

投資環境見通し

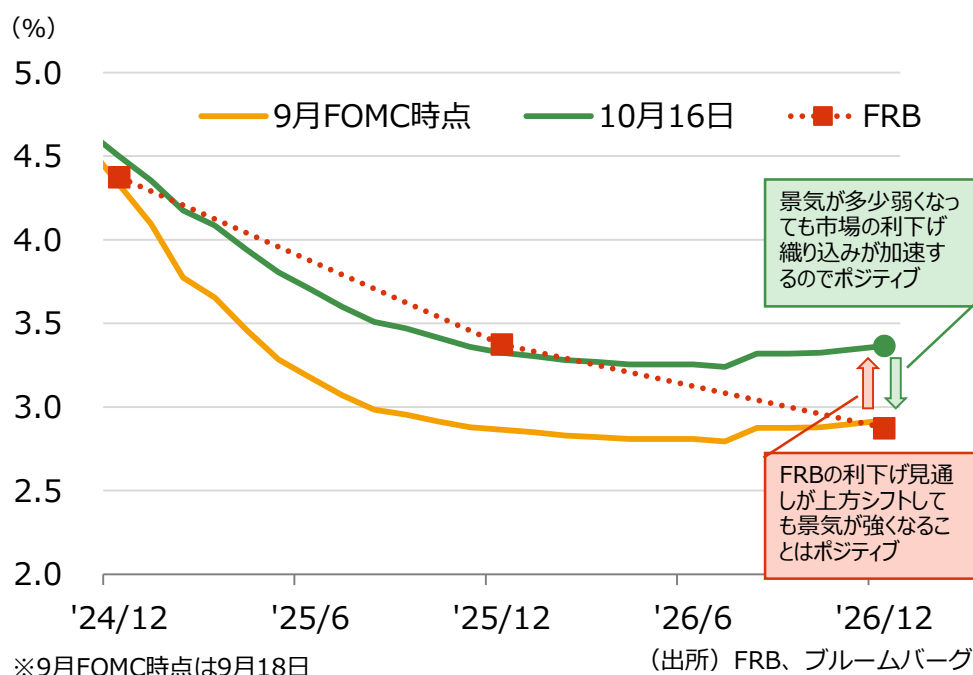
Investment Environment Outlook

11
NOV. 2024

今月のチャート

どちらに転んでもポジティブ

FRBと市場が予想するFFレートのパス



目次

■ 概要

見通し要約	2
世界経済・金融市場見通し	3
経済・主要資産の見通し	4
経済・主要資産の予想値	5

■ 各国経済・金融市場見通し

米国 経済・株式・金利・リート	7
日本 経済・株式・金利・リート	10
欧州 経済・株式・金利	13
カナダ 経済・金利	15
豪州 経済・金利	16
インド 経済・株式	17
ブラジル・メキシコ 経済・金利	18
中国 経済・株式・金利、今月の新興国コラム	19
為替	21
原油・金	24

■ 付録

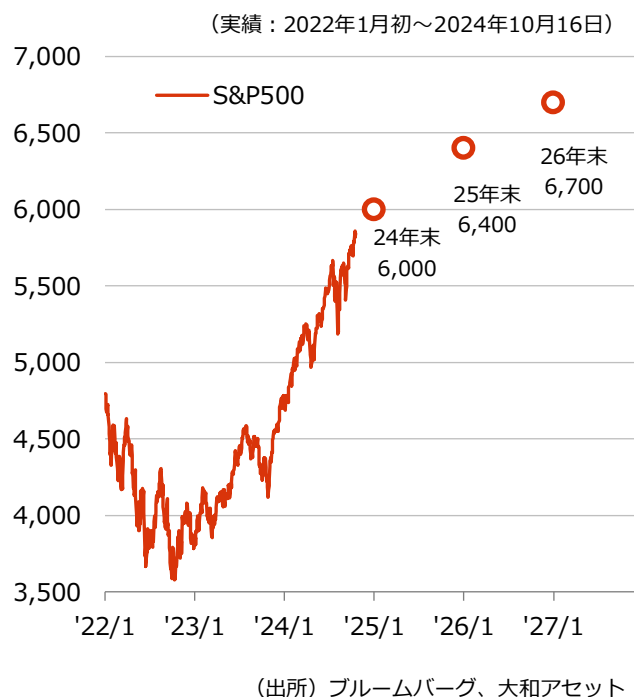
当面のリスク要因	25
タイムテーブル	26
資産別 - 直近値・期間別変化幅/率	27
チャート集	28

見通し要約

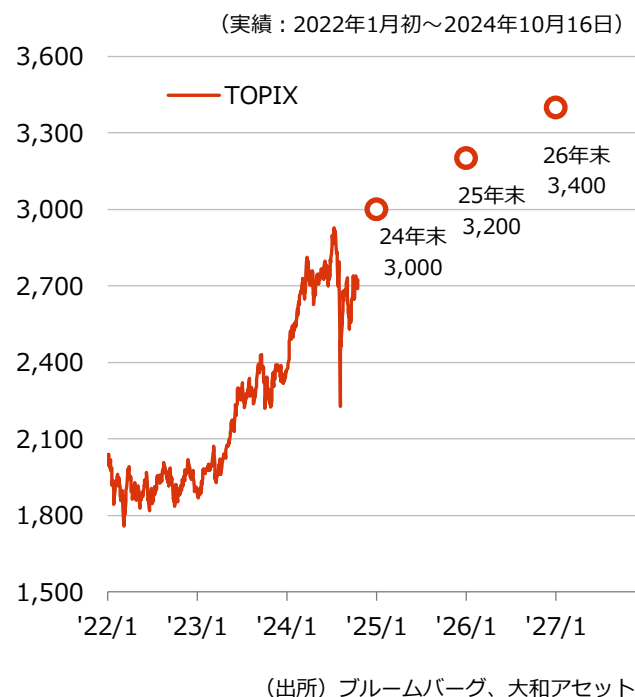
業績相場かつ金融相場

- 過去1カ月の株価は、各国でインフレが沈静化する中で金融緩和が行われていること等を背景に、世界的に概ね堅調だった。景気が堅調でも利下げが行われるのは、インフレ退治のために中立金利を大きく上回る水準まで政策金利を引き上げていたため、インフレ沈静化に合わせて金融政策を中立状態に戻すことに因る。
- 米国での利下げ開始は他国にも恩恵がある。これまで自国通貨安回避に対応してきた新興国などでも金融政策正常化（利下げ）を行うことができるようになる。
- 前回の投資環境見通し10月号では、景気見通しと金融緩和の組み合わせ次第で市場の進む方向が変わるとした。景気が堅調でも利下げが行われる中で、業績相場が期待でき、同時に金融相場も期待できる環境へと進んでいる。

S&P500の推移と大和アセットの予想



TOPIXの推移と大和アセットの予想



世界経済・金融市場見通し

景気が堅調でも利下げが行われる

過去1カ月の株価は、各国でインフレが沈静化する中で金融緩和が行われていること等を背景に、世界的に概ね堅調だった。振り返れば、8～9月は米国で景気後退懸念が高まった。失業率が上昇して景気後退のトリガーに抵触するなど労働市場発の景気悪化が懸念された。ところが10月初に発表された9月の米雇用統計は強烈に上振れ。その結果、雇用統計前に市場が織り込んでいた大幅利下げ観測は消失。ただし、市場は9月FOMCで示されたFFレートの見通し（中央値）である2025年末までの計1.5%ptの利下げを引き続き織り込んでいる。強い雇用統計後でも、FRBは引き続き漸進的な利下げを志向しているからだ。景気が堅調でも利下げが行われるのは、インフレ退治のために中立金利を大きく上回る水準まで政策金利を引き上げていたため、インフレ沈静化に合わせて金融政策を中立状態に戻すことに因る。

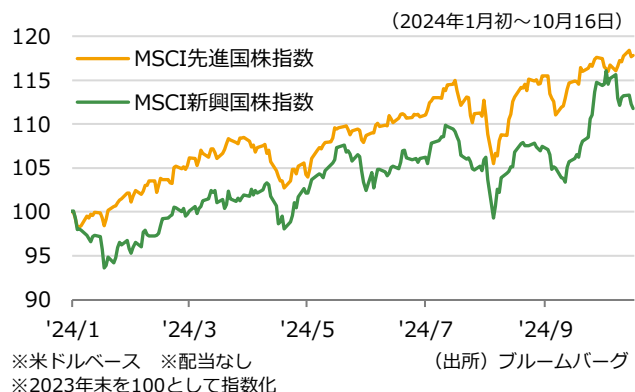
歩調を合わせるように他国も利下げ

米国での利下げ開始は他国にも恩恵がある。例えば、中国は米国の利下げを待っていたかのように、直後に金融緩和を含む経済対策を打ち出した。また、新興国では既に利下げを開始した国や、近い将来の利下げ開始が見込まれる国もある。共通するのは米国金利高を背景とした自国通貨安（米ドル高）の回避。米国が利下げに転じることで、他国も金融政策正常化（利下げ）を行うことができるようになる。

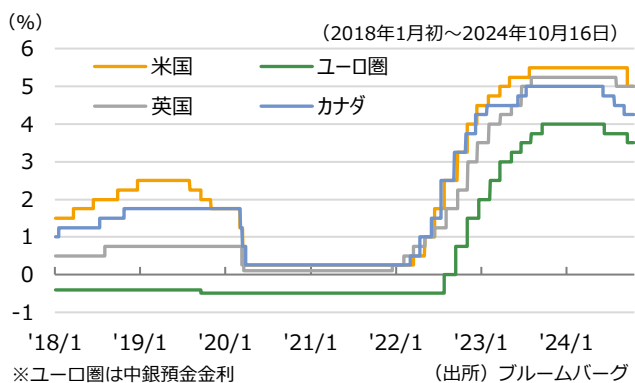
業績相場かつ金融相場

前回の投資環境見通し10月号では、景気見通しと金融緩和の組み合わせ次第で市場の進む方向が変わるとした。景気が堅調でも利下げが行われる中で、とりわけ注目は2026年の米国政策金利の予想パス。市場織り込みとFRB予想を比較すると（図3）、仮に景気上振れ時にはFRBの想定するFFレートの水準は高くなるが、市場は既にそれを織り込んでいるので景気上振れはポジティブ視されよう（業績相場）。逆に景気下振れ時には、それがFRBのベースラインシナリオで、市場には追加的な利下げ織り込み余地がある（金融相場）。すなわち業績相場が期待でき、同時に金融相場も期待できる環境へと進んでいる。

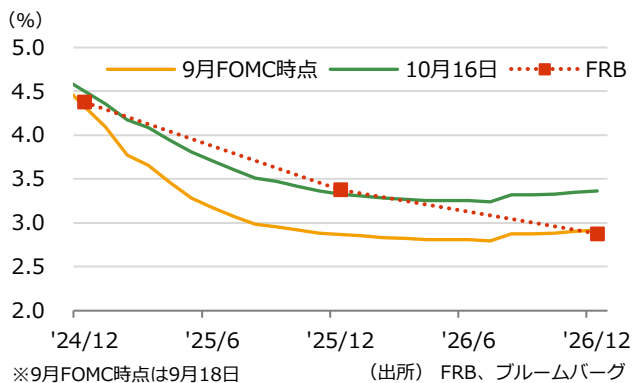
世界株式



先進各国の政策金利



FRBと市場が予想するFFレートのパス



景気と金融政策の関係による株式市場への影響 (アップデート)

		金融緩和	
		積極的	標準的
景気見通し	堅調	◎	○
	悪化	△	×

※イメージ図

(出所) 大和アセット

経済・主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国					労働市場が気掛かりも、潜在成長率前後の景気モメンタム維持を予想。
	日本					物価水準は高止まりも、実質賃金のプラス転換に伴う消費回復に期待。
	欧州					利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で緩やかな回復も、景気下振れリスクは大きい。
	カナダ					労働市場の悪化リスクは限定的。インフレ鈍化と利下げによって景気は本格回復へ。
	豪州					実質賃金上昇や財政支援で底堅いが、利下げ転換と本格的な景気回復はまだ先。
	インド					年内の利下げ開始が見込まれる中、「消費・投資」の両輪による高成長継続を予想。
	ブラジル					昨年からの利下げを受けた高成長は一巡し、徐々に巡航速度の成長に落ち着くと想定。
	メキシコ					利下げの効果は期待されるが、景気復調には国内外の政治的な不透明感の後退が必要。
	中国					消費刺激策を含む2兆元以上の財政支出策が打ち出されれば、幾分景気回復へ。
	ベトナム					電子製品関連の輸出が好調で、不動産市場も回復しつつあり、7%に近い高成長を予想。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				利下げ局面入りと半導体・ハイテク株主導の業績期待による緩やかな上昇を想定。
	日本				円高で業績改善一服も急速な悪化は想定せず。好需給で上昇トレンド継続を想定。
	欧州				株価にやや割安感あり。ただし日米に対する企業業績の出遅れ感が相場の重しに。
	インド				目先は原油価格に左右されやすいが、国内の積み立て投資資金が株価を下支えしよう。
	中国				過剰に織り込んだ政策期待が空振りし、株価が反落するリスクに注意が必要と考える。
	ベトナム				力強い景気回復や世界的な株価指数分類の格上げ期待を受け、上昇余地があると予想。

債券	米国				景気後退・金融緩和を本格的に織り込むかが長期金利の低下度合いを左右。
	日本				次回利上げは24年12月を想定。長期金利は来年末にかけて緩やかに上昇すると予想。
	欧州				2025年以降は四半期毎の利下げへ。ドイツの長期金利は2025年中1%台後半で定着。
	カナダ				当面の連続利下げを想定するが、市場は織り込み済みで長期金利の低下余地は限定的。
	豪州				利下げ開始は欧米主要中銀より遅く、ペースも緩やかに。長期金利は相対的に高止まり。
	インド				利下げ開始が意識されやすく、海外資金の流入継続により、約2年半ぶりの下限を探る展開。
	ブラジル				目先は利上げ継続で金利は高止まりしやすい。来年半ば以降は再び利下げ転換が視野に。
	メキシコ				政策金利が高い位置から緩やかな利下げが続けられる局面であり、投資妙味が高い。
	中国				当局の金利低下容認で金利低下余地生じるも、財政悪化や低金利で投資妙味乏しい。

リート	米国				実質金利低下と見直し買い気運、良好な不動産ファンダメンタルズから上昇を想定。
	日本				業績が改善するなかの指数下落で割安に。高い利回りが魅力で投資判断を強気に引き上げ。

※現地通貨建ての期待リターン・リスク等を基に総合的に判断

為替	米ドル				利下げ観測による金利低下が米ドル安要因となるが、リスクオフは米ドル高要因に。
	日本円				世界的な景気減速、金利低下、リスクオフと、日銀の追加利上げ観測が円高要因に。
	ユーロ				追加利下げ観測がユーロ安要因。景気減速懸念によるリスクオフもユーロ安要因に。
	カナダ・ドル				目先は積極的な利下げが通貨安に作用。来年前半の利下げ停止で反発する展開を想定。
	豪ドル				相対的な金利の高止まりや世界景気回復への期待、良好な実需が追い風に。
	インド・ルピー				原油価格の上昇に注意も、中銀の為替変動抑制方針は変わらず対円で底堅い推移へ。
	ブラジル・レアル				主要国に逆行する利上げによって実質金利が高まり、レアルは対米ドルで底堅い推移に。
	メキシコ・ペソ				政治・外交面の不安材料に対し、高い実質金利や良好な実需の資金フローが下支え要因。
	中国人民元				景気低迷の長期化等が重しで、米ドル安局面でも上値が重い展開を見込む。
	ベトナム・ドン				米ドルベッグ制でレンジ推移も、目先は米ドル高の一服を受け、増価する余地がある。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

経済・金利の予想値

	実質GDP（前年比、%）			
	実績値 2023年	予想値 2024年	2025年	2026年
米国	2.5	2.4	1.6	1.9
日本	1.7	0.2	1.2	0.9
ユーロ圏	0.4	0.7	1.4	1.6
カナダ	1.2	1.0	2.2	2.0
豪州	2.0	1.4	1.6	2.5
インド ^{*1}	8.2	6.8	6.8	7.0
ブラジル	2.9	2.8	2.0	2.4
メキシコ	3.2	1.5	2.0	2.2
中国	5.2	4.6	4.4	4.2
ベトナム	5.1	6.8	7.0	7.2



金融政策の見方

米国

- 年内は2回、2025年は4回、各0.25%ptの追加利下げを予想。
- バランスシート縮小を継続：米国債を月額250億ドル、MBSを同300億ドル圧縮。

日本

- 2024年12月、2025年4月に各0.25%ptの追加利上げへ。
- 7月会合で決定した国債買入れの減額計画に従い、長期国債の買入れ額は段階的に縮小。

ユーロ圏

- 年内は12月も続けて、2025年中は四半期毎に0.25%ptの利下げを予想。景気次第で利下げペースが速くなる公算も。
- 緊急資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を2025年以降停止。

	政策金利（%）					10年国債利回り（%）				
	実績値 2023年末	直近値 10月16日	予想値 2024年末	2025年末	2026年末	実績値 2023年末	直近値 10月16日	予想値 2024年末	2025年末	2026年末
米国	5.25 ~5.50	4.75 ~5.00	4.25 ~4.50	3.25 ~3.50	3.00 ~3.25	3.9	4.0	3.5	3.3	3.3
日本	-0.10	0.25	0.50	0.75	0.75	0.6	1.0	1.0	1.1	1.1
ユーロ圏 ^{*2}	4.50 4.00	3.65 3.50	3.15 3.00	2.15 2.00	1.65 1.50	2.0	2.2	2.0	1.8	1.8
カナダ	5.00	4.25	3.75	3.50	3.00	3.1	3.1	3.1	3.2	3.0
豪州	4.35	4.35	4.35	3.85	3.60	4.0	4.2	4.0	4.0	3.8
インド	6.50	6.50	6.25	5.50	5.25	7.2	6.8	6.5	6.2	6.0
ブラジル	11.75	10.75	11.75	10.50	9.50	10.4	12.7	12.2	11.0	10.5
メキシコ	11.25	10.50	10.00	9.00	8.50	9.0	9.9	9.4	9.0	8.8
中国	1.80	1.50	1.30	1.10	1.10	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4
ベトナム	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	-	-	-	-	-

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

（出所）実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

株価・リート・為替の予想値

		株価指数									
		実績値		直近値		予想値					
		2023年末	年間騰落率	10月16日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	S&P500	4,770	+24%	5,842	+22%	6,000	+26%	6,400	+7%	6,700	+5%
	NYダウ	37,690	+14%	43,078	+14%	44,000	+17%	46,800	+6%	49,000	+5%
日本	TOPIX	2,366	+25%	2,691	+14%	3,000	+27%	3,200	+7%	3,400	+6%
	日経平均株価	33,464	+28%	39,180	+17%	41,000	+23%	43,000	+5%	45,000	+5%
欧州	STOXX600	479	+13%	520	+8%	530	+11%	570	+8%	600	+5%
インド	NIFTY50	21,731	+20%	24,971	+15%	26,500	+22%	30,000	+13%	33,000	+10%
中国	MSCI中国	55.95	-13%	66.44	+19%	60.00	+7%	65.00	+8%	60.00	-8%
ベトナム	VN指数	1,130	+12%	1,279	+13%	1,400	+24%	1,550	+11%	1,750	+13%

		リート									
		実績値		直近値		予想値					
		2023年末	年間騰落率	10月16日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米国	NAREIT指数	22,848	+14%	26,572	+16%	27,300	+19%	30,400	+11%	33,400	+10%
日本	東証REIT指数	1,807	-5%	1,690	-6%	1,900	+5%	1,950	+3%	2,000	+3%

		為替 (対円)									
		実績値		直近値		予想値					
		2023年末	年間騰落率	10月16日	年初来騰落率	2024年末	年間騰落率	2025年末	年間騰落率	2026年末	年間騰落率
米ドル		141	+8%	150	+6%	140	-1%	133	-5%	133	+0%
ユーロ		156	+11%	163	+4%	152	-2%	142	-7%	142	+0%
カナダ・ドル		106	+10%	109	+2%	105	-1%	106	+1%	104	-2%
豪ドル		96	+7%	100	+4%	97	+1%	96	-1%	96	+0%
インド・ルピー		1.70	+7%	1.78	+5%	1.68	-1%	1.68	+0%	1.71	+2%
ブラジル・リアル		29.1	+17%	26.5	-9%	26.9	-7%	27.1	+1%	25.6	-6%
メキシコ・ペソ		8.3	+24%	7.5	-9%	7.6	-9%	7.6	+0%	7.4	-3%
中国人民元		19.9	+4%	21.0	+6%	19.3	-3%	18.2	-6%	17.7	-3%
ベトナム・ドン ^{*1}		0.58	+5%	0.60	+2%	0.58	-1%	0.53	-9%	0.54	+2%

*1 ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

雇用統計に始まり雇用統計に終わる

夏場に失業率が景気後退の経験則として知られるサム・ルールに抵触するほどに上昇したことで強まった景気懸念は、9月雇用統計の強烈な上振れで早くも払拭されたようだ。非農業部門の雇用者数は前月差+25.4万人と4カ月ぶりの大幅増で、失業率は4.1%へ低下した。ただし、目先はストライキに伴うレイオフやハリケーンの影響で雇用指標はかく乱されやすく、労働市場の評価は難しくなるだろう。

インフレは再びでこぼこ道へ

折しも、9月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%と、2カ月連続で2%インフレ目標相当の伸びを上回った。景気の堅調さもあり、インフレの下げ渋りや再燃リスクを懸念する声は早くも聞かれるが、振れの大きい品目が各月の結果を大きく左右することもある。また、足元のデータからは追加利下げに幾分慎重になり得るが、次で見るように、インフレ目標の実現を危ぶむのは早計だろう。

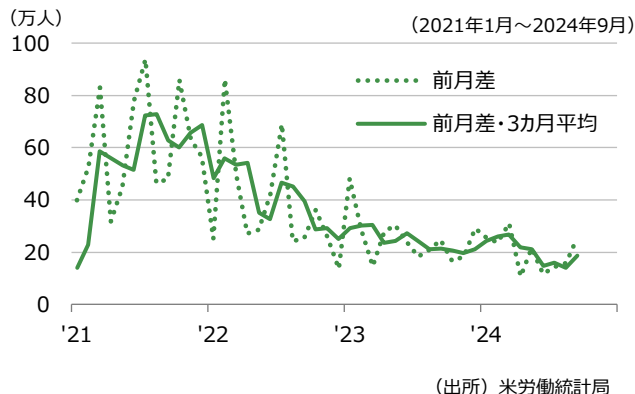
当面のサービス価格は鈍化方向

インフレ抑制のカギを握るサービス価格のうち、住居費の先行指標となる募集家賃は当面の鈍化傾向を示唆している。契約が更新されるまで賃貸市況が反映されないため、住居費は大幅に遅行している。他方、住居費を除くサービス価格は賃金上昇率と連動する傾向にある。賃金上昇率に先行する離職率はコロナ禍以前の水準にまで低下しており、賃金、ひいては住居費を除くサービス価格も鈍化を見込む。

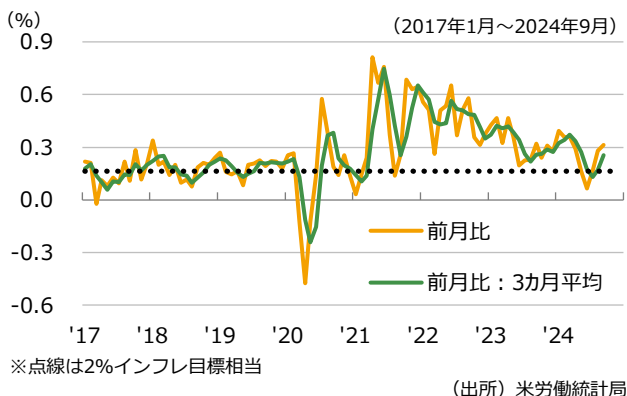
経済のダイナミズムか季節性の乱れ？

経済指標の強弱に市場参加者のみならず、FOMC参加者も翻弄されている。金融政策が変曲点を迎えているため、経済活動の変動が従来より高まっているかもしれない。もしくは、コロナ禍と言う経済活動の大変動を受けて、季節調整が適応し切れていない可能性もある。2021年以降の経済サプライズ指数は、コロナ禍の2020年と対照的な動きをする傾向にある。ただし、緩やかな傾向を示すに過ぎず、季節調整にのみ起因した強弱とまでは言えない。

非農業部門の雇用者数



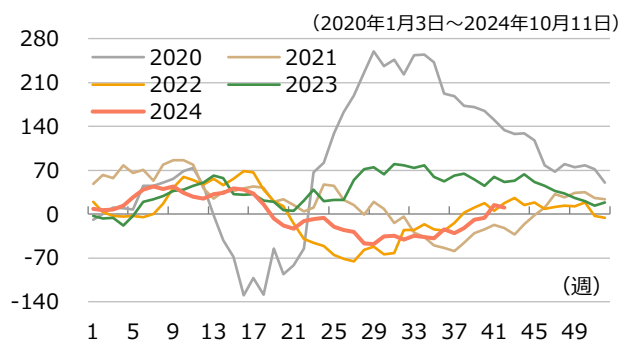
食品・エネルギーを除くコアCPI



離職率と賃金上昇率



経済サプライズ指数





株式

適温相場の下、S&P500は最高値更新

過去1カ月のS&P500は堅調に推移した。9月FOMCでFRBは0.5%ptの利下げを決定し、金融緩和の第一歩を踏み出した。一方、9月雇用統計を筆頭に、過去1カ月に発表された経済指標の多くは、景気が依然、堅調であることを示している。ソフトランディング期待と、予防的な性格が強い金融緩和が併存する適温相場の中、S&P500は9月19日以降、たびたび史上最高値を更新する展開となっている。

S&P500の予想値を引き上げ

S&P500の予想値を上方修正する。24年末：5,600→6,000、25年末：6,000→6,400に引き上げ。26年末を新たに6,700とした。足元水準に比して保守的だった想定PERを引き上げた。EPSの予想増益率は、24～27年にかけてハイテク株をけん引役に10～10%台半ばとする従来の見通しを維持。投資判断はやや強気を継続する。適温相場の下で中期的に米国株は上昇基調を維持すると考えられる。

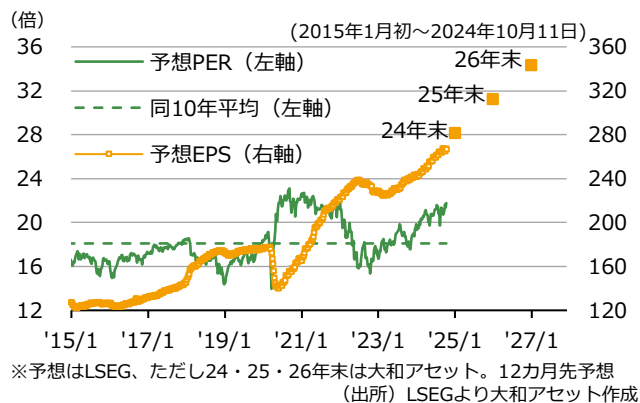
Q3決算と大統領選、地政学リスクに注目

年末に向けて米国株が更に騰勢を強めるには、前月指摘した様に、①10月下旬から発表が本格化する半導体関連株やマグニフィセント7等の大型ハイテク株の24年Q3（7-9月期）決算と、②11月5日投開票の大統領選、それぞれの無難な通過に加え、③イスラエル・イランの武力衝突のいったんの沈静化が必要と考えられる。このうち①については、10月中旬の段階では、台TSMCが市場予想を上回る業績見通しを発表する一方、蘭ASMLが業績見通しの下方修正を発表する等、まちまちの動きとなっている。今後のQ3決算において、株高を後押しする様な大型ハイテク各社のガイダンスが詳らかになるのか注目したい。②に関しては新大統領選出後、株高となる従来のアノマリーが、今回も起こることが期待される。③については、今後想定されるイスラエルによるイランへの報復攻撃が、石油・核施設を対象としないとの観測が強まっている（10月中旬現在）。その場合、4月の両国の紛争と同様、株式市場への悪影響は限定的となろう。

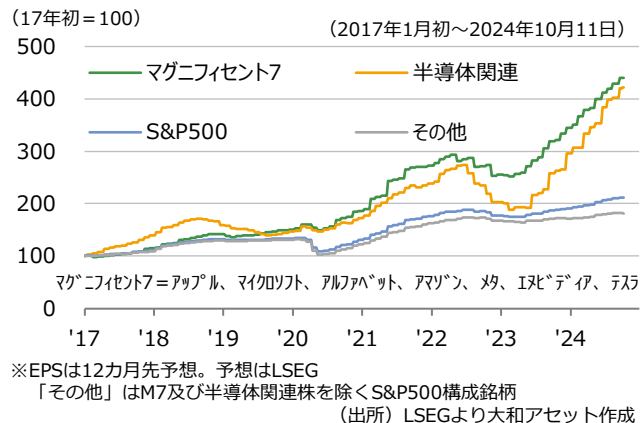
S&P500の推移



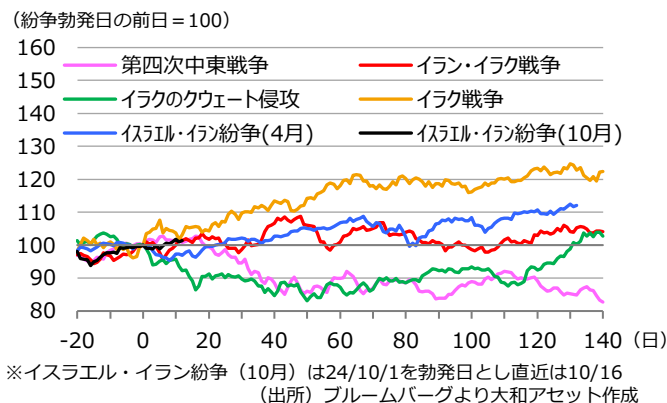
S&P500の予想EPSと同PER



S&P500内のマグニフィセント7・半導体関連株の予想EPS



ペルシャ湾岸周辺での軍事衝突勃発前後のS&P500推移





金利

長期金利は利下げ終着点の揺らぎで上下

9月FOMCでは利下げ幅を巡って意見が分かれたが、次回11月FOMCでは利下げの有無を巡って意見が分かれる可能性が出ている。雇用環境の急速な悪化を背景に異例ともいえる0.50%pt幅で利下げを開始したものの、当の雇用統計が大幅改善。景気の下振れリスクが後退する一方、インフレ率の低下ペースが鈍ってきた。利下げを急ぐ必要性が薄れつつあり、今後の状況次第では11月FOMCでの追加利下げが見送られるリスクも一段と高まり得る。

追加利下げの有無が長期金利に及ぼす影響は本来限定的。もっとも、足元の長期金利は利下げペースに連動しているように映る。長期金利見通しを考える上では、利下げ終着点が重要だ。景気懸念がほぼ払拭される中、急速な利下げ見通しの剥落とともに利下げ終着点が再び上昇している。FOMC参加者の間でも見方が定まっておらず、手探り感が強い。今後も利下げ終着点の揺らぎで長期金利は上下しよう。

リート

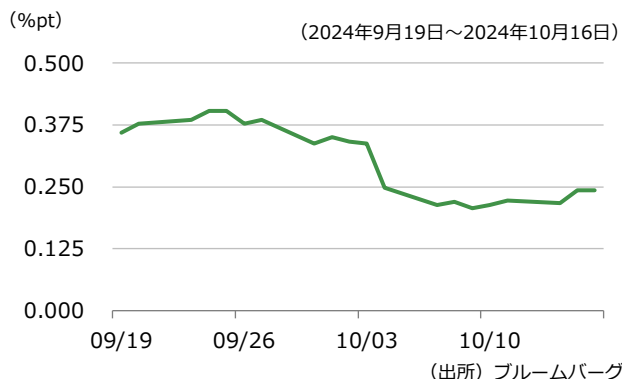
相場上昇の継続を想定する

7月以降10月半ばにかけては、実質金利の低下に連れてリートが株式を上回るパフォーマンスを上げてきた。これを受け、投資家のリートの持ち高比率は徐々に上昇してきているが、先行きも金利低下が継続しそうなことはリートにとって追い風と言える。金利低下は利払い負担の軽減や不動産評価額の上昇のほかにも、景気回復を通じて間接的に物件需要の拡大に寄与するなどリートに多くの恩恵をもたらす。

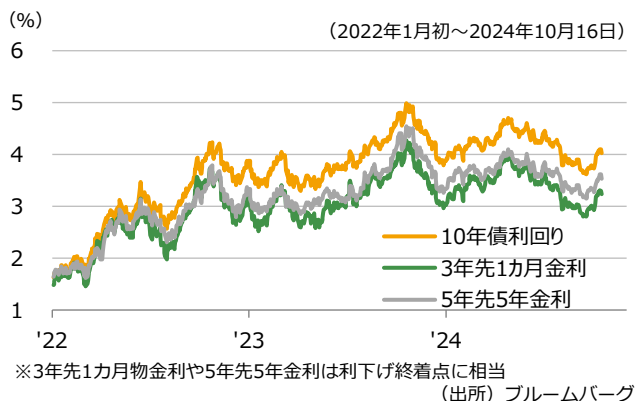
不動産のファンダメンタルズは健全

7-9月期の決算発表が始まった。景気減速下、パンデミック期の需要拡大からの正常化が進行している産業施設の決算だが、市場の事前想定程には悪くない。高金利環境下で物件供給が抑制されてきたことが、需給のサポート要因となっている。その他のセクターもバランスシートは総じて健全で、今後、金利低下に伴って外部成長機会の拡大が期待される。

11月FOMCの利下げ織り込み幅



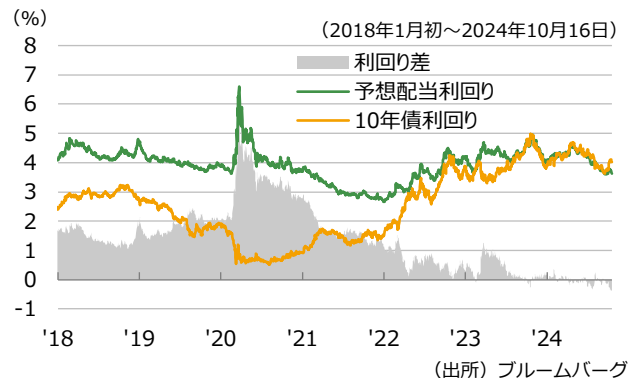
長期金利と利下げ終着点



FTSE NAREIT エクイティ・リート指数推移



FTSE NAREIT 予想配当利回りと長期金利の利回り差





経済

日銀短観は見通しに沿った内容

9月調査日銀短観の業況判断DIは、大企業・製造業は13と前回6月から変わらず、非製造業は33から34へ改善。いずれも高水準を維持しており、企業の景況感は堅調といえる。セクター別にみると、インバウンド需要に支えられ小売の改善が目立つ一方で、対個人サービスは台風の影響を受けてか大幅に悪化。円高進行の影響を受け製造業の販売価格判断DIはやや低下したものの、価格判断DIからは、企業が原材料費や人件費などのコストを価格に転嫁する動きに大きな変化は見られない。また、設備投資計画も堅調さを維持しており、総じて日銀の経済・物価見通しに沿った内容と言えよう。

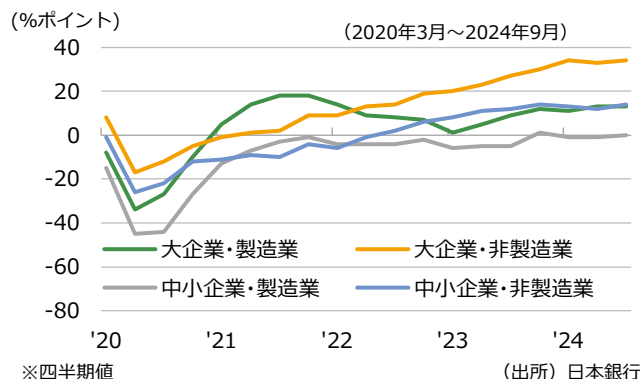
25年春闘や個人消費の動向に注目

8月の現金給与総額は前年同月比+3.0%（7月+3.4%）、賃金の基調を表す共通事業所ベースでも同+3.1%（7月+4.7%）と伸びは鈍化したものの、高水準の伸びを記録。また、賃金と物価の好循環の観点から注目される実質賃金について、8月は特別給与など一時的要因の剥落により減少したが、6、7月には2カ月連続で増加し、春闘で大幅な賃上げが進んだ結果が順調に顕在化している。先行きも、人手不足という構造的な変化に起因した側面もあって賃上げの動きは続くとする。しかし、真の持続性を考えれば、賃上げの原資となる収益環境が重要になってくる。そうした観点から、25年春闘に加え、個人消費の動向などにも注目したい。

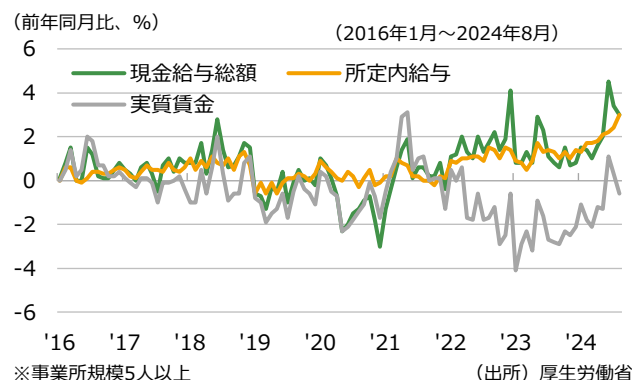
伸び縮小も引き続き日銀の目標は上回る

9月全国CPIは、総合で前年同月比+2.5%（8月+3.0%）と伸びが鈍化。政府による電気・ガス代の補助金再開が伸び率鈍化に寄与。品目別にみると、年初来の円安による輸入物価上昇や猛暑等による米不足等の影響を受けて財価格は同+3.5%（8月+4.5%）と高い伸びを記録する一方、サービス価格は同+1.3%（8月+1.4%）と低位での推移が続いている。コアCPIは日銀の目標である2%を上回って推移しているが、基調的な物価上昇率は引き続き低下傾向にあると言えよう。

日銀短観・業況判断DI



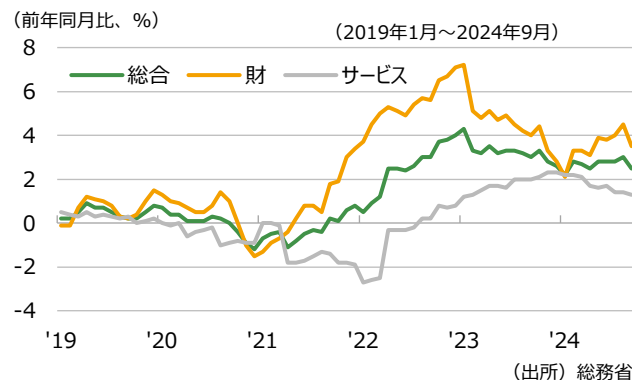
毎月勤労統計



消費活動指数



消費者物価指数





株式

円高一服、解散総選挙で株価堅調

自民党総裁選挙で石破氏が勝利し金融所得課税の強化や金融政策正常化への懸念が高まり株価は急落したが、総裁選後は「利上げをする環境にない」など前足を翻したことで円安が進行、株価も反発した。その後も良好な米国経済指標の発表などもあり円安株高傾向が継続している。また、戦後最短の日程で衆議院解散を決定したが、解散後は株価が上昇しやすい傾向があり、これも株価を後押ししているか。

国内政治面での好材料は乏しい

石破政権は前政権からの継続性を強調し市場は落ち着きを取り戻したが、総裁選時の主張を急速に翻したことへの批判や不人気の前政権の政策踏襲などから支持率は高まらず。裏金問題の逆風もあり、与党は衆議院選挙で議席を減らす可能性が高い。ただし、野党も早期の解散総選挙となり選挙協力が進んでおらず求心力に欠けるため、与党の大敗は避けられるか。いずれにせよ政治面での後押しは期待薄。

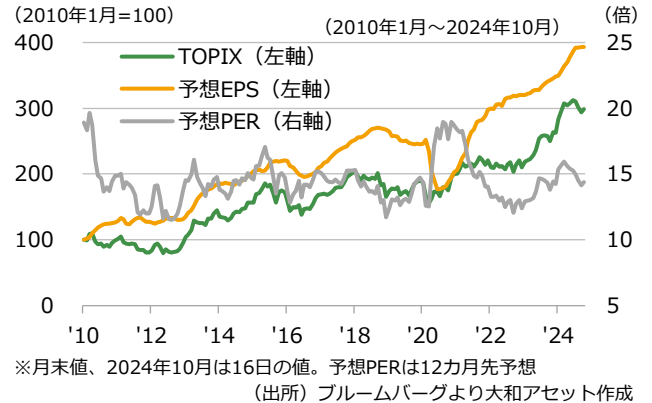
米大統領選挙通過で不透明感解消を想定

米国では、11月5日に大統領・連邦議会選挙の開票が行われる。上院は共和党が優勢であり、ハリス氏勝利でも市場が懸念する法人税増税の法案が通らない可能性が高い。また、トランプ氏勝利の場合は関税の引き上げ等の懸念があるが、当初はインフレ加速懸念で米国金利上昇・円安進行が想定され、日本株には追い風と見る。いずれにせよイベント通過で不透明感が解消する点は株価にポジティブか。

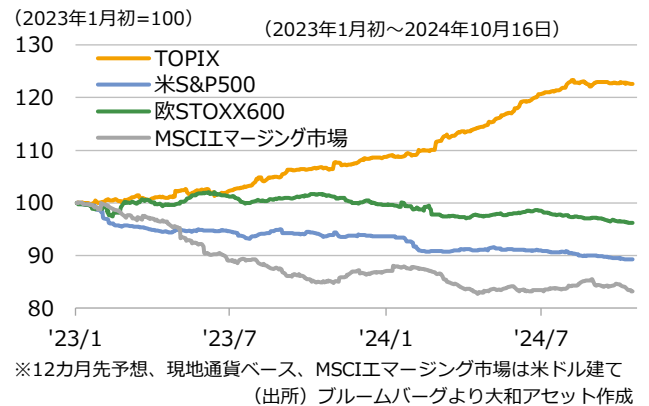
自社株買いなどが相場を下支え

円安進行の一服や人件費などのコスト増で12カ月先予想EPSはやや頭打ち感が出てきたが、世界的なインフレ沈静化や金利低下、中国の景気対策などが景気を下支えすると思われ業績が急速に悪化する懸念は小さい。また、過去最高を大幅に上回るペースの自社株買いが発表されている。実際の買付けは9月期中間決算発表後の10月下旬以降に増加する傾向があり、年末にかけて需給の改善が期待される。

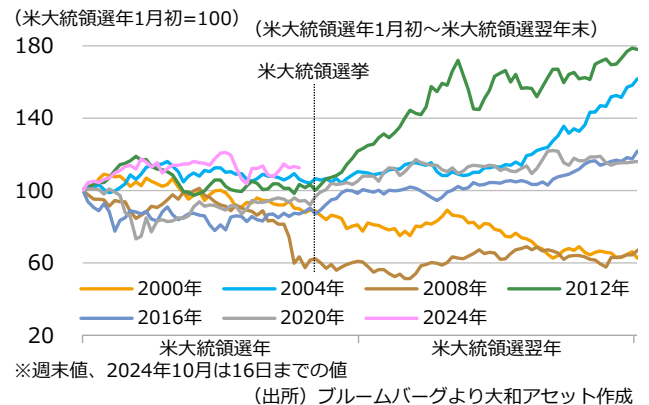
TOPIXの予想EPS・PER



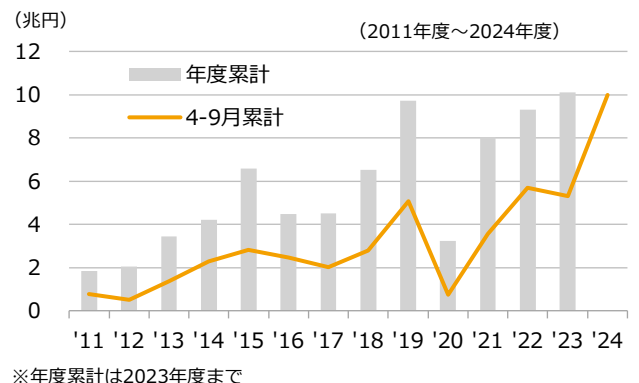
各国・地域の主要株価指数の予想EPS



米国大統領選挙年の年初来株価推移 (TOPIX)



年度別自己株取得枠の設定金額





金利

次回利上げは24年12月との予想を維持

9月日銀金融政策決定会合で植田総裁は、過度な円安に一服感が出たことで、物価の上振れリスクが減少しており、追加利上げの判断について「時間的な余裕はある」と述べるなど、追加利上げに慎重な姿勢を見せた。これは、米国をはじめとする海外経済の下振れリスクなどを懸念していたと考えられる。しかし、9月米雇用統計の非常に強い結果を受けて、米経済の堅調さが確認されたほか、為替市場では円安が進行し1米ドル=150円付近で推移するなど、追加利上げに向けたハードルは低下していると言える。よって「経済・物価情勢が日銀の見通しに沿って推移すれば金融緩和度を調整する」との日銀の従来の姿勢に鑑みて、当社は24年12月の次回利上げ予想を維持する。長期金利については来年末にかけて緩やかな上昇を想定しており、24年末1.0%、25年末1.1%との見通しに変更なし。

リート

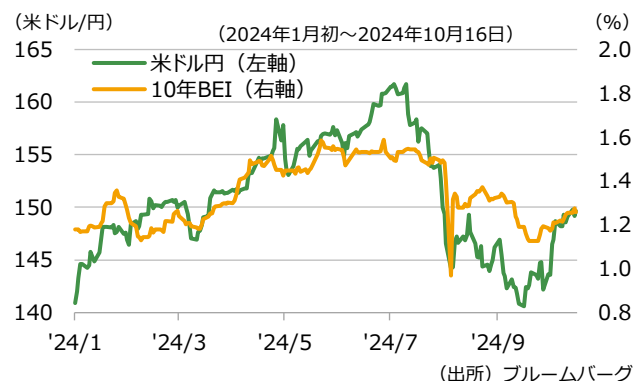
J-REIT市場は10月以降下落

J-REIT市場は10月以降下落し、東証REIT指数は1,700を割り込んだ。米国で景気懸念が後退し、日米長期金利が上昇したことが悪材料となったものの、国内長期金利は1%を下回る水準にあり、良好な業績を踏まえるとやや下げ過ぎている印象。

投資判断を強気に引き上げ

J-REITが保有する不動産の賃貸市況が改善基調にあるなかでの指数下落により、配当利回りは実績ベースで4.8%程度まで上昇、利回り商品としての魅力が高まった。また資産価値からみたバリュエーションであるNAV倍率は0.8倍台前半まで下落し、割安感が強く反発が期待される。各社の資本効率への意識の高まりから、含み益を売却益として還元したり、自己投資口取得（バイバック）の発表も増えている。他の資産対比でも投資妙味が高まったと判断し、投資判断を「強気」に引き上げる。

米ドル円と10年BEI



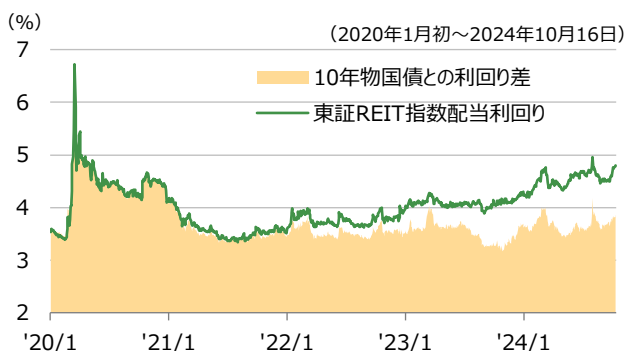
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ユーロ圏は景気下振れリスクが大きい

ユーロ圏の実質GDPは2022年10-12月期以降5四半期続けてほぼゼロ成長の後、2024年前半も僅かな伸びに留まった。今後は利下げ、インフレの低下、供給制約の緩和等で緩やかな回復を見込む。しかし、世界経済の減速や地政学的リスクの高まりを要因に景気下振れリスクは大きい。英国の実質GDPもコロナ禍後半は停滞したが、ユーロ圏と対照的に2024年に入り復調しており、当面堅調に推移しよう。

ユーロ圏のPMIは総合で50割れ

ユーロ圏の9月PMIは総合で7カ月振りに50を下回った。2024年に入り製造業の改善が一巡するなか、サービス業も最近半年は低下基調。総合の国別ではドイツが3カ月連続で、フランスは過去16カ月中14カ月で、イタリアも9カ月振りに50を下回った。ユーロ圏はコロナ禍で抑圧されていた需要が発現した後の景気けん引役を欠く。他方、英国は製造業、サービス業とも50超が定着し、安定感が増す。

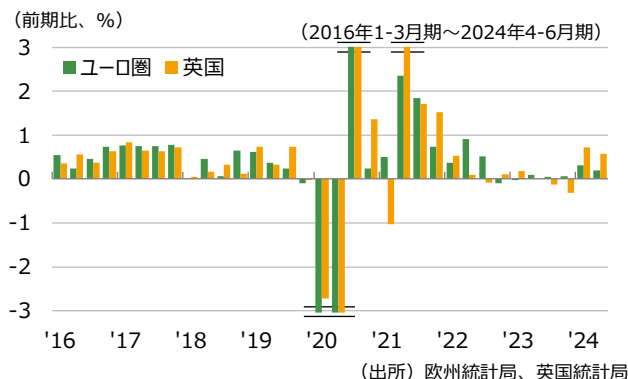
金融環境の悪化は一巡

ユーロ圏の銀行の貸出基準は2020年7-9月期以降ほぼ例外なく厳格化し続け、2023年1-3月期はその程度が欧州債務危機時に近づいた。しかし、その後は厳格化の程度が弱まり、直近はほぼ中立に。借入需要は2022年10-12月期以降減少し、一時はリーマン・ショック時よりも落ち込んだが、程なく減少幅を縮小し、直近は僅かながらも増加に転じた。コロナ禍に起因する金融環境の悪化は一巡した模様。

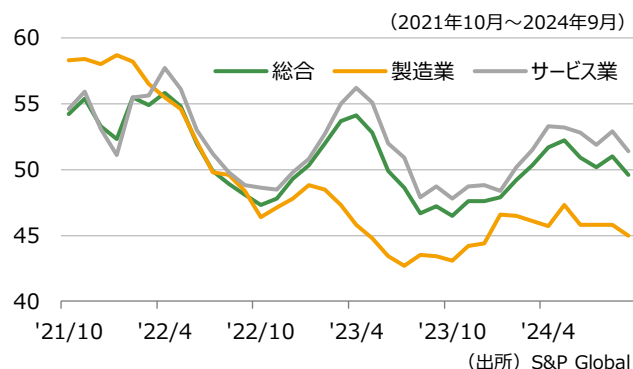
インフレ率は程なく2%へ収れんへ

ユーロ圏、英国とも消費者物価指数の伸びの鈍化が明確になってきた。総合はどちらも9月に前年同月比+2%を下回った。総合の伸びの鈍化はエネルギー価格の下振れが主因だが、コアの伸びも次第に鈍化しつつあり、特に英国で高い伸びが続いていた賃金・サービス価格にも変化が見られる。ユーロ圏、英国を問わずインフレ懸念は後退し、インフレ率は程なく目標値の2%へ収れんしよう。

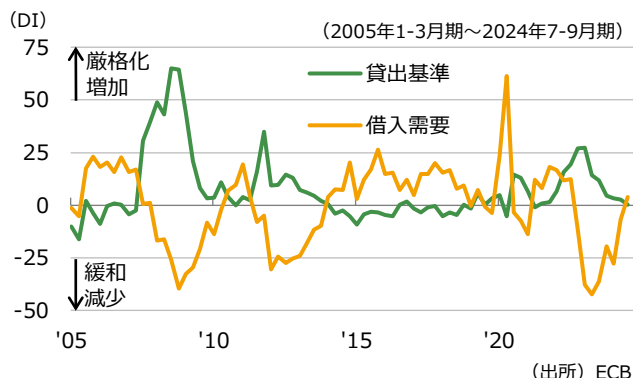
実質GDP



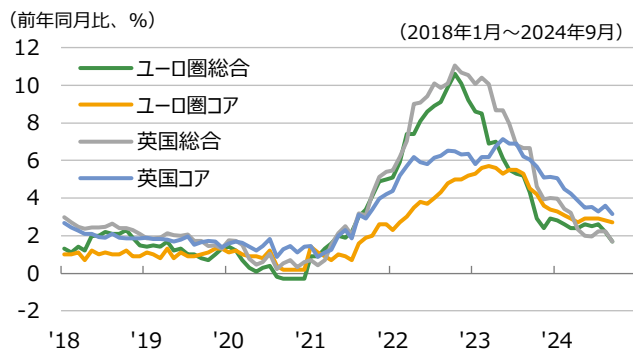
ユーロ圏のPMI



ユーロ圏の銀行貸出調査



消費者物価指数





株式

中国景気対策や企業決算に一喜一憂

STOXX欧州600は9月中旬以降、FRBの利下げ開始や中国の景気刺激策を好感し、高級ブランド・自動車等、中国関連株をけん引役に上昇。9月27日には史上最高値を更新した。しかし、その後は中国景気刺激策やECBの追加利下げへの期待といったプラス材料と、自動車・ハイテク・高級ブランドの主力株の失望決算や中東情勢緊迫化等のマイナス材料が錯綜。10月中旬まで値が重い展開となった。

マクロ政策への期待が株価を下支え

欧州や中国の景気回復の鈍さを反映しSTOXX欧州600構成銘柄の先行きの増益率は、米国株と比較して低い水準に留まっている。一方、予想PERは13倍半ばで過去10年平均より低く、ECBの追加利下げや中国の景気刺激策といったマクロ政策に対する期待感が株価の下支え材料となっている。欧州株は強い騰勢は期待しづらいが底堅い推移が想定される。

金利

2025年以降は四半期毎の利下げへ

ECBは6月に利下げを開始した。7月は見送ったが、9、10月と連続で利下げし、12月も利下げが濃厚。2025年以降は四半期毎の利下げ（各0.25%pt）を見込む。BOEは8月に利下げを開始した。連続利下げの可能性は低く、四半期毎の利下げを見込む。両中銀とも会合毎に決定を行う方針は不変ながら、インフレ目標達成の確度が高まるなか、利下げを躊躇せず。ECBについては想定以上の利下げのリスクも。

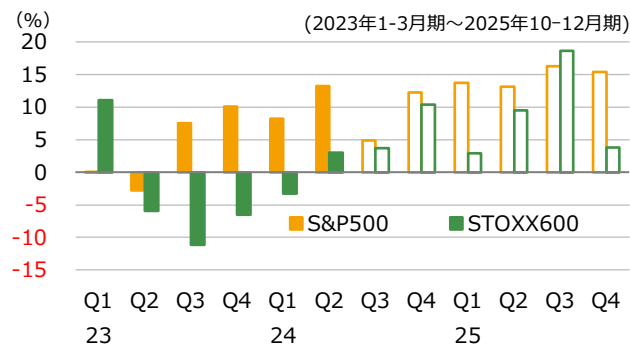
ドイツの長期金利は1%台後半へ

水準は不明ながら、いわゆる中立金利までの利下げは淡々と実施されよう。ECBの政策金利は2025年末に2%に達した後、2026年も2回の利下げで1.5%が到達点と見込む。それを織り込み、ドイツの長期金利は1%台後半での推移が早晩定着しよう。英国の長期金利はコアのインフレ率の低下余地の大きさから、2025年は3%台前半への低下を見込む。

STOXX欧州600の推移

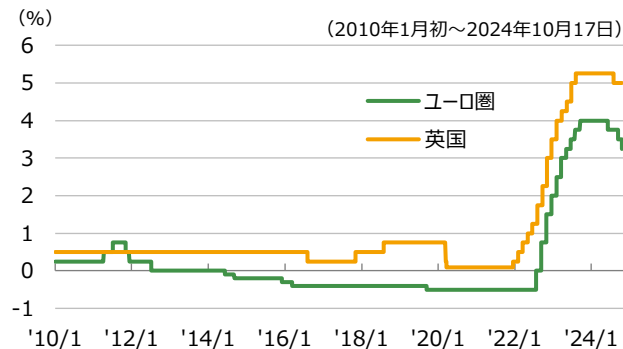


STOXX欧州600とS&P500の増益率



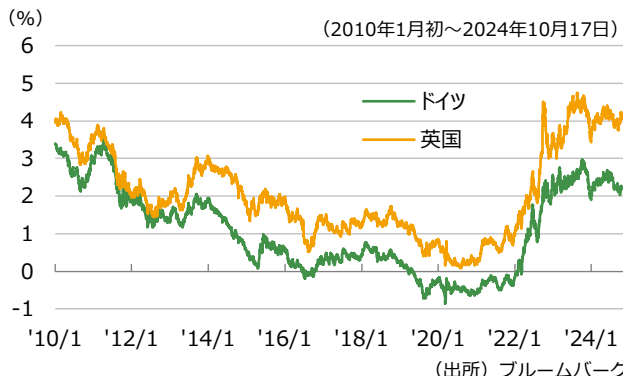
※24Q3（7-9月期）以降はLSEG予想
S&P500は10/11、STOXX600は10/15時点の予想
(出所) LSEGより大和アセット作成

ユーロ圏と英国の政策金利



※発表日ベース、ユーロ圏は中銀預金金利
(出所) ブルームバーグ

ドイツと英国の10年国債利回り





経済

景気回復に向けた確度が高まる

カナダ銀行は今年6月から3回の利下げを実施しており、ナノス消費者景況感指数は顕著に改善した。家計は、利上げによる利払い負担の増加に備えて貯蓄率を高めていたが、今後も利下げが続くことで、警戒していたよりも利払い負担が増えない、あるいはすでに増していた利払い負担が軽減されるとの期待が高まっているようだ。同指標は個人消費や住宅市況の先行指標として知られており、年末から来年にかけての内需を中心とした景気回復を示唆する。

足元はまだ労働市場への注目度が高い

一方、市場の注目はまだ経済の運行指標である労働市場に集まっている。目先の利下げペースを左右する指標だからだ。ただし、今後の景気回復シナリオが見えている中で、積極的に解雇する経営者は多くないとみられる。労働市場の底堅さを確認できれば、市場の注目も景気回復の方にシフトしていこう。

金利

目先の利下げを阻む材料は乏しい

消費者物価指数は、ガソリン価格の下落や住宅ローン利払い費の低下などが寄与し、8月の前年同月比+2.0%から9月に+1.6%まで伸びが鈍化した。依然として政策金利が中立金利（カナダ銀行は直近で2.25~3.25%と推計）を上回る水準にあり、利下げは景気回復によるインフレ圧力の高まりよりも、住宅ローン利払い費低下の方に強く作用する局面にあらう。労働市場に回復の兆しが見えないこともあり、目先は利下げを躊躇する理由が乏しい。0.5%ptへの利下げ幅拡大の可能性も十分にある。

来年前半には利下げ停止が視野に入る

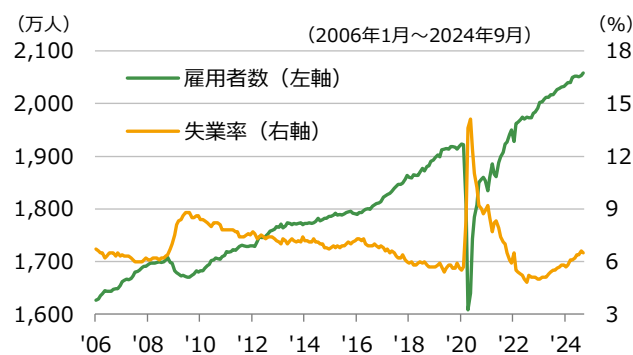
一方、来年前半には利下げ効果の発現が見込まれるほか、政策金利が中立金利に近づくことで、利下げ停止が視野に入ってくるだろう。来年は利下げ停止や、米ドル対比でのカナダ・ドルの調達コスト上昇によって、長期金利は下げ渋る展開を想定する。

消費者心理と個人消費



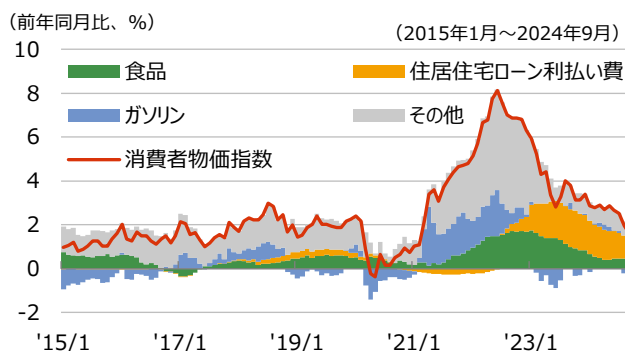
※ナノス消費者景況感指数は半年先行させて表示
(出所) ブルームバーグ、カナダ統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) カナダ統計局

消費者物価指数



※棒グラフは項目・品目別の寄与度
(出所) カナダ統計局より大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット



経済

景気の腰折れリスクは一段と後退

引き締め的な金融政策の下、経済は潜在成長率を下回るペースで推移しているが、7月からの所得税減税や物価高対策（電気代や家賃の補助など）もあり、景気が腰折れするリスクは限定的。足元では、低迷していたウエストパック消費者信頼感指数が上昇しており、当面の個人消費の底堅さを示唆する。もっとも、消費者信頼感指数の水準は依然として低いため、本格的な景気回復を示唆するものではない。

堅調な労働市場がかく乱要因に

①潜在成長率を下回る成長による需給ギャップのプラス解消、②労働市場の軟化、③インフレ圧力の後退、が実現してRBAが利下げに転じることで、本格的な景気回復が見えてくるはずである。しかし、雇用者数の力強い増加が続いており、足元では失業率が低下に転じるなど労働市場は堅調。利下げから本格的な景気回復に向かう局面はまだ先のようだ。

金利

利下げを急ぐ理由は乏しい

豪州の経済指標は底堅いデータが続き、米国景気に対する過度な懸念が後退したことも重なり、RBAが年内に利下げを開始するとの市場の観測は大きく低下した。インフレ率が高止まりし、労働市場が依然としてひっ迫する中、消費者心理の改善に見られるように個人消費が腰折れするリスクも小さい。RBAが利下げを急ぐ理由は乏しく、当社は引き続き利下げ開始は最短で来年2月になると予想している。

長期金利は下がりづらい状況が継続か

当面は、米国を中心に欧米の主要先進国が利下げを進めると想定される一方、豪州はまだ利下げ開始が視野に入っていない。また、来年の利下げも米国に比べて豪州の方が小幅にとどまると予想される。米国に比べて豪州の政策金利が下がらないことで、豪ドルの相対的な調達コストが上昇し、豪州の長期金利も相対的に下がりづらい展開になると見込む。

消費者心理と個人消費



※消費者信頼感指数はウエストパック銀行発表のデータ
(出所) ウエストパック銀行、豪州統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

豪米の政策金利差と長期金利差



※金利差は豪州－米国

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

高金利にも拘らず、借入需要は旺盛

銀行貸出残高の前年同期比伸び率は、足元ではやや減速したが、強い内需を背景に2桁の成長を維持している。金融引き締め環境にも拘らず、自動車等への中高所得者層の強い消費意欲に加え、民間部門の投資も改善。旺盛な借入需要は強靱な内需の表れであり、中銀が利下げを急がない理由の一つにもなっている。

年内利下げ開始の可能性は高い

9月CPIが前年同月比で約10カ月ぶりの高い伸びであったため、ディワリ（祭典）や原油価格の上昇で一段と加速すると見込まれる10月のCPIが、中銀のインフレ許容範囲上限である6%に近づく可能性が浮上した。ただ、前年の比較対象が低いことが伸び率を押し上げた面もあり、11月以降は物価上昇率が落ち着くと予想される。物価の上振れは一時的で、12月利下げ開始の可能性は高いと考える。

株式

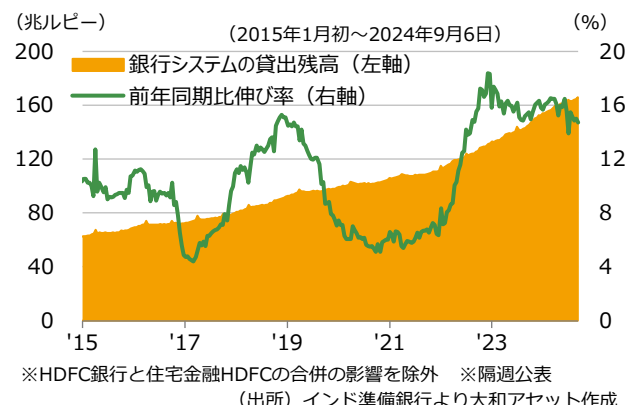
総選挙後の銘柄物色は消費関連にシフト

6月4日の総選挙開票後、インド株の銘柄物色に顕著な変化が見られた。選挙結果を受け、モディ政権が政策の最優先事項をインフラ投資から雇用創出にシフトしたため、セクター別では自動車などを含む消費関連がインフラに対しアウトパフォームした。消費と投資の両輪による高成長の継続が期待される中、今後半年程度は、バリュエーションが相対的に低いことや利下げの恩恵などもあり、消費関連セクターの株価のアウトパフォームが続くと見込む。

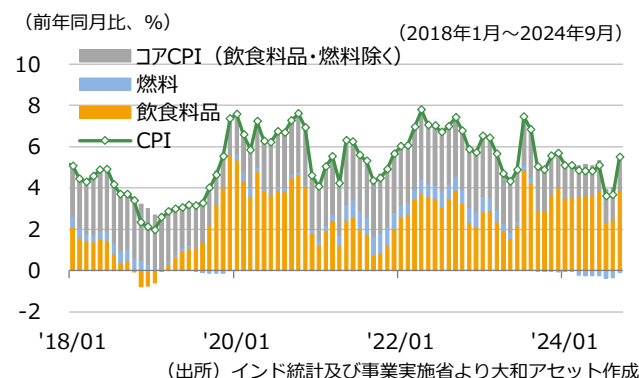
好業績が株価上昇をけん引しよう

9月下旬に史上最高値を更新したNIFTY50指数は現在足踏み状態にあるが、良好な業績見通しが株価を下支えすると見込まれる。2024年及び2025年の予想EPSはおおむね底堅く推移しており、10月下旬から始まる7-9月期決算への期待も高まりやすく、引き続き株価上昇をけん引するだろう。

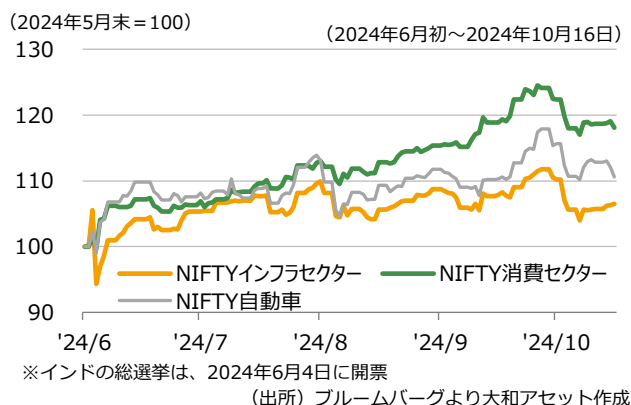
インドの銀行システムの貸出残高の推移



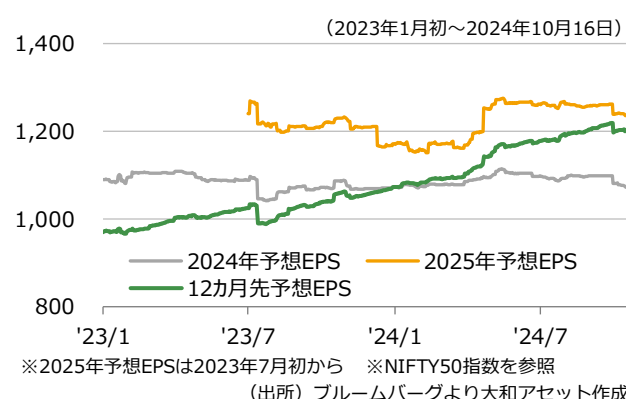
消費者物価上昇率 (CPI) および寄与度



インド総選挙後のインド株の主要セクターの推移



インド株式市場の業績見通し





経済

ブラジルは高成長から減速局面へ

ブラジル経済は、昨年8月からの利下げや拡張的な財政政策などを背景に、今年初めから高成長を記録。しかし、利下げ停止や利上げ転換の思惑などによって金利が上昇に転じると、今春から消費者ローンのデフォルト率は下げ渋ってきた。足元では小売売上高などハードデータにも頭打ち感が出ており、経済は持続可能なペースへと減速する公算が大きい。

メキシコは政治的な不透明感の後退待ち

メキシコ経済は、昨年後半以降の低成長から最近ではやや持ち直しの動き。ただし、メキシコと米国の大統領選挙などの政治的な不透明感が企業の投資マインドを冷やし、製造業PMIが顕著に低下するなど一部に弱さも見られる。10月に就任したシェインバウム大統領の経済政策、ならびに11月の米大統領選挙を経て米国の通商政策が明らかになれば、利下げの効果も相まって景気は復調しやすくなるだろう。

金利

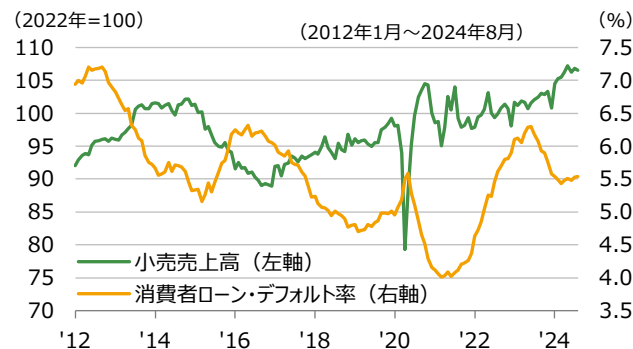
ブラジルは来年初まで利上げを継続か

経済が高成長を記録し、インフレ期待がインフレ目標を明確に上回る中、電気料金引き上げによるインフレ圧力の高まりも重なり、ブラジル中銀は9月に利上げに転じた。当面の利上げ継続が見込まれる。ただし、上述の通り経済の強さ（需要面からのインフレ圧力）は減退する方向にあるようだ。これから雨季に入り、電気料金引き上げの要因である干ばつが解消されれば、来年初の利上げ停止ならびに来年半ば以降の利下げ転換が視野に入ってくるだろう。

メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

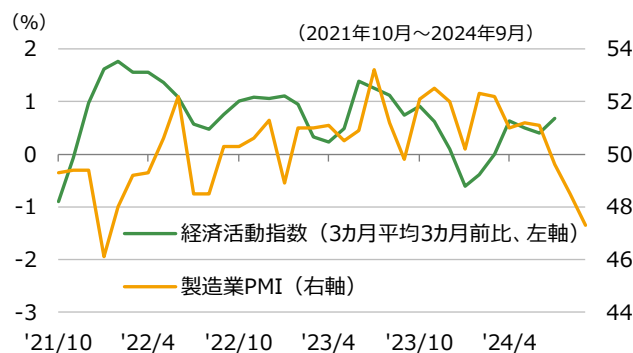
メキシコ銀行は9月に2会合連続となる利下げを決定した。天候不順による農産物価格の上昇が一服しており、利下げを進めやすい環境にある。当面は米国の金融政策や為替の動向をにらみながらも、基本的には0.25%ptずつの利下げを継続する公算が大きく、長期金利に低下圧力がかかりやすいとみる。

ブラジルの小売売上高と消費者ローン・デフォルト率



(出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグより大和アセット作成

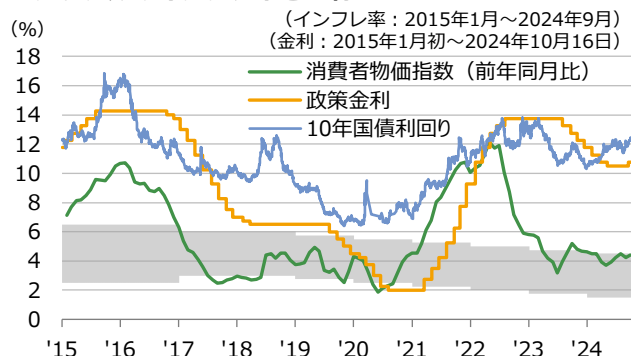
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2024年7月まで

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P globalより大和アセット作成

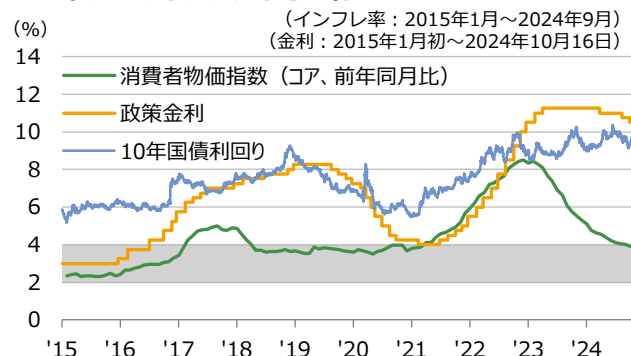
ブラジルのインフレ率と金利



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ

(出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

メキシコのインフレ率と金利



※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、メキシコ銀行



経済

9月の金融緩和策、景気浮揚には力不足

9月下旬に中銀が米FRBに追随し、預金準備率を0.5%pt、1年MLF金利を0.3%pt引き下げたものの、景気デコ入れには力不足と考える。消費と投資の低迷が長引き、デフレと需要不足の負のスパイラルに陥っているためである。特に、不動産不況の底がまだ見えない中、逆資産効果が消費意欲を損なうだろう。一段の景気対策が待たれる状況と考える。

2兆元以上の財政刺激策が待たれる

金融緩和余地が狭まる中、財政政策への期待は高い。2024年の税収減を補い財政支出目標を達成するために約1兆元が必要で、地方政府債務の返済や銀行資本金の補充等にも財政支出が必要。市場は、10月下旬の全人代常務委員会（国会に相当）で2兆元以上の財政支出策が発表されることを期待している。2兆元以上であれば、景気浮揚への即効性は限定的だが、センチメント改善に寄与するだろう。

株式

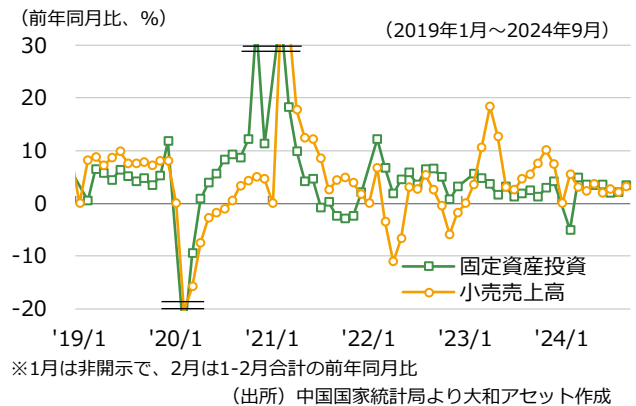
株価上昇も、業績見通し上方修正されず

9月下旬以降、中国政府の景気・株価対策を受け、中国株は急騰したが、主に株価のバリュエーションの切り上げがけん引している。業績見通しの顕著な上方修正は見られておらず、発表済みの景気対策では景気デコ入れに力不足であるとの見方を裏付けている。株価の持続的な上昇には、効果的な景気対策による業績見通しの好転が必要で、追加の財政政策が待たれる局面が続いている。

個人投資家が今般の株価急騰を主導

9月下旬以降の中国株急騰の場面では、本土では個人投資家が主な買い手。個人投資家の株式の信用取引残高を見ると、約10カ月ぶりの水準に急増。一方、大株主の売りが見られたほか、機関投資家の買い控えも報じられている。株価上昇には、ファンダメンタルズの改善を伴わない個人投資家の投機的な動きが潜んでいる可能性が高く、注意が必要。

主要経済指標の推移



3月の全人代で発表された2024年の財政政策目標値

項目	2023年実績	2024年目標
広義の財政支出額	31.3兆元 (前年比+3.8%)	33.5兆元 (前年比+7.0%)
－特別国債	発行せず	1兆元
－地方政府専門債	3.8兆元	3.9兆元
一般公共予算枠の財政収入	21.7兆元 (前年比+6.4%)	22.4兆元 (前年比+3.3%)
財政赤字 対名目GDP比率目標	3.8% (23年10月に目標値 3.0%から引き上げ)	3.0% (1兆元以上の税収 不足により、財政支出の目標 達成には予算増額が必要)

※広義の財政支出額は、一般公共予算枠の財政支出額に特別国債、地方政府専門債を加算したもの ※財政赤字は政府基金補填後の値
(出所) 2024年政府活動報告より大和アセット作成

株価指数と業績見通し



個人投資家の株式の信用取引残高





金利

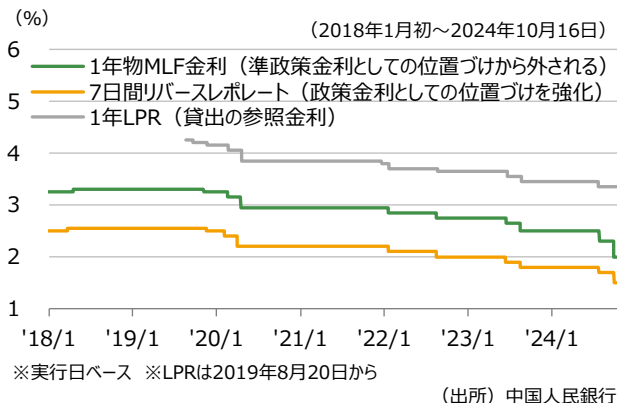
貸出金利の低下が進むかが焦点

9月下旬、中国中銀は政策金利としての位置づけが強化された7日間リバースレポレートを含めて、各種政策金利ツールを0.1～0.3%pt引き下げた。6月以降の金融政策フレームワークの変更により、より利回りの低いリバースレポレートがベンチマークとなり、貸出の参照金利となるLPRに低下余地が生じる見込みである。今後、LPRが顕著に低下すれば、金融緩和が幾分景気の下支えになると期待される。

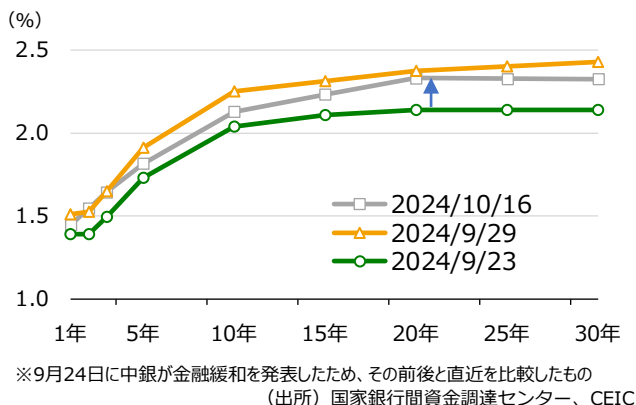
質への逃避が和らぎ、金利は上昇

9月下旬、預金準備率の引き下げや利下げによる金融緩和策が発表されたが、本土債券市場は金利上昇した。景気回復が多少期待され、「中国の日本化」を象徴する質への逃避が和らいだためである。今後も、デフレと需要不足への対策として大規模な財政支出策が講じられれば、再び金利上昇で反応するだろう。当局の景気支援の本気度を見極める局面。

各種金融政策ツール



9月24日金融緩和発表前後の本土国債のイールドカーブ



今月の新興国コラム

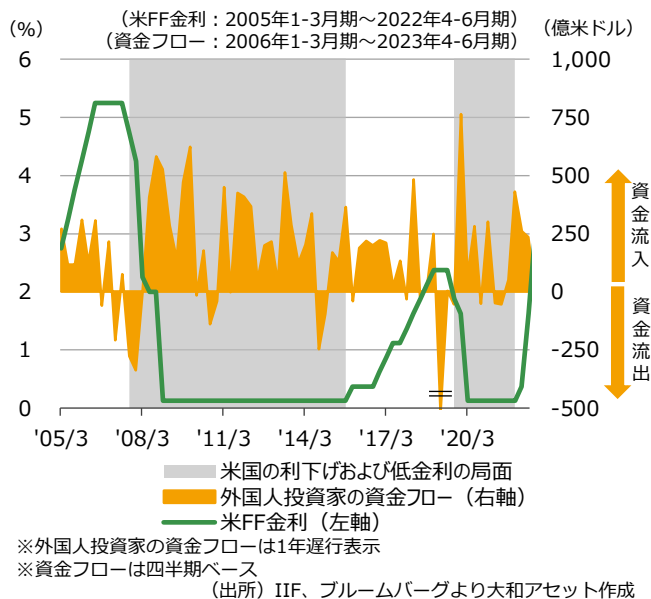
米利下げ局面では新興国に資金流入傾向

9月に米国が利下げを始めたことで、新興国への資金流入期待が高まっている。

過去20年の米国の利下げ局面を見ると、利下げ開始後の1年程度で、外国人投資家の新興国株式市場への資金フローが顕著に増加し、その後も流入傾向の継続が確認されている。米国の利下げ開始を受け、新興国においても通貨安懸念が後退し、金融緩和に踏み出すことが可能となり、それが新興国の景気浮揚にも繋がるためである。

今後1年程度は、新興国の景気回復期待、米ドル安・新興国通貨高の可能性、米国の金融相場局面でリスク資産が選好されやすいことなどが新興国への資金流入を促すと見込む。

過去の米利下げ局面での新興国株式市場への資金フロー





米ドル

米実質金利上昇の持続性が為替のカギに

米国の実質金利は今年5月から9月にかけて低下した後に反発した一方、日本の実質金利は4月から9月にかけて上昇した後に反落。こうした実質金利の動きは、円高・米ドル安から円安・米ドル高への変化につながっている。円安を受けて日銀の追加利上げ観測の後退と日本の実質金利低下は収まりつつあるので、今後はFRBの追加利下げ観測の後退と米国の実質金利上昇が続くか否かが為替のカギを握る。

実質金利差に見合う水準上回る米ドル円

今年5～7月は日米実質金利差が縮小してもリスクオンの円安により米ドル円が上昇したが、そうした動きの違いは解消した。9月にかけては日米実質金利差が縮小するなかで円高・米ドル安が進み、米ドル円は実質金利差に見合う水準に近づいた。ただ、10月には日米実質金利差の拡大とともに、米ドル円が実質金利差に見合う水準を上回るようになった。これはリスクオンの円安圧力が強まったことによる。

当面の米経済指標は円安要因となるか

今年9月に米国の名目金利や実質金利が反発し、円安・米ドル高に転じた背景には、米経済指標の改善がある。8月にかけてマイナス圏で低迷していた米エコノミック・サプライズ指数は9月に上向き、10月にはプラス圏に浮上した。既往の米ドル安や資産効果が米経済にプラスに働く面もあるため、当面の米経済指標は堅調に推移する可能性があり、米金利や米株価の上昇を通じて円安要因となりそうだ。

リスクオンでは日米金利差の割に円安に

2021年以降の相関では直近の日米5年金利差に見合う米ドル円は138円程度だが、実際はそれを12円程度上回る。米ドル円が同金利差に見合う水準を20円ほど上回っていた7月よりもかい離は縮小した。ただ、米株高が示すようにリスクオンにあるうちは低金利通貨の円が売られ、米ドル円が押し上げられる。最近では米国の金利と株価が順相関で、米金利上昇と米株高の両面から円安圧力が働くケースが多い。

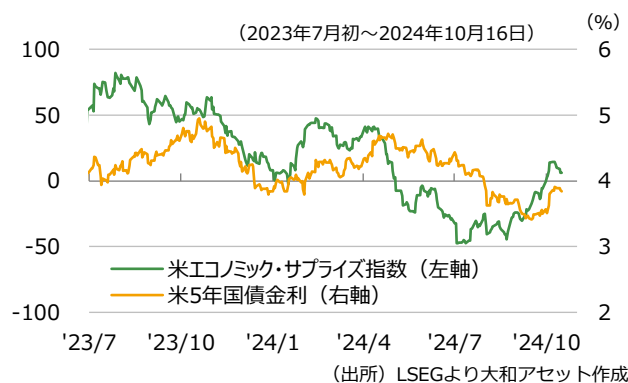
米国と日本の実質金利



日米実質金利差と米ドル円



米国の名目金利とエコノミック・サプライズ指数



米ドル円の推計値からのかい離と米株価指数





ユーロ

リスクオン後退でユーロ安・円高へ

ユーロ円はリスク許容度との連動性が高く、リスクオンではユーロ高・円安、リスクオフではユーロ安・円高になりやすい。今年9月にかけては独金利低下とリスクオフによりユーロ安・円高が進んだが、その後はリスクオンのユーロ高・円安に転じている。今後は独日金利差の縮小が続く中でリスクオンの後退によりユーロ安・円高傾向になると予想している。

ユーロ安・米ドル高傾向が継続か

ユーロ・米ドルは独米金利差との連動性が高い。今年9月にかけては相対的に米金利より独金利が上昇し、ユーロ高・米ドル安に作用。欧米株高に伴うリスクオンのユーロ高・米ドル安も加わった。だが、その後はECB利下げ観測の強まりとFRB利下げ観測の弱まりから独金利は相対的に低下し、ユーロ安・米ドル高傾向に転じている。今後はリスクオンの後退もユーロ安・米ドル高に作用すると予想している。

カナダ・ドル、豪ドル

相対的な金利高止まりが豪ドル高要因に

豪ドル（対米ドル）は一時2023年2月以来となる0.69米ドル/豪ドル台を回復したが、米景気への過度な懸念ならび大幅利下げ観測が後退する中で反落。引き続き豪州の利下げ開始が遅いことで、相対的に豪州の金利が高止まりするとの基本的な見方は変わらず、金利差に見合う形で豪ドルは対米ドルで増価しやすくなると見込む。今年末と来年末の予想値は、各0.69米ドル/豪ドルと0.72米ドル/豪ドルで維持。

カナダ・ドルは利下げ停止待ちの時間帯

過去1カ月、米国で利下げ幅縮小の観測が高まったが、カナダでは利下げ幅拡大の思惑が残ったため、カナダ・ドルは対米ドルで軟調に推移した。ただし、来年前半にはカナダが米国に先駆けて利下げを停止する可能性が高いため、両国の金利差縮小（米国の金利が相対的に低下）に伴い、来年はカナダ・ドルが対米ドルで増価する展開を引き続き想定している。

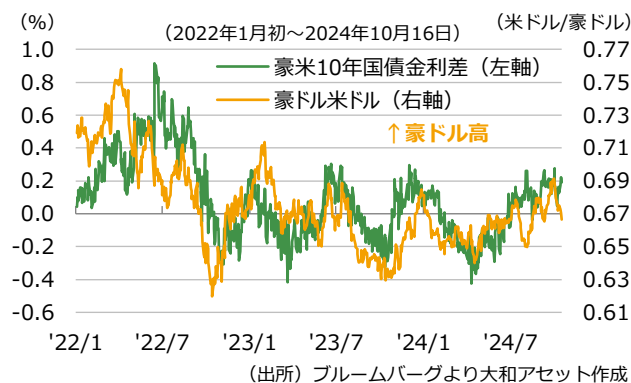
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



豪米10年国債金利差と豪ドル米ドル



加米金利差とカナダ・ドル (対米ドル)





人民元、インド・ルピー

中国企業の海外移転が加速している模様

中国企業のネットの対外投資が4-6月期に過去最高を更新し、中国企業の海外移転の加速を示唆。加えて、外国企業の直接投資も純流出に転じた。米中摩擦や地政学リスクなどを背景に、中国からのサプライチェーン分散化が加速している模様。

インド・ルピーの総合的価値は堅調

通貨の総合的な実力や価値を見る上で、BISの実質実効為替レートが注目される。主要国の実質実効為替レートを見ると、日本円は「失われた30年」を受け下落基調にあり、中国も2022年以降の不況を受け急低下。一方、インドは概ね堅調に推移している。高成長やインフレ抑制が寄与し、国力の増強が示されている。対米ドルでは過去最安値を更新したものの、通貨の総合的な実力に目を向けるべきであり、インド株への中長期的な投資に安心感をもたらしと言える。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

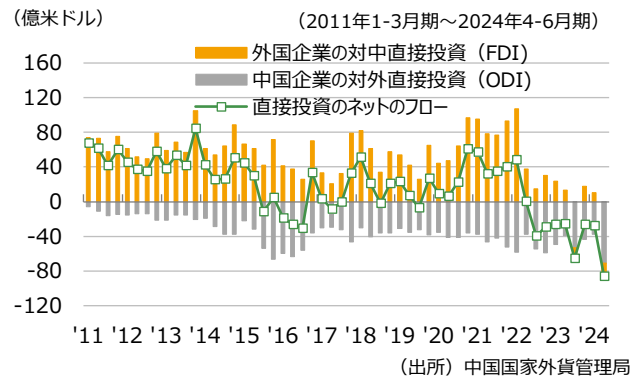
実質金利の高さがレアルの下支え要因に

当面は米国が利下げを続ける一方、ブラジルが利上げを進めることで、両国の実質政策金利差が拡大する見込み。相対的な実質金利の上昇がレアルの下支え要因になると期待される。また、今年は財政悪化懸念もレアルの重荷となってきただけに、10月の統一地方選挙を通過して政府が財政健全化に舵を切るかもレアルの動向を左右する材料として注目。

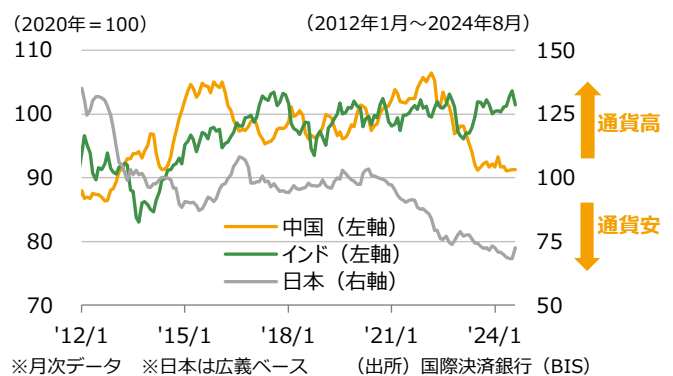
メキシコ・ペソは仕切り直しの局面に

今年6月の総選挙を受けて強まった司法制度改革や財政悪化への懸念、米大統領選挙でのトランプ氏勝利への警戒などから、メキシコ・ペソは軟調に推移し、2021年から2022年にもみ合った20ペソ/米ドル付近まで押し戻された。また、ペソ買いに偏重していた投機筋の先物ポジションなどもおおむね整理された。米大統領選挙を通過して、メキシコの高い実質金利が再び評価される局面が訪れるか注目。

中国の対内・対外直接投資の推移



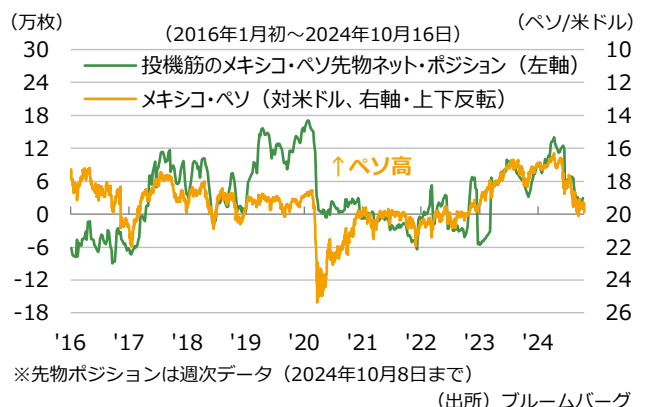
インド・ルピーの実質実効為替レートの推移



ブラジルと米国の実質政策金利差とブラジル・レアル



メキシコ・ペソの先物ポジションとメキシコ・ペソ





原油

中東情勢を巡ってボラティリティ高まる

WTI原油先物価格は、EIA石油統計での在庫増加が引き金となり、9月下旬に67米ドル台まで下落。10月に入ると中東情勢を巡ってボラティリティが高まった。上旬にはイランによるイスラエルへのミサイル攻撃で78米ドルまで上昇し、中旬にはイスラエルがイラン石油施設を報復攻撃の標的にしないとの報道で一時70米ドル割れまで急落した。

世界需要見通しを下方修正

EIAは9月上旬発表の短期エネルギー見通し（STEO）で、WTI原油価格を71米ドル（2025年平均）と予測。米国、中国での景気減速による需要伸び悩みを主因に、前月から約8米ドル引き下げた。10月半ばにはOPEC、IEAも世界需要見通しの下方修正を相次ぎ発表。しかし、イスラエル・イラン間の緊張激化による供給不安で市況高騰を招く懸念は消えず、原油価格の不透明感は依然強い。

金

利下げ期待やETF投資が押し上げ

金先物価格は9月下旬に一時2,700米ドルを記録したが、利益確定と見られる売りのほか、好調な9月米雇用統計の発表なども重なり、10月上旬は下落基調で推移した。その後は、米新規失業保険申請件数の大幅増加を受け利下げ期待が高まり、市況は反転した。金ETFへの資金流入は5カ月連続となり、継続的な価格上昇に寄与していると見る。

市況高騰で中銀の買いは漸減傾向

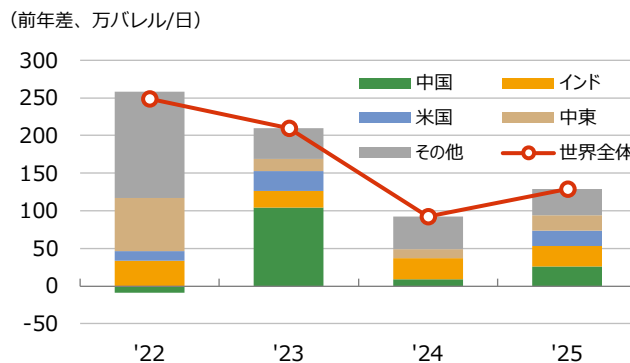
各国中央銀行による8月の金純購入（購入－売却）量はプラス維持だが、前月比では大幅減少。総購入量は昨年半ば頃から漸減しており年初来で最低の水準となったほか、中国の購入見送りは4カ月連続で、これらは市況高騰による様子見が背景にあると考える。8月はポーランドがトップで、トルコ、インドが続き、年初来では純購入量の約70%を新興国が占め、トップはトルコ（約25%）である。

原油価格と原油在庫



※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫
※○は当社の2024年末と2025年末の原油価格予想
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

原油消費量の変化



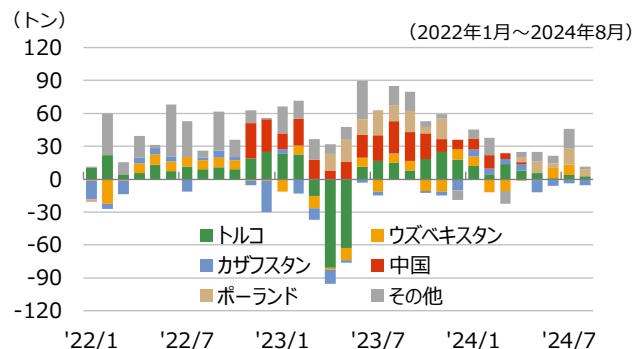
※2024年以降はEIAの予測
(出所) EIAより大和アセット作成

市場が織り込む1年先の米政策金利と金価格



※1年先1カ月金利＝市場が織り込む1年先の政策金利
(出所) ブルームバーグ

各中銀の金購入量推移



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
各国での政治の不安定化	大	中	中	各国の選挙で波乱が相次いでいる。これらの背景の1つには、長引くインフレに消費者が疲弊していることがあると考えられる。その結果、政策が自国第一主義へとシフトすることは外交・安全保障面で、大衆迎合主義へとシフトすることは財政面で、それぞれ懸念を高める。目先は国内の衆議院選挙と米国の大統領選挙に注目で、結果次第ではボラティリティが高まる可能性も。
中国景気の下 双方向への変動と 様々な市場への波及	中	大	大	9月末に中国当局は金融緩和を含む広範な景気刺激策を発表した。これにより、中国株が急騰するなど市場での期待が高まっている。また世界的なリスクセンチメントの改善にも寄与した。ただし、最近の特徴は、「方針」は示されるものの「具体策」が出てこないこと。失望に終わる可能性もあり、同時に市場での警戒感も高まっている。上下双方向のボラティリティが高い。
米中間の 対立激化	中	中	中	米国大統領選挙が近づくにつれ、米中間の対立激化への懸念が再び強まっている。トランプ候補（共和党）は再選した場合60%の対中関税を課すと表明している。バイデン（民主党）政権も中国製EVへの制裁関税を現在の25%から100%に引き上げることを最終決定。先端技術分野を中心に対中規制を強めている。
利上げに対する日銀の スタンスの変化	中	中	小	日銀の利上げには、賃金と物価の好循環実現による「良い利上げ」と、円安対策のための「悪い利上げ」がある。植田総裁は前者の理由から4月の金融政策決定会合で追加利上げに慎重姿勢を示し、その後の円安をもたらした。逆に7月は後者の理由から追加利上げに積極的で、その後の急激な円高をもたらした。足元では円安対策の必要性は低下しているが、日銀の政策運営スタンスの変化は、特に為替市場を通して、市場のボラティリティを高める。
ウクライナや中東 における地政学 リスクの変化	小	中	中	イスラエルによるレバノン攻撃を受け、10月初にイランがイスラエルに対して大規模なミサイル攻撃を実施。中東情勢が再度緊迫化している。目先はイスラエルによる報復措置が懸念され、報復のエスカレートとなった場合には原油価格の急上昇等により経済・金融市場へのインパクトも大きくなる。また、米国大統領選挙の結果次第では、ウクライナ情勢を含め、当地政学リスクに変化が生じ得る点にも注意が必要。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2024 年	11月	●東証が株式取引時間を延長（5日）	●米大統領選挙（5日） ●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（7日）	●RBA理事会（5日） ●ブラジル金融政策決定会合（6日） ●COP29 （アゼルバイジャン、11-22日） ●APEC首脳会議（ペルー、月内） ●G20首脳会議 （ブラジル、18-19日）
	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（30日）	●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（19-20日）	●RBA理事会（10日） ●カナダ金融政策決定会合（11日） ●ブラジル金融政策決定会合（11日） ●OPECプラス閣僚級会合（上旬）
2025 年	1月	●大発会（6日） ●日銀金融政策決定会合（23-24日） ●通常国会召集（月内）	●米大統領就任（20日） ●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（30日） ●世界経済フォーラム（ダボス会議） （月内）	●中華圏春節（29日） ●カナダ金融政策決定会合（29日） ●ブラジル金融政策決定会合（29日）
	2月		●BOE金融政策委員会（6日）	●RBA理事会（18日） ●ラマダン開始（28日）
	3月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●ECB理事会（6日） ●FOMC（18-19日） ●BOE金融政策委員会（20日） ●EU首脳会議（月内）	●ラマダン終了（29日） ●中国全人代（月内） ●カナダ金融政策決定会合（12日） ●ブラジル金融政策決定会合（19日）
	4月	●日銀金融政策決定会合（30-1日）	●ECB理事会（17日）	●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（16日）
	5月		●FOMC（6-7日） ●BOE金融政策委員会（8日） ●G7首脳会議（カナダ、月内）	●ブラジル金融政策決定会合（7日） ●RBA理事会（20日） ●フィリピン議会選挙（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（16-17日）	●ECB理事会（5日） ●FOMC（17-18日） ●BOE金融政策委員会（19日） ●EU首脳会議（月内）	●カナダ金融政策決定会合（4日） ●ブラジル金融政策決定会合（18日）
	7月	●参議院議員（2019年改選）任期満了 （28日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●ECB理事会（24日） ●FOMC（29-30日）	●RBA理事会（8日） ●カナダ金融政策決定会合（30日） ●ブラジル金融政策決定会合（30日）
	8月		●BOE金融政策委員会（7日）	●RBA理事会（12日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●ECB理事会（11日） ●FOMC（16-17日） ●BOE金融政策委員会（18日）	●カナダ金融政策決定会合（17日） ●ブラジル金融政策決定会合（17日） ●RBA理事会（30日）
	10月	●日銀金融政策決定会合（29-30日）	●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（30日） ●EU首脳会議（月内）	●カナダ金融政策決定会合（29日）

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		10/16	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.00%	-0.50	-0.50	4.75
日本	無担保コール翌日物金利	0.25%	0.00	0.35	0.35
ユーロ圏	中銀預金金利	3.50%	0.00	-0.50	4.00
カナダ	翌日物金利	4.25%	0.00	-0.75	4.00
豪州	キャッシュ・レート	4.35%	0.00	0.25	4.25
インド	レボ金利	6.50%	0.00	0.00	2.50
ブラジル	セリック・レート	10.75%	0.25	-2.00	4.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.50%	-0.25	-0.75	5.75
中国	7日物リバース・レポレート	1.50%	-0.20	-0.30	-0.70
ベトナム	リファイナンス金利	4.50%	0.00	0.00	0.50

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		10/16	1カ月	1年	3年
米国		4.01%	0.39	-0.69	2.44
日本		0.96%	0.11	0.20	0.88
ドイツ		2.18%	0.06	-0.60	2.35
カナダ		3.10%	0.23	-0.94	1.51
豪州		4.20%	0.39	-0.25	2.55
インド		6.77%	0.01	-0.56	0.44
ブラジル		12.68%	0.64	0.98	1.62
メキシコ		9.86%	0.59	0.03	2.41
中国		2.14%	0.06	-0.55	-0.85

		直近値	期間別変化率		
株価指数		10/16	1カ月	1年	3年
米国	S&P500	5,842	3.7%	33.6%	30.7%
	NYダウ	43,078	3.5%	26.8%	22.1%
日本	TOPIX	2,691	4.6%	18.3%	32.9%
	日経平均株価	39,180	7.1%	23.8%	34.8%
欧州	STOXX600	520	0.9%	15.4%	10.7%
インド	NIFTY50指数	24,971	-1.6%	26.6%	36.2%
中国	MSCI中国	66.44	19.6%	15.3%	-28.7%
ベトナム	VN指数	1,279	3.2%	12.1%	-8.1%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		10/16	1カ月	1年	3年
米ドル		149.64	6.4%	0.1%	31.0%
ユーロ		162.54	3.8%	2.9%	22.7%
カナダ・ドル		108.82	5.1%	-0.9%	17.9%
豪ドル		99.76	5.1%	5.2%	17.7%
インド・ルピー		1.78	6.4%	-0.7%	17.1%
ブラジル・レアル		26.47	3.7%	-10.8%	26.5%
メキシコ・ペソ		7.52	2.9%	-10.0%	33.8%
中国人民元		21.04	6.1%	2.9%	18.6%
ベトナム・ドン		0.60	4.4%	-1.9%	19.2%

		直近値	期間別変化率		
リート		10/16	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	26,572	-0.4%	33.9%	10.4%
日本	東証REIT指数	1,690	-3.8%	-6.8%	-19.3%

		直近値	期間別変化率		
商品		10/16	1カ月	1年	3年
WTI原油先物価格		70.39	0.4%	-18.8%	-14.5%
COMEX金先物価格		2,691	3.2%	39.1%	52.2%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

※ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

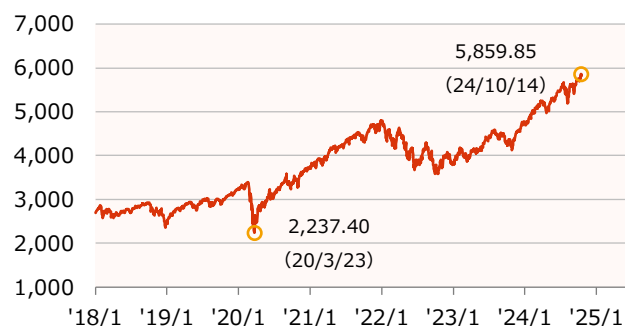
（出所）ブルームバーグ

株価指数

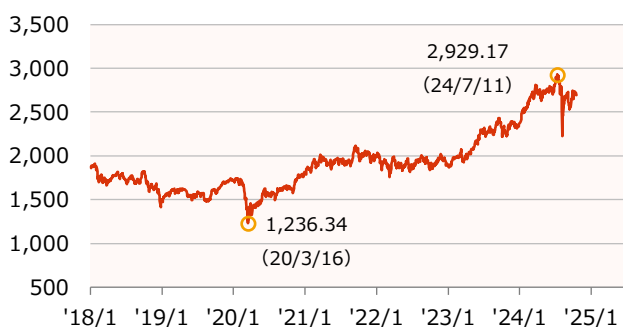
NYダウ



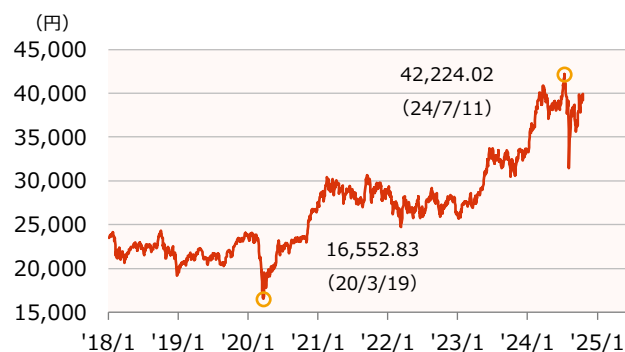
S&P500



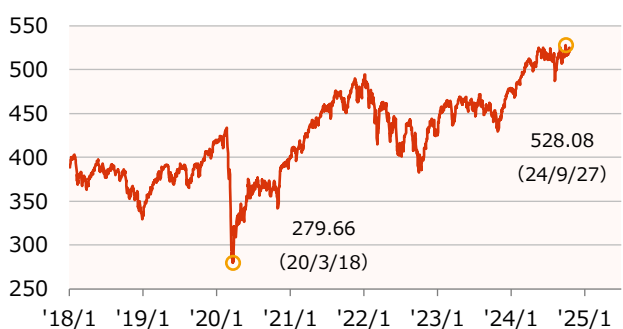
TOPIX



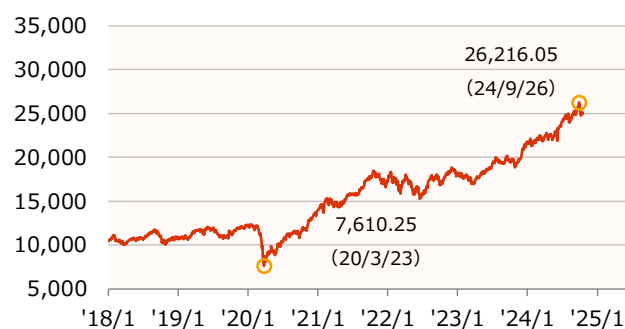
日経平均株価



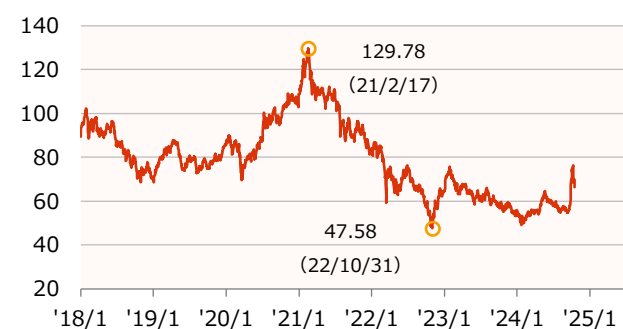
STOXX600



インドNIFTY50指数



MSCI中国



ベトナムVN指数



※グラフの期間は2018年1月初～2024年10月16日

(出所) ブルームバーグ

長期金利

■ 米国10年国債利回り



■ 日本10年国債利回り



■ ドイツ10年国債利回り



■ カナダ10年国債利回り



■ 豪州10年国債利回り



■ インド10年国債利回り



■ ブラジル10年国債利回り



■ 中国10年国債利回り



※グラフの期間は2018年1月初～2024年10月16日

(出所) ブルームバーグ

リート・為替・商品

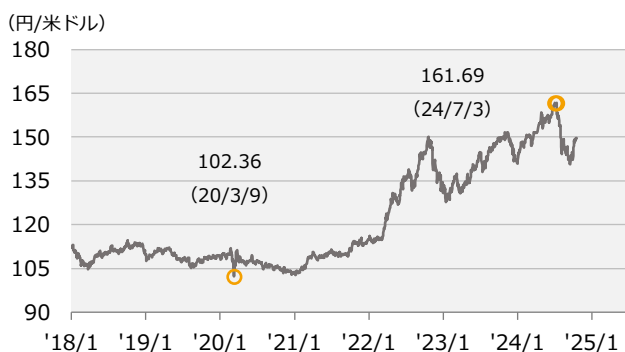
■ NAREIT指数（配当込み）



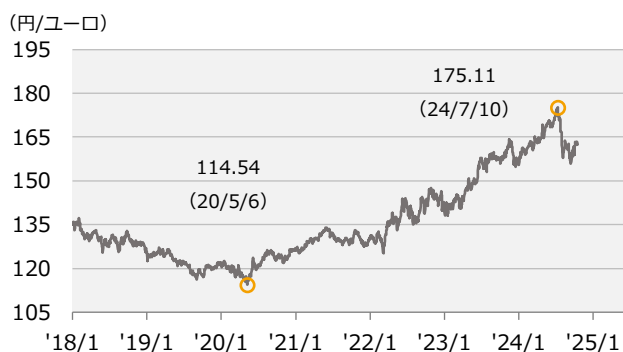
■ 東証REIT指数（配当なし）



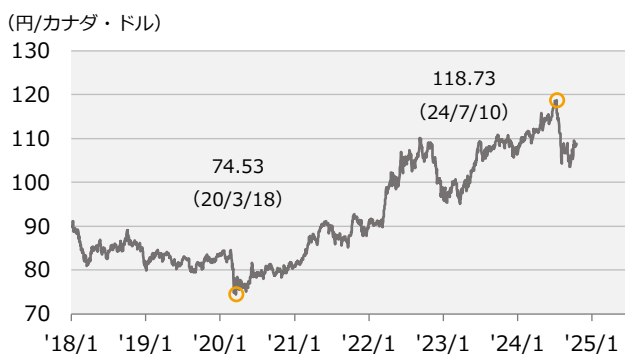
■ 米ドル円



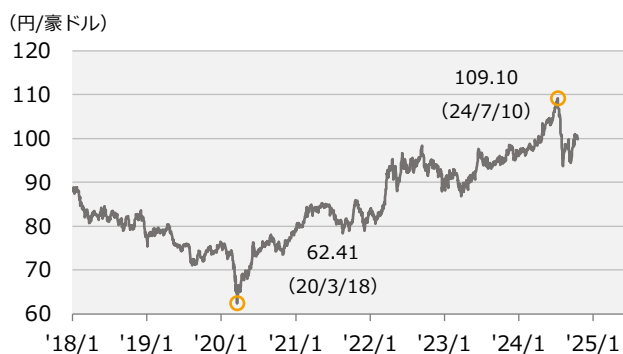
■ ユーロ円



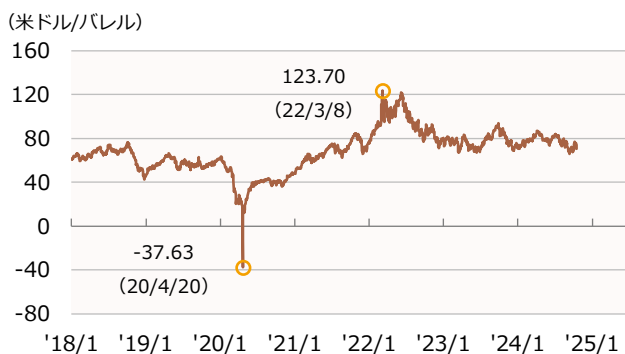
■ カナダ・ドル円



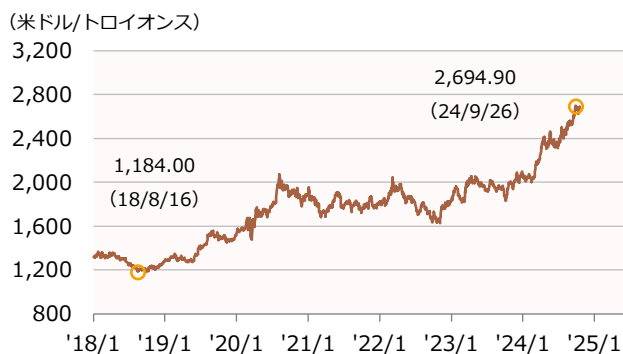
■ 豪ドル円



■ WTI原油先物価格



■ COMEX金先物価格



※グラフの期間は2018年1月初～2024年10月16日

(出所) ブルームバーグ

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、APEC：アジア太平洋経済協力、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、NISA：少額投資非課税制度、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2024年10月16日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2024年10月21日)