

2023年 夏号

グローバル時代の投資戦略

世界経済は軟着陸に向かうのか

三菱UFJ国際投信

Introduction

I. 2023年前半に、利上げペースを落とした先進国中央銀行

2023年に入り、世界的なインフレ鈍化傾向が見られるなか、中央銀行は金融引き締めペースを緩めています。米連邦公開市場委員会（FOMC）はFF金利引き上げ幅を2022年12月:+0.50%→2023年2月（開催日は1月31日-2月1日）:+0.25%（3月と5月も同ペース維持）に、欧州中銀（ECB）も金利引き上げ幅を2023年3月:+0.50%→5月:+0.25%に縮小しています。

2020年来の大型景気対策で急増した需要が高インフレや金融引き締めに伴い減速する一方、新型コロナウイルス収束に伴う生産活動・物流網の正常化で供給制約が緩和、ウクライナ戦争で拍車がかかった資源高も一巡し、インフレ要因は少しずつ解消されています。ですが、直近のインフレ率（消費者物価総合の前年比）を見ると、米国が+4.9%、ユーロ圏が+7.0%と中銀目標の+2%をはるかに上回る水準にあります。また、基調的な物価動向を決定づける賃金は、労働市場引き締まりを背景にいまだ高い伸びが続くなど、インフレ収束は道半ばです。4月に一度利上げを休止したオーストラリア準備銀行（RBA）が5月に予想外の利上げ再開を決めた例が示すように、中央銀行は、需要の伸びを持続的に潜在成長率以下に抑え労働需給ひっ迫感を和らげた上で、インフレ収束が見通せるまで金融引き締め姿勢を保つと想定します。

II. 2023年後半の焦点は、景気が期待通りに持ち直すか

中央銀行が常に今後の政策はデータ次第と繰り返し強調する以上、米国を例にとれば、市場はFOMCが重要視する個人消費支出（PCE）デフレーターや消費者物価、賃金を含めたインフレ関連指標、消費動向やそれを左右する雇用情勢を丹念に精査しつつ、金融政策動向を見極める展開が続くそうです。インフレ率については、エネルギー高一巡、供給網の正常化、住宅市場減速に伴う家賃の伸び鈍化などを背景に、当面は低下傾向が続くと見られます。FOMCは現行のFF目標金利（5月19日時点で5.00-5.25%）を維持、ECBも今夏で利上げを休止し、昨年来の累積的な利上げによる景気・物価への影響を見極める局面に移行しそうです。

3月に米国で一部地銀が破綻、金融不安が意識されたことで、金融市場は米利上げ休止のさらに先、利下げ再開を見据えています。ただし、直近5月FOMCで、パウエル連邦準備理事会（FRB）議長は利上げ休止の可能性を示唆しつつも、今年内の利下げは適切でないとしてけん制しています。昨秋以降の底堅い株価の動きが示すように、市場はFRBの利下げ転換を前提に景気軟着陸シナリオを描いていますが、金融引き締めの景気に対する影響が半年から1年程度遅れて顕在化する傾向があることを踏まえれば、過度な楽観は禁物でしょう。

III. 分断が進むなか、低インフレ・低金利時代への回帰が困難となる可能性

国際情勢は混迷の度合いを増しています。中東では、3月にイランがサウジアラビアと国交を再開という良いサプライズもあったものの、対ロシアへの武器支援を巡りG7との対立は持続、アフリカでは4月からスーダン内戦が激化するなど、ウクライナ戦争を筆頭に世界の地政学問題は枚挙に暇がありません。2024年には、米国・ロシア・インドネシアで大統領選挙、インド・南アフリカで総選挙を控えていますが、主要国が内政に気を取られ、気候変動や貧困・食糧危機など、国際協調で取り組むべき地球規模の課題が棚上げされる懸念もあります。

世界全体では、従来からの人権・民主主義などの価値観やロシア制裁を巡る摩擦に加え、米中関係が半導体輸出規制や偵察気球問題で一段とこじれるなか、米欧の西側陣営と中露など反米陣営の対立が先鋭化、グローバル・サウスと呼ばれる新興諸国への影響力を巡る綱引きを含め、世界の分断は日増しに深まっている印象です。1989年の東西冷戦終結後、グローバル化の進展に伴うヒト・モノ・カネ・情報の自由な移動が阻害されれば、その恩恵として確立した低インフレ下での経済安定成長構造が崩れるリスクもあります。投資の視点からは、混とんとした国際情勢を乗り切る、真の実力ある国や企業の見極めが重要となりそうです。

Contents

1. 世界経済

景気は持ち直すか？

P3 – 10

2. 注目点

混迷の時代へ

P11 – 16

3. 日本経済

経済再開の動きから景気の回復期待が高まる

P17 – 22

4. 米国経済

年後半の成長減速は既定路線、金融政策の転換なるか

P23 – 32

5. 欧州経済

景気後退は回避も、低空飛行

P33 – 36

6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀は利上げ終了時期を探る展開

P37 – 38

7. 中国経済

コロナ感染収束を経て家計消費主導で景気は回復中

P39 – 42

8. 新興国

主要国の利上げはほぼ一巡、景気は緩やかに鈍化

P43 – 50

9. 為替相場

円安は再開するのか

P51 – 56

10. 投資戦略

薄氷を踏む局面が続く

P57 – 62

11. 長期分析

世界経済の成長とインフレの長期的な環境認識

P63 – 65

1. 世界経済：景気は持ち直すか？

- ◆ 2020年春以降の世界経済は、新型コロナウイルス感染大流行に伴う記録的な景気後退から立ち直り、経済正常化が進み景気回復が加速しました。ただし、2021年後半からはインフレが高進し金融緩和修正が進むなか、2022年にはウクライナ戦争が発生し、景気の先行き不安が広がりました。
- ◆ 2023年に入り、インフレ沈静化の兆しが見られ始め、景気悪化懸念は和らぎつつあります。金融市場が期待する世界経済軟着陸の実現には、インフレ収束と金融引き締め一巡が鍵となりそうです。

● 2024年に向け景気の軟着陸を期待

実質GDP(前年比、%)の実績と予測

	実績				予測			実績				予測	
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
世界	2.8	▲2.8	6.3	3.4	3.0	3.2	中国	6.0	2.2	8.5	3.0	5.8	4.8
米国	2.3	▲2.8	5.9	2.1	1.0	1.5	インド	3.9	▲5.8	9.1	6.8	6.0	6.2
ユーロ圏	1.6	▲6.1	5.4	3.5	0.6	0.9	インドネシア	5.0	▲2.1	3.7	5.3	5.0	5.2
日本	▲0.4	▲4.3	2.1	1.1	1.1	1.0	ブラジル	1.2	▲3.3	5.0	2.9	1.0	1.5
英国	1.6	▲11.0	7.6	4.0	0.1	0.7	メキシコ	▲0.2	▲8.0	4.7	3.1	1.5	2.0
オーストラリア	1.9	▲1.8	5.2	3.7	1.7	1.6	ロシア	2.2	▲2.7	5.6	▲2.1	▲2.2	1.7
							トルコ	0.8	1.9	11.4	5.6	2.5	3.0
							南アフリカ	0.3	▲6.3	4.9	2.0	0.8	1.6

注) 値は2019～2022年が実績(IMF推計)。予測(2023～2024年)は三菱UFJ国際投信(2023年5月18日時点)。

出所) IMF(国際通貨基金)より三菱UFJ国際投信作成

● 2023年秋以降、米国では長期金利低下もあり株式が底堅さを増す展開に

2019-2023年 米国株式・金利



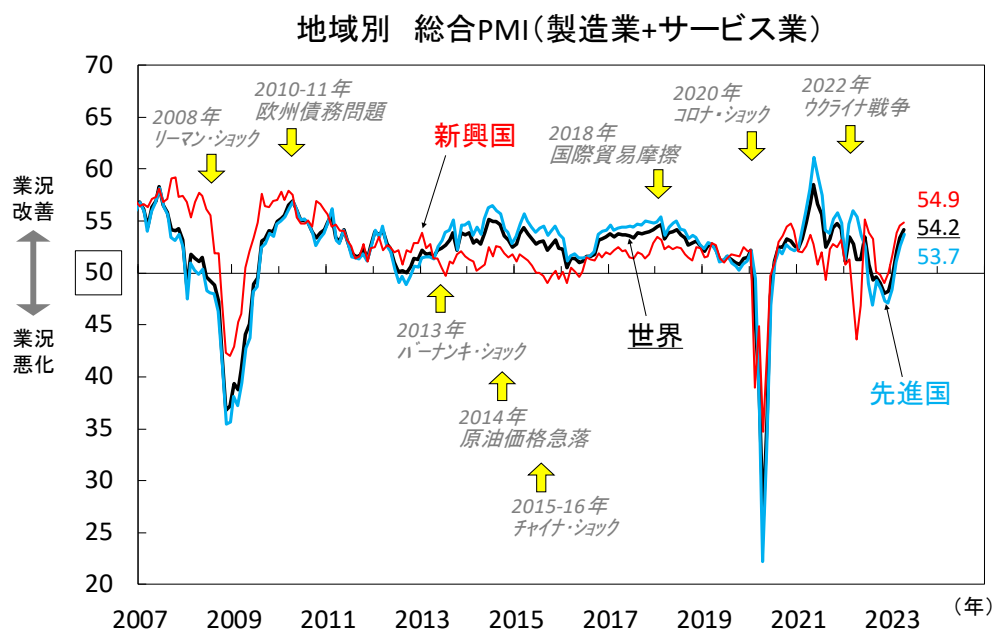
注) 直近値はすべて2023年5月12日。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

企業活動はサービス業主導で回復基調保つ

- ◆ 2021年に入り、各国で新型コロナ感染が収束し、経済活動制限が緩和され、業況改善の流れが製造業からサービス業へ広がりました。ただし、世界的な供給不足やウクライナ戦争発生で拍車のかかった資源高を受け、2022年には世界的インフレという問題に直面し、景気は減速感を強めました。
- ◆ 2023年に入り、世界的にインフレが鈍化、ゼロコロナを全面解除した中国、ウクライナ戦争で懸念された冬場のエネルギー危機を乗り越えた欧州を中心に業況はサービス業主導で持ち直しています。

● 先進国・新興国ともに企業活動は全体として底打ち

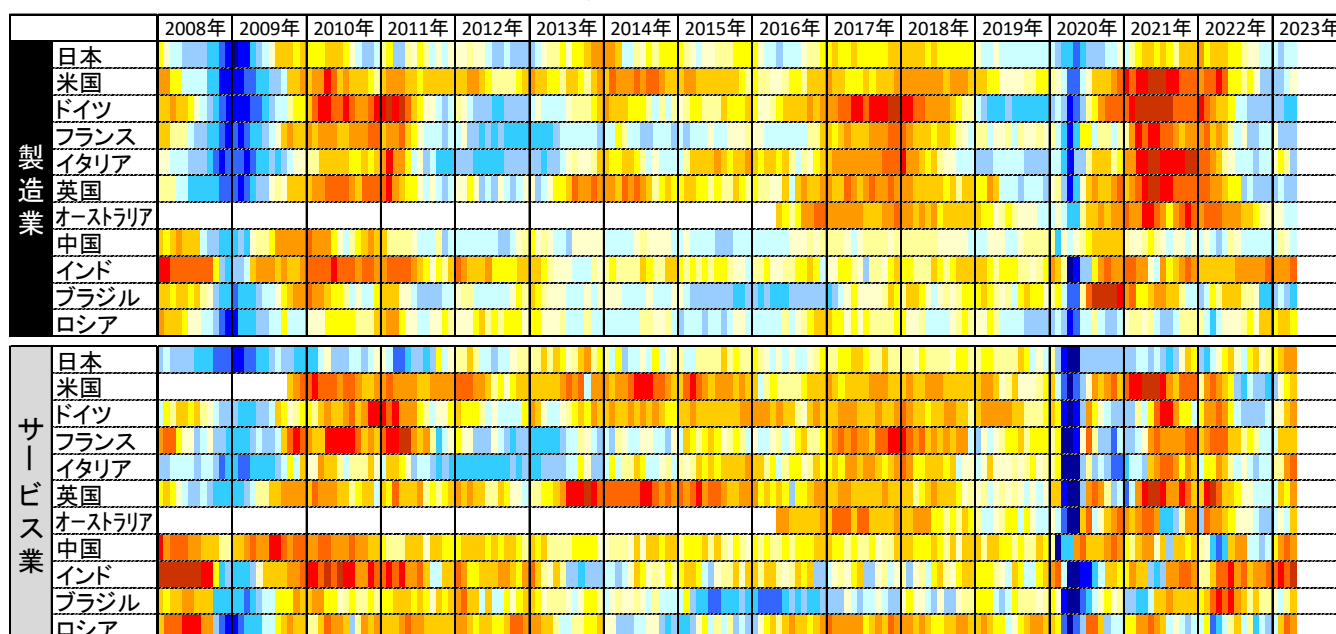


注) 直近値は2023年4月。

出所) S&Pグローバル、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● ただし、製造業とサービス業で温度差も目立つ

主要国 製造業・サービス業PMI



注) データのない期間は無色で表記。
直近値は2023年4月。

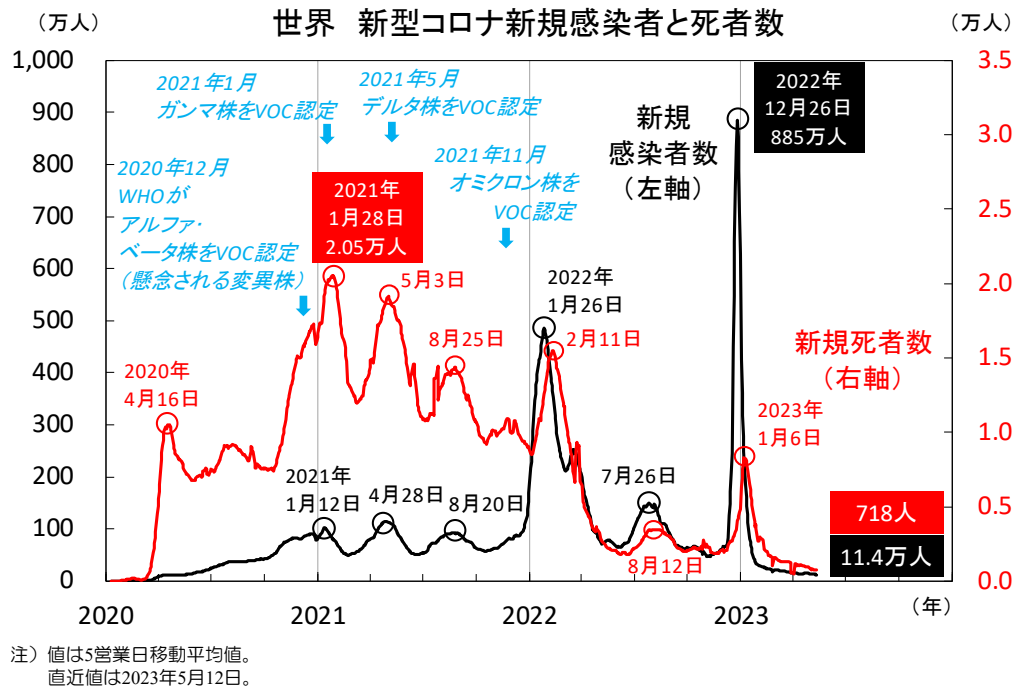
表内の色
数値範囲 38 42 45 47 49 50 51 52 53 55 57 59 62

出所) S&Pグローバル、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

新型コロナ感染リスクが後退し、着実に進む経済正常化

- ◆ 新型コロナウイルス感染は完全収束に近づいています。2020年春以降の感染爆発、2021年冬のおミクロン変異株発生、2022年冬の中国ゼロコロナ解除に伴う感染急増など、幾多の難局に直面しましたが、ワクチンや治療薬普及に伴う重症化リスク軽減もあり、感染の波は抑えられています。
- ◆ 感染が収束し、インフレの一因となっていた世界の生産体制・物流網の混乱は収まりつつあります。ただし、製造業に比べサービス業の物価が高止まるなど、インフレ安定は道半ばの状態です。

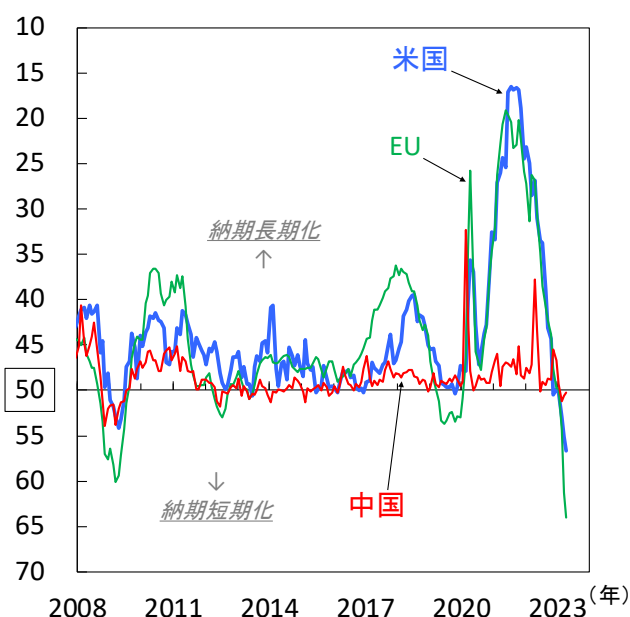
● 新型コロナ感染は完全収束に向け一段と前進



出所) WHO (世界保健機関)、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

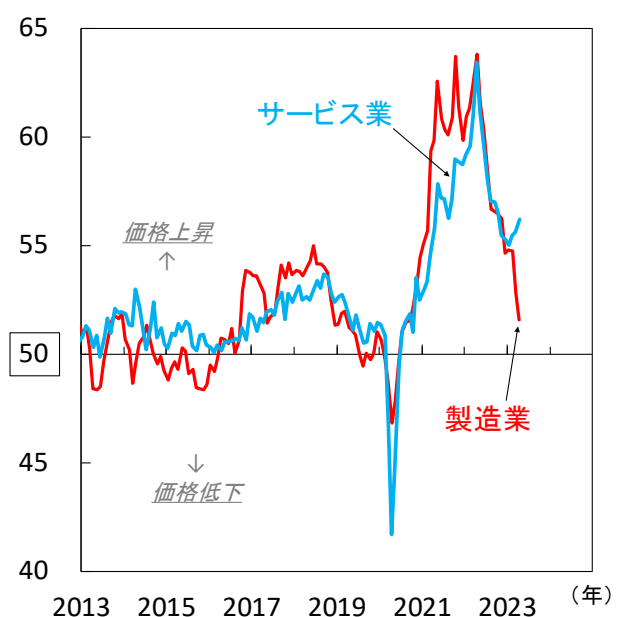
● 世界の供給網は徐々に修復、製造業では納期が正常化しコストも安定化へ

主要国 製造業サプライヤー納期指数



出所) S&Pグローバル、財新、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

世界 販売価格指数(業種別)

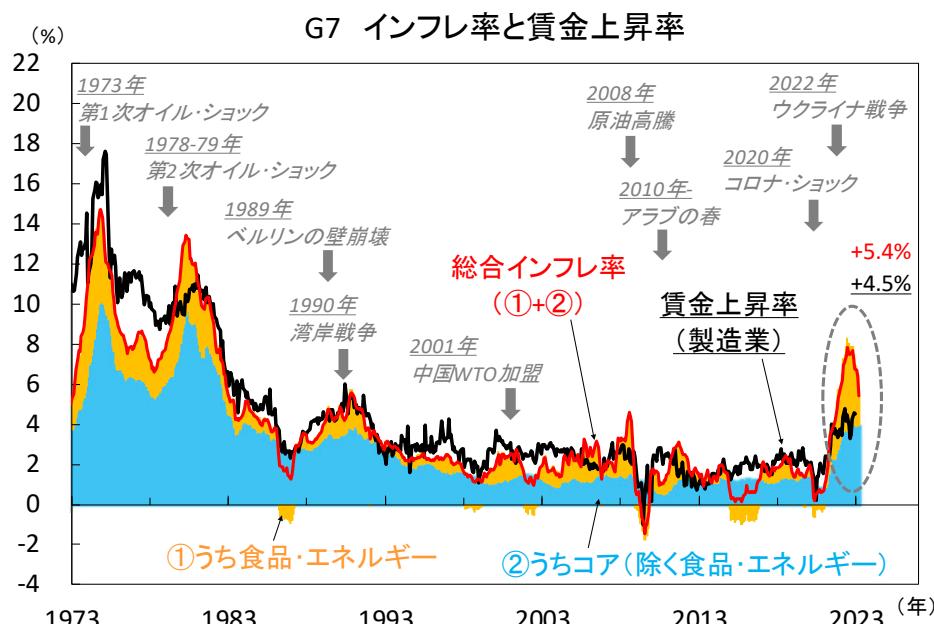


出所) S&Pグローバル、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

しつこいインフレの根底にある需給不均衡

- ◆ 各国ともコロナ・ショック克服に向けた巨額の財政政策が奏功し、世界経済は急回復しました。しかし足元は、強すぎる需要に供給が追いつかない状態が続いており、インフレが長引いています。
- ◆ エネルギー価格低下で、総合物価の伸びが鈍化に転じるも、それらを除くコア物価は、中心となるサービス物価を左右する賃金の堅調な上昇もあり高止まっています。労働者側の賃上げ要求が続く、企業側がそれを最終価格に転嫁する動きが繰り返されれば、インフレ沈静化は遅れそうです。

● 総合物価は鈍化、だが賃金に左右されやすいサービスなどコア物価は高止まり

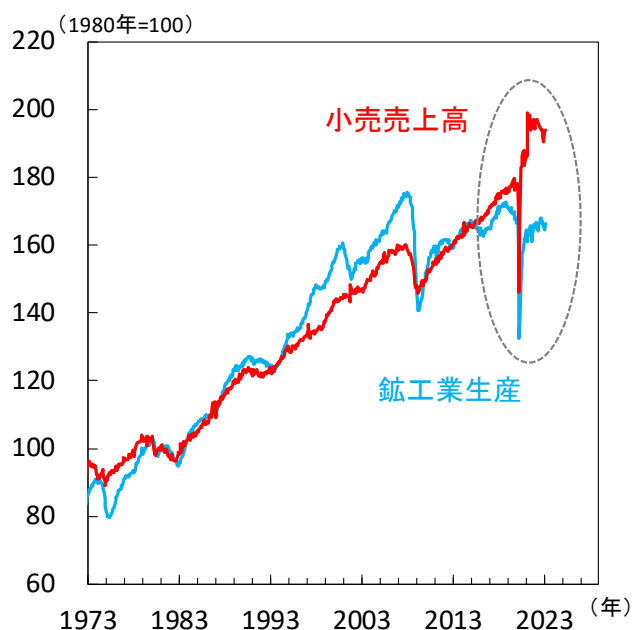


注) G7は先進7カ国、WTOは世界貿易機関。総合インフレ率は消費者物価総合の前年比、賃金上昇率は平均週給の前年比。総合インフレ率の寄与度分解に利用した構成項目のウエイトは回帰分析(対象期間は1973年1月～直近)で簡便的に算出。直近値は賃金上昇率が2022年12月、総合インフレ率(および寄与度)が2023年3月。

出所) 経済協力開発機構(OECD)、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 需給格差はいまだ埋まらず、主要国企業は労働者確保に苦慮

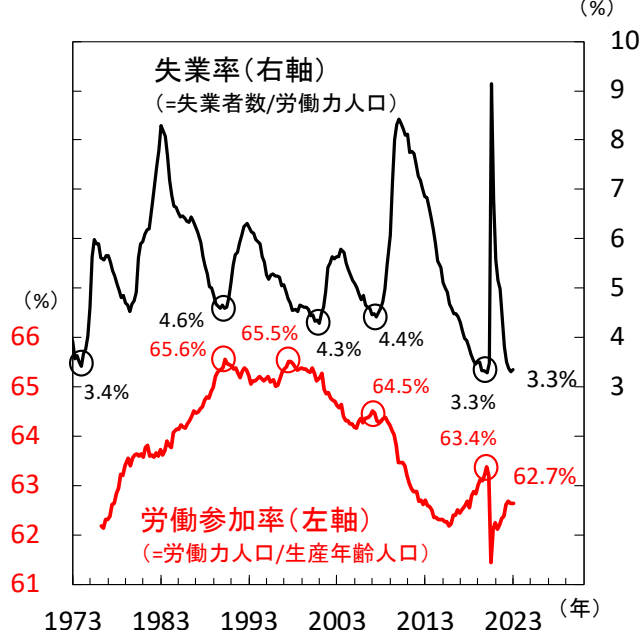
G7 鉱工業生産と小売売上高



注) 数量ベース。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年2月。

出所) OECDより三菱UFJ国際投信作成

主要先進国 労働参加率と失業率



注) 生産年齢人口は15歳以上。労働力人口=就業者数+失業者数。対象国は米国・日本・英国・カナダ。労働参加率のデータは1976年以降。直近値は2022年10-12月期。

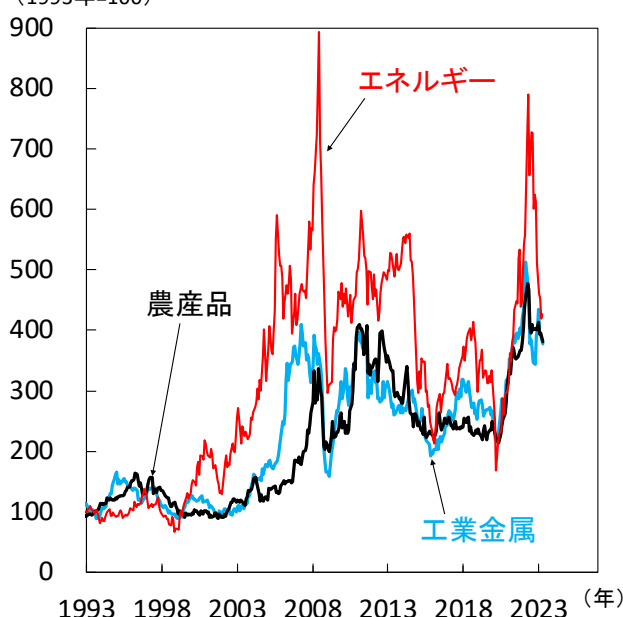
出所) OECDより三菱UFJ国際投信作成

資源価格高騰は一巡も予断許さず

- ◆ ウクライナ戦争直後のエネルギー価格急騰（米欧の対ロシア経済制裁で、ロシアからの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識）は一巡しましたが、同戦争が長期化するなか先行きは不透明です。
- ◆ また、戦争当事国のウクライナとロシアが一大農業国である点（ロシアは有数の化学肥料国）を考慮すると、食品価格の行方にも注意が必要です。中長期的には、世界的なデジタル化や脱炭素に向けたクリーンエネルギー推進（電気自動車（EV）など）を支える鉱物資源の動きにも要注意です。

● ウクライナ戦争直後の資源高は一巡、だが過去に比べ高水準にとどまる品目も

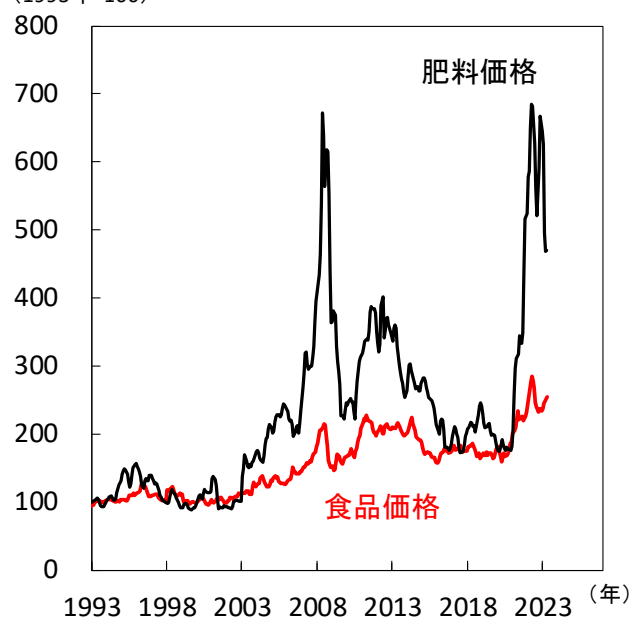
（1993年=100） 主な一次産品価格



注）ブルームバーグ商品指数のサブインデックス（米ドル）に基づく。
指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年4月。

出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

（1993年=100） 世界 食品・肥料価格

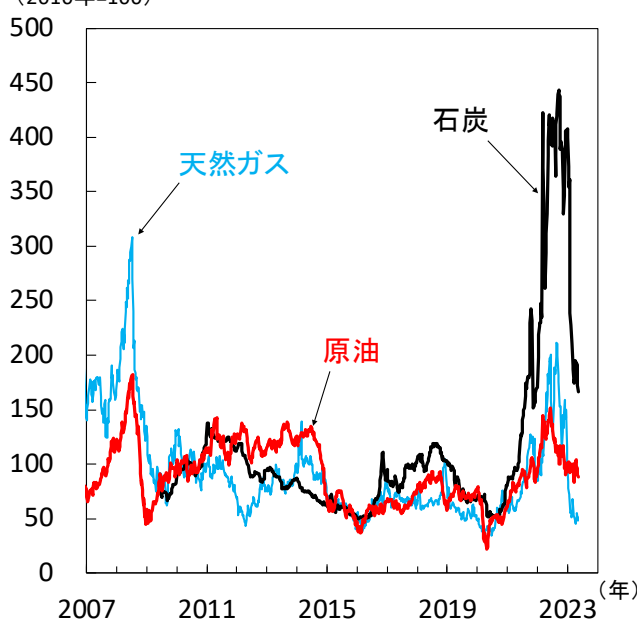


注）指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年4月。

出所）IMFより三菱UFJ国際投信作成

● 急速に低下した化石燃料価格、脱炭素分野に不可欠な鉱物資源もつれ安に

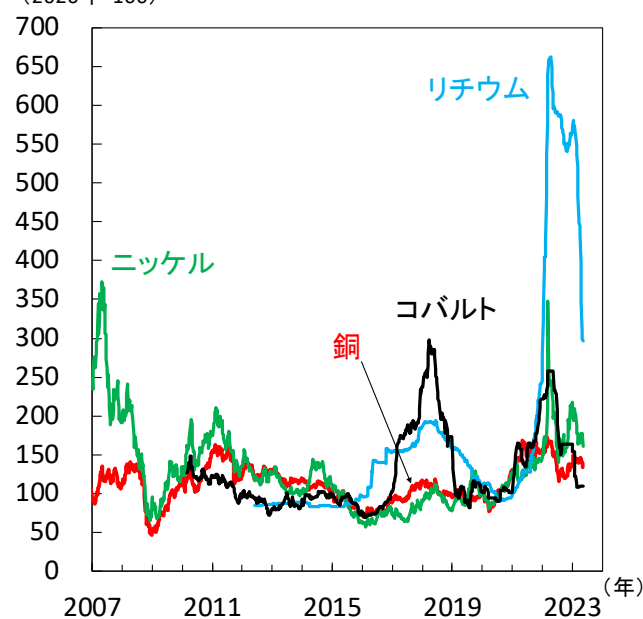
（2010年=100） 原油・天然ガス・石炭価格



注）原油はWTI先物、天然ガスはニューヨーク天然ガス先物、
石炭は豪ニューカッスル港積み出しの先物価格。
指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年5月12日。

出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

（2020年=100） 主な鉱物資源価格



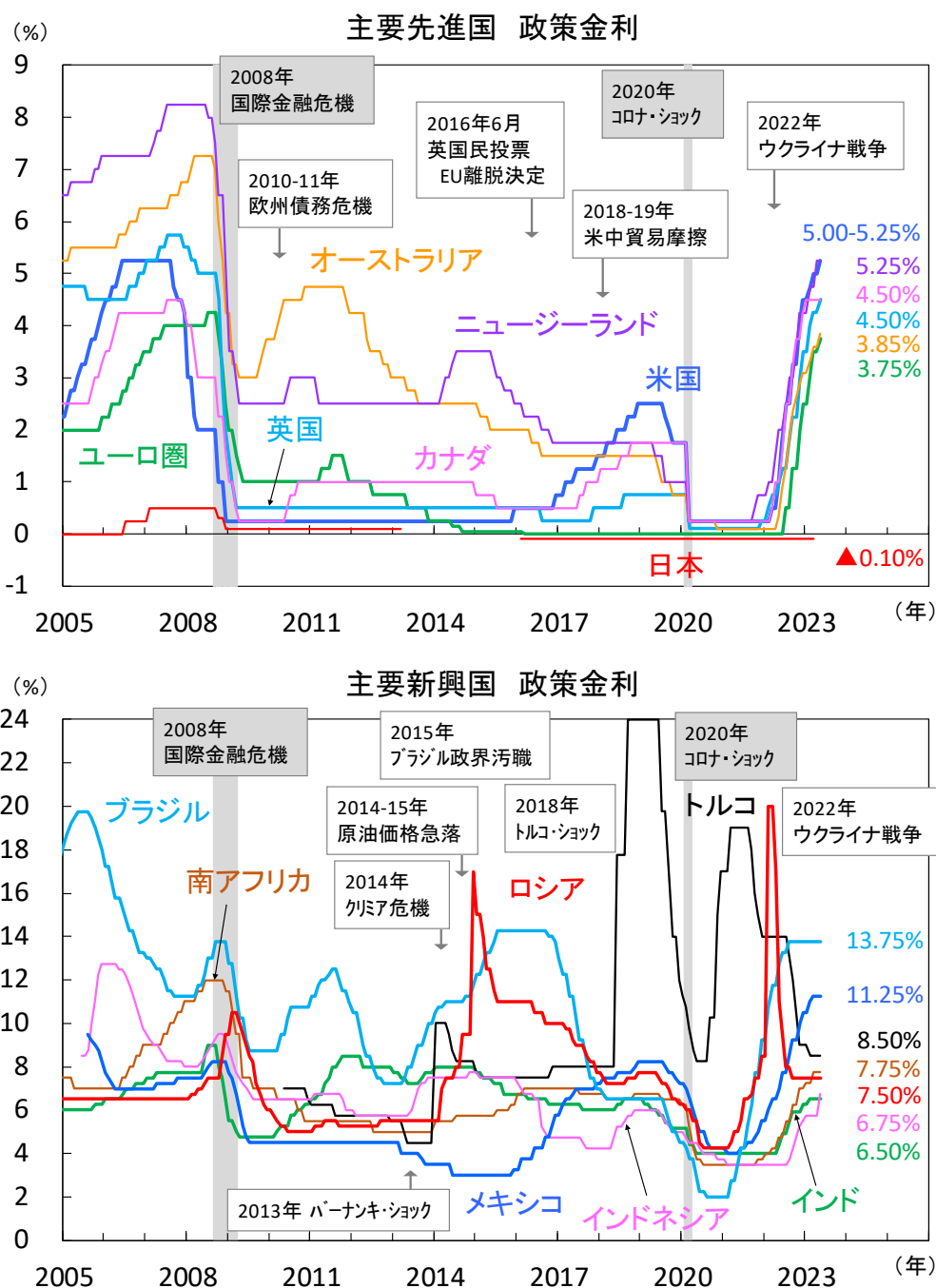
注）銅、ニッケル、コバルトはLME（ロンドン金属取引所、米ドル）、
リチウムはSMM（上海 Metals Market、バッテリー用、米ドル換算）
に基づく。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年5月12日。

出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

世界的な利上げ一時停止の流れは広がるか

- ◆ 世界では2021年から利上げの動きが広がりましたが、その目的は低すぎる金利水準の是正からインフレ抑制へと変化、2022年からは米国が利上げを開始し、世界同時利上げの様相を呈しました。
- ◆ インフレに危機感を募らせた中央銀行は、金利が中立水準（景気を加速も減速もさせない金利水準）を超えることもいとわない姿勢を見せました。2023年に入り、世界的なインフレ鈍化を受け、一部の国は利上げ速度を緩めるなど、これまでの累積的な利上げの効果を見極めようとしています。

● インフレ抑制最優先の世界的な利上げは一巡へ



注）米国はFF目標金利（レンジ上限値で図示）、日本は政策金利残高適用金利（2013年4月3日までは無担保コール翌日物金利誘導目標、マネタリーベースが政策目標となった同年4月4日から2016年1月28日までは非表示）、ユーロ圏はリファイナンス金利、英国はバンクレート、カナダは翌日物貸出金利、オーストラリアとニュージーランドはキャッシュレート、ノルウェーは預金金利、インドと南アフリカはレボ金利、メキシコは翌日物金利、インドネシアは7日物リバース・レボ金利（2016年8月18日までBI金利のためデータが不連続）、ブラジルはSELIC金利、ロシアは1週間物入札レボ金利（2011年5月29日までが翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までが翌日物レボ入札金利のためデータが不連続）、トルコは1週間物レボ金利（2010年5月18日まで翌日物借入金利のためデータが不連続）。直近値は2023年5月12日。

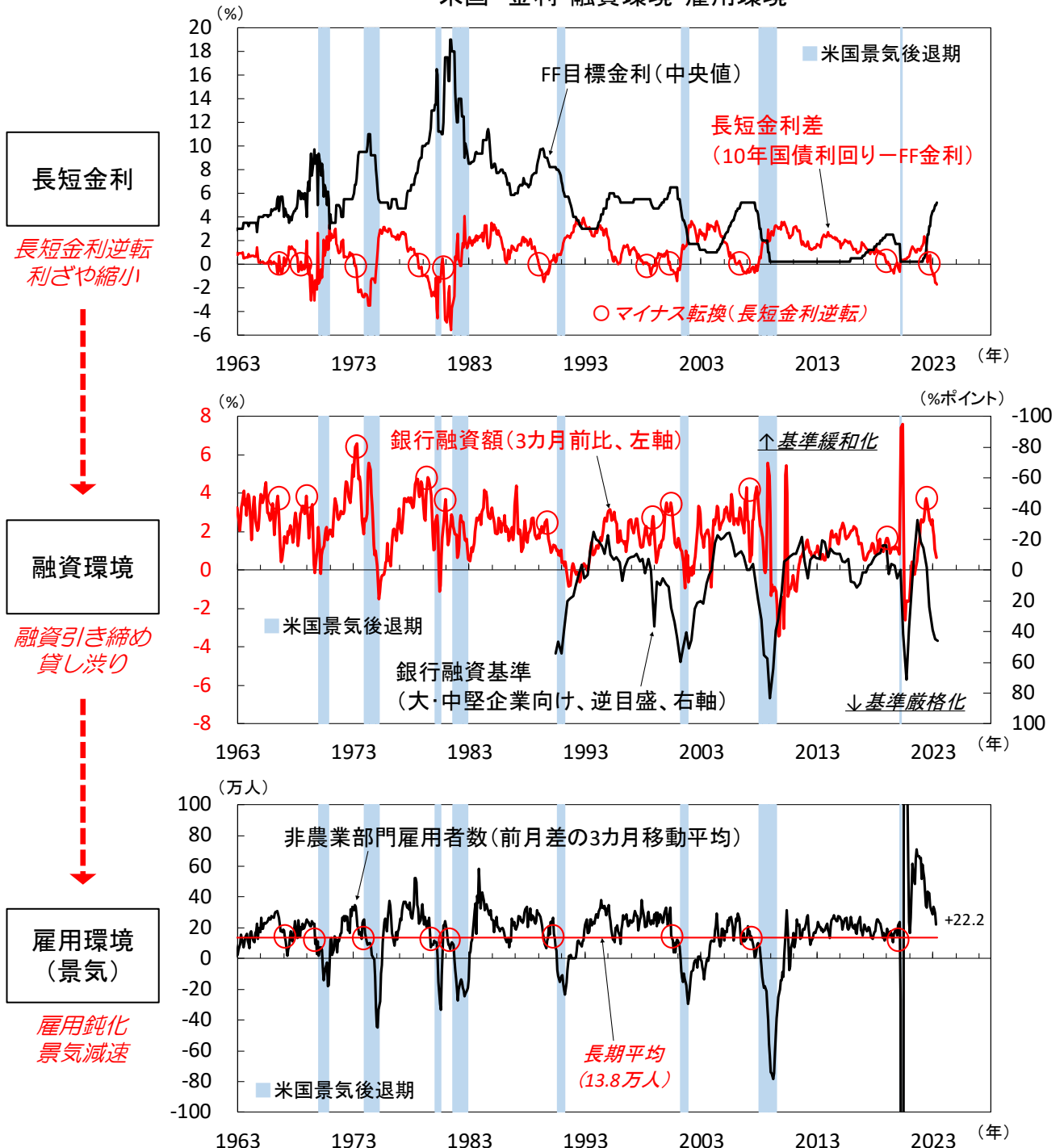
出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

累積的な金融引き締めがもたらす景気下押し圧力に目配りを

- ◆ 中央銀行が急速に政策金利(短期金利)を引き上げ、長短金利の逆転現象が起きました。銀行から見れば、資金の調達金利(短期)が融資や資産投資など運用利回り(長期)を上回り、利ざや獲得が難しくなることもあり、融資基準が厳格化、投融資先を絞る流れを強めることになりえます。
- ◆ 貸し渋りが進めば、家計消費や企業生産・投資は減速し、雇用改善ピッチも鈍るでしょう。長短金利逆転はほぼ例外なく景気後退の前兆となってきたため、景気はこれからが正念場といえます。

● 当局の利上げ→金融環境引き締め→景気悪化、の流れがより鮮明になるか注視

米国 金利・融資環境・雇用環境



注) 上段図：米国景気後退期はNBER（全米経済研究所）に基づく。直近値は2023年5月（月次）。
中段図：銀行融資基準は、基準を「厳格化－緩和化」した割合。
直近値は銀行融資額が2023年4月（月次）、銀行融資基準が2023年4月調査（四半期）。
下段図：長期平均は期間内平均。直近値は2023年4月（月次）。

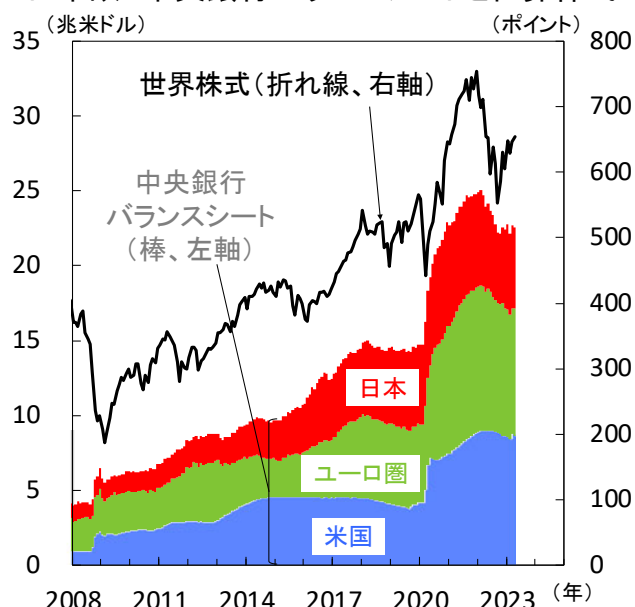
出所) 日本銀行、FRB（連邦準備理事会）、ECB（欧州中銀）、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

金融市場の金融政策・景気見通しに甘さはないか

- ◆ 米欧ではインフレが鈍化、2023年春の米地銀破綻もあり、金融市場は年終盤の米利下げ転換を織り込んでいます。足元の米国株式では、金利動向に敏感なハイテクなどグロース株が堅調です。
- ◆ ただし、足元の金利水準は物価を考慮した実質値で見ると、米国が小幅プラス、欧州は大幅マイナスとインフレ抑制には不十分ともいえます。また、生産の先行指標である半導体市場は在庫調整一巡で生産回復も期待されますが、米中対立や台湾情勢など不透明要因を抱え楽観は禁物です。

● 株式市場は金融引き締め終了、さらにその先の金融緩和への転換を先取りか

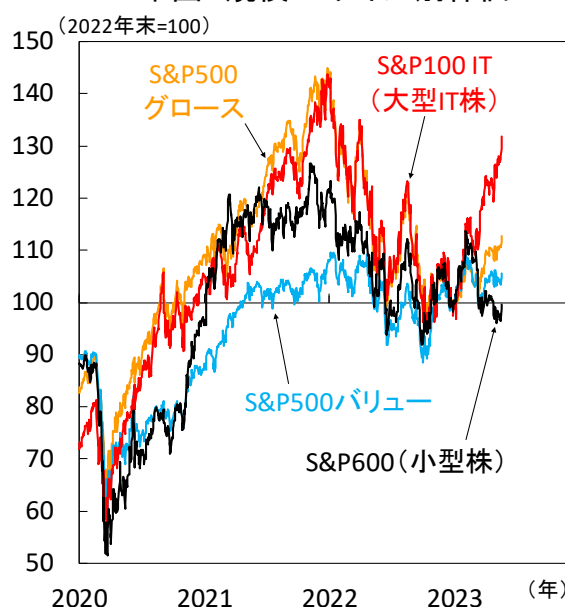
日米欧 中央銀行バランスシートと世界株式



注）世界株式はMSCI ACWI（米ドル）。日本・ユーロ圏のバランスシートは各月末時点の為替相場で米ドル換算。直近値は2023年4月。

出所）FRB、ECB、日本銀行、MSCI、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

米国 規模・スタイル別株価

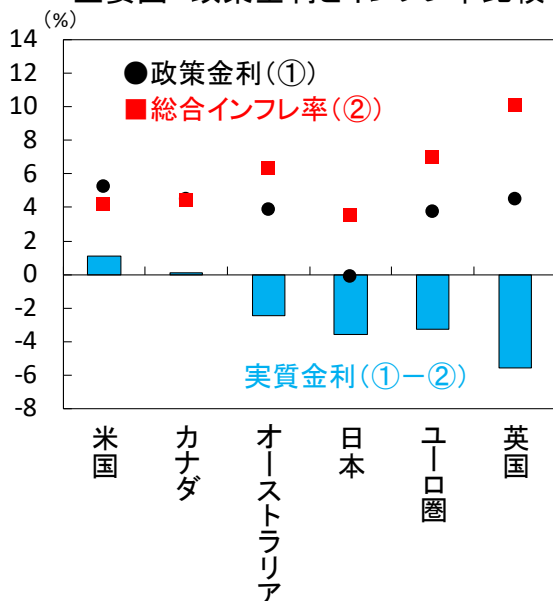


注）指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年5月18日。

出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 米欧の利上げ終了観測や世界景気回復期待が修正を迫られた場合は要注意

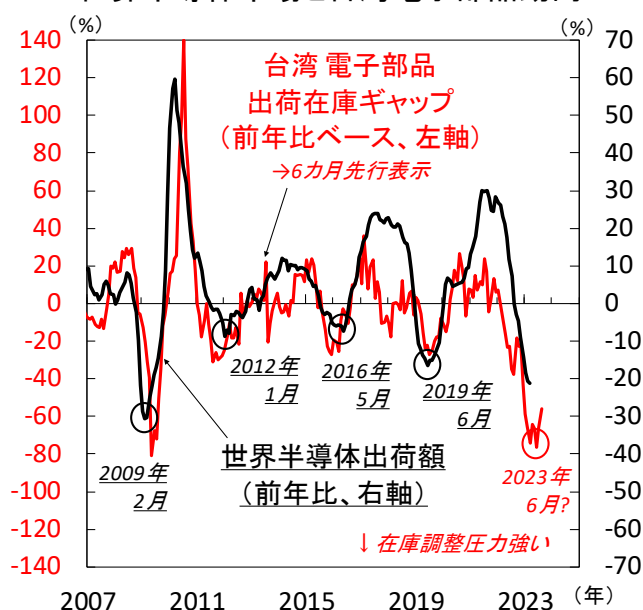
主要国 政策金利とインフレ率比較



注）総合インフレ率は消費者物価（米国はPCEデフレーター（個人消費支出価格指数）の前年比。直近値は2023年5月18日時点の最新値に基づく。

出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

世界半導体市場と台湾電子部品動向



注）世界半導体出荷額は3カ月移動累計ベース、直近値は2023年3月、台湾の電子部品出荷在庫ギャップは出荷-在庫（ともに前年比）、直近値は同年2月。

出所）SIA（半導体工業会）、台湾經濟部より三菱UFJ国際投信作成

2. 注目点：混迷の時代へ

- ◆ 世界は新型コロナを乗り越えたのも束の間、インフレ加速に見舞われるなか、ウクライナ戦争が勃発、米欧諸国と中国・ロシアの反米陣営との対立が先鋭化するなど混迷の度合いを増しています。
- ◆ ウクライナ情勢は打開の糸口すら見いだせず、米中の覇権争いも続くなか、国際協調には程遠い状況ともいえます。本来であれば、世界経済をリードすべき米国では、2022年の中間選挙でバイデン政権がねじれ議会に直面、2024年の大統領選挙を控え、内政不安定化リスクを抱えています。

● 2024年に米・ロ・印などの主要国が国政選挙を控えるなか、国際協調は進むか？

2023年後半-2024年 国際・主要国政治や金融政策に関する注目日程

	2023年5-6月	7-9月	10-12月	2024年
日本	5月19-21日 5月21日 6月21日 6月 G7首脳会議(広島) クアッド首脳会議(広島) 通常国会会期末 骨太方針の閣議決定	7月8日 8月末 9月 安倍元首相一周忌 2024年度予算概算要求 自民党役員人事	12月 12月 2024年度税制改正大綱 を与党で決定 日ASEAN首脳会議 (友好協力50周年)	3月末 7月 9月30日 2024年度予算・税制改正 関連法案成立期限 東京都知事選挙 岸田自民党総裁 任期満了
	6月15-16日 日銀金融政策決定会合	7月27-28日 9月21-22日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート) 日銀金融政策決定会合	10月30-31日 12月18-19日 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート) 日銀金融政策決定会合	
米国	6月 未定 連邦債務上限 引き上げ対応期限 財務省為替報告書	7月29日 9月5日 9月12日 9月末 上下院休会(夏季休暇) 上院再開 下院再開 2024年度予算成立期限	11月 12月14日 12月15日 未定 APEC首脳会議 (サンフランシスコ) 下院会期末 上院会期末 財務省為替報告書	1月下旬 2月3日 3月5日 7月15-18日 8月19-22日 11月5日 共和党党員集会(初回) (アイオワ州) 民主党予備選(初回) (サウスカロライナ州) スーパー・チューズデー (党員集会・予備選 の集中日) 共和党党大会 民主党党大会 大統領・議会選挙
	6月13-14日 6-7月 FOMC(+経済見通し) パウエルFRB議長 半期定例議会証言	7月25-26日 8月 9月19-20日 FOMC(+経済見通し)	10月31-11日 12月12-13日 FOMC(+経済見通し)	
欧州	5月21日 5月31日 5月31-1日 6月1日 6月21-22日 6月29-30日 ギリシャ総選挙 ラトビア大統領選挙 NATO外相会合 (非公式、ノルウェー) 欧州政治共同体 サミット(モルドバ) ウクライナ復興会議(英) EU首脳会議	7月1日 7月11-12日 7月 スペインがEU議長国に NATO首脳会議 (リトアニア) 英国がTPP署名(予定)	10月8日 10月8日 10月22日 10月26-27日 10月 11月12日 12月10日 12月14-15日 独バイエルン州議会選挙 ルクセンブルグ総選挙 スイス総選挙 EU首脳会議 独ヘッセン州議会選挙 ポーランド議会選挙 実施期限 スペイン総選挙実施期限 EU首脳会議	1月 1月 3月 5月 5月 5月 6月 7月 7月22日 10月6日 10月 11月 12月 未定 ベルギーがEU議長国に イタリアがG7議長国に EU首脳会議 G7首脳会議(イタリア) ベルギー総選挙 欧州議会選挙 EU首脳会議 ハンガリーがEU議長国に クロアチア総選挙実施期限 リトアニア総選挙実施期限 EU首脳会議 モルドバ大統領選挙 EU首脳会議 英国総選挙
	5月4日 6月15日 6月6日 ECB理事会 ECB理事会(+経済見通し) 金融政策決定会合	7月27日 9月14日 7月4日 8月1日 9月5日 ECB理事会 ECB理事会(+経済見通し) 金融政策決定会合 金融政策決定会合 金融政策決定会合	10月26日 12月14日 10月3日 11月7日 12月5日 ECB理事会 ECB理事会(+経済見通し) 金融政策決定会合 金融政策決定会合 金融政策決定会合	
豪州	5月18-19日 中国・中央アジアサミット (西安)	8月 北戴河会議	10月 12月 三中全会 中央経済工作会议	3月 10月 12月 全人代 四中全会 中央経済工作会议
中国	5月18-19日 5月24-25日 5月28日 6月4日 6月7日 6月14-17日 6月25日 ロシア・イスラム世界 国際経済フォーラム(露) 最高ユラシア 経済評議会(露) トルコ大統領選挙(決選) OPEC総会 CIS首脳会議(露) サンクトペテルブルク 国際経済フォーラム(露) グアテマラ大統領 ・議会選挙(第1回)	7月26-29日 7月 8月20日 8月 9月5-8日 9月9-10日 9月10日 ロシア・アフリカサミット 上海協力機構サミット(印) グアテマラ大統領 ・議会選挙(決選) BRICS首脳会議 (南アフリカ) 東方フォーラム(露) G20首脳会議(印) ロシア地方首長選挙	10月5日 10月12日 10月14日 10月29日 10月29日 11月30日 11月 12月 12月 ロシアのウクライナ 東・南部4州併合から1年 パキスタン総選挙 実施期限 ニュージーランド総選挙 ウクライナ議会選挙 実施期限 アルゼンチン大統領 ・議会選挙 COP28開幕(UAE) ASEAN、東アジア 首脳会議(インドネシア) ロシア大統領選挙(公示) OPEC総会	1月11日 2月14日 2月 3月 3月17日 4月10日 4月30日 4月 4-5月 5月8日 5月 7月7日 未定 台湾総選挙 インドネシア大統領選挙 イラン議会選挙 エジプト大統領選挙 ロシア大統領選挙 韓国議会選挙 ソロモン諸島議会選挙 ペルー大統領・議会選挙 インド総選挙 南アフリカ総選挙 ウクライナ・ ゼレンスキー大統領任期 メキシコ大統領・議会選挙 G20首脳会議(ブラジル)
他				

注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU:欧州連合、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、NATO:北大西洋条約機構、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP: 国連気候変動枠組条約締結国会議、BRICS: ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカの総称、CIS: 独立国家共同体、TPP: 環太平洋連携協定、を指す。
予定は変更される場合があります。

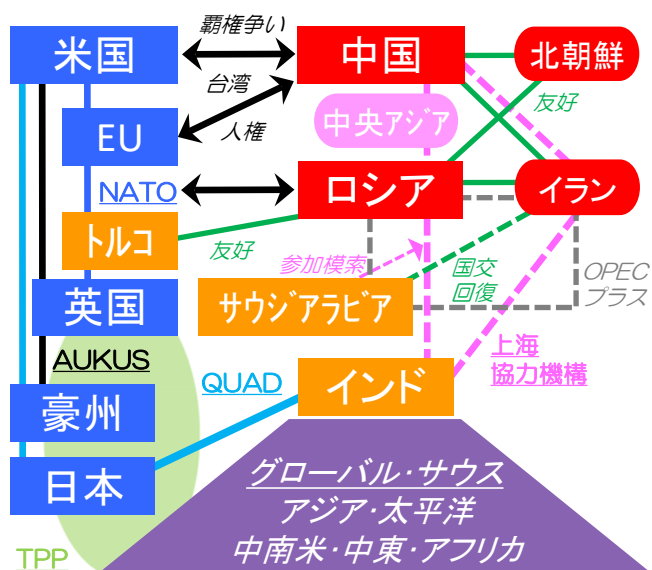
出所) 各種資料、各種報道より三菱UFJ国際投信作成

①世界分断：米欧と中露両陣営の主導権争いが鮮明化

- ◆ 世界経済の指導的立場を担う米欧先進国など西側陣営は、ロシアのウクライナ侵攻を巡り、ロシアを非難し経済制裁を続けています。他方、新興国は、領土保全などの国家主権や停戦・平和に絡む決議には賛同も、人権など価値観、賠償など経済面に絡む制裁に難色を示す国も多いようです。
- ◆ 今後も巨大な経済・軍事力を武器に米欧主導の国際秩序が保たれるのか、国・人口など数の面で圧倒する中国やインドなど新興勢力が存在感を高め、新たな国際秩序が形成されるのか注目です。

● 世界への影響力維持を狙う西側陣営、だが新興国との関係深化には難しさも

主な経済・安全保障関係(■はG20)



注) QUAD (クアッド)：日米豪印の安全保障・経済協議の枠組み、
AUKUS (オーカス)：米英豪の新たな安全保障の枠組み、
TPP：環太平洋連携協定(現11カ国、2023年3月に英国加盟承認)、
上海協力機構：中露印など全9カ国による多国間協力組織。
EU内にはNATO非加盟国も一部存在。

出所) 三菱UFJ国際投信作成

ロシアのウクライナ侵攻に関する国連総会決議

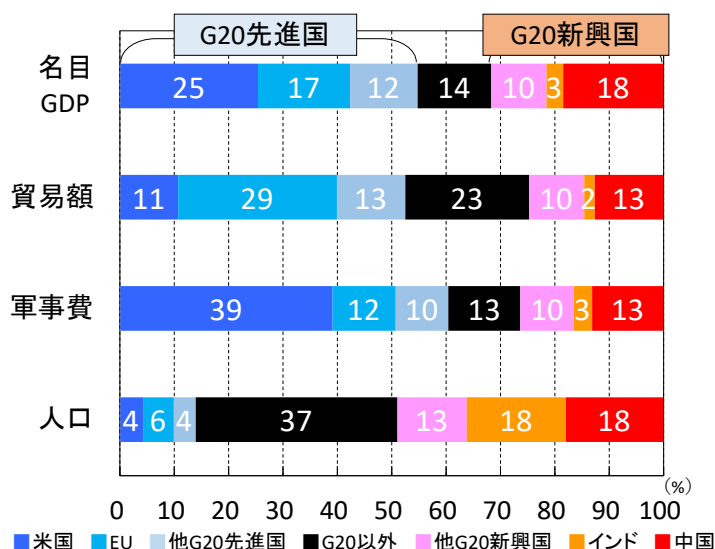
	2022年				2023年
	3月2日 侵攻非難	4月7日 人権理事会 資格停止	10月12日 4州併合 非難	11月14日 侵略の 救済・賠償	2月23日 ロシア軍 即時撤退
賛成	141	93	143	94	141
北米	2	2	2	2	2
欧州	41	41	41	40	41
アジア	28	9	29	12	27
オセアニア	14	12	14	13	14
中南米	28	19	27	12	27
アフリカ	28	10	30	15	30
反対	5	24	5	13	7
北米	0	0	0	0	0
欧州	2	2	2	2	2
アジア	2	10	2	4	2
オセアニア	0	0	0	0	0
中南米	0	3	1	2	1
アフリカ	1	9	0	5	2
棄権	35	58	35	74	32
北米	0	0	0	0	0
欧州	0	0	0	1	0
アジア	14	23	13	29	14
オセアニア	0	1	0	0	0
中南米	4	10	3	17	3
アフリカ	17	24	19	27	15

注) 全193カ国。上記以外は欠席。地域別分類は国連に基づく。

出所) 国連、各種報道より三菱UFJ国際投信作成

● 新興国をリードする中国、今後はインドなどグローバルサウスが存在感増す可能性

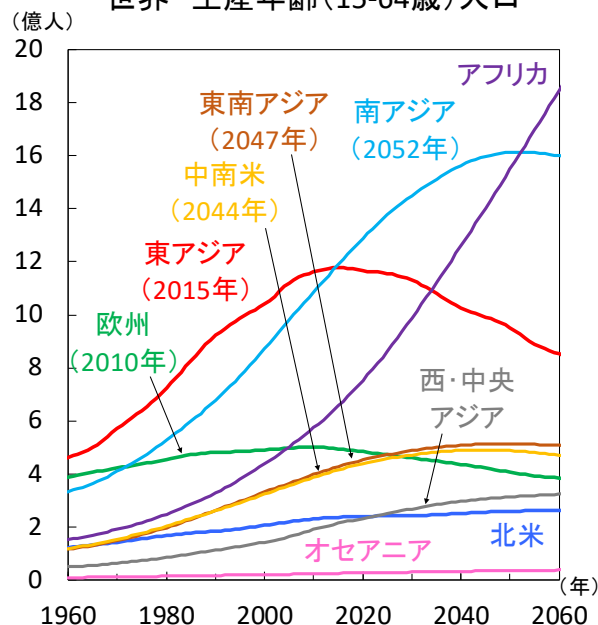
世界 名目GDP・貿易額・軍事費・人口構成比



注) G20先進国は米国・EU・英国・日本・カナダ・オーストラリア・韓国、
G20新興国は中国・インド・ブラジル・ロシア・南アフリカ・インドネシア
・メキシコ・トルコ・アルゼンチン・サウジアラビアを対象。
名目GDPと人口は2023年予測 (IMF World Economic Outlook (2023年4月))。
貿易額と軍事費は2022年実績。

出所) IMF、SIPRI (ストックホルム国際平和研究所)、国連より三菱UFJ国際投信作成

世界 生産年齢(15-64歳)人口



注) 国連世界人口推計 (2022年) 中位推計に基づく。

1950～2021年が推計、2022～2060年が予測。

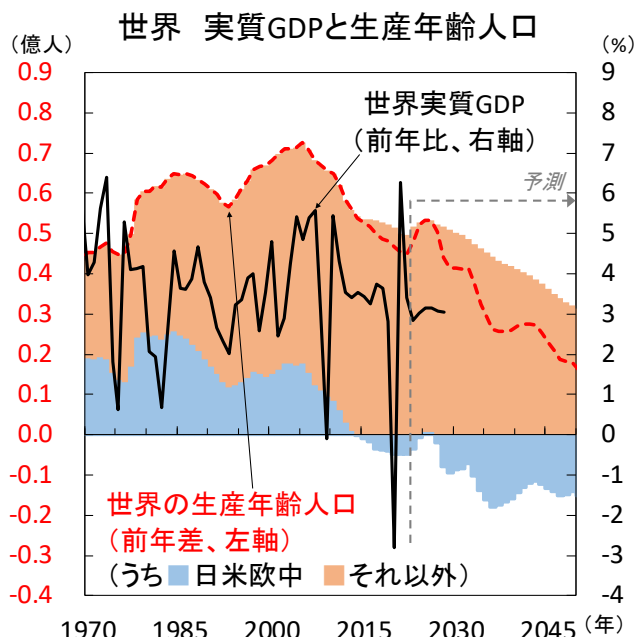
(○) 内は期間内ピーク年 (ピークを迎える地域のみ表示)。

出所) 国連より三菱UFJ国際投信作成

分断が進めば、世界経済の安定成長構造が脅かされるリスクも

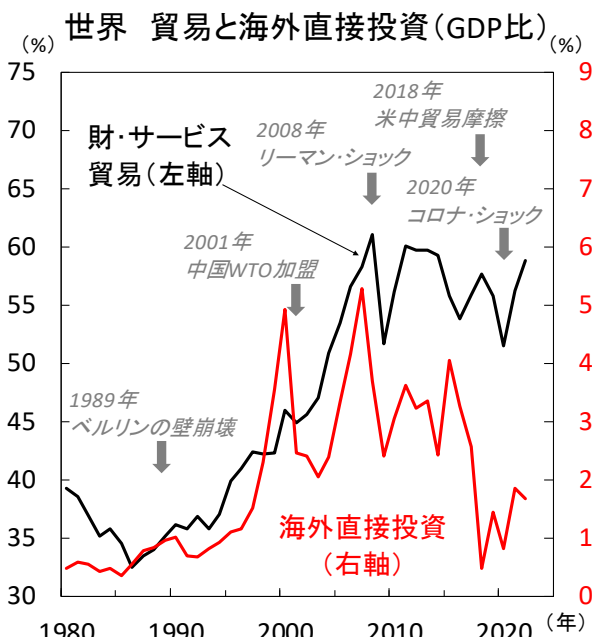
- ◆ 東西冷戦終結後の世界経済は、ヒト・モノ・カネが国境を越え自由に動くグローバル化が進展、中国などの新興国も加わり、経済効率性を重視した国際分業体制が確立され安定成長が続きました。
- ◆ 近年、各国で経済安全保障がキーワードとなるなか、米欧など先進国では、経済力を盾に威圧的外交を見せる中国との関係を見直す動きが見られます。足元では、デカップリング（切り離し）やデリスキング（依存低下）などの議論も浮上、中長期的なサプライチェーン再構築が加速しそうです。

● 世界の経済成長力低下傾向が続くなか、近年は貿易や投資活動に停滞感も



注) 実質GDPは1979年までが世界銀行、1980年以降がIMFの集計値
(2022年までが実績、2023-2028年がIMF予測)、
生産年齢人口は国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。
1970~2021年が推計、2022~2050年が予測。

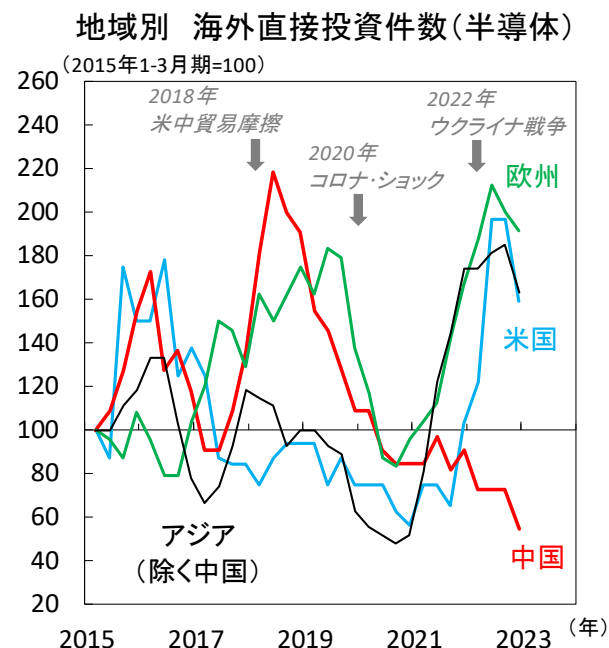
出所) IMF、世界銀行、国連より三菱UFJ国際投信作成



注) IMF World Economic Outlook (2023年4月) に基づく。
直近値は2022年。

出所) IMFより三菱UFJ国際投信作成

● 経済安全保障の強化を目指す上で、基幹産業や重要資源で市場分断進む懸念も



注) IMF World Economic Outlook (2023年4月) に基づく。
直近値は2022年10-12月期。

出所) IMFより三菱UFJ国際投信作成

主要穀物・鉱物の生産量シェア(上位5カ国)

小麦		トウモロコシ		大豆	
中国	17.8%	米国	31.7%	ブラジル	36.3%
インド	14.2%	中国	22.5%	米国	32.5%
ロシア	9.9%	ブラジル	7.3%	アルゼンチン	12.4%
米国	5.8%	アルゼンチン	5.0%	中国	4.4%
フランス	4.7%	ウクライナ	3.5%	インド	3.4%

銅		ニッケル		パラジウム	
チリ	23.6%	インドネシア	48.5%	ロシア	41.9%
ペルー	10.0%	フィリピン	10.0%	南アフリカ	38.1%
コンゴ	10.0%	ロシア	6.7%	カナダ	7.1%
中国	8.6%	ニューカレドニア	5.8%	ジンバブエ	5.7%
米国	5.9%	オーストラリア	4.8%	米国	5.2%

コバルト		リチウム		レアアース	
コンゴ	68.4%	オーストラリア	46.9%	中国	70.0%
インドネシア	5.3%	チリ	30.0%	米国	14.3%
ロシア	4.7%	中国	14.6%	オーストラリア	6.0%
オーストラリア	3.1%	アルゼンチン	4.8%	ミャンマー	4.0%
カナダ	2.1%	ブラジル	1.7%	タイ	2.4%

注) ■は新興国。小麦・トウモロコシ・大豆は2021年、
銅・ニッケル・パラジウム・コバルト・リチウム・レアアースは2022年推計。

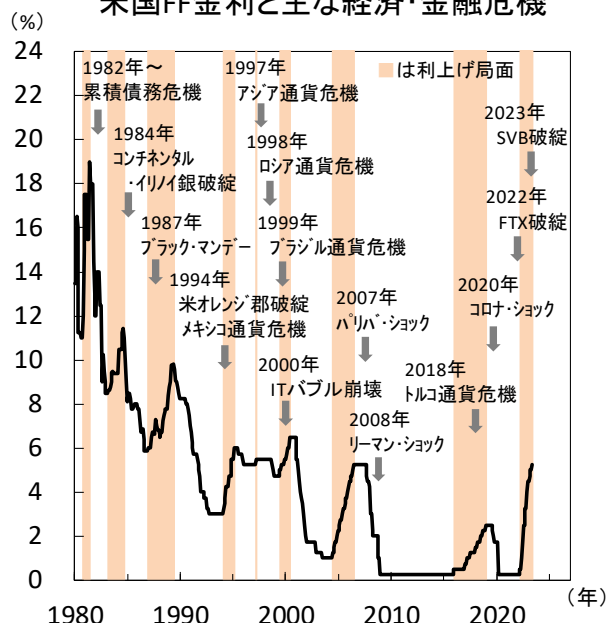
出所) FAO (国連食糧農業機関)、USGS (米地質調査所) より
三菱UFJ国際投信作成

②金融緩和の代償：低金利に慣れ切った世界は変化に対応できるか

- ◆ 過去、米国の金融引き締めを契機に、国際金融市場の混乱が起こる例は幾度も見られました。特に2008年の国際金融危機以降は世界的な金融緩和環境が常態化、株式や住宅といった資産価格上昇の速度が経済成長を上回る状態が続き、資産市場と実体経済のかい離が目立ちました。
- ◆ ただし、金融緩和が終了、資産価格が下落に転じれば、逆資産（所得減）効果を通じた景気悪化リスクが高まります。また、金融機関は、金利上昇による保有資産価値目減りへの備えも必要です。

● 過去、米国の金融引き締めを契機に、多種多様な経済・金融危機が発生

米国FF金利と主な経済・金融危機

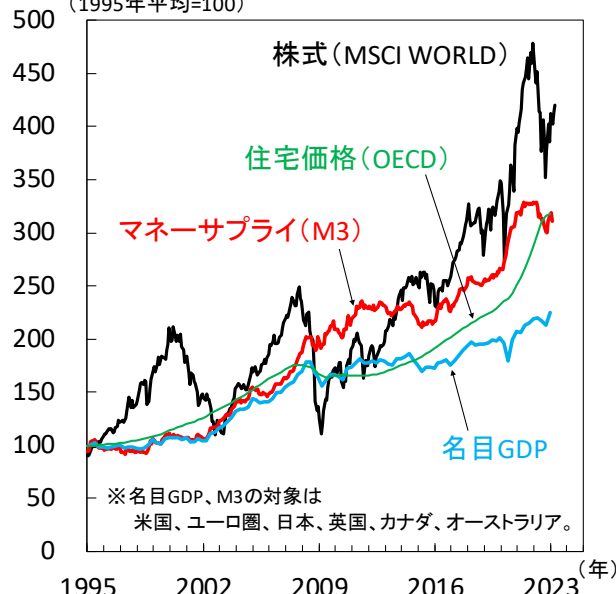


注) SVB：シリコンバレー銀行、FTX：2019年設立の仮想通貨交換会社。直近値は2023年5月。

出所) FRB、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

主要国 GDP・マネー・資産価格

(1995年平均=100)

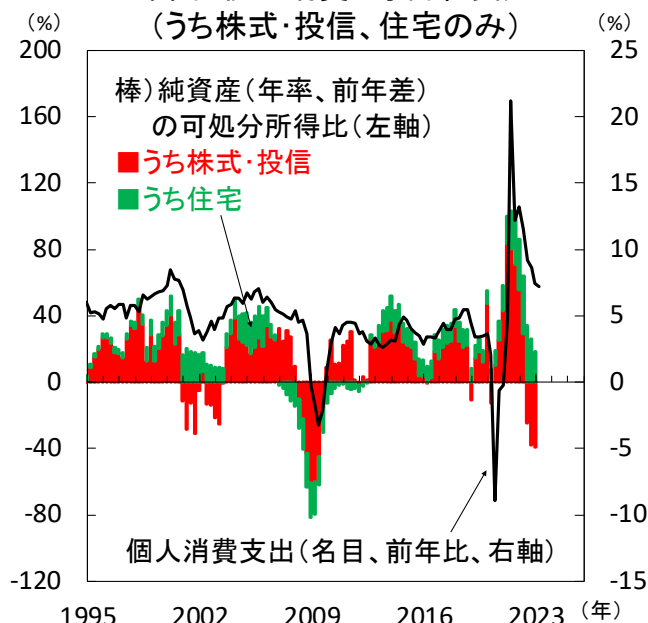


注) 株式はMSCI WORLD。名目GDP、M3、株式ともに米ドルベース。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は名目GDPと住宅価格が2022年10-12月期、M3が2023年2月、株式が2023年4月。

出所) OECD、MSCI、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 金融引き締めに伴う逆資産効果や金利上昇による保有債券の目減りに注意

米国 個人消費と家計純資産
(うち株式・投信、住宅のみ)

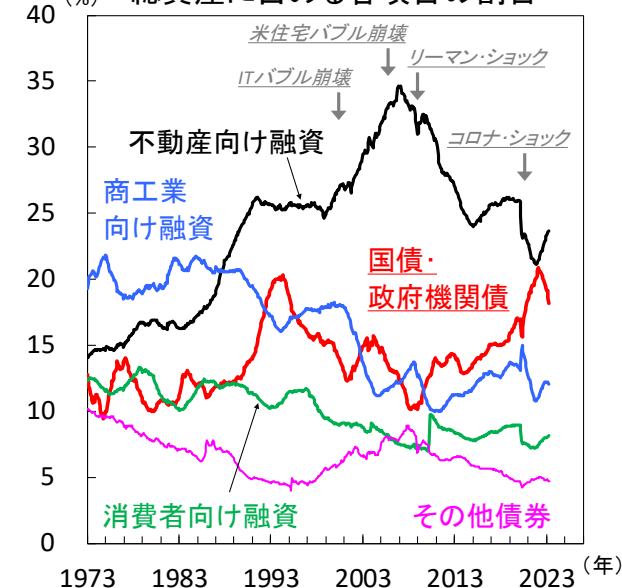


注) 株式・投信と住宅は家計純資産の約52% (2022年12月末)。直近値は個人消費支出が2023年1-3月期、純資産の可処分所得比が2022年10-12月期。

出所) FRB、商務省より三菱UFJ国際投信作成

米国 商業銀行

総資産に占める各項目の割合



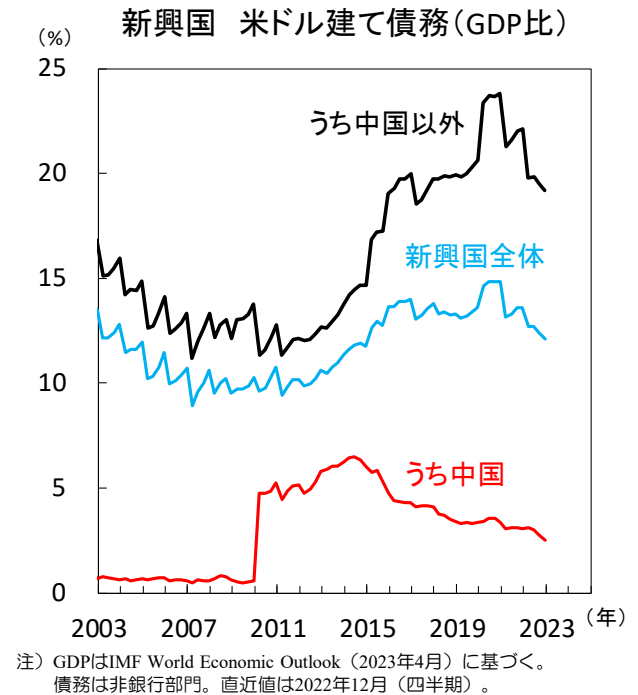
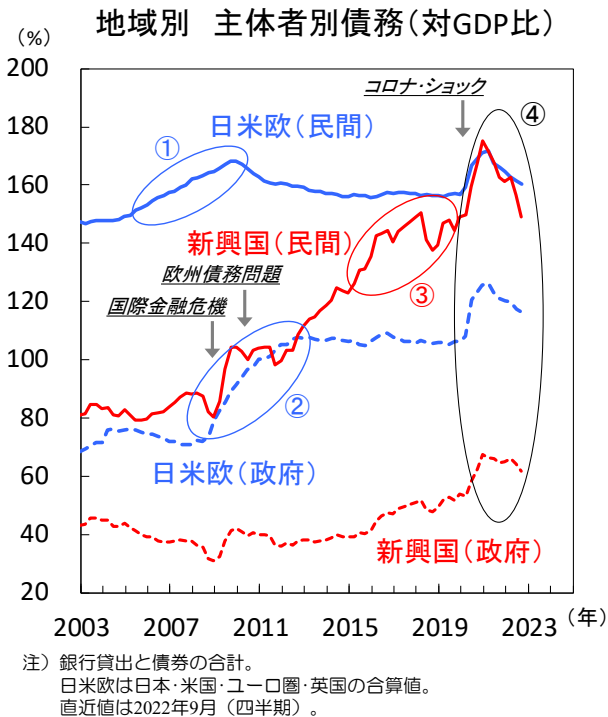
注) 直近値は2023年4月。

出所) FRBより三菱UFJ国際投信作成

膨張した債務の後始末に苦慮

- ◆ 経済成長の源となる信用拡大のけん引役は、国際金融危機後に先進国民間から政府へ(①→②)、欧州債務問題などを経て新興国へと移り(③)、コロナ・ショック後は世界全体で担いました(④)。
- ◆ 金融引き締めを機に表面化するのは、信用供与された側の資金繰り能力の優劣です。相対的に経済力や金融システムがぜい弱な新興国が外貨(特に米ドル)調達難に直面、または、過去の日米のように、資産バブル崩壊で民間部門が債務返済に窮し景気が失速、などのリスクがあります。

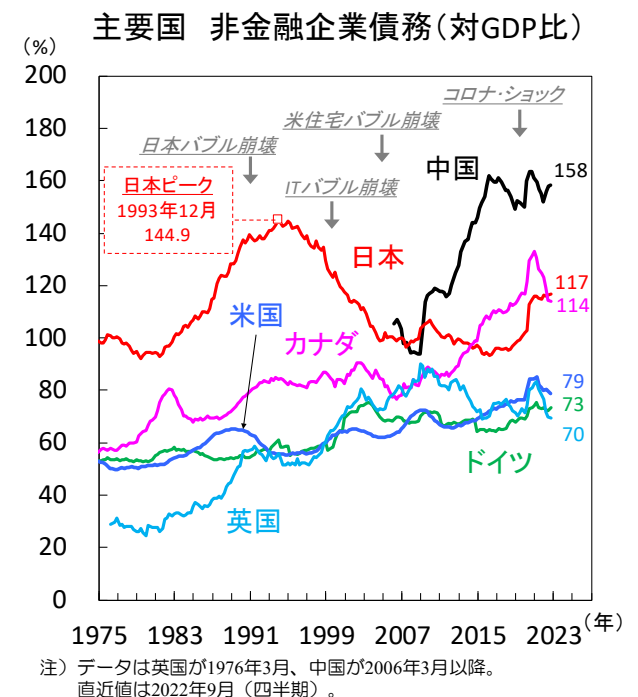
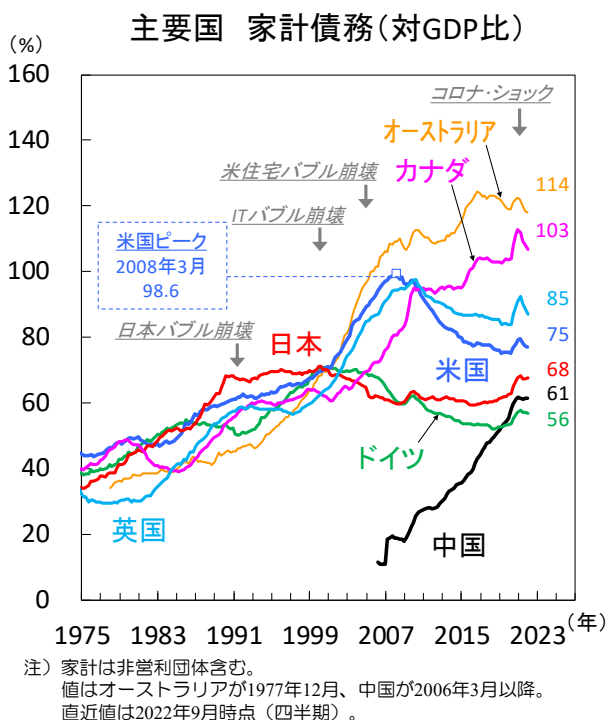
● 債務拡大は先進国から新興国へ波及、新興国では米ドル建て債務も拡大か



出所) BIS(国際決済銀行)より三菱UFJ国際投信作成

出所) BIS、IMFより三菱UFJ国際投信作成

● 一部先進国や中国では家計・企業債務が持続可能な水準を超えている可能性も



出所) BISより三菱UFJ国際投信作成

出所) BISより三菱UFJ国際投信作成

③原油：OPEC減産や米国の備蓄積み増しが価格を支える見通し

- ◆ 国際原油価格は米欧の金融不安から2021年12月以来の安値を付ける中、OPECプラスの減産や中国の景気回復など需給の引き締めも意識され、1バレル65～85米ドルで推移しています。
- ◆ 米国の原油生産は横ばいで推移、戦略備蓄は依然過去最低水準です。今後金融不安や金融引き締めを受けて、景気後退による需要の減退が意識される場面でも、OPECプラスの追加減産や米国の戦略備蓄積み増し、中国の景気回復期待などが意識され、価格が下落しにくいでしょう。

● 原油価格が2021年末水準に下落するとOPECプラスは減産を公表

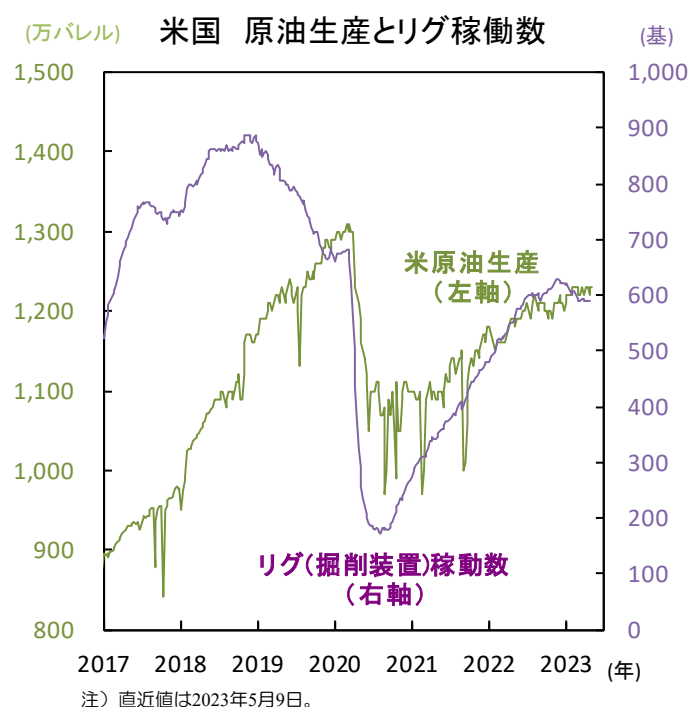


出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

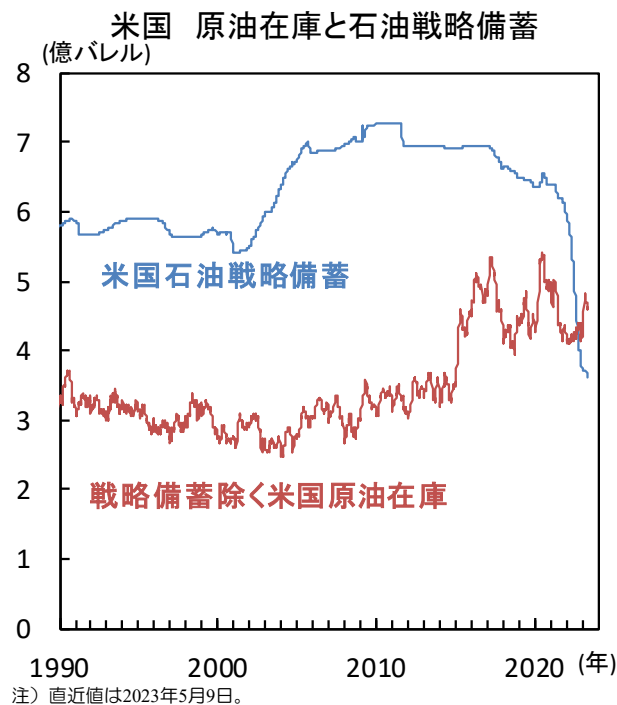


出所) 米EIA(エネルギー情報局)より三菱UFJ国際投信作成

● 米国の生産、在庫の状況も需給ひっ迫を意識する材料か



出所) 米EIA (エネルギー情報局)より三菱UFJ国際投信作成

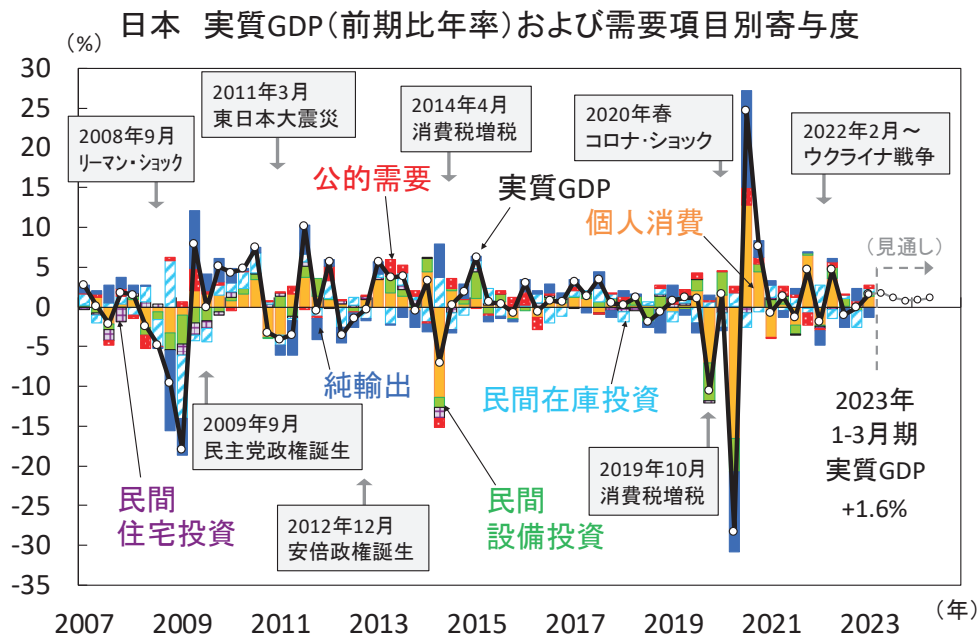


出所) 米EIA (エネルギー情報局)より三菱UFJ国際投信作成

3. 日本経済：経済再開の動きから景気の回復期待が高まる

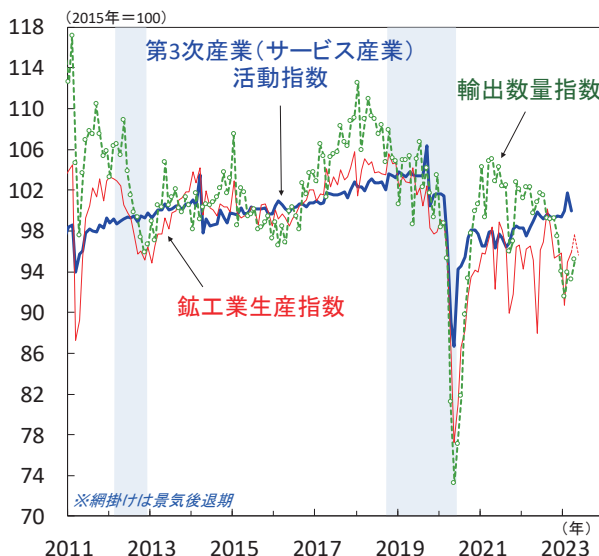
- ◆ 2023年1-3月期の実質GDPは3四半期ぶりに前期比プラスとなりました。需要項目別にみると個人消費が大きく伸び、設備投資は増加に転じました。一方、輸出が大きく減少したため外需はGDPを押し下げました。新型コロナ禍からの経済正常化に伴い、内需は高めの成長が続く見通しです。
- ◆ 海外経済の減速による輸出鈍化で生産が弱含む一方で、内需は堅調でありサービス業は回復しています。経済再開への期待で景況感は改善しており、個人消費の持ち直しが続くと考えられます。

● コロナ禍からの経済正常化が進むなか景気回復が続く見通し

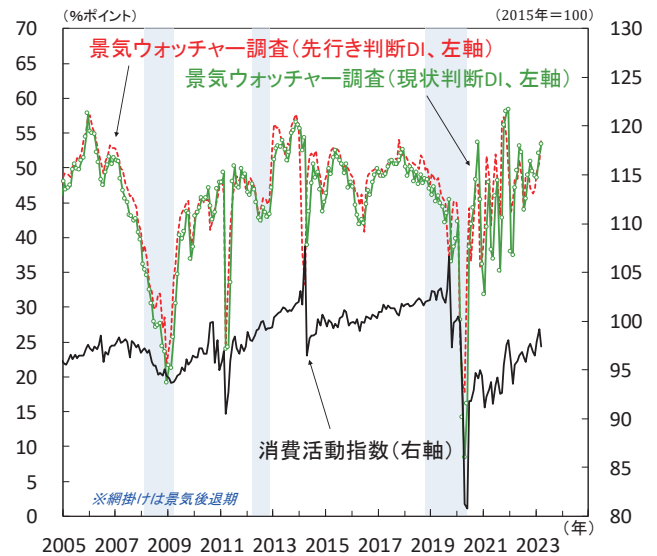


● 生産は低迷するもサービス業は回復基調、経済再開を受けて景況感は上向き

日本 鉱工業生産指数と
輸出数量、第3次産業活動指数



日本 景気ウォッチャー調査の
景気判断DIと消費活動指数

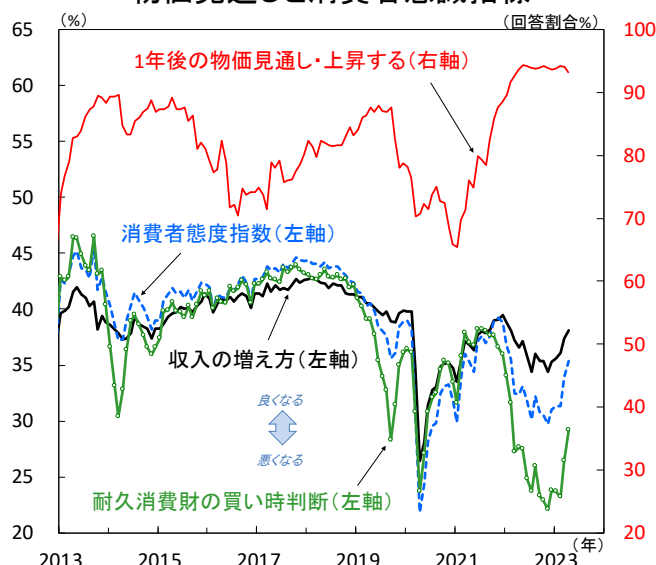


持ち直す消費者マインド、賃金上昇への期待

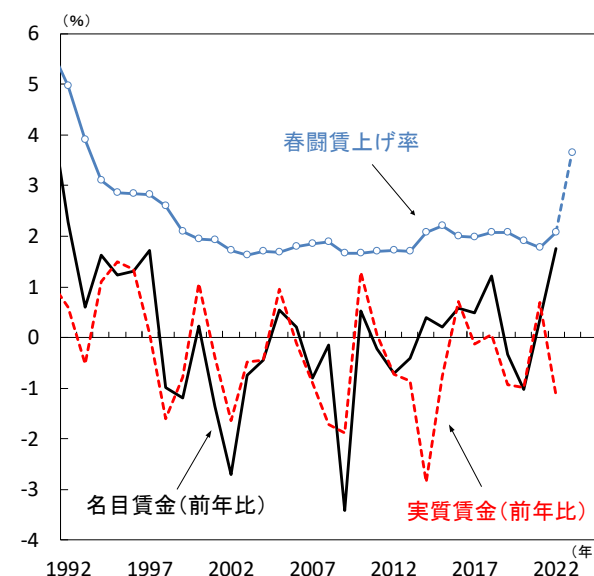
- ◆ 消費者マインドは物価見通しが高止まりする一方で回復しています。背景には収入増への期待があり、今年の春闘の賃上げ率大幅アップが実質賃金の上昇見通しにつながったと考えられます。
- ◆ 新型コロナウイルスの5類感染症移行による経済活動の正常化が、景気を大きく押し上げる見込みです。入国規制緩和に伴う訪日外国人客数の増加により、インバウンド消費は急回復しています。また、コロナ禍で蓄積された潤沢な家計貯蓄を背景に消費が拡大する可能性は高いとみられます。

● 消費者マインドは持ち直し、賃上げ率の上昇が押し上げ要因に

日本 消費者動向調査
物価見通しと消費者意識指標

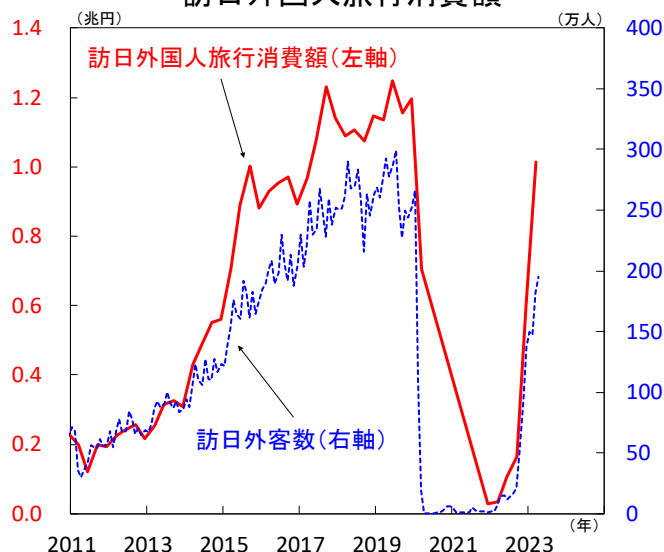


日本 春闘賃上げ率と賃金前年比



● インバウンドの急回復、潤沢な家計金融資産が経済正常化を後押しする見通し

日本 訪日外国人客数と
訪日外国人旅行消費額



日本 家計金融資産

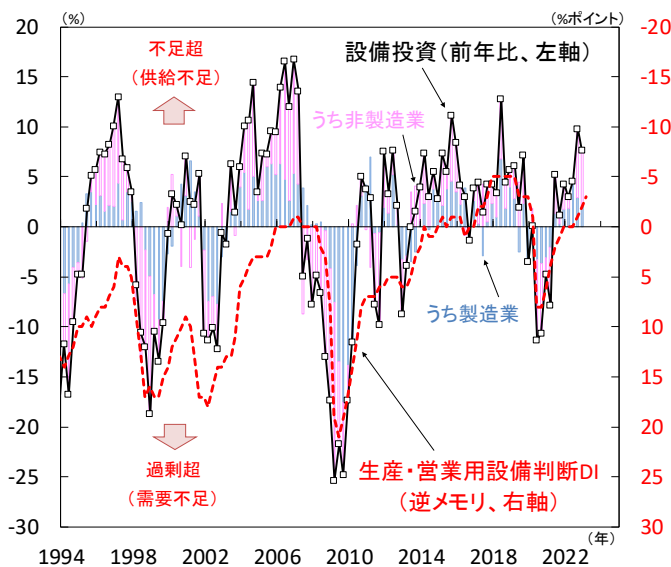


設備投資が景気の下支え役に

- ◆ 企業の設備投資はコロナ禍で大幅に減少しましたが、設備不足感が強まっており経済再開を契機に投資拡大が見込まれます。一方、世界経済の減速感が強まり輸出回復には時間を要しそうです。
- ◆ 企業の雇用不足は深刻であり、合理化・省力化投資により生産性を向上させる必要があります。設備投資全体に占めるソフトウェア投資の比率は徐々に高まっており、今後も上昇が見込まれます。他方、知的財産生産物への投資は構成比が依然として低いため、さらなる投資が期待されます。

● 供給不足感が強まり設備投資は増加基調、実質輸出は下げ止まるも低調

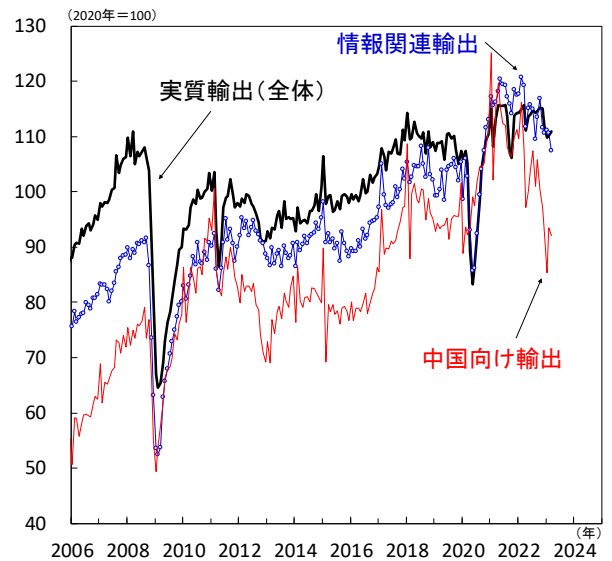
日本 設備投資と設備判断DI



注）直近値は設備投資が2022年10-12月期、生産・営業用設備判断DIが2023年3月。生産・営業用設備判断DIは「過剰」－「不足」。

出所）財務省、日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

日本 実質輸出

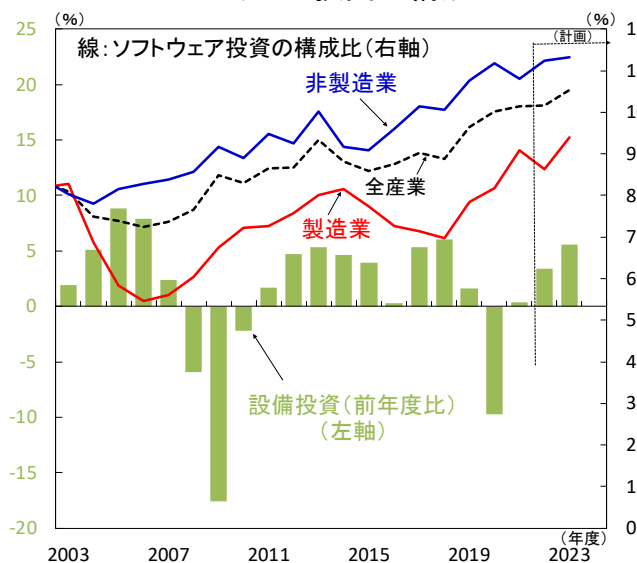


注）直近値は2023年3月。季節調整値を使用。

出所）財務省、日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

● ソフトウェアへの投資は拡大、ただし知的財産生産物への投資比率は依然低い

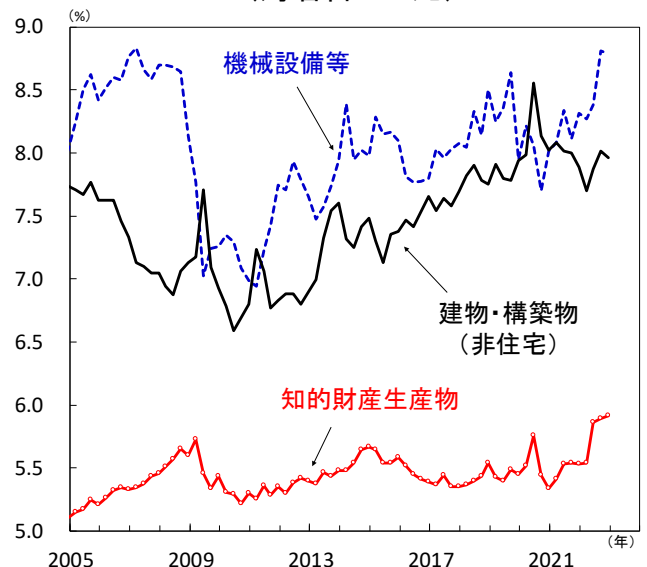
日本 設備投資とソフトウェア投資の構成比



注）直近値は2023年度事業計画（2023年3月日銀短観による）。対象は全規模全産業。

出所）日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

日本 固定資本形成の内訳（対名目GDP比）



注）直近値は2022年10-12月。名目値ベース。知的財産投資には研究・開発（R&D）、コンピュータソフトウェアへの投資が含まれる。

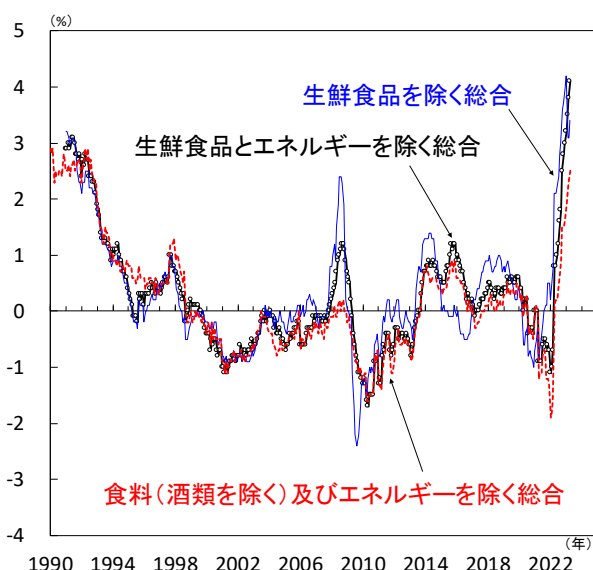
出所）内閣府より三菱UFJ国際投信作成

インフレ圧力は高止まるか

- ◆ 消費者物価の前年比は、政府の電気・ガス料金負担緩和策の導入もありエネルギー価格が下落し、生鮮食品を除く総合は減速していますが、財価格の値上げが続く物価上昇圧力は高まっています。
- ◆ 国内で15歳以上の人口が減少する中、労働力の供給には限界があり労働需給ひっ迫から賃金に上昇圧力がかかる可能性があります。雇用不足から賃金上昇率は上向いており、賃金上昇の動きがサービス価格の伸び率に波及すれば、消費者物価の前年比は高止まりすると考えられます。

● 食料品の値上げ等が響き消費者物価は高止まり、サービス価格も上昇

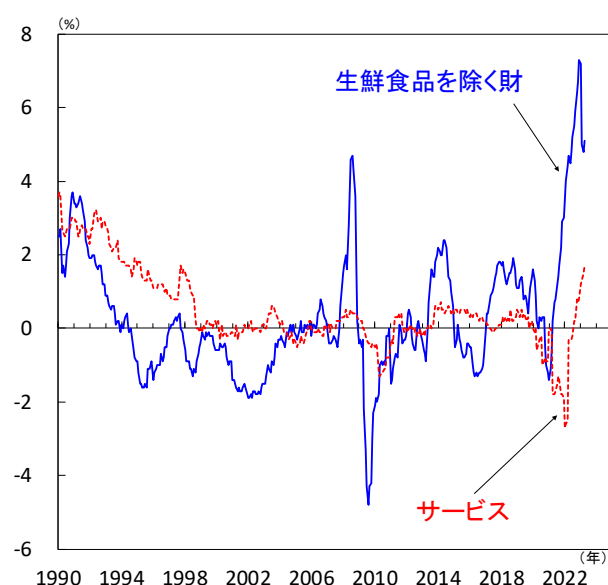
日本 全国消費者物価(前年比)



注) 直近値は2023年4月。消費税の影響を除く。

出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

日本 財価格とサービス価格(前年比)

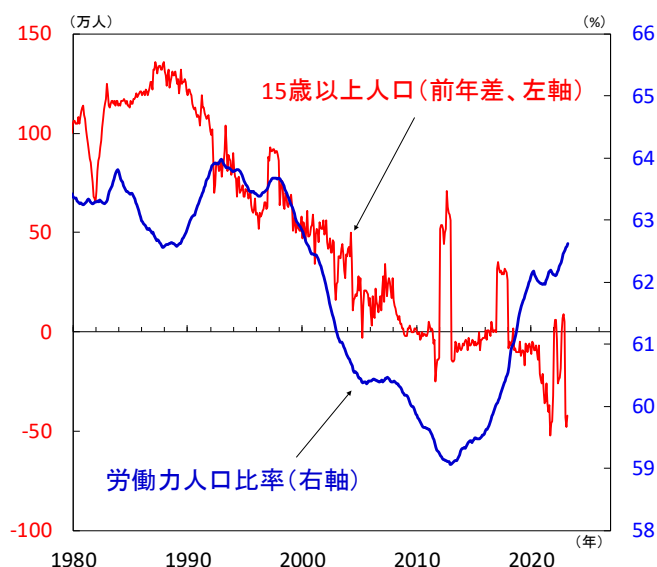


注) 直近値は2023年4月。対象は全国消費者物価。消費税の影響を除く。

出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

● 減少する15歳以上人口、労働者不足から賃上げ圧力が高まる可能性も

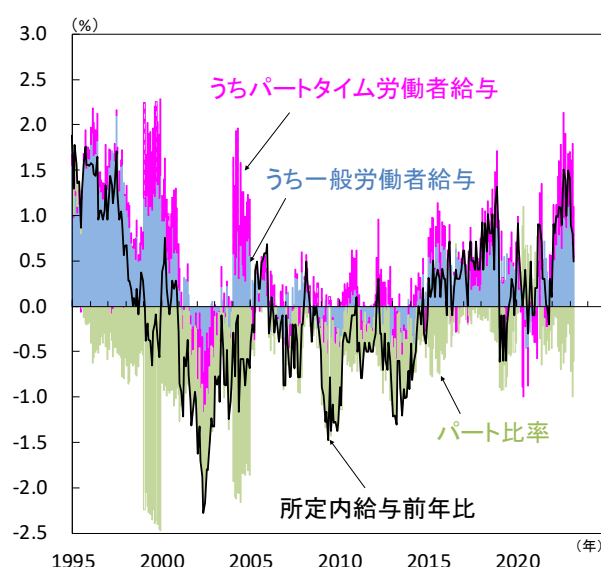
日本 15歳以上人口と労働参加率



注) 直近値は2023年3月。労働力人口比率:15歳以上の人口に占める労働力人口の割合。労働力人口比率は12カ月移動平均。

出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

日本 所定内給与前年比と要因分解



注) 直近値は2023年3月。

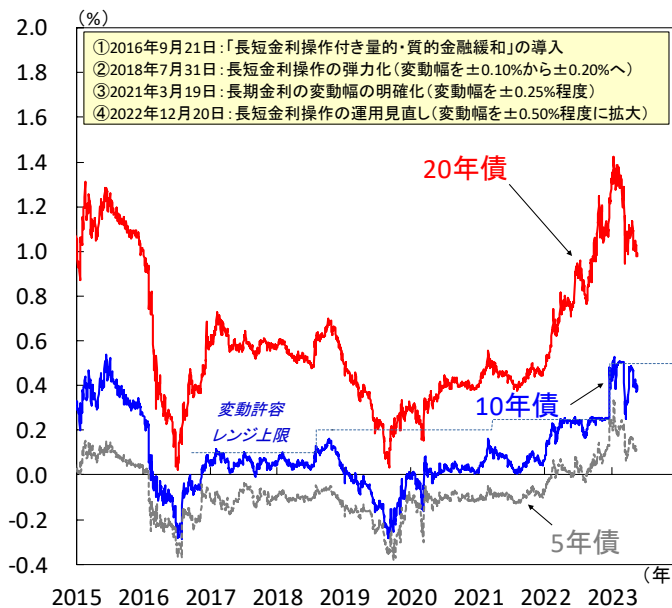
出所) 厚生労働省より三菱UFJ国際投信作成

金融緩和策は当面維持へ、政策修正観測はくすぶる

- ◆ 日銀は4月の植田総裁初の金融政策決定会合で金融緩和策の継続を決定しました。政策運営方針から政策金利のフォワードガイダンスは削除されるも、必要に応じ追加緩和実施の姿勢を維持。また、緩和策の多角的レビューを1年から1年半程度の時間をかけて実施する事も発表しました。
- ◆ 展望レポートにおける物価見通しは2025年度も2%の物価安定目標の達成は視野に入らず、当面は金融緩和継続が予想されます。一方で債券市場の機能改善は引き続き喫緊の課題と言えます。

● 日銀は大規模金融緩和を維持、長期金利は日銀の変動許容レンジ内の動きに

日本 国債利回りと金融政策



注) 直近値は2023年5月18日。囲み内は日銀の金融政策に関する決定事項。
 出所) 日本銀行、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

日銀の金融政策

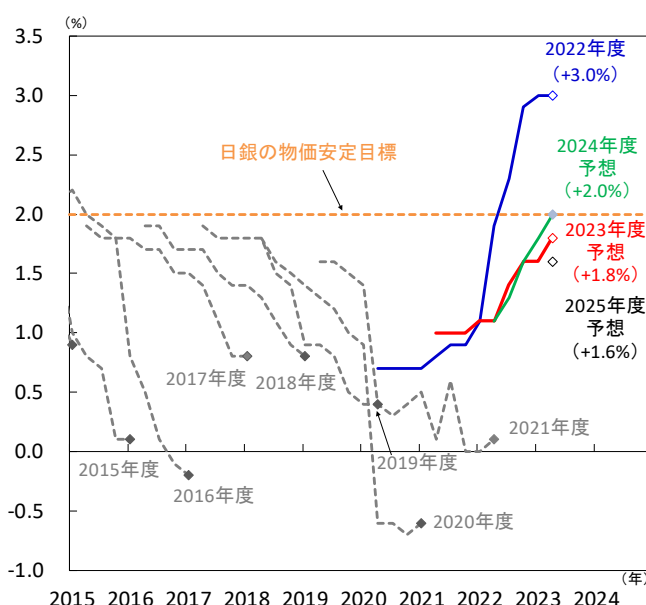
①長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)			
短期金利	日銀当座預金の「政策金利残高」への適用金利	▲0.1%	
長期金利	10年国債利回り	ゼロ%程度で推移するよう長期国債を買入れ	
長期金利の変動幅を±0.5%程度とし、10年国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを明らかに応札が見込まれない場合を除き毎営業日実施。金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため大規模な国債買入れを継続、各年限において機動的に買入れ額の増額や指値オペを実施。			
②資産買入れ方針			
	日銀資産残高(兆円)		現在の政策 (年間残高増加ペース)
	2023年4月	前年差	
長期国債	581.5	63.1	上限を設けず必要な金額
ETF	37.1	0.4	約12兆円を上限に必要に応じて
J-REIT	0.7	0.0	約1,800億円を上限に必要に応じて
社債	7.9	▲0.7	感染症拡大前の水準(約3兆円)へ徐々に戻す
CP等	2.3	▲0.7	約2兆円の残高を維持
③オーバーシュート型コミットメント			
・2%の「物価安定の目標」を目指し、安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。・マネタリーベースの残高は消費者物価(除く生鮮食品)の前年比が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続。			
多角的レビューの実施			
1990年代後半以降実施された金融緩和策の経済・物価・金融への影響を踏まえ、金融政策運営について1年から1年半程度の時間をかけて多角的にレビューを行う。			

注) 2023年5月18日時点。社債等は、新型コロナウイルス感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準へと徐々に戻していく。ただし、買入れ残高の調整は社債の発行環境に十分配慮して進める。

出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

● 2025年度のインフレ率は減速見通し、債券市場の機能低下は改善されていない

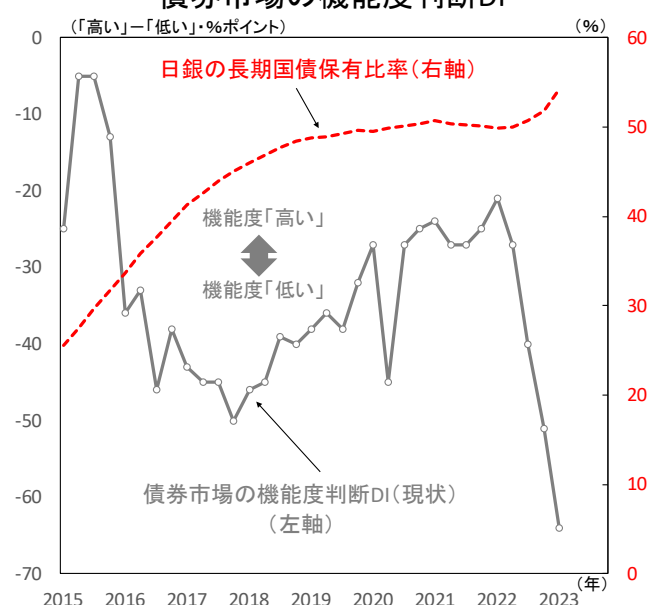
日銀政策委員の消費者物価見通し



注) 直近値は2023年4月時点。「経済・物価情勢の展望」における消費者物価(除く生鮮食品)前年比の政策委員見通し中央値。

出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

日銀の長期国債保有比率と債券市場の機能度判断DI



注) 直近値は2023年2月。機関投資家等からみた債券市場の機能度。

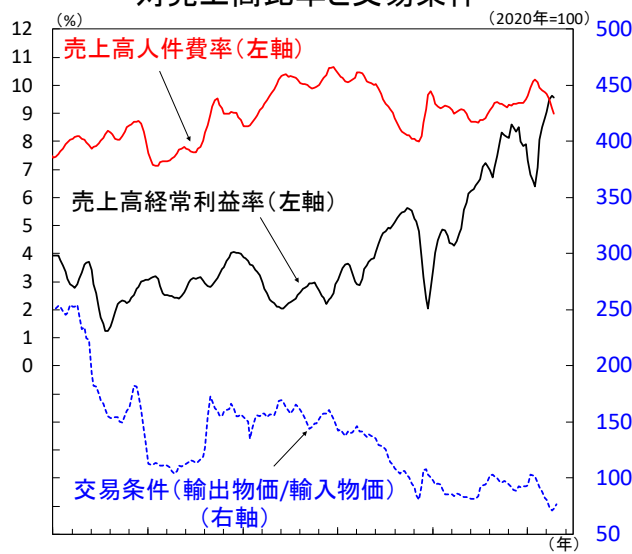
出所) 日本銀行、日本証券業協会より三菱UFJ国際投信作成

大企業の利益計画は慎重、経済再開による上振れに期待

- ◆ 輸入価格高騰による交易条件悪化により大企業は人件費を抑制、高い売上高利益率を維持しています。また経済再開に伴う内需拡大により業績見通しは改善傾向にあり、株価を支えています。
- ◆ 2023年度の業績見通しは慎重ですが、内需回復や円安進行が上振れ要因となりそうです。また、東京証券取引所がPBR1倍を下回る上場企業に対し、株価水準を引き上げるための具体策を開示・実行するよう要請した事で、株主還元などへの期待から割安株が一段と上昇する動きもみられます。

● 大企業はコスト抑制により高い利益率を維持、業績予想は改善方向

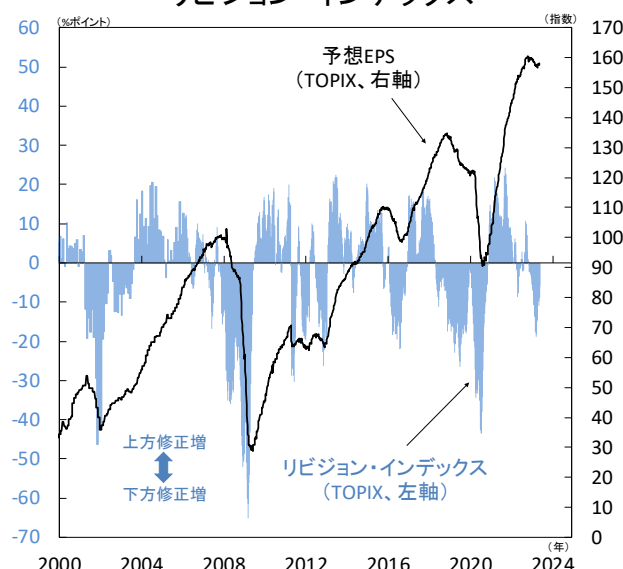
日本 大企業の人件費、経常利益
対売上高比率と交易条件



注) 直近値は交易条件が2023年1-3月期、その他が2022年10-12月期。対象は資本金10億円以上の全産業。交易条件以外は4四半期移動平均。

出所) 日本銀行、財務省より三菱UFJ国際投信作成

TOPIX 予想EPSと
リビジョン・インデックス

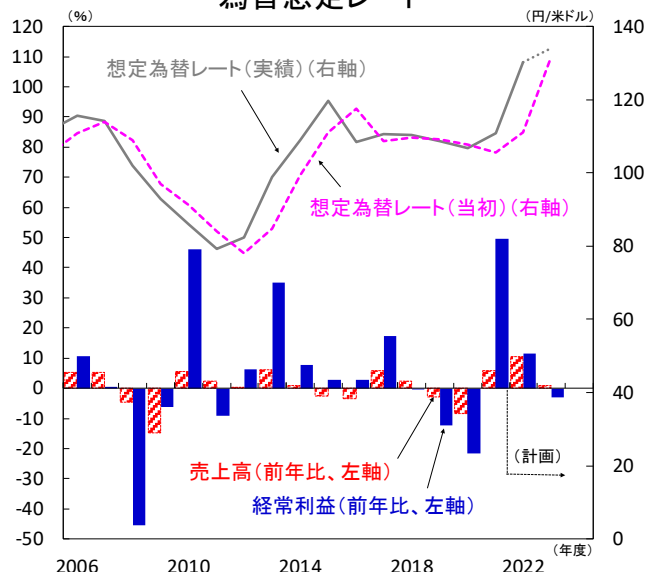


注) 直近値は2023年5月12日。予想EPSは12カ月先予想に基づく。リビジョン・インデックスはアナリストの予想の変化(「上方修正」-「下方修正」)。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 円安、金利低下、PBR改善策への期待が株価を押し上げる要因に

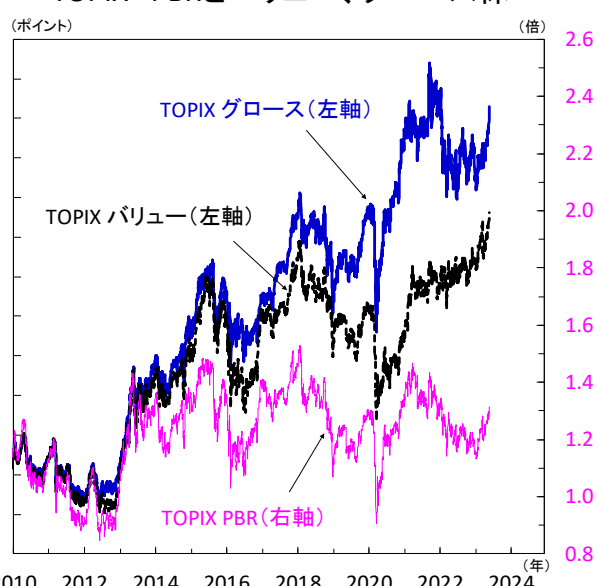
日本 大企業の売上高、経常利益と
為替想定レート



注) 直近値は2023年3月時点の事業計画。対象は全産業、日銀短観を基に作成。2023年度の為替レート(実績)は2023年4-5月の平均(2023年5月18日時点)。

出所) 日本銀行より三菱UFJ国際投信作成

TOPIX PBRとバリュー、グロース株



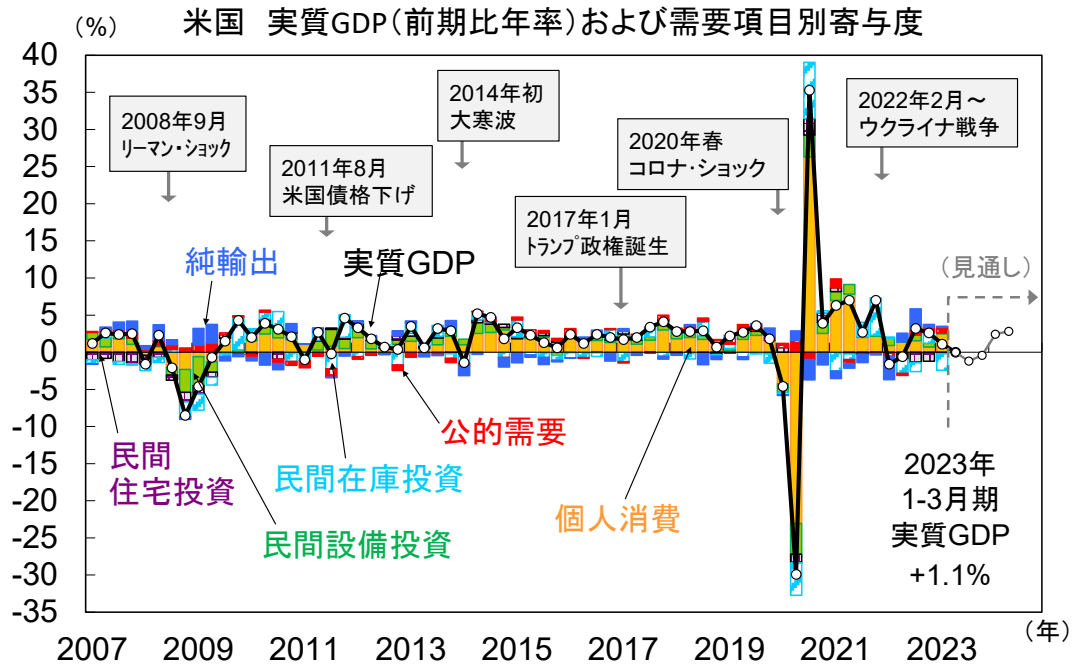
注) 直近値は2023年5月18日。TOPIX バリュウはPBR(株価純資産倍率)等の指標が相対的に低い銘柄で構成、グロースはPBR等が相対的に高い銘柄で構成。

出所) 東京証券取引所、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

4. 米国経済：年後半の成長減速は既定路線、金融政策の転換なるか

- ◆ 2023年1-3月期実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と三四半期連続のプラス成長を遂げています。2023年年初にかけて暖冬となったことで経済活動が衰えず、個人消費が全体をけん引、住宅投資は持ち直したものの、企業の在庫投資は減少するなど、慎重な経営姿勢もみられました。
- ◆ 3月以降、相次いだ米地銀破綻など、金融引き締めによる累積効果が顕在化しています。今年後半は経済成長鈍化が予想されるも、労働市場の堅調さなどから浅い景気後退を見込みます。

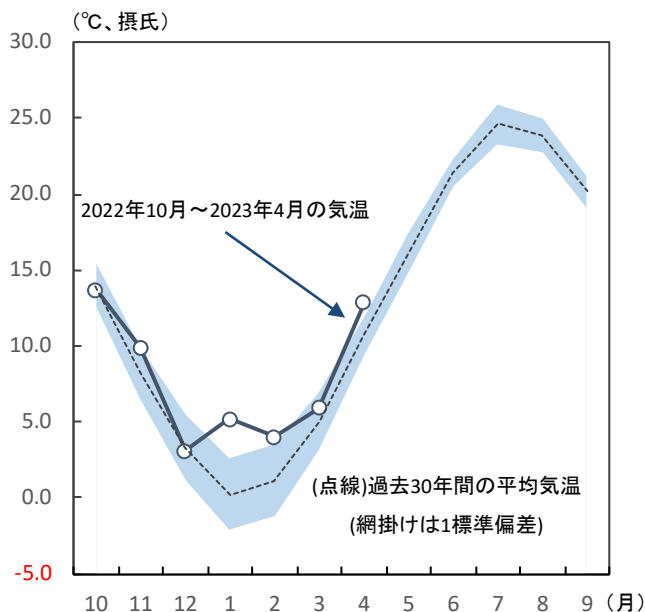
● 2023年1-3月期実質GDPは三四半期連続のプラス、個人消費の好調が際立つ



注) 2023年4-6月期～2024年4-6月期が三菱UFJ国際投信による見通し。

出所) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJ国際投信作成

米国 NY州の月別平均気温

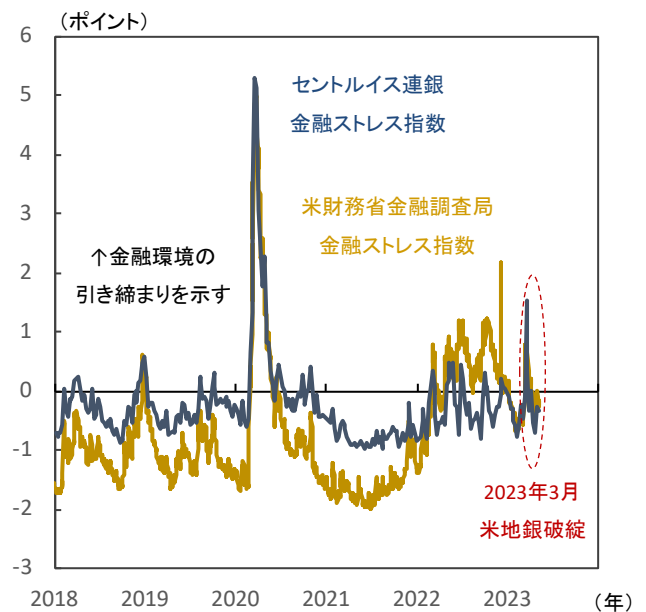


注) 直近値は2023年4月。各月の月中平均気温を基に計算。

過去30年間の計算期間は1993年10月～2022年9月。

出所) WEATHER SERVICES INTERNATIONALより三菱UFJ国際投信作成

米国 金融ストレス指数



注) 直近値はセントルイス連銀金融ストレス指数が2023年5月5日、米財務省金融調査局金融ストレス指数が2023年5月15日

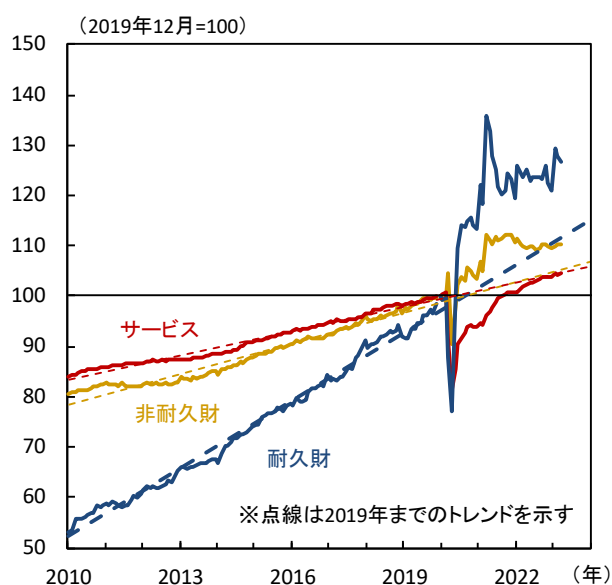
出所) セントルイス連銀、米財務省より三菱UFJ国際投信作成

個人消費の好調さ際立つも更なる加速は難しい

- ◆ 個人消費の好調が鮮明です。コロナ禍で急減したサービス消費は従来の成長トレンドに復帰した一方、財消費は依然トレンドを上振れています。消費の原動力となっていた過剰貯蓄は一時2.5兆ドルに迫るも、足元ではほぼ使いきった水準にあり、先行きは実力見合いの成長となりそうです。
- ◆ 米国家計の健全性は不変も、旺盛な米消費拡大を支える消費者信用残高は急ピッチで増加しています。しかし、その持続性は長くないと見込まれ、今後は緩やかに鈍化に向かう想定です。

● 好調な個人消費を支える過剰貯蓄はほぼ払拭。成長ペースは巡航速度並みへ

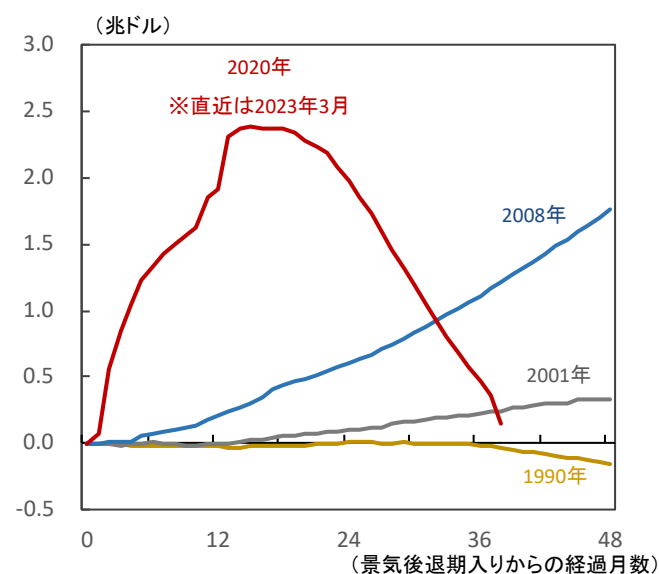
米国 実質個人消費支出(項目別)



注) 直近値は2023年3月。

出所) 米BEAより三菱UFJ国際投信作成

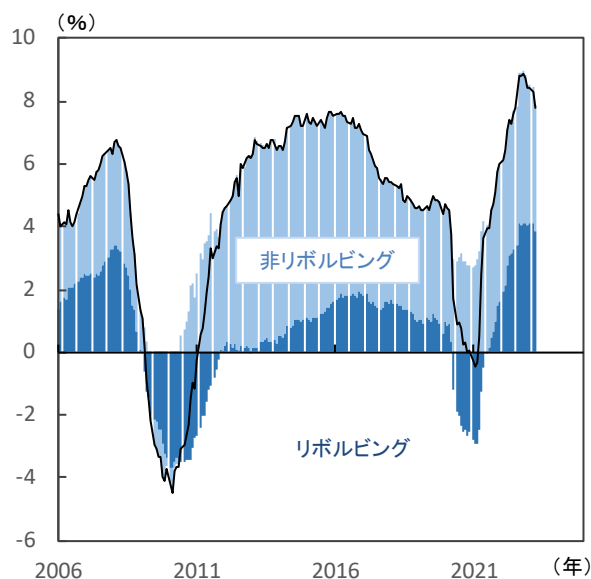
米国 景気回復局面の過剰貯蓄



注) 過剰貯蓄はサンフランシスコ連銀のリサーチを基に、各局面の家計貯蓄額の景気後退期前48カ月のトレンド乖離分の合計とした。景気後退はNBERの定義による。

出所) 米BEA、サンフランシスコ連銀、NBERより三菱UFJ国際投信作成

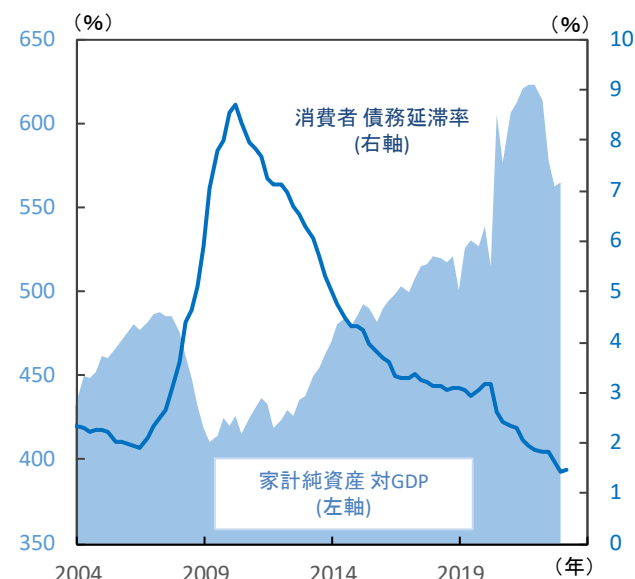
米国 消費者信用残高
(住宅ローン以外、前年比)



注) 内訳項目(非リボルビング・リボルビング)は前年比ベースの寄与度を表示。各指数はBloombergによるデータ調整指数を使用。

出所) FRB、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

米国 家計純資産と債務延滞率



注) 直近値は債務延滞率は2023年1-3月期、家計純資産は2022年10-12月期。債務延滞率は90日以上支払不履行。

出所) FRB、米BEA、米NY連銀より三菱UFJ国際投信作成

労働市場はひっ迫解消の兆候、住宅市場は底入れか

- ◆ 米労働市場は需給ひっ迫が続いています。但し、失業率は低水準を維持するも、求人率は顕著に低下。コロナ禍からの経済回復で比較的低賃金のサービス業種などで人材確保が困難となり、高い賃金上昇が継続していたものの、足元では軟化しつつあり緩やかな鈍化が見込まれます。
- ◆ 住宅市場は住宅ローン金利の上昇を背景に低迷が続いていたものの、物価上昇がピークアウトし金融引き締め局面の転換を予想する動きから景況感が改善、底入れの動きを見せつつあります。

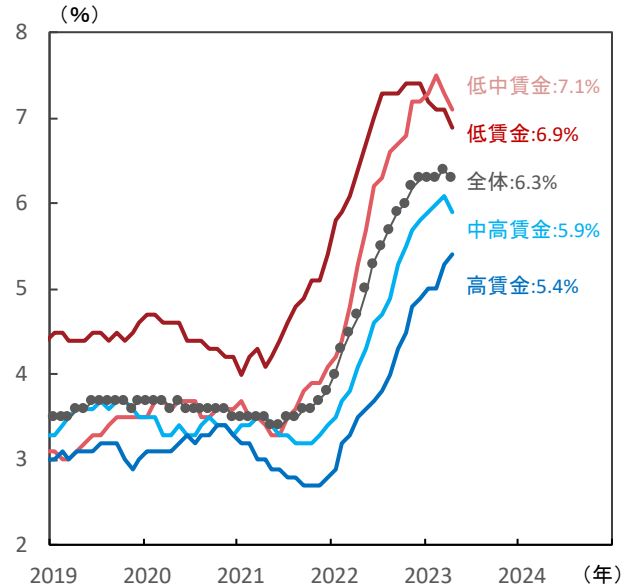
● 労働需給の引き締めは継続も、徐々に軟化の兆しが生じる

米国 失業率・求人率



出所）米BLS、米NBERより三菱UFJ国際投信作成

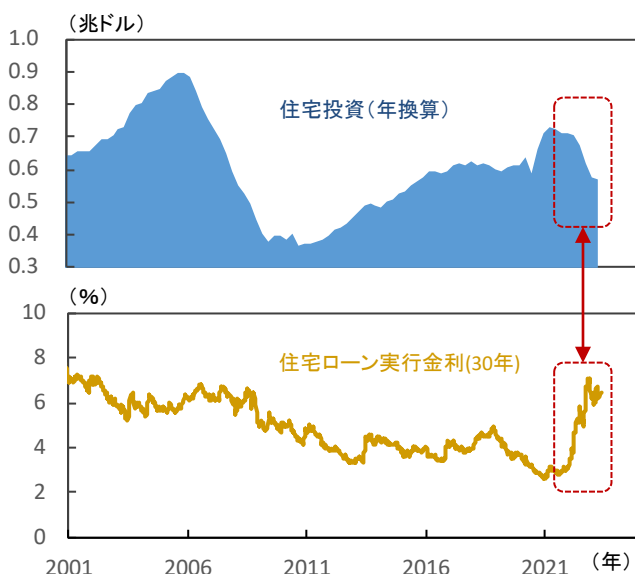
米国 分位別の賃金伸び率



出所）米BLS、アトランタ連銀より三菱UFJ国際投信作成

● 住宅投資は金融引き締め局面の転換をにらみ、底入れの動き

米国 住宅投資・住宅ローン金利



出所）米BEA、米フレディマックより三菱UFJ国際投信作成

米国 建設会社景況感・住宅販売件数



出所）米NAHB、米NAR、米国勢調査局より三菱UFJ国際投信作成

企業の慎重姿勢は継続も、経営体制は底堅い

- ◆ 3月の米銀破綻や累積的な利上げの影響を背景に、銀行のローン貸出基準は厳格化しています。先行きの景気不透明感から設備投資計画は低水準にあり、中小企業では融資環境の引き締めから景況感は約10年ぶりの水準まで落ち込むなど、足もとの経営環境の厳しさが確認されます。
- ◆ 一方、企業は物流の混乱解消や、人員整理によりコスト削減が進みつつあり、営業利益は改善が見込まれます。健全な財務状況も踏まえると、先行きの企業活動は復調を見込んでいます。

● 貸出厳格化で設備投資計画は悲観的だが、先行きは復調を見込む

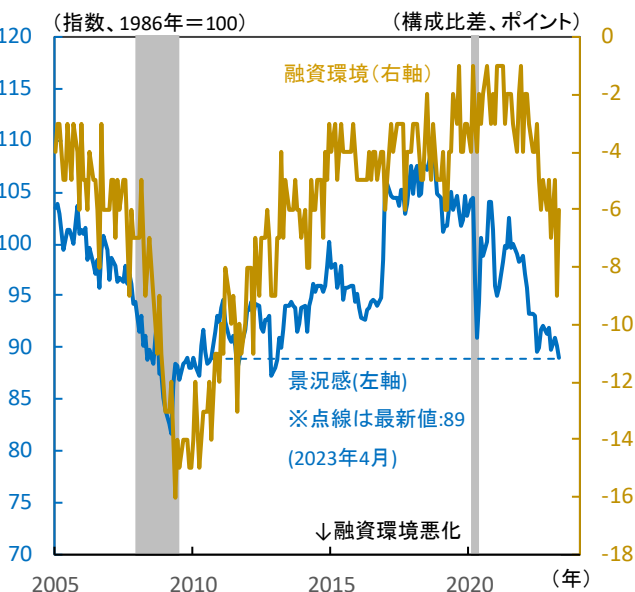
米国 設備投資計画・ローン基準



注）直近値は設備投資計画（米ビジネスラウンドテーブルCEO調査）が2023年1-3月期。設備投資計画は今後6カ月間を対象、50以上が景気拡大を示す。大・中企業向けローン基準（銀行上級貸出担当者調査）が2023年3月。

出所）米FRB、米ビジネスラウンドテーブルより三菱UFJ国際投信作成

米国 中小企業景況感・融資環境



注）直近値は2023年4月。網掛けは景気後退期。

出所）米NFIB、米NBERより三菱UFJ国際投信作成

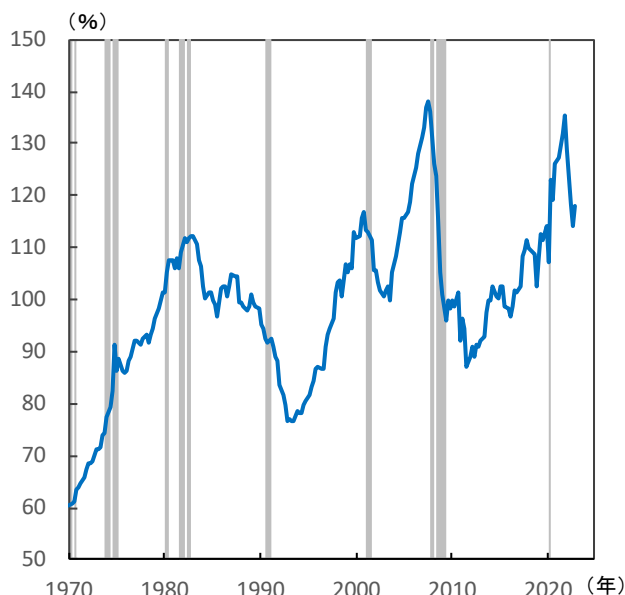
米国 営業利益率



注）直近値はFRB企業統計が2022年7-9月期。ラッセル3000指数は2023年4月、市場予想は5月17日時点の2023年末および2024年末。

出所）FRB、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

米国 企業純資産対GDP比率



注）直近値は2022年10-12月期。企業純資産は非金融企業を対象。網掛けは景気後退期。

出所）米FRB、米BEAより三菱UFJ国際投信作成

物価：先行きはサービス価格がようやく減速へ

- ◆ 米国の個人消費支出(PCE)デフレーターは総合が3月：前年比+4.2%とエネルギー・食品価格を反映し急減速も、コア(食品・エネルギー除く)が同+4.6%と高止まっています。急速な金融引き締め環境でも堅調な労働市場を背景に賃金上昇圧力が根強く、サービス物価沈静化に時間を要しています。
- ◆ 先行きは住居関連の先行指標軟化や求人率低下が示すようにサービス物価も減速していくとみられます。中長期的には長引く高インフレを経て米国民の物価観に変化が生じたかも注目されます。

● 物価上昇率は鈍化トレンドを辿るも、サービス物価沈静化に時間を要している

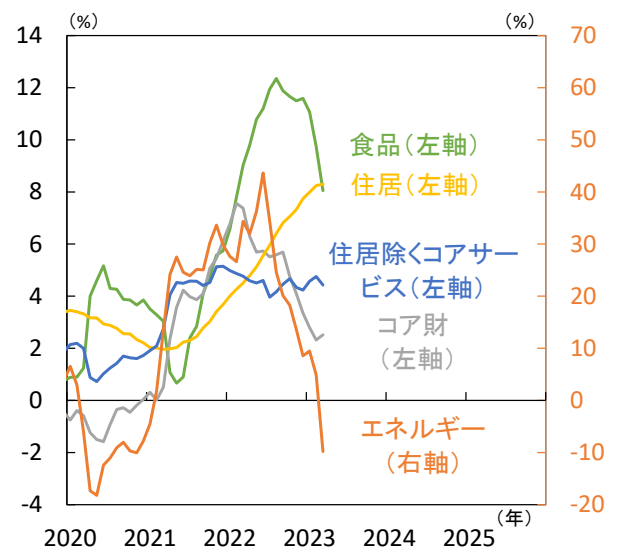
PCEデフレーター(総合、コア) 前年比



注) 直近値は2023年3月。

出所) 米Bureau of Economic Analysisより三菱UFJ国際投信作成

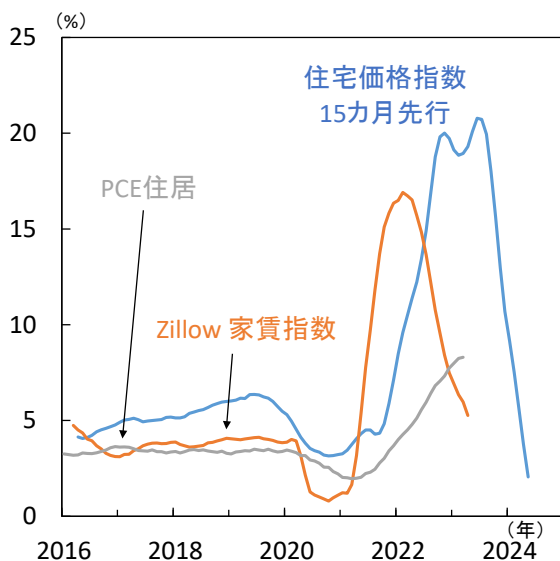
PCEデフレーター(総合・項目別) 前年比



注) 住居除くコアサービスはBloombergが算出するデータを使用。直近値は2023年3月。

出所) 米BEA、米Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

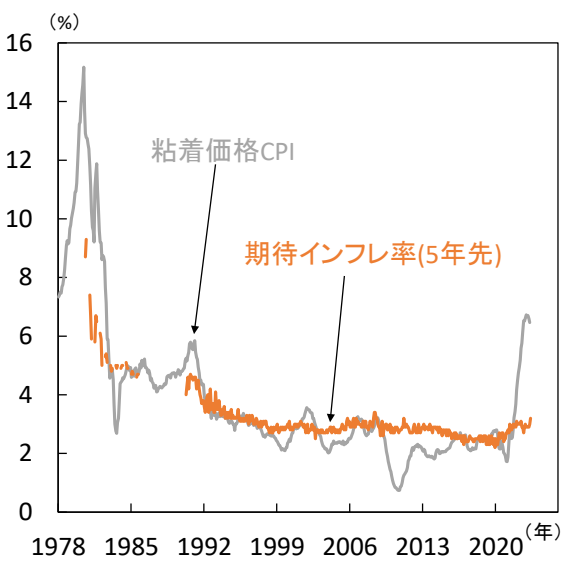
住宅価格関連指標(前年比)



注) 直近値はPCE住居が2023年3月、S&Pコアロジック/ケース・シラー住宅価格指数は同年2月(15ヵ月先行して表示)、Zillow家賃指数が同年4月。

出所) 米BEA、米Zillow、米S&Pより三菱UFJ国際投信作成

期待インフレ率(5年先)・粘着価格CPI(前年比)



注) 直近値は粘着価格CPI(Sticky-Price CPI)が2023年4月、価格変動が比較的緩やかな品目で構成されている。期待インフレ率(5年先)が同年5月、ミシガン大学調査による。

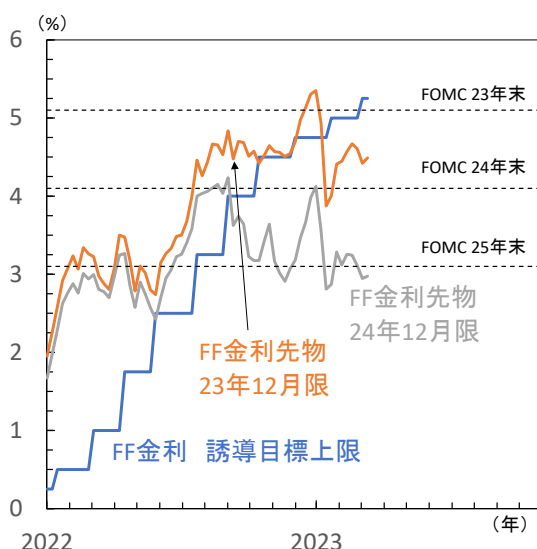
出所) 米ミシガン大学、米アトランタ連銀より三菱UFJ国際投信作成

金融政策：年内は政策転換に至らず、インフレ抑制姿勢を堅持か

- ◆ 米FOMC(連邦公開市場委員会)は5月に政策金利の誘導目標上限を5.25%に引き上げ、声明文では利上げ停止が示唆されました。年内は2%目標を上回る物価上昇率を背景に政策金利据え置きが見込まれ、総需要抑制を通じ労働需給の不均衡解消や名目賃金鈍化に向かうか注目されます。
- ◆ 3月シリコンバレー銀行(SVB)破綻で生じた米金融不安は米連邦準備理事会(FRB)の流動性支援もあり一旦後退も、トランプ政権下で緩和した銀行監督・規制は再強化に向かう可能性があります。

● 年内の利下げを織り込む市場を横目に、年内は政策金利の据え置きが見込まれる

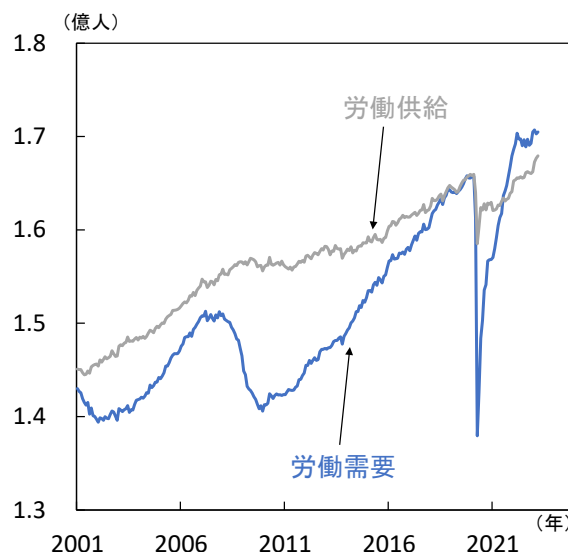
FF金利と金利先物



注）FF金利先物（市場参加者の予想する将来の政策金利水準として使用）は2023年5月12日時点。チャート内の点線は2023年3月時点のFOMC参加者による政策金利（各年末）の見通し中央値。

出所）米FOMC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

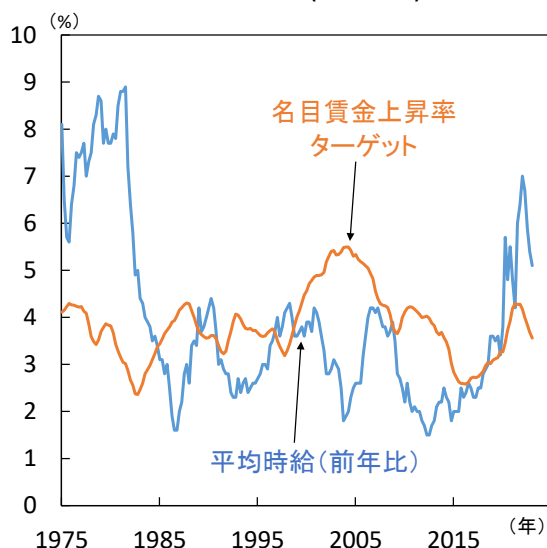
米国労働市場の需給



注）労働需要は就業者数+求人件数で算出、2023年3月時点。労働供給は労働力人口+縁辺労働者数(過去12カ月間で求職し雇用統計調査週で勤労可能も、同調査週の4週間前は求職しなかった人)で算出、同年4月時点。

出所）米BLS、米サンフランシスコ連銀より三菱UFJ国際投信作成

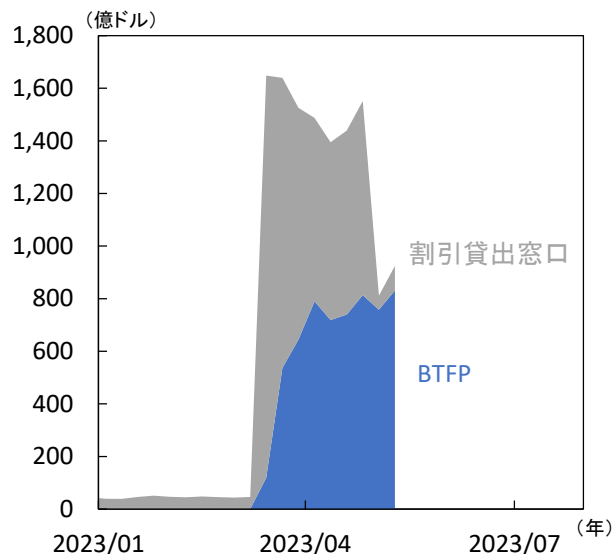
名目賃金上昇率ターゲット、
平均時給(前年比)



注）直近値は平均時給が2023年3月、四半期ベース。労働生産性が同年1-3月期。名目賃金上昇率ターゲットは、物価上昇率目標（=2%）と整合的な名目賃金上昇率。労働生産性（前年比）の5年移動平均値+物価上昇率目標とした。

出所）米BLSより三菱UFJ国際投信作成

米FRB貸出制度の利用額



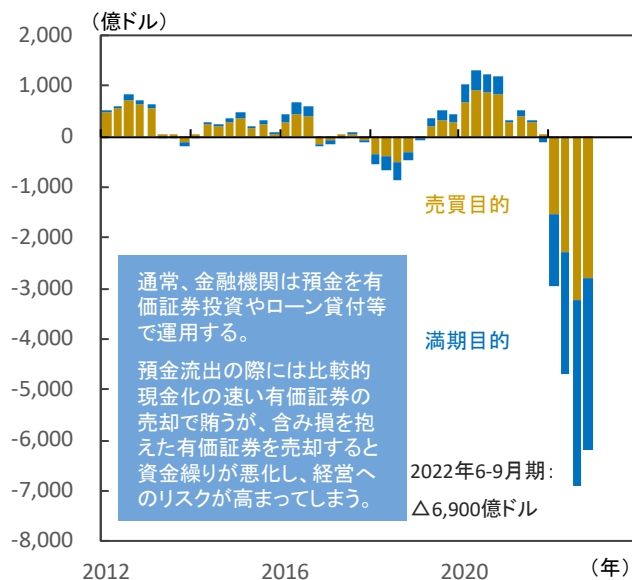
注）直近値は2023年5月10日。バンク・ターム・ファンディング・プログラム(BTFP)はSVB破綻を受けて導入された緊急貸出制度。預金取扱機関は米国債や住宅担保ローン証券など適格担保と引き換えに、額面相当額(金利は1年OIS+0.1%)で最長1年間の借入可能。

出所）米FRBより三菱UFJ国際投信作成

米銀破綻による金融システム不安は落ち着きを見せる

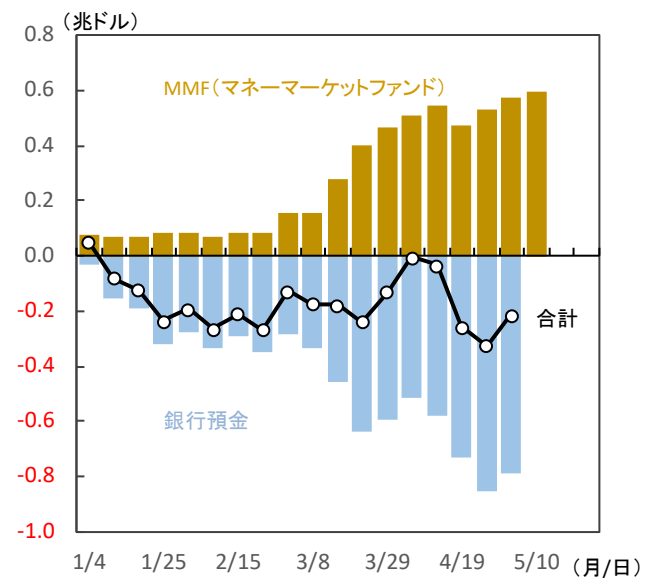
- ◆ 米国では急激な金融引き締めにより、債券価格が大幅に下落(金利は上昇)したことなどを背景に金融機関の経営不安が高まり、預金流出が生じたことで金融機関の破綻が相次いでいます。
- ◆ ただし、金融機関の純利益は堅調な拡大傾向にあることに加え、米国金融機関は趨勢的に再編を繰り返し、徐々に行数は減少・大型化の一途を辿っています。2008年の金融危機以降、米金融当局が規制改革を進めた結果、大手を中心に金融機関の財務健全性も改善されているといえます。

● 急激な金融引き締めにより、金融機関の有価証券投資は大きく棄損

米国 金融機関 有価証券投資
の評価損益

注) 米連邦預金保険公社(FDIC)への報告ベース。
直近値は2022年10-12月期

出所) 米FDICより三菱UFJ国際投信作成

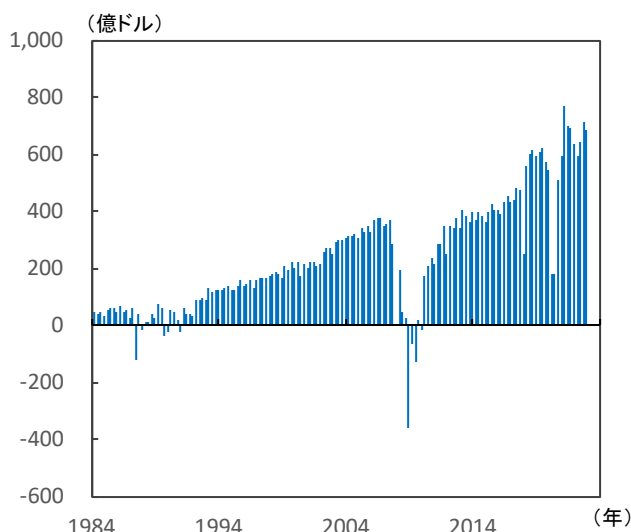
米国 銀行預金流出額と
MMF流入額(23年の累計値)

注)直近値はMMFが2023年5月10日、銀行預金が2023年5月3日。

出所) ICI、FRBより当社経済調査室作成

● 金融機関の収益力は順調に拡大、銀行再編は趨勢的なトレンドの中の出来事

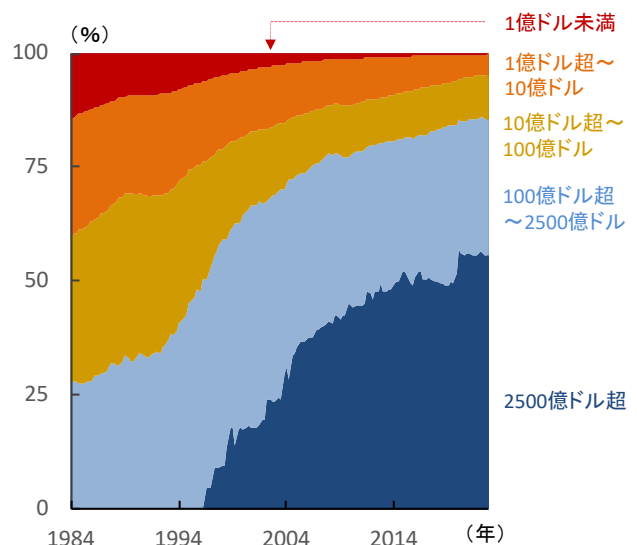
米国 FDIC加盟銀行の純利益



注) 直近値は2022年末、四半期毎のデータ。FDICへの報告ベース。
被支配株主帰属分の控除前の値を使用。

出所) 米FDIC(FDIC Quarterly Banking Profile)より三菱UFJ国際投信作成

米国 資産規模別の銀行構成比



注) 直近値は2022年末、四半期毎のデータ。
FDICへの報告ベース。

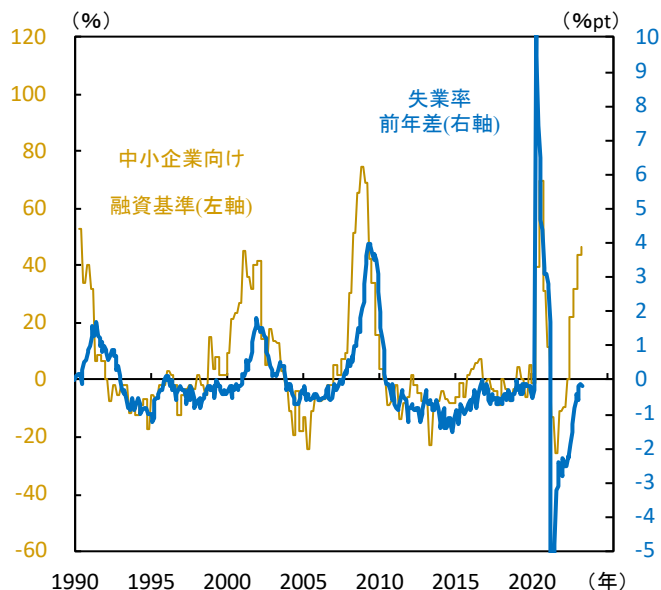
出所) 米FDIC(FDIC Quarterly Banking Profile)より三菱UFJ国際投信作成

景気下押し圧力は限定的だが、新たな火種に注意

- ◆ 従来の利上げ局面では、融資基準は厳格化し、企業活動鈍化などを通じ労働市場の減速などが生じます。現局面でも景気減速は既に市場に折り込まれ、更なる市場の動揺は限定的と考えます。
- ◆ 新たな経済不安の芽を点検すると、米国の中小金融機関では商業用不動産向けローンの比率が高く、オフィス市場の低迷による影響などが懸念されています。また世界全体では、銀行などと比較して規制の緩やかなノンバンクの存在感が増していることから、市場の警戒感が高まっています。

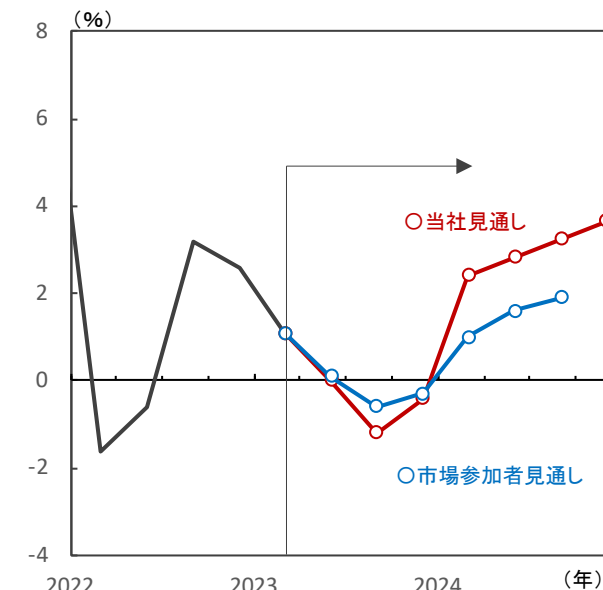
● 信用収縮は不可避も、景気下押しは利上げ期の循環的な影響に留まる見通し

米国 設備投資計画・ローン基準



出所）米FRB、米BLSより三菱UFJ国際投信作成

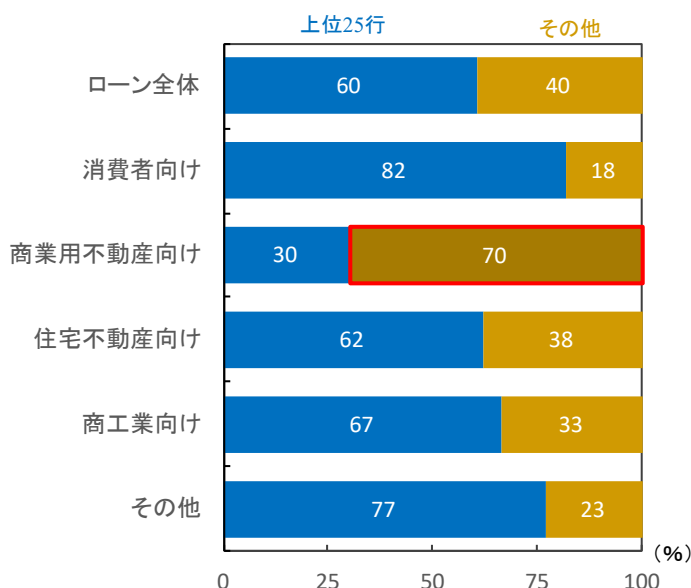
米国実質GDP(前期比年率)・予想値



出所）米BEA、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

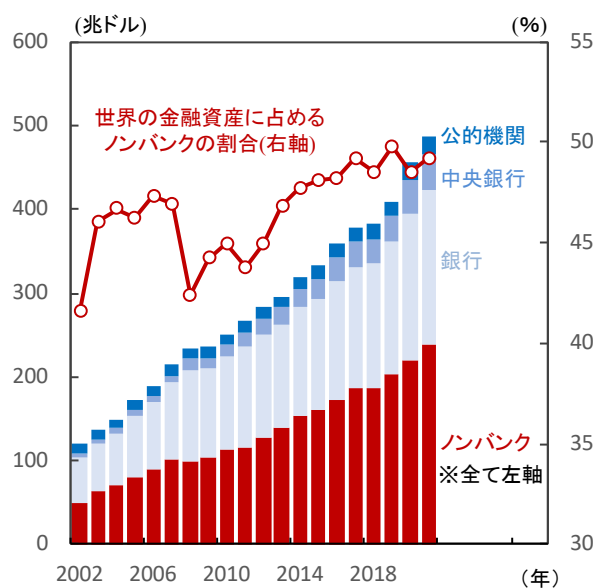
● 商業不動産向け融資や透明性の低いノンバンクの拡大が新たなリスクか

米国 仕向け先別ローン分布



出所）米FRBより三菱UFJ国際投信作成

世界の金融資産分布

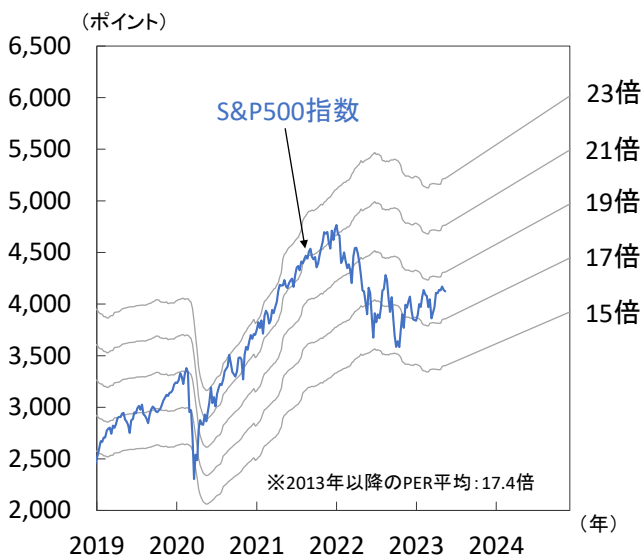


出所）金融安定理事会(FSB)より三菱UFJ国際投信作成

米国株式:レンジ内の動きを想定、早期の楽観視は行き過ぎか

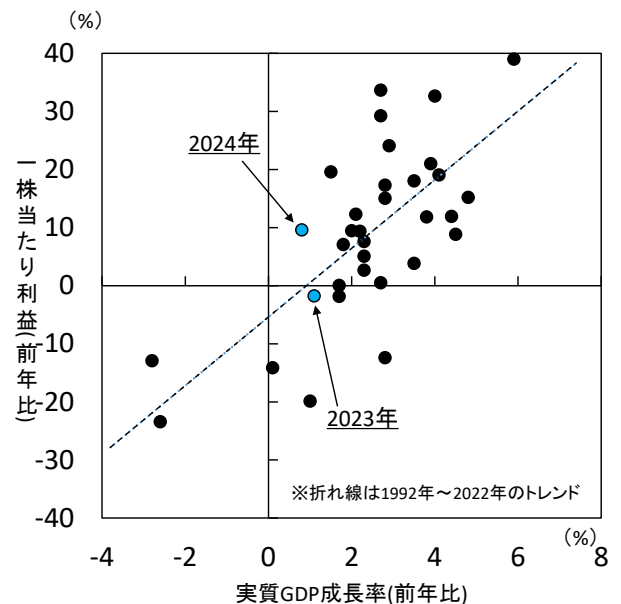
- ◆ 米国株式は金融不安から年内利下げを織り込むなど底堅さがみられます。来年の景気・業績に目線が移りつつある一方、年内は景気抑制的な水準の政策金利据え置きが見込まれ、米預金流出等による信用収縮の影響も不透明なため、来年のやや強気な業績予想は下振れリスクも残ります。
- ◆ 当面はレンジ内の推移を見込みます。来年に大統領選を控え、選挙前年は株高傾向がみられる中、株価上昇トレンド形成には米物価上昇率や米金融不安など懸念材料の払拭が鍵とみています。

● 大統領選前年は株高傾向にあり、足元の景気・金融システムを巡る懸念払拭が鍵

S&P500株価指数と
PERレンジ(23倍～15倍)

注) PERのレンジは12カ月先ブレンド予想EPS(1株当たり利益)を基に計算、2024年末は2025年末のEPS予想を使用。直近値は2023年5月12日。

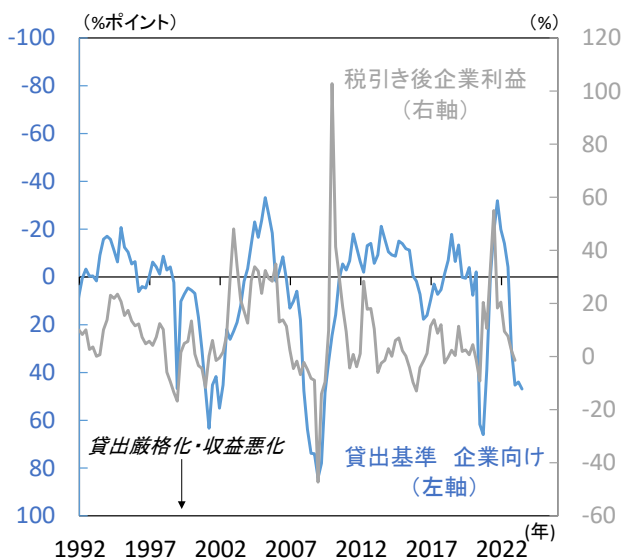
出所) S&P、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

S&P500株価指数の一株当たり利益と
実質GDP成長率

注) 直近値は2023年5月17日。プロットデータは1992年～2022年が実績、2023年と2024年はBloombergの予想を使用。

出所) Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

貸出基準(企業向け)と税引き後企業利益(前年比)



注) 直近値は貸出基準が2023年4月、税引き後企業利益が2022年10-12月期。

出所) 米FRB、米BEAより三菱UFJ国際投信作成

過去10回の大統領選における
選挙前年の株価騰落

選挙年	選挙前年	選挙前年の騰落率	
		S&P500株価指数	NYダウ
1984	1983	17.3%	20.3%
1988	1987	2.0%	2.3%
1992	1991	26.3%	20.3%
1996	1995	34.1%	33.5%
2000	1999	19.5%	25.2%
2004	2003	26.4%	25.3%
2008	2007	3.5%	6.4%
2012	2011	0.0%	5.5%
2016	2015	-0.7%	-2.2%
2020	2019	28.9%	22.3%
過去10回の平均		15.7%	15.9%
同上昇回数		8回	9回

注) 暦年で計算。S&P500株価指数の2011年リターンはわずかに下落した。

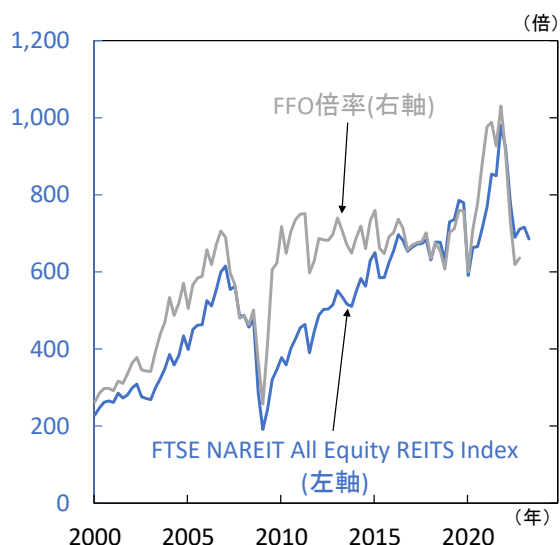
出所) S&P、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

米国リート: 本格的な上昇トレンドには時間を要するか

- ◆ 米国リートは年初から上値の重い展開が続いています。リート価格の割高感は解消されつつあるも、当面は利上げ効果による米景気減速が見込まれる中で賃貸収入鈍化等が重しになるとみます。
- ◆ 3月以降の米金融不安を受け、中小銀行の融資割合が高い商業用不動産への懸念が高まるなか、リート市場でも稼働率が低迷するオフィスが軟調です。リート全体に対する割合(時価総額)は5%程度と比較的小さいですが、不動産価格下落や借り換え費用上昇が長引くリスクに注意が必要です。

● リートは割高感が薄れつつあるも、利上げ効果や商業用不動産を巡る懸念が重し

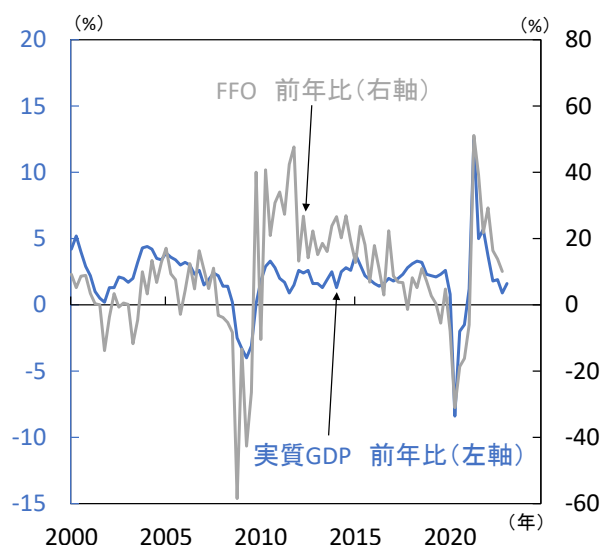
FTSE NAREIT All Equity REITS Index、
FFO倍率



注) FTSE NAREIT All Equity REITS Indexは2023年5月16日時点、四半期ベース。
FFO(Funds from operation)倍率が2022年10-12月期時点、
対象はNAREIT All Equity REITSで四半期ベース。
FFO倍率はREIT価格をFFO(賃料収入からどの程度キャッシュを得られたかを示す
収益性指標)で割った値、上昇すると割高を示す。

出所) NAREITより三菱UFJ国際投信作成

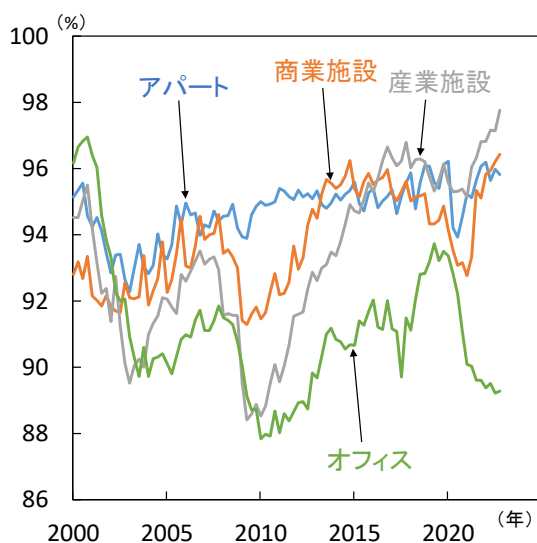
米国実質GDP成長率とFFOの伸び



注) 直近値は実質GDPが2023年1-3月期。FFOが2022年10-12月期、
対象はNAREIT All Equity REITS。

出所) 米BEA、NAREITより三菱UFJ国際投信作成

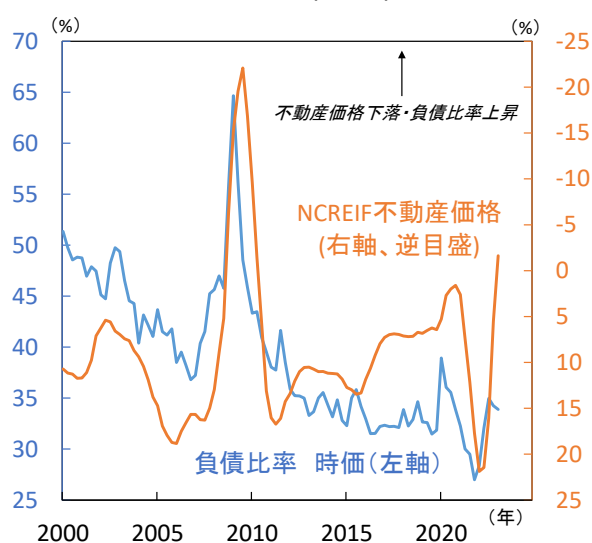
米国リート用途別の稼働率



注) 直近値は2022年10-12月期、対象はNAREIT All Equity REITS。

出所) NAREITより三菱UFJ国際投信作成

NCREIF不動産価格(前年比)、
負債比率(時価)



注) NCREIFは2023年1-3月期。負債比率(=負債÷総資産)は同年同
期、対象はNAREIT All Equity REITS。

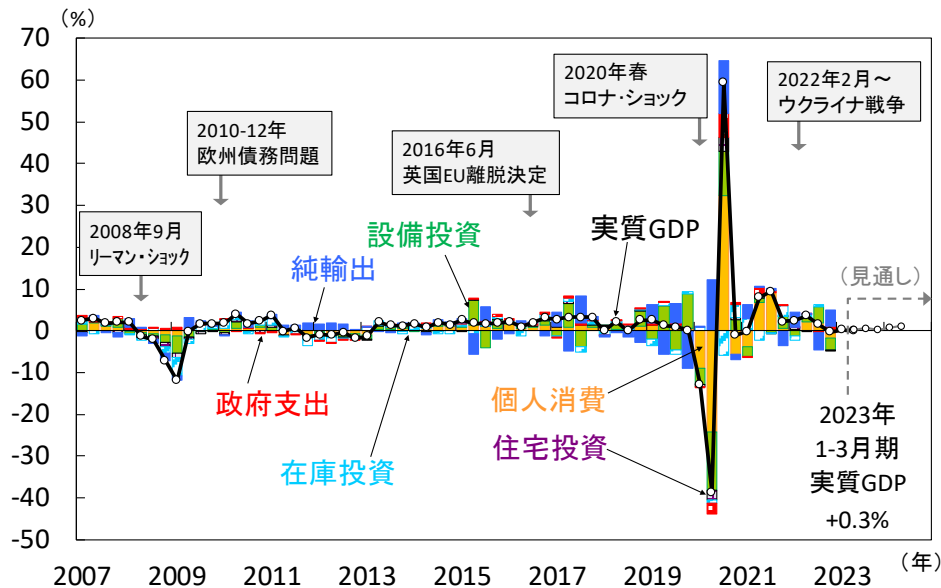
出所) NCREIF、NAREITより三菱UFJ国際投信作成

5. 欧州経済：景気後退は回避も、低空飛行

- ◆ ユーロ圏の2023年1-3月期実質GDPは前期比年率+0.3%と、景気後退入りを回避。各国政府による財政支援策や暖冬等を背景に、資源価格の高騰は一服し、景気の落ち込み幅を抑制も、高インフレや金融引き締めによる内需の圧迫は続き、域内景気は小幅なプラス成長に留まりました。
- ◆ 年明け以降、家計の実質購買力の低下を受けた域内消費の低迷はより鮮明となり、生産活動の回復は限定的。輸入減少を主因とした純輸出の改善は進み、成長率の押し上げに寄与しました。

● 冬季のエネルギー危機を回避し、ユーロ圏景気は辛うじてプラス成長を確保

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

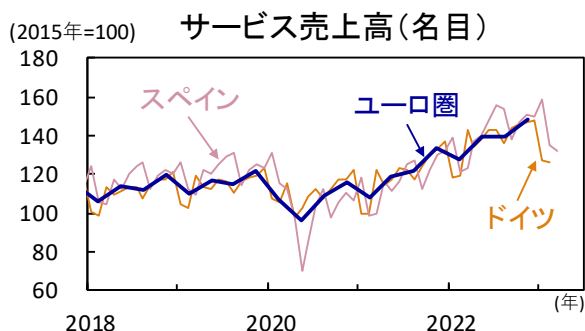
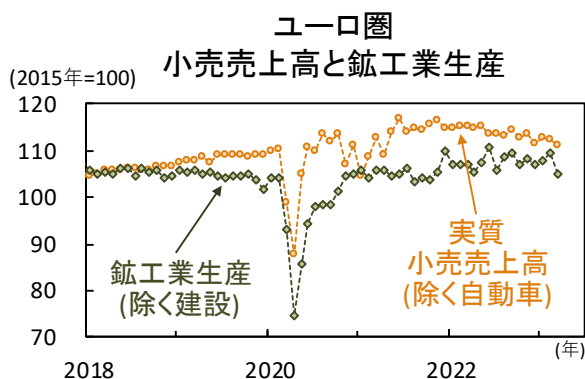


注) 実績の直近値は2023年1-3月期(速報値)。

2023年4-6月期～2024年4-6月期は三菱UFJ国際投信による見通し。

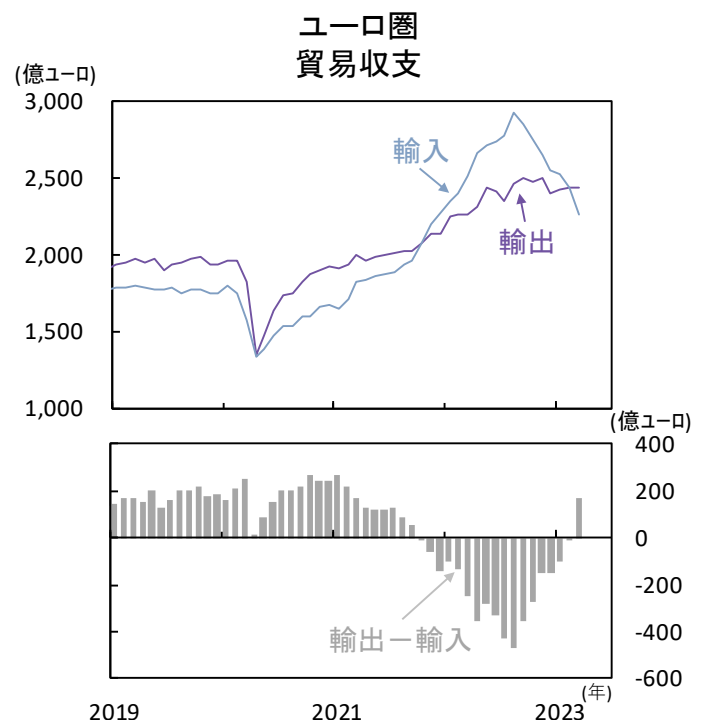
出所) 欧州統計局(Eurostat)より三菱UFJ国際投信作成

● 域内の消費・生産活動は依然低調、外需が景気回復に寄与



注) 直近値は上段が2023年3月、
下段はユーロ圏が2022年10-12月期、他が2023年2月。

出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成



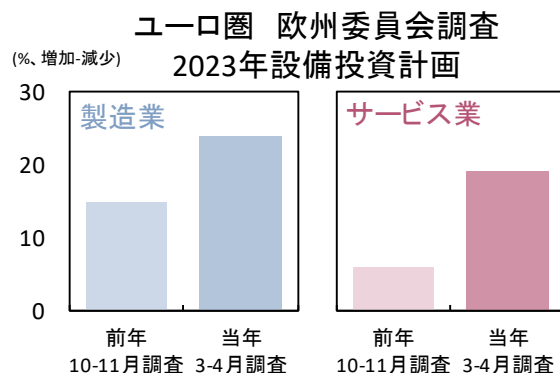
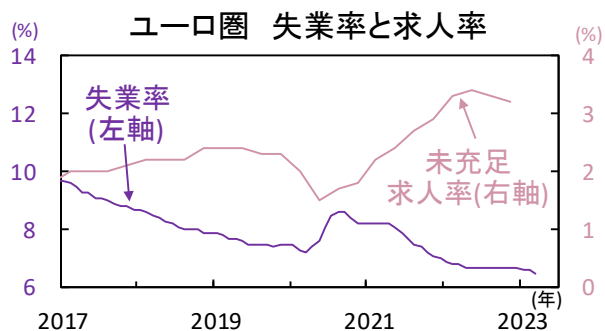
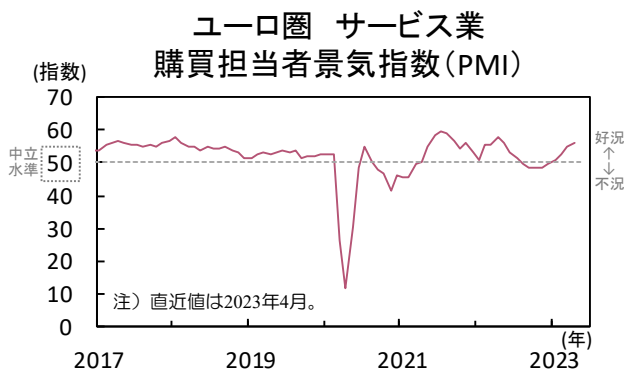
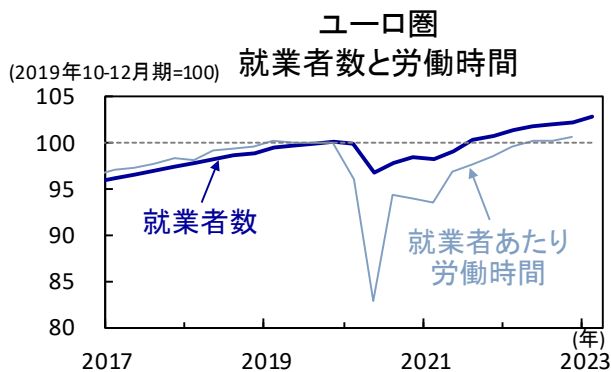
注) 直近値は2023年3月。季節調整値。

出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成

域内景気の底堅さに期待も、回復力に弱さ

- ◆ ユーロ圏では労働需給のひっ迫は続き、冬季のエネルギー危機を乗り越え、製造業・サービス業ともに設備投資意欲が改善。加えて、経済再開に伴うインバウンド需要の回復も支えに、観光・宿泊業を中心に、サービス業景況感は大きく改善し、域内景気は持ち直しの継続が期待されます。
- ◆ しかし、高インフレの長期化は依然として家計を圧迫し、消費意欲を抑制。世界的な財需要の減速を背景に、製造業の新規需要は縮小傾向にあり、域内景気回復には脆弱性が残ります。

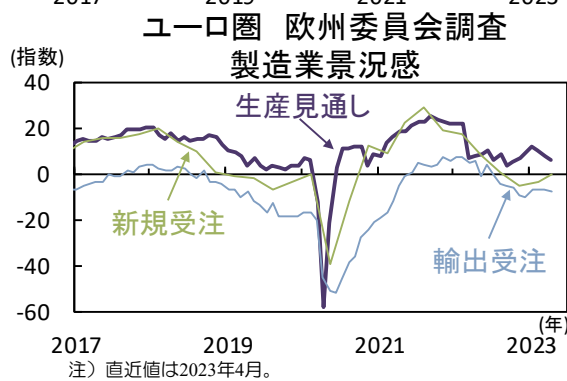
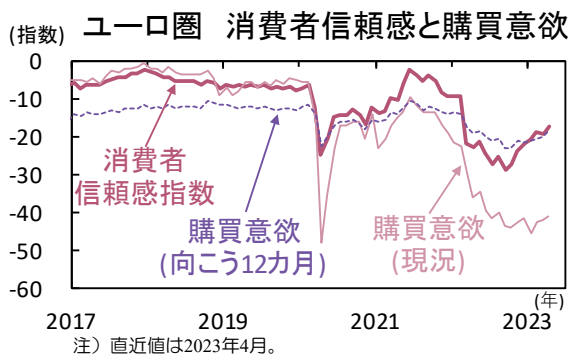
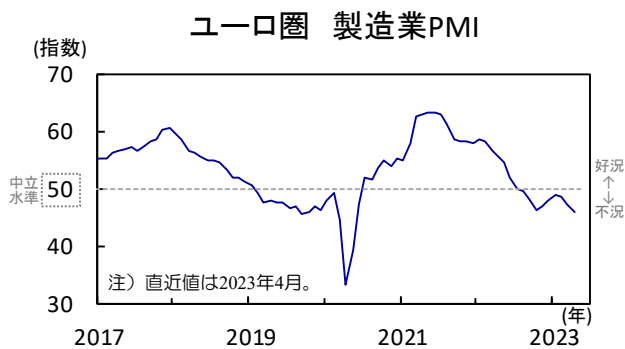
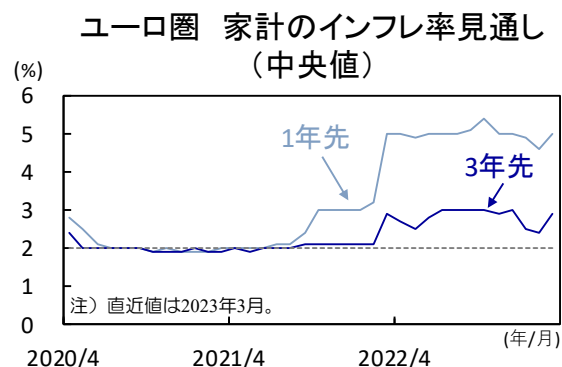
● 堅調な雇用市場やサービス業部門を支えに、景気の緩やかな持ち直しは継続か



注) 直近値は就業者数と失業率が2023年1-3月期、就業者あたり労働時間と未充足求人率が2022年10-12月期。
出所) Eurostat、欧州中央銀行 (ECB) より三菱UFJ国際投信作成

出所) S&Pグローバル、欧州委員会 (EC) より三菱UFJ国際投信作成

● 高インフレや金融引き締めは依然として、域内需要を圧迫へ



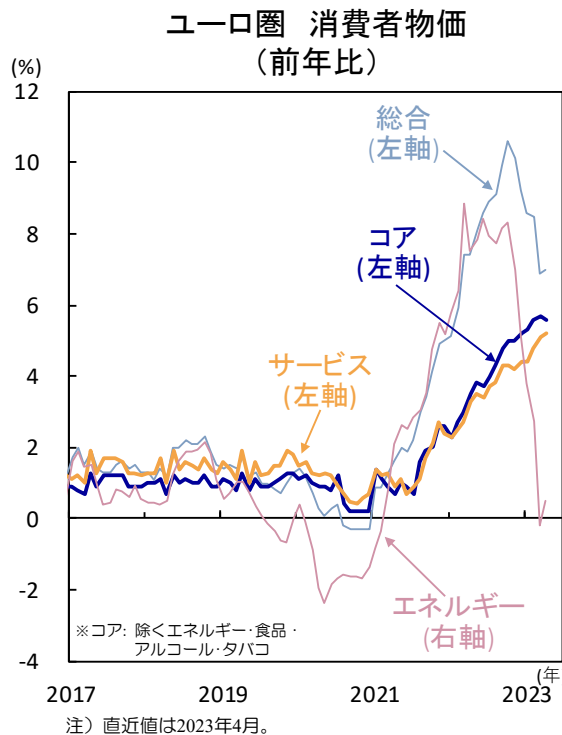
出所) ECB、ECより三菱UFJ国際投信作成

出所) ECより三菱UFJ国際投信作成

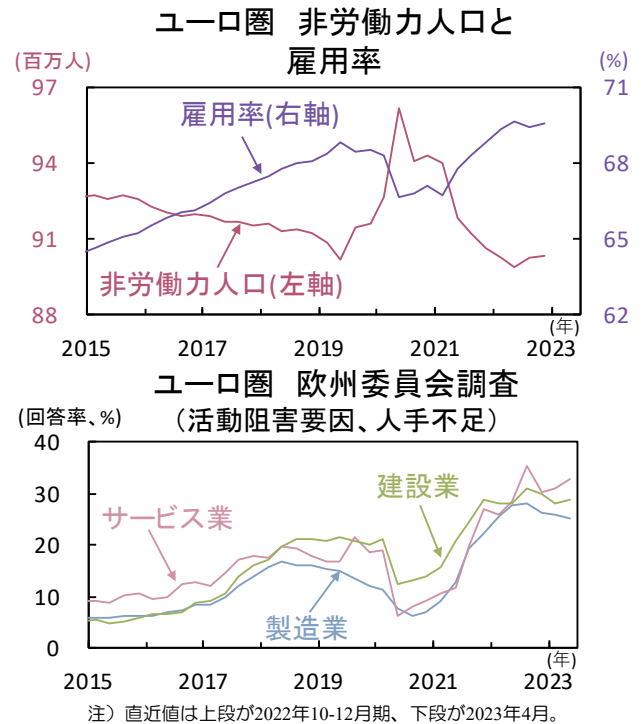
基調的なインフレ圧力は予想以上に粘り強く、ECBは金融引き締めを継続

- ◆ エネルギー価格の下落を主因とした総合インフレ率の減速は一服の様相。過去のエネルギー高や供給制約に伴う価格転嫁は続き、コアインフレ率は高止まりしています。労働力不足の短期的な解消は期待し難く、賃金上昇圧力は強まっており、インフレ圧力の粘着性は一段と増しています。
- ◆ 欧州中央銀行（ECB）はインフレ圧力を依然強く警戒。利上げ継続の姿勢を保ち、保有資産の縮小ペースを加速させました。一方、累積的な金融引き締め効果に留意し、利上げ幅を縮小しました。

● ユーロ圏のコアインフレ率は高止まり、賃上げとインフレのスパイラルに懸念

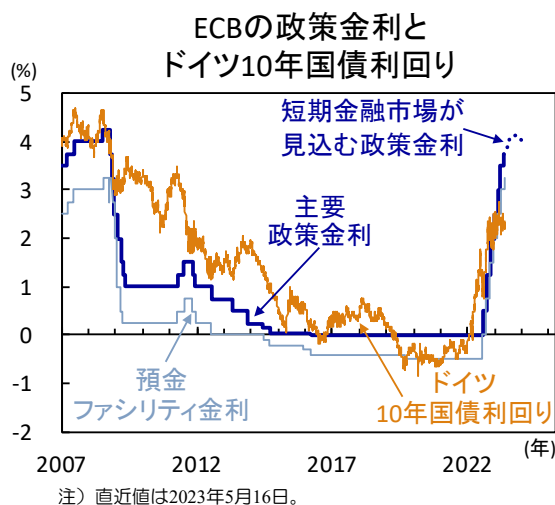


出所) Eurostatより三菱UFJ国際投信作成



出所) Eurostat、ECより三菱UFJ国際投信作成

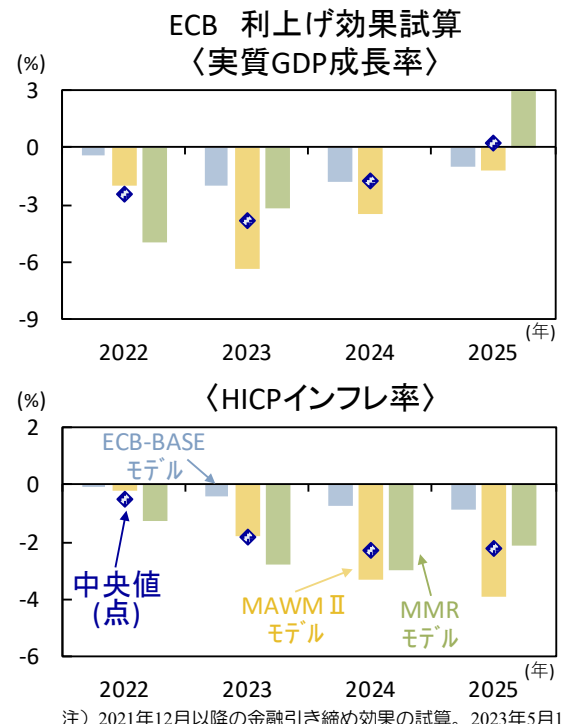
● ECBは利上げの停止を否定も、過去の利上げ効果のタイムラグに配慮



ECBのバランスシート正常化政策

- 2023年3-6月: APPの償還再投資停止により、月額平均150億€のペースで保有資産を削減
- 2023年7月~: APPの償還再投資を全額停止 (月額平均250億€ペースで削減)

出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

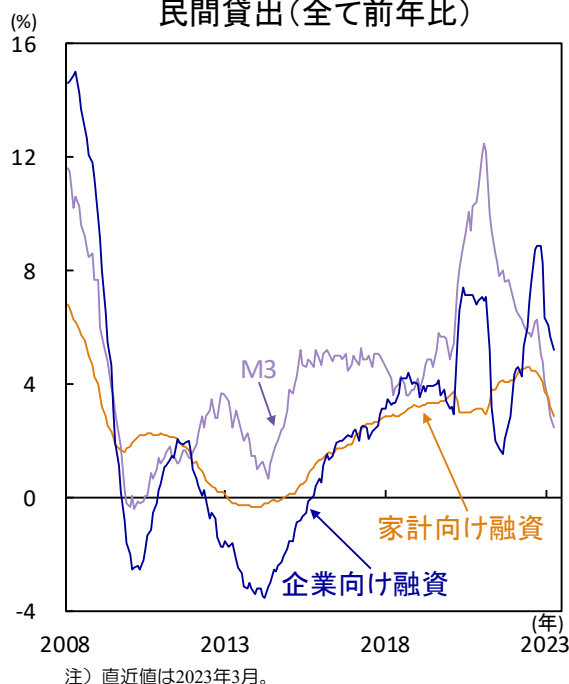


出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

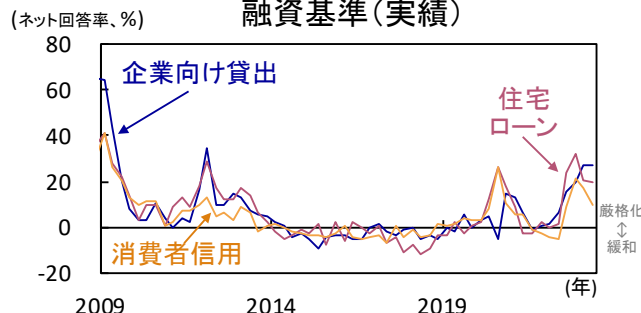
金融引き締めによる実体経済への影響が焦点に

- ◆ ECBは昨年7月の利上げ開始から、7会合連続で累計3.75%ptの利上げを行い、ユーロ圏の資金調達環境は着実に悪化しています。域内銀行の融資基準の厳格化は継続し、企業や家計の資金需要は急減。民間貸出の減速基調はより鮮明となり、金融引き締め効果は徐々に顕在化しています。
- ◆ 資金調達環境の悪化による銀行収益や実体経済への影響は未だ限られているものの、過去同様に雇用や投資の低迷に波及する可能性は高く、その行方が今後最大の焦点となりそうです。

● ECBによる昨年夏以降の大幅利上げは、域内の資金調達・金融環境に強く影響

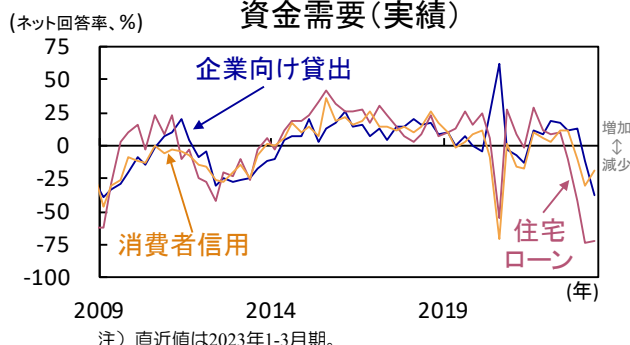
ユーロ圏 マネーサプライ(M3)と
民間貸出(全て前年比)

出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

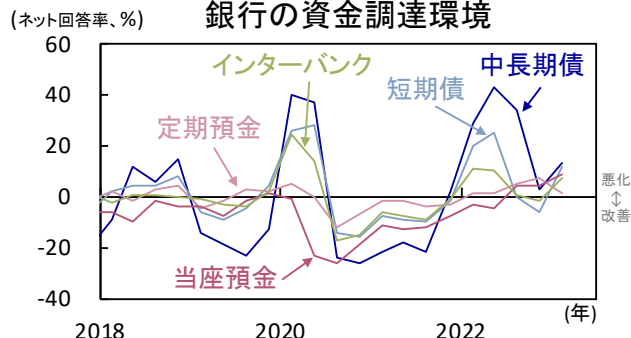
ユーロ圏 銀行貸出調査
融資基準(実績)

出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

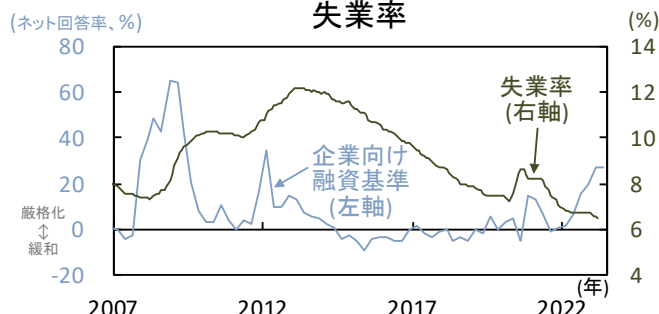
資金需要(実績)



● 金融引き締めによる実体経済への悪影響は未だ限定的も、今後顕在化か

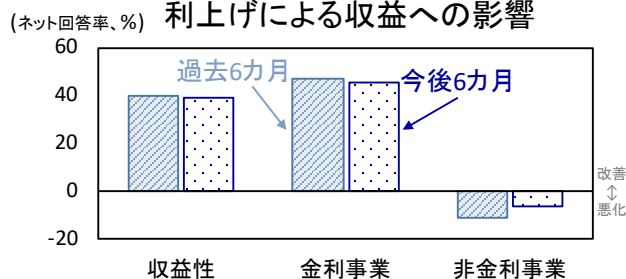
ユーロ圏 銀行貸出調査
銀行の資金調達環境

出所) ECBより三菱UFJ国際投信作成

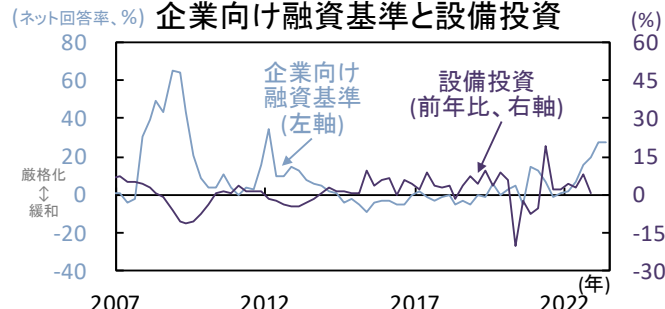
ユーロ圏 企業向け融資基準と
失業率

出所) ECB、Eurostatより三菱UFJ国際投信作成

利上げによる収益への影響



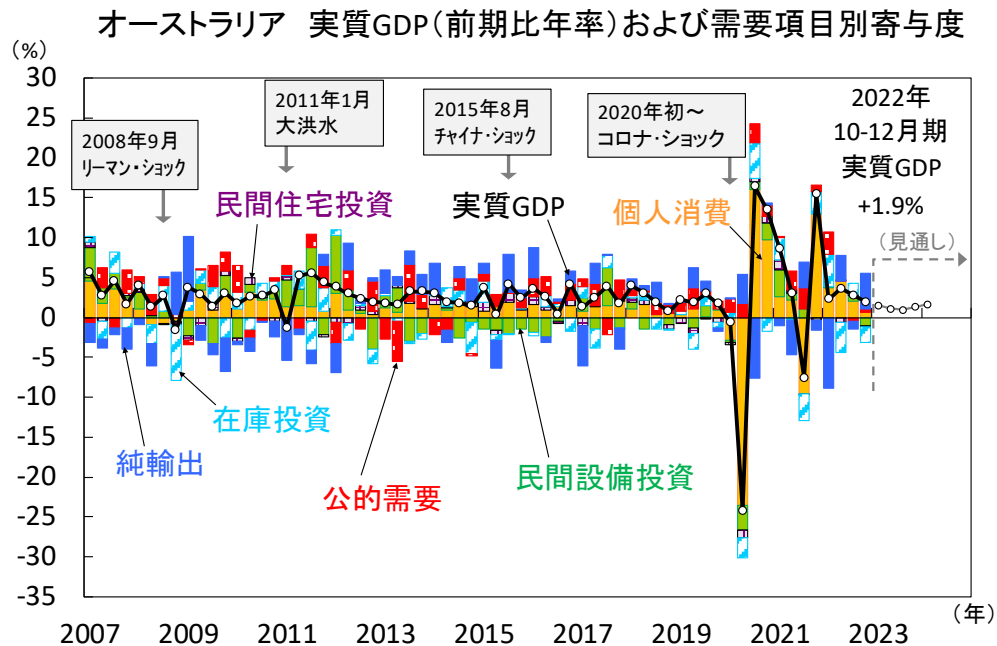
企業向け融資基準と設備投資



6. オーストラリア（豪州）：豪中銀は利上げ終了時期を探る展開

- ◆ 2022年10-12月期の実質GDPは個人消費が鈍化し成長率は減速しました。純輸出はGDPを大きく押し上げましたが輸入の減少が主因です。金利上昇や物価高を受けて消費者景況感は低迷しており、企業景況感も悪化しています。先行きは消費や投資は増えにくく、成長率の減速は続く見通しです。
- ◆ 家計貯蓄率はコロナ禍前の水準を下回り、足元の良好な雇用環境が消費を支えています。ただし、先行きは失業率上昇や金利負担の増加などこれまでの金融引き締めの影響が懸念されます。

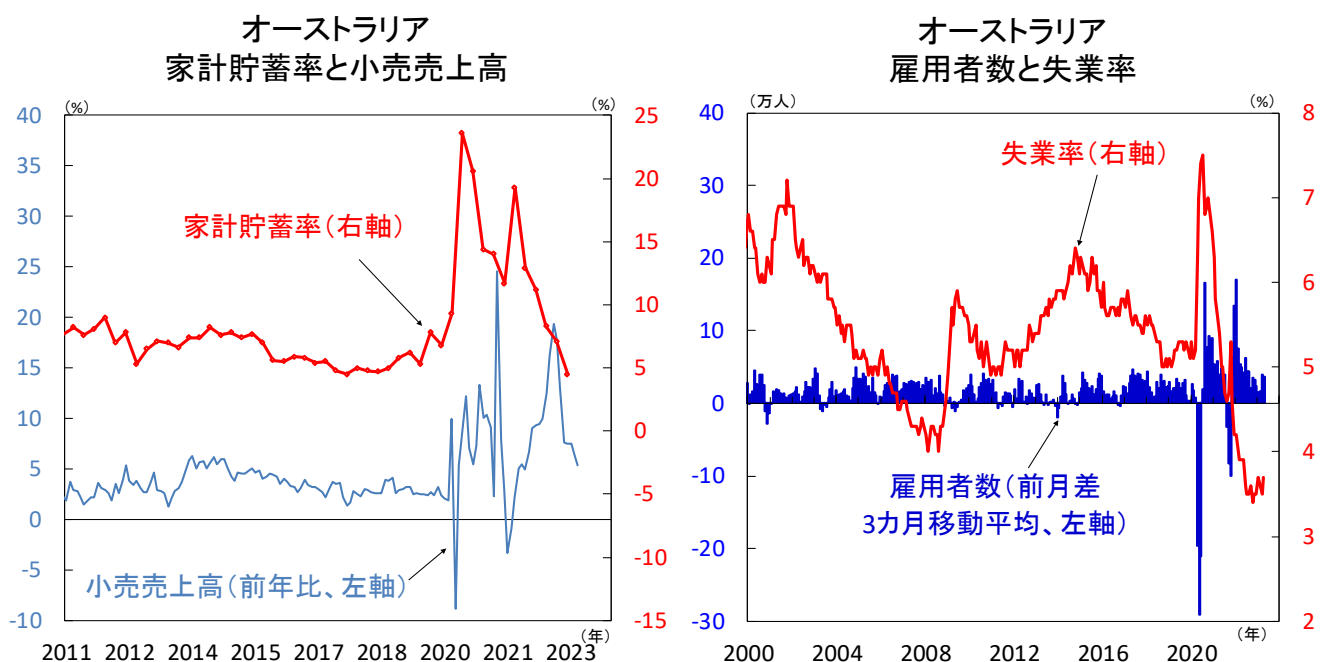
● 実質GDP成長率は消費鈍化により緩やかに減速



注) 実績の直近値は2022年10-12月期。2023年1-3月期～2024年1-3月期が三菱UFJ国際投信による見通し。

出所) オーストラリア統計局より三菱UFJ国際投信作成

● 貯蓄率はコロナ禍前の水準を下回る、良好な雇用環境が個人消費を下支え



注) 直近値は小売売上高が2023年3月、家計貯蓄率が2022年10-12月期。

出所) オーストラリア統計局より三菱UFJ国際投信作成

注) 直近値は2023年4月。

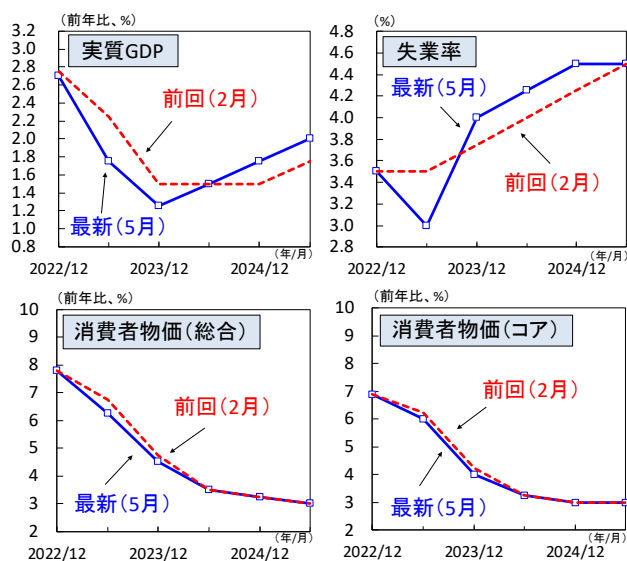
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJ国際投信作成

豪中銀は4月に利上げを休止、しかし5月には再利上げ

- ◆ 豪中銀は4月の金融政策決定会合で1年ぶりに政策金利を据え置きましたが、5月会合では利上げを再開しており、景気減速を見込むなかでインフレの高止まりに警戒的な姿勢を維持しています。
- ◆ 豪中銀はインフレがピークアウトしたと判断するも、サービス価格上昇や労働市場の需給逼迫に懸念を示しており、追加利上げの選択肢を残しています。金融市場は年後半の利下げを織り込むも追加利上げ観測は残っており、利上げ終了時期を巡りインフレ動向への注目度は高まる見込みです。

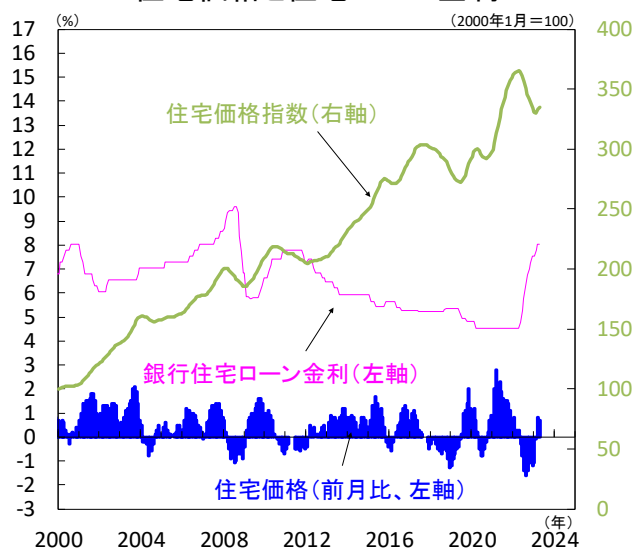
● 豪中銀は2023年の成長率減速を予想、ローン金利上昇の一方で住宅価格は底打ち

豪中銀の経済・物価見通し(基本シナリオ)



注) 「金融政策報告(2023年5月)」より作成。消費者物価コアはトリム平均。
出所) 豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

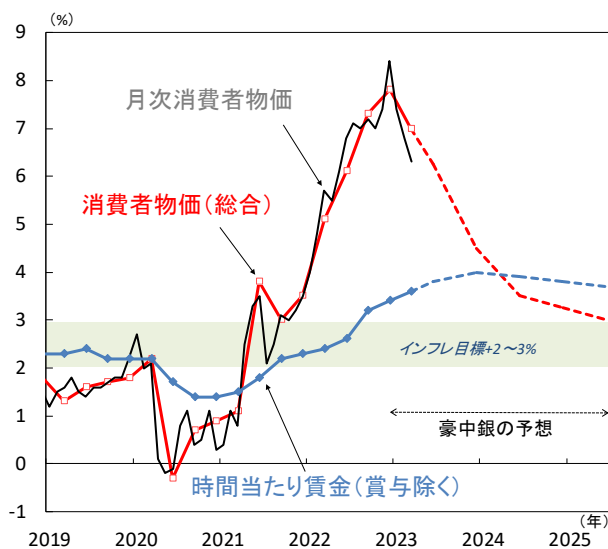
オーストラリア 住宅価格と住宅ローン金利



注) 直近値は2023年4月。住宅価格は都市部中央値。
出所) コアロジック、豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

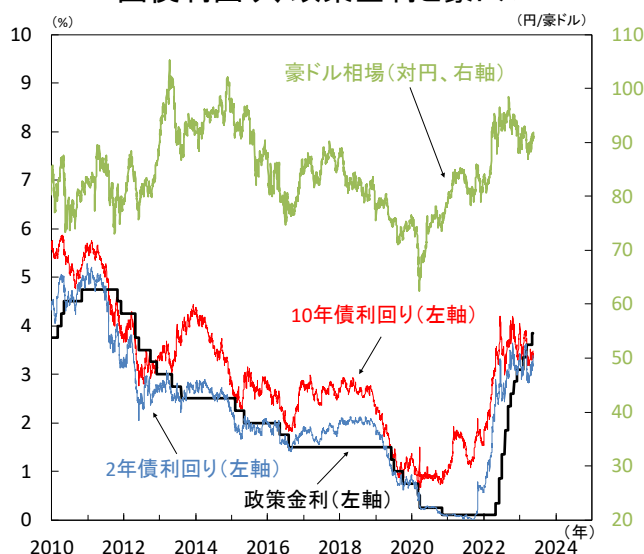
● インフレが予想通り沈静化するかに焦点、当面追加利上げ観測は残る見通し

オーストラリア 消費者物価と時間当たり賃金(前年比)



注) 直近値は月次消費者物価が2023年3月、その他は同年1-3月期。
豪中銀予想は同年5月時点。
出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

オーストラリア 国債利回り、政策金利と豪ドル

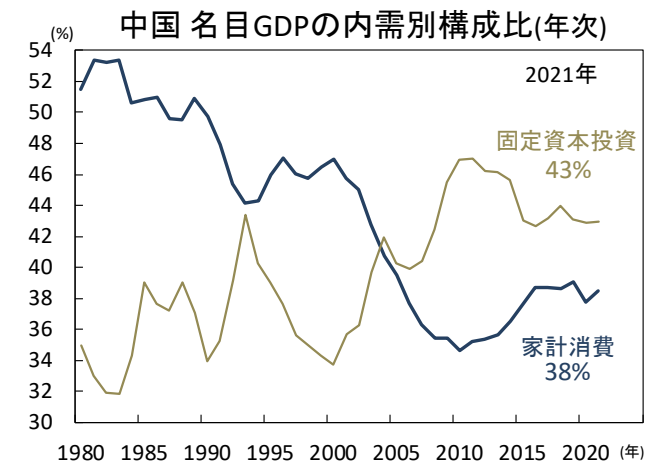
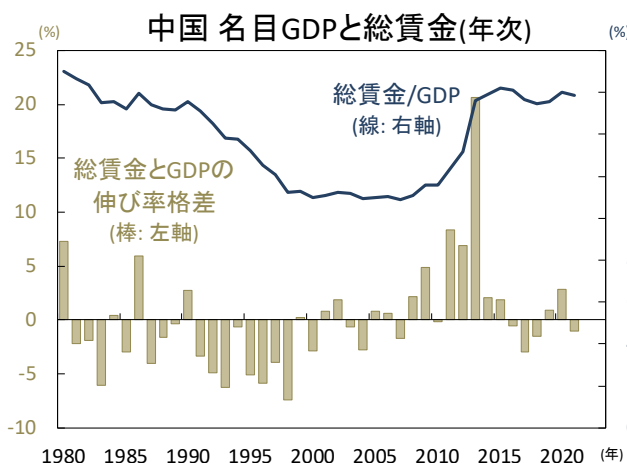
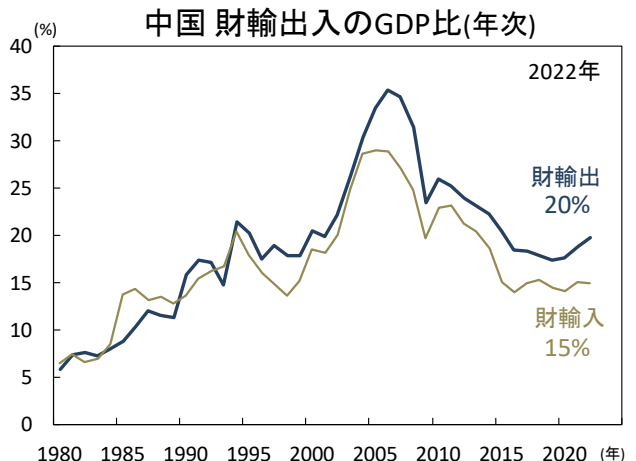
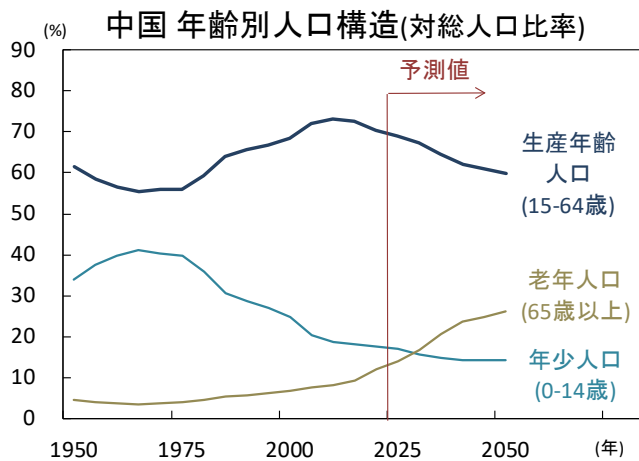
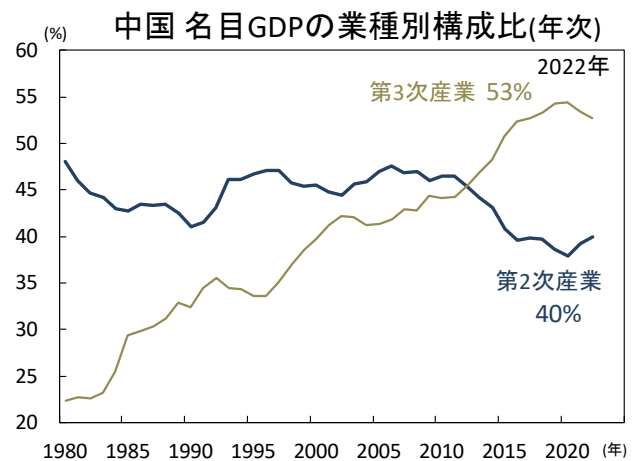
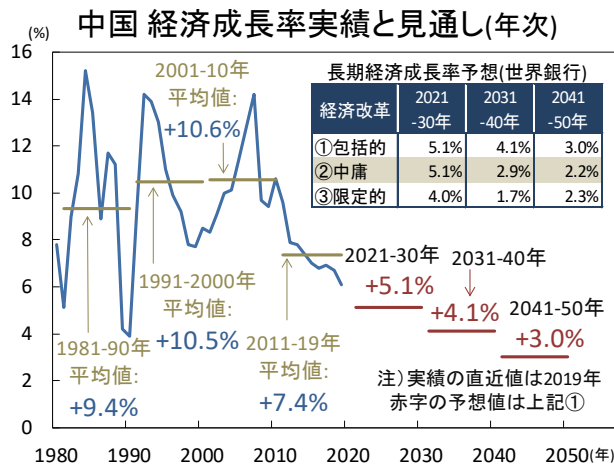


注) 直近値は2023年5月18日。
出所) Bloomberg、豪中銀より三菱UFJ国際投信作成

7. 中国経済：コロナ感染収束を経て家計消費主導で景気は回復中

- ◆ 近年の中国の成長率鈍化の主因は中期的な潜在成長力の低下です。背景には高齢化に伴う生産年齢人口の伸びの鈍化や農村部から都市部の工業部門への労働力移転の一巡があります。
- ◆ 過去30年の高成長の過程では、輸出と投資の伸びが成長をけん引。貿易・投資自由化に伴う世界経済との統合、人為的な低金利などが背景でした。しかし、労働力不足の顕在化とともに人件費は上昇。今後は成長率が低下するとともに、総需要に占める家計消費の比重が上昇する見込みです。

● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造



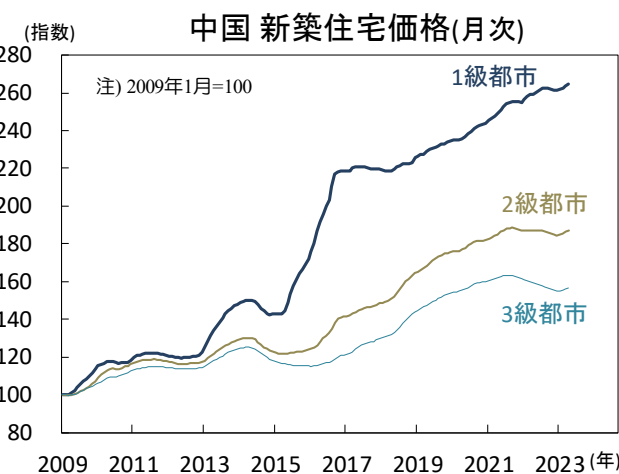
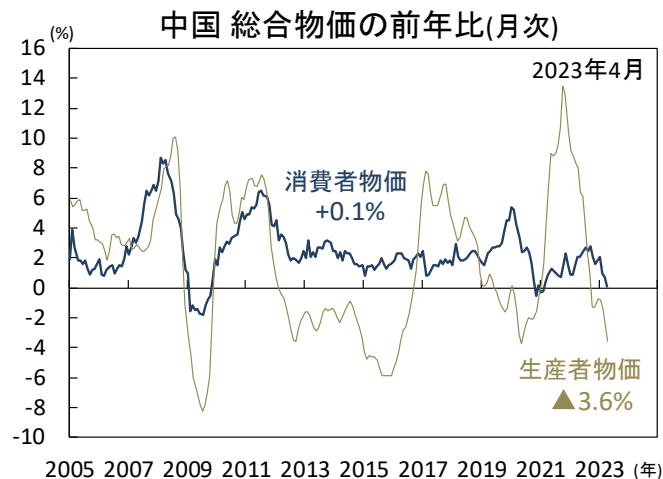
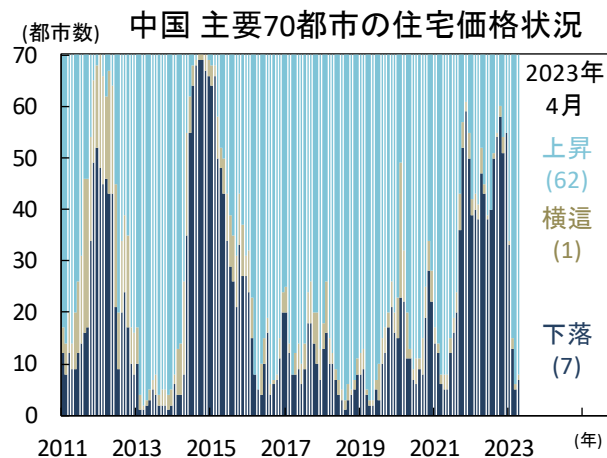
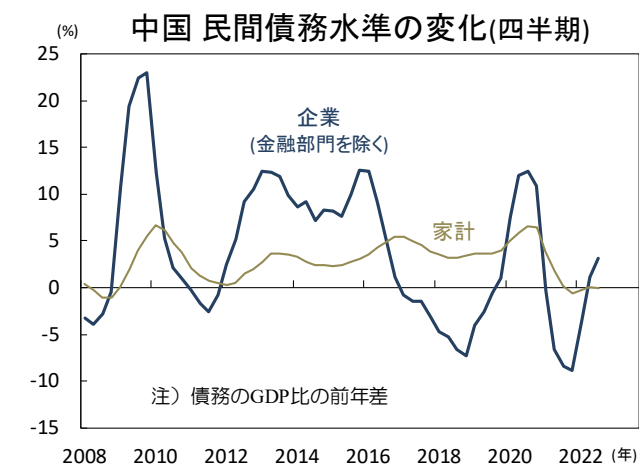
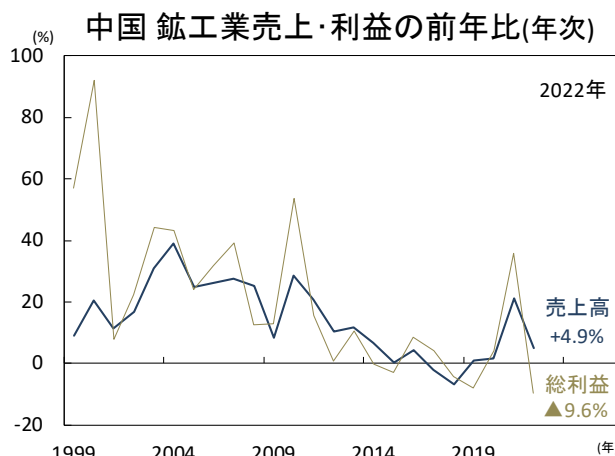
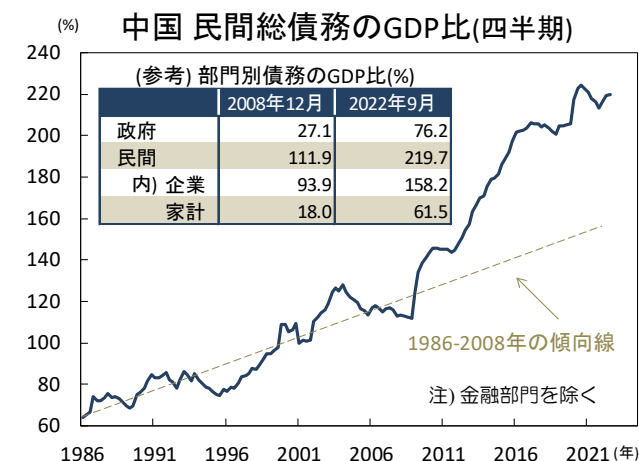
注) 上段: 予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, "Innovative China, New Driver of Growth"による。
中段: 左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025~2050年は同予測値(World Population Prospects, 2022による)。
下段: 左図の直近値は2021年。

出所) 中国国家统计局、世界銀行、国際連合、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

長引く不動産市況が景気の重し

- ◆ 2009年の大規模な景気刺激策の結果、企業は過剰な債務と設備を抱えたものの、2017-18年には政府がその削減を推進。現指導部は経済の安定性を重視し2020年より不動産規制を強化しました。
- ◆ 規制強化に伴って民間不動産開発会社の資金調達環境は悪化。土地購入や建設着工が落ち込み住宅建設の中断も増え、竣工前物件の購入も低迷しています。当局は住宅融資金利を引き下げ住宅取得規制を緩和するも、深い傷を負った住宅部門が回復するには時間がかかりそうです。

● 低迷する住宅価格、住宅融資等家計債務の伸びは横ばいに



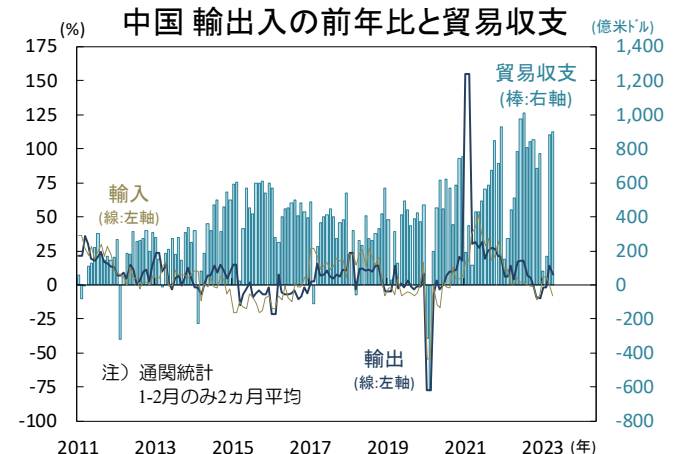
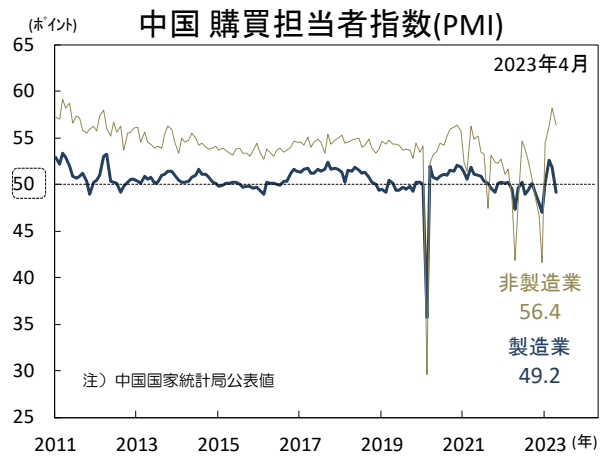
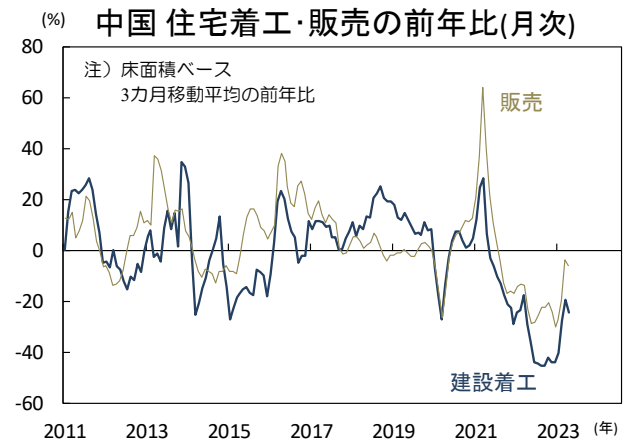
注) 上段: 左図の直近値は2022年9月。
中段: 左図の直近値は2022年9月。
下段: 右図の直近値は2023年4月。

出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

感染の急拡大と収束を経て景気は回復中

- ◆ 今年1-3月期の実質GDPは前年比+4.5%(10-12月期+2.9%)へ回復。コロナ感染抑制策の撤廃とその後の感染急拡大を経て感染は終息し、経済活動が再開され市民生活は正常化しました。
- ◆ 今後も都市部家計によるサービス消費の拡大が見込まれる一方、米欧景気の低迷に伴って輸出は減速するでしょう。国内投資は、不動産投資が低迷する一方、インフラ投資と製造業投資は拡大する見通し。今年通年の経済成長率は+5.8%(昨年+3.0%)前後へ加速すると予想されます。

●不動産投資は低迷し、堅調な輸出も今後は減速。家計消費は拡大する見込み



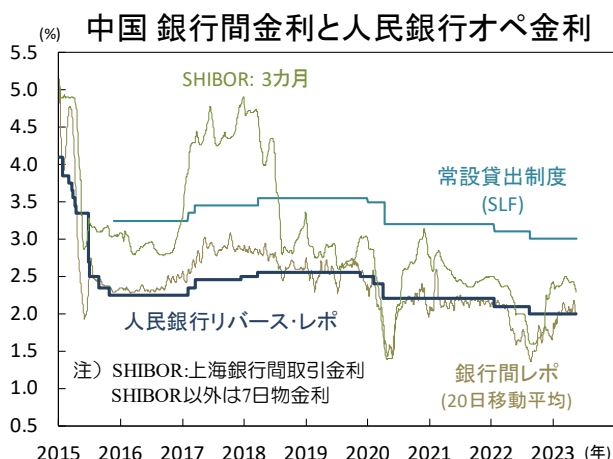
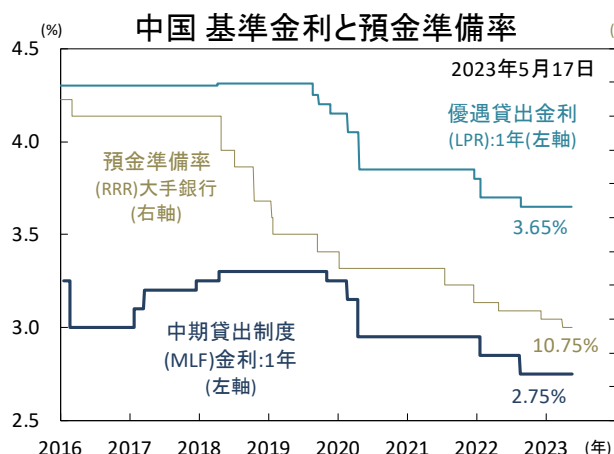
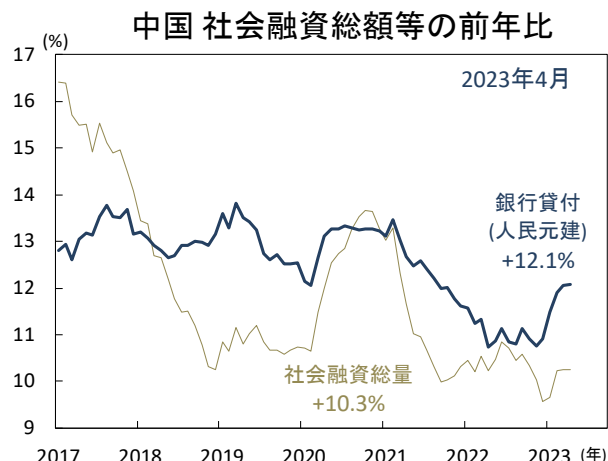
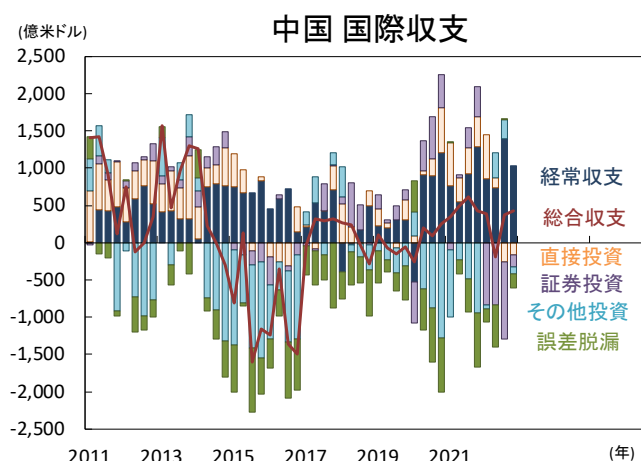
注) 上段: 右図の直近値は2023年4月。
下段: 左右図とも直近値は2023年4月。

出所) 中国国家統計局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

金融緩和余地は少ないものの預金準備率の引き下げを実施か

- ◆ 政府は今年の経済成長率目標を+5%前後に設定。昨年の景気の落ち込みからの反動を考えるとその達成は容易であり、大規模な景気刺激策が導入される可能性は低いとみられます。
- ◆ 米国の利上げに伴って対米金利差が拡大し、債券市場から資本流出が継続。金融緩和の余地は限定的です。しかし3月までの急回復を経て景気は足元で鈍化。預金準備率の引き下げが行われる可能性は無視できません。金融緩和が意識される中、人民元相場の上値は重いとみられます。

● 足元では短期金利が低下、人民元相場は上値の重い展開か



注) 上段: 直近値は、左図: 2022年10-12月期。

中段: 直近値は、右図: 2023年5月16日。

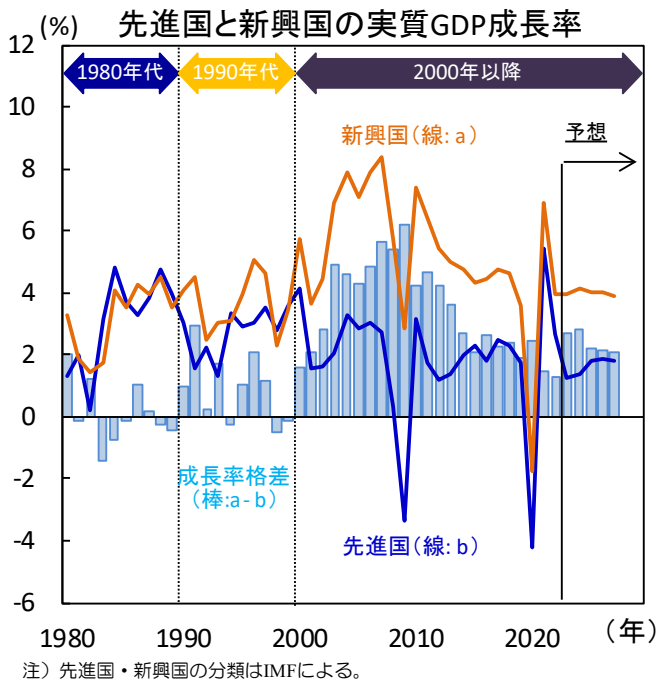
下段: 直近値は、左図: 2023年5月16日、右図: 為替相場は2023年5月16日、外貨準備は2023年4月。

出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

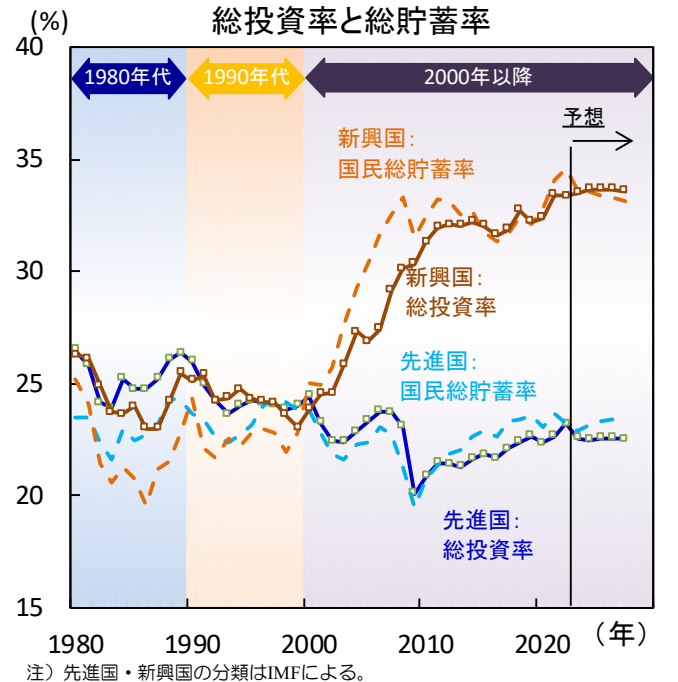
8. 新興国：主要国の利上げはほぼ一巡、景気は緩やかに鈍化

- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で物価が鈍化し経常収支が改善するなど経済が安定化。豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2010年代より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、その成長力が先進国を上回る構図は不変です。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国

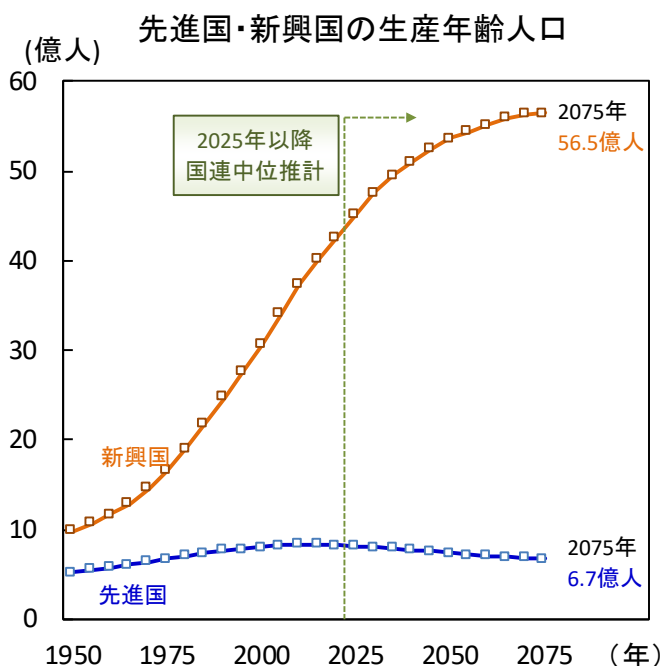


出所）IMF World Economic Outlookより三菱UFJ国際投信作成

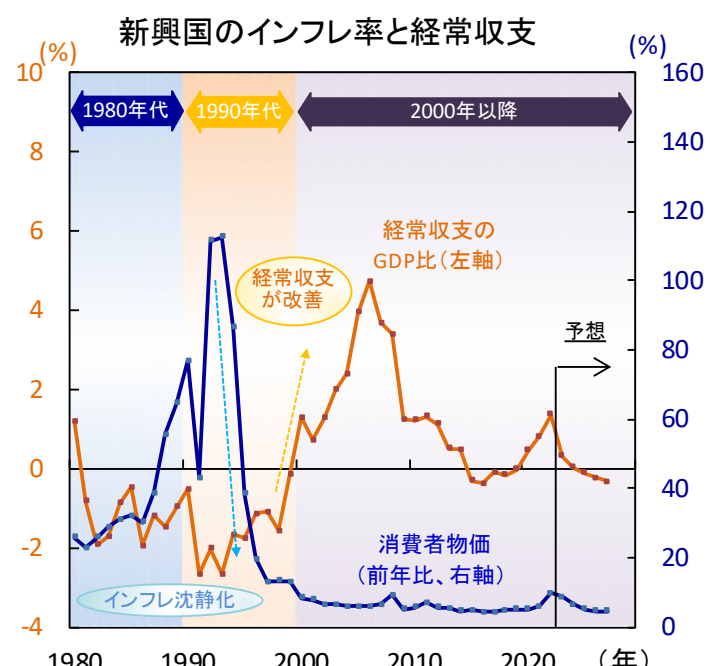


出所）IMF World Economic Outlook より三菱UFJ国際投信作成

● 豊富な生産年齢人口、低下するインフレ率、安定化する対外収支



出所）World Population Prospectsより三菱UFJ国際投信作成



出所）IMF World Economic Outlook より三菱UFJ国際投信作成

主要新興国ではコロナ感染収束後に財政再建が課題に

- ◆ 2000年以降、多くの主要新興国で経済が安定化し成長が加速。しかし、近年通貨が急落したトルコやアルゼンチンなど、対外収支の弱い(流動性比率が低く対外返済比率が高い)国も見られます。
- ◆ 新型コロナ・ウイルスの感染拡大に伴って新興国の財政は悪化。都市封鎖等によって急激に落ち込んだ景気を支えるための支出拡大等によります。ブラジルやインドでは政府債務の水準が大きく上昇。感染を抑え込んだ後には、悪化した財政をどう改善させるのかという課題が残ります。

●トルコやアルゼンチンは流動性比率の低さなど対外収支が弱み

主要国の経済、財政、対外収支指標

地域と国名		人口・所得				マクロ経済				政府財政		対外収支				
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)
		名目 GDP (10億ドル)	人口 (百万人)	人口 伸び 率 (%)	一人 当たり 所得 (ドル)	GDP 成長 率 (%)	国内総 貯蓄率 (GDP比) (%)	国内総 投資率 (GDP比) (%)	消費者 物価 上昇率 (%)	財政 収支 (GDP比) (%)	政府 債務 (GDP比) (%)	経常 収支 (GDP比) (%)	対外 純債務 比率 (%)	対外 返済 比率 (%)	流動性 比率 (%)	外貨 準備 カバー 力(ヵ月)
日米	日本	4,431	125	-0.3	43,740	-0.0	23.1	26.4	1.1	-4.2	239.8	2.4	-114.8	30.0	106.8	11.2
	米国	26,541	337	0.6	70,480	1.8	14.5	17.5	4.1	-5.6	113.6	-2.9	306.3	85.9	28.9	2.3
ユーロ圏	ドイツ	4,257	84	0.3	60,040	0.4	25.7	24.7	3.9	-3.1	67.2	5.2	-25.5	35.4	36.1	1.6
	オランダ	1,035	18	0.5	63,340	1.7	29.6	22.4	4.6	-2.4	49.6	5.9	-54.6	53.3	51.1	0.5
	フィンランド	294	6	0.2	56,140	0.7	23.5	24.3	3.4	-3.2	75.1	-0.8	159.8	46.1	40.6	1.3
	フランス	2,918	66	0.2	52,120	0.8	21.7	25.0	3.0	-5.0	111.6	-1.3	115.4	66.7	44.4	2.2
	ベルギー	612	12	0.5	59,900	1.3	26.8	25.7	4.2	-5.2	106.0	-2.0	27.8	22.7	35.7	0.8
	アイルランド	587	5	1.2	78,630	8.5	66.8	30.8	3.5	1.7	40.1	17.3	-261.7	49.7	17.5	0.2
	イタリア	2,117	60	-0.1	46,930	0.5	21.6	22.0	3.7	-3.9	143.0	-0.7	98.3	36.0	30.6	2.9
	スペイン	1,475	48	0.3	40,800	0.6	22.4	20.7	3.2	-4.5	111.5	1.6	140.6	51.2	31.0	1.6
	ポルトガル	268	10	0.2	35,620	1.6	18.3	20.9	3.0	-1.2	109.1	-1.3	112.1	23.6	47.7	2.2
	ギリシャ	228	11	-0.3	31,600	1.7	9.8	17.4	2.5	-2.3	168.9	-9.5	251.2	11.7	37.2	0.2
その他	デンマーク	369	6	0.3	66,740	1.6	32.9	23.9	3.5	1.0	31.4	11.4	-21.3	16.5	70.7	3.7
	スウェーデン	602	11	0.7	60,990	1.3	28.8	27.3	3.8	-0.4	30.9	4.1	122.3	38.5	65.9	2.3
	英国	3,035	69	0.6	50,540	0.3	15.7	18.2	4.2	-5.8	104.8	-4.7	65.3	85.3	51.2	1.3
資源国	ノルウェー	575	5	0.3	84,240	1.7	48.2	21.4	3.5	13.6	31.7	15.9	-51.5	33.7	57.0	4.0
	カナダ	2,181	39	1.1	52,390	1.2	24.8	23.8	3.3	-1.1	99.7	-0.6	142.4	28.7	7.3	1.7
	オーストラリア	1,835	26	1.0	55,330	2.1	25.8	26.4	3.4	-2.5	50.5	1.1	153.6	20.3	32.3	1.3
	ニュージーランド	264	5	1.3	46,000	2.2	23.1	26.2	3.9	-1.8	44.2	-6.4	175.1	39.7	36.5	2.1
アジア	シンガポール	491	6	0.6	102,450	2.1	60.0	23.6	2.9	6.4	40.8	14.4	-122.9	19.7	146.2	4.1
	香港	386	7	-0.5	70,600	-0.3	19.1	19.1	1.9	-3.7	51.7	7.9	-128.1	14.1	150.9	5.8
	台湾	772	23	-0.2	-	3.5	39.8	27.5	1.5	-1.1	32.7	12.8	-288.0	2.6	349.6	14.8
	中国	18,537	1,413	0.1	19,160	5.0	43.9	42.9	2.2	-6.4	53.5	1.9	-102.6	7.4	190.6	10.9
	韓国	1,782	52	-0.0	47,410	1.9	37.3	30.3	2.4	-1.0	50.3	1.9	-46.3	15.3	184.7	6.5
	マレーシア	430	34	1.3	28,150	2.9	30.0	18.5	1.6	-4.4	73.3	3.2	-10.7	9.9	97.7	4.4
	タイ	540	70	0.3	18,120	0.8	29.4	26.6	2.0	-3.6	55.4	2.1	-54.9	5.1	214.2	6.9
	インド	3,724	1,422	1.0	7,130	4.0	29.7	30.6	5.8	-8.8	83.7	-1.9	-12.2	5.4	200.8	7.3
	フィリピン	443	118	1.6	9,210	3.2	10.3	23.5	4.2	-3.9	55.0	-3.0	-9.8	10.1	349.1	7.0
	インドネシア	1,351	282	1.1	12,680	3.4	31.7	32.3	3.0	-2.7	39.6	-0.8	8.1	15.0	105.2	5.4
	ベトナム	444	101	1.1	11,080	5.4	32.9	32.4	3.0	-4.6	41.5	-1.5	-2.4	5.5	262.3	2.5
	スリランカ	84	22	0.8	14,370	-1.2	28.2	28.2	18.2	-8.0	111.9	-2.2	253.2	22.2	29.8	1.2
中東・アフリカ	チェコ	323	11	0.3	43,950	0.8	35.0	30.7	7.0	-4.0	45.6	-2.5	-22.9	5.3	104.1	7.3
	イスラエル	540	9	1.6	43,790	4.0	29.9	26.5	2.0	-1.4	58.9	3.6	-135.5	6.5	333.0	11.9
	サウジアラビア	1,082	37	1.8	50,635	2.1	44.0	27.3	1.9	-0.1	24.7	7.4	-67.6	19.8	220.2	17.2
	ポーランド	761	38	0.0	36,330	3.0	26.7	24.7	7.3	-5.0	50.8	-2.7	5.7	11.3	116.2	3.9
	南アフリカ	386	61	1.2	14,340	0.3	14.1	12.6	5.0	-4.6	74.7	-1.2	34.1	11.2	111.4	4.7
	ルーマニア	333	19	-0.6	35,490	2.7	19.8	26.2	6.3	-4.6	48.0	-7.5	39.5	10.7	123.2	3.4
	ロシア	1,721	146	-0.0	27,550	1.8	31.1	21.9	4.7	1.9	18.6	6.0	-139.8	12.3	539.2	17.5
	ブルガリア	93	7	-0.7	27,370	2.7	21.7	20.4	5.6	-3.8	26.3	-1.1	-39.8	6.1	422.2	7.7
	トルコ	976	87	1.1	30,000	4.4	28.1	29.5	35.1	-4.4	31.8	-4.3	51.1	17.8	95.8	3.0
	ハンガリー	206	10	0.0	35,650	2.5	31.7	29.2	9.0	-4.3	68.9	-4.8	8.0	11.7	132.8	2.4
中南米	チリ	340	20	1.0	26,720	1.6	25.2	26.4	5.6	-2.6	39.9	-3.9	62.6	32.4	72.0	3.5
	ウルグアイ	75	4	0.4	22,950	1.4	23.8	17.7	8.5	-2.7	60.9	-0.5	-51.4	11.3	331.0	7.4
	ペルー	264	34	1.0	12,780	1.9	13.3	25.0	4.5	-2.4	33.4	-3.3	9.8	10.6	267.9	9.4
	メキシコ	1,645	133	1.1	19,070	0.2	21.1	21.5	5.4	-3.6	47.5	-0.3	0.8	5.0	160.0	3.4
	コロンビア	339	53	1.1	16,620	3.1	13.1	19.7	5.9	-4.5	60.5	-5.1	88.6	23.0	103.0	6.4
	ブラジル	2,033	217	0.7	15,600	1.3	19.6	18.6	6.0	-7.8	75.6	-2.4	43.0	15.6	160.6	8.0
	ボリビア	45	12	1.4	8,620	1.1	15.0	16.0	1.5	-5.7	69.3	-1.7	11.2	10.7	220.5	2.0
	アルゼンチン	607	47	0.9	23,170	0.3	17.4	18.4	62.8	-5.1	84.9	-1.4	-40.6	27.4	72.2	4.0

注) 数値は、2023年のFitch予想値。ただし、ロシアについては2021年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2023年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産／対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利金返済プラス短期債務残高プラス自国通貨建て債券の外国人保有残高。(o)は外貨準備/経常勘定支払額を月数表示。「-」は該当データなし。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJ国際投信作成

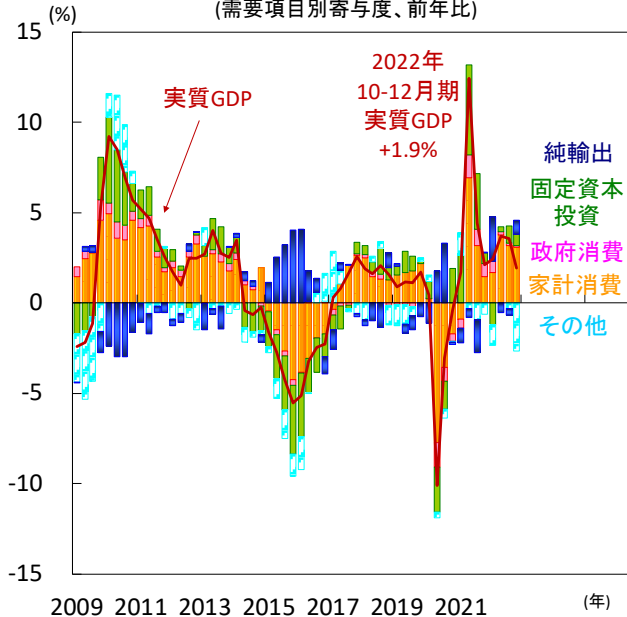
①ブラジル: 金融引き締め効果や輸出の鈍化により低成長の見込み

- ◆ 2022年10-12月期の実質GDPは前年比+1.9%(7-9月期同+3.6%)、減税や現金給付等の財政政策で足元まで民間消費が支えられました。生産や小売売上高は今年第1四半期で堅調に推移しました。
- ◆ 今後は金融引き締め効果が表れ、投資が減少し生産が弱含むとみられます。また、資源価格の下落や米国の景気減速による輸出の鈍化が景気を下押すでしょう。これまで堅調に推移した民間消費も徐々に成長の速度を落とし、今年通年では+1.0%程度の低成長になるとみられます。

● 昨年より財政政策が民間消費や消費者心理を支え、堅調に推移

ブラジル 実質GDP

(需要項目別寄与度、前年比)



注) 直近値は2022年10-12月期。

出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

ブラジル 消費者信頼感(月次)

(2010年7月～2015年6月=100)



注) 季節調整値、直近値は2023年4月。

出所) ジェトゥリオ・バルガス財団、CEICより三菱UFJ国際投信作成

● 生産・小売共に足元堅調も、金融引き締め効果を受け今後鈍化する見通し

ブラジル 鉱工業生産(財別、月次)

(2022年=100)



注) 季節調整値、直近値は2023年3月。

出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

ブラジル 小売売上高(量ベース、月次)

(2022年=100)

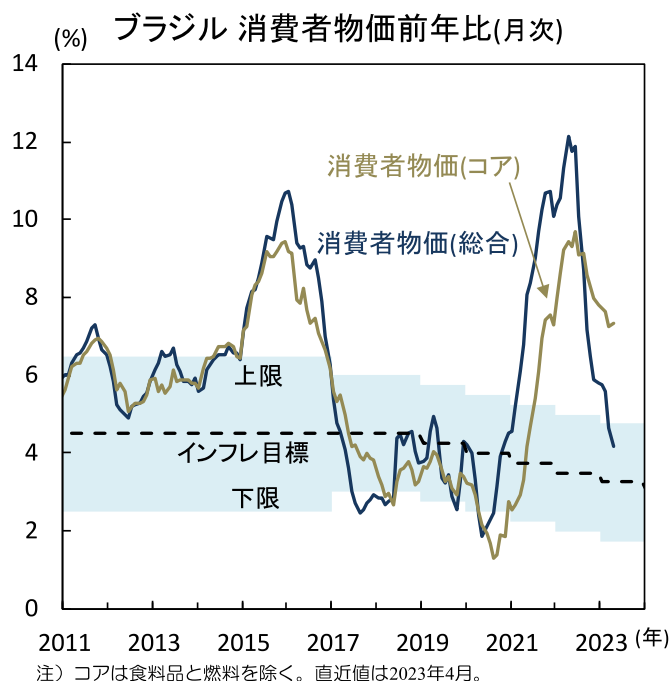
注) コアは自動車及び自動車部品、建設資材を除く。
季節調整値、直近値は2023年3月。

出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

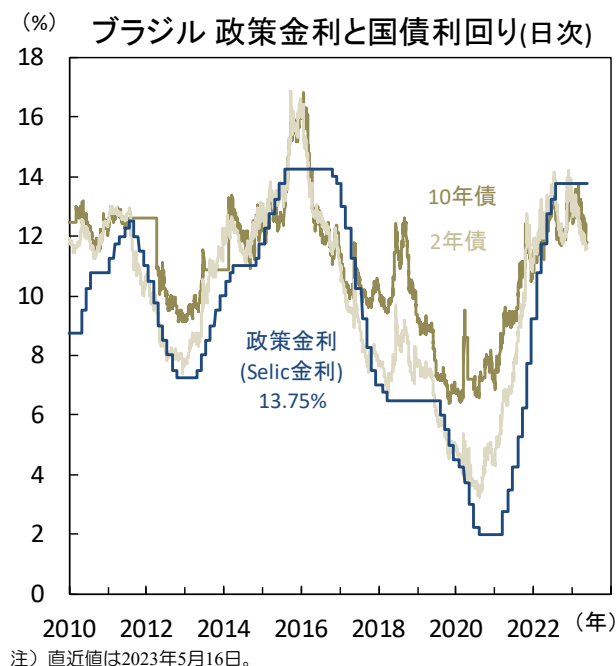
他国に先駆けて物価が鈍化、利下げのタイミングに注目集まる

- ◆ 4月の消費者物価はエネルギー価格の下落によって総合物価が前年比+4.2%と、2023年の物価目標である同+3.25±1.5%の範囲まで鈍化した一方で、コア物価は同+7.3%と依然高止まっています。
- ◆ 総合物価が鈍化しルラ大統領が高金利を批判する中、ブラジル中央銀行は政策金利を据え置いています。利下げ開始は第4四半期頃とみられ、当面高水準の実質金利がレアルを支える見通し。もっとも、ルラ大統領による利下げ圧力や輸出鈍化による経常収支の悪化に警戒が必要です。

● 総合物価はインフレ目標内に鈍化も、中銀は金利据え置き姿勢維持

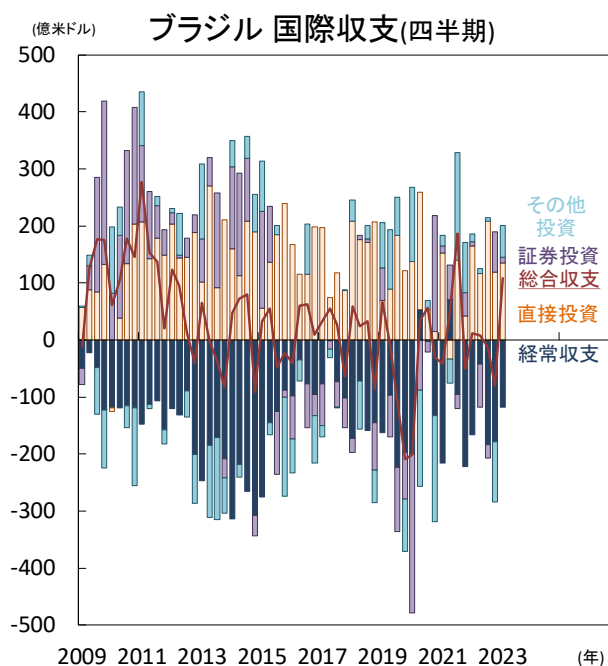


出所) ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

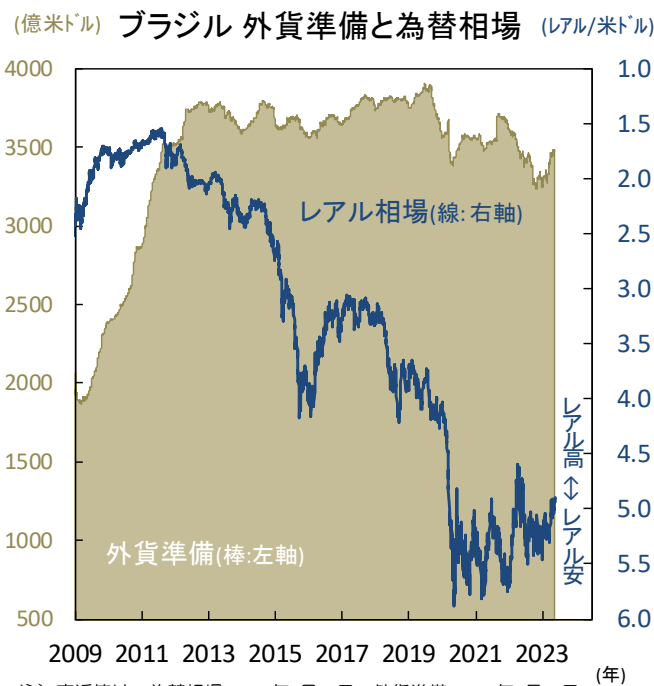


出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

● 大統領による利下げ圧力や輸出鈍化による経常収支悪化に警戒が必要



出所) ブラジル中央銀行、各種報道より三菱UFJ国際投信作成

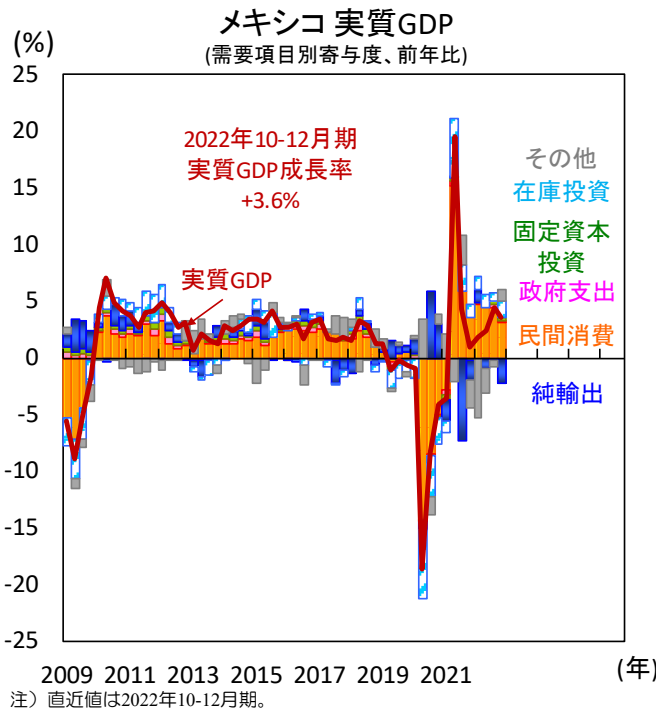


出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

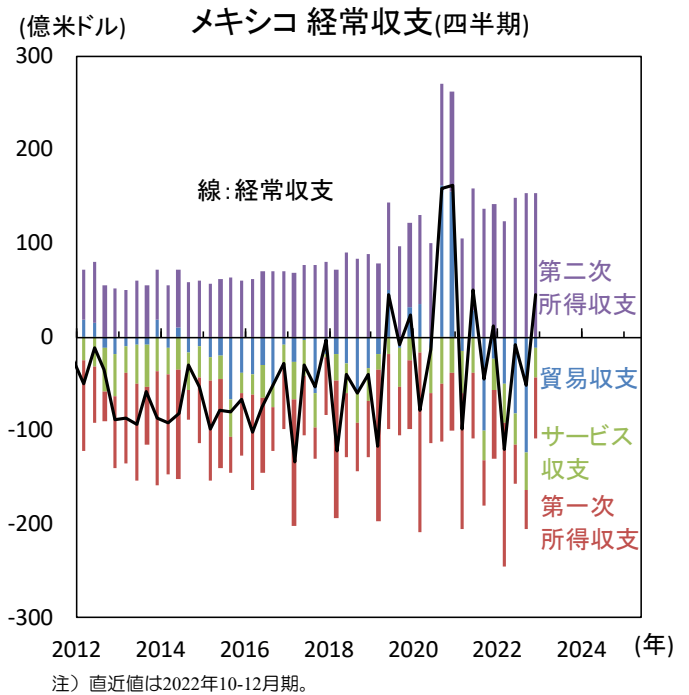
②メキシコ: 景気も通貨も米国景気に左右される見込み

- ◆ 2022年10-12月期の実質GDPは前年比+3.6%(7-9月期同+4.4%)。米国の雇用が堅調で、出稼ぎに出たメキシコ人労働者による送金が過去最高水準で推移し、民間消費が支えられました。また送金によって第二次所得収支が、自動車輸出によって貿易収支が改善、経常収支も改善しました。
- ◆ 物価は緩やかな鈍化傾向が続き、中央銀行は利上げを停止しました。今後メキシコペソは高水準な実質金利や労働者送金に支えられるとみますが、米国の景気減速には警戒が必要です。

● 海外労働者による送金が民間消費を支え、景気は堅調に推移

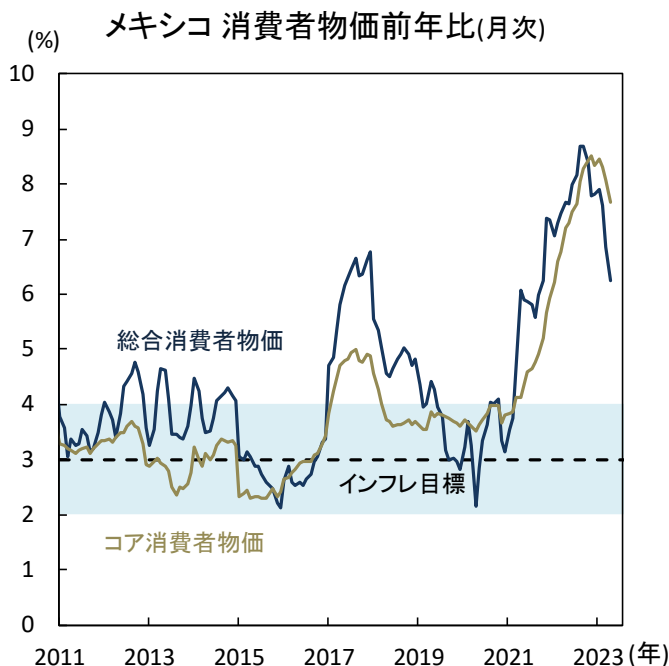


出所) メキシコ地理統計院、CEICより三菱UFJ国際投信作成

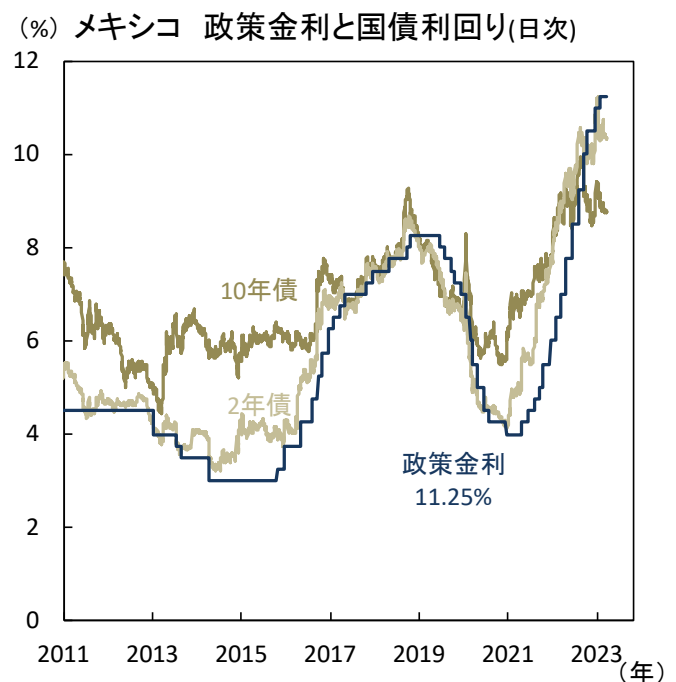


出所) メキシコ銀行、CEICより三菱UFJ国際投信作成

● 中央銀行は利上げ停止も、高水準な実質金利が当面通貨を支える見込み



出所) メキシコ地理統計院、CEICより三菱UFJ国際投信作成

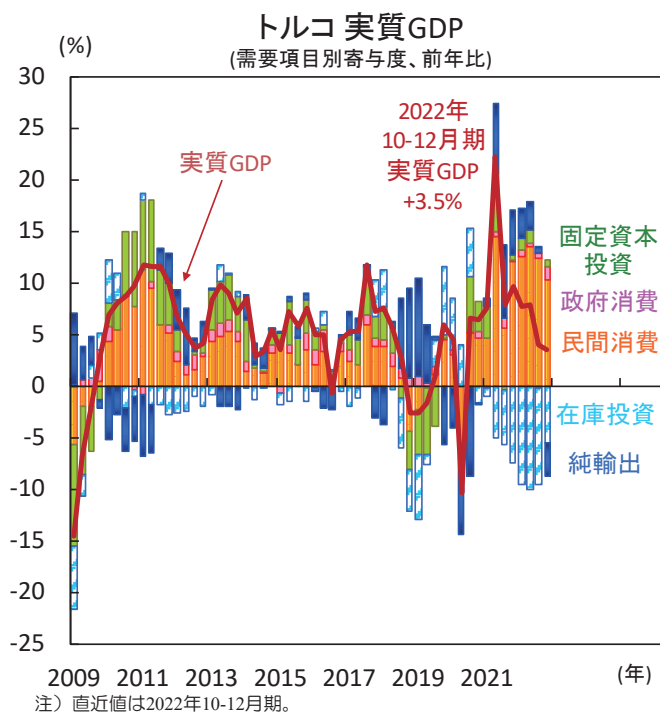


出所) メキシコ銀行、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

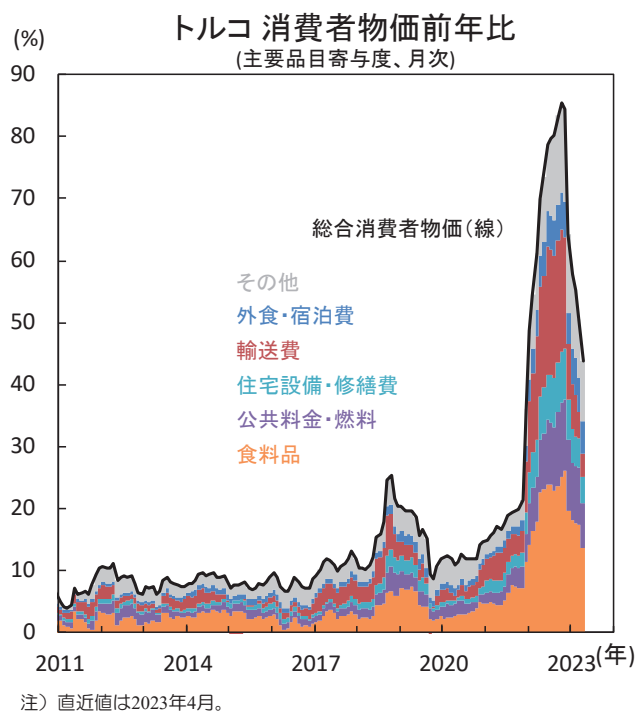
③トルコ：国内景気は鈍化、大幅な経常赤字が今後通貨の下押し圧力に

- ◆ 2022年10-12月期の実質GDPは前年比+3.5%(7-9月期同+4.0%)。高インフレや世界景気減速を受けて民間消費や輸出が一層鈍化しました。今年通年の成長率は+3%程度になるとみられます。
- ◆ 消費者物価は昨年の高騰の反動やエネルギー価格の下落を受け鈍化していますが、今後コア物価を中心に高止まりが続くでしょう。今後観光客増加による旅行収支増加が見込まれるも、膨大な貿易赤字により大幅な経常赤字が継続、トルコリラには当面下落圧力が継続するとみます。

● 消費者物価は昨年の反動で鈍化も、今後高止まる見通し

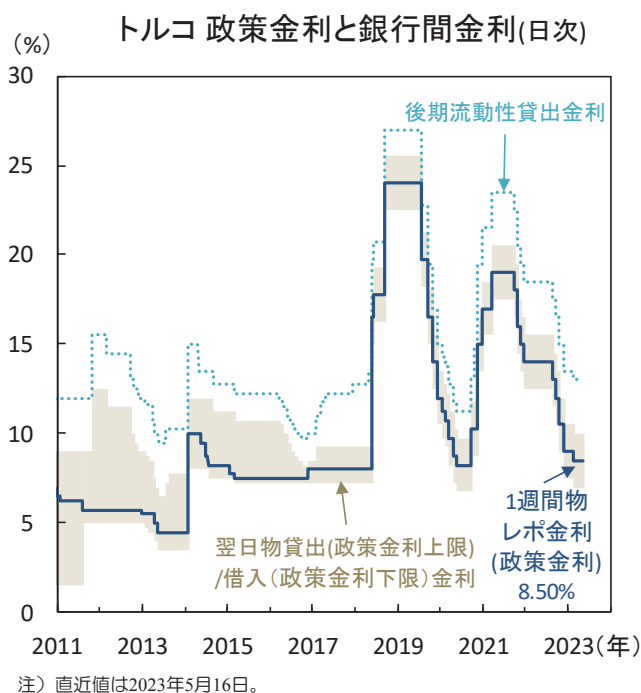


出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成

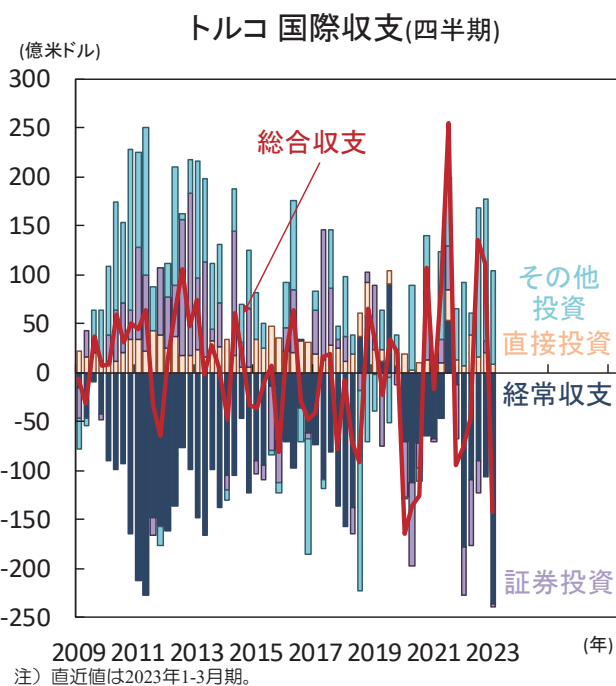


出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成

● 大幅な貿易赤字により経常収支は赤字基調、引き続き通貨の下押し圧力に



出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

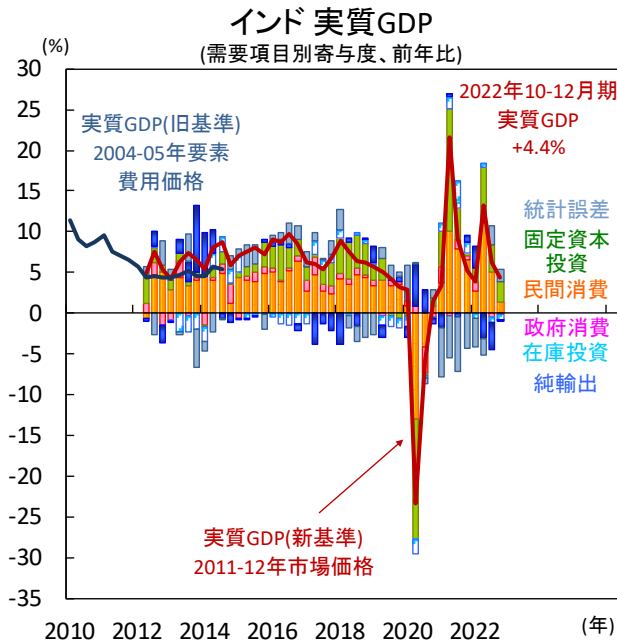


出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

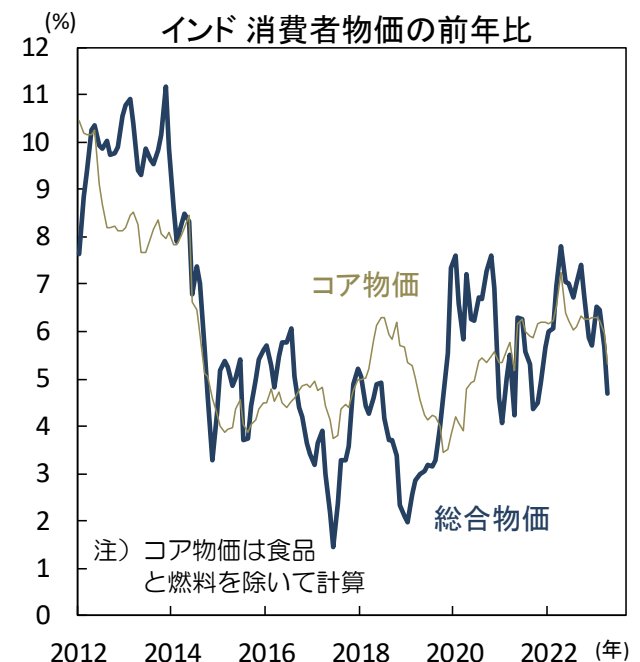
④インド: 緩やかに鈍化する景気、物価高はひとまず収束

- ◆ 昨年10-12月期の実質GDPは前年比+4.4%(前期+6.3%)へ鈍化。都市部家計による耐久財消費など、感染収束後の繰越需要は一巡しました。今後は農村部家計の消費が回復しインフラ投資も拡大を続けるものの、今年度のGDP成長率は+6.0%前後(昨年度見込み+7.0%)へ鈍化するでしょう。
- ◆ 今年4月の総合消費者物価は前年比+4.7%(前月+5.7%)と1年5カ月ぶりに+5%台割れ。今後も雨季の雨不足による食品物価上昇などのリスクは残るものの、物価高騰の最悪期は終わった模様です。

● 堅調な民間消費は今後緩やかに鈍化(左)、消費者物価は足元で鈍化(右)

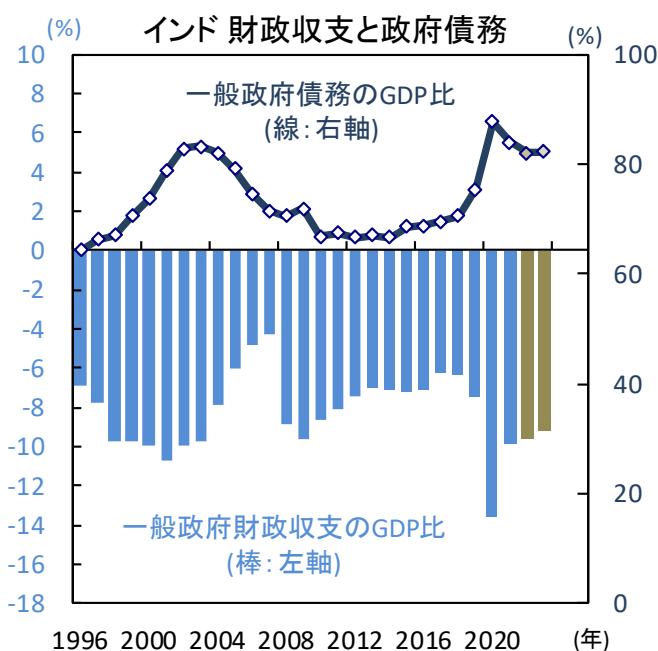


注) 実質GDPの旧基準は2014年7-9月期まで、新基準は2012年4-6月期から2022年10-12月期。需要項目別寄与度は新基準ベース。
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成

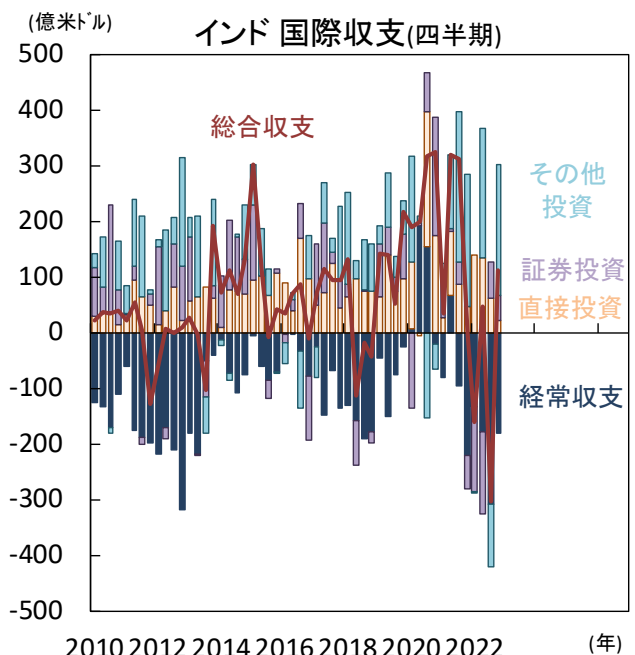


注) 直近値は、2023年4月。
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJ国際投信作成

● 財政刺激策で政府債務は増加(左)、足元では経常赤字が高止まり(右)



注) Fitch Ratingsによる集計値。
2021年までは実績、2022~23年は同社による予測。
出所) Fitch Ratingsより三菱UFJ国際投信作成

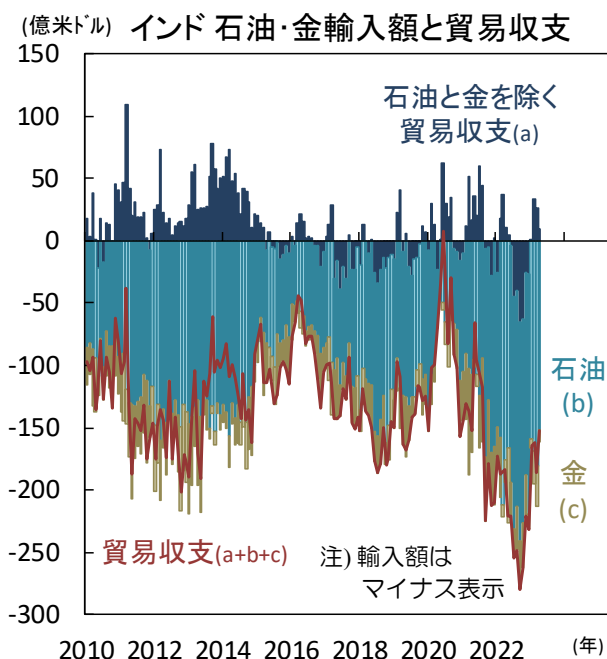


注) 直近値は、2022年10-12月期。
出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

大幅利上げを行った当局、底堅いルピー相場

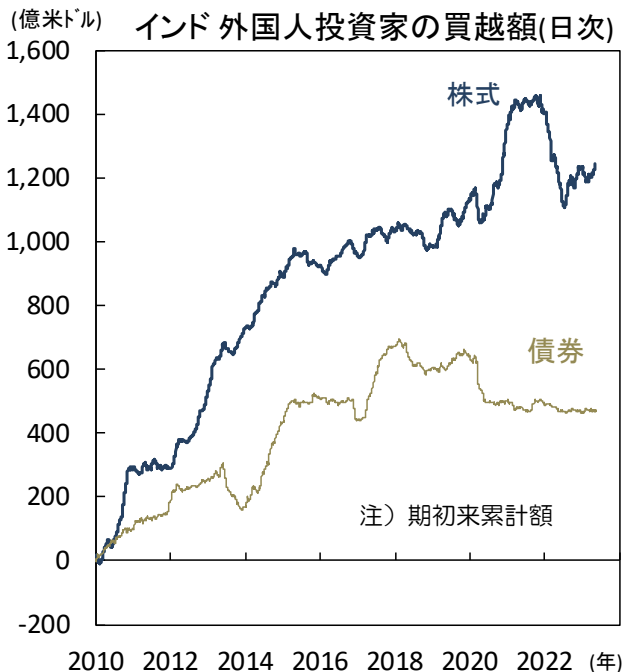
- ◆ インド準備銀行(RBI)は昨年5月から今年2月にかけて6回連続で政策金利を引き上げ(4.0%→6.5%)、4月に金利を維持。追加利上げの可能性を排除しないものの、当面金利据え置きが予想されます。
- ◆ ルピーの対ドル相場は昨年10月よりほぼ横ばいで推移。一次産品価格の下落に伴う貿易赤字の縮小も相場を支えています。RBIはドル安局面ではドル買い介入を行って外貨準備を増強し、ドル高局面ではドル売り介入で相場を安定化。ルピー相場は今後も底堅く推移すると予想されます。

● 一次産品価格の下落等を受けて貿易赤字は縮小(左)、債券投資資本は低迷(右)



注) 直近値は、2023年4月。

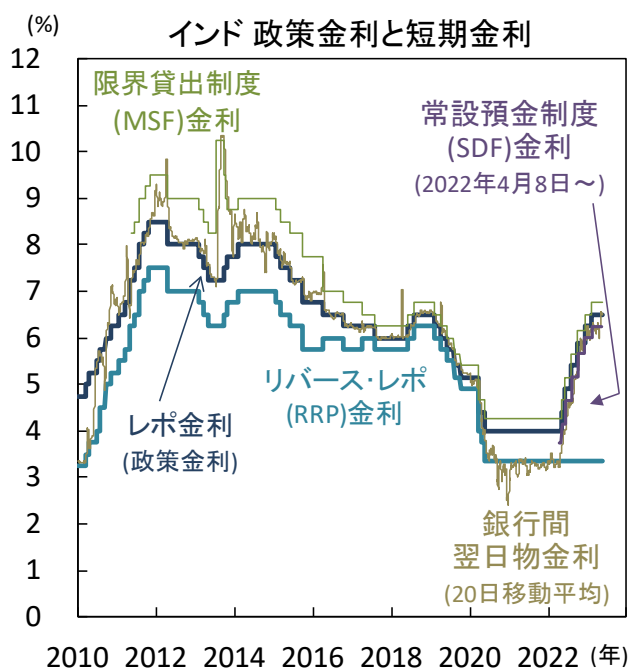
出所) インド商工省、CEICより三菱UFJ国際投信作成



注) 期間は、2010年1月4日～2023年5月11日。

出所) インド証券取引委員会(SEBI)、CEICより三菱UFJ国際投信作成

● 累計2.5%ptの利上げを実施(左)、ルピー相場は昨年10月よりほぼ横ばい(右)



注) 直近値は、2023年5月15日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成



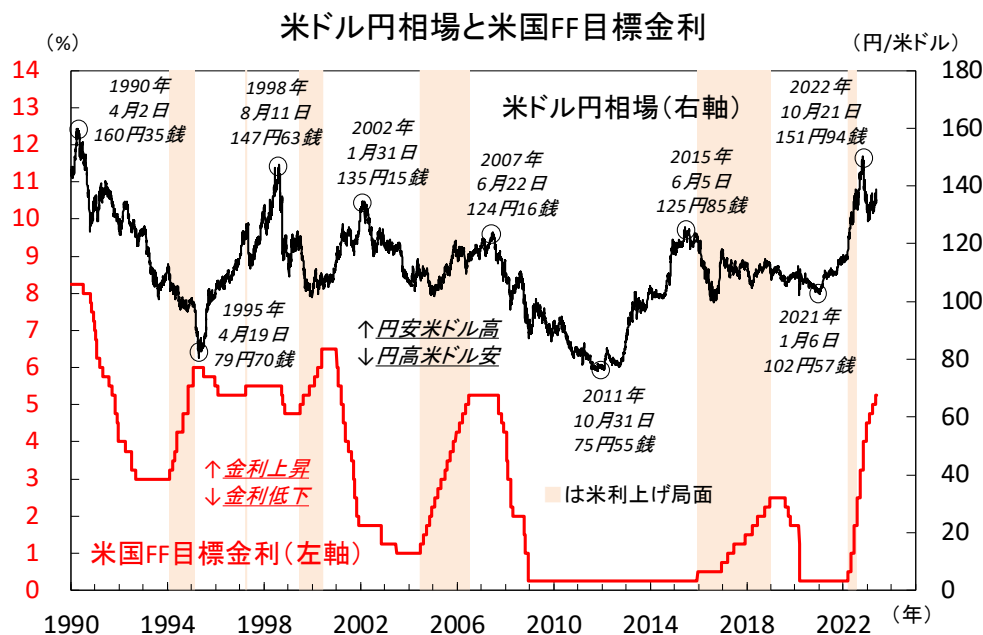
注) 直近値は、為替相場: 2023年5月15日、外貨準備: 2022年5月5日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

9. 為替相場：円安は再開するのか

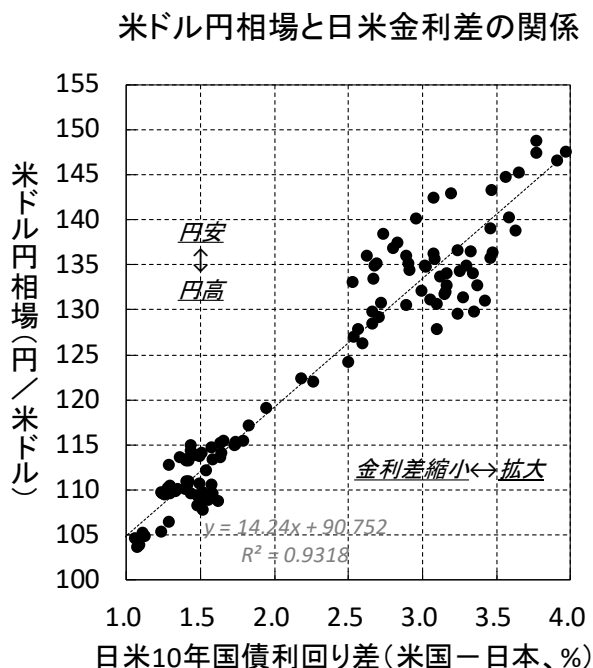
- ◆ 2022年の急速な円安米ドル高は一服しています。日銀が新体制（植田総裁就任）後も粘り強く金融緩和を続ける方針を示すなか、米国の利上げ休止観測が高まったことが背景にあるようです。
- ◆ 2023年の米ドル円相場は上下変動幅11円程度（5月18日時点）と、激しい値動きとなった2022年（同38円程度）に比べ落ち着いています。鍵はやはり日米金利差、特に米国の金融政策および金利の行方が焦点となりますが、来年の大統領選挙を控えるなか米国内政治の動きも要注意です。

● 米ドル円相場：激しく変動した2022年、秋以降は一転して円高米ドル安に

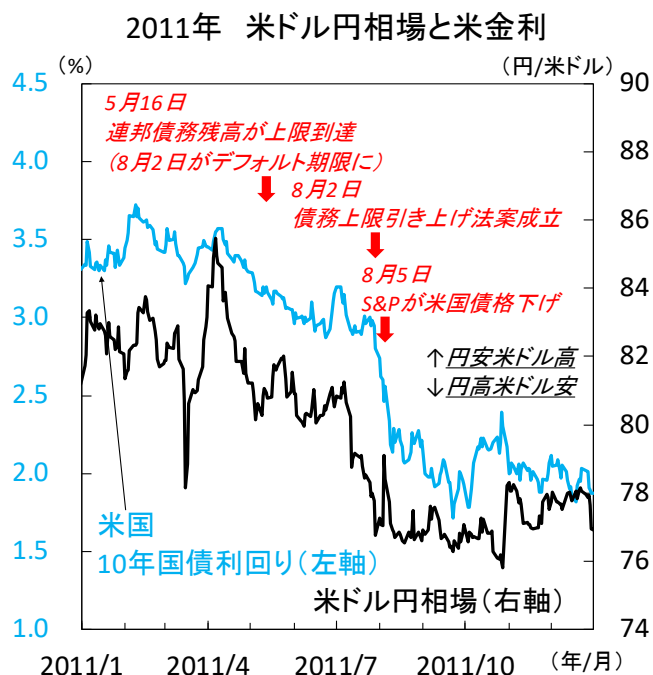


出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 最大の焦点は米国金融政策（金利）動向、他方で米国政治の動きにも注意



出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成



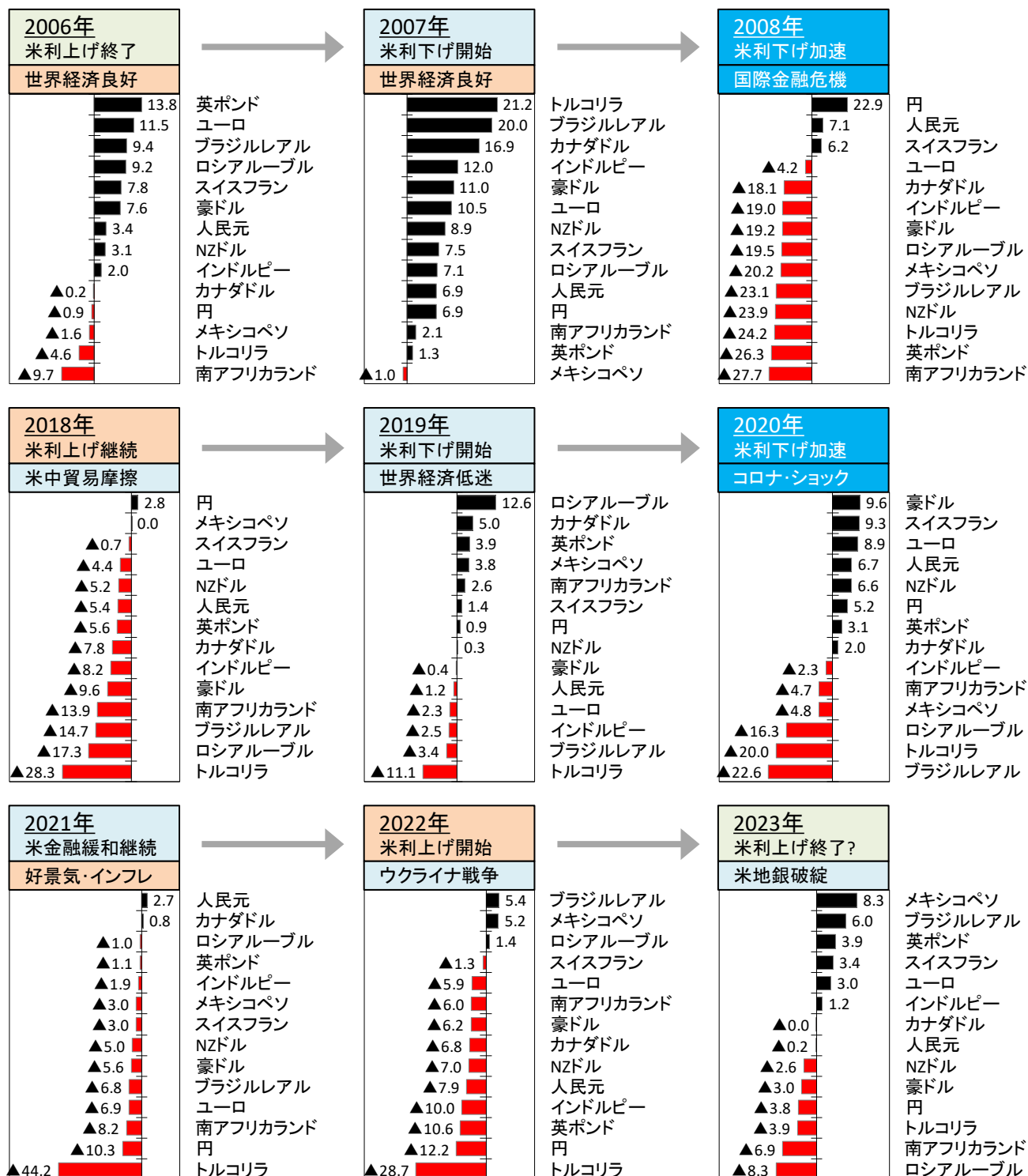
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

米利下げが予防措置で済むか、危機対応措置に発展するか

- ◆ 米金融政策の転換は為替相場の焦点の一つです。過去2回の米政策転換局面を振り返ると、利下げが予防措置(景気回復維持)の段階か、危機対応(景気失速阻止)かで、相場も変わりそうです。
- ◆ 前々回、利下げを開始した2007年、世界的に景気が堅調で米ドル安、国際金融危機に直面した2008年はリスク回避で米ドル高(さらに円高)でした。前回、利下げを開始した2019年は世界的に景気が低調で米ドルが底堅く推移、2020年はコロナ・ショックで新興国通貨の軟調が目立ちました。

● 世界経済がすそ野の広い回復基調を保てるかどうか焦点に

主要通貨の対米ドル年間騰落率(%)



注) 2023年は4月末時点。

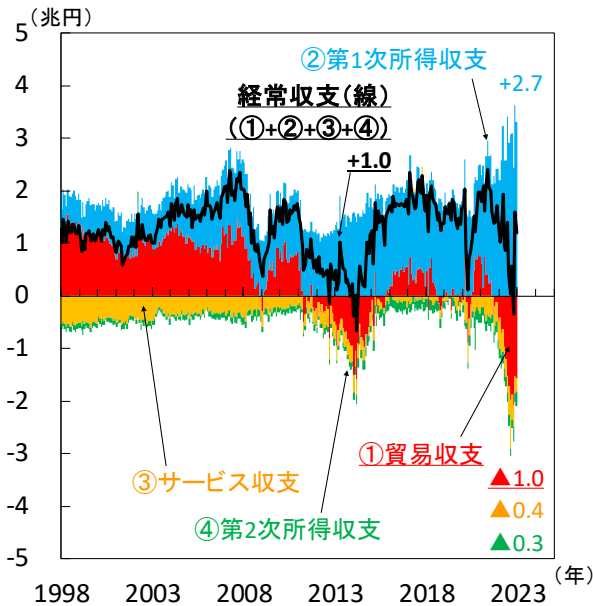
出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

日本の経常収支赤字転落リスクは後退も、高水準の貿易赤字は続く

- ◆ 日本の貿易収支は鉱物性燃料赤字が頭打ちも高水準で赤字が定着、サービス収支は入国制限緩和で観光収支が黒字回復もデジタル分野の赤字が目立つなど、経常黒字拡大は難しそうです。
- ◆ 日本企業の積極的な海外進出・投資が続くなか、経常収支面では、直接投資(主に内部留保)や証券投資(主に債券利子)など第1次所得収支の黒字が支えとなる見込みです。ですが、獲得した外貨の円転を促す貿易黒字と違い、再投資に回りやすい(円買い材料にならず)傾向があります。

● 経常収支は黒字回復、貿易収支は原油など鉱物性燃料要因で巨額の赤字続く

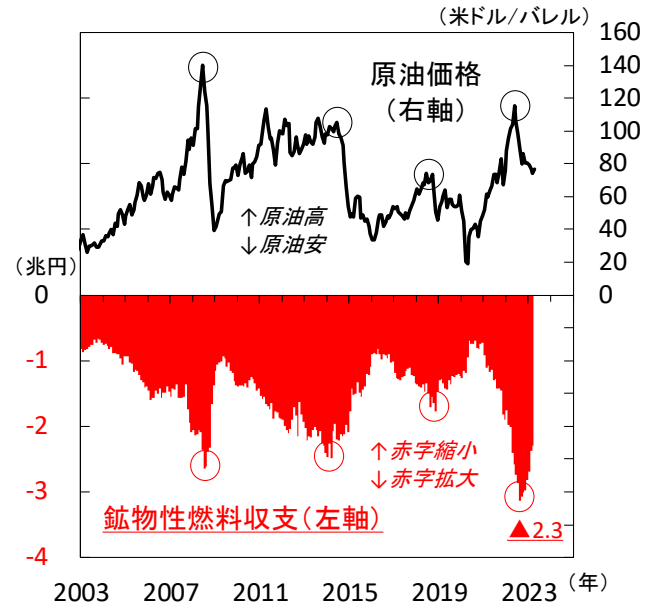
日本 経常収支(季調値)



注) 第1次所得収支は対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況
第2次所得収支は居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に
係る収支状況を示す。直近値は2023年3月。

出所) 財務省より三菱UFJ国際投信作成

日本 鉱物性燃料収支と原油価格

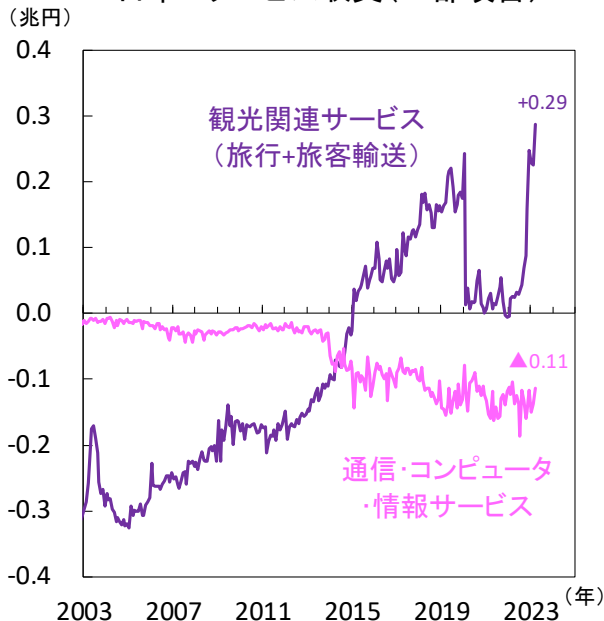


注) 原油価格はWTIベース。季節調整は三菱UFJ国際投信。
直近値は原油価格が2023年4月、鉱物性燃料収支が同年3月。

出所) 財務省、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● サービス収支は観光分野で黒字拡大も、デジタル分野では赤字基調定着

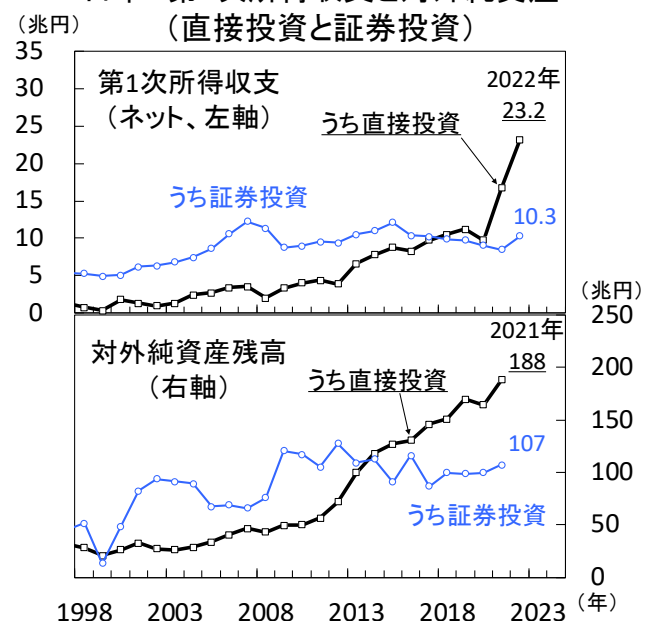
日本 サービス収支(一部項目)



注) 季節調整は三菱UFJ国際投信。
直近値は2023年3月。

出所) 財務省より三菱UFJ国際投信作成

日本 第1次所得収支と対外純資産
(直接投資と証券投資)



注) 2022年の直接投資収支のうち配当金・配当済支店収益が11.8兆円、
再投資収益が11.3兆円、証券投資収支のうち債券利子は8.9兆円。
2021年の対外純資産残高は411兆円(うち外貨準備が162兆円)。

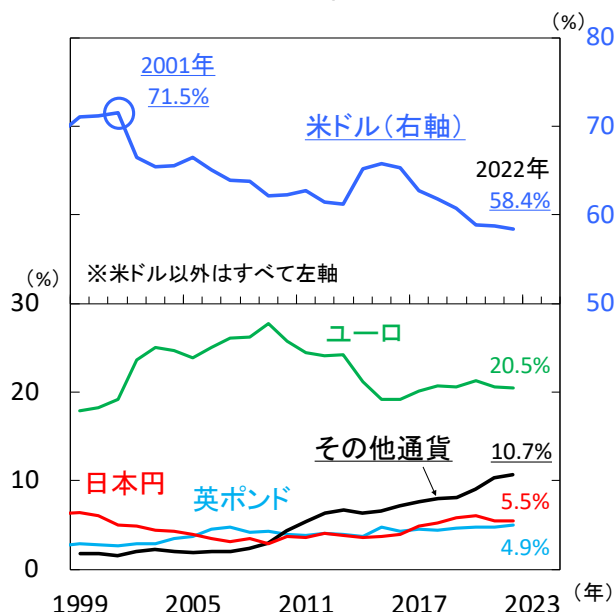
出所) 財務省より三菱UFJ国際投信作成

米ドル覇権に揺らぎはないか

- ◆ 米ドルの相場観は、短期的には米景気・金融政策や市場のリスク許容度次第といえます。中長期的には、米ドルの基軸通貨としての絶対的地位への信頼性が変わるか否かも焦点といえます。
- ◆ 米国内需の相対的な強さの裏返しでもある経常赤字、大型景気対策を繰り返した結果膨らんだ財政赤字、という双子の赤字は、潜在的な米ドル安材料といわれます。近年、海外勢の米国債需要鈍化や公的部門の金準備拡充など、米ドル依存見直しともいえる動きには目配りも必要です。

● 米ドルはいまだ絶対的地位を保つも、米国双子の赤字は不安材料として意識

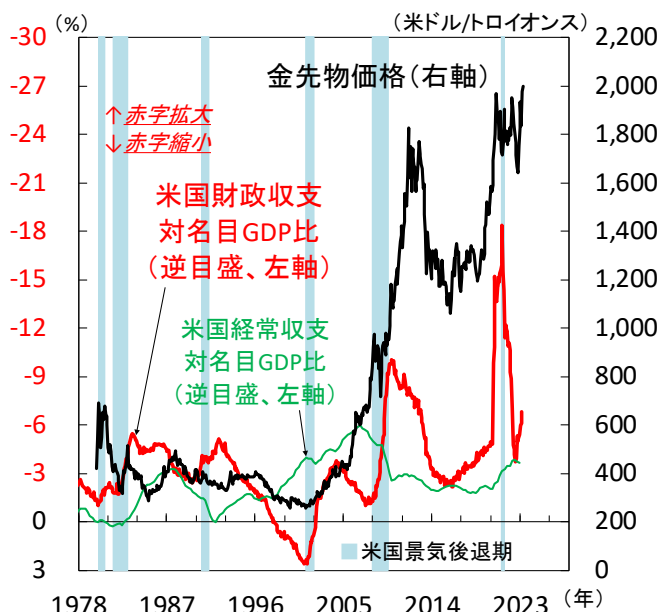
世界 外貨準備高構成比(通貨別)



注) 通貨分類が可能な額のみを対象。
直近値は2022年末。

出所) IMFより三菱UFJ国際投信作成

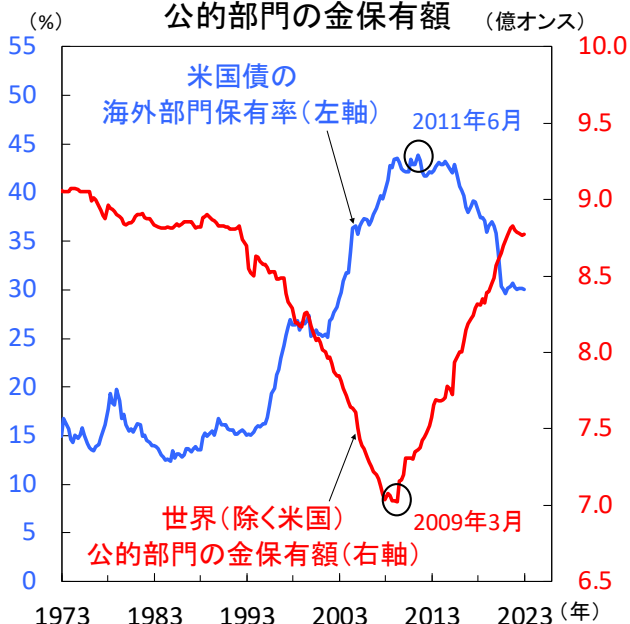
米国財政・経常収支と金価格



注) 米景気後退期はNBER。直近値は米国経常収支は2022年10-12月期、財政収支が2023年1-3月期、金先物価格は2023年4月。

出所) 米財務省、米商務省、NBER、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

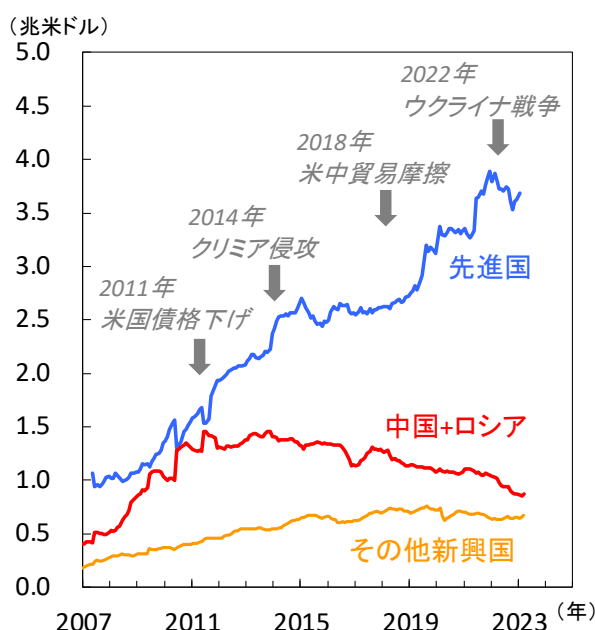
● 米ドル覇権を支えた米国債への高い信頼、だが一部で米国債離れの兆候も

世界の米国国債保有状況と
公的部門の金保有額

注) 直近値はともに2022年12月。

出所) FRB、IMFより三菱UFJ国際投信作成

G20地域別 米国国債保有残高



注) 2011年8月までの欧州先進国はデータ取得可能なユーロ圏12カ国+英国。新興国はアルゼンチン除く。直近値は2023年3月。

出所) 米財務省より三菱UFJ国際投信作成

新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

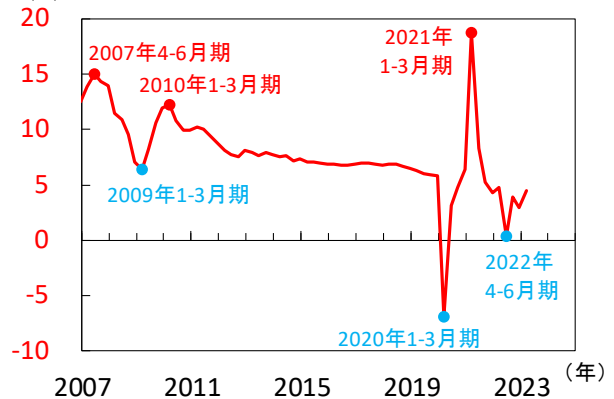
- ◆ 新興国は2013年のバーナンキ・ショック、2014-15年の資源安、2015年の中国景気不安、2018年の米金利上昇や国際貿易摩擦、2020年のコロナ・ショックなど、外部ショック発生の際に通貨安に直面してきました。通貨安が続けば、金融財政政策や国内政治の不安定化を招くリスクもあります。
- ◆ 新興国通貨は世界的景気回復や資源高で、一時的に反発する場面が多々ありますが、近年は相対的高成長の期待が弱まり、財政・経常収支悪化も進むなか、通貨高が長続きしない印象です。

● 近年、新興国通貨の反発は短命かつ限定的にとどまる傾向

(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



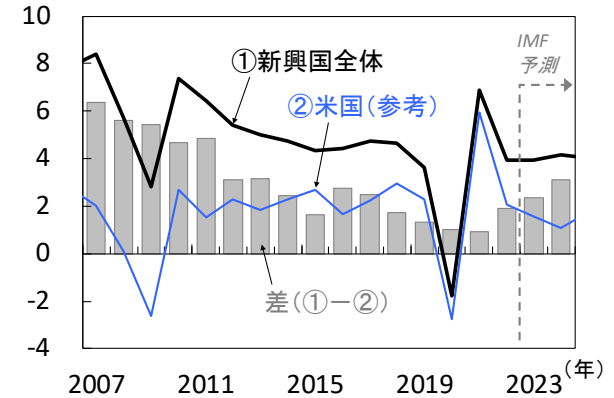
中国 実質GDP成長率



(ポイント) 資源価格



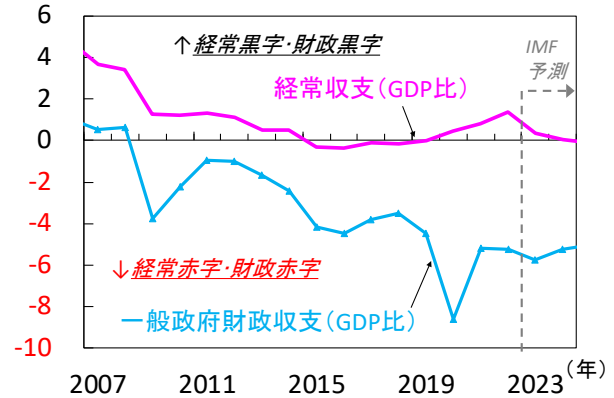
新興国 実質GDP成長率



(%) 世界 貿易取引量(前年比)



新興国 経常収支・財政収支



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index (名目値)の逆数を三菱UFJ国際投信が指数化した値。資源価格はブルームバーグ商品指数(米ドル)。世界貿易取引量は3カ月移動平均値。新興国通貨、中国実質GDP、資源価格、世界貿易取引量は期間内の転換点となった年月を表示。右中段・下段の値はIMF World Economic Outlook (2023年4月)に基づく。2023-2024年はIMF予測。直近値は新興国通貨・資源価格が2023年5月12日(日次)、中国GDPが2023年1-3月期(四半期)、世界貿易取引量が同年2月(以上月次)。

出所) FRB、中国国家统计局、CPB (オランダ経済分析局)、IMF、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

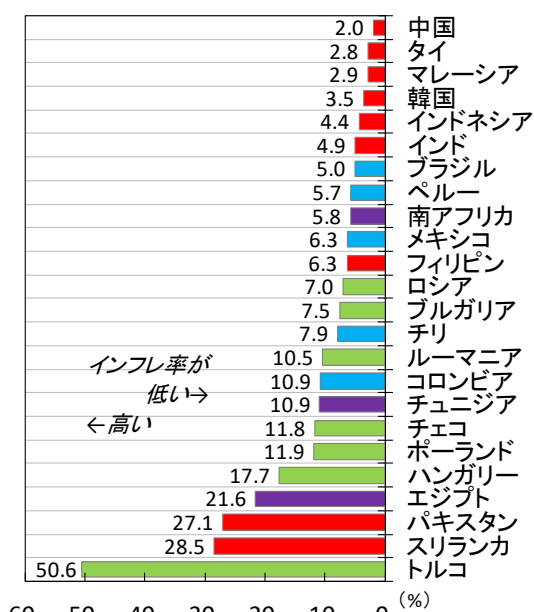
安定的な経済政策運営を市場に示せなければ、通貨安定は困難に

- ◆ 新興国は先進国に比べ金融市場が未成熟なため、海外資本(米ドル中心)が経済成長促進に不可欠ですが、米金利が上昇、または世界経済の不透明感が高まる場面では、経常赤字を抱え外貨が不足する国ほど債務返済能力への疑念から、資本流出圧力にさらされやすくなると考えます。
- ◆ 幾多の危機を経験し、一部新興国ではマクロ経済の健全化が進み対外ショックへの耐性も増した模様ですが、高インフレや外貨が手薄なトルコやスリランカなどぜい弱さの目立つ国は要注意です。

● 新興国では物価安定や対外収支改善など、たゆまぬ経済構造改革姿勢が必須

2023年予測 主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

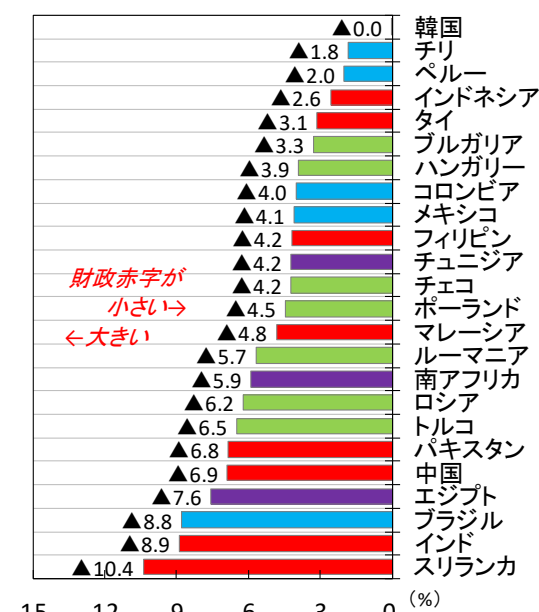
①インフレ率



注) 消費者物価(総合)の前年比。IMF予測値。

出所) IMF World Economic Outlook (2023年4月) より三菱UFJ国際投信作成

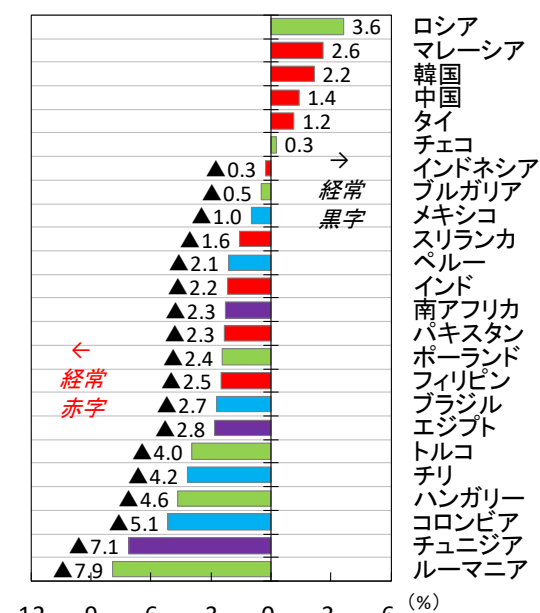
②財政収支(GDP比)



注) 一般政府ベース。IMF予測値(スリランカのみ2022年値)。

出所) IMF World Economic Outlook (2023年4月) より三菱UFJ国際投信作成

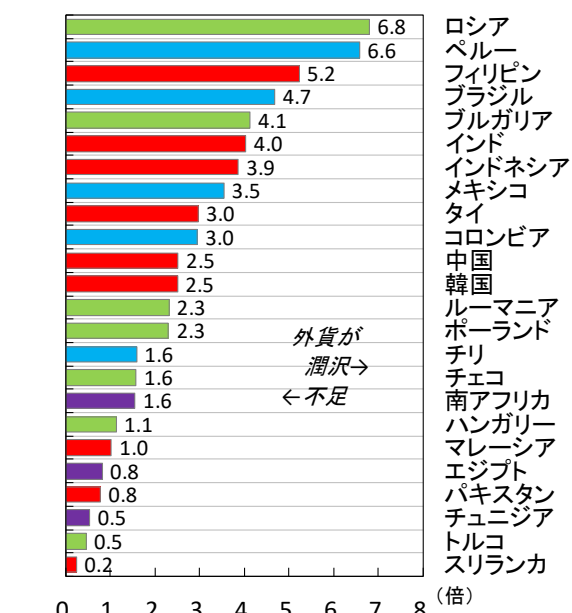
③経常収支(GDP比)



注) IMF予測値。

出所) IMF World Economic Outlook (2023年4月) より三菱UFJ国際投信作成

④外貨準備(対外短期債務比、2022年)



注) 2022年末実績。
トルコのみ2022年9月末。

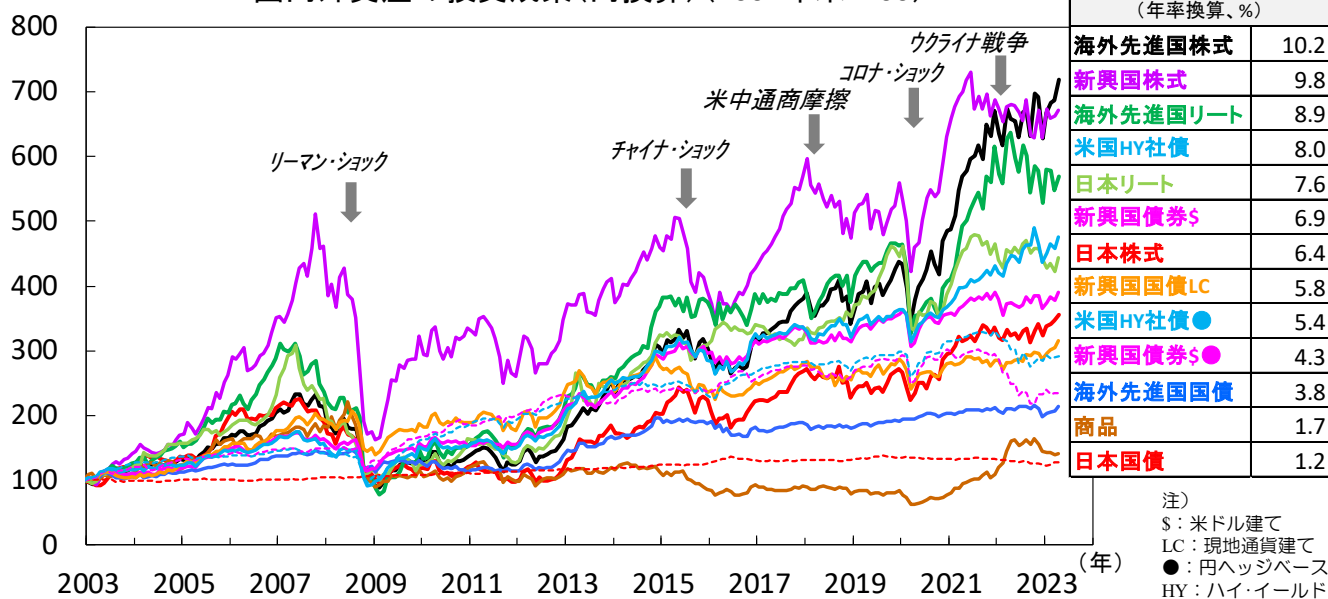
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJ国際投信作成

10. 投資戦略：薄氷を踏む局面が続く

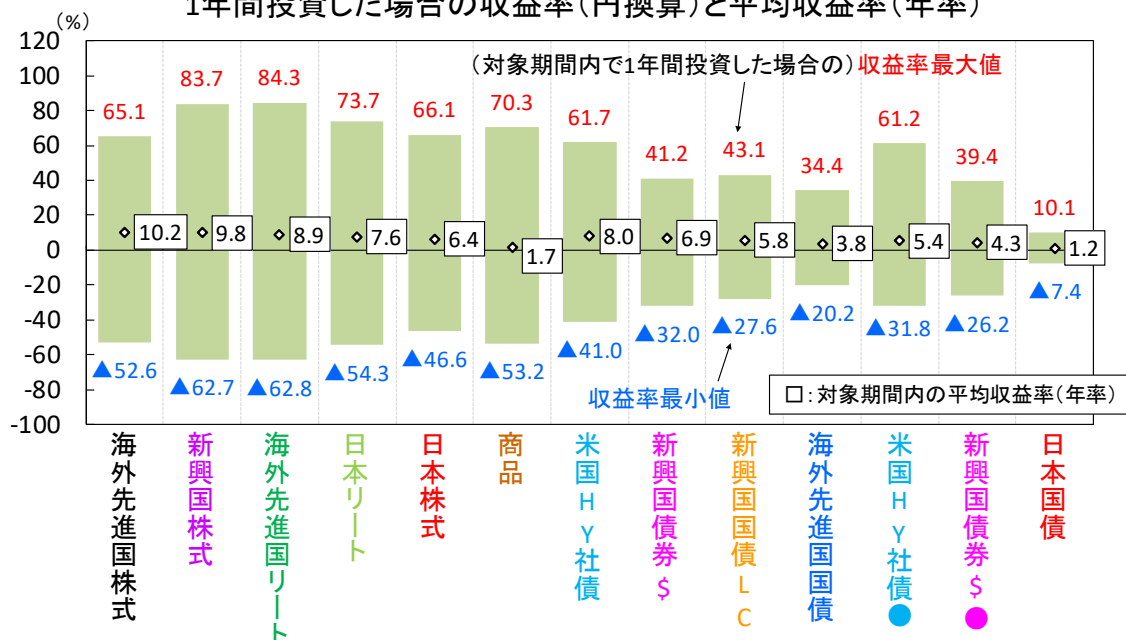
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

● 2023年序盤、不透明感渦巻くなかでのリスク選好続く

国内外資産の投資成果（円換算）（2002年末=100）



1年間投資した場合の収益率（円換算）と平均収益率（年率）



※ 為替ヘッジとは、通貨先物・オプション取引などを通じ、為替変動による運用資産の価格変動を回避（ヘッジ）する取引を指します。

注) 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI（配当込み）、日本株式はMSCI JAPAN（配当込み）、新興国株式はMSCI EM（配当込み）、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）、日本リートはS&P日本REIT指数（配当込み）、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券\$（米ドル建て）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$●（米ドル建て、円ヘッジあり）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）、新興国債LC（現地通貨建て）はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）はICE BofAML US High Yield Index（円ヘッジベース）、にそれぞれ基づく。
日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$●（円ヘッジあり）、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。指数化は三菱UFJ国際投信。直近値は2023年4月。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices、LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

過去10年間の投資環境を振り返る

- ◆ 2015年は急速な原油安やチャイナ・ショックでリスク回避、2017年から中国景気持ち直しが鮮明化しリスク選好一色となりました。2018年は米中貿易摩擦や米国利上げ継続懸念で再びリスク回避となりましたが、2019年は米欧金融緩和や米中貿易合意を追い風にリスク選好優勢の展開でした。
- ◆ 2020年のコロナ・ショック後は、大胆な景気刺激策で世界経済が回復に転じリスク選好回帰、2022年はウクライナ戦争もあり商品一色勝ちでしたが、足元は再びリスク選好基調を取り戻しています。

● 米利上げ休止→利下げ開始期待が、2023年序盤のリスク選好相場を下支えか

過去10年 各資産の年間投資成果(円換算、%)

■ : 株式・リート・商品など ■ : 海外債券(円ヘッジなし)、青字 : 円債と海外債券(● : 円ヘッジあり)

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	円安米ドル高	米ドル円横ばい	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円安米ドル高	円安米ドル高	円高米ドル安
1	海外先進国リート	日本株式	米国HY社債●	新興国株式	日本リート	海外先進国株式	新興国株式	海外先進国リート	商品	海外先進国株式
	41.3	10.3	15.7	32.7	11.2	27.9	12.8	51.2	32.3	14.4
2	日本リート	海外先進国リート	米国HY社債	日本株式	日本国債	日本リート	海外先進国株式	商品	米国HY社債	新興国国債LC
	28.3	2.1	14.3	20.1	1.1	25.7	10.9	41.7	1.2	10.3
3	新興国債券\$	新興国債券\$	日本リート	海外先進国株式	海外先進国国債	海外先進国リート	日本株式	海外先進国株式	新興国国債LC	日本株式
	22.2	1.6	10.3	18.5	▲ 4.6	23.3	9.2	38.2	0.6	10.2
4	海外先進国株式	日本国債	商品	新興国国債LC	米国HY社債●	日本株式	海外先進国国債	日本リート	日本株式	米国HY社債
	21.0	1.3	8.7	11.0	▲ 4.6	18.9	6.0	20.2	▲ 4.1	8.9
5	米国HY社債	新興国債券\$●	新興国株式	新興国債券\$●	米国HY社債	新興国株式	米国HY社債●	米国HY社債	日本リート	海外先進国国債
	16.6	0.8	8.6	8.4	▲ 4.9	17.7	5.0	17.4	▲ 5.0	8.6
6	海外先進国国債	海外先進国株式	新興国債券\$●	新興国債券\$	新興国債券\$●	新興国債券\$	新興国債券\$●	日本株式	新興国債券\$	海外先進国リート
	16.1	▲ 0.9	7.9	6.2	▲ 6.6	13.9	4.2	13.8	▲ 6.3	7.9
7	新興国株式	米国HY社債	新興国債券\$	米国HY社債●	新興国債券\$	米国HY社債	米国HY社債	新興国債券\$	海外先進国株式	新興国株式
	11.7	▲ 4.3	7.2	5.7	▲ 6.8	13.3	0.9	9.5	▲ 6.4	6.9
8	日本株式	海外先進国国債	新興国国債LC	海外先進国リート	海外先進国リート	新興国国債LC	新興国債券\$	新興国株式	海外先進国国債	新興国債券\$
	9.8	▲ 4.5	7.0	5.5	▲ 8.3	12.4	0.1	9.0	▲ 6.6	6.4
9	新興国国債LC	日本リート	海外先進国株式	海外先進国国債	新興国国債LC	新興国債券\$●	日本国債	米国HY社債●	日本国債	日本国債
	7.2	▲ 4.9	5.7	4.5	▲ 8.7	11.8	▲ 1.1	5.0	▲ 7.4	3.7
10	新興国債券\$●	米国HY社債●	日本国債	米国HY社債	海外先進国株式	米国HY社債●	新興国国債LC	海外先進国国債	新興国株式	米国HY社債●
	7.0	▲ 5.0	3.7	3.6	▲ 10.2	11.2	▲ 2.4	4.5	▲ 8.5	2.8
11	日本国債	新興国株式	海外先進国リート	日本国債	商品	商品	商品	新興国国債LC	米国HY社債●	新興国債券\$●
	4.9	▲ 14.3	3.4	0.2	▲ 13.6	6.6	▲ 7.9	1.7	▲ 14.0	0.5
12	米国HY社債●	新興国国債LC	日本株式	商品	日本株式	海外先進国国債	海外先進国リート	日本国債	海外先進国リート	日本リート
	2.0	▲ 14.6	▲ 0.4	▲ 2.0	▲ 14.9	5.5	▲ 12.2	▲ 0.2	▲ 14.1	0.4
13	商品	商品	海外先進国国債	日本リート	新興国株式	日本国債	日本リート	新興国債券\$●	新興国債券\$●	商品
	▲ 5.6	▲ 24.4	▲ 2.7	▲ 6.6	▲ 16.5	2.3	▲ 12.9	▲ 2.3	▲ 20.8	▲ 2.4

注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド。黒太線はプラスとマイナスの境目を表す。
 海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、先進国リートはS&P先進国REIT指数 (配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$● (円ヘッジ) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LCはJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国HY (ハイ・イールド) 社債はICE BofAML US High Yield Index、米国HY社債 (円ヘッジ) はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。
 日本株式、日本国債、新興国債券\$ (円ヘッジ)、米国HY社債 (円ヘッジ) は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じた円換算値から算出。米ドル円相場の方向性は前年末と当年末の終値を比較して判断 (円の対米ドル騰落率が▲0.5%以下:円安米ドル高、+0.5%以上:円高米ドル安、それ以外は米ドル円横ばい、と表記)。2023年は同年4月末。

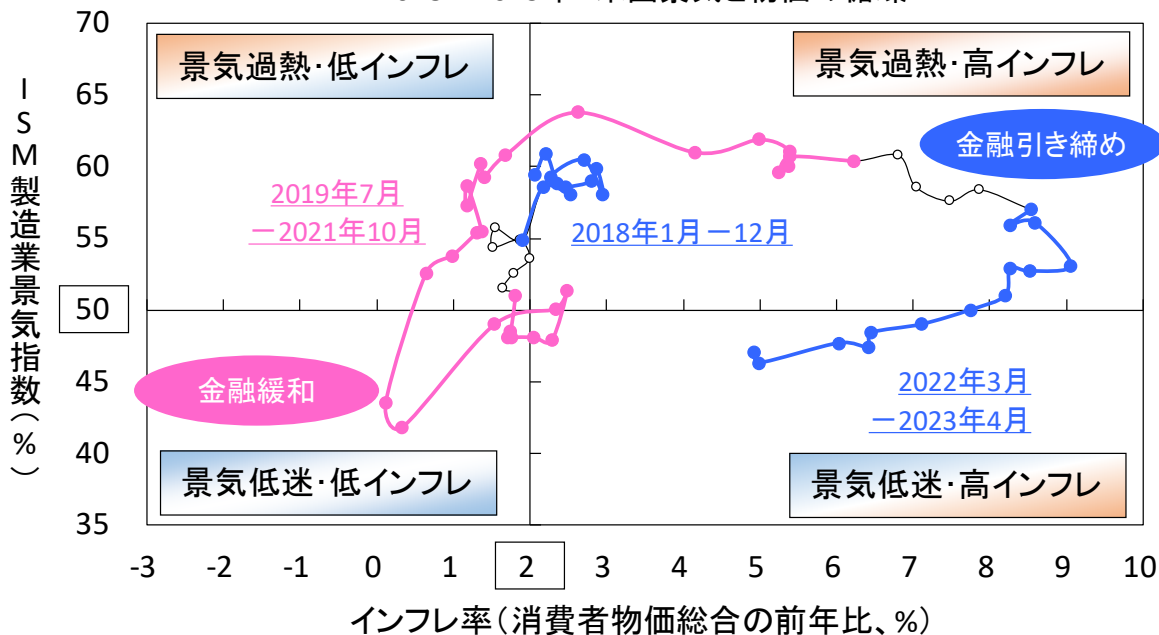
出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

景気・物価の循環から株式市場を占う

- ◆ 景気・物価から株式市場を考えてみます。経済環境の変化に伴い、相場環境も金融相場（金融緩和で景気回復を先取り）→業績相場（景気回復定着で幅広く業績改善）→逆金融相場（景気過熱・インフレの抑制に向け金融引き締め）→逆業績相場（景気・業績が悪化）、と変化するとみられます。
- ◆ 2023年に入り、景気減速とインフレ鈍化が鮮明です。当局が金融引き締め姿勢を保つ場合は、景気後退懸念が意識されやすく、緩和姿勢に転換した場合は景気回復期待が高まると考えられます。

● 当面の経済環境は、景気減速・高インフレの持続を想定

2018～2023年 米国景気と物価の循環



注）縦軸はISM製造業景気指数50%を景気過熱・低迷、横軸はインフレ率2%を高・低インフレの境目、青：金融引き締め（継続的なFF金利引き上げ）、ピンク：金融緩和（継続的なFF金利引き下げまたは資産買入れ拡大）局面とした。対象期間は2018年1月～2023年4月。

出所）米ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

● 2023年序盤は、大型株・グロース株が株式市場全体をけん引

米国株式(S&P500) 期間別リターン(業種・スタイル別)

2020年		2021年		2022年		2023年1-4月	
IT	43.9	エネルギー	54.6	エネルギー	65.7	通信サービス	25.0
グロース株	33.5	不動産	46.2	公益	1.6	IT	22.4
一般消費財・サービス	33.3	金融	35.0	生活必需品	▲0.6	一般消費財・サービス	15.0
通信サービス	23.6	IT	34.5	ヘルスケア	▲2.0	大型株	12.5
大型株	21.5	グロース株	32.0	バリュー株	▲5.2	グロース株	11.2
素材	20.7	大型株	29.4	鉱工業	▲5.5	総合	9.2
総合	18.4	総合	28.7	安定増配株	▲6.2	バリュー株	7.0
ヘルスケア	13.4	素材	27.3	金融	▲10.5	生活必需品	4.5
小型株	11.3	小型株	26.8	素材	▲12.3	素材	4.1
鉱工業	11.1	ヘルスケア	26.1	小型株	▲16.1	安定増配株	4.0
生活必需品	10.7	安定増配株	26.0	総合	▲18.1	不動産	3.0
安定増配株	8.7	バリュー株	24.9	大型株	▲20.9	鉱工業	2.2
バリュー株	1.4	一般消費財・サービス	24.4	不動産	▲26.1	小型株	▲0.3
公益	0.5	通信サービス	21.6	IT	▲28.2	ヘルスケア	▲1.4
金融	▲1.7	鉱工業	21.1	グロース株	▲29.4	公益	▲1.4
不動産	▲2.2	生活必需品	18.6	一般消費財・サービス	▲37.0	エネルギー	▲1.5
エネルギー	▲33.7	公益	17.7	通信サービス	▲39.9	金融	▲2.6

注）対象インデックスは、総合（および11業種別）：S&P500、グロース株：S&P500 Growth、バリュー株：S&P500 Value、大型株：S&P100、小型株：S&P600、安定増配株がS&P500相当貴族指数（S&P500構成銘柄のうち少なくとも25年連続で増配を続けている銘柄で構成）。すべてトータル・リターン・インデックス（米ドル）に基づく。

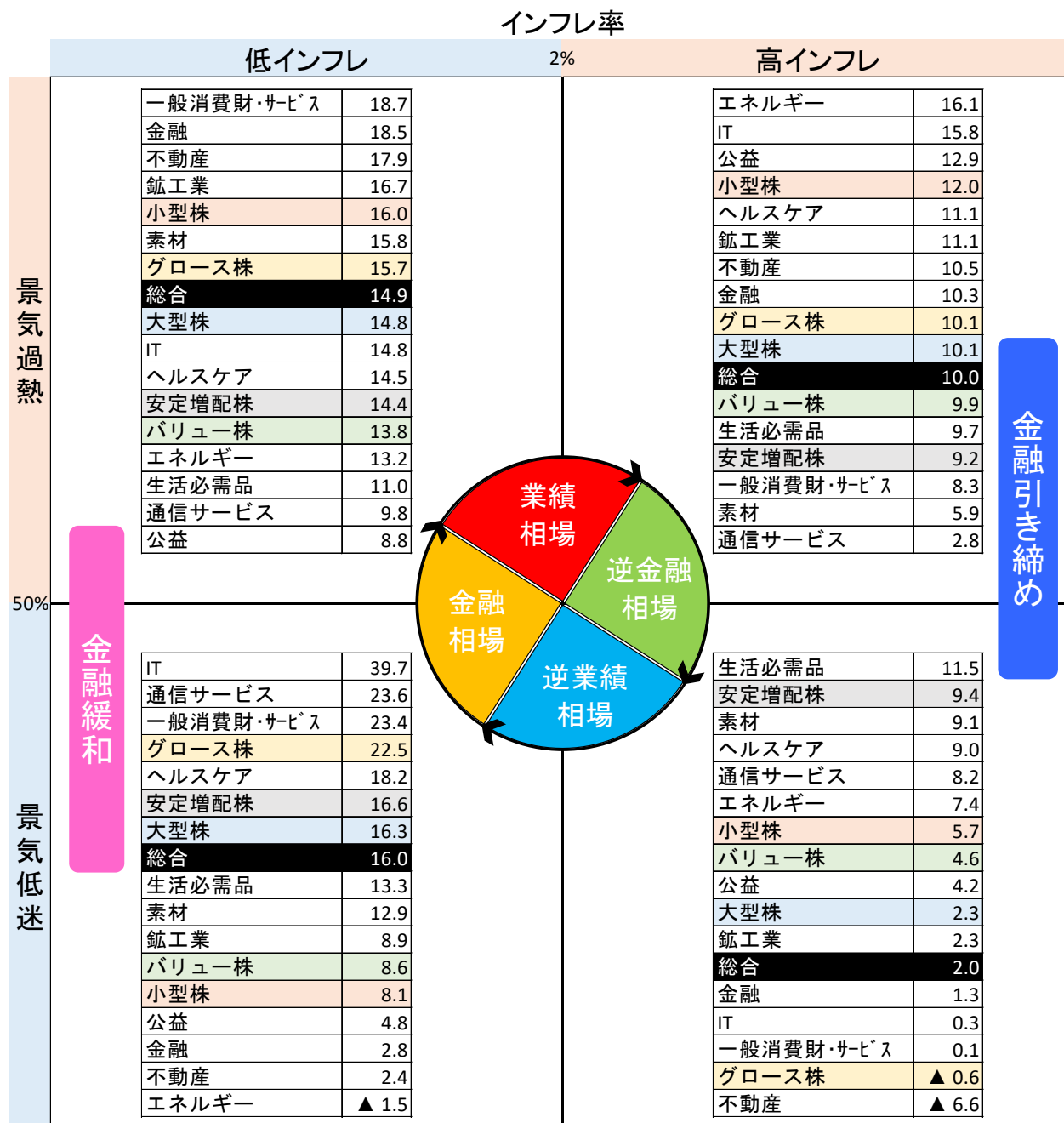
出所）Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

2023年後半は、逆業績相場か、金融相場再来か

- ◆ 1995年以降の株式市場を景気と物価で見た4局面に分け振り返ります。(左上)景気が回復も低インフレで金融緩和色が残るため全面高、(右上)好景気で相場全体は堅調も、インフレで金融引き締め色が強まり増勢は鈍化、(右下)景気減速に向かえば業種別の温度差がより鮮明になります。
- ◆ 景気が軟化し業績不安が意識されやすい局面はディフェンシブ系が優位に、(左下)インフレ収束で金融緩和再開の機運が高まれば、グロース株や景気敏感株主導の株高に転じるといえそうです。

● インフレ収束が見通せ、金融引き締め色が薄まるかが最大の焦点に

景気・物価の局面別に見た米国株式(業種別)の平均リターン(年率%)



注) 対象インデックスは、総合(および11業種別)：S&P500、グロース株：S&P500 Growth、バリュー株：S&P500 Value、大型株：S&P100、小型株：S&P600、安定増配株：S&P500配当貴族指数(S&P500構成銘柄のうち少なくとも25年連続で増配を続けている銘柄で構成)。すべてトータル・リターン・インデックス(米ドル)に基づく。

データ対象期間は1995年1月～2023年4月(安定増配株は1996年1月、不動産は2011年11月以降)。

縦軸の景気は、ISM製造業景気指数を基準に50以上を景気過熱、50未満を景気低迷、横軸のインフレ率は、消費者物価総合の前年比を基準に、2%以上を高インフレ、2%未満を低インフレ、とし4つの局面に分類。

各局面での月平均リターン(年率換算)を高い順から表示。

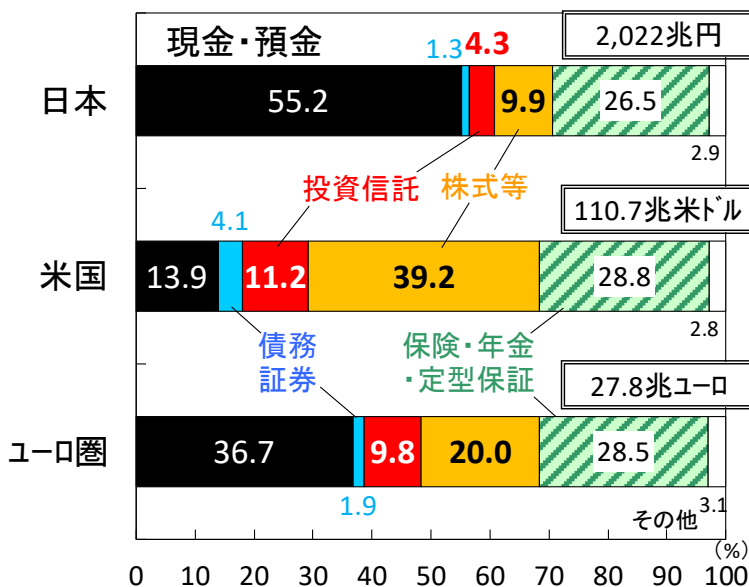
出所) 米ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

対岸の火事ではないインフレ、国内家計は資産防衛の意識を高めるか

- ◆ 日本の家計の金融資産構成を見ると、現預金が半分以上と安全志向の高さを反映しています。2008年のリーマン・ショック、2020年のコロナ・ショックといった資産価格暴落局面では資産防衛という面で耐性も見せましたが、市場がリスク選好に転じた場合はその恩恵を享受しづらいといえます。
- ◆ 長年、賃金所得が伸び悩み家計にとって、現預金偏重のままでは効率的な資産形成を望むべくもありません。インフレ定着への不安も高まるなか、資産防衛に向けた意識改革が必要といえます。

● 現預金中心の資産構成が資産収益率低迷の主因

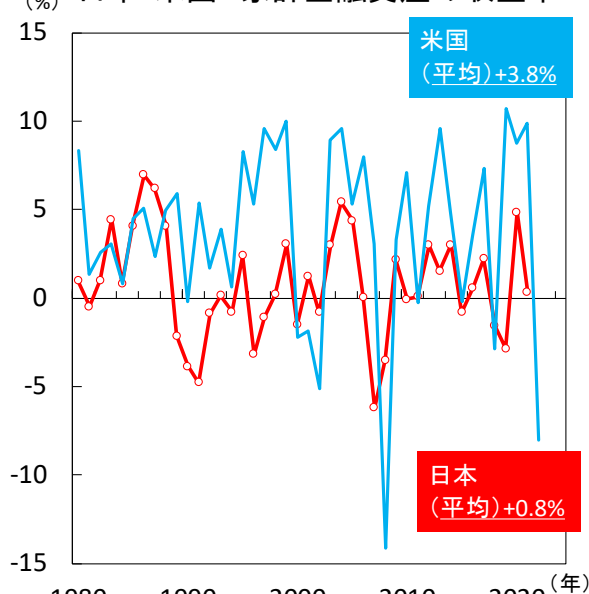
日米欧 家計金融資産構成



注) 囲みは総額。値は2022年12月末。

出所) 日本銀行、FRB、ECBより三菱UFJ国際投信作成

日本・米国 家計金融資産の収益率

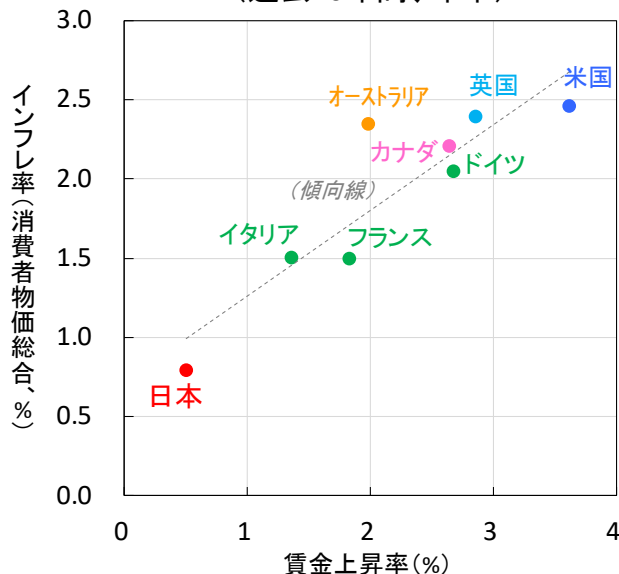


注) 当年の調整額要因(価格変化など)÷前年の残高×100として簡便的に算出。平均は1980～直近年(年度)まで。調整額要因は残高差額(当年ー前年)ー当年取引額。日本が年度。直近値は米国が2022年、日本が2021年度。

出所) 日本銀行、FRBより三菱UFJ国際投信作成

● 賃金・物価の伸び悩みが続く日本、日常生活では物価高を実感する場面も

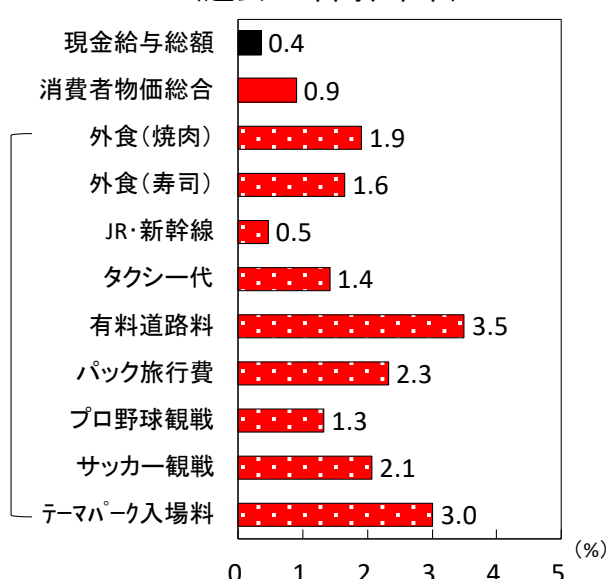
主要国 賃金と消費者物価の上昇率 (過去10年間、年率)



注) OECD Economic Outlook (2022年11月) に基づく。2022年の対2012年比(年率換算)。

出所) OECDより三菱UFJ国際投信作成

日本 給与と消費者物価の上昇率 (過去10年間、年率)



注) 現金給与総額は事業者規模5人以上を対象。すべて2022年度平均の対2012年度平均比(年率換算)。

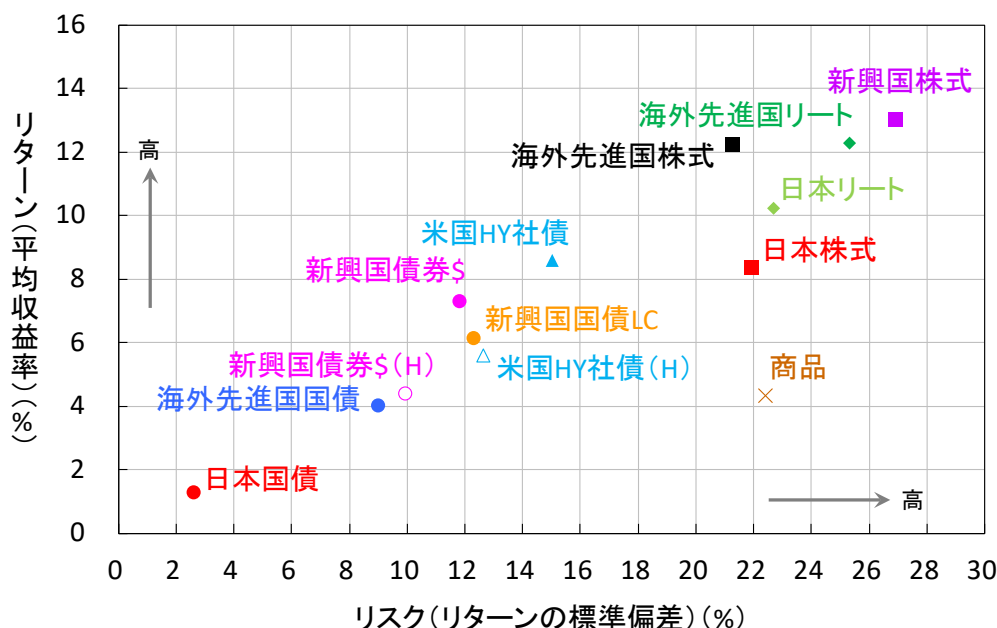
出所) 総務省より三菱UFJ国際投信作成

資産選択のヒントとなりうるリスク・リターンの関係

- ◆ 資産形成を考える上で、各資産のリターン（収益率）とリスク（価格変動の大きさ）を把握することが重要です。一般的に、リスクをとるほどリターンが大きくなると言えます。資産別に見れば、国債よりも株式・リート、国内よりも海外、先進国よりも新興国の資産の方が高リスクな傾向が見られます。
- ◆ 短期で高いリターンを狙うか、中長期で安定したリターンを目指すかで資産選択も変わります。投資効率の目安となる単位リスク当たりリターンの値も、資産構成を見直す際の参考となりえます。

● 各金融資産が持つ価格変動の特徴を踏まえた冷静な資産選択が重要に

国内外資産（円換算）に1年間投資した場合のリスクとリターン



単位リスク当たりリターン	
新興国債券\$	0.61
海外先進国株式	0.57
米国HY社債	0.57
新興国国債LC	0.50
日本国債	0.49
海外先進国リート	0.48
新興国株式	0.48
日本リート	0.45
海外先進国国債	0.45
米国HY社債(H)	0.44
新興国債券\$(H)	0.44
日本株式	0.38
商品	0.19

主な内外金融資産ポートフォリオの一例（1年間投資した場合）

	ウェイト(%)								(%)	
	日本株式	海外先進国株式	新興国株式	日本国債	海外先進国国債	新興国債券\$	日本リート	海外先進国リート	平均リターン	単位リスク当たり
① 国債中心型	15	15		60	10				4.2	0.64
② 株式・国債均等型	25	25		35	15				6.2	0.55
③ 内外株式・国債均等型	25	25		25	25				6.5	0.53
④ 債券分散型				50	30	10		10	3.4	0.68
⑤ 株式・リート分散型	20	20	20				20	20	11.2	0.53

参考)
GPIF基本ポートフォリオ

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券	短期資産
2013年6月～	12	12	60	11	5
2014年10月～	25	25	35	15	-
2020年4月～	25	25	25	25	-

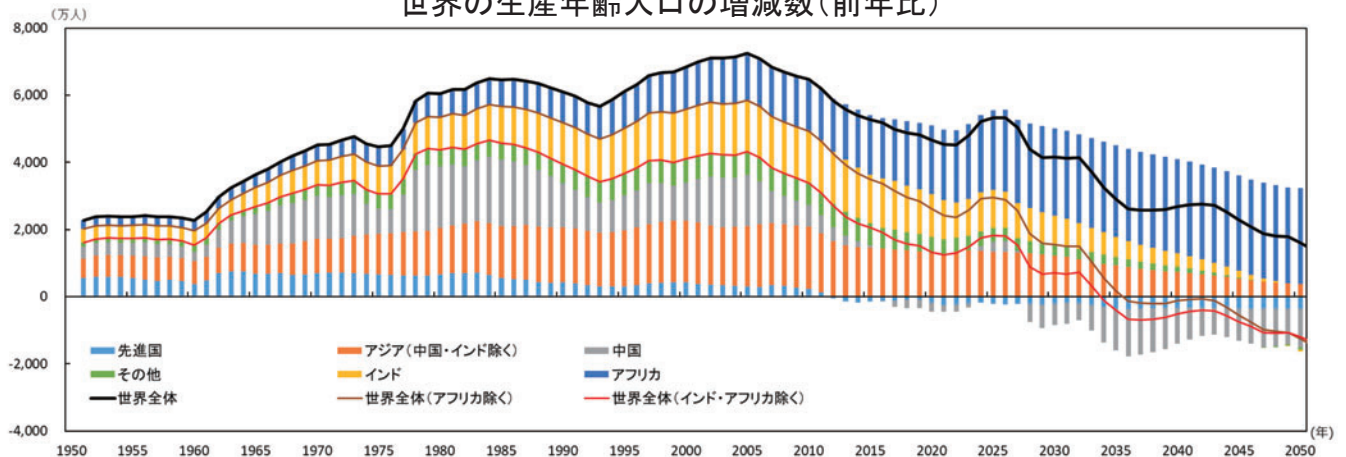
注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド、(H)は円ヘッジあり。データ対象期間は2003年1月～2023年4月。
対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI（配当込み）、日本株式はMSCI JAPAN（配当込み）、新興国株式はMSCI EM（配当込み）、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）、日本リートはS&P日本REIT指数（配当込み）、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券\$（米ドル建て）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$（H）（米ドル建て、円ヘッジあり）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）、新興国国債LC（現地通貨建て）はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債（H）（円ヘッジあり）はICE BofAML US High Yield Index（円ヘッジベース）、にそれぞれ基づく。日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$（H）（円ヘッジあり）、米国ハイ・イールド社債（H）（円ヘッジあり）は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。リターンは対象期間内で1年間投資した場合の変化率、リスクはリターンの標準偏差、として単位リスク当たりリターンを算出。

11. 長期分析：世界経済の成長とインフレの長期的な環境認識

- ◆ 世界的な高齢化、グローバル化の後退、外部コストの内部化、また技術革新が生産性を向上させるまでのタイムラグは、成長を抑制し長期インフレ率の収れんを阻害すると考えられます。
- ◆ 世界経済の飛躍に向けては、それらの制約を解決する新技術の実用化、およびその浸透の過程がポイントと考えられるほか、政策面では、上記の環境要因の変化を受けた結果として、金融財政政策の目標の変化、及びその底流にある経済思想の新潮流が注目されていくとみています。

● 今後は新興国でも高齢化が進み、世界的に労働力供給は減少傾向

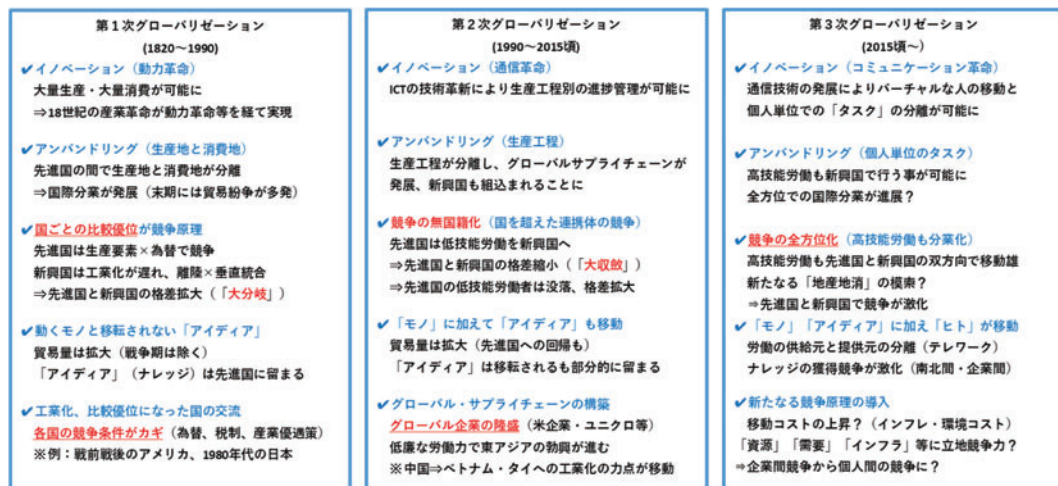
世界の生産年齢人口の増減数(前年比)



出所) United Nation World Population Prospects 2022より三菱UFJ国際投信作成

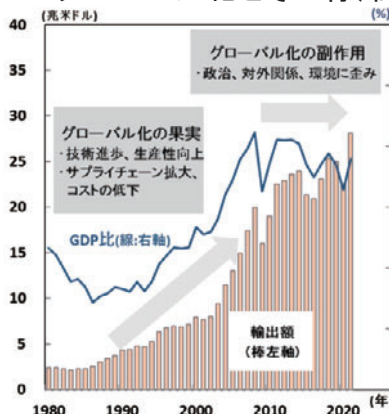
● 世界経済の成長加速を牽引してきたグローバル化も停滞傾向

グローバル化の効果(3段階制約論)



出所) 経済産業省より三菱UFJ国際投信作成

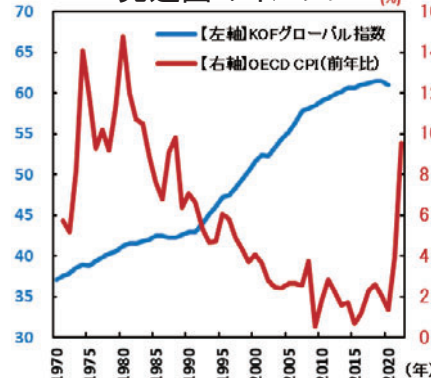
グローバル化とその停滞



注) 直近値は2021年。

出所) Refinitivより三菱UFJ国際投信作成

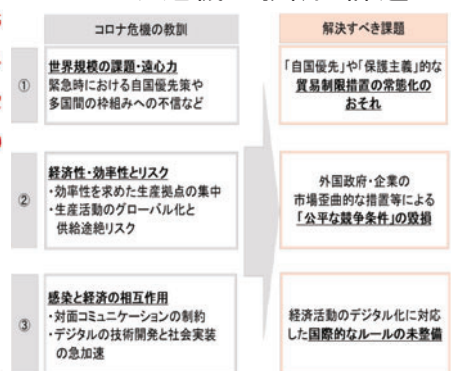
グローバル化指数と先進国のインフレ



注) CPI(消費者物価)の直近値は2022年12月。

出所) OECD、Bloombergより三菱UFJ国際投信作成

コロナ危機の教訓と課題



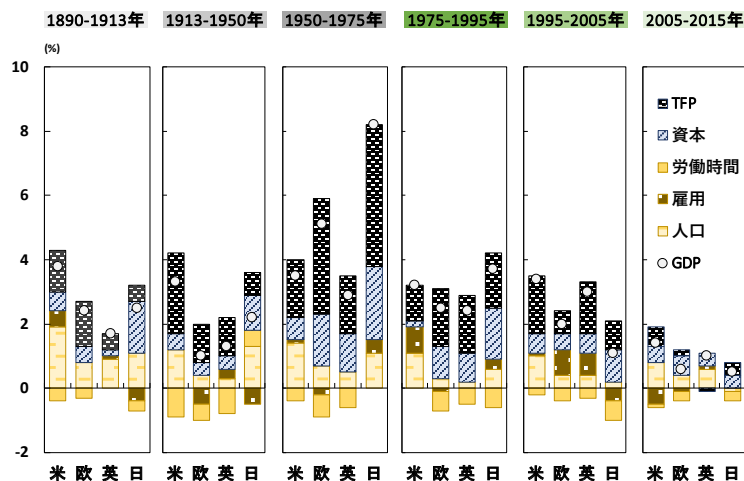
出所) 経済産業省より三菱UFJ国際投信作成

①世界経済の成長トレンドは鈍化するも、新技術の開発・汎用化がカギ

- ◆ GDP成長に対する生産要素の寄与度を見ると、既に1970年代でピークを迎えています。またIT技術の導入にも関わらず、TFP、労働力・資本装備率の、成長への寄与度は低迷している状況です。
- ◆ 技術革新は、過剰な先行期待を経た後、ビジネスへ波及する過程を辿ることで、経済成長の実際の牽引役になると考えられます。足許はAIがトレンドの中心と考えられますが、アンバンドリングの過程(労働力の代替や移動コスト解消のプロセス)では、その技術普及のサイクルが意識されます。

● 経済成長の各要素は、既にピークアウト

実質GDP成長率の要因分解(労働・資本・TFP)

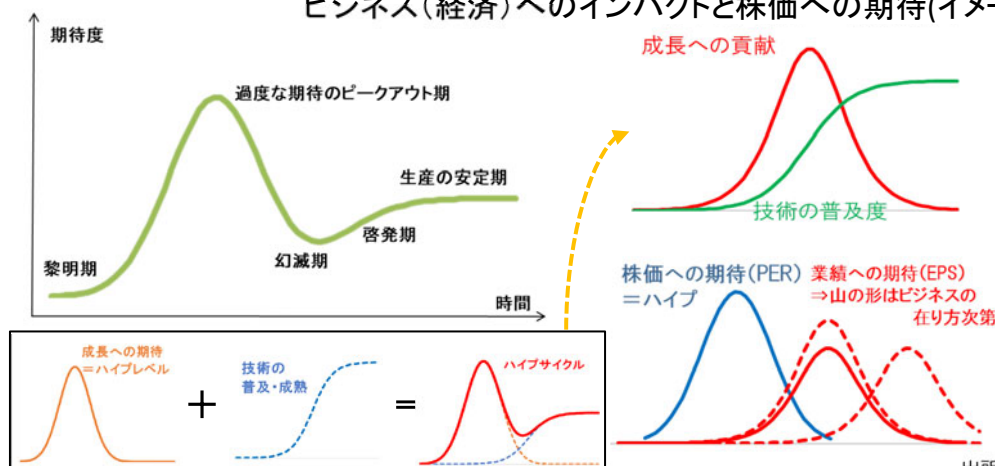


注) TFP: 全要素生产率

出所) フランス中央銀行より三菱UFJ国際投信作成

● 技術革新の普及の考え方

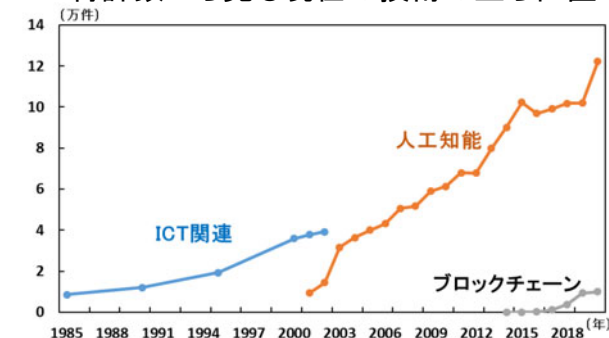
ビジネス(経済)へのインパクトと株価への期待(イメージ)



出所) 経済産業省より三菱UFJ国際投信作成

●足許ではAI関連技術への期待が高まっており、そのビジネス化が注目される

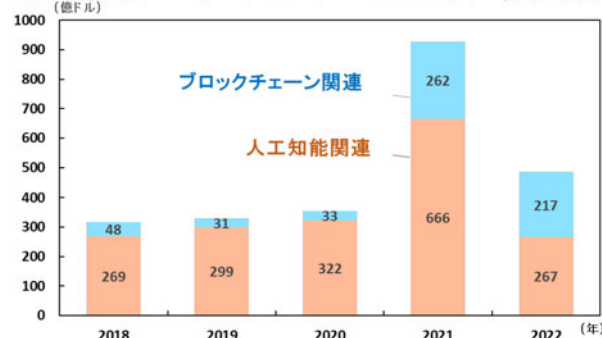
特許数から見る現在の技術の立ち位置



注) 直近値は2020年。

出所) 特許庁より三菱UFJ国際投信作成

先端技術へのベンチャーキャピタル投資額



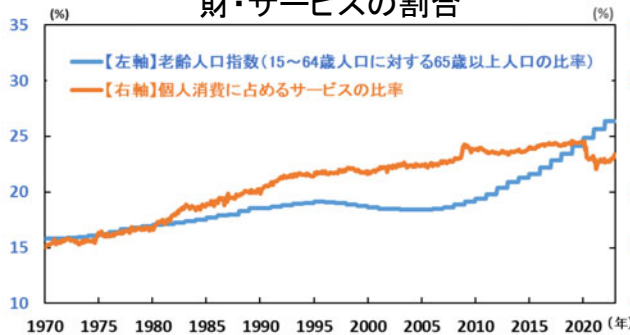
出所) CB insightsより三菱UFJ国際投信作成

②インフレ高止まりを受けた金融財政政策の変化に期待

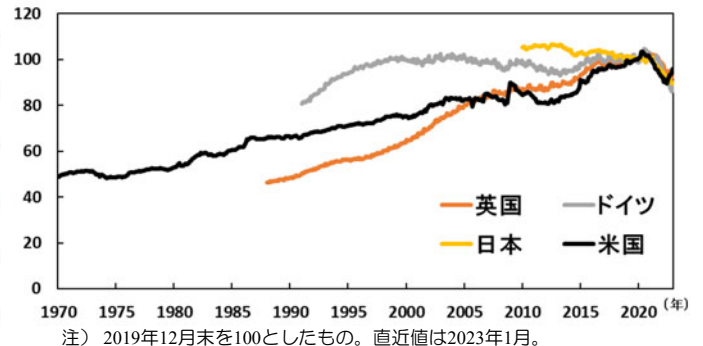
- ◆ 消費のサービス化や高齢化が進むにつれ、米国では消費に占めるサービスの比率は上昇しました。また、新興国の労働供給力の低下等から、低スキル労働者やサービス業の賃金上昇圧力が高まっており、需給のミスマッチがインフレ率を高止まりさせる可能性があると考えられます。
- ◆ このような環境では、低金利を前提とした債務拡大やマネーによる成長支援は困難になると考えられ、これまでの金融財政政策の役割を見直す新たな経済政策・思想の導入が注目されます。

● 高齢化は、賃金や労働力供給に加えて、消費にも変化をもたらしている可能性

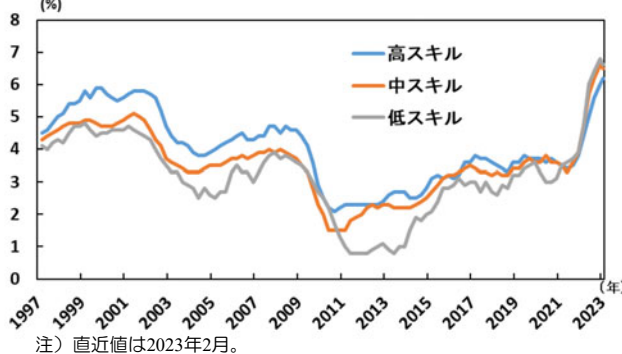
米国の個人消費に対する
財・サービスの割合



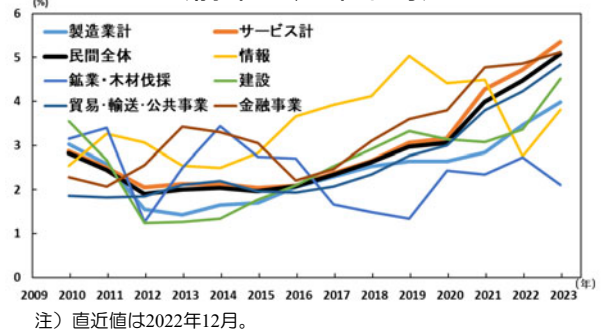
主要国の財とサービスの相対価格



米国のスキル別賃金上昇率の推移



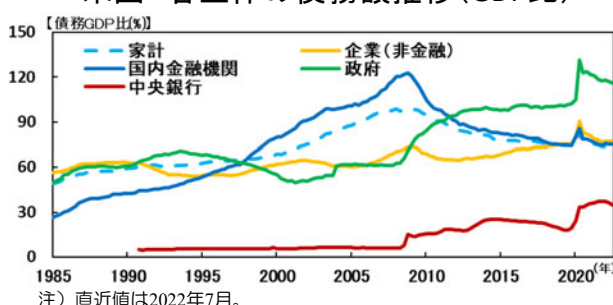
米国セクター別の時間当たり賃金
(前年比、3年平均)



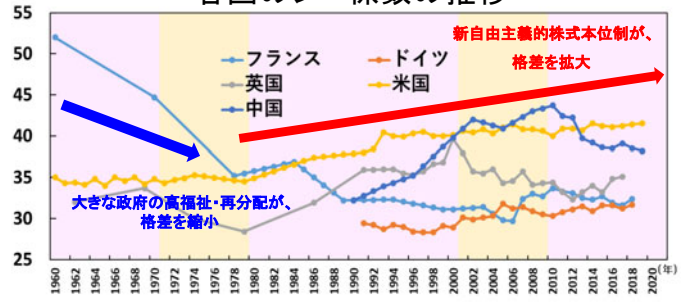
● 高インフレ環境では、積極財政による需要喚起は限界を迎える可能性が高い 財政の役割とそのトレンド

〈「市場」の失敗〉		〈「政府」の失敗〉		新自由主義・資本主義のグローバル化			ケインズ政策・新自由主義の混交	
古典的自由主義	ケインズ主義・修正資本主義	ケインズ主義・修正資本主義	ケインズ主義・修正資本主義	新自由主義・資本主義のグローバル化	新自由主義・資本主義のグローバル化	新自由主義・資本主義のグローバル化	ケインズ政策・新自由主義の混交	ケインズ政策・新自由主義の混交
1900-1930	1930-45	1945-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-20	2021-
自律的な市場メカニズム重視 景気循環に不介入	財政スパンディング政策の台頭 ・[米] ニュートン政策 ・[独] 労働政策 ・[日] 高橋財政	財政・金融のホリゾンミックス ・防衛的景気調整 ・積極的景気刺激政策 ・所得平準化政策 ・福祉拡充政策	スタグフレーションへの帰結 ・サブプライム下での景気悪化 ・社会保障/福祉費増 ・増税の限界	「小さな政府」への回帰 ・ケインズ政策の放棄 ・[米] レーガン/ブッシュ ・[英] サッチャリズム ・金融グローバル化 ・産業グローバル化	(欧米) 財政再建 ・実体経済の低位安定 ・支出削減 ・一部増税/民営化 ・財政規律の導入 ・「財政状況の改善」	危機対応目的の財政出動 ・新自由主義の限界 ・世界的な景気後退 への下支え ・自動安定化機能重視 ・「危機時に支出急増」	政府役割の拡大 ・長期停滞への不満 ・財政規律下での運営 ・積極財政の高まり (特に2010年代後半) ・大規模パンデミック対応 ・「財政赤字急拡大」	財政政策の不安定化? ・ワイルドベンディング ・大きな政府の必要 ・債務持続性への懸念 ・「債務水準高位?」
〔均衡主義〕	〔試験的に支出拡大〕	〔支出・歳入拡大〕	〔財政赤字急拡大〕	〔再建着手〕	〔財政状況の改善〕	〔危機時に支出急増〕	〔財政赤字急拡大〕	〔債務水準高位?〕
	小さな政府	大きな政府		小さな政府	小さな政府	小さな政府	危機時に大きな政府化	

米国 各主体の債務額推移 (GDP比)



各国のジニ係数の推移



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国際投信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。本資料は、投資勧誘を目的とする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:2023年5月19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国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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、知的所有権、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。

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

S&P先進国REIT指数(除く日本)、S&P米国REIT指数、S&P日本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国際投信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。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、J.P. Morgan EMBI+(円ヘッジベース)の情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複製、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2023 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。

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)、FTSE日本国債インデックス、FTSE米国国債インデックスのデータは、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 US High Yield Index、ICE BofAML US Emerging Markets External Sovereign Index、ICE BofAML US High Yield Index(円ヘッジベース)、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML US Treasury 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国際投信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。

ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)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国際投信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 IndexSM)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国際投信の関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJ国際投信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 IndexSM)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。

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。

VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。

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。

FTSE[®]は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limited(以下「FTSE」)が使用します。NAREIT[®]はNational Association of Real Estate Investment Trusts(以下「NAREIT」)が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行っておらず、さらにいかなる形においても本商品に関わっておらず、一切の責務を負うものではありません。インデックスの価格および構成リストにおける全ての知的所有権はFTSEとNAREITに帰属します。

三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
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

三菱UFJ国際投信株式会社

お客さま専用 0120-151034
フリーダイヤル (受付時間／営業日の9:00～17:00)

●ホームページアドレス：<https://www.am.mufg.jp/>