

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2024年5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5月

## 世界経済

## ユーロ圏が持ち直す一方、米国に減速感も

世界経済は全体で回復基調を保っていますが、不安な兆候もうかがえます（図1）。直近4月のS&Pグローバル購買部担当者指数（PMI、50が業況改善・悪化の境目）を見ると、総合ベースでユーロ圏が4カ月連続上昇の51.4と景気持ち直しを示す一方、米国は2カ月連続低下の50.9、特に先行指標となる新規受注指数が48.4と3カ月連続低下かつ6カ月ぶりの50割れと景気の息切れも感じられます。

## 米中心に適温経済持続シナリオが保たれるか

米国では雇用指数が48.0と2020年6月以来の50割れとなり、労働需要の減速感もうかがえます。一方、企業コストを表す支払価格指数は56.5と50を大きく超過しつつ下げ止まりの兆候もあり、インフレ圧力が根強い様子を示しています。2024年の世界経済楽観論を支えてきた、米国の適温経済（景気も物価も安定）持続シナリオに変調がないか、注意深く見ていく必要があります。（瀧澤）

## 金融市場

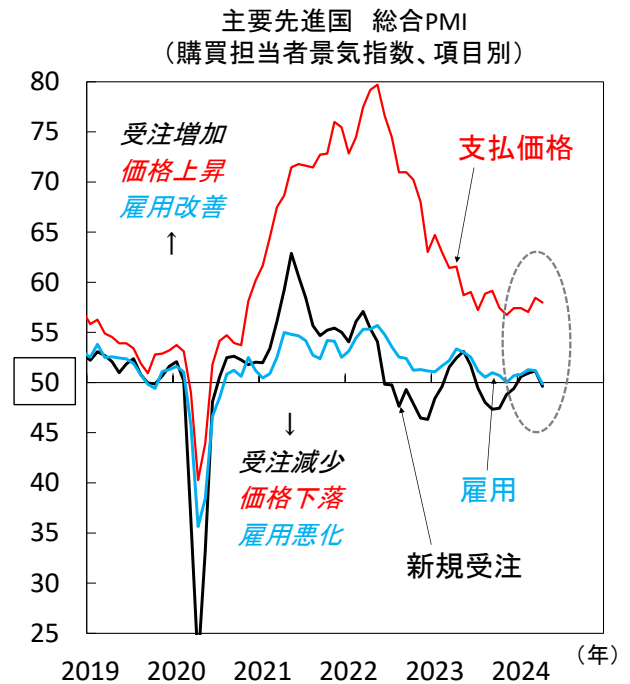
## 4月の金融市場は値動きの荒い展開に

4月の金融市場は、米国中心に株安の動きが目立つなどリスク回避的な流れが優勢でした。月前半はイスラエルとイラン両国間での軍事攻撃が見られたこともあり、パレスチナ紛争の戦線が拡大するとの懸念が強まったことが悪材料となりました。また、米連邦準備理事会（FRB）当局者から利下げ先送りを示唆する発言が相次ぎ、金利が上昇し株価が押される場面も目立ちました。

## 金利再上昇のなか、景気の耐久力が焦点に

米利下げ期待後退の背景には、想定以上に堅調な景気に加え、中東情勢緊張に伴う原油高など根強いインフレ圧力も挙げられます（図2）。当面はインフレが警戒されつつも、景気が良好ならば市場の動揺も一時的かつ限定的にとどまるといえますが、景気が悪化すればスタグフレーション（景気後退とインフレの同時進行）懸念が浮上、市場が不安定化するリスクに要注意です。（瀧澤）

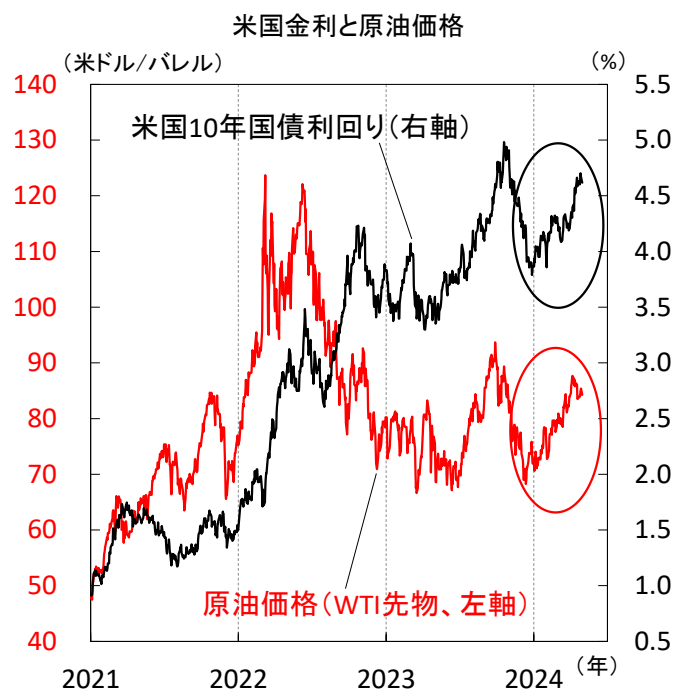
【図1】景気・雇用減速の一方、インフレ圧力の根強さがうかがえる環境に



注) 50が受注増加・減少、価格上昇・下落、雇用改善・悪化の境目。対象は米国・ユーロ圏・日本・英国。各国PMIを名目GDP（IMF算出）で加重平均（算出は当社経済調査室）。直近値は2024年4月。

出所) S&Pグローバル、IMF（国際通貨基金）より当社経済調査室作成

【図2】中東情勢緊迫化もあり原油価格はじり高、インフレ長期化への警戒が金利上昇の一因に



注) 直近値は2024年4月29日。

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5月

## ● 実質GDP（前年比）見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
日本	1.0	1.9	0.6	1.3
米国	1.9	2.5	2.2	1.5
ユーロ圏	3.4	0.4	0.5	1.4
オーストラリア	3.9	2.0	1.3	2.4

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	3.0	5.2	5.0	4.5
インド	7.0	7.6	6.8	6.5
ブラジル	3.0	3.7	1.4	2.0
メキシコ	3.9	4.0	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)	38,406	36,500-42,500
TOPIX	2,743	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)	37,816	36,500-42,500
S&P500	5,036	4,800-5,600
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	505	470-550
ドイツDAX®指数	17,932	16,800-19,600



## 債券

(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.872	0.7-1.3
米国	4.682	3.3-4.7

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.582	1.7-2.7
オーストラリア	4.416	3.7-4.7



## 為替(対円)

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	157.80	136-154
ユーロ	168.28	146-164
オーストラリアドル	102.11	89-103
ニュージーランドドル	92.90	82-96

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.8905	1.67-1.87
メキシコペソ	9.201	8.10-9.30
ブラジルレアル	30.382	27.0-31.0



## 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	1,809	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	1,561	1,450-1,750



## 原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	81.93	80-100

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2024年4月30日(直近日休場の場合は前営業日の値)。

出所) S&amp;P、LSEGより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－日本

2024年5月

## 日本経済

日銀短観の製造業業況判断は悪化  
日銀は政策金利を維持

## 短観の製造業業況判断DIは悪化

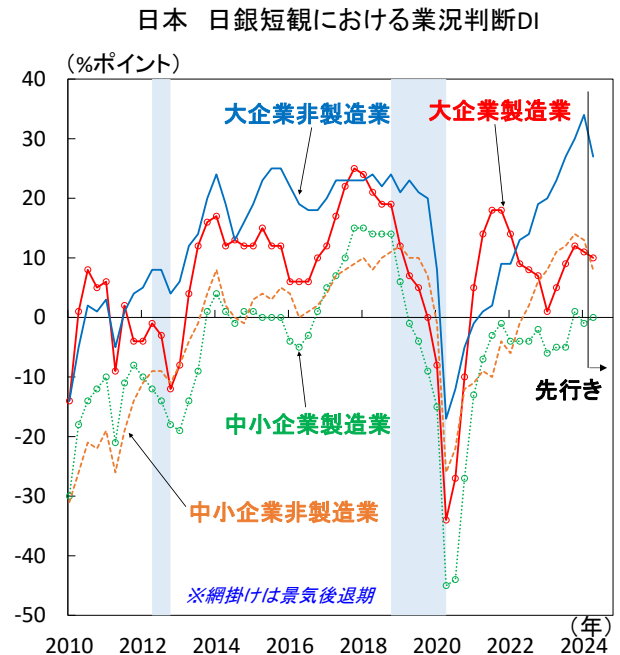
3月日銀短観の業況判断DIは大企業製造業が+11（前回：+12）と4四半期ぶりに悪化、非製造業は+34（同+30）と8四半期連続で改善しました（図1）。先行き見通しについては、製造業、非製造業ともに悪化し慎重さがうかがえます。一方、企業の生産・営業用設備判断DIは「不足超」の状態にあり、今後、設備投資は拡大が見込まれ成長率を押し上げるとみられます（図2）。

2月の現金給与総額は前年比で+1.4%増加し、伸び率は1月の同+1.5%から鈍化（図3）。2024年春闘の賃上げ要求が30年ぶりに5%を上回ったことから、今後の実質賃金の上振れが期待されます。東京都区部の4月消費者物価コア（生鮮食品除く）は前年比+1.6%と、前月の同+2.4%から鈍化（図4）。政府による電気代・ガス代の負担軽減策の2024年5月使用分での終了に伴うインフレ上昇から、消費抑制につながる可能性に注意が必要です。

## 日銀は金融政策決定会合で政策金利据え置き

日銀は4月26日の金融政策決定会合で無担保コール翌日物金利を0～0.1%程度に誘導する政策金利の維持を全員一致で決定。長期国債の買入れに関しては、前回の3月会合で決定した方針を継続。3月会合では、国債購入は「これまでとおおむね同程度の金額（6兆円程度）を継続」としていました。同時に公表した経済・物価情勢の展望で、先行きの経済・物価・金融情勢次第としつつも、経済・物価の見通しが実現し基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和の度合いを調整していくと説明。その上で、当面は緩和的な金融環境が継続するとの考えも改めて表明しました。消費者物価（生鮮食品を除くコア）の上昇率見通しは、2024年度を+2.8%、25年度を+1.9%にそれぞれ上方修正し、新たに示した26年度を+1.9%としました（図5）。日銀は2023年10-12月期の需給ギャップが約4年ぶりにプラスに転換したと推計、デフレ脱却に向け前進したと判断していると考えられます（図6）。一方、物価見通しが引き上げられたものの市場は今回の会合結果をハト派的と捉え為替市場では円安が加速する結果となっており、今後は国債買入れ額縮小や利上げのタイミングへの注目度が一段と高まりそうです。（本江）

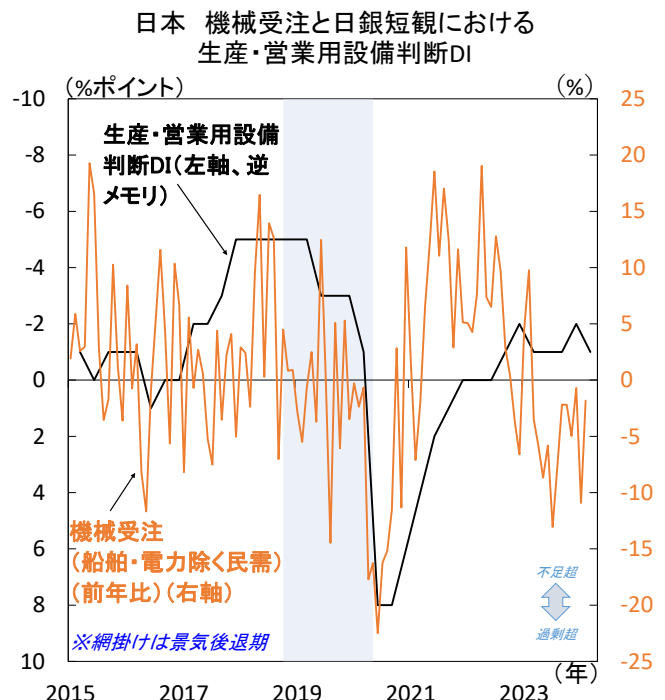
【図1】日銀短観における大企業製造業の業況判断DIは4四半期ぶりに悪化



注) 直近値は2024年3月の最近および先行き。業況判断DIは「良い」-「悪い」。網掛けは景気後退期。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

【図2】設備投資は増加が見込まれる



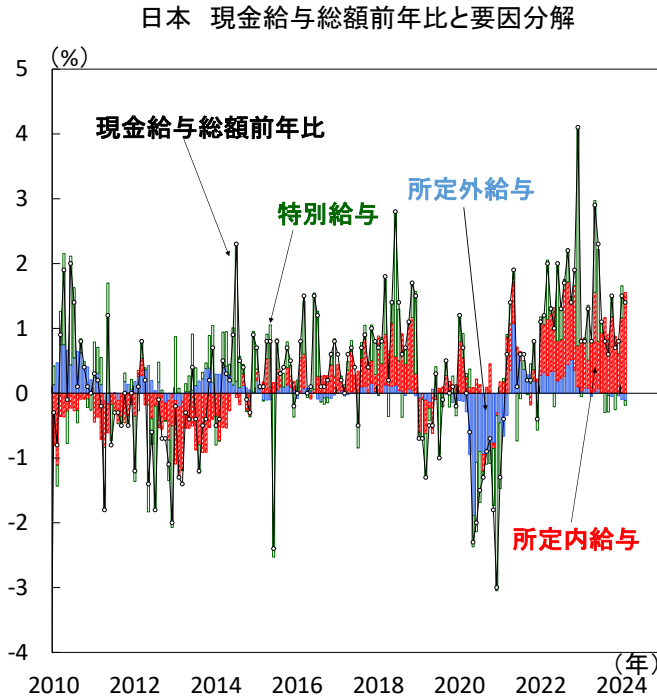
注) 直近値は機械受注は2024年2月、生産・営業用設備判断投資DIは2024年3月。

出所) 内閣府、日銀より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しー日本

2024年5月

【図3】現金給与総額の伸び率は鈍化するも  
所定内給与の伸びは加速



【図5】日銀は2024・2025年度の  
インフレ率見通しを上方修正

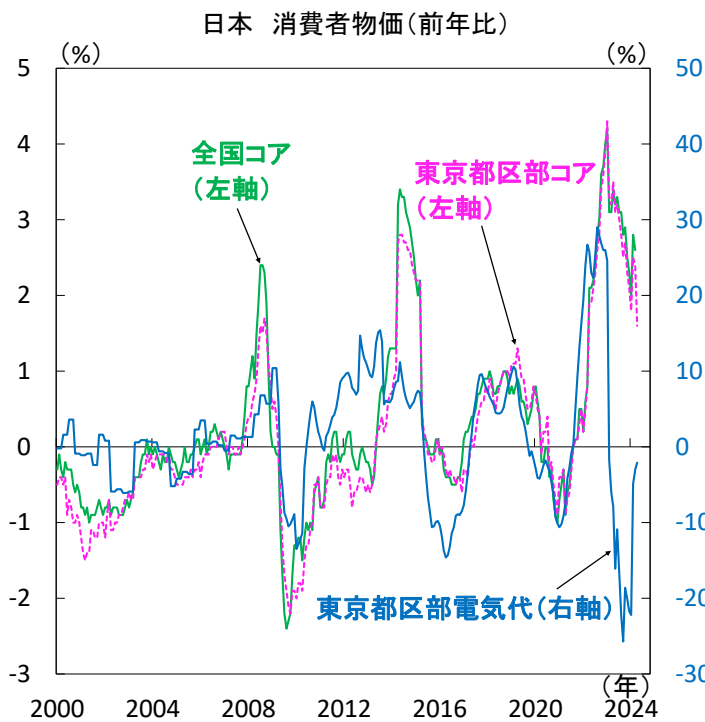
2023～2026年度の日銀政策委員の大勢見通し  
(前年比、%)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費者物価 (除く生鮮食品・ エネルギー)
2023年度	+1.3～+1.4 <+1.3>	+2.8	+3.9
前回(1月)	+1.6～+1.9 <+1.8>	+2.8～+2.9 <+2.8>	+3.7～+3.9 <+3.8>
2024年度	+0.7～+1.0 <+0.8>	+2.6～+3.0 <+2.8>	+1.7～+2.1 <+1.9>
前回(1月)	+1.0～+1.2 <+1.2>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+1.6～+2.1 <+1.9>
2025年度	+0.8～+1.1 <+1.0>	+1.7～+2.1 <+1.9>	+1.8～+2.0 <+1.9>
前回(1月)	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+1.9 <+1.8>	+1.8～+2.0 <+1.9>
2026年度	+0.8～+1.0 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.9>	+1.9～+2.1 <+2.1>

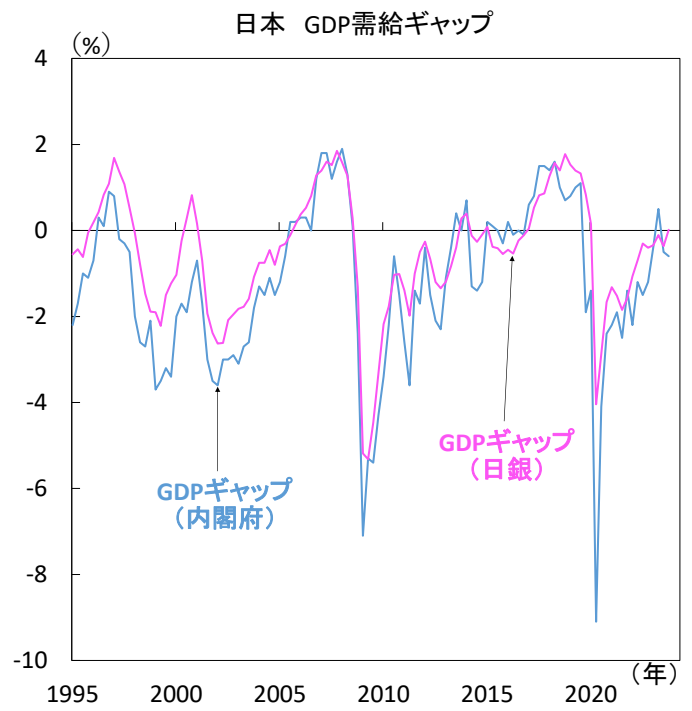
注) 2024年4月「経済・物価情勢の展望」。対前年度比、単位は%。<>内は政策委員見通しの中央値。背景色赤は中央値上方修正、背景色青は中央値下方修正。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

【図4】インフレは緩やかに減速傾向



【図6】日銀の推計するGDP需給ギャップは  
約4年ぶりにプラスに転換



## ② 各国経済見通し－米国

2024年5月



## 米国経済

インフレのしぶとさから、  
利下げの開始時期は年後半に後ズレか

## 強い景気が物価上昇の根強さを肯定

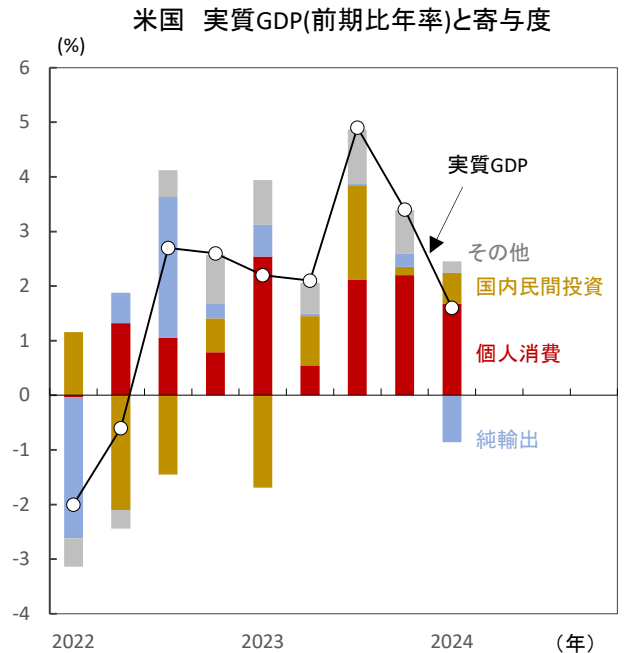
4月に発表された米国経済指標は大半が景気の力強さを示し、物価指標は市場予想を上回ったことで、米国経済の堅調と物価上昇の根強さを意識させる内容となりました。月後半に発表された1-3月期の実質国内総生産(GDP)成長率は前期比年率+1.6%と前期(2023年10-12月期)の同+3.4%から伸び率は鈍化。ただし、内訳は輸入急増により純輸出項目が押し下げ要因となっており、個人消費や国内民間投資は依然として堅調を保っています(図1)。また、3月の消費者物価指数は食品・エネルギーを除いたコア指数が前月比ベースで2月+0.4%→+0.4%と高い伸びが持続し、根強いインフレ圧力がみられます(図2)。これらを背景に、4月米連邦公開市場委員会(FOMC)を前にした要人発言では、パウエルFRB議長やNY連銀ウィリアムズ総裁らが相次いで利下げへの慎重な見方を示したことで、市場の見込む利下げ開始時期は、6月の予想がほぼ払拭され、大半の参加者が9月を見込んでいます(図3)。

起伏のあるインフレ軌道が続くも、  
先行きの利下げ軌道は不変

米FRBが重視する物価指標であるコアPCEデフレーターは、前月比で2月+0.24%→3月+0.28%とCPIとの比較では物価の上昇幅は安定している模様です。また、3月PCEの上振れ要因は自動車修理費の上昇による影響が指摘されるなど一時的と推測される要素もあり、住宅新規借り入れ賃料低下などを踏まえれば、物価上昇は起伏がありつつも鈍化見通しは不変との見方を維持します。

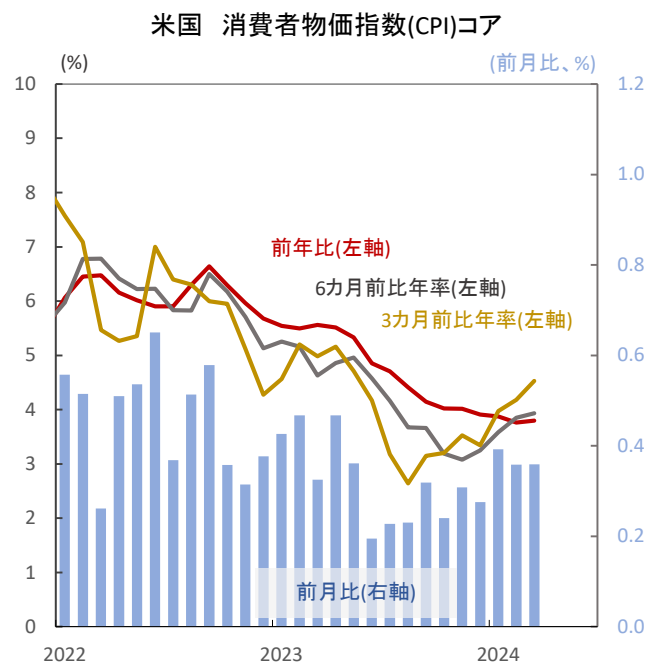
また、米経済を支える労働市場の強さの裏側には、職を求めて中南米から越境する移民の急増が指摘されています(図4)。移民の急増がコロナ以降に低下した米国生まれの労働参加率を肩代わりし、人手不足に喘いでいたサービス業などの雇用を充足させているとみられるものの、同時に労働需給ギャップも需要超過がほぼ解消されたことを踏まえれば、賃金は今後鈍化が進み、インフレ圧力も緩和に向かうと考えています(図5、6)。

5月は月初にFOMCの結果が公表され、金融政策の維持が確実視されます。その後はCPIやPCEなどの物価指標が注目される展開が引き続き続くも、徐々に利下げ開始が見え始める展開になると見込みます。(清水)

【図1】 実質GDP成長率は伸び幅鈍化も、  
個人消費や民間投資は堅調を保つ

注) 直近値は2024年1-3月期。純輸出は「輸出」-「輸入」。

出所) 米経済分析局より当社経済調査室作成

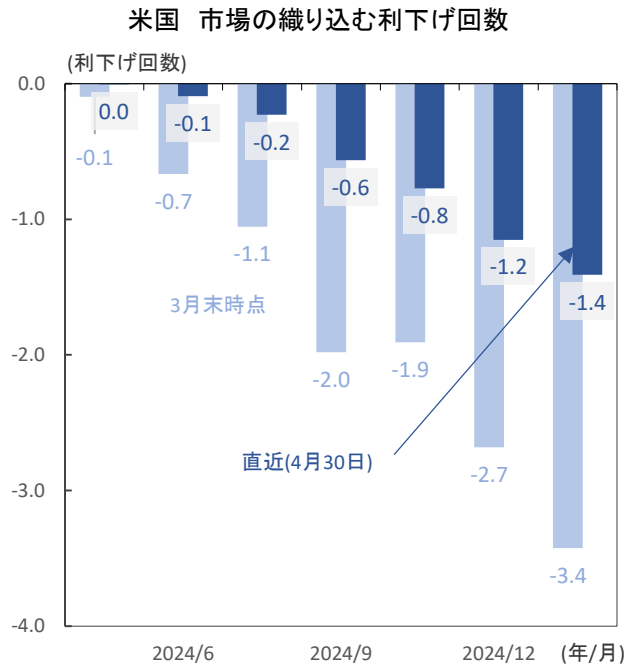
【図2】 CPIコアの前月比上昇率は年初以降高止まり、  
物価上昇圧力の根強さを示す注) CPIコアは食品・エネルギーを除く指数。  
直近値は2024年3月。

出所) BLSより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し - 米国

2024年5月

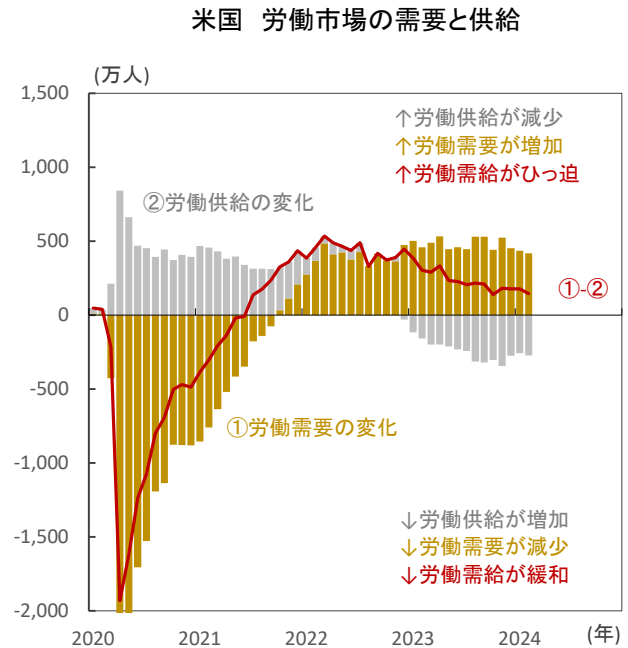
【図3】市場は利下げ開始時期の後ズレ& 利下げペースの縮小を見込む



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

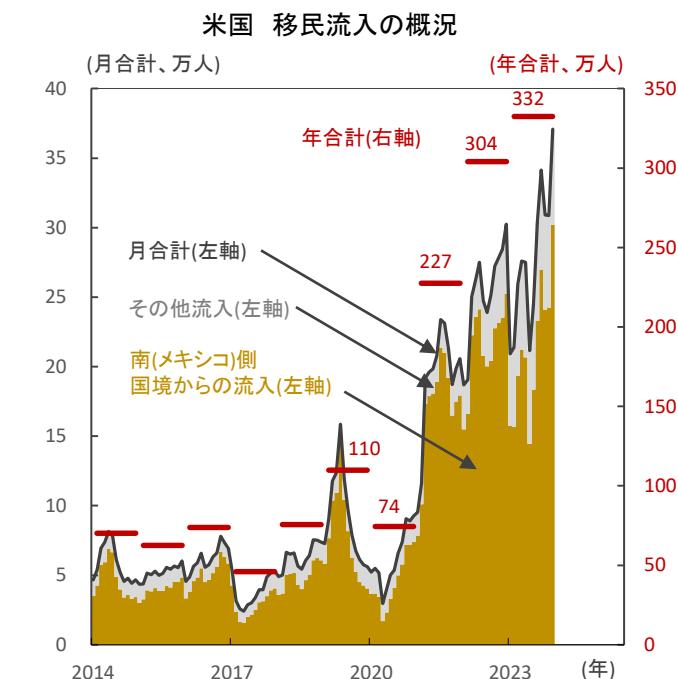
【図5】労働需要は高止まるも、労働供給が増加しひっ迫感は解消傾向



注) 2019年12月を基点に各項目の増減を表示。労働需要は就業者数と求人件数の和、労働供給は労働力人口。直近値は2024年2月までの値。

出所) 米BEAより当社経済調査室作成

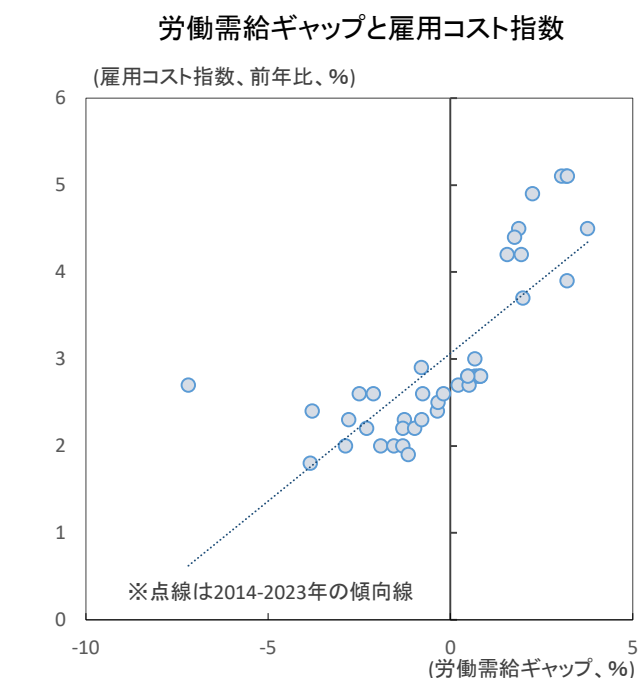
【図4】移民流入はコロナ禍後に急増、南側国境からの流入が加速



注) その他は、北側国境・港湾・空港などの流入を含む。直近値は2023年12月。

出所) 米国土安全保障省 税関・国境取締局 (CBP)より経済調査室作成

【図6】労働需給ギャップの解消続き、雇用コスト指数も先行きは鈍化の見込み



注) 労働需給ギャップ=(労働需要-労働供給)/労働供給×100として計算。雇用コスト指数は民間部門の数値。期間は2014-2023年。直近値は2023年10-12月期。

出所) BEA、BLSより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－欧州

2024年5月

## 欧州経済

ユーロ圏景気への回復期待強まる、  
近づく利下げ開始

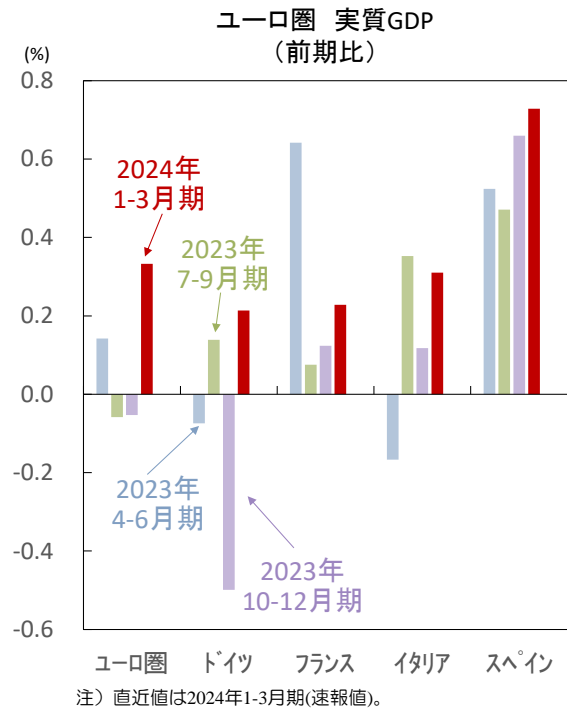
## ユーロ圏景気は緩やかな持ち直しへ

ユーロ圏の2024年1-3月期実質GDP(速報値)は前期比+0.4%とマイナス成長を脱却(図1)。事前予想を上回り、ユーロ圏景気は持ち直しつつあります。また、景況感指標も改善基調を維持。ユーロ圏の4月総合購買担当者景気指数(PMI)は51.4と、2カ月連続で中立水準である「50」を上回りました(図2)。製造業部門の苦境は継続しているものの、サービス業部門は大きく改善。域内で景気先行きが最も懸念されるドイツも、サービス業部門の改善をけん引役に、総合PMIは50.5と昨年6月以来の「50」超えとなりました。着実なインフレ鈍化や欧州中央銀行(ECB)による利下げ開始観測、中国景気の改善等を背景に、ユーロ圏景気への先行き期待も一段と高まっており(図3)、年後半にむけて景気回復基調がより鮮明となりそうです。

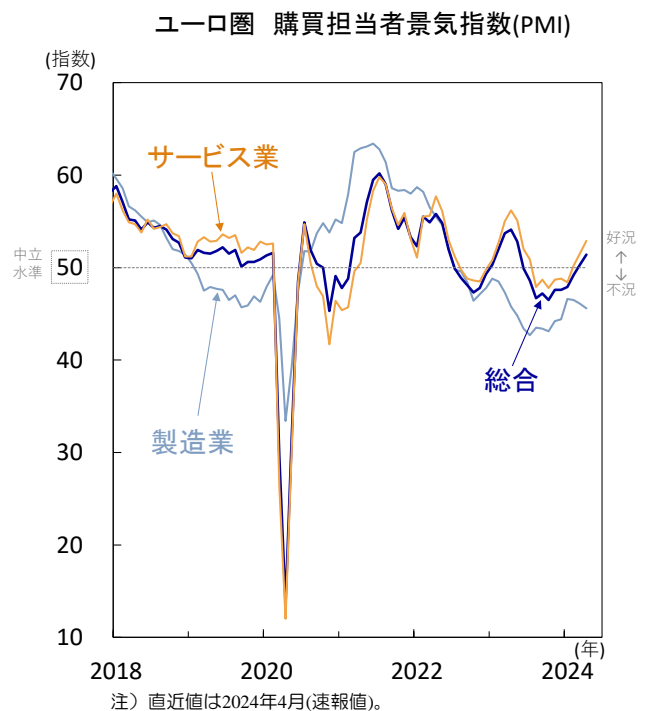
## ECBは6月会合での利下げ開始を示唆

ユーロ圏の4月消費者物価指数は前年比+2.4%と、予想以上の鈍化を示した3月の値からは横ばいに留まりました(図4)。注目されるサービス価格は前年比+3.7%と、5カ月連続で横ばいに留まった3月の値からは低下も、依然として高水準で推移しています。こうした状況の下、欧州中央銀行(ECB)は4月政策理事会で、域内のインフレ圧力は強く、サービスインフレは高止まりしていると指摘し、5会合連続での政策金利の据え置きを決定。一方で、インフレ基調を示す指標は緩和しているとも評し、「基調的なインフレ動向・金融政策の波及状況を鑑み、インフレが物価目標にむけて持続的に収束しているとの確信が強まれば、政策金利の水準を引き下げることが適切になる」との文言を声明文に加え、近く利下げに着手する可能性を示唆しました。ラガルドECB総裁は記者会見でも同様の見解を示し、6月にはより多くの情報を得られると述べ、6月会合で利下げを開始する公算が大きいとみられます。

ただし、ラガルド総裁は特定の金利軌道を事前に確約していないとも強調しました。足元では賃金上昇圧力は依然強く(図5)、企業は一定の利益確保意欲を維持(図6)。景気の持ち直しも相まって、先行きのインフレ下がりリスクへの意識は強まっており、ECBによる利下げペースがより緩慢となる可能性が高まっています。(吉永)

【図1】ユーロ圏 1-3月期成長率は事前予想を上回り、  
主要国は軒並み回復

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 総合PMIは改善基調が継続し、  
中立水準「50」越えに

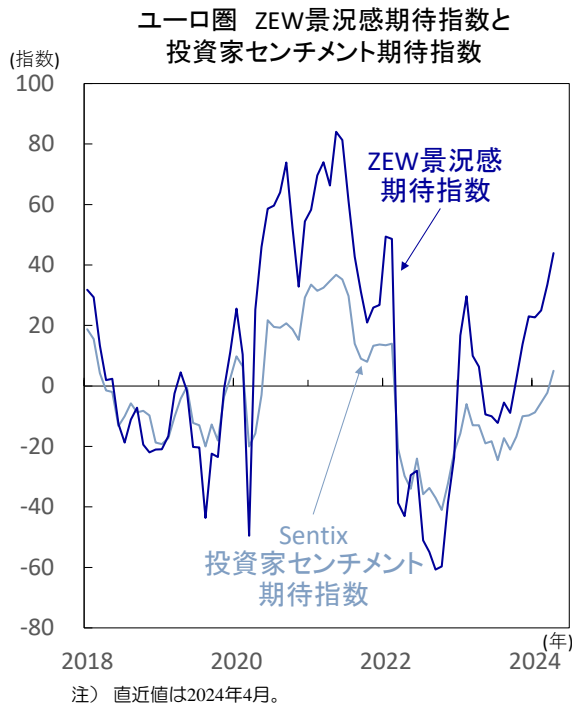
出所) S&amp;Pグローバルより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通し－欧州

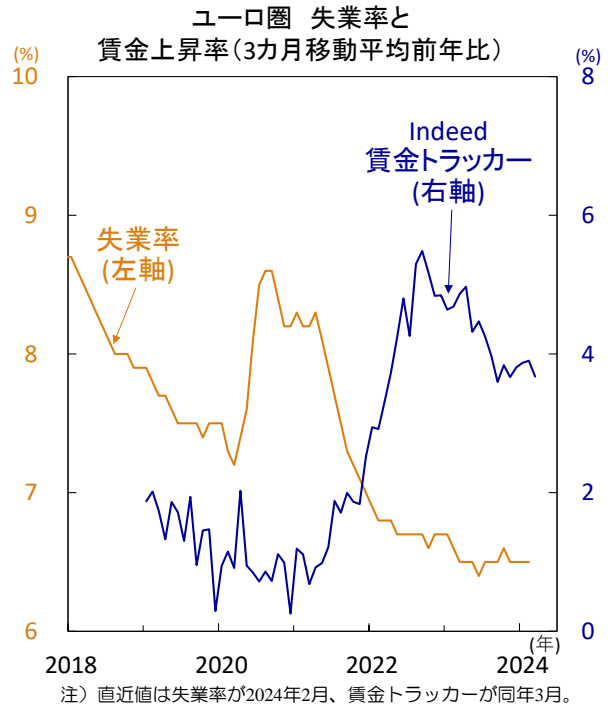
2024年5月

【図3】ユーロ圏 一段と強まる先行きの景気回復期待



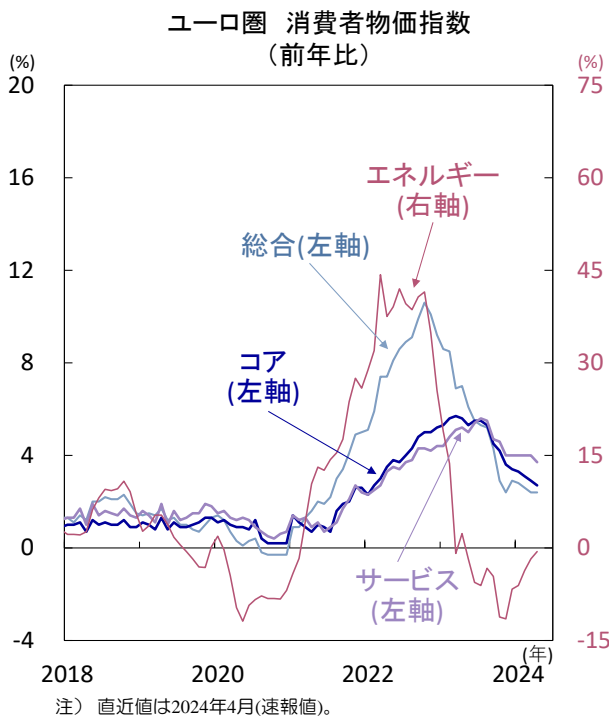
出所) ZEW、Sentixより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 労働需給のひっ迫は変わらず、賃金上昇率の低下ペースは緩やか



出所) Eurostat、Indeedより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 インフレ減速は継続も、依然サービスインフレの下げ渋りに懸念



【図6】ユーロ圏 企業の一定の利益確保意欲は不変の模様



## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年5月



## オーストラリア(豪)経済

## 根強いインフレ圧力を受けて、 豪中銀の年内利下げ観測は後退

### 景気は減速するもインフレ収束は道半ば

豪経済は物価高や利払い負担の増加が家計を圧迫するなか、一人当たりGDPが減少し移民流入増によりプラス成長を維持している状態です(図1)。一方で、家計のマインド低迷は長期化しており、節約志向が続いています(図2)。家計の負債の大きさや変動金利比率の高さから、金融引き締めによる消費抑制効果は大きく、また豪政府が昨年末に移民の純増数を抑制する方針をとっているため、成長率はしばらく低迷する可能性があります。

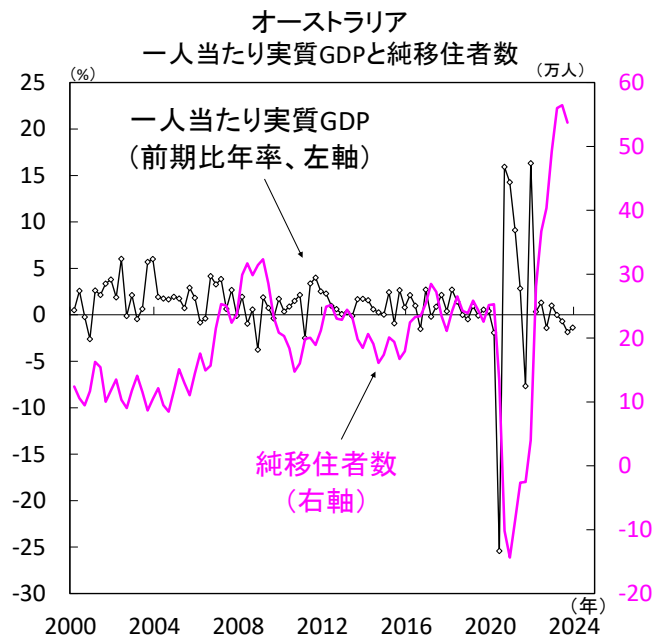
消費者物価の前年比は鈍化が続いています(図3)。ただしサービス価格は高止まりしており、インフレ率が豪中銀の目標とするレンジ(2-3%)へ収れんするにはまだ距離があると言えます。一方で、雇用者数は人口の伸びを下回るペースに減速しつつあり、失業率は上昇基調にあります(図4)。労働需給の緩和は、賃金・物価の先行き鈍化傾向の継続を示しているものの、インフレ圧力は根強く物価の減速は緩やかなものとなりそうです。

### 米利下げ開始の遅れは豪中銀に波及へ

豪中銀は、高インフレが長引けばその代償は大きいと指摘し、さらなる利上げの可能性に含みを残しています。ただし、追加利上げが必要かどうかは、データとリスク評価の進展次第であるとし、これまでの累積的な利上げの影響を慎重に見極めながら政策運営を行う意向を明確にしています。当面は中立的なスタンスが維持され、政策金利は現在の4.35%で据え置かれる見通しです。

一方、金融市場では豪中銀が2024年中に利下げに転換するとの見方は、年初に比べて大きく後退しています(図5)。その背景には、米国経済が想定以上に堅調さを維持しインフレが下げ渋るなか、米利下げ開始が後ずれするとの観測が強まっている事があります。豪インフレ率は米国に比べ加速し始めたタイミングが遅く、ピークアウトも半年程度遅れています。また1-3月期の豪消費者物価は予想比で上振れる結果となりました。豪中銀が利下げに転じる時期も米国の後になると考えられ、米利下げ観測が後ずれすれば、豪中銀の利下げ観測も後退し長期金利は上振れる見込みです(図6)。(向吉)

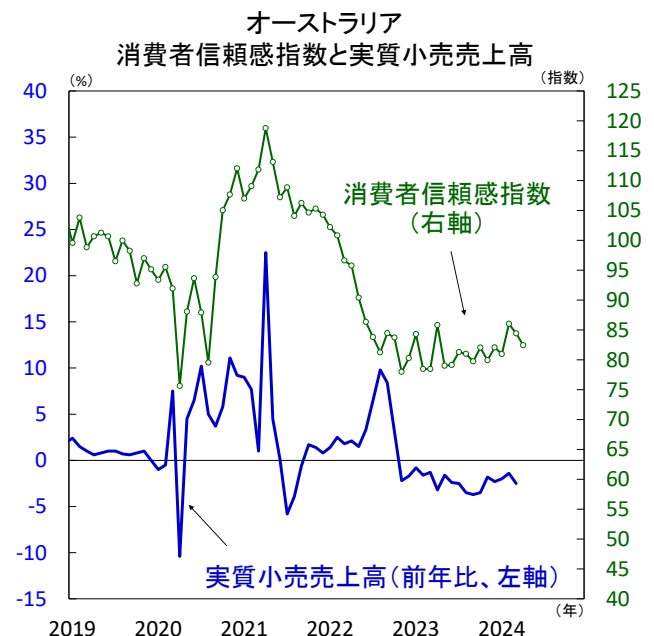
【図1】一人当たり実質GDPはマイナス成長、  
移民流入が豪州経済を支えている



注) 直近値は一人当たり実質GDPが2023年10-12月期、純移住者数は同年7-9月期。純移住者数は2四半期移動平均で年率換算値。

出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

【図2】消費者マインドは低迷しており、  
消費支出の弱さにつながっている



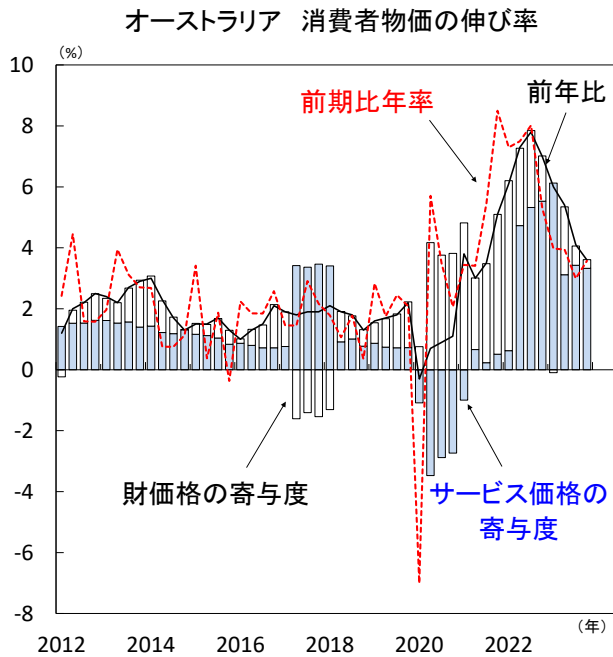
注) 直近値は消費者信頼感指数が2024年4月、実質小売売上高が同年3月。実質小売売上高の前年比は消費者物価・財の伸び率を控除したものの。

出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

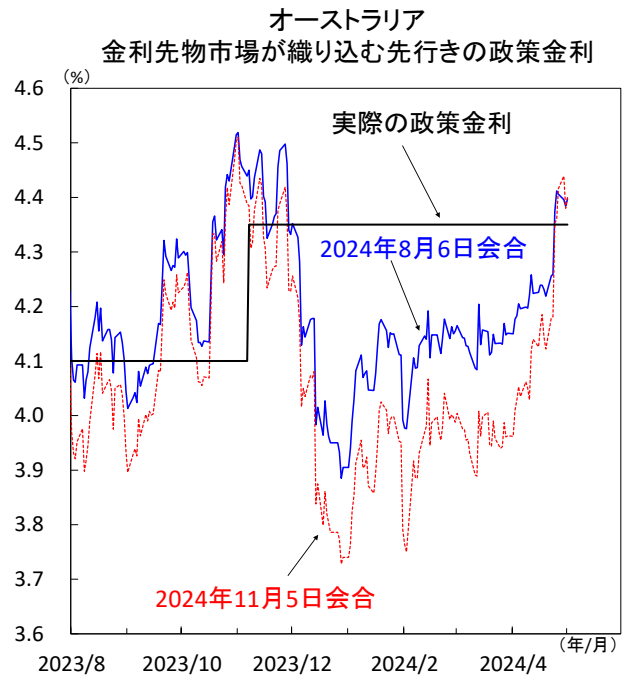
## ② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年5月

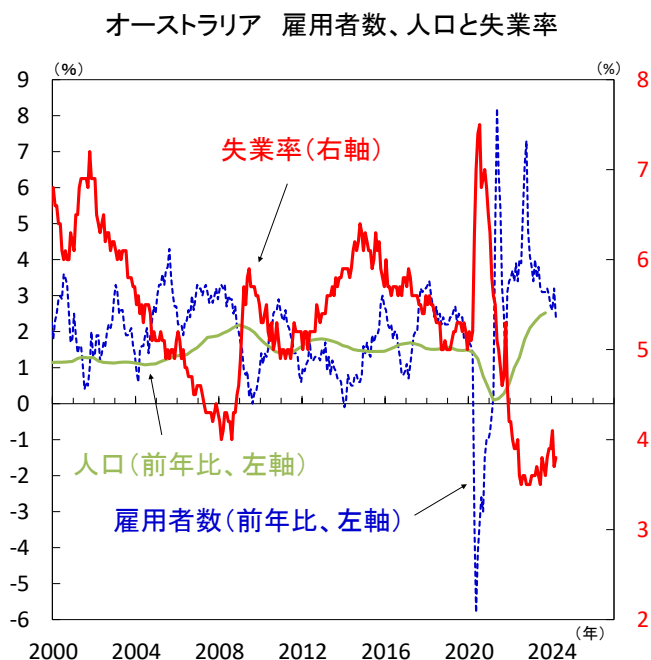
【図3】消費者物価は鈍化するもインフレ圧力根強い、サービス価格の高止まりが要因



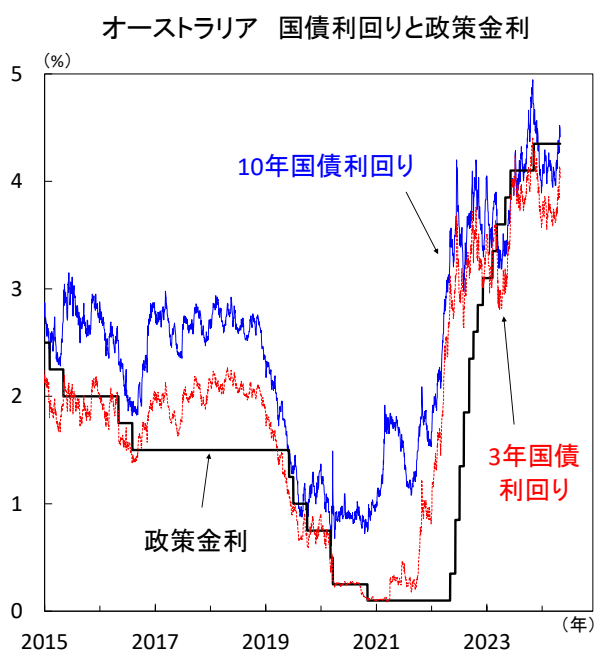
【図5】金融市場の豪利下げ観測は大きく後退、足元では年内の利下げ観測は消滅



【図4】雇用者数の伸びは鈍化し失業率は上昇、労働需給は緩和継続へ



【図6】利下げ観測の後退を受けて国債利回り上昇、10年国債利回りは政策金利を上回る



## ② 各国経済見通し－中国

2024年5月

## 中国経済

巡航速度の景気回復軌道に乗る中国、  
だが構造問題を抱え持続性には疑問符

## 5%成長目標達成に向け底堅さ増す中国景気

中国景気は底堅い推移を見せています。実質GDPは前期比が昨年10-12月期:+1.2%→今年1-3月期:+1.6%、前年比が同+5.2%→+5.3%と小幅加速、今年の政府目標+5.0%前後の達成に向け順調な滑り出しを見せました（図1）。

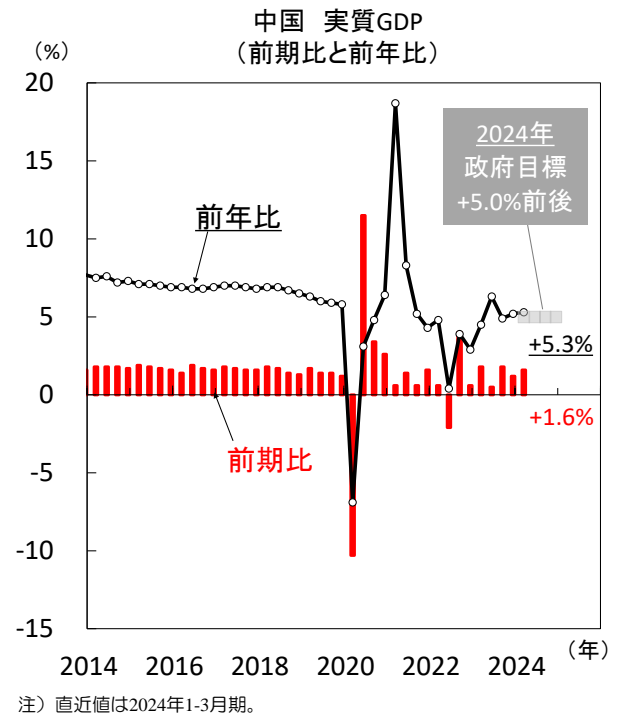
月次指標では、鉱工業生産が1-2月:前年比+7.0%→3月:+4.5%、小売売上高が同+5.5%→+3.1%と減速しましたが（図2）、昨年同時期は2022年末のゼロコロナ解除直後の急回復で強い伸びとなった反動もあるため、数字が示すほど弱い内容ではないと言えます。また、直近4月の製造業購買担当者指数（PMI）を見ても、昨年以降は在庫調整が一巡し、増産基調にある様子が確認されます（図3）。同PMIの規模別指数を見ても、3月以降は大企業に比べ低迷していた中堅・中小企業がそろって2カ月連続で業況改善の節目50を超えました。同時期は春節休暇明けの生産再開で上振れしやすい傾向がありますが、今後もこうした前向きな動きが定着するかが注目されます。

## 目先の景気にとらわれ棚上げされる構造改革

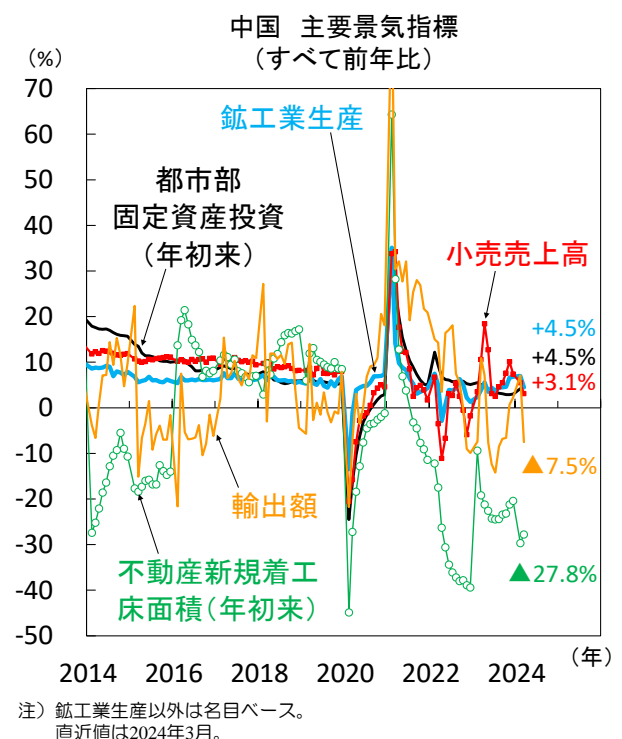
3月の都市部固定資産投資（年初来）は前年比+4.5%と安定、民間部門も同+0.5%と2カ月連続プラスとなるなど持ち直しつつあります。また政府の財政支援を受けインフラ投資が同+6.5%と3カ月連続で加速、ハイテク内製化を掲げるなか、製造業も同+9.9%と堅調です（図4）。

ただし、政府主導の投資活性化は短期的な景気底上げに寄与する一方、負の側面も抱えます。米財務長官が4月訪中時、中国政府の補助金政策が過剰生産（EVや太陽光パネルなど）を通じ、海外に悪影響（デフレの輸出）を及ぼすと懸念を表明する場面もありました（図5）。

近年の景気低迷で家計行動の保守化が顕著となり、内需の先行きに不安を抱えた状態にあるなか（図6）、かりに欧米との貿易摩擦が強まれば、外需にも活路を見出しづらくなる懸念もあります。中長期の景気安定には、長期停滞の元凶でもある不動産不況の克服や過剰設備の是正など構造改革姿勢の堅持が求められます。（瀧澤）

【図1】 2024年の5%成長目標達成に向け、  
1-3月期は無難なスタートを切る

出所) 中国国家统计局、中国国务院より当社経済調査室作成

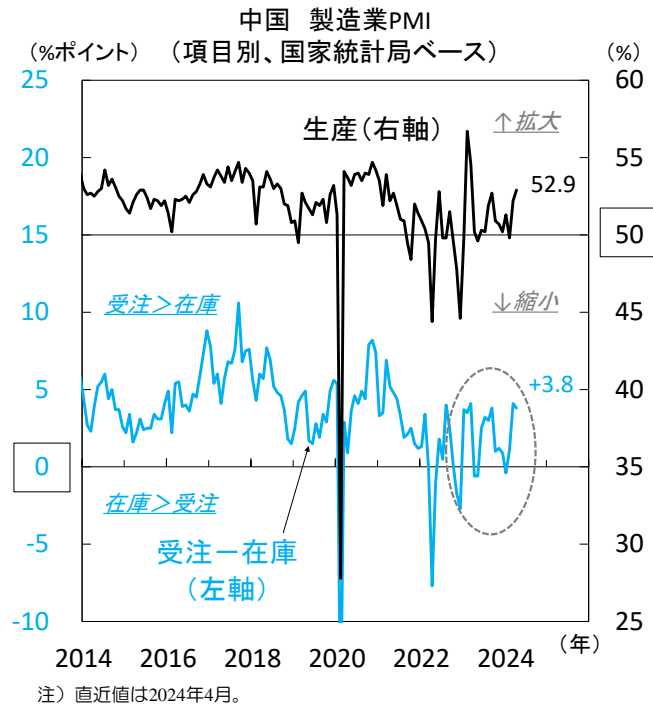
【図2】 生産・消費・投資は底堅く推移、  
一方で輸出は減速、不動産市場は低迷持続

出所) 中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－中国

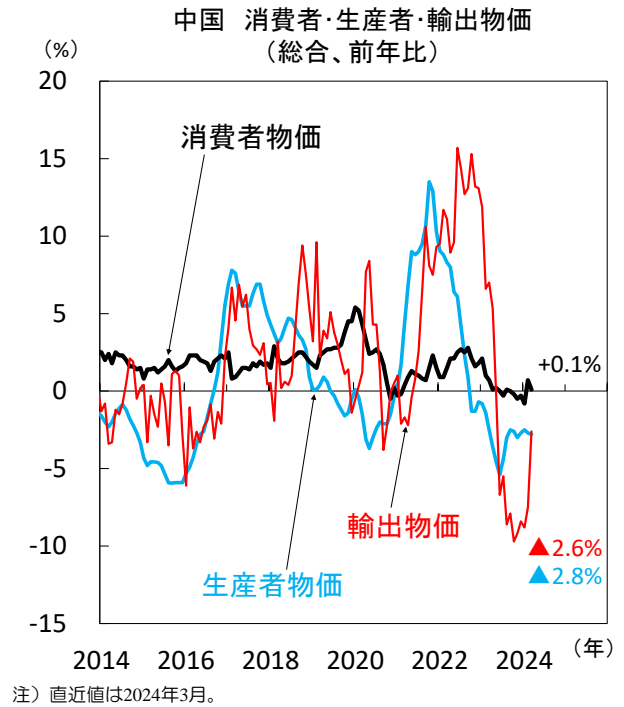
2024年5月

【図3】 受注在庫バランスが改善し、  
当面は製造業の増産基調持続を期待



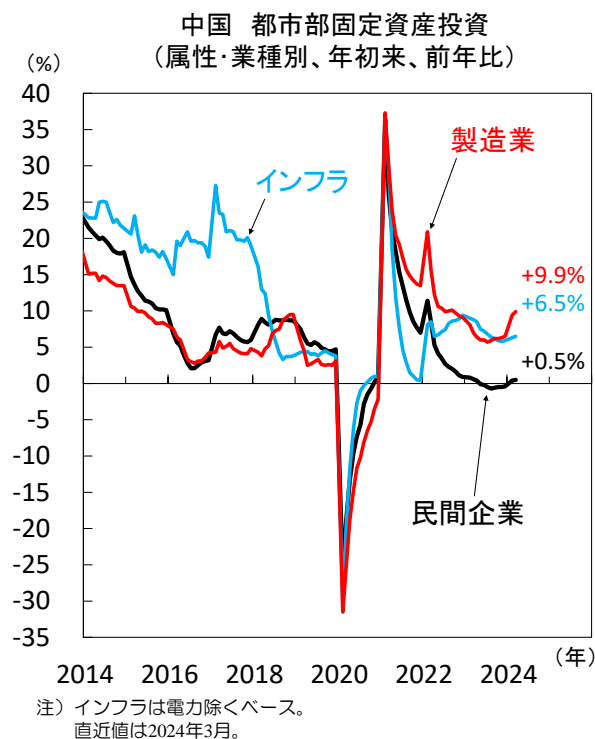
出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図5】 中国の需給不均衡に伴うデフレ圧力が  
国内のみならず海外に影響を与える可能性も



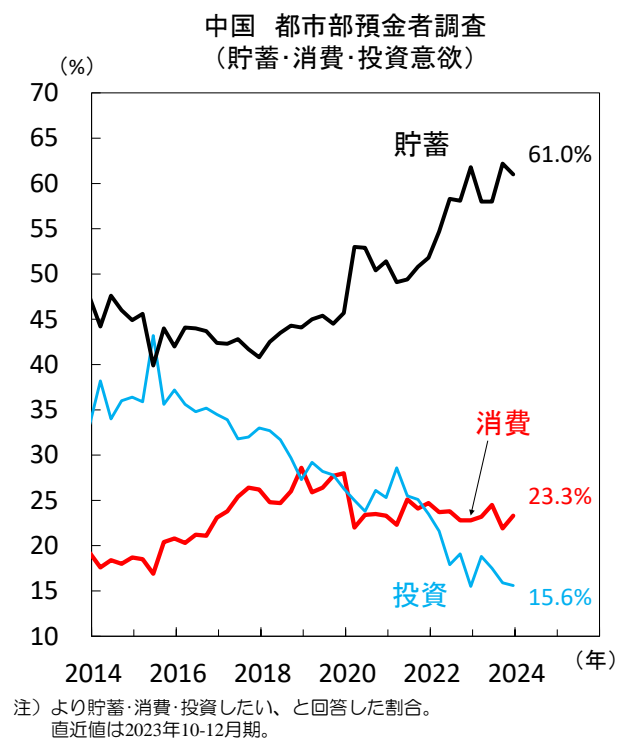
出所) 中国国家统计局、中国海関総署より当社経済調査室作成

【図4】 政策効果でインフラ投資は安定推移、  
産業高度化を見据え加速する製造業投資



出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】 高まる貯蓄志向は家計の保守化を示唆、  
消費主導型経済への転換を遅らせるリスクに



出所) 中国人民銀行より当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通しーインドネシア

2024年5月

## インドネシア経済

## ルピア急落で利上げを強いられた当局

## 落ち着いた物価の下で追加利上げを決定

米金利の上昇と米ドル高に伴って急落したインドネシア・ルピア。当局は自国通貨防衛のための追加利上げを強いられました。4月24日、インドネシア銀行(BI)は政策金利を6%から6.25%へ引き上げ。利上げは昨年10月以来6会合ぶりです(図1)。Bloomberg集計では金融機関41社中30社が金利据え置きを予想。市場の予想外の決定でした。

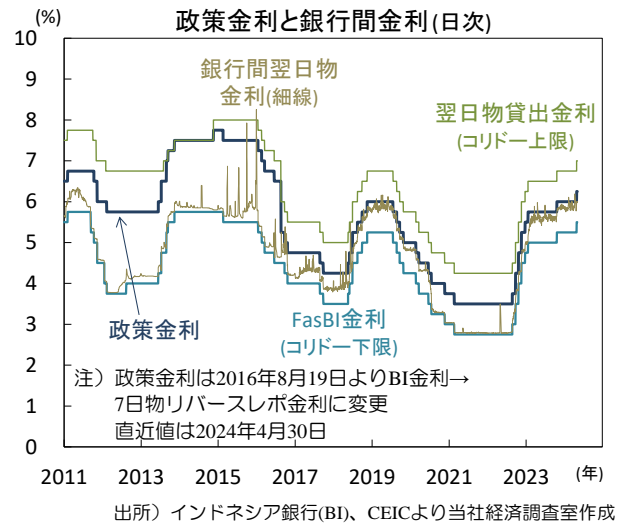
底堅い景気の下で総合消費者物価とコア物価は目標範囲内(+1.5~3.5%)で推移。経済的には追加利上げの必要はありません。BIの政策声明は、今回の利上げは世界的なリスク環境が悪化する中でルピア相場の安定性を高めるだろうと記述。通貨防衛のための決定であったことを示唆しました。4月16日、断食明け大祭(レバラン)休暇を終えた同国の為替市場は7営業日ぶりに再開。ルピア相場は朝方より急落し、一時1米ドル16,215ルピア(前営業日4月5日終値は15,848ルピア)を記録しました(図2)。同国が休暇中の4月10日に公表された米消費者物価の下げ渋り等を受けて、米長期金利や米ドル指数が上昇。4月15日時点のルピアの対米金利差(10年国債利回り格差)は2.1%ptと過去10年平均の4.9%ptを下回り歴史的な低水準でした。

## 金利引き上げや為替介入で相場安定化を図る

4月19日にはBIがルピア建て手形(SRBI)の入札を実施しました。12カ月物の平均落札金利は6.939%と休暇前4月5日の6.920%とほぼ同水準。金利引き上げを期待した市場は失望し、一時1ドル16,290ルピアへとルピア安が進みました。こうした中で、翌週24日にBIが利上げを実施。通貨安定化のためには利上げが不可欠と考えた模様です。

BIの声明は、(a)資金市場金利を引き上げ国内資産利回りを魅力的な水準とすることで資本流入の維持を図り、(b)為替市場(直物と国内先物:DNDF)と国債流通市場で介入を行ってルピア相場を安定化し、(c)国債レポ(タム物)や為替スワップを通じて銀行間市場に十分な流動性を供給し、(d)自ら発行する手形等(ルピア建てのSRBIや米ドル建てのSVBI等)を最適化し、(e)経済の成長を保つためにマクロ健全性規制を緩和するなど記述。金利の引き上げや為替市場でのドル売り介入等でルピア相場の安定化を図りつつ、マクロ健全性規制を緩和することで企業部門向けの銀行貸出を促す構えとみられます。

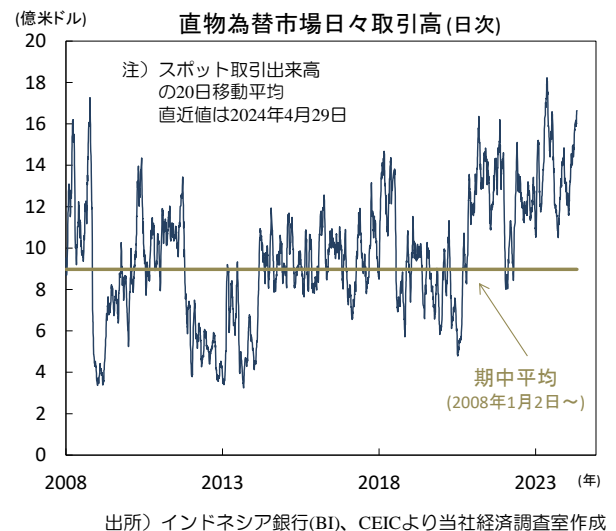
【図1】6会合ぶりに追加利上げを実施



【図2】米ドル高の下で低迷するルピア相場



【図3】相対的に低い国内為替市場の流動性



## ② 各国経済見通しーインドネシア

2024年5月

## 今後もルピアの上値は重い見通し

## 悪化する経常収支、流出する証券投資資本

同国の為替市場は流動性が低く(図3)、ルピアが急落する局面では一時的に米ドルの出し手が姿を消し、パニック的なルピア売りが起こりがち。こうした局面では当局が市場介入を行わない限り相場の安定化は望めません。

4-6月期は海外企業の現地法人による配当支払い等から経常収支が季節的に悪化(図4、図5)。6月末には国内企業による対外利払いも集中します。足元では米金利の上昇や米ドル高を受けて、国内企業がドル建ての対外債務を繰り上げ返済する動きも加速。国際収支を悪化させ、ルピア下落圧力を生んでいます。また、ドル高が進む中で、民間輸出企業は輸出代金を海外ドル預金に滞留させており、貿易黒字が計上される中でも国内市場へのドルの供給が細っているとみられます。証券投資も流出基調。ルピア建て国債市場からは、4月初から29日にかけて累計19.7兆ルピアの資本が流出、年初来の流出額は51.0兆ルピアに上ります(図6)。株式市場からも4月に累計11.2億米ドルの資本が流出。低迷するルピア相場が株式投資家の投資意欲をそぎ始めたとみられます。

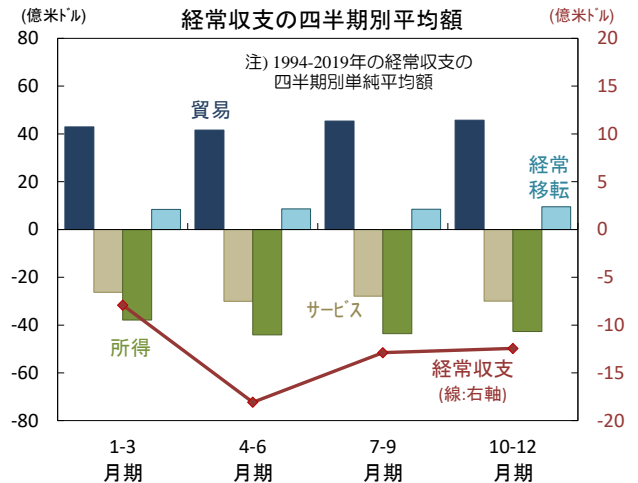
## 米利下げを待って今年末に利下げを開始か

ルピア相場防衛のために追加利上げという最後の手段を投入したBI。しかし、為替相場の防衛能力は限られます。同国の外貨準備は2月末時点で1,404億米ドル(図2)。短期対外債務や年間輸入額や通貨供給量との対比でみた水準は多くの近隣諸国を下回り、市場介入余力は限られます。ルピア相場の安定化には、米利下げ期待後退の動きが一巡し米金利と米ドルの上昇が終わるといった外部環境の改善が不可欠。当面ルピアの上値は重いでしょう。

BIは、資金市場金利(SRBI入札金利等)を引き上げつつ、直先物為替市場でドル売り介入を行ってルピアの安定化を図る見込み。再びルピアが急落した際には追加の利上げもためらわないでしょう。また、今後米ドル高の動きが一巡しルピア相場が安定化した場合にも、政策金利の引き下げを急ぐことはないとみられます。BIのペリー総裁は米国の利下げ見通しを従来の年内2-3回から1回に修正したと発言。米金融政策の動向を強く意識しており、米国が利下げを行わない限り自らも利下げを行わない構えとみられます。BIは米国による利下げを待って今年末より利下げを開始、来年半ばにかけて政策金利を累計1.0%pt程度引き下げると予想されます。(入村)

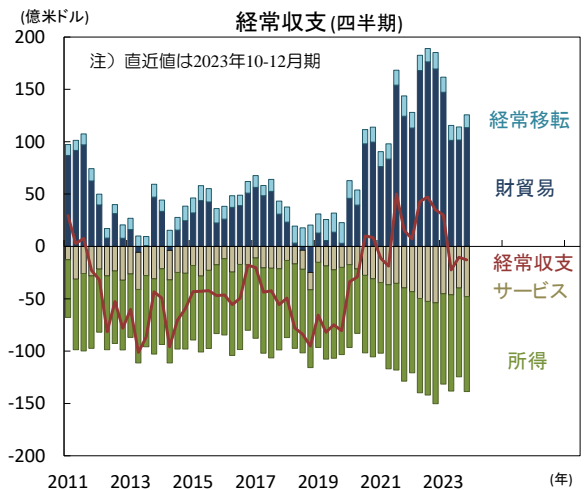
巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

【図4】経常収支は例年4-6月期に悪化



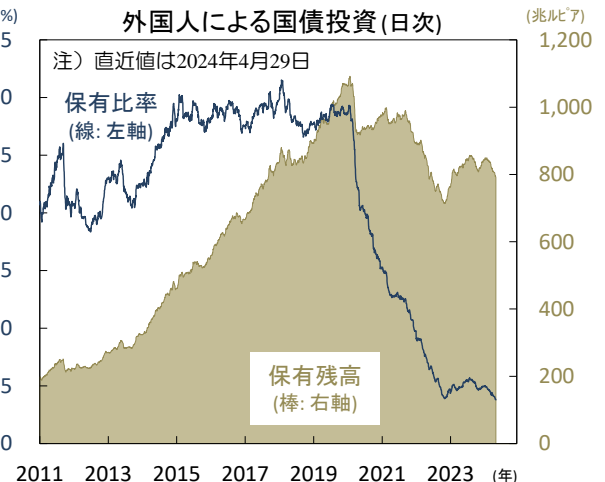
出所) インドネシア銀行(BI)、CEICより当社経済調査室作成

【図5】一時的に黒字化した経常収支は再び赤字に



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】ルピア建て国債市場から資本が流出



出所) インドネシア財務省、CEICより当社経済調査室作成

## ② 各国経済見通し－メキシコ

2024年5月

## メキシコ経済

利上げ効果で景気は鈍化の兆候、  
大統領選挙の影響は限定的か

## 利上げの影響による生産減速が懸念

堅調だった景気に陰りが見られます。2024年1-3月期実質GDPは前年比+1.6%(2023年10-12月期+2.5%)と鈍化。季節調整済前期比は+0.2%(同+0.1%)と小幅な加速でした。利上げの影響が景気に波及しつつある模様です(図1)。

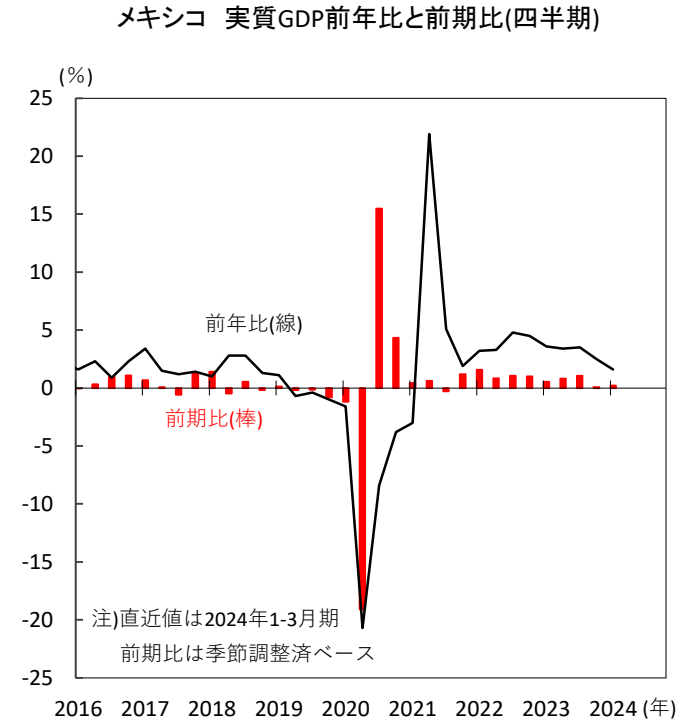
2月鉱工業生産は前月比で▲0.4%(1月+0.2%)へ減速。特に建設業が同▲2.5%(同+1.4%)と軟調でした。高い金利水準を背景に積極的な投資が抑制されつつあり、先々の生産減速も懸念されます。一方、2月小売売上高は前月比で+0.4%(同▲0.6%)へ反発。主に衣料・装飾品が同+2.8%(同▲5.2%)、食品・飲料が同+1.6%(同▲2.6%)と堅調でした。最低賃金委員会は昨年12月に2024年の最低賃金を20%引き上げ。所得環境の改善が低所得家計の消費を支えた模様です。2月失業率も2.5%(1月2.9%)と改善しており、消費の急減速は見込みにくい状況です。一方、海外への出稼ぎ労働者による本国への資金送金額は2月に12カ月移動平均の前年比で+6.4%(1月+6.9%)へ鈍化。先々の緩やかな消費減速が想定されます(図2)。

国内外の累積利上げの影響によるグローバルな景気減速が見込まれる中、外需の鈍化も懸念されています。メキシコの通年の成長率は+1.8%程度に留まる想定です。

## 選挙は大きな波乱なく通過すると想定

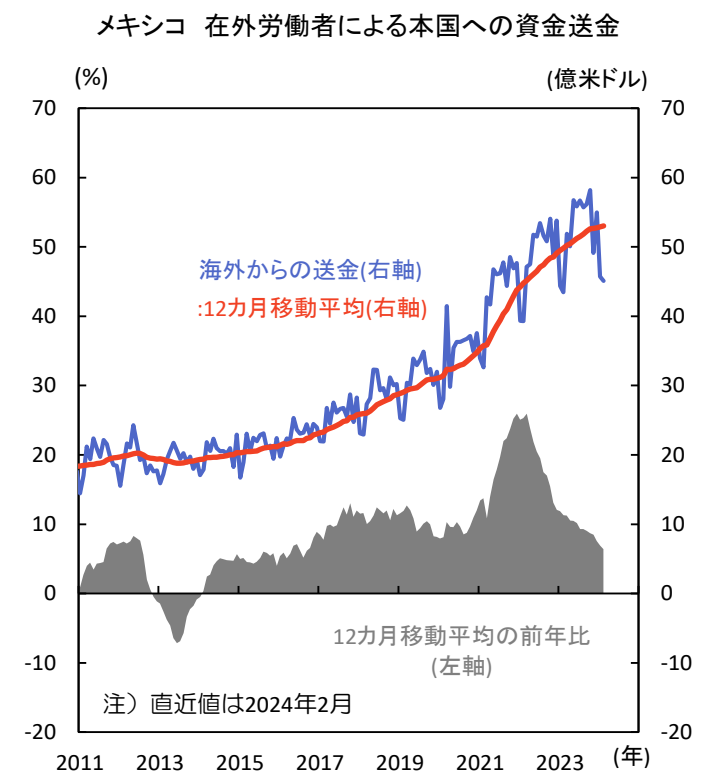
同国は、6月2日に大統領選挙と上下院選挙を実施予定。これらの選挙が同国の経済や金融市場に及ぼす影響は限定的とみられます。世論調査では現政権与党の国民再生運動(MORENA)を中心とする与党連合候補のシェインバウム前メキシコシティ市長の支持率が51%と優位(2024年4月調査)。国民行動党(PAN)や制度的革命党(PRI)を中心とした野党連合候補のガルベス上院議員(27%)や野党の市民連合(MC)擁するアルバレス下院議員(9%)の支持率を大きく上回ります。与党MORENAは左派政党として公共投資の拡大や最低賃金の引き上げなどを標榜しつつも、財政赤字の拡大を抑制するなど健全な経済運営を実施。現大統領の後継者とされているシェインバウム氏が選出された場合も同様の運営が執り行われる見込みです。また、上下院選挙に関しては与党連合が改憲に必要な3分の2以上の議席を獲得する可能性は低いとみられ、極端な左派政策の実行は難しい見込みです。

【図1】 利上げの影響を受けて景気は鈍化



出所) メキシコ地理統計院、CEICより当社経済調査室作成

【図2】 本国への資金送金額の伸びは鈍化が続く



出所) メキシコ中央銀行、CEICより当社経済調査室作成



## ② 各国経済見通しーメキシコ

2024年5月

利下げ実施もインフレ率は下げ止まり、  
物価安定に向けて難しい局面に

## ■ 総合物価、コア物価共に横ばい

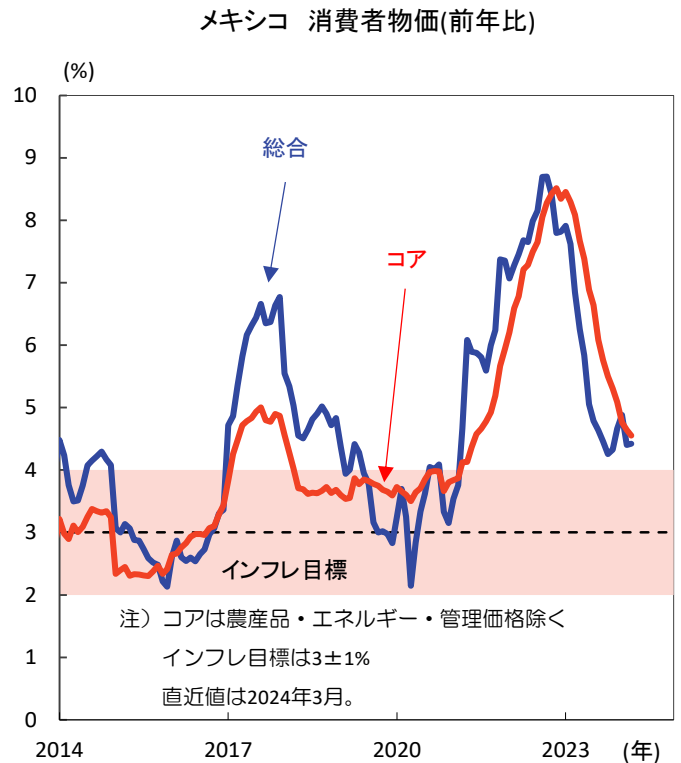
足元では物価が下げ渋っています。3月総合消費者物価指数は前年比+4.4%(2月+4.4%)と横ばいでした(図3)。生鮮食品やエネルギーなどで構成されるノンコア品目が同+4.0%(同+3.7%)上昇。(1)中東情勢の緊迫化を背景とした原油高に伴いエネルギーが同+3.3%(同+2.3%)と加速したこと、(2)天候不順などを受けて農産物が同+4.9%(同+4.8%)と高止まったことが要因とみられます。また、コア物価も同+4.6%(同+4.6%)と横ばい。うちコア財は同+3.9%(同+4.1%)へ鈍化。家庭用電気機器が同▲2.2%(同▲1.5%)、自動車が同+2.1%(同+2.5%)へ鈍化しました。一方、サービスは同+5.4%(同+5.3%)と加速。労働市場の引き締まりや最低賃金引き上げを背景に、サービス物価の上昇が総合インフレを再加速させるリスクが懸念されます。もっとも、累積利上げの影響により景気は減速し始めたとみられ(詳細はP15を参照)、緩やかながらもインフレ鈍化基調は続くと思定します。今年通年の総合物価は前年比+4.0%前後(昨年+5.6%)への鈍化を見込みます。

## ■ 利下げ局面入りもインフレ上振れを警戒

メキシコ中央銀行は3月の金融政策決定会合で参加者5人中4人の支持を得て0.25%ptの利下げを実施。約3年ぶりの利下げ局面入りとなりました。声明文では「総合物価が1月に再加速もノンコア品目の勢いが弱まり2月に再び鈍化」したことを記述。「コア物価も鈍化傾向が続いている」と指摘しました。インフレ見通しに関しても2025年4-6月期に目標の3%近傍に収斂していく見方を維持(図4)。0.25%ptの利下げ判断に繋がりました。一方、人件費等のコスト高圧力といったインフレ上振れリスクを指摘。今後の金融政策についても「入手可能な情報に基づいて決定を行う」といった表現に留めており、緩和姿勢は維持しつつもインフレ動向次第では連続利下げを見送るなど政策運営の柔軟性を担保した模様です。

その後に公表された議事録では、各参加者が共通認識として(1)積極的な金融引き締め政策がインフレ鈍化に寄与したことを評価しつつ、(2)インフレ上振れリスクを警戒していることを確認。金融政策に関しては利下げ支持の4名のうち、実質政策金利の高さなどから3名が連続利下げを支持しました。ただし1名が単発利下げを主張、1名が利下げ反対など参加者の間で意見が割れていることが確認されており、次回(5月)会合で追加利下げを実施するか否か難しい舵取りを迫られると考えます。(北村)

【図3】 総合物価、コア物価に下げ止まりの兆候



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

【図4】 短期的な見通しは微調整も、  
2025年1-3月期以降は据え置き

## メキシコ 中央銀行のインフレ見通し

		2024年				2025年				2026年
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
総合	2024年3月会合	4.6	4.4	4.0	3.6	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
	2024年2月会合	4.7	4.3	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	
	2023年12月会合	4.3	4.1	3.8	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	
	2023年11月会合	4.3	4.0	3.7	3.4	3.2	3.1	3.1		
コア	2024年3月会合	4.7	4.2	3.8	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
	2024年2月会合	4.6	4.1	3.7	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	
	2023年12月会合	4.7	4.1	3.7	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	
	2023年11月会合	4.5	3.9	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1		

出所) メキシコ中央銀行より当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－株式

2024年5月

## 世界

## 4月の株式市場は先進国中心に低調

4月の株式市場は世界的に軟調でした（図1上・下）。4月に入り、米国の利下げ観測が後退したことを受けた金利上昇、また中東情勢緊迫化に伴う市場のリスク回避が重しとなりました。月下旬には、米景気指標（4月PMIや1-3月期実質GDP成長率）が予想比下振れとなり、景気減速懸念が高まったことを嫌気する場面もありました。他方、中国は当局の景気刺激策への期待から堅調でした。

## 金利に敏感な大型ハイテク株の動きに注意

4月は金利上昇を嫌気したハイテク株の軟調が目立ちました。米企業の1-3月期決算発表では、マイクロソフトなど決算好調な銘柄もありましたが、メタ・プラットフォームズなど低調な内容の銘柄が材料視される場面もありました。5月には昨年来、相場の主役でもある半導体大手エヌビディアの決算発表を控えます。金利変動に敏感な大型ハイテク株の動向に注意が必要です。（瀧澤）

## 日本

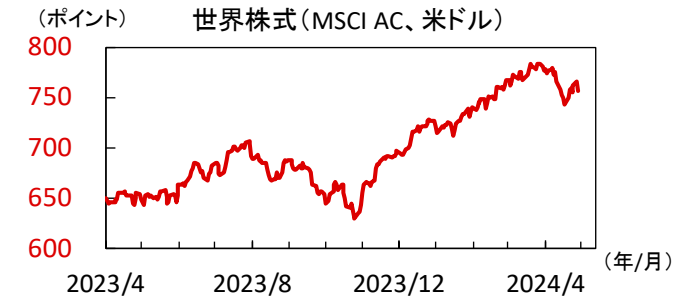
## 日経平均は米ハイテク株下落を受け軟調

4月の日経平均株価は▲4.9%下落しました。1日、イスラエルが在シリアのイラン大使館へ攻撃を行ったことからリスク回避姿勢が強まった結果、米国株が下落し、国内株を押し下げました。また、米国株がハイテク株を中心に軟調となったことも株価の下落要因となりました。月の後半は、発表された一部の企業決算が堅調だったことや為替市場での円安進行から株価は上昇しました。

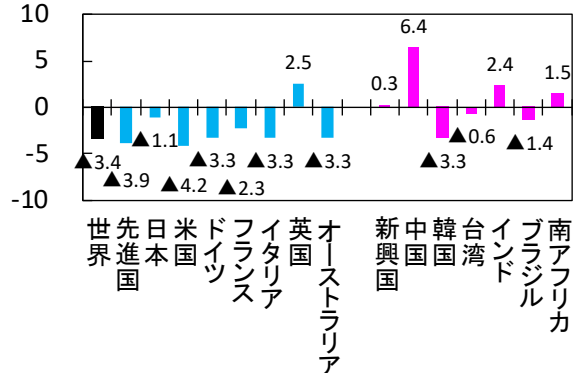
## ドル円相場は一時1ドル=160円台に

為替市場ではドル円相場は月の前半は1ドル=151円台で推移。通貨当局による口先介入後に一時円高に振れたものの再び円安基調となり12日には153円台をつけ1990年6月以来の円安水準となるなど円安が進みました。25-26日の日銀金融政策決定会合後には一時160円台をつけるも29日の当局の実弾介入により円高にふれており為替相場が株価のかく乱要因になっています。米国株が下落した場合、国内株調整の可能性に警戒が必要です。（本江）

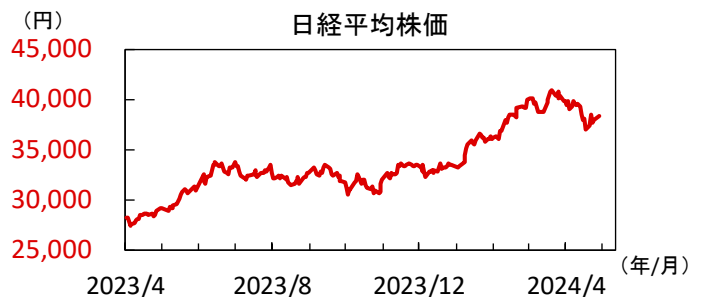
【図1】4月の株式市場は中国の反発が目立つ



2024年4月 株価 (MSCI) の月間騰落率



【図2】半導体株が売られ、日本株は下落



日本 日経平均株価と米国半導体株指数



## ③ 市場見通し－株式

2024年5月



## 米国

## ■ 年初来で堅調だった米国株は調整

4月のNYダウは前月比▲5.0%と下落しました。月前半は中東情勢を巡る地政学リスクや3月米消費者物価(CPI)等の上振れに伴う米利下げ観測後退、蘭半導体製造装置メーカー等の業績下振れを発端とした米企業決算への警戒が重しとなり、年初来で堅調だった米国株は調整色を強めました。月後半は米大型ハイテク企業の良好な決算を受けて投資家心理が改善し、株価は反発しました。

## ■ FRBのタカ派化は引き続き株価の重し

米国株は上値の重い展開を予想します。3月米FOMC見通しでは年内の3回利下げが見込まれていたものの、米インフレ率高止まりを受け、米FRB高官は利下げの後ろ倒しや回数減少を示唆しました。米インフレ率の鈍化ペースが想定以上に緩やかであれば、タカ派的スタンスが保たれる可能性に注意が必要です。1-3月期米企業決算はハイテク企業が堅調も、金利対比で見たバリュエーションの割高感が意識される可能性もあるとみます。(田村)



## 欧州

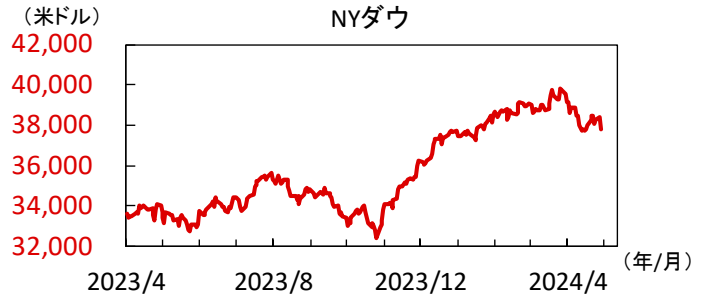
## ■ 利下げ期待の後退を背景に、上値は重く

4月のストックス・ヨーロッパ600指数は▲1.5%(～30日)と下落しました。堅調な米経済指標を背景に、米連邦準備制度理事会(FRB)のよる利下げ観測が後退。また、賃金・サービスインフレが根強い中、欧州中央銀行(ECB)による利下げペースがより緩慢となる可能性が意識され、株式市場の上値を抑制しました。加えて、企業決算を受けたAI投資への懸念も相場の重しとなりました。

## ■ 強まる景気回復期待、ECBの利下げ軌道に注視

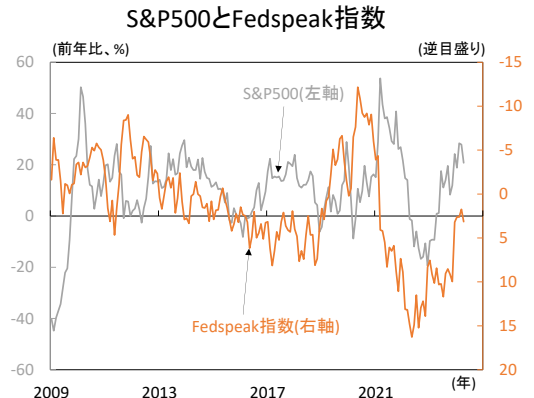
インフレ減速の進展や、ECBによる利下げ開始、中国景気の改善等を背景に、ユーロ圏景気への回復期待は一段と強まっており、引き続き株式相場を支えそうです。一方で、ECBは6月政策理事会で利下げに着手するとみられるも、賃金・サービスインフレの下げ渋りリスクは拭えずにいます。利下げ開始後の政策金利軌道は依然不透明感が強く、利下げペースがより緩慢となる懸念は残り、株式相場の上昇余地は小幅に留まりそうです。(吉永)

【図3】米FRBはタカ派的スタンスに傾きつつある



注) 直近値は2024年4月30日。

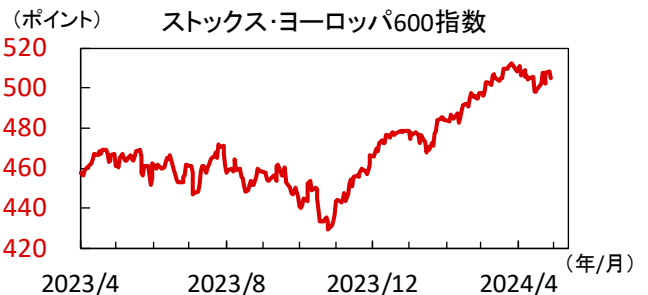
出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年4月30日、月次データ。FedSpeak指数はFRB高官発言のヘッドラインニュースを基にした金融政策センチメント指数。同指数は0を上回れば引き締めバイアス、下回れば緩和バイアスを示す。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

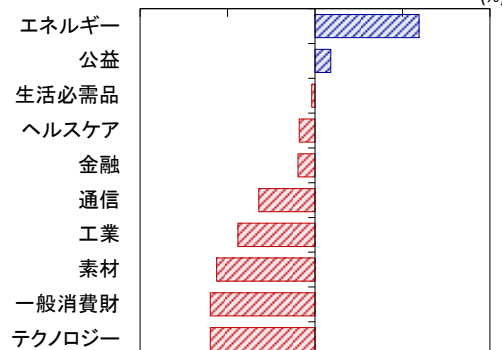
【図4】利下げ期待の後退やAI投資への懸念が相場を圧迫



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数 業種別月間騰落率 (%)



注) 2024年4月30日時点。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－債券

2024年5月

## 世界

## 4月の債券市場は金利上昇に押され軟調

4月の債券市場は米国を中心とした金利上昇を受け総じて軟調でした（図1上・下）。パウエル米連邦準備理事会（FRB）議長中心に当局者から利下げに慎重な発言が相次ぎ、利下げ先送り観測が高まったことが背景にあります。短期市場金利から見た利下げ開始時期は、ユーロ圏が当初の想定通り6月が濃厚な一方、米国は11月に後ずれ、豪州に至っては年内見送りとの見方もあります。

## 米利下げ見送り観測が強まる場合は要注意

足元、先進国の景気・インフレの再加速はあくまでリスクシナリオとの認識から、金融政策の次の一手は利下げとの見方は保たれています。ただし、想定以上に粘り腰な景気に加え、資源高や住宅価格再上昇などに伴う粘着質なインフレ持続の芽も消えたわけではありません。利下げ見送り、さらには利上げ再開観測がより意識されれば、債券市場は軟調を強いられるでしょう。（瀧澤）

## 日本

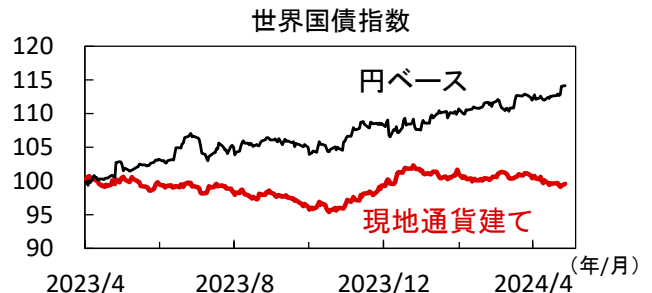
## 米金利上昇を受けて長期金利上昇

4月の10年国債利回りは0.15%pt上昇しました。月の前半は、米金利の上昇が国内金利を押し上げました。短期金利も大幅に上昇しました。しかし、18日の超長期債を対象とした流動性供給入札後に国債の買いが入ったことや中東情勢の悪化から長期金利は低下。25-26日の日銀金融政策決定会合後は、その後の利上げや国債購入減額を織り込む形で長期金利は上昇しました。

## 今後の日銀による国債購入額の縮小が焦点に

日銀は25-26日の金融政策決定会合で、無担保コールレートを0-0.1%程度にする政策金利の据え置きを全員一致で決定しました。長期国債の買入れに関しては、前回の3月会合で決定した「これまでとおおむね同程度の金額を継続」を維持しました。今後、買入れ額の減少から日銀のバランスシートが縮小した場合、長期金利が上昇するとみられます。また、日銀による年内の利上げが早期に行われるかにも注目です。（本江）

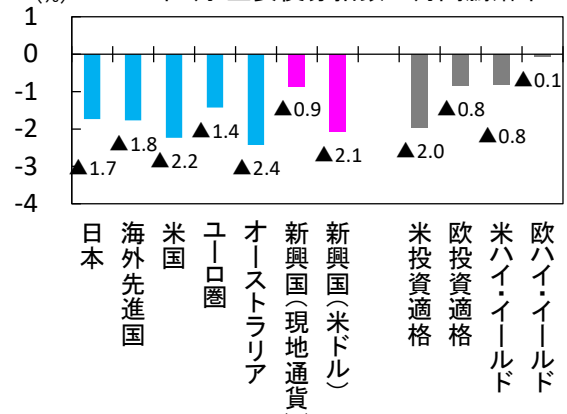
【図1】4月の債券市場は金利上昇で軟調



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。  
直近値は2024年4月30日。

出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2024年4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4月30日。

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

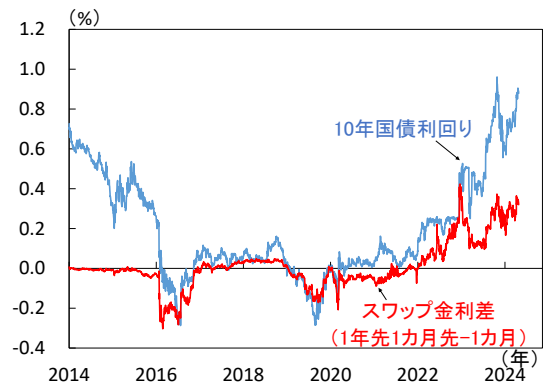
【図2】年内利上げのタイミングに注目



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

日本 スワップ金利差と10年国債利回り



注) 直近値は2024年4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5月



## 米国

## 米長期金利は一時4.7%台に上昇

4月の米10年国債利回りは一時4.7%台と前月から大幅に上昇しました。3月米消費者物価(CPI)が上振れた事を受け、米連邦準備理事会(FRB)高官から利下げの後ろ倒しを示唆するタカ派的発言が相次ぎ、市場では利下げ観測が大きく後退しました。3月米小売売上高が市場予想を上回るなど堅調な米景気が続いている事もインフレ高止まりへの警戒心を解けない一因となっています。

## 年始以降のインフレ率上振れは落ち着くか

米金利は緩やかな低下を予想します。市場では3月米FOMCで示された利下げ回数予想が下方修正される可能性を警戒し、2024年末までに1回強(3月FOMC:3回)の利下げが織り込まれています。先行きは年始以降のインフレ率上振れが落ち着くかが焦点です。最近の移民流入急増は米景気を下支える一方、労働需給のひっ迫緩和を促す面もあります。サービス業の賃金上昇率鈍化がサービス価格の伸びを減速させるかが注目されます。(田村)



## 欧州

## 利下げ期待が再度後退

4月の欧州主要国金利は上昇し、ドイツ10年国債利回りは一時2.6%を超過しました。堅調な米経済指標の公表が相次いだことを背景に、利下げ期待が大きく後退して、米金利上昇の流れが波及。加えて、ユーロ圏の堅調な景況感指標や賃金・サービスインフレの高止まりを受けて、欧州中央銀行(ECB)による6月利下げ開始後の利下げペースがより緩慢となる可能性への懸念も強まりました。

## ECBによる利下げ軌道を見極める展開が継続

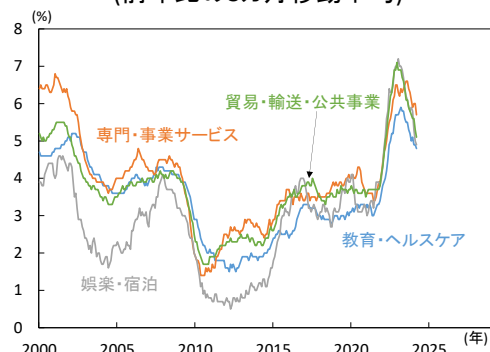
賃金上昇率の低下幅が小幅に留まり、企業が一定の利益確保意欲を保つ中、ECBの利下げ軌道を巡る不透明感は拭えずにいます。ECBは6月政策理事会での利下げ開始を示唆する一方、利下げ開始後もデータ次第の政策運営方針を維持。足元で市場は2024年末までに約計0.75%ptの利下げを予想も、利下げ幅がより小幅となる可能性も意識されます。利下げ軌道を見極める展開は続き、主要国金利は高水準で一進一退の推移となりそうです。(吉永)

## 【図3】 サービス業の賃金上昇率は減速



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

米国 サービス業の賃金上昇率  
(前年比の3カ月移動平均)

注) 直近値は2024年3月。

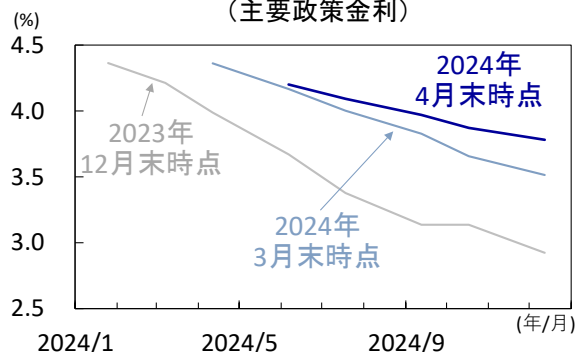
出所) ミアトランタ連銀より当社経済調査室作成

## 【図4】 ECBによる利下げペースの緩慢化観測強まる



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成

ユーロ圏 市場の見込むECB利下げ軌道  
(主要政策金利)

出所) LSEGより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年5月

## 世界

## 4月の為替市場は米ドル優位な環境に

4月の米ドル指数（対主要6通貨）は3月末比+1.6%となりました（図1上・下）。月前半は堅調な米景気や米連邦準備理事会（FRB）高官の利下げ先送りを示唆する発言に加え、中東情勢緊迫化に伴う有事の米ドル買い需要などが米ドル優位な環境を醸成した模様です。月後半は中東情勢の緊張が和らぎ、米景気減速の兆候がうかがえたこともあり、米ドル高の勢いがやや鈍った印象です。

## 世界が抱える地政学リスクに絶えず目配りを

4月はイスラエル・イランを軸に中東情勢の緊張が目立ちましたが、地政学リスクはそれだけではありません。4月下旬に米議会でウクライナへの軍事支援法案が成立、5月はロシア・プーチン大統領就任式（通算5期目）後にウクライナ戦争が激化するリスク、台湾の頼清徳新政権発足を控え中国が揺さぶりをかける可能性もあります。リスク回避の動きが強まる展開にも要注意です。（瀧澤）

## 米ドル

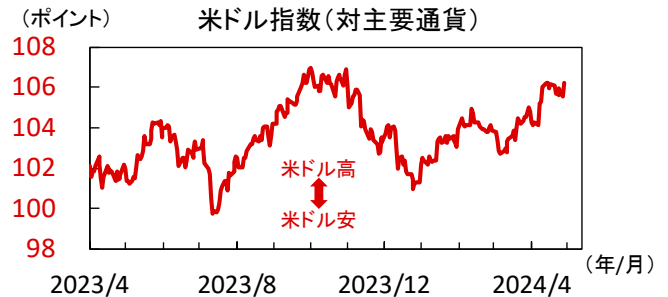
## 米ドル円は一時160円の大台に上昇

4月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）、米ドル円は上昇しました。3月米消費者物価（CPI）等が上振れた事で米利下げ観測が後退し、米ドルが買われる展開となりました。米ドル円は日米金利差が意識され円安が加速し、日銀政策決定会合後には160円台に到達しました。その後は大型連休中に一時154円台に急落し為替介入観測が広がるなど、値動きの激しい展開が続いています。

## 円高転換は期待しづらい展開か

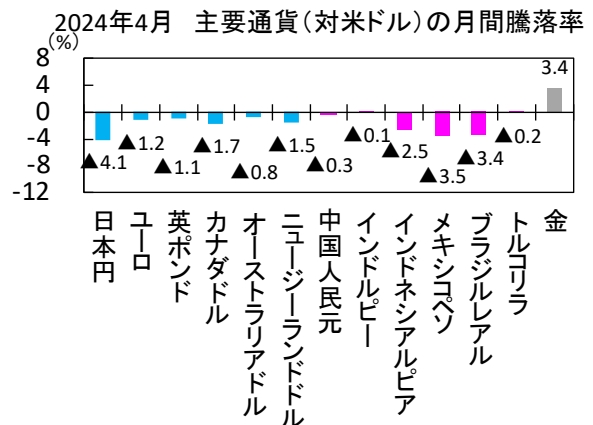
米ドルは底堅い展開を予想します。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しでは、米国の2024年実質GDP成長率が大幅に上方修正され、他国比で米景気の堅調さが際立つ為です。他方、米ドル円は円高転換を期待しづらい展開が続くそうです。米インフレ率上振れが続き、高い米政策金利が長く保たれるとの見方は根強いです。通貨ペアの短期金利差に着目したキャリー取引が活発化しやすく、引き続き米インフレ動向が注目されます。（田村）

【図1】4月の為替市場では利下げ観測の変化も材料に



注) 直近値は2024年4月30日。

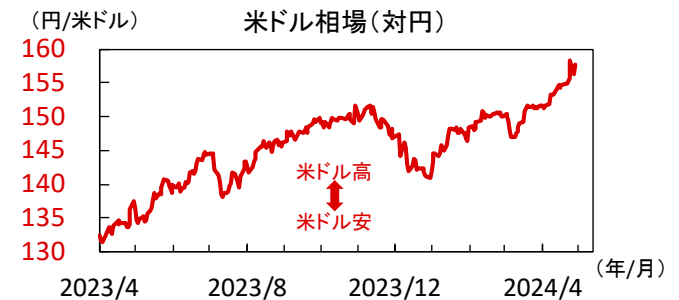
出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 値は2024年4月30日。

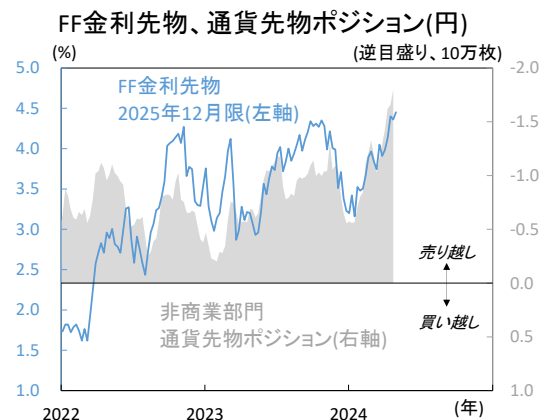
出所) LSEGより当社経済調査室作成

【図2】米政策金利の「高く、長く」を再び織り込む



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年4月30日。通貨先物ポジションは同年23日時点、ヘッジファンド等の投機筋ポジションを反映、買いと売りポジションのネット。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ③ 市場見通し－為替

2024年5月

## ユーロ

## 米FRBによる利下げ観測が一段と後退

4月のユーロ(～30日)は対ドルで▲1.2%と下落しました。欧州中央銀行(ECB)は4月政策理事会で政策金利を据え置くも6月会合での利下げ開始を示唆。一方、予想を上回る物価指標等を受け、米連邦準備理事会(FRB)による利下げ開始の後ずれ観測が強まり、ドル高が進行しました。対円では日銀が金融緩和の継続を示唆したことから日欧金利差が意識され、+3.0%と大きく上昇しました。

## 米欧の利下げ動向に左右される展開が継続

米国では、堅調な景気や物価指標の予想比上振れ等を受けて利下げ観測が一段と後退。追加利上げの可能性も意識され、ドル買いを支えそうです。一方、ユーロ圏ではECBによる6月利下げ開始が濃厚となるも、利下げ開始後の政策金利軌道は依然不透明。域内景気の持ち直しやインフレ下げ渋りリスクを背景に、利下げ幅が小幅に留まる可能性も高まっており、ユーロドルは米欧金融政策動向を睨む一進一退の展開が続きそうです。(吉永)

## オーストラリア(豪)ドル

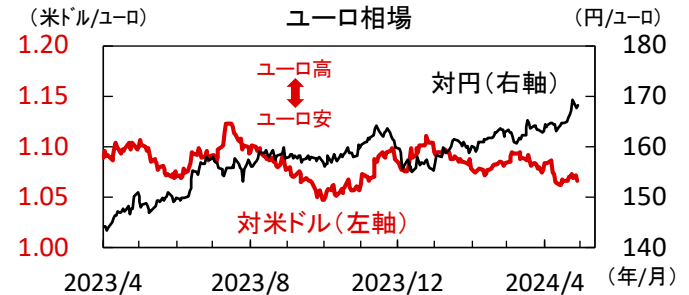
## 中東情勢緊張によるリスク回避で軟化

4月の豪ドルは対米ドルで▲0.7%と下落しました。上半は米利下げ期待が高まる中、米ドル売りが加速し豪ドル堅調。しかし、10日に米3月消費者物価が上振れ、米ドルが全面高となると下落。中旬には中東での地政学的緊張を背景とするリスク回避姿勢が強まり、豪ドルは大きく下落。その後、24日の1-3月期豪消費者物価が上振れ利下げ期待が後退する中、豪ドルは持ち直しました。

## 上値は重く金融政策を巡って振れ易い展開に

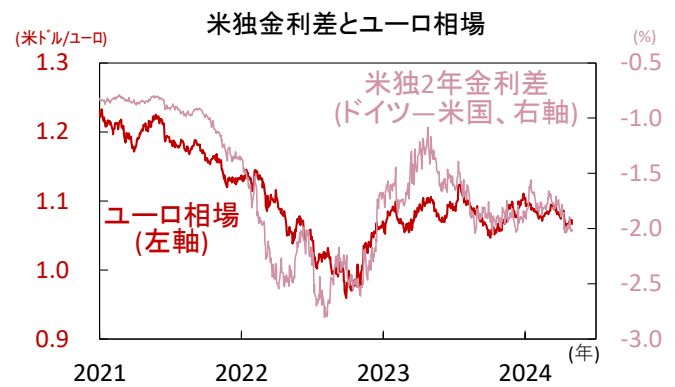
中東情勢を巡る不確実性が残るなかリスク選好が強まりにくいことから、しばらくは豪ドルの上値は重いとみられます。また、最大の貿易相手国である中国の経済が力強さを欠くなか、鉄鉱石価格回復の持続性に不安が残る事も上値を重くしています。当面は豪中銀金融政策会合で現状維持が見込まれるも、声明文や最新の経済・物価見通しの内容、総裁会見での発言次第で、豪金融政策を巡り豪ドルは振れ易い動きとなりそうです。(向吉)

【図3】金融政策動向に左右される展開が継続



注) 直近値は2024年4月30日。

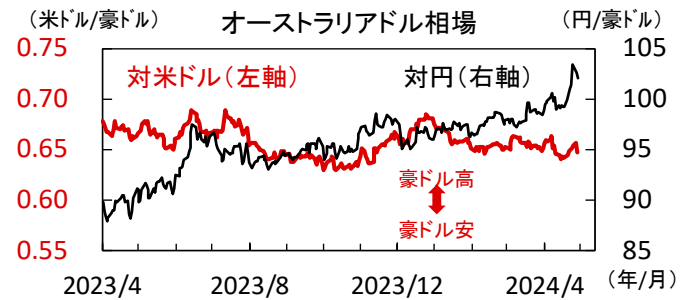
出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年4月30日。

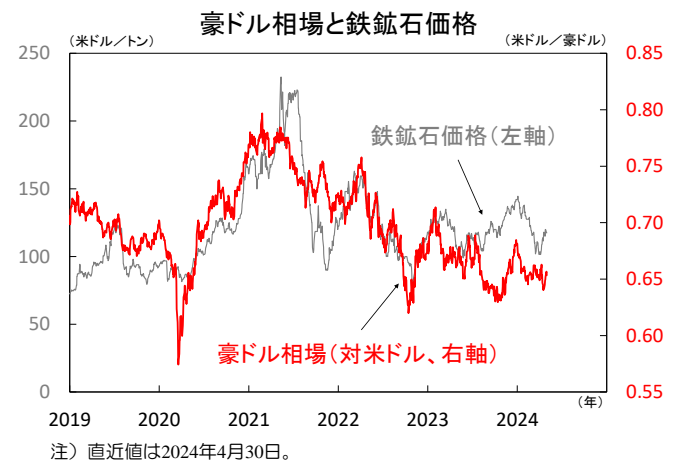
出所) LSEGより当社経済調査室作成

【図4】鉄鉱石価格は反発するも豪ドルは上値重い



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年4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5月


 ニュージーランド(NZ)ドル

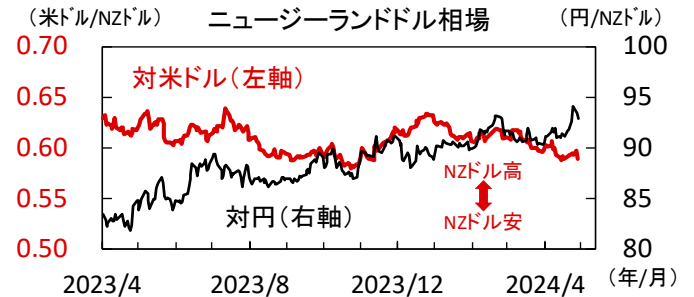
## 米利下げ観測の後退で米ドル高・NZドル軟調

4月のNZドルは対米ドルで▲1.5%と下落しました。NZ中銀が10日の金融政策決定会合で、当面は政策金利を制限的な水準に維持する事を示唆するとNZドルは強含む展開。しかし、同日に公表された米3月消費者物価が上振れ、米ドルが全面高となると上昇幅を急速に縮め、その後軟化。17日公表の1-3月期NZ消費者物価前年比が鈍化すると、NZドルは売られ上値の重い動きとなりました。

## 国内要因のインフレ圧力は依然強い

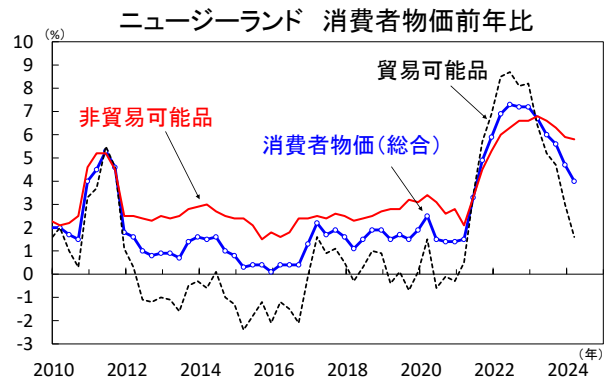
1-3月期のNZ消費者物価は前年比+4.0%となり前期の+4.7%から鈍化。ただし、国内経済の動向を映す非貿易可能品は高い伸びとなり、一部サービスを中心に国内要因のインフレ圧力の持続を示しました。NZ中銀は当面、高金利を維持するとみられ、利下げ転換は早くても今年10-12月期と予想されます。市場の利下げ期待は後退し、NZドルは底堅い動きとなる見通しです。(向吉)

## 【図5】消費者物価のうち非貿易可能品の伸びは高い



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年1-3月期。

出所) NZ統計局より当社経済調査室作成


 インドルピー

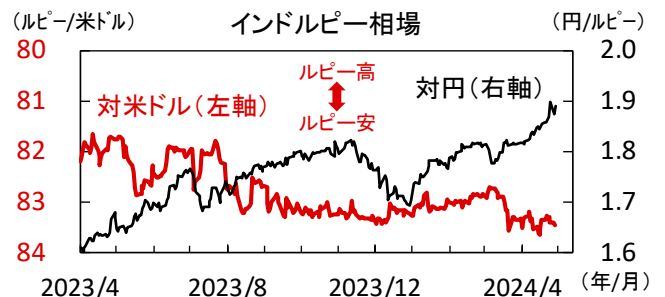
## 4月のルピーはドル高への打たれ強さを発揮

ルピーは4月に対米ドルで▲0.1%下落と、米ドル全面高の中でも下げ幅を抑え打たれ強さを発揮。当局は為替介入で対米ドル相場を安定化させています。4月の同相場は1米ドル83.156~83.575ルピーという狭い範囲で推移。4月初より29日にかけて、株式市場から13.2億ドル、債券市場から18.8億ドルの資本が流出する中でも相場は安定的でした。外貨準備は3月末から4月19日にかけて52.5億ドル減少。ドル売り介入が相場下落を抑えた模様です。

## 当局は今後も当面对米ドル相場を安定化か

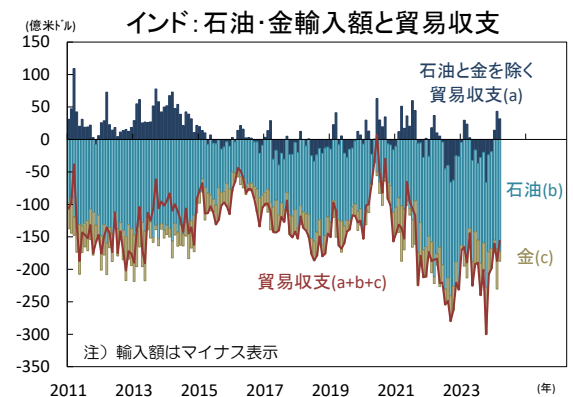
同国は4月19日より6月1日にかけて下院総選挙を実施。当局は為替相場の変動を望んでおらず当面は現行の政策運営を続けるとみられます。相場変動率の低さと相対的な金利水準の高さから、同通貨はキャリー取引の投資対象として選好されがち。サービス黒字の拡大による経常収支の安定化、ルピー建て国債の主要な債券指数への採用に伴う資本流入なども同通貨の支援要因です。ルピーは今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

## 【図6】ルピーは4月に対米ドルで▲0.1%下落



注) 直近値は2024年4月30日。

出所) LSEGより当社経済調査室作成



注) 輸入額はマイナス表示。

出所) インド商工省、CEICより当社経済調査室作成



## ③ 市場見通し－為替

2024年5月

## メキシコペソ

## 米利下げ期待後退などからペソ相場は軟調

ペソは4月に対米ドルで▲3.5%下落。米消費者物価指標の上振れに伴う米利下げ期待の後退や中東情勢の緊迫化がペソ下落の要因とみられます。年初来、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。ペソは堅調な推移を続けてきました。しかし、米国金利の変動性の高まりを受けて安定的なキャリー収益獲得のために積み上げていたペソの買いポジションを解消する動きが見られた模様です。

## 高い実質金利がペソを下支えすると想定

中東情勢の不安定化は懸念されるものの、引き続き高い実質金利がペソを支える見込みです。メキシコ中銀は3月の会合で利下げを実施しましたが、インフレ上振れリスクを警戒。利下げは緩やかなペースで進むことが想定され、高い実質金利水準が維持される見通しです。ただし、米国大統領選挙におけるトランプ氏再選リスクの高まりは不法移民の取り締まり強化を理由に、経済制裁などを通じたメキシコ景気への打撃が懸念されることから、ペソ相場の重しになると想定します。(北村)

## ブラジルリアル

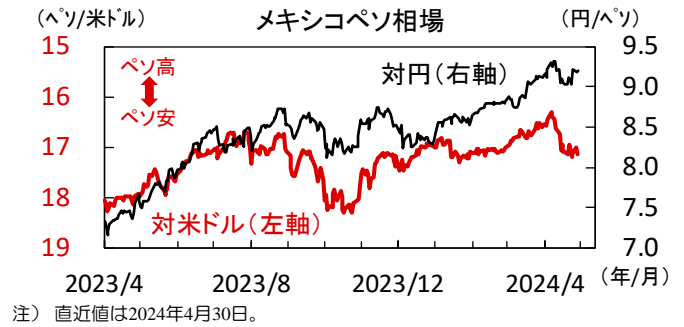
## 米国との金融政策姿勢の違いが意識され軟調

リアルは4月に対米ドルで▲3.4%と軟調。ブラジル中銀(BCB)は3月の金融政策委員会(COPOM)で6会合連続となる0.5%ptの利下げを実施した一方、米国は消費者物価指標の上振れなどを受け早期利下げ観測が後退。中銀の政策姿勢の違いがリアル相場の重しとなった模様です。声明文では次回会合(5月)でも同規模の利下げが示唆されており、0.5%ptの利下げ実施が想定されます。

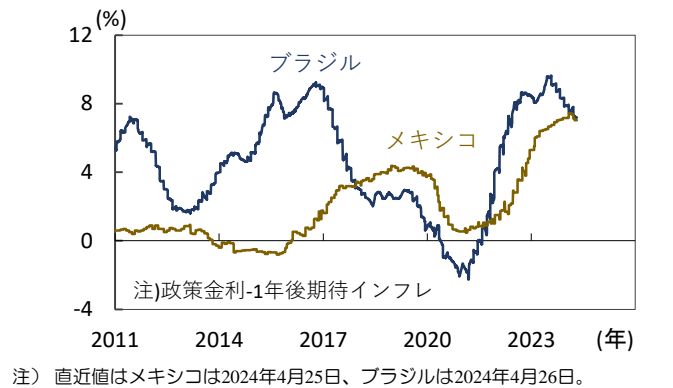
## 政策金利引き下げ幅縮小観測がリアルの支えに

2023年8月にBCBは利下げ局面入りしましたが、足元ではインフレの高止まりを警戒しています。声明文では次々回会合(6月)での利下げ幅縮小の可能性を示唆。米国との金融政策格差がリアルの重しとなる中、インフレ指標上振れなどによる利下げ幅縮小観測はリアルを下支える見込みです。一方、2022年10月のルラ政権発足以降、財政支出が拡大。ボルソナロ前政権下で黒字化した基礎的財政収支は再度赤字に転じています。財政健全化に向けた取り組みは大きな進展が見られず、財政悪化懸念の高まりはリアル相場の重しとなる見込みです。(北村)

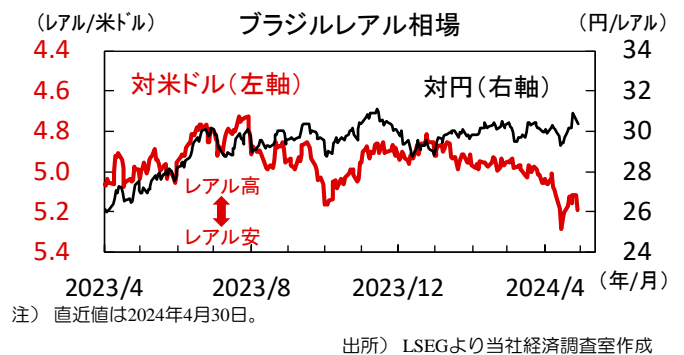
【図7】4月にペソは対米ドルで▲3.5%下落



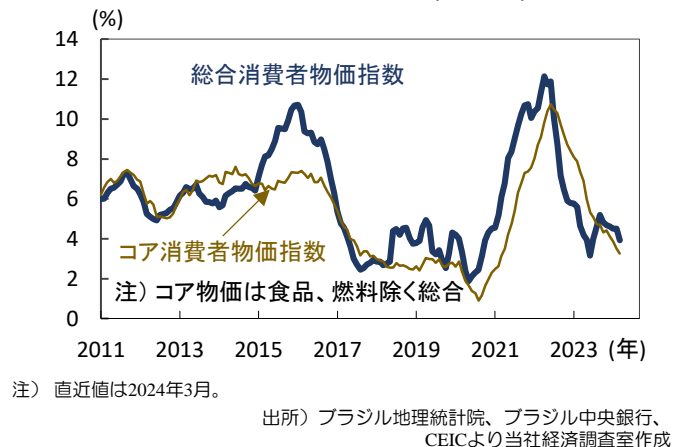
## メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



【図8】4月にリアルは対米ドルで▲3.4%下落



## ブラジル 消費者物価(前年比)



## ③ 市場見通しーリポート

2024年5月

## 日本

## 日本リートは方向感の出難い展開

4月の東証REIT指数は前月比+0.8%と上昇しました。月前半は中東情勢を巡る地政学リスクや3月米消費者物価(CPI)の上振れに伴う米利下げ観測後退が嫌気され、リート価格は軟調に推移しました。月後半にかけては中東情勢への警戒感が和らいだほか、4月の日銀金融政策決定会合では現行の金融政策が維持された事を受け、リート価格は投資家心理が改善する中で持ち直しました。

## リート価格の下値は堅いか

日本リートは上値の重い展開を予想します。市場では2024年末までに日銀の利上げを2回程度織り込む一方、円安が進行する中では追加利上げや国債購入額減額の可能性など国内金利の上昇懸念が残るためです。他方、J-REITの保有物件稼働率は全体的に改善し、オフィスでは賃料も回復しています。日銀金融政策を巡る需給面の弱さは続くと思われるものの、ファンダメンタルズ面の底堅さはリート価格の下値を支えるものとみます。(田村)

## 米国

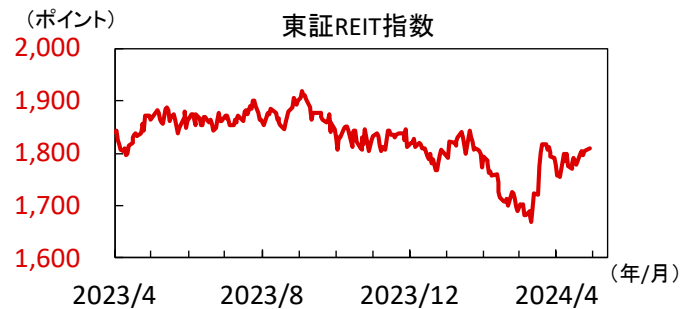
## 米国リートは米金利上昇が重し

4月のS&P米国リート指数は前月比▲7.1%と下落し、用途別では産業用施設や電気通信など幅広く軟調でした。3月米消費者物価(CPI)の上振れ等を受け、米連邦準備理事会(FRB)高官から利下げの後ろ倒しや回数減少を示唆するタカ派的な発言が相次ぎました。市場では利下げ観測後退が続き、米10年国債利回りは一時4.7%台と前月から急上昇するなか、リート価格は軟調に推移しました。

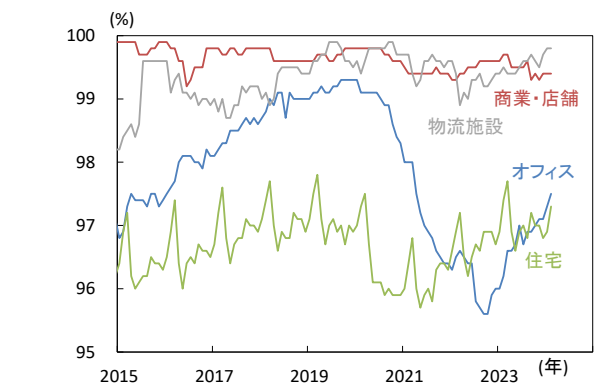
## 引き続き米インフレ動向に注目

米国リートは上値の重い展開を予想します。年始以降の米インフレ率上振れを受け、パウエル米FRB議長は利下げの確信を得るまでより時間がかかる可能性に言及しました。市場では高水準の米政策金利が長く保たれる可能性が意識されています。米国リートの利息負担は低水準ながら上昇しており、高金利環境の長期化はリート価格の重しとなり得ます。当面は米物価統計を通じ、米金融政策の動向を見極める展開が続くとみます。(田村)

## 【図1】オフィス中心に物件稼働率は改善



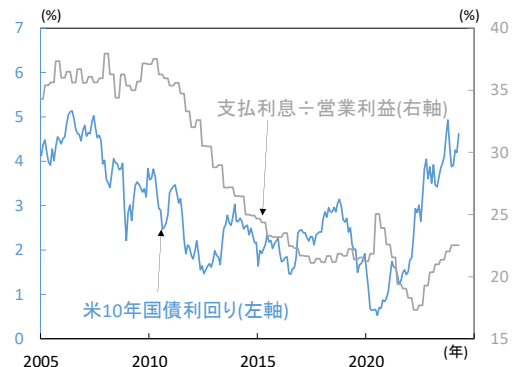
## 日本 J-REIT保有物件の稼働率



## 【図2】高金利環境の継続はリート価格の重し



## 米国 リートの支払利息比(対営業利益)と米10年国債利回り



## ③ 市場見通し－原油

2024年5月

## 原油

中東情勢の緊張緩和で原油価格下落  
世界的な景気回復で価格上昇圧力残る

## 中東の地政学リスク後退から原油価格反落

4月の原油価格(WTI先物)は、月初に1バレル83米ドル近辺でスタート(図1)。1日、イスラエルが在シリアのイラン大使館へ攻撃を行い、中東情勢が緊迫化したことから、原油の供給懸念が高まり価格は上昇。また、メキシコ石油公社であるペメックスが今後数カ月間、原油輸出の一部を停止する計画を発表したことも、供給制約リスクを意識させ価格押し上げの材料となりました。3日には、OPECプラスによる合同閣僚監視委員会(JMMC)が行われ現行の生産量調整を維持することを合意(図2)。原油価格は87米ドル台まで上昇しました。

13日にはイランがイスラエルに対し大規模なミサイル攻撃を開始、19日にはイスラエルによる報復攻撃が行われたことが報道されました。しかし、次第に地政学リスクが落ち着き、月末は82米ドル近辺まで下落しました。

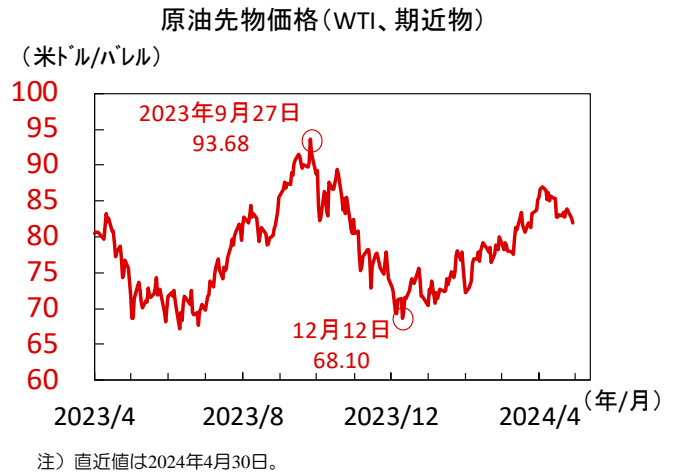
## 5月も原油価格上昇圧力が残りやすい見通し

世界的な景気回復が続く中、原油の需要増加期待が高まっています。米国については3月のISM指数が予想を上回るなど堅調な景気に加え(図3)、ドライブ・シーズンに向けた需要増も期待されます。中国についても1-3月期のGDP成長率が予想を上回る伸びとなり景気回復への期待が高まっています。底堅い米中景気を背景とした需要増加期待から原油価格への上昇圧力が残ると見ます。

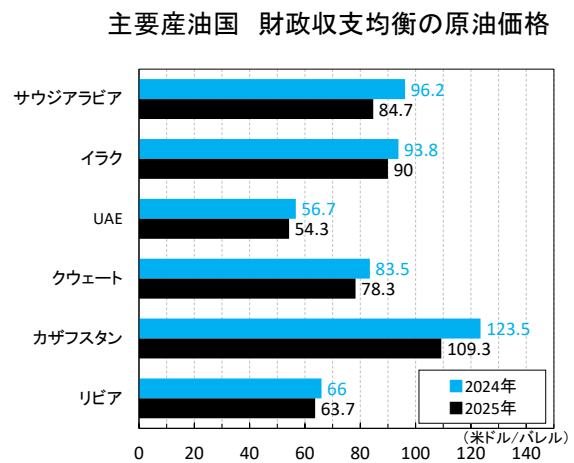
中東の地政学リスクは4月末に一旦和らいだ感があるものの未だ継続しており、今後、中東情勢が不安定化し再び供給懸念が意識された場合、価格上昇圧力が高まるでしょう。また、ロシアでは3月大統領選挙で勝利したプーチン大統領の就任式が5月に控える中、ロシア・ウクライナ戦争が激化する可能性にも警戒が必要と見ます。

原油の需要増加期待が強まる一方、地政学リスクなどで供給懸念が高まり、需給の引き締まりが続くとみられるなか、原油価格への上昇圧力は根強く残ると見ます。また、6月1日にはOPECプラスによる次回の閣僚級会合が開催される予定です。協調減産や一部加盟国による自主減産計画が継続されるかにも注目です。(本江)

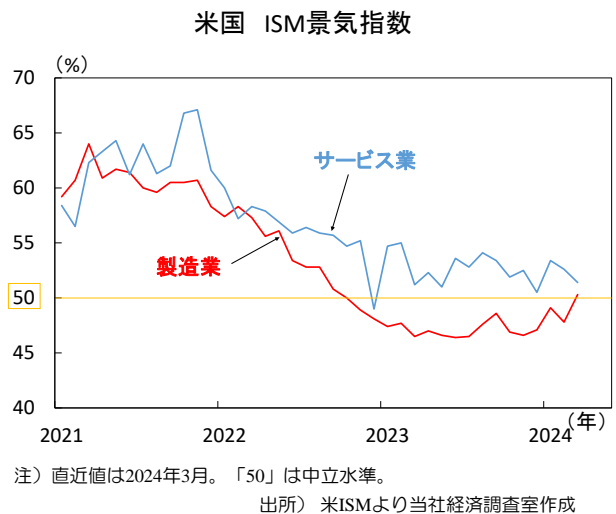
## 【図1】中東情勢の緊張和らぎ原油価格下落



## 【図2】サウジアラビアは高めの原油価格を志向か



## 【図3】米国の景気回復期待は依然高い



## ④ 市場データ一覧

2024年5月

注) 直近値は2024年4月30日

株式		(単位:ポイント)	直近値	3月末	騰落率%	為替(対円)		(単位:円)	直近値	3月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		38,405.66	40,369.44	▲ 4.86	米ドル		157.80	151.31	4.29	
	TOPIX		2,743.17	2,768.62	▲ 0.92	ユーロ		168.28	163.32	3.04	
米国	NYダウ(米ドル)		37,815.92	39,807.37	▲ 5.00	英ポンド		197.11	191.03	3.18	
	S&P500		5,035.69	5,254.35	▲ 4.16	カナダドル		114.51	111.76	2.46	
	ナスダック総合指数		15,657.82	16,379.46	▲ 4.41	オーストラリアドル		102.11	98.70	3.45	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		504.89	512.67	▲ 1.52	ニュージーランドドル		92.90	90.46	2.70	
ドイツ	DAX®指数		17,932.17	18,492.49	▲ 3.03	中国人民元		21.789	20.956	3.98	
英国	FTSE100指数		8,144.13	7,952.62	2.41	インドルピー		1.8905	1.8152	4.15	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,664.10	7,896.90	▲ 2.95	インドネシアルピア(100ルピア)		0.9702	0.9543	1.67	
香港	ハンセン指数		17,763.03	16,541.42	7.39	タイバーツ		4.2419	4.1591	1.99	
中国	上海総合指数		3,104.82	3,041.17	2.09	マレーシアリンギ		33.047	32.022	3.20	
インド	S&P BSE SENSEX指数		74,482.78	73,651.35	1.13	ブラジルリアル		30.382	30.176	0.68	
ブラジル	ボベスパ指数		125,924.19	128,106.10	▲ 1.70	メキシコペソ		9.201	9.129	0.79	
先進国	MSCI WORLD		3,305.30	3,437.76	▲ 3.85	南アフリカランド		8.399	8.016	4.77	
新興国	MSCI EM		1,045.95	1,043.20	0.26	トルコリラ		4.87	4.66	4.54	
新興アジア	MSCI EM ASIA		563.82	557.13	1.20	ロシアルーブル		1.6885	1.6348	3.28	

国債利回り		(単位:%)	直近値	3月末	騰落幅%	政策金利		(単位:%)	直近値	3月末	騰落幅%
日本	10年物		0.872	0.726	0.146	米国	FF目標金利		5.50	5.50	0.00
米国	10年物		4.682	4.206	0.476	ユーロ圏	リファイナンスレート		4.50	4.50	0.00
ドイツ	10年物		2.582	2.293	0.289	英国	バンクレート		5.25	5.25	0.00
英国	10年物		4.351	3.938	0.413	カナダ	オーバーナイト・レート		5.00	5.00	0.00
カナダ	10年物		3.818	3.467	0.351	オーストラリア	キャッシュレート		4.35	4.35	0.00
オーストラリア	10年物		4.416	4.001	0.415	ニュージーランド	キャッシュレート		5.50	5.50	0.00
ニュージーランド	10年物		4.936	4.614	0.322	中国	1年物優遇貸付金利		3.45	3.45	0.00
インド	10年物		7.195	7.052	0.143	インド	レポレート		6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物		7.268	6.692	0.576	インドネシア	7日物リバース・レポ金利		6.25	6.00	0.25
ブラジル	10年物		11.795	10.977	0.818	ブラジル	SELIC金利誘導目標		10.75	10.75	0.00
メキシコ	10年物		9.954	9.264	0.690	メキシコ	オーバーナイト・レート		11.00	11.00	0.00
南アフリカ	10年物		10.675	10.615	0.060	南アフリカ	レポレート		8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物		26.550	25.240	1.310	トルコ	1週間物レポ金利		50.00	50.00	0.00
ロシア	10年物		14.420	13.930	0.490	ロシア	1週間物入札レポ金利		16.00	16.00	0.00

リート		(単位:ポイント)	直近値	3月末	騰落率%	商品		(単位:ポイント)	直近値	3月末	騰落率%
日本	東証リート指数		1,808.73	1,794.97	0.77	原油	WTI先物(米ドル)		81.93	83.17	▲ 1.49
米国	S&P米国REIT指数		1,561.39	1,680.31	▲ 7.08	金	COMEX先物(米ドル)		2,302.90	2,227.10	3.40
欧州	S&P欧州REIT指数		765.43	770.65	▲ 0.68	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		158.43	139.75	13.37
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,125.51	1,219.74	▲ 7.73	穀物	ブルームバーグ商品指数		36.49	36.49	▲ 0.00

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、LSEGより当社経済調査室作成

## ⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2024年5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4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	▲ 1.1	8.8	38.3				▲ 1.1	8.8	38.3	18.1
		海外先進国	▲ 3.3	4.5	19.7	▲ 3.6	3.9	18.9	0.7	11.3	34.7	16.8
		米国	▲ 4.1	4.2	23.3	▲ 4.1	4.2	23.3	0.1	11.6	39.1	17.7
		ユーロ圏	▲ 1.8	6.1	13.7	▲ 2.7	4.4	10.1	1.5	11.8	25.9	16.8
		新興国	1.4	9.9	13.4	0.5	7.9	10.3	4.7	15.3	26.1	14.8
	業種別	IT(情報技術)	▲ 5.5	2.1	34.5	▲ 5.7	1.7	33.4	▲ 1.5	9.1	49.2	17.6
		エネルギー	0.7	11.3	9.9	0.3	10.3	9.1	4.5	17.7	24.9	21.0
		素材	▲ 2.0	6.6	9.1	▲ 2.7	4.7	6.8	1.5	12.1	22.6	11.7
		ヘルスケア	▲ 3.6	1.1	5.0	▲ 4.0	0.1	3.8	0.2	7.5	19.6	14.6
		金融	▲ 3.3	5.5	21.0	▲ 3.9	4.2	19.0	0.4	11.6	34.8	17.6
リート	先進国				▲ 6.3	▲ 3.2	0.4	▲ 2.0	4.2	16.2	4.7	
	日本	1.0	1.8	0.8				1.0	1.8	0.8	1.7	
	米国	▲ 7.1	▲ 3.4	1.8	▲ 7.1	▲ 3.4	1.8	▲ 2.8	4.0	17.5	4.5	
	新興国				▲ 3.2	▲ 2.8	5.2	1.0	4.6	20.9	9.4	
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 5.5				▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 5.5	▲ 2.4
		海外先進国	▲ 1.8	▲ 2.0	▲ 0.3	▲ 2.2	▲ 2.8	▲ 1.7	2.0	4.6	14.1	7.9
		米国	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 2.8	2.0	4.5	13.0	8.7
		ユーロ圏	▲ 1.4	▲ 1.6	2.5	▲ 2.4	▲ 3.1	▲ 0.8	1.9	4.3	15.0	6.7
		オーストラリア	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 2.3	▲ 2.9	▲ 3.3	▲ 4.0	1.4	4.1	11.8	5.6
		新興国(現地通貨)				▲ 2.1	▲ 2.7	1.8	2.1	4.7	17.6	7.7
		新興国(米ドル)				▲ 2.1	0.9	8.4	2.2	8.4	24.2	11.8
	円ヘッジあり	海外先進国							▲ 2.2	▲ 3.1	▲ 5.4	▲ 3.9
		新興国(米ドル)							▲ 2.6	▲ 0.5	1.9	▲ 2.0
	物価連動国債	先進国				▲ 2.5	▲ 2.3	▲ 2.8	1.8	5.1	13.0	7.9
新興国					▲ 4.0	▲ 4.7	2.0	0.3	2.7	17.7	5.3	
社債	投資適格	先進国				▲ 2.2	▲ 2.5	1.6	2.1	5.0	17.3	9.0
		日本	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1				▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3
		米国	▲ 2.3	▲ 2.6	1.4	▲ 2.3	▲ 2.6	1.4	1.9	4.9	17.2	9.5
		欧州	▲ 0.8	▲ 0.5	5.2	▲ 1.8	▲ 2.1	1.9	2.2	5.3	17.3	7.6
		新興国(米ドル)				▲ 1.2	▲ 0.4	3.6	3.0	7.1	19.4	11.7
	ハイ・イールド	先進国				▲ 1.0	0.4	8.9	3.3	7.8	24.7	12.4
		米国	▲ 1.0	0.5	8.9	▲ 1.0	0.5	8.9	3.3	7.9	24.7	12.4
		欧州	▲ 0.1	0.7	10.2	▲ 1.1	▲ 0.9	6.8	2.9	6.5	22.3	9.5
		新興国(米ドル)				▲ 0.5	2.4	9.3	3.8	9.8	25.1	15.8
	転換社債	先進国				▲ 2.7	0.8	8.1	1.5	8.2	23.9	11.9
新興国					▲ 1.6	9.2	17.8	2.6	16.6	33.5	14.3	
商品	総合				2.7	4.5	2.9	7.0	11.9	18.7	16.8	
	金				3.4	11.8	14.6	7.6	19.2	30.4	22.9	
	原油				0.0	11.0	19.2	4.3	18.4	35.0	29.6	
他	MLP				▲ 1.2	7.7	34.5	3.0	15.1	50.2	24.4	
	バンクローン				0.6	2.4	12.0	4.9	9.8	27.7	15.0	

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5月

## ● 2024年5月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
<b>4/29</b> (欧) 4月 ユーロ圏景況感指数	<b>30</b> (日) 3月 鉱工業生産(速報) (日) 3月 労働関連統計 (日) 3月 小売売上高 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～5月1日) (米) 2月 S&P375インデックス ケース・シャー住宅価格指数 (米) 4月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード) (米) 4月 シカゴ購買部協会 景気指数	<b>5/1</b> (米) パウエルFRB議長記者会見 (米) 3月 建設支出 (米) 4月 ADP雇用統計 (米) 4月 ISM製造業景気指数 (欧) 1-3月期 実質GDP(速報) (独) 1-3月期 実質GDP(速報) (独) 4月 失業者数 (中) 4月 製造業PMI(政府) (中) 4月 非製造業PMI(政府) (中) 4月 製造業PMI(財新)	<b>2</b> (日) 4月 マネタリーベース (日) 4月 消費者態度指数 (米) 3月 製造業受注(確報) (米) 3月 貿易収支 (豪) 3月 貿易統計 (豪) 3月 住宅建設許可件数	<b>3</b> (米) 4月 労働省雇用統計 (米) 4月 ISMサービス業景気指数 (欧) 3月 失業率 (仏) 3月 鉱工業生産 (伯) 3月 鉱工業生産
<b>6</b> (欧) 5月 Sentix投資家信頼感指数	<b>7</b> (独) 3月 製造業受注 (英) 4月 新車登録台数 (豪) 金融政策決定会合 (伯) 金融政策委員会 (COPOM、～8日)	<b>8</b> (米) 3月 卸売在庫(確報) (独) 3月 鉱工業生産 (伯) 3月 小売売上高	<b>9</b> (日) 3月 毎月勤労統計 (日) 3月 景気先行指数 (日) 4月 工作機械受注 (英) 金融政策委員会(MPC) (英) 4月 RICS住宅価格 (中) 4月 貿易統計	<b>10</b> (日) 3月 家計調査 (日) 3月 経常収支 (日) 4月 銀行・信金貸出動向 (日) 4月 景気ウォッチャー (米) 4月 月次財政収支 (米) 5月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (伊) 3月 鉱工業生産 (英) 1-3月期 実質GDP(速報) (英) 3月 鉱工業生産 (印) 3月 鉱工業生産 (伯) 4月 消費者物価(IPCA)
<b>11</b> (中) 4月 消費者物価 (中) 4月 生産者物価	<b>14</b> (日) 4月 国内企業物価 (米) 4月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 4月 生産者物価 (独) 5月 ZEW景況感指数 (英) 3月 失業率(ILO基準)	<b>15</b> (米) 4月 消費者物価 (米) 4月 小売売上高 (米) 5月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 5月 NAHB住宅市場指数 (欧) 1-3月期 実質GDP(改定) (欧) 3月 鉱工業生産	<b>16</b> (日) 1-3月期 実質GDP(速報) (米) 4月 輸出入物価 (米) 4月 鉱工業生産 (米) 4月 住宅着工・許可件数 (豪) 4月 雇用統計	<b>17</b> (米) 4月 景気先行指数 (中) 4月 鉱工業生産 (中) 4月 小売売上高 (中) 4月 都市部固定資産投資
<b>13</b> (日) 4月 マネーストック (豪) 4月 NAB企業景況感指数 (欧) ユーロ圏財務相会合 EU財務相会合(～14日)	<b>21</b> (豪) 5月 消費者信頼感指数	<b>22</b> (日) 3月 機械受注 (日) 4月 貿易統計 (米) FOMC議事録 (4月30日-5月1日分) (米) 4月 中古住宅販売件数 (英) 4月 消費者物価 (英) 4月 生産者物価	<b>23</b> (日) 5月 製造業PMI (日) 5月 サービス業PMI (米) 4月 新築住宅販売件数 (米) 5月 製造業PMI(速報) (米) 5月 サービス業PMI(速報) (欧) 5月 サービス業PMI(速報) (欧) 5月 消費者信頼感指数	<b>24</b> (日) 4月 消費者物価(全国) (米) 4月 製造業受注(速報) (米) 4月 耐久財受注 (米) 5月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (独) 1-3月期 実質GDP(改定) (英) 4月 小売売上高 (英) 5月 GfK消費者信頼感指数
<b>20</b> (日) 3月 第3次産業活動指数	<b>28</b> (日) 4月 企業向けサービス価格 (米) 3月 S&P375インデックス ケース・シャー住宅価格指数 (米) 5月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	<b>29</b> (日) 5月 消費者態度指数 (米) ベージュブック (地区連銀経済報告) (欧) 4月 マネーサプライ(M3) (独) 6月 GfK消費者信頼感指数 (豪) 4月 景気先行指数	<b>30</b> (米) 1-3月期 実質GDP (2次速報) (米) 4月 中古住宅販売 仮契約指数 (米) 4月 卸売在庫(速報) (欧) 4月 失業率 (欧) 5月 ユーロ圏景況感指数 (豪) 4月 住宅建設許可件数	<b>31</b> (日) 4月 労働関連統計 (日) 4月 小売売上高 (日) 4月 鉱工業生産(速報) (米) 4月 個人所得・消費 (米) 5月 シカゴ購買部協会 景気指数 (中) 5月 製造業PMI(政府) (中) 5月 非製造業PMI(政府)
<b>27</b> (独) 5月 ifo景況感指数				

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

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

## 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5月1日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

## 本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。

TOPIX（東証株価指数）、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。

ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。

STOXXリミテッドはストックส์・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。

FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとし、FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。

MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU、MSCI EM ASIAに対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

FTSE世界国債インデックス、FTSE世界国債インデックス（除く日本）、FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）のデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

ICE BofAML Global Corporate Index、ICE BofAML Japan Corporate Index、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML Global High Yield Index、ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJアセットマネジメントは許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、J.P. Morgan GBI-EM Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複写、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2024 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的権利を有しています。

ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>）に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

S&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。

ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、Frank Russell Companyに帰属します。



## 三菱UFJアセットマネジメント

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

# INVESTMENT STRATEGY MONTHLY