々に安定

8月の金融市場は、月初に株式市場で日本株が歴史的な急落、為替市場で円急伸となるなど大荒れの展開となりました。その後は米景気への過度な悲観論後退、9月の米利下げ開始が確実になった安心感もあり、落ち着きを取り戻し、月間では株高となる国が多く見られました。ただし、中国やドイツの景気低迷、ウクライナやイスラエル情勢悪化懸念など不安要素も多く抱えた状態です。

## 世界経済軟着陸シナリオの実現性が焦点に

市場が2025年に向け描くメインシナリオは、世界的な①インフレ収束、②利下げ進展（除く日本）、③景気軟着陸といえます。現時点で①②に比べ③への確信が持てないなか、景気面では米国が粘れるか、中国が持ち直すかが焦点と言えます。世界経済の体温計ともされる銅価格の上昇基調が定着するか否かも、リスク選好相場の持続性を計る一つの材料になるとみまます（図2）。（瀧澤）

【図2】再び反発基調を強める世界株式、株高持続には世界経済軟着陸への確信が必要か



出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ① 世界経済・金融市場見通し

2024年9月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
日本	1.2	1.7	0.0	1.3
米国	1.9	2.5	2.2	1.5
ユーロ圏	3.4	0.4	0.7	1.4
オーストラリア	3.9	2.0	1.2	2.3

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	3.0	5.2	4.8	4.3
インド	7.0	8.2	7.0	6.5
ブラジル	3.0	2.9	1.4	2.0
メキシコ	3.7	3.2	1.8	2.2

注) 2022-2023年は実績・推計、2024-2025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)	38,648	37,000-43,000
TOPIX	2,713	2,600-3,000

(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)	41,563	37,500-43,500
S&P500	5,648	5,200-6,000
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	525	480-560
ドイツDAX®指数	18,907	17,100-19,900



## 債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.890	0.8-1.4
米国	3.904	3.3-4.5

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.299	1.7-2.7
オーストラリア	3.967	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	146.17	136-154
ユーロ	161.49	154-172
オーストラリアドル	98.89	92-106
ニュージーランドドル	91.33	82-96

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.7422	1.67-1.87
メキシコペソ	7.409	7.10-8.30
ブラジルレアル	26.070	25.0-29.0



## 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	1,758	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	1,901	1,700-2,000



## 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)	73.55	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8月30日(直近日休場の場合は前営業日の値)。

出所) S&amp;P、Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－日本

2024年9月

## 日本経済

GDP成長率は消費を中心に回復  
9月の自民党総裁選の行方に注目

## GDP成長率は内需を中心に堅調な結果に

2024年4-6月期の実質GDP（一次速報）は前期比年率+3.1%と2四半期ぶりにプラスとなりました（図1）。5四半期ぶりに上昇に転じた個人消費を中心とした内需が牽引し、GDPは市場予想（同+2.3%）を上回り回復しました。背景には、認証不正があった一部自動車メーカーの出荷再開が挙げられます。需要項目別の寄与度で見ると、民間需要は、個人消費が+2.2%pt、設備投資が+0.6%pt、住宅投資が+0.2%ptと増加しました。

消費は、耐久財を中心に上向いています（図2）。ただし、7月の景気ウォッチャー調査は現状判断DIが47.5と2カ月連続で上昇するも、5カ月連続で景況感の分かれ目である50を下回っています（図3）。8月の消費者態度指数は36.7（前月は36.7）と横ばいとなりました。物価高の影響で節約志向が残る中、今年後半の消費の回復がGDP成長率回復のポイントになりそうです。

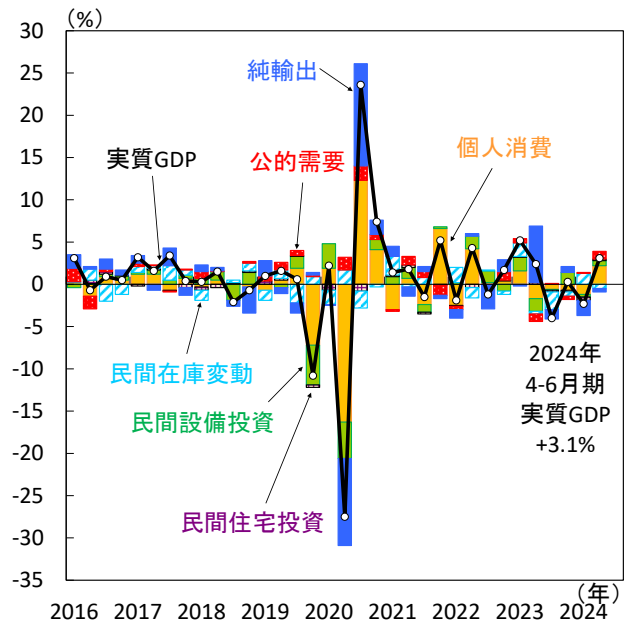
## 岸田首相は自民党総裁選への不出馬を表明

6月の名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金は前年比で+1.1%となり、2年3カ月ぶりにプラスに転じました（図4）。6月の実質賃金のプラス転換は賞与増の影響が大きいものの、年後半にかけて実質賃金は安定してプラス基調になるとみられます。7月の消費者物価コア（生鮮食品除く総合）は前年比+2.7%と、前月の同+2.6%から加速しました（図5）。内訳を見ると、エネルギーが同+12.0%（6月同+7.7%）と加速したことが押し上げ要因となりました。政府からの電気代・ガス代の補助が一旦終了したことが背景です。東京都区部の8月消費者物価コア（生鮮食品除く）も前年比+2.4%と、前月の同+2.2%から加速しました。物価と賃金の好循環が生じる中、日銀が年内に追加利上げに踏み切るのかが注目されます。

8月14日、岸田首相は9月の自民党総裁選挙への不出馬を表明し、首相退任の意向を示しました。自民党は8月20日、党本部で選挙管理委員会を開き総裁選の日程などを協議。9月12日に告示し27日に国会議員による投票と開票を行うことを決定。候補者乱立の様相を呈しています。首相交代によって政府の政策が変化することで支持率が回復するのかが焦点になりそうです（図6）。（本江）

【図1】 4-6月期のGDP成長率は内需を中心に回復  
2024年通年のGDP成長率はプラスとなるか

日本 実質GDP前期比年率と需要項目別寄与度

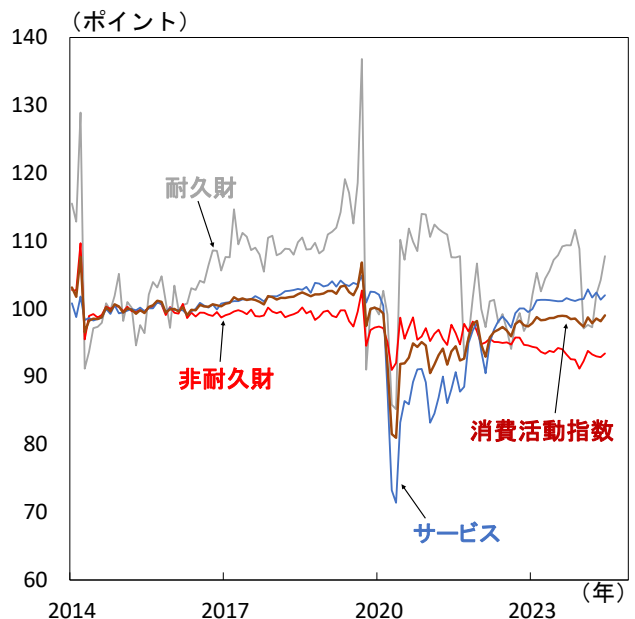


注) 直近値は2024年4-6月期（一次速報）。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図2】 消費がGDP成長率を押し上げ  
今後、節約志向が和らぎ消費が持ち直すか

日本 消費活動指数と項目別内訳



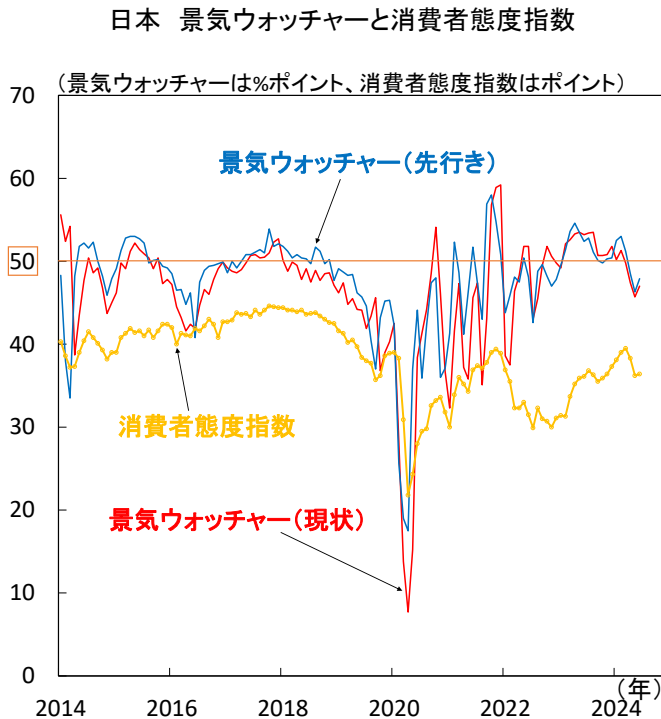
注) 直近値は2024年6月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しー日本

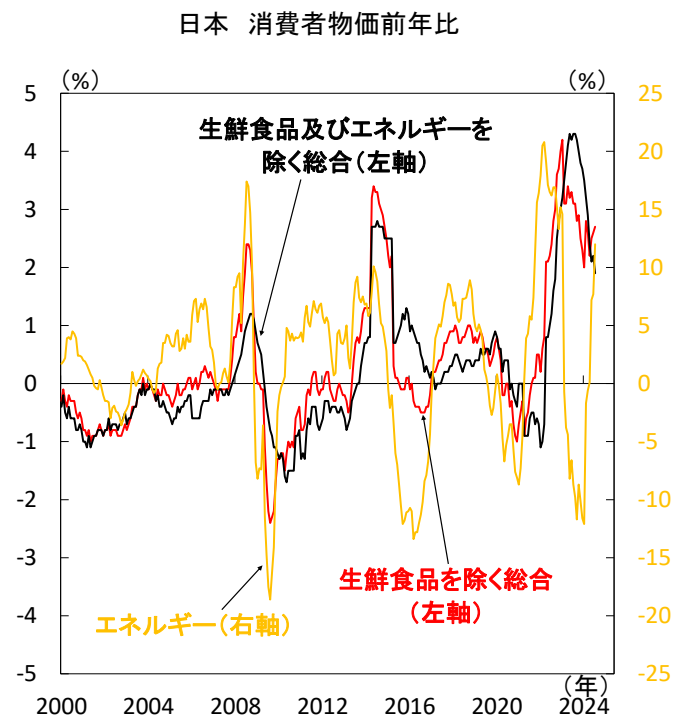
2024年9月

【図3】消費者マインドは横ばい



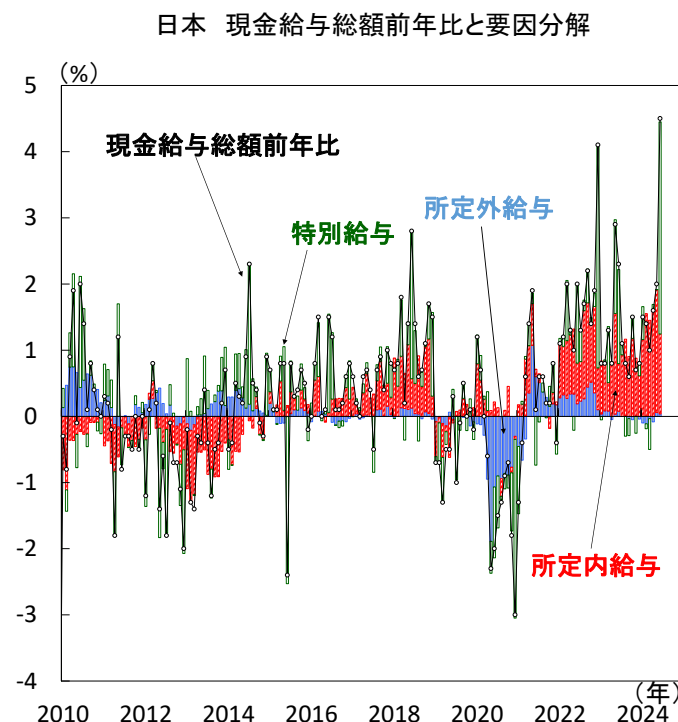
注) 直近値は景気ウォッチャーは2024年7月、消費者態度指数は同年8月。  
出所) 内閣府より当社経済調査室作成

【図5】エネルギーが全国消費者物価コアを押し上げ



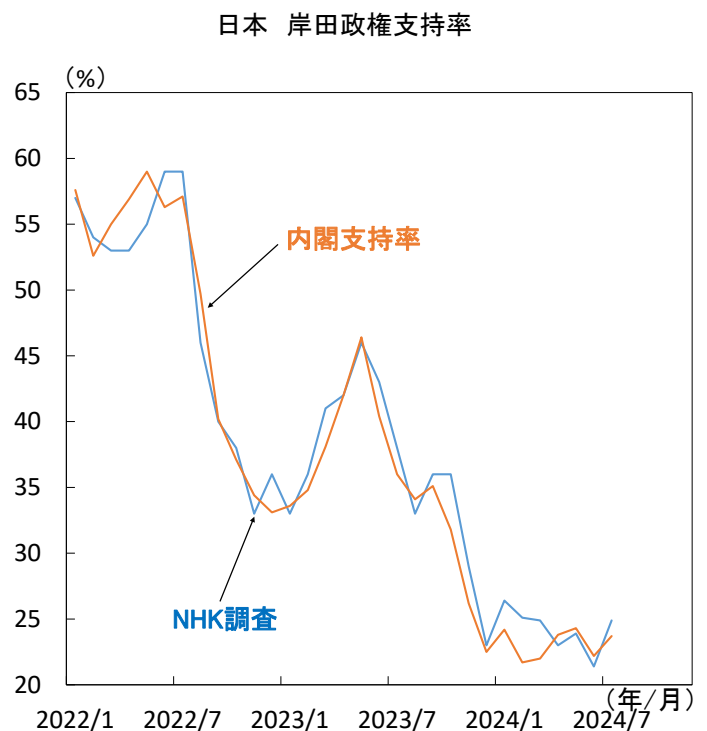
注) 直近値は2024年6月。対象は全国。  
出所) 総務省より当社経済調査室作成

【図4】実質賃金の前年比が27カ月ぶりにプラス  
年後半にかけて安定的にプラス基調になる見込み



注) 直近値は2024年6月。  
出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

【図6】岸田首相は9月の自民党総裁選への不出馬を表明  
総裁選に注目が集まる



注) 直近値は2024年7月。  
出所) NHK、REAL POLITICS JAPANより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2024年9月



## 米国経済

## 9月利下げはほぼ確定的、 市場の注目は利下げの幅と回数へ

### 物価上昇圧力は沈静化、労働市場は軟化

8月は物価の落ち着きや労働市場の正常化を背景に、米連邦準備理事会(FRB)が次回9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げ開始に踏み切るとの観測が広がりました。8月22日からカンザスシティ連銀が開催したジャクソンホール会議では、パウエルFRB議長が「政策を調整するときが来た」と利下げが迫っていることを明言し、コロナ禍以降の金融引き締め局面からの転換を示唆しています。また、7月FOMCの議事録では、FOMC参加者も利下げの必要性を論じたことがわかり、9月の利下げはもはや市場に完全に織り込まれ、市場関係者の注目点は利下げ幅や頻度に注目が移りつつあるといえます。現在、市場では9月FOMCで0.25%ptの利下げを織り込み、その後も大幅かつ短期間の利下げが予想されています(図1)。

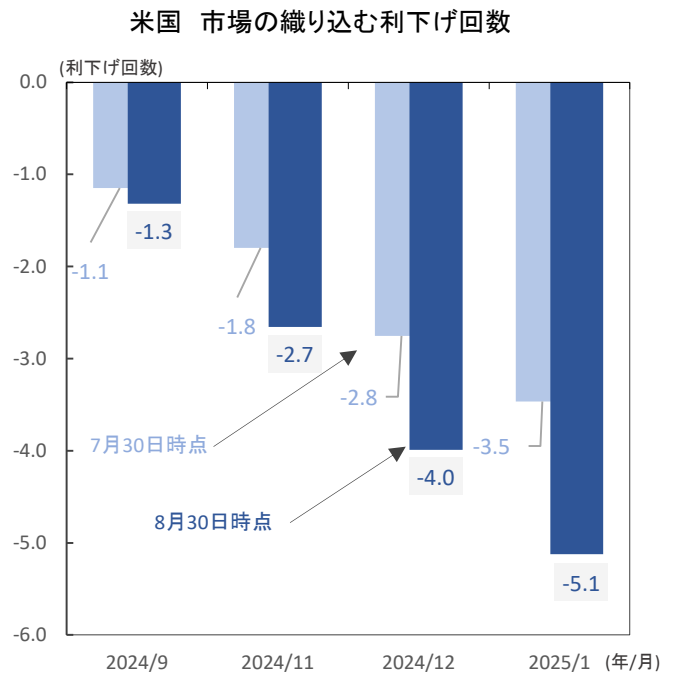
市場参加者が大幅な利下げを期待する背景には、物価の落ち着きに加え、労働市場の軟化があると見込まれます。8月の月初に発表された7月雇用統計では失業率が6月4.1%→4.3%に上昇し、景気後退の目安とされるサム・ルールが意識されたことで、市場は急速な景気の悪化を懸念(図2)。株式市場は一時不安定な動きをみせました。

### 米景気の底堅さは健在、大統領選がリスクか

米経済指標を見回すと、ISM製造業などの景況感は軟調(図3)も、個人消費などは堅調を保ち、景気の底堅さは健在です。代表的な経済統計を組み合わせ、国内総生産(GDP)を推計するアトランタ連銀のGDPナウは、直近で+2.5%と堅調な景気拡大が続いていることを示唆しています。これらを踏まえると、8月の株式市場の動揺は米景気を今まで楽観視しすぎた揺り戻しと考えられる側面もありそうです(図4)。市場の注目を集めた米半導体大手エヌビディアの決算も好調を維持しており、過度な景気後退リスクは現時点では不要と見込みます。ただし、FRBが慎重に利下げを行い、市場がその姿勢をタカ派と捉えれば、株式市場の上値は重くなる可能性もあります。

金融政策の転換点が近づいていることが明確となるなか、大統領選が先行きの経済環境や株式市場の不透明感を高めるリスクとして台頭しつつあります。市場の見込む共和党・民主党の勝率は一進一退の攻防となっており、選挙イベントに要注目です(図5、6)。(清水)

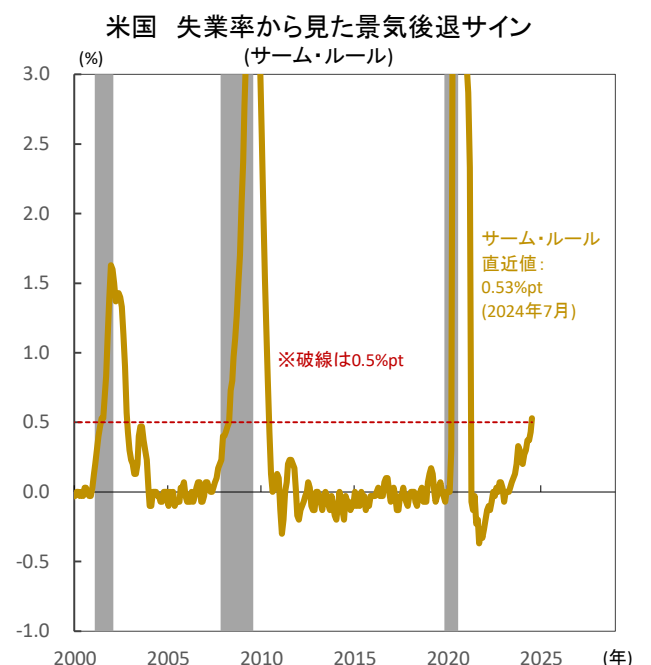
【図1】市場は年内1.0%pt(0.25%pt利下げ4回分)の大幅かつ急速な利下げシナリオを予想



注) 1回あたりの利下げ幅を0.25%ptとして計算。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】失業率の上昇が景気の後退懸念を惹起



注) サム・ルール(Sahm Rule)とは失業率の3カ月平均と12カ月間の最低値の差が0.5%ptを上回ると景気後退に陥るとの法則。セントルイス連銀が算出するデータを使用。網掛け部分は米NBERの定義する景気後退期。直近値は2024年7月時点。

出所) 米セントルイス連銀、米NBERより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－米国

2024年9月

【図3】 製造業の景況感は低迷続くが、先行きは改善の見込みも



注) 網掛け部分は景気後退期を示す。受注在庫は新規受注/在庫水準で計算し、6カ月先行させて表示。直近値は2024年7月。  
出所) ISM、米NBERより当社経済調査室作成

【図5】 大統領選は民主党ハリス氏の好調目立ち 不透明感高まる展開に

米国 ディールメーカーによる大統領選勝率



注) 直近値は2024年9月2日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】 市場予想下振れ目立つも、景気の実態は堅調

米国 国内総生産(GDP)指標(上段)  
米国 経済サプライズインデックス(下段)



注) 直近値はアトランタ連銀GDPナウと経済サプライズインデックスが2024年8月30日、米GDPが2024年4-6月期。アトランタ連銀GDPナウはGDPを構成する経済指標を組み合わせたナウキャストモデル。経済サプライズ指数はブルームバーグが集計する値

出所) 米BEA、アトランタ連銀、Bloombergより当社経済調査室作成

【図6】 政策方針は財政政策で両党の違いが明確、民主党の法人増税は株式市場の重しに

米国 民主党・共和党の主な政策方針

	民主党	共和党
大統領候補	カマラ・ハリス副大統領	トランプ前大統領
副大統領候補	ティム・ウォルズ(ミネソタ州知事)	J.D.バンス(上院議員)
外交	同盟重視・ウクライナ支援継続	米国第一主義
対中国政策	先端技術の対中輸出・投資規制	対中輸入関税を60%超へ引き上げ
経済・金融政策	中間層・低所得者重視	輸入関税引き上げ→所得税減税
	法人増税(21%→28%)	法人減税(21%→20%)
	富裕層増税(最低24%)	規制緩和促進
	FRBの独立性を維持	FRBの政策に大統領が関与
	AI開発への規制導入	AI開発の促進
	国境警備対策	不法移民強制送還
	銃規制強化	銃規制撤廃
中絶の権利保護	中絶規制は州の権限	

注) 民主党・共和党・各種報道等から作成。9月2日時点。

出所) 米民主党、米共和党、各種報道機関より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2024年9月

## 欧州経済

景気への先行き懸念強まる、  
ECBは緩慢に利下げを継続へ

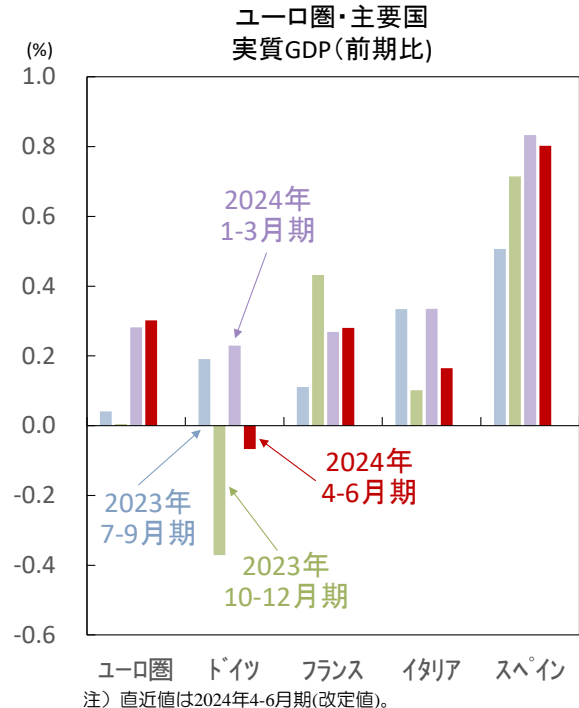
## 景気持ち直しは続くも、強まる先行き懸念

ユーロ圏の4-6月期実質GDPは前期比+0.3%と2四半期連続でプラス成長を維持(図1)。サービス業部門をけん引役に域内景気の持ち直しは続きました。国別では、好調なスペインによる景気回復への寄与が最も大きく、フランスやイタリアもプラス成長を維持しました。一方で、域内最大経済国ドイツは再びマイナス成長に転落。域内の製造業部門の低迷は依然として深刻な模様です。

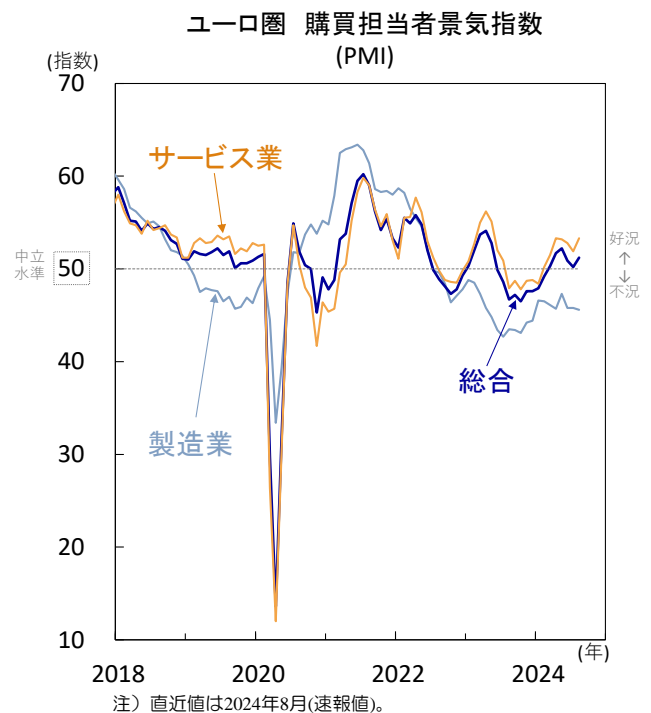
先行きを巡っては、サービス業部門が景気回復をけん引する構図は不変とみられるものの、回復ペース鈍化の可能性が意識されつつあります。ユーロ圏の8月総合購買担当者景気指数(PMI)は改善も、パリ五輪の開催が強く影響したとみられ、製造業PMIは一段と悪化(図2)。新規需要の弱さは続き(図3)、五輪後のサービス業の需要減退も懸念されます。先行き不透明感も一因に、ユーロ圏の8月消費者信頼感指数も再び小幅に悪化(図4)。年末にかけて域内景気への寄与が期待される個人消費の回復も鈍る可能性が高まっています。更に、フランスでは政局の混迷が続き、ドイツでは9月に州議会選挙もあるため、主要国の政策不透明感も企業・家計心理の重しとなりやすく、ユーロ圏景気は楽観し難い状況となりつつあります。

## ECBは9月政策理事会で追加利下げへ

ユーロ圏の4-6月期妥結賃金は前年比+3.6%と、1-3月期(同+4.7%)から伸び率が大きく減速(図5)。景気先行き懸念が強まる中、欧州中央銀行(ECB)がインフレの持続要因として指摘する賃金上昇の鈍化が示されたことから、9月政策理事会で追加利下げを決定することが概ね確実視されています。しかし、賃金上昇率の減速には、ドイツでの一時金の支給タイミングも強く影響していると考えられ、賃金上昇率の鈍化ペースを巡る不透明感が残ります。また、ユーロ圏の8月消費者物価(速報値)は前年比伸び率が約3年ぶりの低水準となり、ECBの9月利下げを後押しする一方、懸念されるサービスインフレは再加速(図6)。賃金・サービスインフレの下げ渋りリスクが残ります。ECBの利下げ継続姿勢は明確化しつつも、四半期に0.25%ptの緩慢かつ慎重な利下げ方針は不変とみられます。(吉永)

【図1】ユーロ圏 域内景気は4-6月期も堅調に回復も、  
際立つドイツの低迷

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 五輪効果を支えに企業景況感は  
持ち直しも、製造業部門は一段と低迷

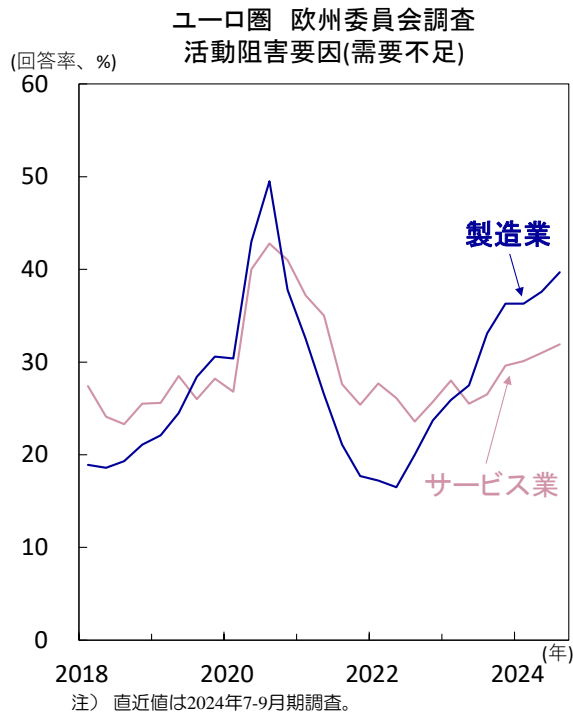
出所) S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－欧州

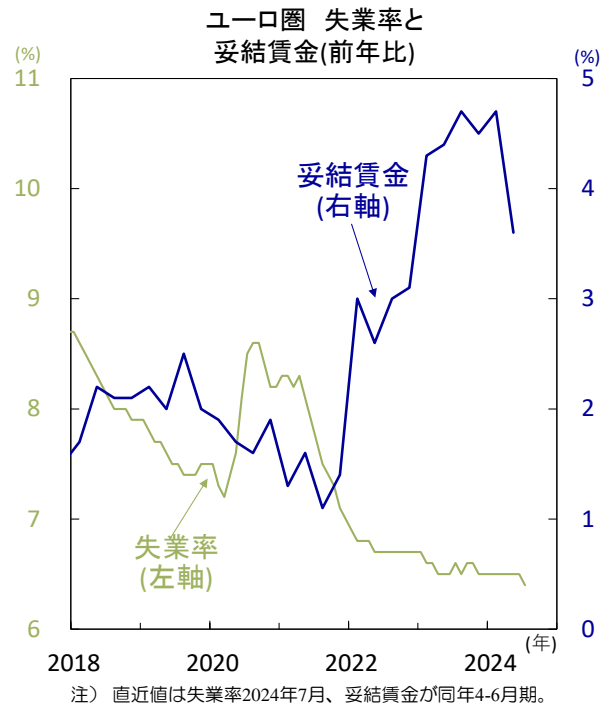
2024年9月

【図3】ユーロ圏 需要不足を報告する企業は増加、先行きの景気下振れリスクに懸念



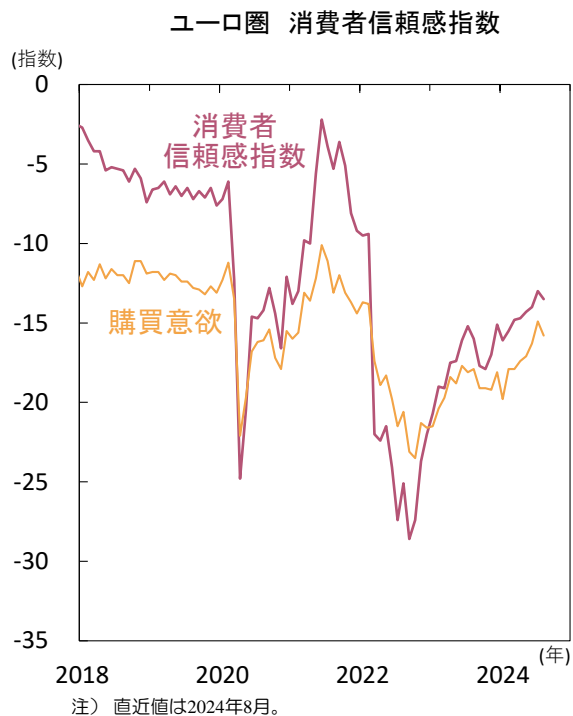
出所) 欧州委員会(EC)より当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 4-6月期の賃金上昇率は低下も、一時的要因も影響し、引き続き低下ペースを注視



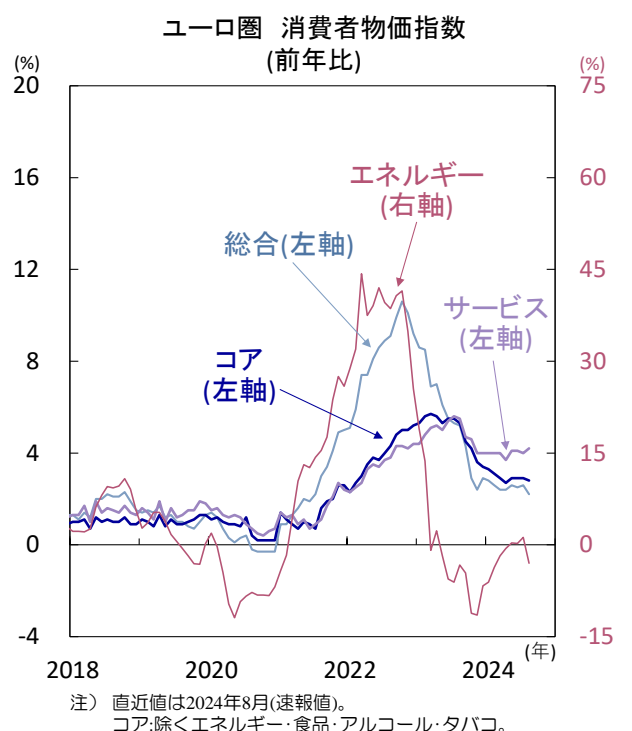
出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 消費者心理は再び悪化し、年末に向けて消費回復が鈍る可能性を示唆



出所) ECより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 インフレ減速基調が継続も、コア・サービスインフレの鈍化は緩慢



出所) Eurostat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9月



## オーストラリア(豪)経済

### 豪中銀は高金利維持を示唆、 しかし市場の早期緩和期待は根強い

#### 消費者マインドはいくらか回復も消費は弱い

4-6月期の実質小売売上高は前期比年率▲1.0%と2四半期連続で減少しました(図1)。家計のマインドは回復しつつありますが、高金利が継続する中で依然として弱く(図2)、人口の伸び鈍化もあり個人消費の回復は緩やかなものとなりそうです。一方、7月に雇用者数はフルタイム主導の力強い伸びを示しており、労働参加率は67.1%と過去最高を更新しています。労働市場が堅調を維持する中、豪州経済は底入れしつつありますが、回復の勢いは弱いものととまりそうです。

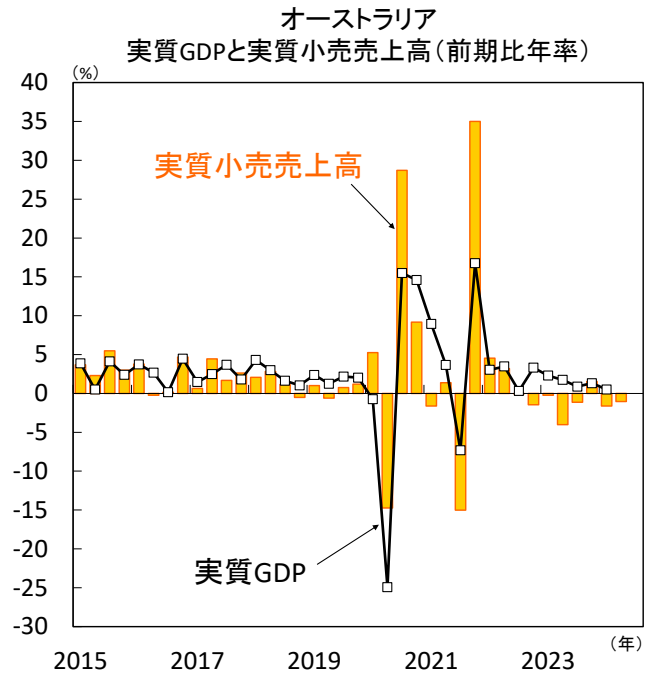
4-6月期の消費者物価はコア(トリム平均)が前年比+3.9%と1-3月期の+4.0%から減速しており、インフレの基調は鈍化しています(図3)。7月の最低賃金引き上げによって労働コストは上昇したものの、時間当たり賃金(賞与除く)は前年比+4.1%と1-3月期と同じ伸びとなり抑制的となっています。物価上昇率は依然高いものの、上昇圧力は全体的に後退しているとみられます。

#### 豪中銀は高金利を維持する方針を表明

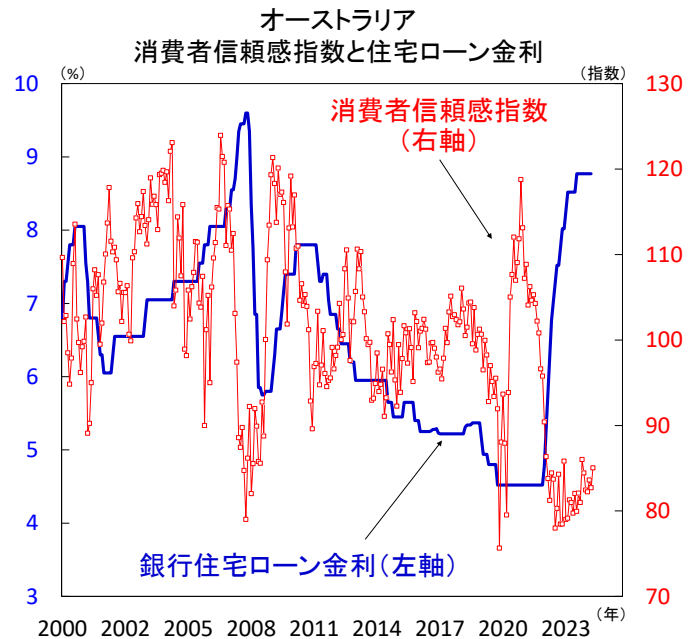
8月の金融政策決定会合で豪中銀は政策金利を4.35%で据え置きました。今会合で据え置きは6会合連続となります。声明文では、インフレ率が2025年後半に2~3%の目標レンジに戻り、2026年に中央値に接近するとの見通しを示唆(図4)。しかし、インフレが想定以上に高止まりし、豪中銀が最優先課題とする妥当な時間軸での目標レンジへの収束が困難になる事への強い警戒を示しました。今後は当面の間、引き締めの金融政策を継続する方針を明示し、早期の緩和転換を否定しました。

会合時に金融市場では年内の利下げ転換が織り込まれていたため、ブロック豪中銀総裁は会合後の記者会見で年内利下げに否定的な見解を示し、早期利下げ期待をけん制しました。それでもなお市場は今年12月の利下げ開始を織り込んでおり、早期緩和に対する期待は根強いと言えます(図5)。ただし、豪州経済の動向や豪中銀の姿勢を考慮すると利下げ開始は早くても来年2月会合となり、その後は緩やかに継続されると予想。長期金利は現在の水準でしばらくもみ合うとみています(図6)。(向吉)

【図1】実質小売売上高は2四半期連続で減少、  
実質GDP成長率は低迷の可能性



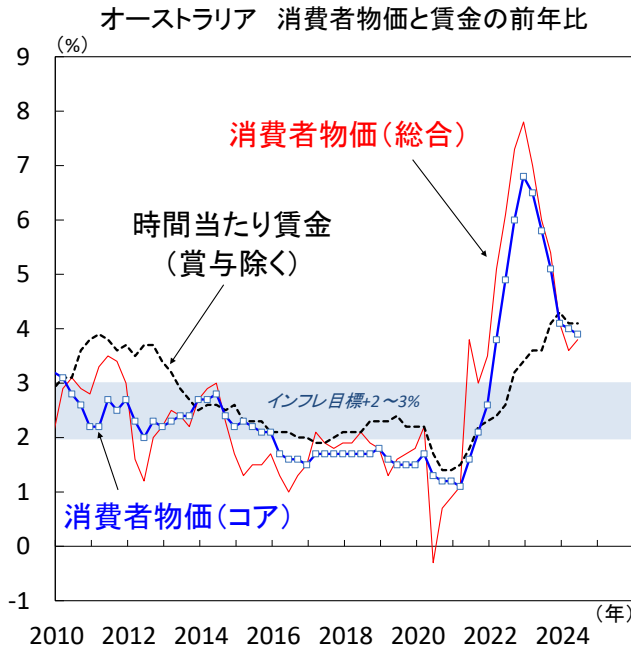
【図2】低水準にとどまる消費者信頼感、  
高金利が足かせに



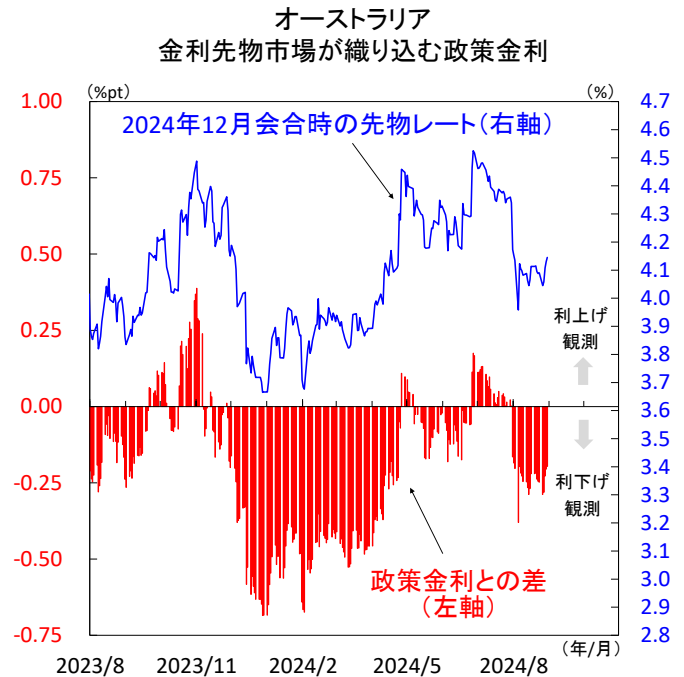
## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年9月

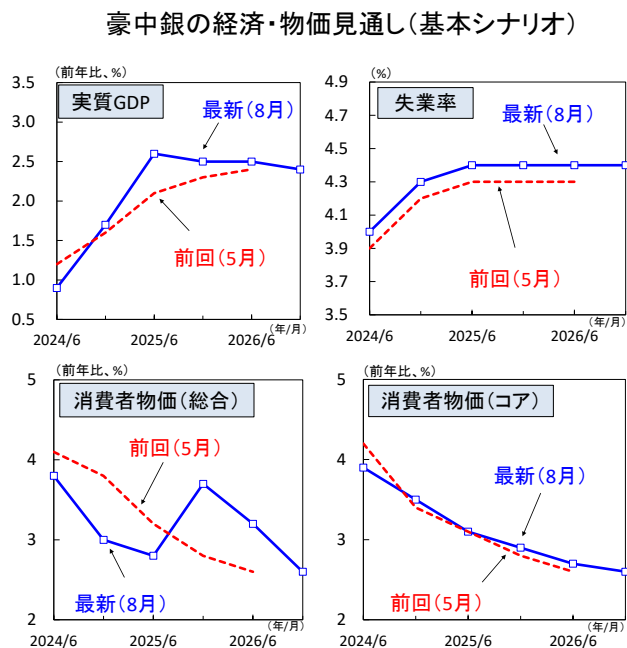
【図3】インフレ率は緩やかに鈍化、  
ただし高水準にとどまる



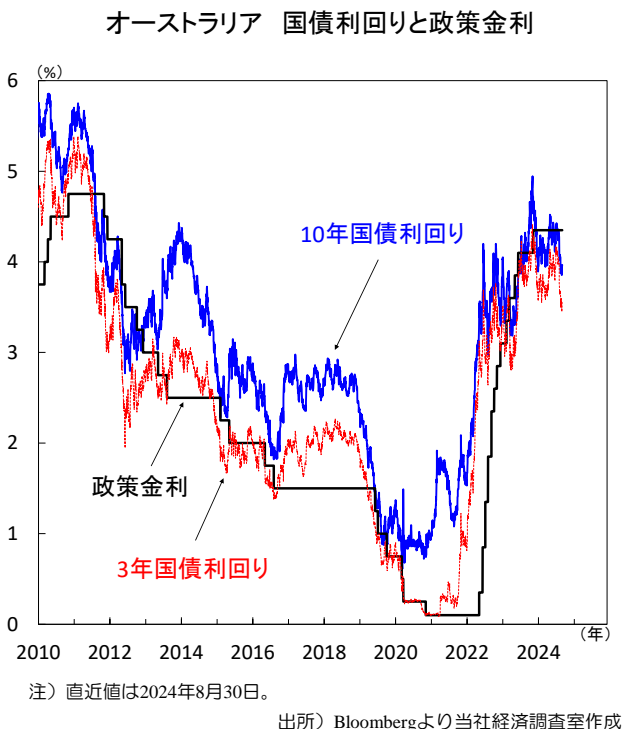
【図5】豪中銀の年内利下げ観測は残る、  
先物は12月利下げ開始を8割程度織り込む



【図4】豪中銀は2025年半ばにかけ景気回復、  
コアインフレ率は2025年末に目標圏内到達を予想



【図6】市場の利下げ期待は根強く金利は低下基調、  
ただし年内の利下げ観測は後退する可能性も



## ② 各国経済見通し－中国

2024年9月

## 中国経済

内需中心に景気停滞感拭えない中国、  
本腰を入れた消費活性化策が必須に

## ■ 内需が厳しいなか、頼みの外需にもかげり

8月公表の主要指標からは、引き続き景気回復の鈍さが印象付けられました。月次指標（前年比）を見ると、鉱工業生産が6月:+5.3%→7月:+5.1%、小売売上が同+2.0%→+2.7%と低調、消費を中心とする内需の弱さが目立ちました（図1）。製造業については購買担当者景気指数（PMI）で見ると、生産の先行指標である受注（増加・減少の境目50）が財新（民間）統計で50.3と2カ月ぶりに50台を回復も、国家統計局統計で5カ月連続低下の48.9で4カ月連続の50割れと頭打ち傾向は否めません（図2）。

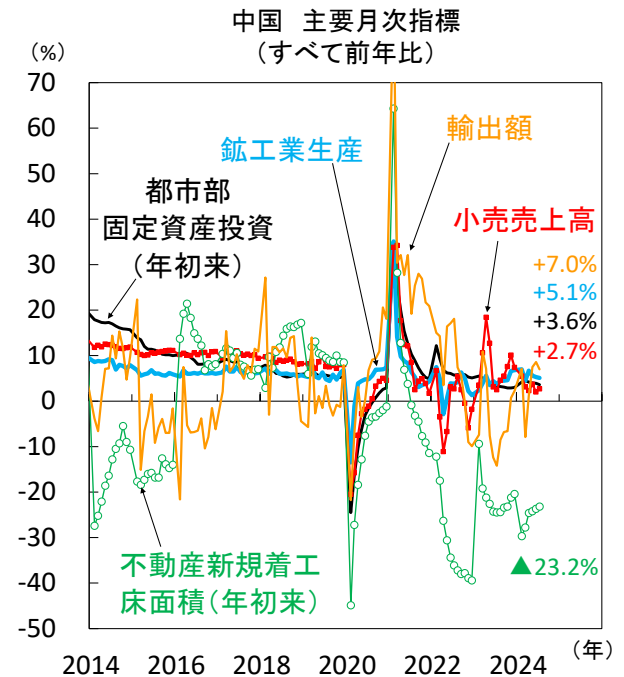
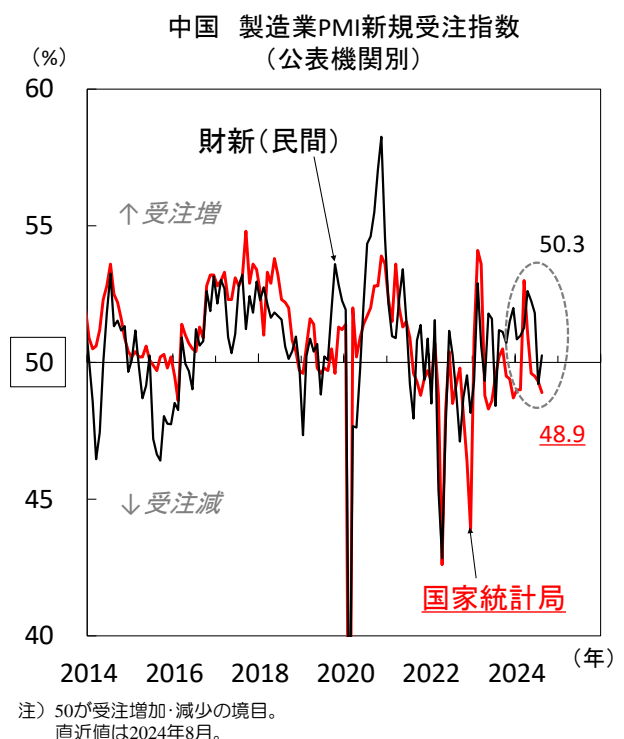
一方、輸出額（米ドル）は同+8.6%→+7.0%と堅調も減速（図1）、上記製造業PMIの新規輸出受注で見ると、国家統計局48.7と4カ月連続の50割れ、財新49.4で8カ月ぶりの50割れと、頼みの外需にも息切れ感がうかがえます。例年通りであれば、製造業生産は年末商戦に向け持ち直す傾向があるため、今後の回復が期待されますが、米欧景気が減速基調にあるなかで不透明感が残っています。

## ■ 景気回復鈍く、消費刺激策投入は待ったなし

他方、都市部固定資産投資（年初来）は全体で7月:前年比+3.6%と4カ月連続で減速、インフラ投資も同+4.9%と低調（図3）、資金源となる地方政府特別債の発行が当局の監督強化もあり遅れている影響があるようです。政府が掲げる科学技術の自立自強の下、ハイテク投資は同+10.4%と高水準ですが、半導体や過剰生産問題を巡る米欧との摩擦も続くなか、持続性に疑問符も付きます。

結局は、全ての元凶である不動産不況を克服しない限り、内需の本格回復は見込めず、中国の長期停滞懸念は絶えず意識されるでしょう。日米欧と対照的な中国株安が示唆するように（図4）、内外投資家の中国経済に対する厳しい評価は、資産デフレ→消費者心理悪化→内需低迷という悪循環を長引かせる懸念もあります（図5）。

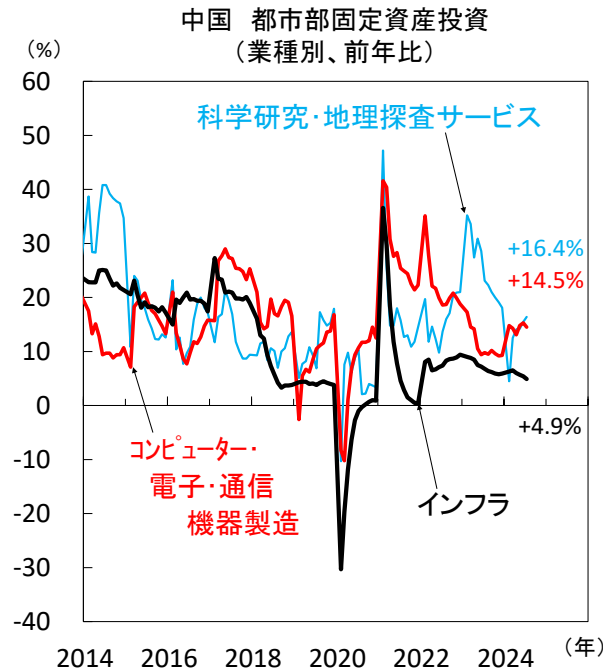
資産価格のみならず一般物価にもデフレの足音が迫っています（図6）。消費回復に向け、小手先の対策ではなく大胆かつ抜本的な刺激策投入が不可欠です。（瀧澤）

【図1】7月の景気指標は軒並み低調、  
消費・投資低迷が続くなか輸出に減速の兆し【図2】製造業の受注回復に勢い感じられず、  
年末商戦に向け例年通り持ち直すか注目

## ② 各国経済見通し－中国

2024年9月

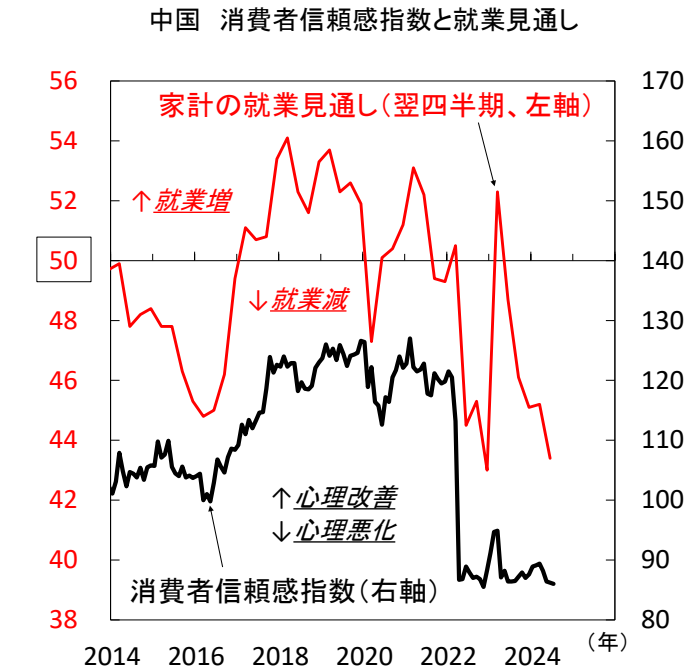
【図3】 政府主導で好調なハイテク投資、  
インフラ投資ははまだ政策効果が見られず



注) インフラは電力除く。  
直近値は2024年7月。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

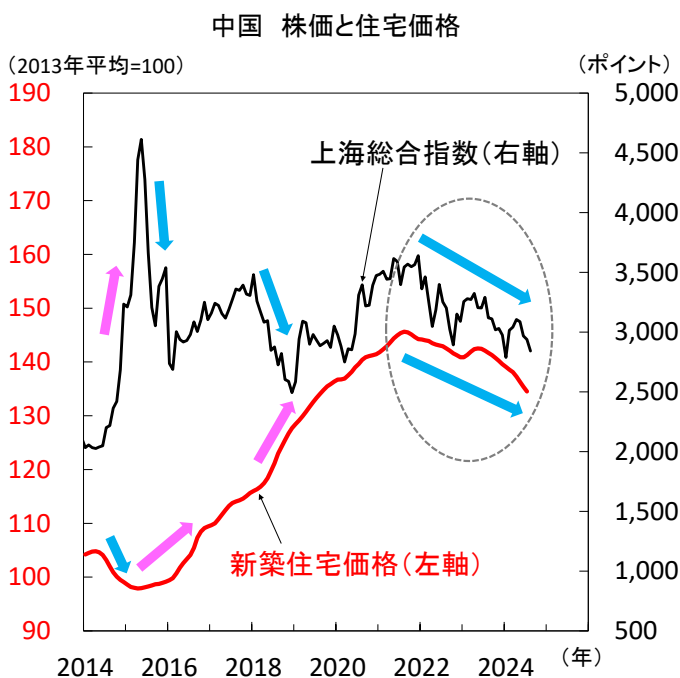
【図5】 家計は雇用の先行きに不安強める、  
家計心理悪化で消費停滞が長引く可能性も



注) 家計の就業見通し=増加と見る割合×1+不変と見る割合×0.5で算出。  
直近値は家計の就業見通しが2024年4-6月期、  
消費者信頼感指数が同年7月。

出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より当社経済調査室作成

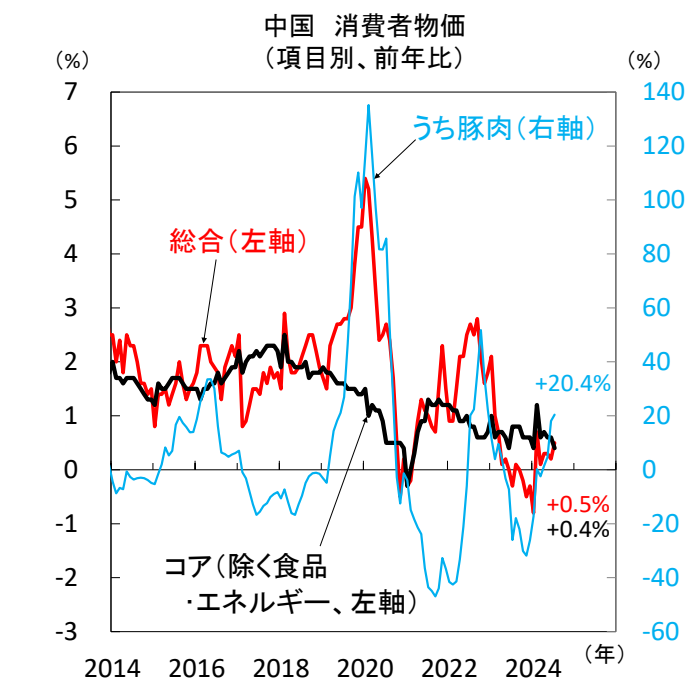
【図4】 株安と不動産価格下落が同時進行、  
経済停滞論が資産デフレを定着させるリスクも



注) 新築住宅価格は70都市平均。指数化は当社経済調査室。  
直近値は上海総合指数が2024年8月、新築住宅価格が同年7月。

出所) 中国国家统计局、LSEGより当社経済調査室作成

【図6】 総合物価は豚肉価格上昇でやや反発も、  
コア物価は鈍化続きデフレリスクを示唆



注) 直近値は2024年7月。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーインドネシア

2024年9月

## インドネシア経済

## 選挙を終えて緩やかに減速する景気

## 1-3月期に加速した選挙関連支出が失速

景気は緩やかに鈍化しています。4-6月期の実質GDPは前年比+5.0%(1-3月期+5.1%)へ減速(図1)。需要側では、2月の選挙が終わったことに伴って政党や政府による支出が鈍化した一方、家計の消費が拡大しました。

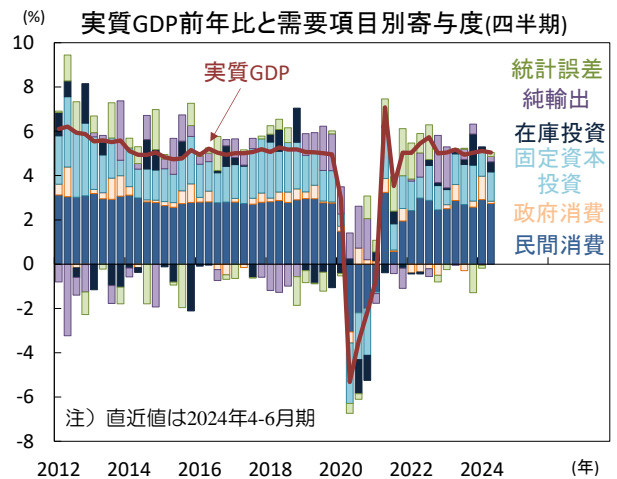
家計消費は前年比+4.9%(同+4.9%)拡大。前期の消費を押し上げた選挙関連支出や断食月の食品消費増加などがはげ落ちたものの、断食明け大祭(レバラン)期の消費が拡大しました。飲食・宿泊や運輸・通信が加速し食品も堅調。法定賞与である宗教大祭手当(THR)支給の積み増しや昨年より長い休暇にも支えられ、帰省に伴う飲食や贈答等が昨年以上に拡大しました。また、食品物価の鈍化も低所得家計の購買力を改善させました。政党など対家計非営利団体(NPISH)の消費は同+10.0%(同+24.3%)へ鈍化。選挙関連の支出が2月の大統領選挙と議会総選挙にかけて加速した後に反落しました。政府消費も同+1.4%(同+19.9%)へ鈍化。選挙に向けて1-3月期に公務員給与が引き上げられ社会保障給付が加速したことの反動です。

## 固定資本投資や財・サービスの輸出は加速

固定資本投資は同+4.4%(同+3.8%)へ加速(図2)。建設投資が同+5.3%(同+5.5%)へ鈍化し業務用車両購入が同▲7.7%(同▲13.3%)と2期連続で落ち込んだものの、卑金属部門を中心に設備投資が同+6.1%(同+2.9%)へ加速しました。外需では総輸出が同+7.7%(同+0.6%)へ加速しました。サービス輸出が同+14.2%(同+11.2%)、財輸出も同+7.7%(同+0.6%)へ加速。高品位なニッケル等卑金属が好調でした。総輸入も同+8.6%(同+1.9%)へ加速しました。

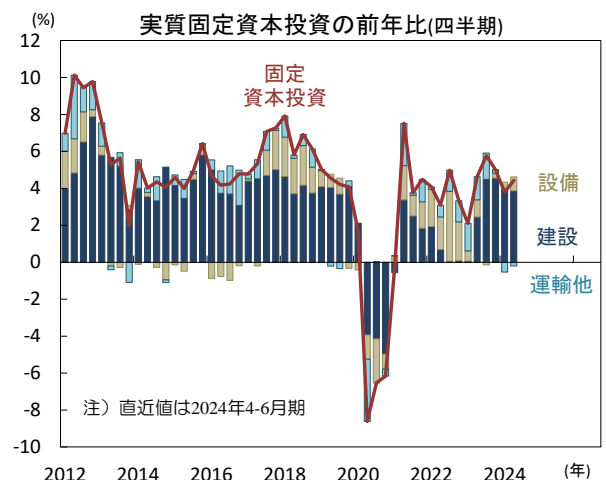
生産側では、製造業や鉱業やサービス部門が鈍化した一方、農林漁業などが加速しました(図3)。農林漁業は同+3.3%(同▲3.5%)へ反発。昨年、雨不足からコメの作付が遅れた影響で例年3月からの収穫が今年は4-5月へと後ずれしたため、1-3月期の生産が下押しされ4-6月期の生産が押し上げられました。鉱業は同+3.2%(同+9.3%)へ鈍化し、製造業も同+3.9%(同+4.1%)へ鈍化。高品位のニッケル輸出が増加するとともに卑金属が同+18.1%(同+16.6%)へ加速したものの、石炭・石油・ガス精製や機械・設備が下げ幅を広げ、衣服・履物が鈍化しました。割安な中国製品の密輸入が増加し、輸出も低迷した影響とみられます。

【図1】選挙が終わり政府消費支出などが鈍化



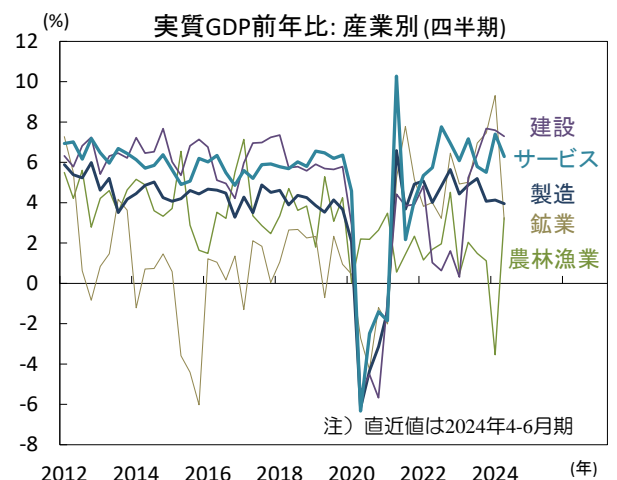
出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図2】設備投資が加速、建設投資も底堅く拡大



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図3】サービス部門や製造業が鈍化、農林漁業が加速



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーインドネシア

2024年9月

## ルピア相場安定化を受けて利下げ開始へ

## 景気は当面鈍化し、年末にかけて再加速か

建設業は同+7.3%(同+7.6%)と堅調。新首都建設関連など政府のインフラ投資が伸びました。サービス部門は同+6.3%(同+7.4%)へ鈍化。レバラン期の帰省等を受けて宿泊・飲食が同+10.2%(同+9.4%)、運輸・通信が同+9.6%(同+8.7%)へ加速した一方、政府の経常支出が鈍化した影響で公共サービス等が同+2.8%(同+18.9%)へ減速しました。

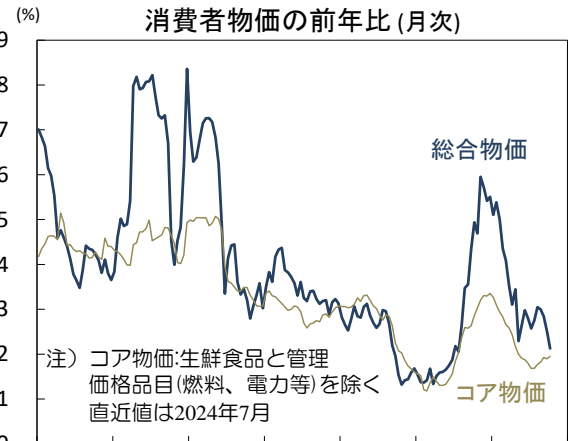
家計消費は2期連続で同+4.9%とコロナ感染前平均の+5.0%に届かず。1-3月期の選挙や4-6月期のレバラン休暇などの押し上げ要因にかかわらず軟調でした。レバラン休暇が終わり、家計消費は7-9月期より鈍化する見込み。雇用・所得環境は悪化しており、中低所得家計の消費が鈍化するでしょう。なお、11月末の統一地方首长選挙に向けて政党による選挙関連支出が9-10月より再び加速し一時的に消費を支えるとみられます。固定資本投資では、ニッケル等鉱物資源の加工(下流部門)関連の投資が引き続き堅調に拡大する見通し。一方、政府による大型インフラ建設は現大統領の任期末の10月まで底堅く伸びるものの、その後はやや鈍化するでしょう。今年通年のGDP成長率は+5.1%前後(昨年+5.0%)となると予想されます。

## 当局は11月に利下げを開始する見通し

足元の物価は落ち着いています。7月の総合消費者物価は前年比+2.1%(同+2.5%)へ低下(図4)。食品が同+3.7%(同+4.9%)へ減速し、総合物価を押し下げました。コア物価は同+2.0%(同+1.9%)とやや上昇しつつ低位でした。

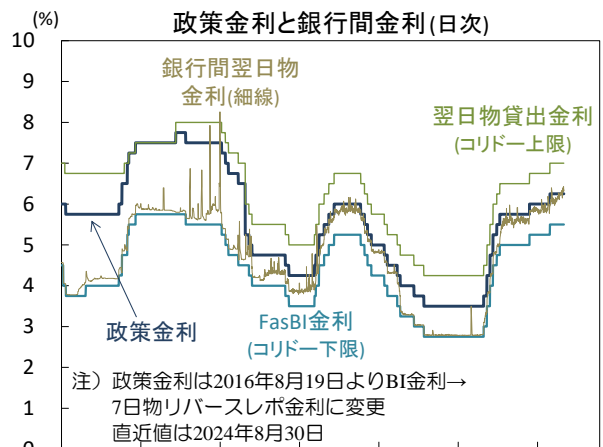
当局は利下げ開始の時期を探り始めました。8月21日、インドネシア銀行(BI)は政策金利を6.25%で据置き。据置きは2024年5月以来4回連続です(図5)。ペリーBI総裁は会見で、米国は9月から利下げを始め年内2回利下げをするだろうと発言。従来の12月から利下げという予想を修正した模様です。また、7-9月期はルピア相場(図6)のいっそうの安定化が焦点とした上で、10-12月期にかけて利下げ開始の機会が訪れるだろうと発言。米国が利上げを開始しても直ちに追随しないことを示唆しました。同総裁は新興国の金融市場の安定化を歓迎しつつ、「米大統領選挙など」地政学動向を注視するとも発言。BIは、自国で10月に新政権発足し、11月初の米大統領選挙が終わった後、今年11月に利下げを始め、以後も3カ月に1回のペースで利上げを継続、来年末までに政策金利を現在の6.25%から5%へ引き下げると予想されます。(入村)

【図4】総合消費者物価の前年比は+2%台へ低下



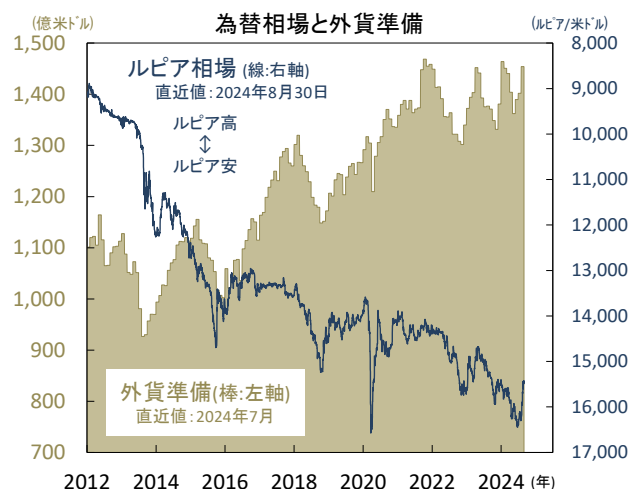
出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEICより当社経済調査室作成

【図5】今年8月まで4回連続で政策金利を据え置き



出所) インドネシア銀行(BI)、CEICより当社経済調査室作成

【図6】低迷を続けたルピア相場は8月初より反発



出所) インドネシア銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーブラジル

2024年9月



## ブラジル経済

## 景気は堅調も財政懸念が燃る

## 堅調な内需が景気をけん引

ブラジル景気が堅調です。月次GDPとも言われる経済活動指数は6月に前年比+3.2%(5月+1.1%)と加速。季節調整済み前月比でも+1.4%(同+0.4%)と底堅さが確認されました。堅調な労働市場を背景とした賃金上昇、低所得世帯向け現金給付プログラム(ボルサ・ファミリア)の継続といった財政政策が景気を支えた模様です。6月小売売上高は前年比+4.0%(同+7.8%)と堅調でした。食品・飲料・たばこが同+3.5%(同+10.2%)と鈍化したものの、医薬品・化粧品が同+15.1%(同+13.5%)と加速。家具・家庭用機器が同+5.0%(同+1.3%)、自動車・オートバイ及び関連部品が同+3.9%(同▲2.6%)となるなど耐久消費財も堅調でした。8月の消費者信頼感指数は93.2(7月92.9)と改善基調にあり(図1)、当面家計消費の堅調さが続くと思われます。

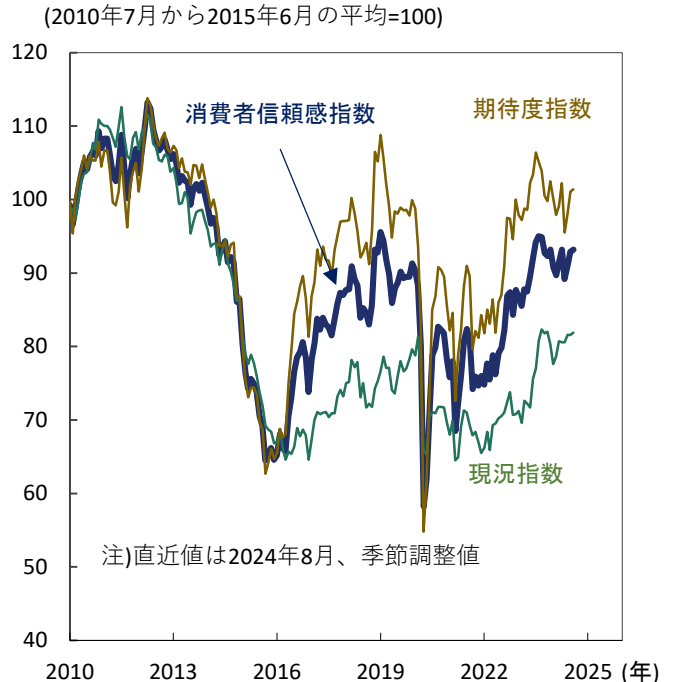
企業の生産活動も堅調です。6月の鉱工業生産は前年比+3.2%(5月▲1.1%)と加速に転じました。堅調な家計消費を背景に耐久消費財が同+12.0%(同▲10.6%)、非耐久消費財が同+5.8%(同+2.4%)と加速。4月下旬に南部のリオグランデス州で発生した洪水の影響で生産減が懸念されていましたが、同州の生産は同▲0.0%(同▲22.7%)と持ち直しており、洪水被害からの早期回復も生産加速に寄与しました。また、6月のサービス業生産も同+1.3%(同▲0.0%)へ加速。堅調な内需が景気をけん引しました。

## 財政悪化による不透明感の高まりに警戒

財政悪化が景気に影を落としています。政府は2024年、25年、26年の基礎的財政収支目標として、それぞれGDP比▲0.10%、0.00%、+0.25%を掲げているものの、6月現在で基礎的財政収支12ヵ月累計値のGDP比▲2.3%(前年▲0.5%)と悪化を続けています(図2)。財政悪化抑制に向け、政府は7月初旬に2025年の歳出を259億リアル(GDP比0.2%)削減する計画を発表。福祉手当の不正受給に対する調査を強化し財政状況に応じて計画済みの歳出を中止することで削減を図ります。7月中旬には2024年の歳出についても150億リアル(同0.1%)の凍結を発表。財政健全化姿勢を強めています。財政刺激策による家計消費の堅調が景気を支える中、歳出抑制は景気下押し材料となる見込みです。ただし、政府発表の歳出削減策では基礎的財政収支目標達成に不十分。また、10月の統一地方選挙に向け追加の歳出削減は見込みにくく、財政懸念は当面燃ると想定され、経済、政治に与える影響に警戒です。

【図1】消費者信頼感は現況指数、期待度指数共に改善

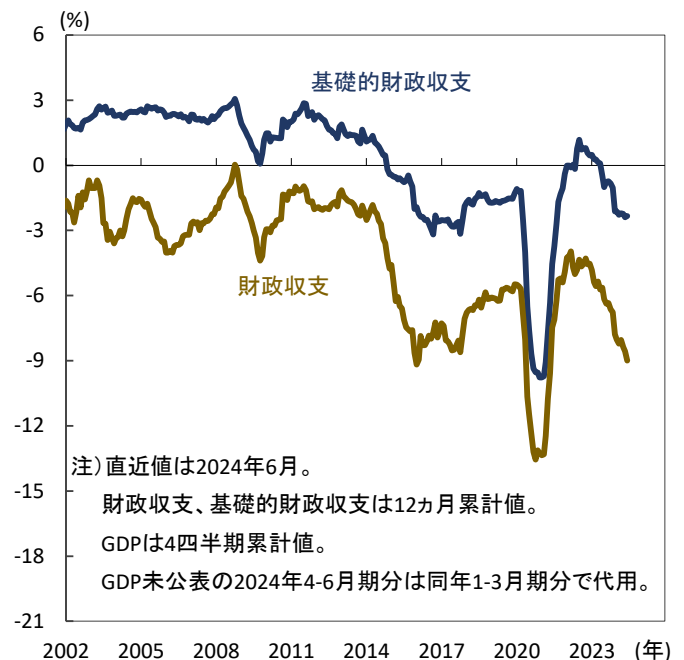
## ブラジル 消費者信頼感指数



出所) ジェットゥリオ・バルガス財団、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9月

インフレの再加速を受けて、  
2会合連続で政策金利を据え置き

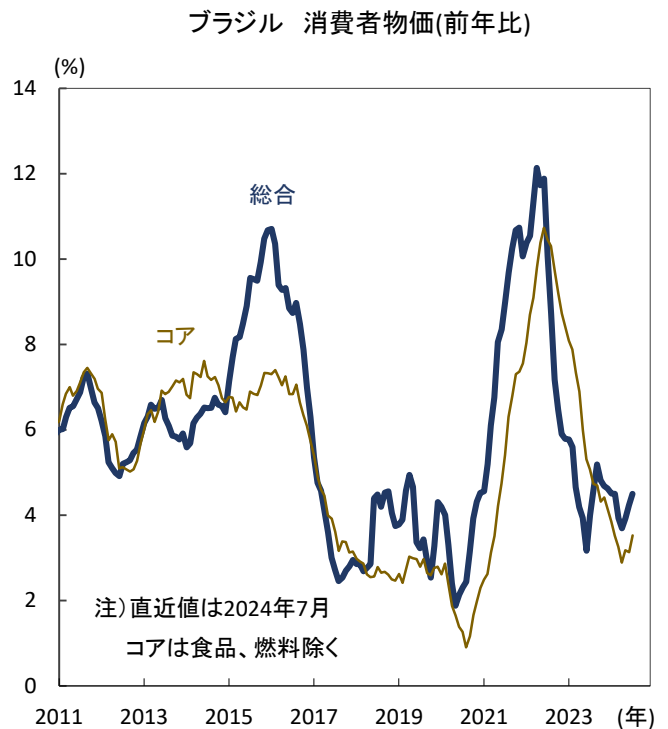
## 総合物価、コア物価ともにインフレ再加速

インフレが再加速しています。7月総合消費者物価は前年比+4.5%(6月+4.2%)と3カ月連続で加速しました(図3)。食品・飲料は同+4.2%(同+4.7%)と鈍化しつつ高水準。4月下旬に南部で発生した洪水に伴う供給網の混乱によります。住居は同+4.9%(同+3.1%)へ加速。家庭用電力料金が同+9.2%(同+3.0%)と大きく上昇しました。水力発電への依存度が高い同国では、電力料金の一部(追加料金)が水力発電所のダム貯水量等に連動。降雨量が少なかった7月には基本料金への上乗せが行われ、電力価格が上昇しました。食品や燃料の影響を除いたコア消費者物価も同+3.5%(同+3.1%)と再加速。ヘルスケアが同+6.0%(同+6.1%)、教育が同+6.9%(同+6.9%)とサービス関連が堅調でした。7月失業率が6.8%(6月6.9%)と失業率の低下が続く中、堅調な労働市場がサービス価格を支えました。

ブラジル中銀(BCB)は今年の5月会合を最後に利下げを止め、直近2会合連続で政策金利を10.50%に据え置いています。高い政策金利が経済活動を抑制し、徐々にインフレを下押しする見込みですが、洪水被害への財政支援拡充などによるインフレ高進が懸念されます。

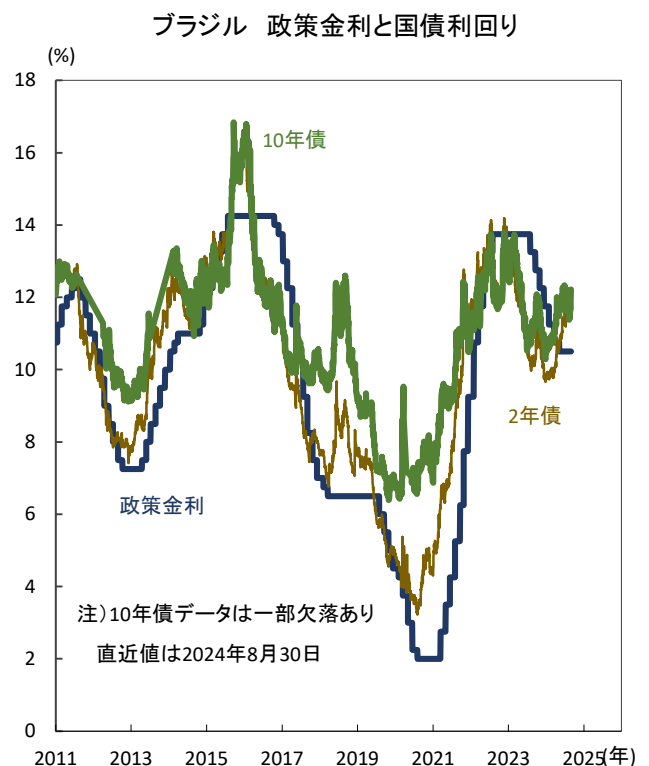
## 当面政策金利を据え置きか

BCBは7月の金融政策決定会合では2会合連続で政策金利10.50%での据え置きを決定(図4)。声明文は予測シナリオ以上に経済活動や労働市場が堅調であると指摘しました。総合消費者物価上昇率の予想も2024年末を+4.1%(6月会合時+4.0%)、25年末を+4.0%(同+3.8%)へ上方修正。インフレ鈍化ペースの遅れを理由に全会一致で政策金利の据え置きを決定した模様です。インフレリスクについては上下双方向にリスクはあるとしつつも、サービスインフレの粘性や通貨安に起因したインフレへの波及など上振れのリスクが大きいことが示唆されました。また、財政面の動きが金融政策や資産価格に与える影響について注視するとも指摘しており、総じてタカ派でした。その後公表された議事要旨でも堅調な労働市場、金融市場の変動性の高まりによる通貨安などによりインフレリスクが上振れ方向に偏りがあることを指摘。声明文同様、タカ派な内容が目立ちました。インフレが再加速する中、当面金融政策は据え置かれるものとみられます。2024年内は政策金利を現行水準の10.50%で据え置き、2025年以降景気やインフレ、財政の動向を見ながら政策金利の引き下げを再開すると予想されます。(北村)

【図3】総合物価、コア物価ともに再加速、  
堅調な労働市場などによるインフレ高進に懸念

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】2会合連続となる政策金利の据え置きを決定



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9月

## 世界

## 8月の株式市場は波乱の幕開けも徐々に安定

8月の株式市場は月間で見れば底堅い地合いとなりました（図1上・下）。月初は米景気後退懸念が浮上、日本株の歴史的急落やハイテク株の過熱感警戒などが響き世界同時株安となりましたが、月後半にかけ落ち着きを取り戻す展開となりました。背景には、世界的なインフレ収束、世界全体で景気が底堅さを保つなか、9月の米利下げ開始の確度が高まった安堵感もあると思われます。

## 世界経済軟着陸シナリオの蓋然性を探る展開

世界同時株安となった8月5日、投資家の不安心理を表すVIX（S&P500ボラティリティ（価格変動率の大きさ）指数）は一時急騰も足元は通常水準に戻るなど平静を取り戻しつつあります。ただし過去、一旦急変動が起こるとその後2-3カ月程度は落ち着かない相場が続く場面も多く見られました。安定的な株高継続には、市場で世界経済軟着陸への確信が強まるかが鍵と言えます。（瀧澤）

## 日本

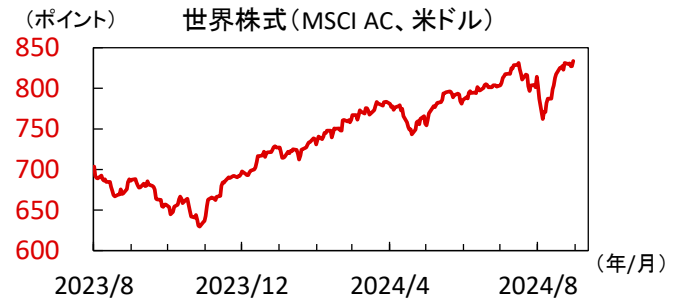
## 日経平均は乱高下する展開に

8月の日経平均株価は▲1.2%と下落。日経平均株価は2日から2営業日連続で大幅に下落し、終値で2日間の下落幅は6,000円を超えました。米国市場で主要株価指数が下落したこと、急速に円高が進行したことが背景です。その後、為替市場が円安に振れたことや米国の景気後退への警戒が後退し米国株が反発したことから日本株は大幅に上昇。月末にかけ株価は底堅く推移しました。

## 円安に転じれば買戻しが期待できる展開に

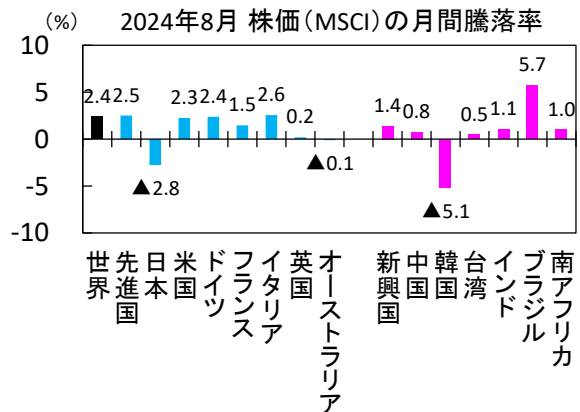
7月の日銀金融政策決定会合にて0.25%への利上げが決定され、その後の会見で植田総裁が更なる追加利上げを示唆したことから、為替市場ではドル円相場は一時1ドル=141円台と円高が進みました。今後、円安に反転すれば株価も底堅く推移するとみています。また、TOPIXの予想PERは長期的にみて低い水準にあります。割高感は解消されつつあり、日本のファンダメンタルズが良好な中、買戻しが期待できる展開になりそうです。（本江）

【図1】8月の株式市場は最終的に多くの国で堅調維持



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成



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8月30日。

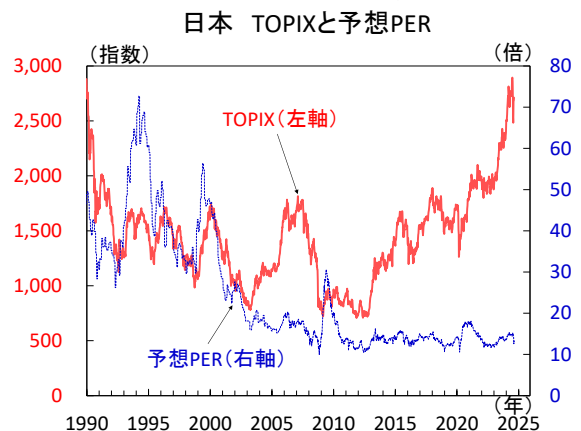
出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】予想利益から判断すると株価は割安な水準



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年8月30日。予想PERは12カ月先予想に基づく。

出所) 東京証券取引所、Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2024年9月



## 米国

## 景気後退の懸念和らぎ、株価は上昇

8月のNYダウは前月比+1.8%と上昇しました。月初は7月米雇用統計等の軟化から米景気後退が懸念され、株価は急落しました。その後は予想を上回る7月小売売上高や7月消費者物価の鈍化が市場に安心感をもたらし、株価は反発しました。下旬以降はジャクソンホール会議でパウエル米連邦準備理事会(FRB)議長が次回9月会合での利下げを示唆したことを好感し、株価は堅調に推移しました。

## 米景気後退が意識されやすい点に注意

米国株は底堅い展開を予想します。物価の伸びの鈍化や労働市場の減速から、9月米連邦公開市場委員会(FOMC)から利下げ開始が想定されます。利下げによって景気軟着陸への確信が高まるにつれて、株価は底堅さを増すとみまます。しかし、ISM製造業景気指数が示すようにマクロ面から景気減速の兆候もみられ、先行きに懸念が生じることで、景気後退が意識されやすい不安定な時間帯が続く点に注意が必要です。(兼尾)



## 欧州

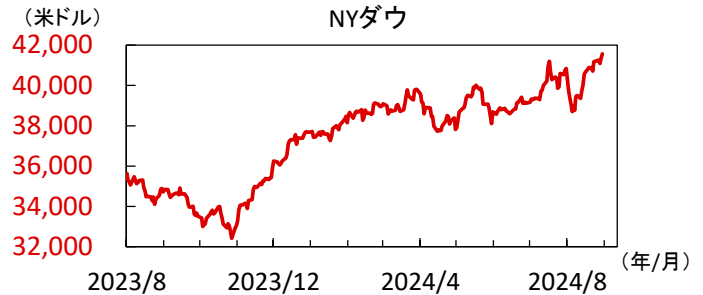
## 急落後、4週続伸で最高値を更新

8月のストックス・ヨーロッパ600指数は+1.3%(~30日)と上昇しました。月初は、日銀による追加利上げや米国景気への先行き懸念等を背景に、世界同時株安となり、一時は対7月末比で▲6.0%と大きく下落。しかし、米景気の先行き懸念が和らぎ、米連邦準備理事会(FRB)が9月会合での利下げ開始を示唆すると、市場心理の改善が進み、月初の下落分を取り戻し、史上最高値を更新しました。

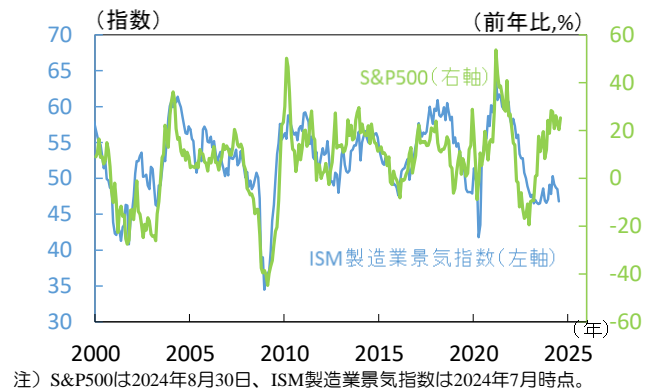
## 景気・政治リスクがくすぶり、上値を抑制か

ユーロ圏景気は緩慢ながら回復基調を維持。欧州中央銀行(ECB)や米FRBは共に9月会合での利下げを示唆し、米欧の金融緩和局面入りが明確となりつつあり、株式相場を下支えそうです。しかし、ユーロ圏の製造業不振の深刻さは変わらず、先行きの景気下振れリスクへの懸念は拭えずにいます。また、フランス政局の混迷が続き、9月にはドイツ議会選挙を控え、主要国の政策不透明感も懸念され、相場の上昇余地は限られそうです。(吉永)

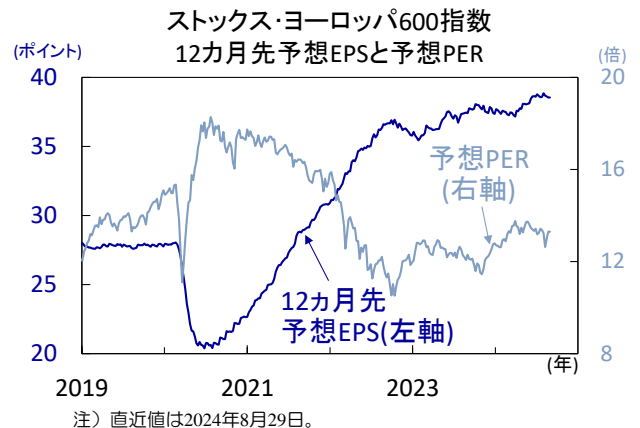
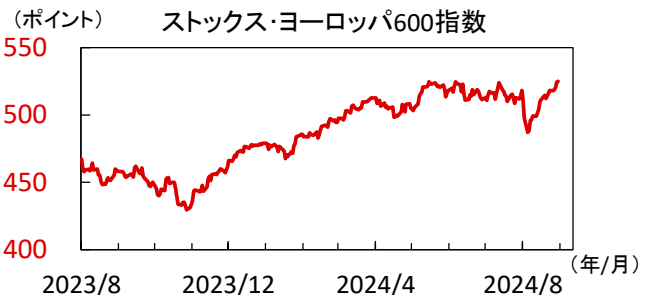
【図3】マクロ面からは景気減速を示す



S&amp;P500とISM製造業景気指数



【図4】企業の利益見通しは小幅に悪化へ



## ③ 市場見通し－債券

2024年9月

## 世界

## 8月の債券市場は金利低下が追い風に

8月の債券市場は世界的な金利低下を背景に総じて堅調でした（図1上・下）。8月には英国が利下げを開始、同月のジャクソンホール会合で、9月米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ開始がほぼ確実な情勢となり、主要国同時利下げの様相が高まったことも金利低下の材料となりました。新興国債やハイ・イールド債なども世界的な株価復調に合わせ、月末にかけ底堅く推移しました。

## 米欧利下げ見通しを巡り落ち着かない展開も

9月は米欧の金融政策会合を控えています。12日に欧州中銀（ECB）理事会、17-18日にFOMCがありますが、ともに利下げ実施が濃厚です。同時に公表される経済見通し（FOMCは政策金利見通しも公表）は、今後の利下げ軌道を探る上で注目されます。やや前のめりに利下げを織り込む市場の見立てに近い内容となるか否かが、目先の米欧金利の方向感を左右するとみまます。（瀧澤）

## 日本

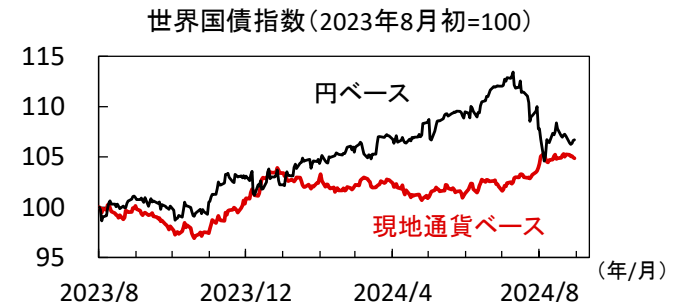
## 為替市場が円高に振れ、長期金利低下

8月の10年国債利回りは▲0.16%ptと低下。5日、為替市場で急速に円高が進んだため、長期金利は大幅に低下しました。7日には内田日銀副総裁の「市場が不安定な状況で利上げはしない」との発言を受け長期金利は小幅低下。その後、長期金利はもみ合いの展開となりました。23日には、植田日銀総裁は金融緩和調整の方針は変わらないとの見解を示し長期金利は小幅上昇しました。

## 今後長期金利は膠着状態が続く見通し

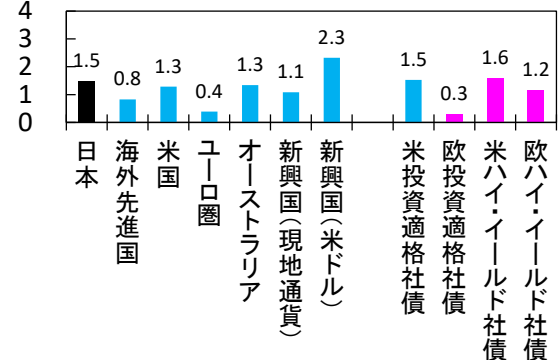
長期金利はもみ合いとなっています。米国では8月22-24日にジャクソンホール会議が開かれ9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ期待が高まりました。米国金利の低下に伴い国内の長期金利も低下するでしょう。一方日銀による年内の追加利上げ観測が強まるにつれて、金利の上昇圧力が高まるとみており長期金利の膠着状態が続く展開となりそうです。当面は日米の金融政策の実施時期に市場の注目が集まるでしょう。（本江）

## 【図1】8月の債券市場は世界的な金利低下で堅調



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。直近値は2024年8月30日。  
出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

## 2024年8月 主要債券指数の月間騰落率



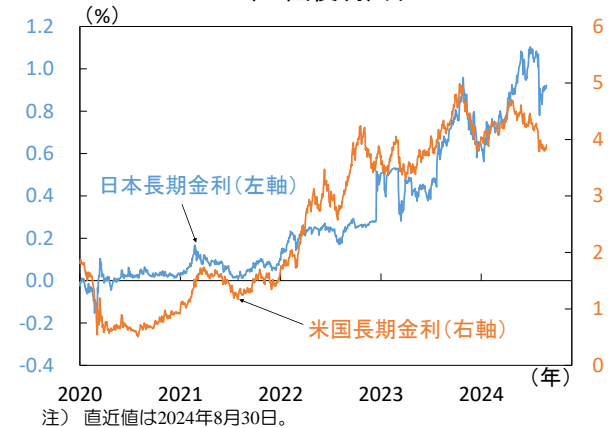
注) 現地通貨ベース。対象指数は28頁をご参照。値は2024年8月30日。  
出所) FTSE、ICE、JPモルガン、Bloombergより当社経済調査室作成

## 【図2】長期金利は膠着状態になる見通し



注) 直近値は2024年8月30日。  
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 日米 国債利回り



注) 直近値は2024年8月30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9月



## 米国

## 米長期金利は3.9%台に低下

8月の米10年国債利回りは前月から低下しました。月初に7月米ISM製造業景気指数や7月米雇用統計の軟化から景気後退の懸念が高まり、一時3.7%割れとなりました。下旬には7月米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録から、多くの参加者が9月FOMCでの利下げが適切との認識が明らかになったことやジャクソンホール会議でも利下げが示唆されたことで、金利は概ね低下基調となりました。

## 米金利はもみ合う展開を予想

米金利はもみ合う展開を予想します。市場は年内累計1%の利下げを予想し、年内残り3回の会合のうち1回は0.5%の利下げを織り込んでいます。市場の利下げ織り込みは行き過ぎの可能性があり、9月FOMCでは慎重なペースで利下げを行う方針から変化が見られるかが焦点です。もっとも、労働市場には軟化の兆候が見られ、先行きの米景気が緩やかな減速に向かいインフレ鈍化基調が継続すれば、金利上昇余地も限られるとみます。(兼尾)



## 欧州

## 方向感に欠ける展開

8月の欧州主要国金利は7月末の水準から概ね不変。月初は米景気の先行き懸念が急速に高まり、金利低下の流れが一時強まるも、米景気先行き懸念の緩和に伴い、下げを相殺しました。域内景気は減速懸念が強まりつつも底堅さを維持。緩慢なインフレ減速等を背景に、欧州中央銀行(ECB)が慎重に利下げを進めるとの見方は変わらずドイツ10年国債利回りは2.2%を挟んで推移しました。

## 概ね現行水準での推移が継続か

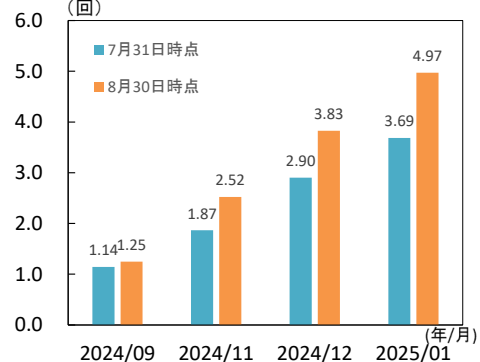
米欧中銀が年末に向け、継続利下げを行う姿勢が明確化するなか、ユーロ圏の景気先行き懸念の強まりからECBによる年内利下げ幅の拡大観測も浮上。欧州主要国金利の緩やかな低下基調を支えそうです。一方、市場は既に相応に米欧の利下げを織り込んでいます。加えて、仏伊等の過剰赤字手続開始国は9月20日までに中期財政計画提出を求められ、財政悪化懸念が意識される可能性があり、主要国金利の低下幅は限られそうです。(吉永)

【図3】市場は年内累計1%の利下げを予想



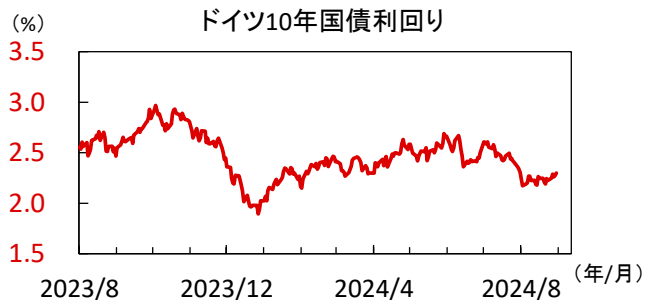
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 米国 OIS市場の織り込む利下げ回数



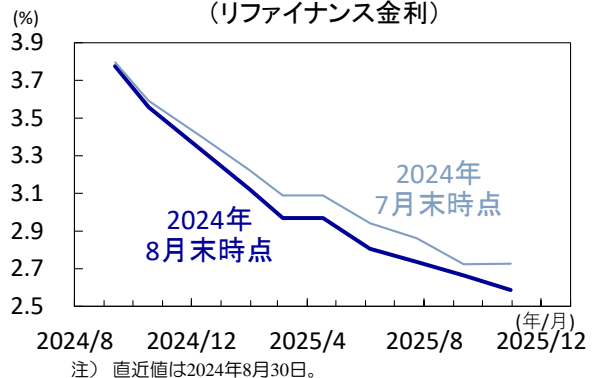
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】ECBが慎重に利下げを進めるとの見方は概ね変わらず



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ユーロ圏 市場の見込むECBの政策金利軌道 (リファイナンス金利)



出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年9月

## 世界

## 8月の為替市場は米ドル安の様相強まる

8月の米ドル指数（対主要6通貨）は7月末比▲2.3%と米ドル安の流れが鮮明となりました（図1上・下）。背景には、米国で労働市場減速が顕著となり、利下げが今年9月に始まり来年以降も粛々と続くとの見方で、米金利先安観への意識が高まった点が挙げられます。他方、メキシコペソのように、米経済との関係性の深さゆえ、米大統領選の行方に神経質となり軟調な通貨もみられます。

## 米大統領選や地政学リスクにも神経質に

為替相場を含め、市場における最大の焦点は米国の景気と利下げ動向ですが、8月にはウクライナやイスラエル情勢の緊張が意識される場面も見られました。9月10日に米大統領候補者討論会が予定されますが、トランプ、ハリス両候補の支持率の動き次第では、こうした地政学リスクさらには資源価格への影響を通じ、新興国など周辺国通貨の不安定化を招く可能性に要注意です。（瀧澤）

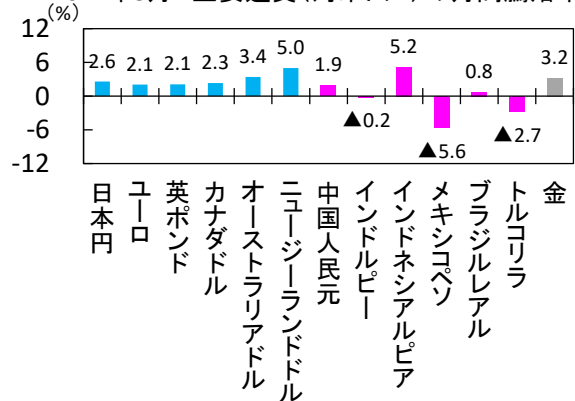
【図1】8月の為替市場は米利下げ観測で米ドル劣勢に



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

2024年8月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



注) 値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 米ドル

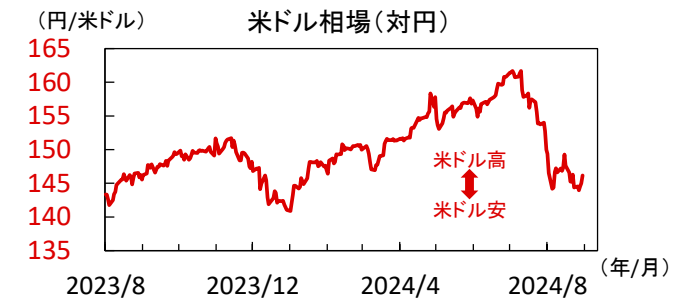
## 米ドル円は146円台に下落

8月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、米ドル円は共に下落しました。7月米雇用統計の軟化から米景気後退が懸念され、米ドルは下落しました。一方、7月末の日銀金融政策決定会合で0.25%への利上げが決定されたことや、記者会見で植田日銀総裁がタカ派な姿勢を示したことでリスク回避の姿勢が強まり、円キャリートレードが巻き戻され、急速な円高進行となりました。

## 9月FOMCの政策金利見通しに注目

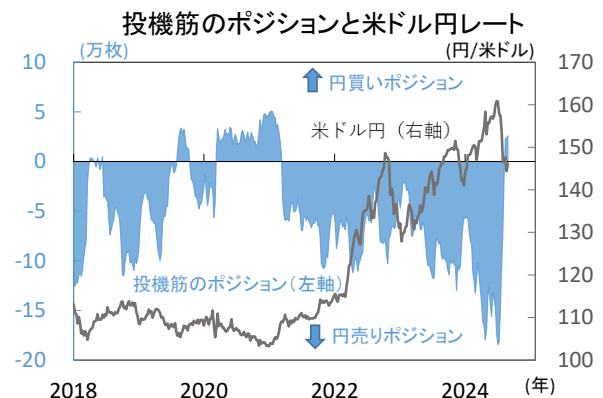
米ドルは上値が重い展開を予想します。9月米連邦公開市場委員会(FOMC)以降、景気悪化に先手を打つ予防的利下げが想定されるためです。ただし、景気軟着陸へと近づけば底堅く推移するとみまます。米ドル円は追加利上げを見込む日銀の姿勢から日米金利差の縮小が予想され、緩やかに円高ドル安へ進むと考えます。また、慎重なペースでの利下げが基本線ながら、米連邦準備理事会(FRB)がハト派化した場合にも円高が進む可能性があり、政策金利見通しの変化が注目されます。（兼尾）

【図2】投機筋の円売りポジションが解消



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) ドル円レートは2024年8月30日。通貨先物ポジションは2024年8月27日時点、投機筋のポジションは買いポジションと売りポジションの差。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年9月

## ユーロ

## ■ 米利下げ観測が強まり、ユーロ高が進行

8月のユーロ(～30日)は対ドルで+2.0%と反発し、一時は年初来高値を更新。米7月雇用統計をはじめ、米経済指標が相次いで弱含んだことを背景に、米連邦準備制度理事会(FRB)に対する利下げ期待が急速に高まりました。一方、対円では、日銀が7月31日までに開いた金融政策決定会合で予想外の追加利上げを決定し、慎重ながら利上げ継続の方針を示唆したことから▲1.0%と低下しました。

## ■ ユーロ相場の押上げ材料に欠ける展開か

市場では足元で米FRBによる9月利下げを確実視し、年内累計で0.75%-1.00%程度の利下げ幅を既に予想。米利下げ期待が一段と高まる余地は限られそうです。また、軟調なユーロ圏経済指標を受け景気下振れリスクへの懸念が強まっています。加えて、フランスでは政局混迷が続き、ドイツも州議会選挙を控え、政治リスクも意識され、9月のユーロ相場は軟調に推移しそうです。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

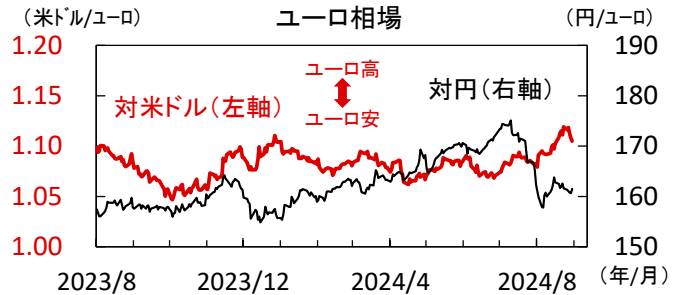
## ■ リスク回避の動きから急落するも持ち直す

8月の豪ドルは対米ドルで+3.4%と上昇。2日公表の米7月雇用統計が大幅に下振れ米景気後退入りが懸念される中、リスク回避の動きから日米株価が急落し豪ドルも大幅に下落。その後、米景気を巡る過度な悲観が後退し、リスク志向が回復するにつれ豪ドルは値を戻しました。この間、円売りポジションが急速に巻き戻された事で円高が進み、豪ドルは対円で一時大幅安となりました。

## ■ 豪ドルは当面もみ合う展開に

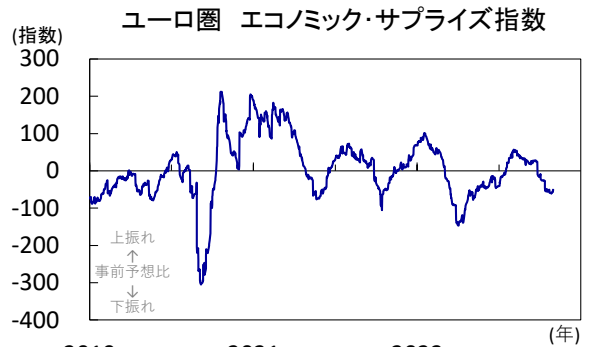
豪ドルについては強弱の材料が綱引きし、方向感の出ていない状況が続くそうです。豪ドル高要因としては、雇用市場の底堅さや、豪中銀の早期金融緩和への否定的な姿勢があげられます。一方で豪ドル安要因としては、中国経済低迷への懸念による鉄鉱石価格下落、米景気失速懸念による金融市場のリスク回避姿勢があげられます。豪ドルは対米ドルでは、しばらくレンジ内での推移が続く可能性が高いとみています。(向吉)

【図3】ユーロ圏景気の減速懸念強まる



注) 直近値は2024年8月30日。

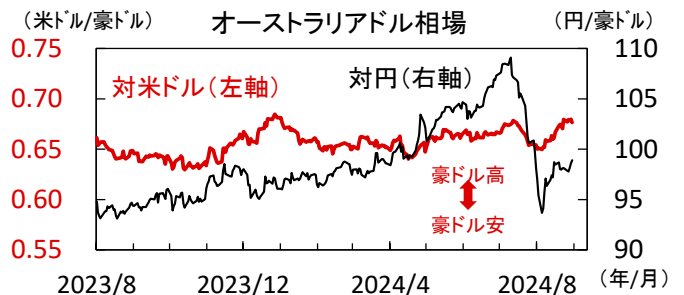
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】軟調な資源価格が豪ドル相場の重石



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年9月


 ニュージーランド(NZ)ドル

## NZ中銀の利下げ決定を受け一時的に下落

8月のNZドルは対米ドルで+5.0%と上昇。米景気後退入りが懸念される中、リスク回避の動きから下落する場面もありましたが、米景気を巡る過度な悲観が後退するにつれNZドルは値を戻しました。14日にNZ中銀は金融政策決定会合で0.25%ptの利下げを決定。事前予想では見方が割れ据え置き予想が大勢であったため、会合結果を受けてNZドルは大幅安で反応、その後は持ち直しました。

## 景気減速懸念から積極的な利下げへ

NZ中銀は利下げ開始について、インフレが7-9月期に目標レンジに到達し金融引き締め度合いを緩和する余地があると説明。また足元の景気減速感の強さへの警戒も利下げの理由とみられます。景気後退入りが見込まれる中、NZ中銀は今後積極的な利下げを継続するとみられ利下げ幅が0.50%ptに拡大する可能性もあります。市場では来年5月まで1.50%pt以上の利下げが織り込まれており、NZドルは徐々に上値が重くなるとみています。(向吉)


 インドルピー

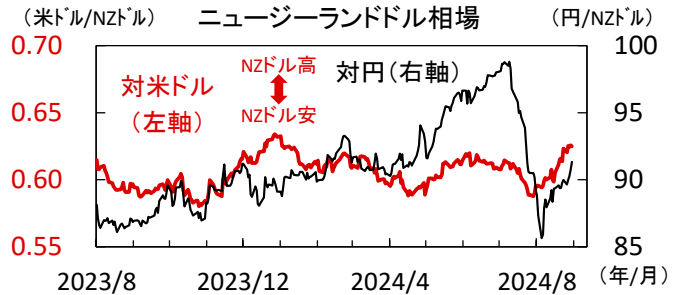
## 8月のルピーは主要アジア通貨最低の騰落率

ルピーは8月に対米ドルで▲0.2%と、多くのアジア通貨が対米ドルで上昇する中で軟調に推移。今年5月と7月や昨年11-12月と同様に「ドル指数(DXY)が下落する局面で他通貨より軟調」という特性を発揮しました。当局は為替介入で対米ドル相場を安定化。ドル安に伴ってルピーが対ドルで上昇しそうな局面では、ドル買い介入を行うことで相場の上昇を抑えつつ外貨準備を増強しています。

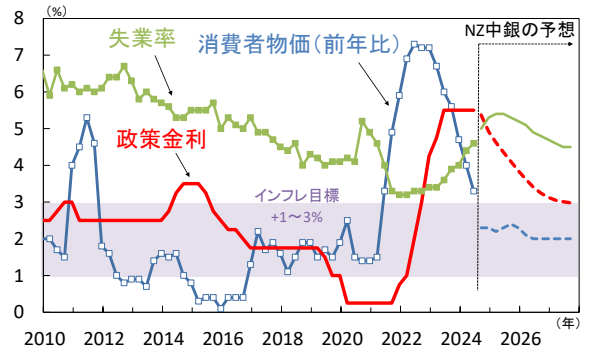
## ルピー相場は当面上値が重い展開を見込む

外貨準備は7月26日より8月23日にかけて143億ドル増加。8月初より29日にかけて株式市場に12億ドル、債券市場に19億ドルの資本が流入、当局は資本流入による相場上昇圧力を介入で抑えました。サービス収支黒字の拡大や、ルピー建て国債への資本流入などが同通貨の支援要因。一方、今後米国が利下げを開始する前後に米ドルが軟化する局面では当局のドル買い介入がルピー相場の上値を抑えるでしょう。当面、ルピーの騰落率は他の新興国通貨に劣後すると予想されます。(入村)

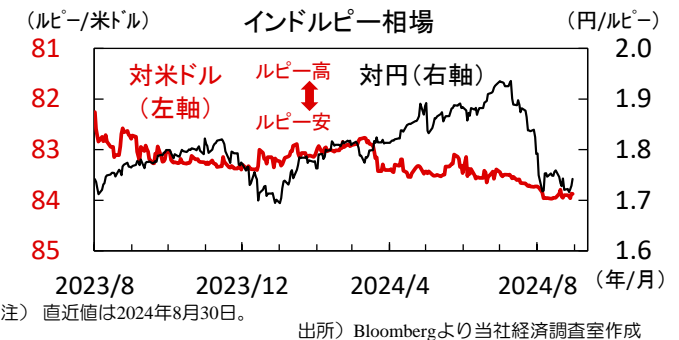
## 【図5】7-9月期のインフレ率は目標レンジ内の見込み



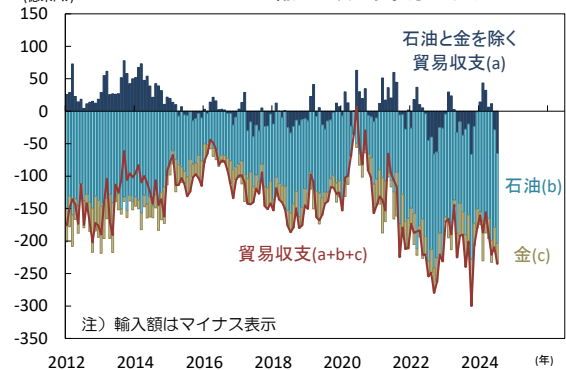
## ニュージーランド 消費者物価、政策金利、失業率



## 【図6】ルピーは米ドル安基調の下でも軟調に推移



## インド: 石油・金輸入額と貿易収支





## ③ 市場見通し－為替

2024年9月

## メキシコペソ

## ■ キャリー収益狙いのポジションが解消

ペソは8月に対米ドルで▲5.6%下落。年前半、高い実質金利を背景にキャリー取引(低金利通貨調達/高金利通貨運用)が活発化したことでペソは堅調な推移を続けてきました。しかし、6月の大統領・議会選挙での与党連合大勝を受けて財政悪化懸念が高まるなか、7月には日銀が利上げを実施。低金利通貨に代表される円の売りポジション解消に合わせてペソの買いポジション解消の動きが進んだことがペソ相場下落の要因とみられます。

## ■ ペソ相場は徐々に底堅さを取り戻す見込み

財政悪化や11月の米国大統領選挙など国内外の政治的不透明感が意識されますが、キャリー取引のポジション解消は一巡。今後は高い実質金利がペソを支えるものとみまます。天候不順、通貨安などを理由に食品、エネルギーを中心としたインフレ再加速が懸念されるなか、メキシコ中銀(Banxico)は緩やかな利下げ姿勢を維持する想定。ペソは徐々に底堅さを取り戻す見込みです。(北村)

## ブラジルリアル

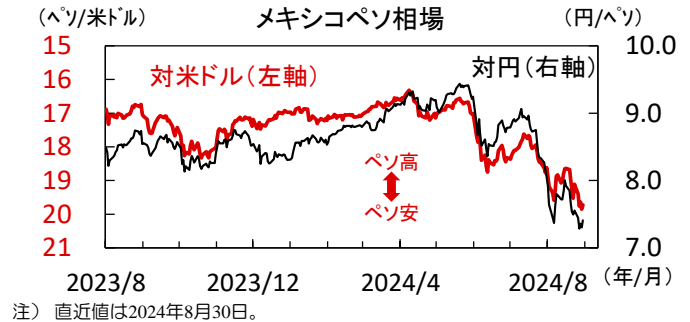
## ■ 内外金融政策格差が意識され底堅く推移

リアルは8月に対米ドルで+0.8%上昇しました。堅調な労働市場などを背景としたインフレ再加速を受けてブラジル中銀(BCB)は7月実施の金融政策決定会合で2会合連続となる政策金利の据え置きを決定(詳細はP16)。一方、米国では雇用統計の悪化やインフレ指標の鈍化を受けて9月に利下げが実施されるとの見方が強まり、金融政策姿勢の違いが意識されリアルは底堅く推移しました。

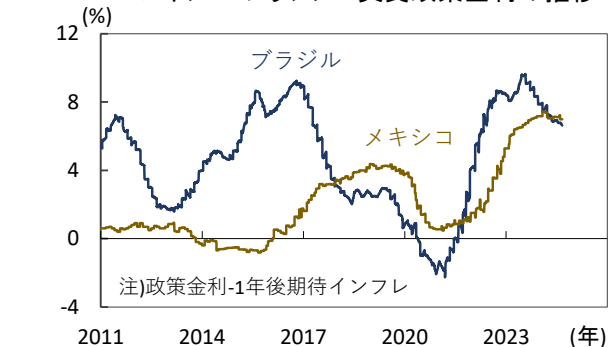
## ■ 高い実質金利がリアル相場の支えに

内需の堅調さに起因したインフレ再加速が意識されるなか、BCBはインフレの上振れリスクの大きさに言及しており、当面政策金利が据え置かれると見込まれ、高い実質金利がリアル相場を支える想定です。ただし、財政悪化懸念や主要取引先である中国の不動産市場低迷による景気減速が懸念されており、財政健全化の遅れや先行きの輸出鈍化はリアルの重しとなる見込みです。(北村)

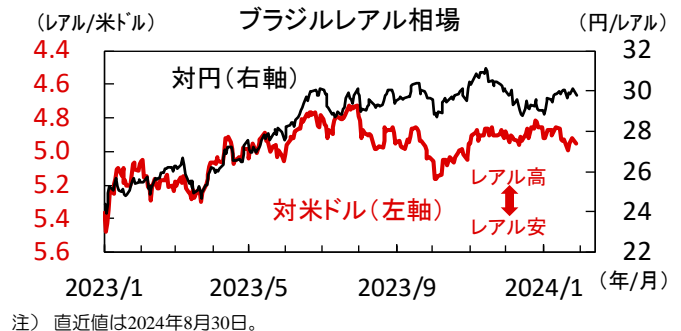
【図7】8月にペソは対米ドルで▲5.6%下落



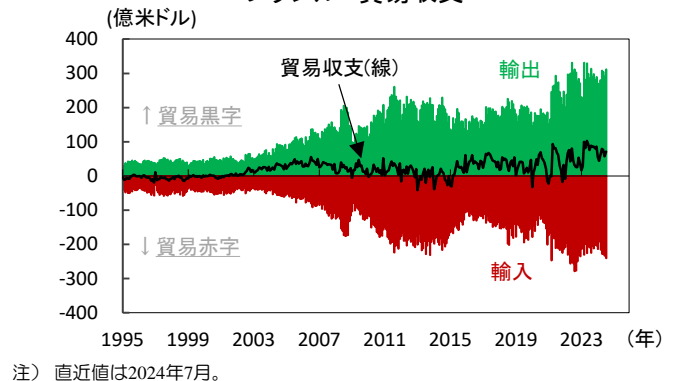
メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



【図8】8月にリアルは対米ドルで+0.8%上昇



ブラジル 貿易収支



## ③ 市場見通しーリート

2024年9月

## 日本

## 一時急落も、日銀の利上げ先送り期待で反発

8月の東証REIT指数は前月比+2.1%と上昇しました。月初は米景気後退懸念や日銀の追加利上げ姿勢を背景に急速な円高が進み、リスク回避姿勢が強まる中で日本株同様に急落した局面もみられました。その後、底堅い米景気指標を受け米景気後退懸念が和らぎ、日銀の内田副総裁が不安定な市場下では利上げしないとの発言もあり、投資家心理が和らぐ中でリートは反発に転じました。

## ファンダメンタルズ面での割安感が下支え

日本リートは上値の重い展開を予想します。8月下旬に日銀の植田総裁は「経済物価見通しの確度が高まれば金融緩和の度合いを調整する基本姿勢は変わらない」と発言しました。日銀の金融正常化は続く見通しで、金利先高観が残り得ます。他方、国内金利に比べてリートの配当利回りは相対的に高い他、都心5区のオフィス市況では空室率低下に伴う賃料改善が続いており、ファンダメンタルズ面での割安感が下値を支えるとみまます。(田村)

## 米国

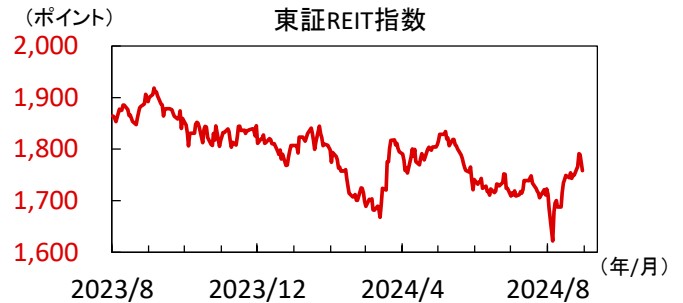
## 米利下げ期待高まり、米国リートは上昇

8月のS&P米国リート指数は前月比+6.4%と上昇し、セクター別では倉庫や特殊施設、ショッピングモール、集合住宅などが堅調でした。7月米雇用統計が労働市場の軟化を示したことで利下げ期待が高まり、米長期金利が低下したことでリート価格が上昇しました。また、第2四半期の決算が発表され、賃料の上昇を背景に全体的に堅調な結果が明らかになったことも上昇要因となりました。

## 利下げ開始は追い風も需要見込まれるか

米国リートは底堅い展開を予想します。米連邦準備理事会(FRB)はインフレから労働市場に注目点を移しつつあり、9月連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げを示唆しています。利下げ転換はリートに好材料も、先行きは景気軟着陸により需要の回復が見込まれるかが焦点とみまます。商業施設など米景気敏感セクターは景気軟着陸を見極める必要がある一方、景気変動の影響を受けにくいデータセンター等が成長するか注目されます。(兼尾)

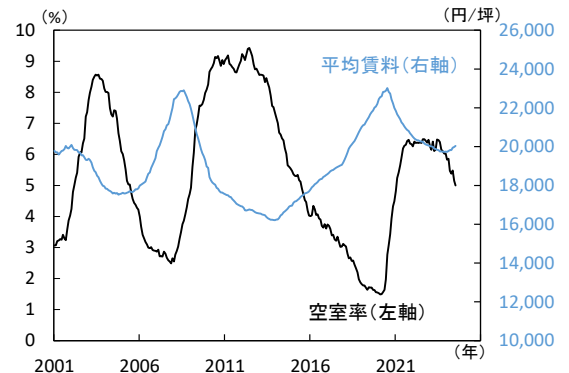
## 【図1】オフィス市況回復が鮮明



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

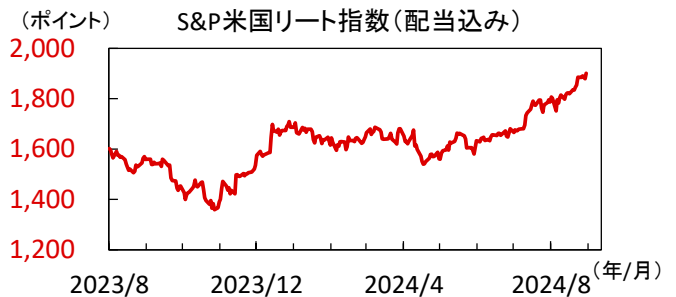
## 日本 都心5区のオフィス市況 空室率と平均賃料



注) 直近値は2024年7月。都心5区(東京ビジネス地区)は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区。

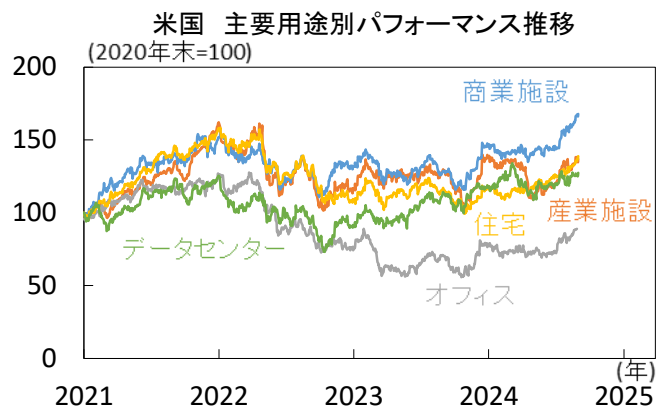
出所) 三鬼商事より当社経済調査室作成

## 【図2】データセンターは今後上昇となるか



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年8月30日。

出所) NAREITより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－原油

2024年9月



## 原油

## 原油供給拡大見込みで価格下落 米中景気回復期待で価格上昇圧力残る

### 原油の供給過剰懸念が高まり価格下落

8月の原油価格(WTI先物)は、月初1バレル76米ドル台でスタートしました。1日にOPECプラスによる合同閣僚監視委員会(JMMC)が開催され10月以降に減産幅を縮小する方針の維持を決定。その後、中東情勢が緊迫化し原油供給懸念が高まったことから12日には80米ドル台まで価格が上昇。その後13日には「OPECプラスが生産引き上げの計画を進めれば世界の石油は供給過剰に転じる」との見通しを国際エネルギー機関(IEA)が発表。原油価格は下落し、21日には71米ドル台となりました。

22日、イスラエルはパレスチナ・ガザ地区への激しい攻撃を行いました。25日にはレバノンのイスラム教シーア派組織ヒズボラがイスラエルに大規模な攻撃を行ったと発表しました。また、ロシアは26日、ウクライナに大規模攻撃を行いました。原油供給制約懸念が高まり、価格は77米ドル台まで上昇。しかし、30日にOPECプラスが10-12月の供給拡大を従来発表通り実施する計画であるとの報道後、価格は73米ドル台まで下落しました。

### 原油価格は上昇圧力が生じやすい見通し

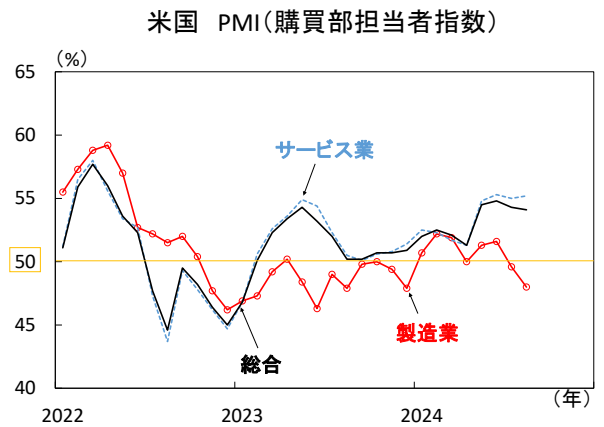
米中の景気回復期待を背景に、世界的な原油の需要増加観測が保たれています。米国では、8月22-24日にジャクソンホール会議が開かれ、9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げ期待が高まりました。また22日に発表された8月の米総合PMIが前月比で上昇し米国の景気の力強さが確認されました(図2)。他方、中国は7月25日、「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」を発表しました。今年の成長目標5%の達成に向けて内需を刺激すべく、今後も当局は追加政策を打ち出していくとみえています。米中景気回復への期待から原油価格は上昇基調に転換するとみえます(図3)。

さらに、ロシア・ウクライナの関係悪化や戦争激化が懸念されます。また中東では、イスラエルとヒズボラとの間での攻撃が激化しており、イランなどの周辺地域の緊張が高まっています。ロシア・ウクライナや中東情勢が悪化する可能性もあるため、世界的な地政学リスクの高まりに伴う原油価格への影響も要警戒です。(本江)

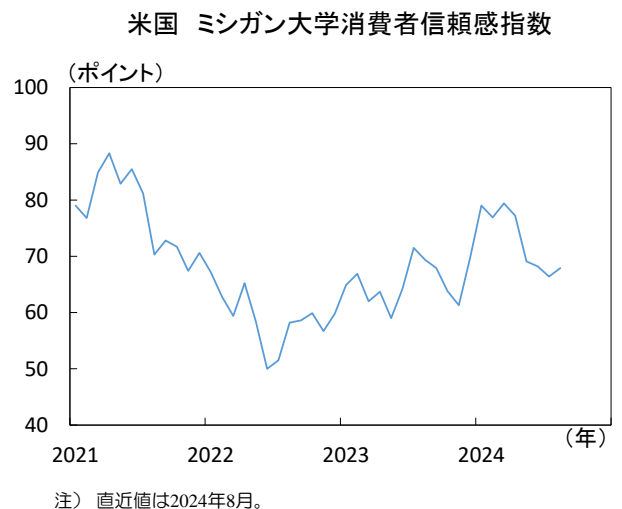
### 【図1】石油の供給過剰懸念で原油価格反落



### 【図2】米国の景気は底堅く推移



### 【図3】米国の消費回復期待は高い



## ④ 市場データ一覧

2024年9月

注) 直近値は2024年8月30日

株式 (単位:ポイント)		直近値	7月末	騰落率%	為替(対円) (単位:円)		直近値	7月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)	38,647.75	39,101.82	▲ 1.16	米ドル	146.17	149.98	▲ 2.54	
	TOPIX	2,712.63	2,794.26	▲ 2.92	ユーロ	161.49	162.36	▲ 0.54	
米国	NYダウ(米ドル)	41,563.08	40,842.79	1.76	英ポンド	191.89	192.82	▲ 0.48	
	S&P500	5,648.40	5,522.30	2.28	カナダドル	108.34	108.62	▲ 0.26	
	ナスダック総合指数	17,713.63	17,599.40	0.65	オーストラリアドル	98.89	98.12	0.79	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	525.05	518.18	1.33	ニュージーランドドル	91.33	89.22	2.36	
ドイツ	DAX®指数	18,906.92	18,508.65	2.15	中国人民元	20.605	20.827	▲ 1.07	
英国	FTSE100指数	8,376.63	8,367.98	0.10	インドルピー	1.7422	1.7914	▲ 2.75	
オーストラリア	S&P/ASX200指数	8,091.85	8,092.33	▲ 0.01	インドネシアルピア(100ルピア)	0.9459	0.9226	2.53	
香港	ハンセン指数	17,989.07	17,344.60	3.72	タイバーツ	4.2961	4.2193	1.82	
中国	上海総合指数	2,842.21	2,938.75	▲ 3.28	マレーシアリング	33.592	32.763	2.53	
インド	S&P BSE SENSEX指数	82,365.77	81,741.34	0.76	ブラジルレアル	26.070	26.611	▲ 2.03	
ブラジル	ボベスパ指数	136,004.01	127,651.81	6.54	メキシコペソ	7.409	8.057	▲ 8.05	
先進国	MSCI WORLD	3,661.24	3,571.58	2.51	南アフリカランド	8.211	8.243	▲ 0.39	
新興国	MSCI EM	1,099.92	1,084.77	1.40	トルコリラ	4.29	4.52	▲ 5.12	
新興アジア	MSCI EM ASIA	601.21	592.29	1.51	ロシアルーブル	1.6154	1.7454	▲ 7.45	

国債利回り (単位:%)		直近値	7月末	騰落幅%	政策金利 (単位:%)		直近値	7月末	騰落幅%
日本	10年物	0.890	1.045	▲ 0.155	日本	無担保コール翌日物金利	0.25	0.25	0.00
米国	10年物	3.904	4.032	▲ 0.128	米国	FF目標金利(上限値)	5.50	5.50	0.00
ドイツ	10年物	2.299	2.304	▲ 0.005	ユーロ圏	リファイナンスレート	4.25	4.25	0.00
英国	10年物	4.015	3.970	0.045	英国	バンクレート	5.00	5.25	▲ 0.25
カナダ	10年物	3.160	3.161	▲ 0.001	カナダ	オーバーナイト・レート	4.50	4.50	0.00
オーストラリア	10年物	3.967	4.115	▲ 0.148	オーストラリア	キャッシュレート	4.35	4.35	0.00
ニュージーランド	10年物	4.268	4.343	▲ 0.075	ニュージーランド	キャッシュレート	5.25	5.50	▲ 0.25
中国	10年物	2.170	2.143	0.027	中国	1年物最優遇貸付金利	3.35	3.35	0.00
インド	10年物	6.869	6.926	▲ 0.057	インド	レポレート	6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物	6.621	6.892	▲ 0.271	インドネシア	7日物リハース・レホ金利	6.25	6.25	0.00
ブラジル	10年物	12.218	11.880	0.338	ブラジル	SELIC金利誘導目標	10.50	10.50	0.00
メキシコ	10年物	9.660	9.765	▲ 0.105	メキシコ	オーバーナイト・レート	10.75	11.00	▲ 0.25
南アフリカ	10年物	10.587	10.895	▲ 0.308	南アフリカ	レポレート	8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物	26.715	26.465	0.250	トルコ	1週間物レポ金利	50.00	50.00	0.00

リート (単位:ポイント)		直近値	7月末	騰落率%	商品 (単位:ポイント)		直近値	7月末	騰落率%
日本	東証リート指数	1,758.05	1,722.58	2.06	原油	WTI先物(米ドル)	73.55	77.91	▲ 5.60
米国	S&P米国REIT指数	1,900.69	1,786.47	6.39	金	COMEX先物(米ドル)	2,504.50	2,426.50	3.21
欧州	S&P欧州REIT指数	813.17	801.60	1.44	工業用金属	ブルームバーグ商品指数	144.59	140.43	2.96
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	1,235.59	1,228.61	0.57	穀物	ブルームバーグ商品指数	31.35	31.59	▲ 0.75

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、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

## ⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2024年9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8月30日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	年初来
株式	国・地域別	日本	▲ 2.7	▲ 2.2	20.1				▲ 2.7	▲ 2.2	20.1	16.9
		海外先進国	2.2	6.1	24.5	2.8	6.7	25.3	0.3	▲ 0.3	25.7	21.0
		米国	2.4	7.4	27.1	2.4	7.4	27.1	▲ 0.1	0.3	27.5	22.8
		ユーロ圏	1.6	▲ 0.4	16.2	4.0	1.5	18.4	1.4	▲ 5.5	18.9	15.1
		新興国	0.4	5.5	16.7	1.6	6.1	15.5	▲ 0.9	▲ 1.0	15.9	13.5
	業種別	IT(情報技術)	1.1	7.5	35.3	1.4	7.9	35.4	▲ 1.2	0.8	35.8	27.5
		エネルギー	▲ 2.3	▲ 2.6	3.6	▲ 1.4	▲ 1.8	4.4	▲ 3.9	▲ 8.9	4.8	10.6
		素材	▲ 0.0	▲ 0.7	10.0	1.5	1.0	11.4	▲ 1.0	▲ 6.1	11.9	7.3
		ヘルスケア	4.5	9.5	18.0	5.4	10.7	19.0	2.9	3.6	19.4	20.2
		金融	2.1	6.2	29.1	3.2	7.6	30.3	0.7	0.5	30.7	22.0
リート	先進国				6.2	14.3	19.6	3.7	7.2	20.1	14.1	
	日本	2.9	2.6	▲ 2.7				2.9	2.6	▲ 2.7	0.7	
	米国	6.4	16.4	21.9	6.4	16.4	21.9	3.9	9.3	22.4	16.3	
	新興国				3.7	7.8	14.1	1.2	0.7	14.6	7.7	
国債	円ヘッジなし	日本	1.5	1.7	▲ 2.9				1.5	1.7	▲ 2.9	▲ 3.0
		海外先進国	0.8	3.6	5.7	2.0	4.7	6.9	▲ 0.5	▲ 2.4	7.3	5.7
		米国	1.3	4.5	6.0	1.3	4.5	6.0	▲ 1.3	▲ 2.5	6.5	6.3
		ユーロ圏	0.4	2.9	5.0	2.7	4.9	7.1	0.1	▲ 2.2	7.5	4.5
		オーストラリア	1.3	3.9	5.0	5.3	6.0	10.0	2.8	▲ 1.0	10.5	5.7
		新興国(現地通貨)	1.1	3.6	7.9	3.1	4.3	6.0	0.5	▲ 2.8	6.4	5.1
		新興国(米ドル)				2.3	4.9	13.4	▲ 0.2	▲ 2.2	13.9	10.3
	円ヘッジあり	海外先進国							0.5	2.3	▲ 0.1	▲ 1.6
		新興国(米ドル)							1.8	3.3	6.5	2.5
	物価連動国債	先進国				1.5	3.8	5.7	▲ 1.1	▲ 3.2	6.2	5.3
新興国					0.4	▲ 3.9	▲ 5.7	▲ 2.1	▲ 11.0	▲ 5.3	▲ 5.9	
社債	投資適格	先進国				1.9	4.8	9.6	▲ 0.6	▲ 2.3	10.1	7.2
		日本	0.7	0.7	0.2				0.7	0.7	0.2	▲ 0.1
		米国	1.5	4.6	9.4	1.5	4.6	9.4	▲ 1.0	▲ 2.5	9.9	7.6
		欧州	0.3	2.7	7.3	2.6	4.7	9.4	▲ 0.2	▲ 2.7	9.6	6.3
		新興国(米ドル)				1.6	4.1	9.8	▲ 0.9	▲ 3.0	10.2	9.0
	ハイ・イールド	先進国				2.0	4.7	13.5	▲ 0.5	▲ 2.4	14.0	10.5
		米国	1.6	4.6	12.5	1.6	4.6	12.5	▲ 1.0	▲ 2.5	12.9	9.9
		欧州	1.2	2.7	11.5	3.5	4.8	13.7	0.6	▲ 2.6	13.8	9.0
		新興国(米ドル)				1.5	4.2	16.0	▲ 1.0	▲ 2.8	16.4	13.8
		転換社債	先進国				2.0	4.3	10.8	▲ 0.6	▲ 2.7	11.3
	新興国				▲ 1.6	0.7	10.8	▲ 4.1	▲ 6.4	11.3	11.2	
商品	総合				0.0	▲ 5.5	▲ 4.4	▲ 2.5	▲ 12.5	▲ 4.0	4.6	
	金				2.6	7.0	27.9	0.1	▲ 0.0	28.3	24.1	
	原油				▲ 3.6	▲ 0.5	1.1	▲ 6.1	▲ 7.6	1.5	15.1	
他	MLP				0.4	5.5	28.9	▲ 2.2	▲ 1.6	29.3	22.5	
	バンクローン				0.6	1.6	9.8	▲ 1.9	▲ 5.4	10.3	9.4	

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

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

## ⑥ 主要な政治・経済日程

2024年9月

## ● 2024年9月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
9/2 (豪) 7月 住宅建設許可件数 (中) 8月 製造業PMI(財新)	3 (日) 8月 マネタリーベース (米) 7月 建設支出 (米) 8月 ISM製造業景気指数 (伯) 4-6月期 実質GDP	4 (米) ベージュブック (地区連銀経済報告) (米) 7月 製造業受注(確報) (米) 7月 貿易収支 (豪) 4-6月期 実質GDP (加) 金融政策決定会合 (伯) 7月 鉱工業生産	5 (日) 7月 毎月労働統計 (米) 8月 ADP雇用統計 (米) 8月 ISMサービス業景気指数 (独) 7月 製造業受注 (英) 8月 新車登録台数	6 (日) 7月 家計調査 (日) 7月 景気先行指数 (米) 8月 労働省雇用統計 (欧) 4-6月期 実質GDP(確報) (独) 7月 貿易統計 (独) 7月 鉱工業生産 (仏) 7月 鉱工業生産
9 (日) 4-6月期 実質GDP(2次速報) (日) 7月 経常収支 (日) 8月 銀行・信金貸出動向 (日) 8月 景気ウォッチャー (米) 7月 卸売在庫(確報) (欧) 9月 Sentix投資家信頼感指数 (中) 8月 生産者物価 (中) 8月 消費者物価	10 (日) 8月 マネーストック (日) 8月 工作機械受注 (米) 8月 NFIB中小企業楽観指数 (伊) 7月 鉱工業生産 (英) 7月 失業率(ILO基準) (豪) 8月 NAB企業景況感指数 (豪) 9月 消費者信頼感指数 (中) 8月 貿易統計 (伯) 8月 消費者物価(IPCA)	11 (米) 8月 消費者物価 (英) 7月 鉱工業生産	12 (日) 8月 国内企業物価 (米) 8月 月次財政収支 (米) 8月 生産者物価 (欧) 欧州中央銀行(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (英) 8月 RICS住宅価格 (印) 7月 鉱工業生産 (伯) 7月 小売売上高	13 (米) 8月 輸出入物価 (米) 9月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (欧) 7月 鉱工業生産 14 (中) 8月 鉱工業生産 (中) 8月 小売売上高 (中) 8月 都市部固定資産投資
16 (米) 9月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数	17 (日) 7月 第3次産業活動指数 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、~18日) (米) 8月 小売売上高 (米) 8月 鉱工業生産 (米) 9月 NAHB住宅市場指数 (独) 9月 ZEW景況感指数	18 (日) 7月 機械受注 (日) 8月 貿易統計 (米) パウエルFRB議長記者会見 (米) 8月 住宅着工・許可件数 (英) 8月 消費者物価 (英) 8月 生産者物価 (豪) 8月 景気先行指数	19 (日) 日銀金融政策 決定会合(~20日) (米) 8月 中古住宅販売件数 (米) 8月 景気先行指数 (英) 金融政策委員会(MPC) 結果公表 (豪) 8月 雇用統計	20 (日) 植田日銀総裁定例記者会見 (日) 8月 消費者物価(全国) (欧) 9月 消費者信頼感指数 (英) 8月 小売売上高 (英) 9月 GfK消費者信頼感指数
22 (独) ブランデンブルグ州 議会選挙	24 (日) 9月 製造業PMI (日) 9月 サービス業PMI (米) 7月 S&P500シグナル ケース・シーター住宅価格指数 (米) 9月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (独) 9月 ifo景況感指数 (豪) 金融政策決定会合	25 (日) 8月 企業向けサービス価格 (米) 8月 新築住宅販売件数	26 (米) 4-6月期 実質GDP(確報) (米) 8月 耐久財受注 (米) 8月 製造業受注(速報) (米) 8月 中古住宅販売 仮契約指数 (欧) 8月 マネーサプライ(M3) (独) 10月 GfK消費者信頼感指数	27 (日) 自民党総裁選挙 (米) 8月 卸売在庫(速報) (米) 8月 個人所得・消費 (米) 9月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (欧) 9月 ユーロ圏景況感指数 (独) 9月 失業者数
23 (日) 立憲民主党代表選挙 (米) 9月 製造業PMI(速報) (米) 9月 サービス業PMI(速報) (欧) 9月 サービス業PMI(速報)				
30 (日) 8月 小売売上高 (日) 8月 鉱工業生産(速報) (米) 9月 シカゴ購買部協会 景気指数 (英) 4-6月期 実質GDP(確報) (中) 9月 製造業PMI(政府) (中) 9月 非製造業PMI(政府) (中) 9月 製造業PMI(財新)	10/1 (日) 日銀短観(9月調査) (日) 8月 労働関連統計 (米) 8月 建設支出 (米) 9月 ISM製造業景気指数 (豪) 8月 住宅建設許可件数	2 (日) 9月 消費者態度指数 (日) 9月 マネタリーベース (米) 9月 ADP雇用統計 (欧) 8月 失業率	3 (米) 8月 製造業受注(確報) (米) 9月 ISMサービス業景気指数	4 (米) 9月 労働省雇用統計

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

## 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9月3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ス・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。



## 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