

2023年 秋号

グローバル時代の投資戦略

世界的な金融引き締め局面は終了へ

三菱UFJアセットマネジメント

Introduction

I. 世界的な金融引き締めは最終局面に

2023年に入り、世界的なインフレ鈍化が確認され、主要国の中央銀行（以下中銀）は金融引き締めペースを緩め始めています。米連邦公開市場委員会（FOMC）は2022年3月から毎会合で利上げを行ってきましたが、2023年6月と9月会合では金利据え置きを決定しました（7月は0.25%利上げ実施）。なお金融政策会合が集中した9月には、ユーロ圏、スウェーデン、ノルウェーが追加利上げを実施も、英国は15会合ぶりに利上げを見送り、スイスも予想外の金利据え置きを決定しました。各国のインフレ率を見ると、目標とする2%を大きく超過する国も多く、いまだインフレとの闘いで勝利宣言が出来る環境ではありませんが、これまでの累積的な利上げによる景気や物価への影響を見極める局面に移行しつつあると言えます。

今後の政策については、FOMCを筆頭に多くの中銀が「データ次第」と揃って明言する以上、金融市場は、物価やそれを左右する雇用や賃金などの労働指標、そして需給バランスや景気の持続性を見る上で、消費などの内需指標を丹念に精査するほかありません。特に、基調インフレ（食品やエネルギーを除くコア物価）の低下がはっきり見通せるまでは、中銀は金融引き締め姿勢を緩めることはなく、安易に利下げへ方向転換する可能性は低いでしょう。

II. 2024年の世界経済に対する楽観的な見方が保たれるか

2024年に向け、金融市場は楽観的な見方を保っています。当初は2020年のコロナ・ショック対応の大型需要喚起策の景気押し上げ効果（現金給付や失業手当拡充による所得増、いわゆる過剰貯蓄の発生）が一巡し、2022年来の急速かつ大幅な利上げによる景気下押し効果が顕在化し、いずれは景気後退もやむなし、との見方も多くありましたが、米国で個人消費が底堅く住宅市場が持ち直すなど想定以上に景気の足腰が強いこと、また2022年末にゼロコロナを解除した中国の回復もあり、2024年の世界経済は、ソフトランディング（景気軟着陸）、あわよくばノーランディング（無着陸）も可能といった楽観論が高まっています。

焦点はやはり米国経済と金融政策の動向でしょう。市場は2024年の利下げ転換を完全に織り込んでおり、これを前提とした景気・業績回復継続をメインシナリオとしている模様です。ただし、株高をけん引していたハイテクなどグロース株は金利上昇を嫌気しやすい傾向がある上、こうしたグローバル企業にとって、売上シェアの高い中国が抱えるリスク、国内面では2023年に再燃した不動産開発会社の経営不安に見られる不動産不況長期化、民間の不活性化など、対外面では半導体など先端技術を巡る米国との摩擦激化、などが要注意です。

III. 深まる国際分断、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。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

想定以上に底堅い景気

P3 – 10

2. 注目点

混迷の時代へ

P11 – 16

3. 日本経済

経済再開による急速な経済成長は一服

P17 – 22

4. 米国経済

利上げサイクルは既に終了か、景気減速の兆候を探る

P23 – 32

5. 欧州経済

高インフレ・低成長が続く

P33 – 36

6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀の金融引き締めは最終局面に

P37 – 38

7. 中国経済

住宅不況から低迷を続ける景気

P39 – 42

8. 新興国

主要国の利上げはほぼ一巡、一部では利下げも

P43 – 50

9. 為替相場

根強い円安圧力

P51 – 56

10. 投資戦略

景気楽観論の修正リスクに備えを

P57 – 65

1. 世界経済：想定以上に底堅い景気

- ◆ 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、底堅い米国を背景に世界経済悪化への懸念は和らいでいます。インフレ沈静化の兆しがみられ、金融引き締めが一巡するなか、景気軟着陸への期待感が高まっている印象です。

● 2024年に向け、緩やかな景気回復の持続を期待

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	3.5	3.0	3.0	中国	6.0	2.2	8.4	3.0	4.8	4.2
米国	2.3	▲2.8	5.9	2.1	1.9	1.0	インド	3.9	▲5.8	9.1	7.2	6.0	6.2
ユーロ圏	1.6	▲6.1	5.3	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	2.2	1.0	1.9	1.0	ブラジル	1.2	▲3.3	5.0	2.9	2.8	1.4
英国	1.6	▲11.0	7.6	4.1	0.1	0.7	メキシコ	▲0.2	▲8.0	4.7	3.0	3.2	1.8
オーストラリア	1.9	▲1.8	5.2	3.7	1.8	1.4	ロシア	2.2	▲2.7	5.6	▲2.1	0.7	1.4
							トルコ	0.8	1.9	11.4	5.6	3.0	2.5
							南アフリカ	0.3	▲6.3	4.7	1.9	0.5	1.5

注) 値は2019～2022年が実績 (IMF推計)。予測 (2023～2024年) は三菱UFJアセットマネジメント (2023年9月21日時点)。

出所) IMF (国際通貨基金) より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 株式市場は米国の利上げ終了を織り込み、2022年秋以降の上昇基調を堅持

2019-2023年 米国株式・金利



注) 直近値はすべて2023年9月15日。

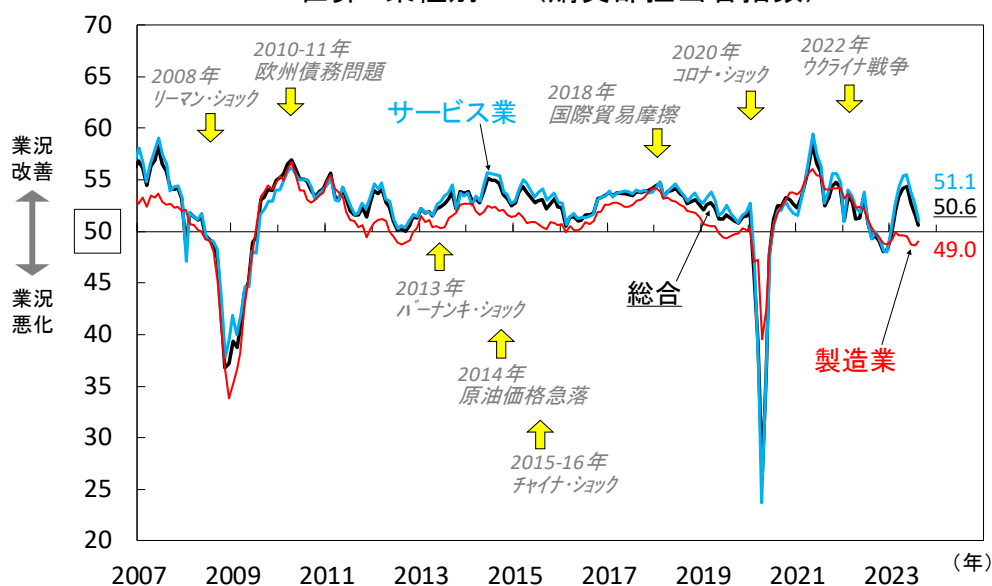
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

サービス業が粘る間に製造業が持ち直せるか

- ◆ 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資源高に拍車がかかり、2022年に入りコスト高に直面した企業部門は、製造業中心に減速感を強めました。
- ◆ 2023年に入りインフレが鈍化、米国に加え、ゼロコロナを解除した中国やエネルギー危機を乗り越えた欧州を中心にサービス業主導で景気は持ち直しましたが、足元にかけて息切れ感も見られます。

● 製造業はいまだ停滞、けん引役であったサービス業にも減速の兆し

世界 業種別PMI(購買部担当者指数)



注) 直近値は2023年8月。

出所) S&Pグローバル、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2023年前半の世界経済を支えた欧州や中国に景気回復一巡の動き

主要国 製造業・サービス業PMI

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
製造業	日本	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	米国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	ドイツ	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	フランス	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	イタリア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	英国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	オーストラリア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	中国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	インド	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	ブラジル	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
ロシア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	
サービス業	日本	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	米国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	ドイツ	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	フランス	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	イタリア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	英国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	オーストラリア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	中国	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	インド	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
	ブラジル	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
ロシア	50.0	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	

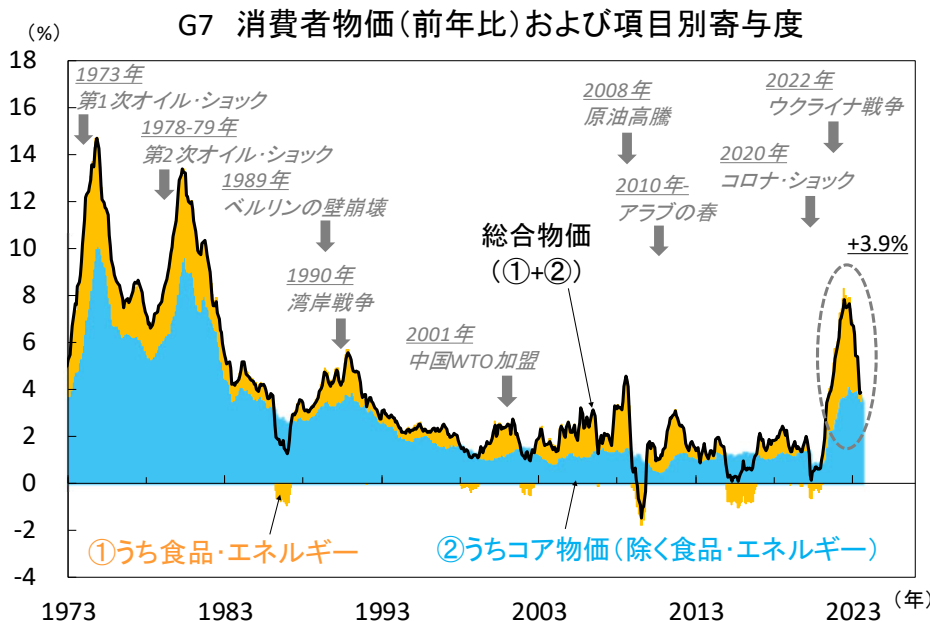
注) データのない期間は無色で表記。
直近値は2023年8月。

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アセットマネジメント作成

インフレ率2%達成には時間を要する見込み

- ◆ 新型コロナ感染収束に伴う供給制約の解消が進み、ウクライナ戦争により加速したエネルギーなどの資源高が一巡するなか、主要国のインフレ率は総合ベースで低下が鮮明になりつつあります。
- ◆ 主要国におけるコロナ・ショック対応の景気支援策は、需要の急回復を通じ危機脱却に寄与した一方、需要に供給が追いつかない環境を常態化させてもいます。また、高インフレを背景に賃上げの流れが続くなか、サービス業価格が高止まっており、インフレ完全収束には道半ばの状態です。

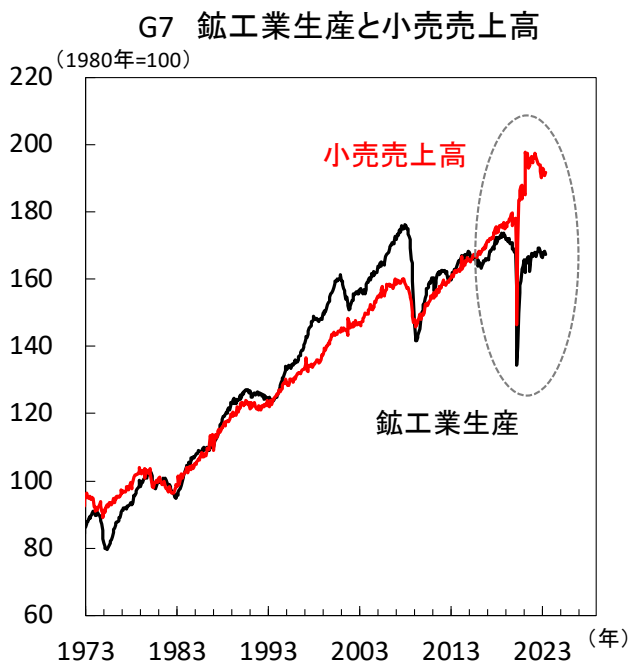
● インフレ率低下は総合ベースで顕著も、食品・エネルギー除くコアベースでは鈍い



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。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2023年7月。

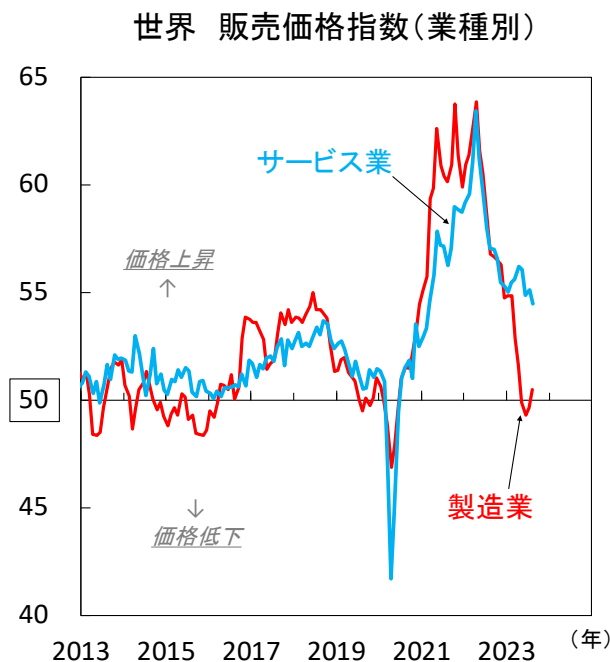
出所) 経済協力開発機構（OECD）、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● インフレ沈静化には、需給不均衡の是正とサービス価格の安定が不可欠



注) 数量ベース。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年6月。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成



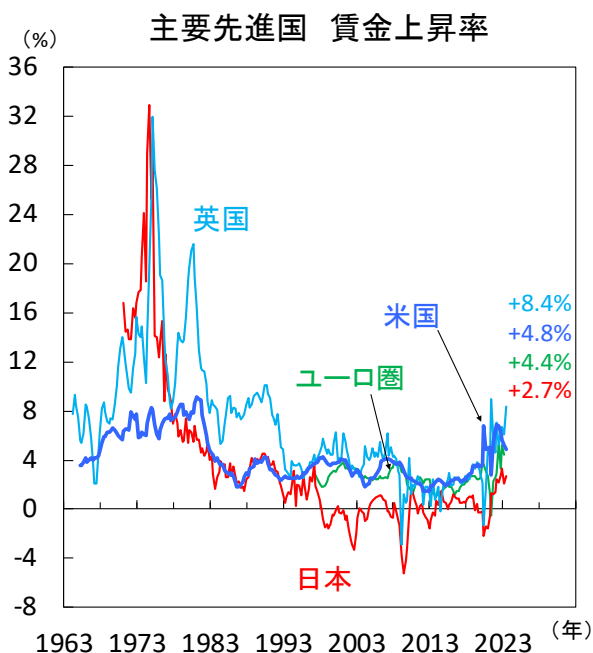
注) S&Pグローバル総合PMIベース。50が価格上昇・低下の境目。直近値は2023年8月。

出所) S&Pグローバル、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

労働需給ひっ迫がインフレ収束を遅らせる要因に

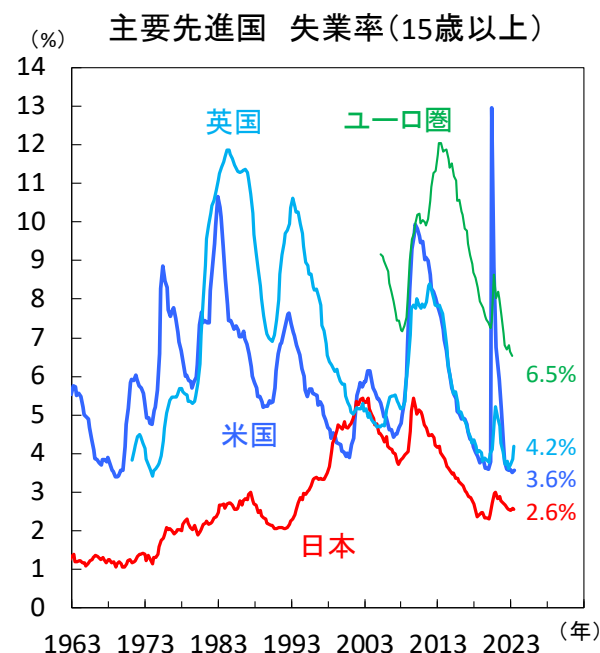
- ◆ 各国で価格変動の大きい食品・エネルギーなどを除く基調的インフレが高止まっている背景には、歴史的低水準にある失業率が示すように、労働市場の引き締まりに伴う賃金上昇が挙げられます。
- ◆ 米国などに見られる労働参加率のすう勢的な低下は、慢性的な人手不足を示唆しているといえます。特にコロナ・ショック後は、55歳以上など相対的に高齢層の就労復帰が遅れている様子もうかがえます。労働に対する価値観の変化、移民政策、感染後遺症など複合的な要因がありそうです。

● 力強い賃金上昇の背景にある労働需給の引き締まり



注) 民間部門時給 (英国のみ全産業週給) の前年比。
直近値は2023年4-6月期 (ユーロ圏のみ同年1-3月期)。

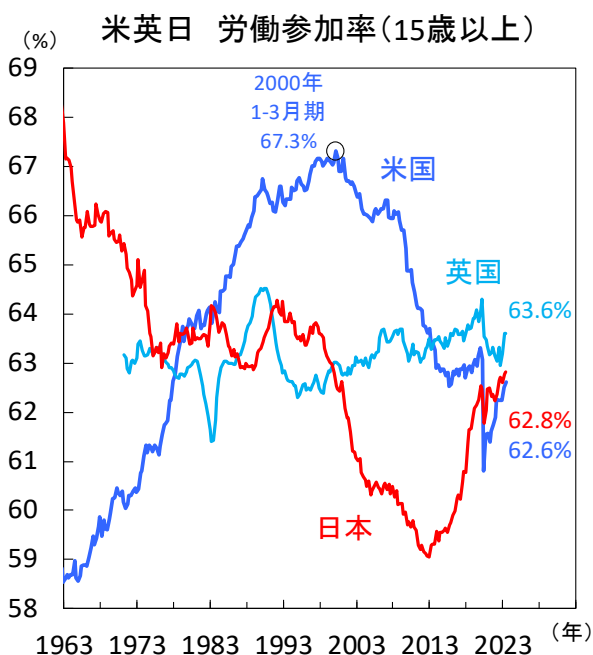
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2023年4-6月期 (ユーロ圏のみ同年1-3月期)。

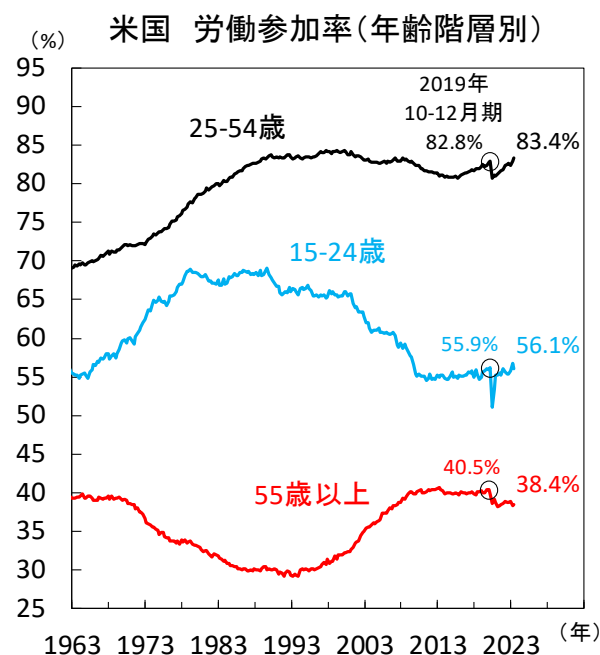
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米国の労働参加率はコロナ危機前に戻らず、高齢層の早期リタイアも一因か



注) 労働参加率=労働力人口÷生産年齢人口×100。
労働力人口=就業者+失業者。
直近値は2023年4-6月期。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成



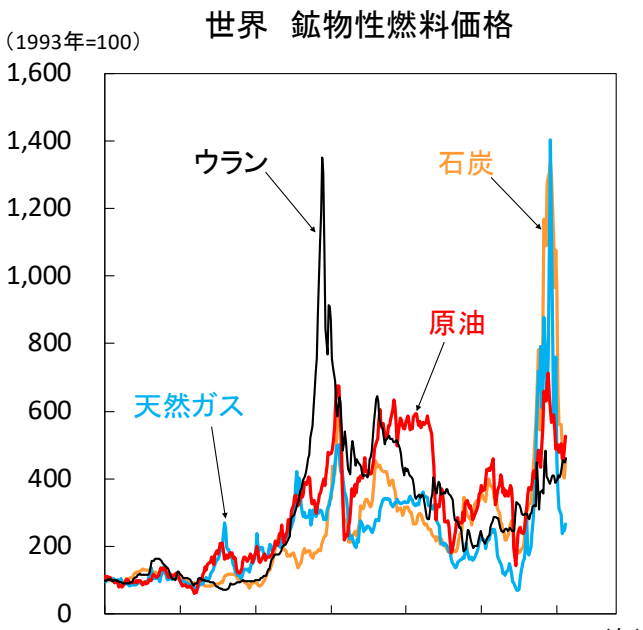
注) 直近値は2023年4-6月期。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

資源価格高騰は一巡も予断許さず

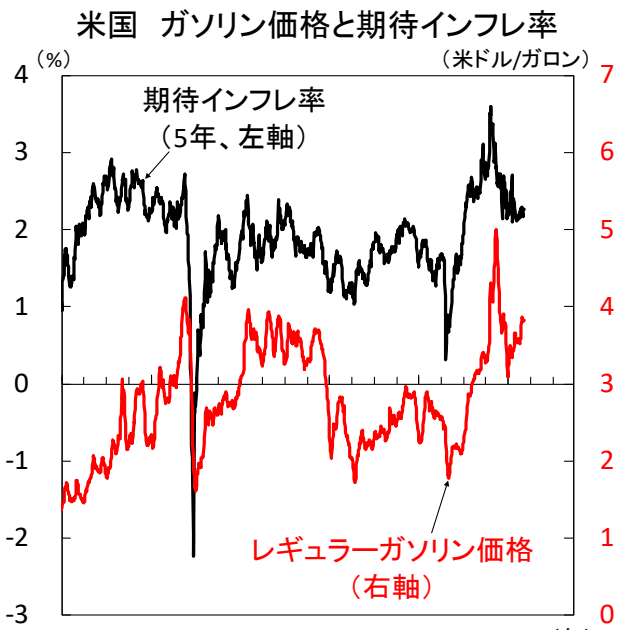
- ◆ ウクライナ戦争直後のエネルギー価格急騰（米欧の対ロシア経済制裁で、ロシアからの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識）は一巡しましたが、同戦争が長期化するなか先行きは不透明です。
- ◆ また、戦争当事国のウクライナとロシアが一大農業国である点（ロシアは有数の化学肥料国）を考慮すると、食品価格の行方にも注意が必要です。中長期的には、世界的なデジタル化や脱炭素に向けたクリーンエネルギー推進（電気自動車（EV）など）に不可欠な鉱物資源の動きも注目です。

● 足元のインフレ鈍化に寄与したエネルギー価格の下落、だが油断は禁物か



注) すべてIMF集計値（米ドルベース）。
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年8月。

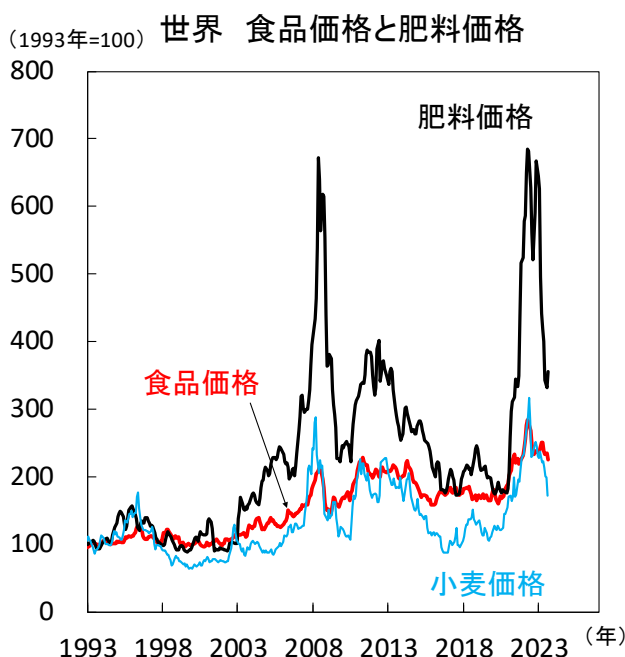
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 期待インフレ率はブレイクイーブンインフレ率
（二国債利回りー物価連動国債利回り）。直近値は2023年9月15日。

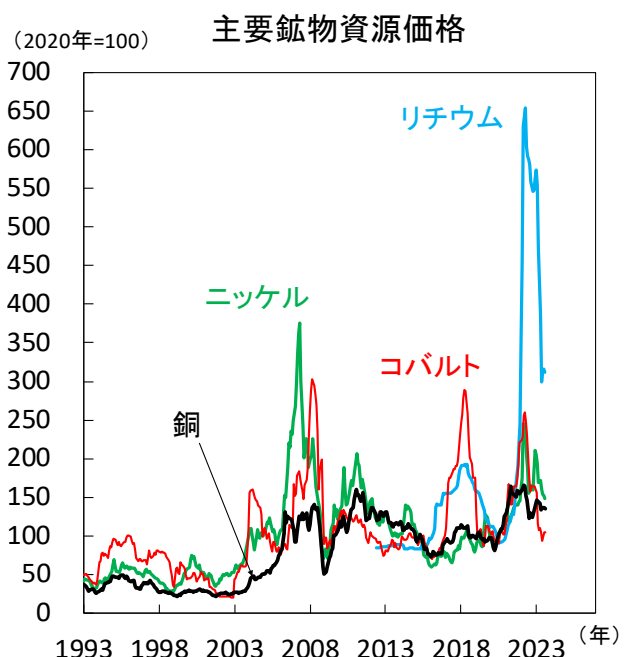
出所) 米エネルギー情報局、Refinitivより
三菱UFJアセットマネジメント作成

● ウクライナ戦争の影響に加え、気候変動や脱炭素など世界の潮流変化にも注意



注) すべてIMF集計値（米ドルベース）。
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年8月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



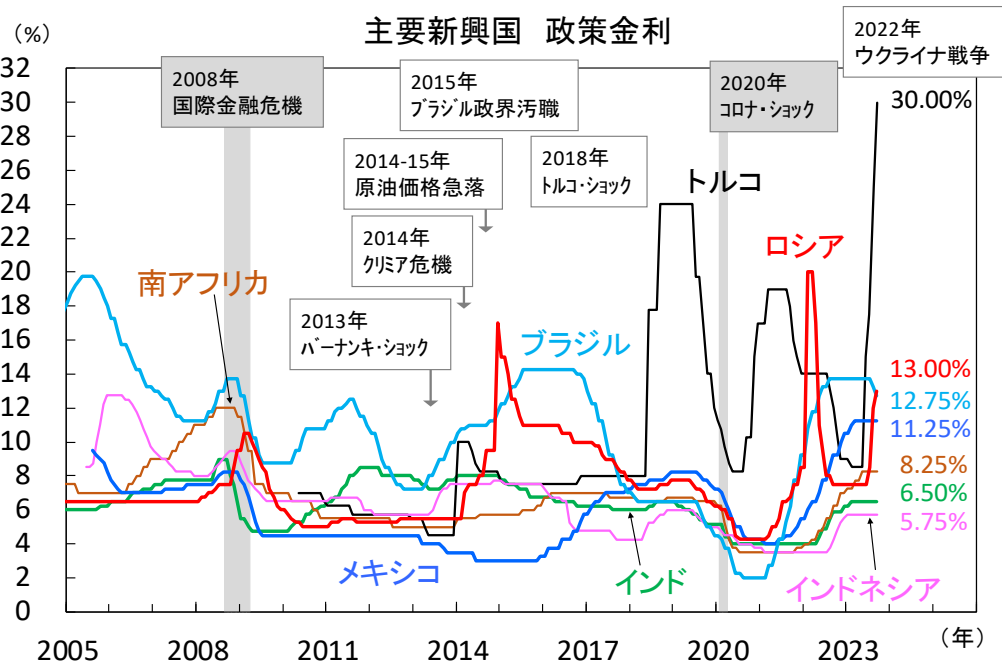
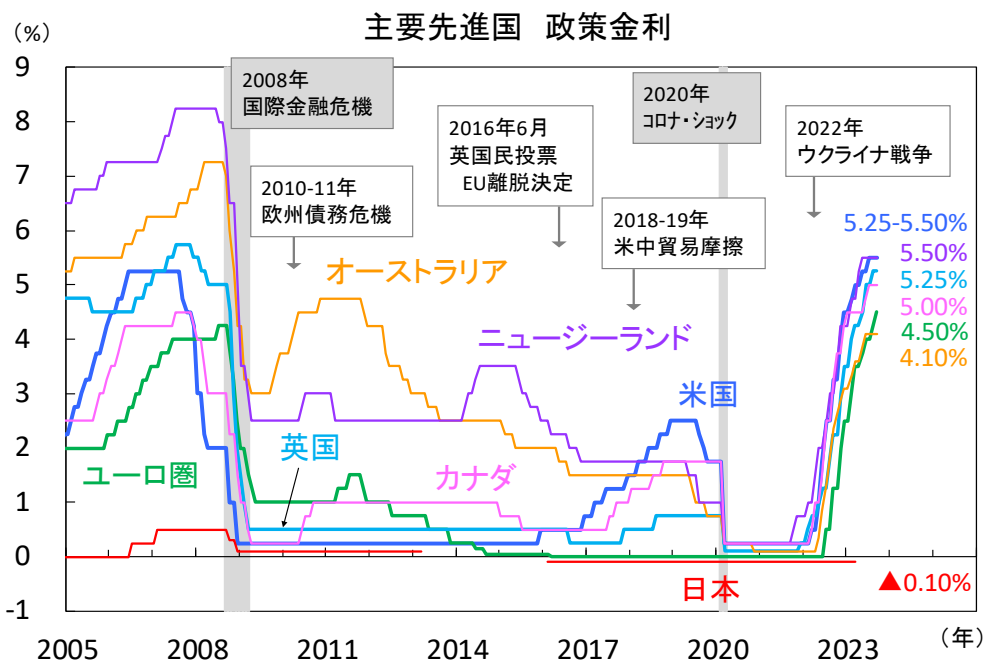
注) すべてIMF集計値（米ドルベース）。
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年8月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界的な利上げは最終局面に

- ◆ 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。
- ◆ 中央銀行はインフレ収束を最優先し、金利が中立(景気を加速も減速もさせない)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、主要国中銀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る段階に移行しつつあります。

● 2023年後半に入り、利上げ休止や利下げ転換の動きも



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9月21日。

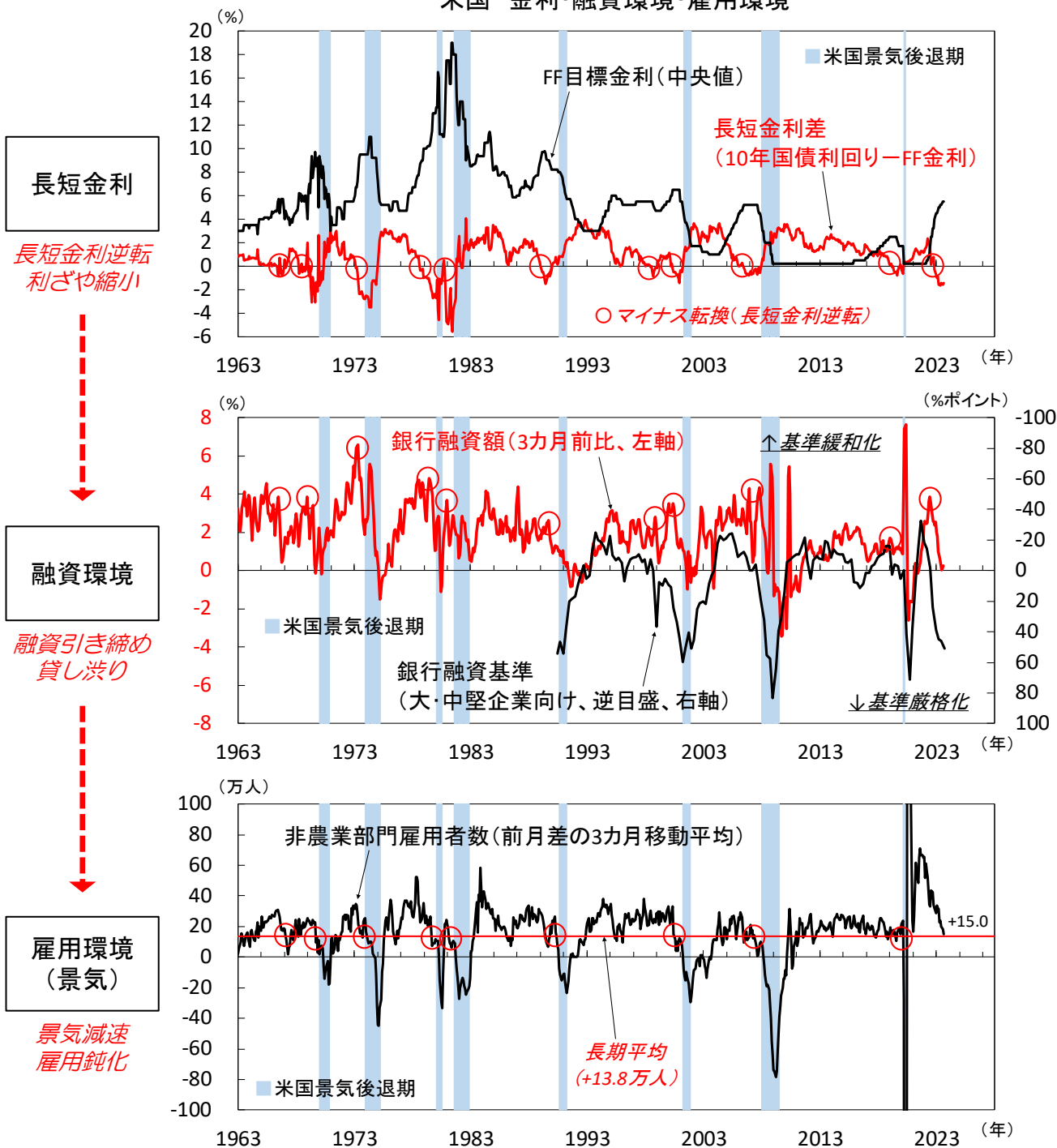
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

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

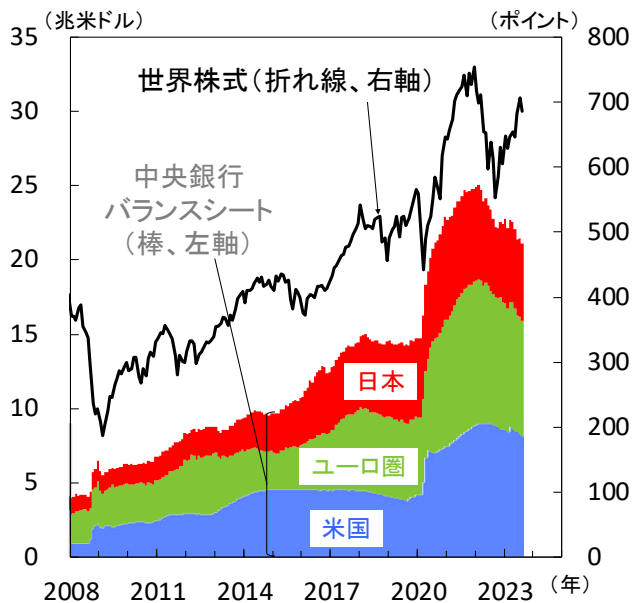


米欧の利下げ転換を前提にした楽観論に甘さはないか

- ◆ 米欧で金融引き締めが続くなか、日本も金融緩和の修正を模索し始めました。ですが、利上げが米→欧→日と波及し足並みを揃えた後、世界的株高が終焉した経験則もあるため要注意です。
- ◆ インフレ鈍化を受け、金融市場では2024年の米利下げ転換が織り込まれ金利上昇が一服、株式市場ではITなどグロース株が堅調でした。また、生産の先行指標となる半導体は在庫調整圧力緩和で生産回復が期待されますが、米中対立や台湾情勢など不透明要素を抱え楽観は禁物です。

● 米欧で粛々と進む金融引き締め、今後は日本が追随するかが焦点に

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8月。

出所) FRB、ECB、日本銀行、MSCI、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

近年の日米欧利上げと世界株式の関係

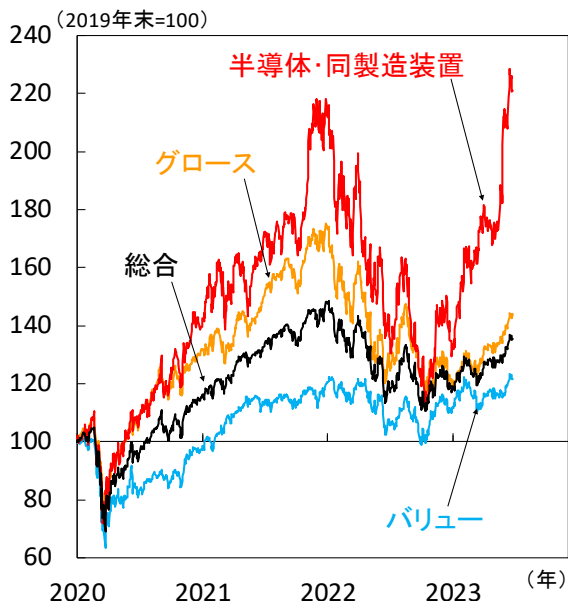
①	利上げ年月 (上: 初回、下: 最終)			世界株式 ピーク年月
	米国	ドイツ	日本	
①	1994年2月 1995年2月	利上げせず	利上げせず	なし
②	1999年6月 2000年5月	ユーロ圏 1999年11月 2000年10月	日本 2000年8月 2000年8月	2000年3月 ITバブル崩壊
③	2004年6月 2006年6月	ユーロ圏 2005年12月 2008年7月	日本 2006年7月 2007年2月	2007年10月 国際金融危機
④	2015年12月 2018年12月	ユーロ圏 利上げせず	日本 利上げせず	なし
⑤	2022年3月 ?	ユーロ圏 ?	日本 ?	?

注) すべて月次データ基準。世界株式はMSCI ACWIに基づく。

出所) MSCI、各種情報より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2023年の株式市場をけん引した半導体株、生産回復の期待が現実が変わるか注目

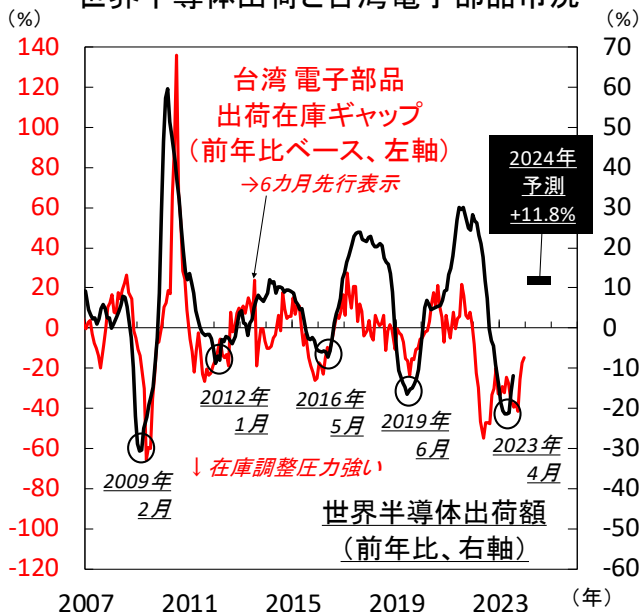
米国S&P500(スタイル・業種別)



注) グロースはS&P500 Growth、バリューストックはS&P500 Value。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年9月15日。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界半導体出荷と台湾電子部品市況



注) 世界半導体出荷額は3カ月移動平均、直近値は2023年7月。予測はWSTS (2023年春季予測)。台湾電子部品出荷在庫ギャップは出荷一在庫 (ともに前年比)、直近値は同年6月。

出所) SIA (半導体工業会)、WSTS (世界半導体市場統計)、台湾經濟部より三菱UFJアセットマネジメント作成

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年終盤～2024年 国際・主要国政治や金融政策に関する注目日程

	2023年10-12月		2024年1-3月		4-6月		7-12月	
日本	12月初 12月16-18日	連合が春閣方針決定 日ASEAN特別首脳会議 (友好協力50周年、東京)	3月末	2024年度予算・税制改正 関連法案成立期限			7月30日 9月30日	東京都知事任期満了 岸田首相
	12月	2024年度税制改正大綱 を与党で決定	3月中旬	春閣集中回答日			9月	自民党総裁任期満了 山口公明党代表 任期満了
	10月30-31日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	1月22-23日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	4月25-26日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	7月30-31日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)
	12月18-19日	日銀金融政策決定会合	3月18-19日	日銀金融政策決定会合	6月13-14日	日銀金融政策決定会合	9月19-20日 10月30-31日	日銀金融政策決定会合 日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)
米国	10月1日 11月15-17日	2024会計年度開始 APEC首脳会議 (サンフランシスコ)	1月15日	共和党党員集会(初回) (アイオワ州)	未定	財務省が替報告書	7月9-11日	NATO首脳会議 (ワシントンD.C.)
	12月14日 12月15日 未定	下院会期末 上院会期末 財務省が替報告書	2月3日	民主党予備選(初回) (サウスカロライナ州)			7月15-18日 8月19-22日	共和党党大会 民主党党大会
			2月	一般教書演説			9-10月	大統領候補者討論会
			3月4日	トランプ前大統領 議会乱入事件の初公判			11月5日	大統領・議会選挙
	10月31-1日 12月12-13日	FOMC FOMC(+経済見通し)	1月30-31日 2-3月 3月19-20日	FOMC パウエルFRB議長 半期定例議会証言 FOMC(+経済見通し)	4月30日-1日 6月11-12日	FOMC FOMC(+経済見通し)	6-7月 7月30-31日 8月 9月17-18日 11月6-7日 12月17-18日	パウエルFRB議長 半期定例議会証言 FOMC ジャクソンホール会合 FOMC(+経済見通し) FOMC FOMC(+経済見通し)
欧州	10月1-4日	英保守党大会	1月	ベルギーがEU議長国に	5月8日	ウクライナの 対ナチス戦勝記念日	7月	ハンガリーがEU議長国に
	10月5日	欧州政治共同体会合	1月	イタリアがG7議長国に	5月9日	露の対ナチス戦勝記念日	7月11日	モルドバ総選挙実施期限
	10月5日	ロシア(露)のウクライナ 東・南部4州併合から1年 独バイエルン州、 ヘッセン州議会選挙	1月1日	露 徴兵対象年齢上限 引き上げ(27→30歳)	6月6-9日	欧州議会選挙	7月22日	カプア総選挙実施期限
	10月8日	ルクセンブルグ総選挙	2月24日	露の ウクライナ侵攻から2年 ベラルーシ議会選挙	6月9日	ベルギー総選挙	7月26日	パリ・オリンピック開幕
	10月8-11日	英労働党大会	2月25日	露大統領選挙	6月	EU首脳会議	8月28日	パリ・パラリンピック開幕
10月15日	ポーランド総選挙	3月17日	露大統領選挙	6月	G7首脳会議(イタリア)	9月6日	独ザクセン州議会選挙	
10月22日	スイス総選挙	3月18日	露のクリミア併合から10年 ウクライナ大統領選挙			10月	ポリアニア総選挙実施期限	
10月26-27日	EU首脳会議	3月	EU首脳会議			10月31日	フォン・デア・ライエン 欧州委員長任期満了	
11月15日	ウクライナ 戒厳令・総動員令期限	3月				10月	EU首脳会議	
11月22日	オランダ議会選挙					10月	独チューリング州議会選挙	
12月14-15日	EU首脳会議					11月	モルドバ大統領選挙	
10月26日	ECB理事会	1月25日	ECB理事会	4月11日	ECB理事会	7月18日	ECB理事会	
12月14日	ECB理事会(+経済見通し)	3月7日	ECB理事会(+経済見通し)	6月6日	ECB理事会(+経済見通し)	9月12日	ECB理事会(+経済見通し)	
豪州	10月3日	金融政策決定会合	2月5-6日	金融政策決定会合	5月6-7日	金融政策決定会合	8月5-6日	金融政策決定会合
	11月7日	金融政策決定会合	3月18-19日	金融政策決定会合	6月17-18日	金融政策決定会合	9月23-24日	金融政策決定会合
	12月5日	金融政策決定会合					11月4-5日 12月9-10日	金融政策決定会合 金融政策決定会合
中国	10月	三中全会	2月10日	春節			10月	四中全会
	10月	一帯一路サミット(北京)	3月	全人代			12月	中央経済工作会議
	12月	中央経済工作会議						
他	10月5日	OPECプラス 合同関係監視委員会	1月13日	台湾総選挙	4月10日	韓国議会選挙	7月7日	メキシコ大統領・議会選挙
	10月14日	ニュージーランド総選挙	2月14日	インドネシア大統領選挙	4月30日	ソロモン諸島議会選挙	10月	COP29開幕(豪州)
	10月22日	アルゼンチン大統領選挙	3月1日	イラン議会選挙	4月	ペルー大統領・議会選挙	11月	G20首脳会議(ブラジル)
	11月26日	OPECプラス閣僚会合	3月	エジプト大統領選挙	4-5月	インド総選挙	11月	ASEAN首脳会議(ラオス)
	11月30日	COP28開幕(UAE)			5月8日	南アフリカ総選挙	11月	東アジア首脳会議 (ラオス)
					5月	ベネズエラ大統領選挙	11月	APEC首脳会議(ペルー)
				6月	OPECプラス閣僚会合	12月	OPECプラス閣僚会合	

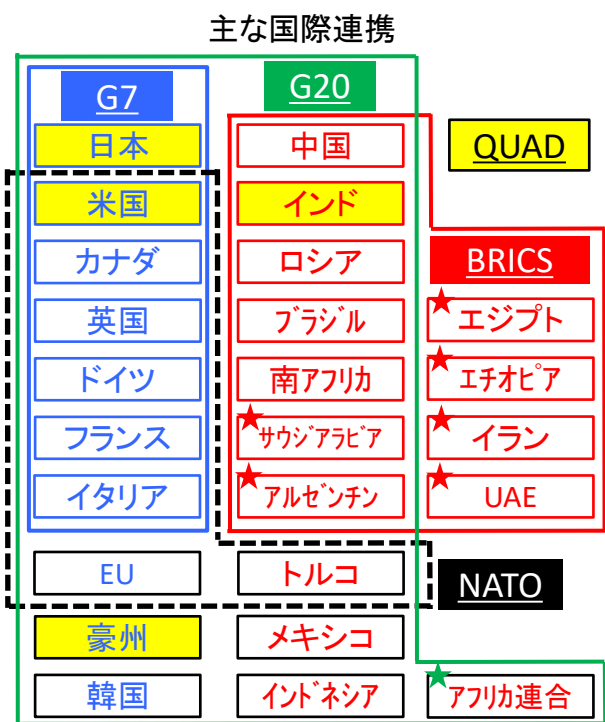
注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU:欧州連合、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、NATO:北大西洋条約機構、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP: 国連気候変動枠組条約締結国会議、BRICS: ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカの総称。予定は変更される場合があります。

出所) 各種資料、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

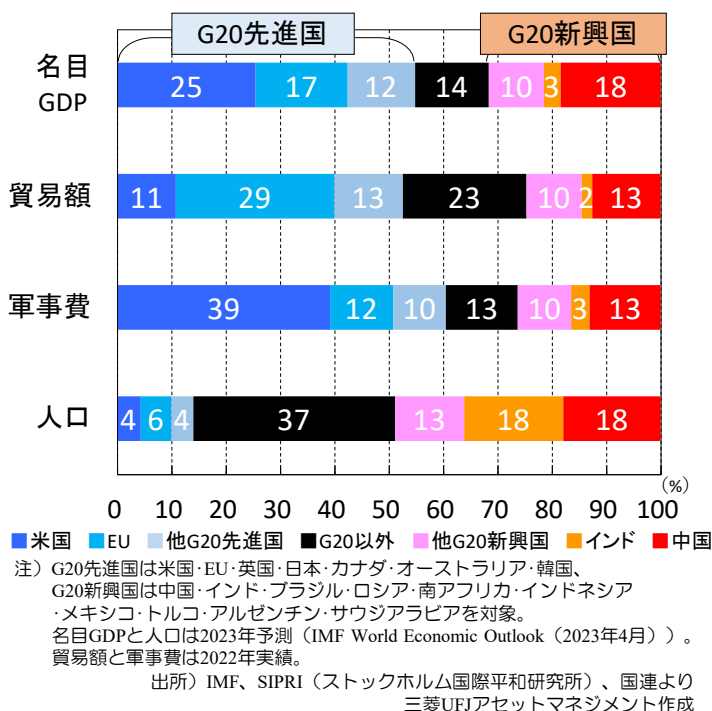
①世界分断：米欧と中露両陣営の主導権争いが鮮明化

- ◆ 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。

● 世界の覇権争いが激化するなか、一段と存在感増すインドなどのグローバルサウス



世界 名目GDP・貿易額・軍事費・人口構成比



注) ★は新規加盟予定 出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

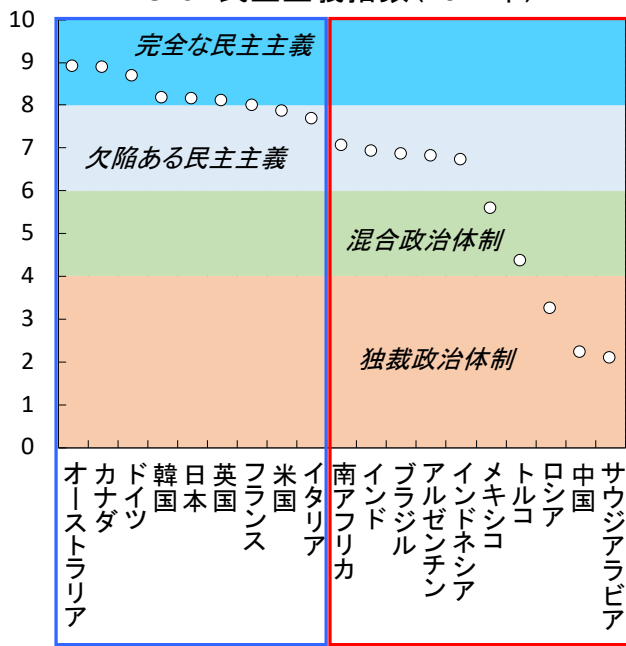
● 世界への影響力維持を狙う西側陣営、だが新興国との関係深化には難しさも

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アセットマネジメント作成

G20 民主主義指数(2021年)

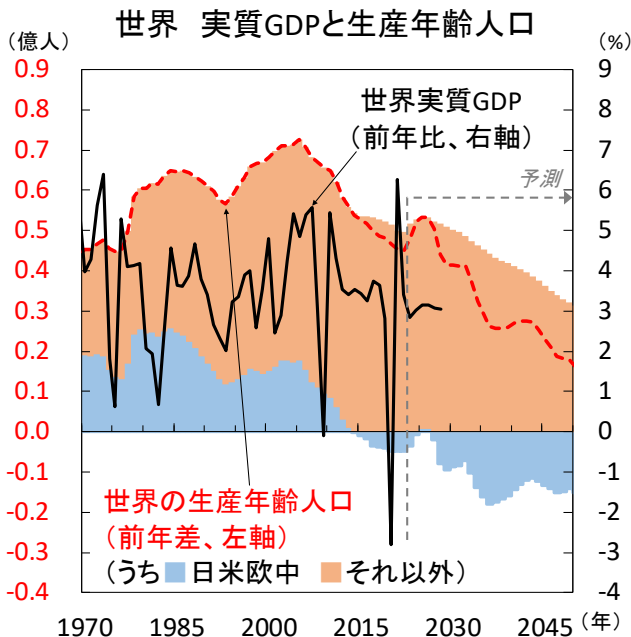


注) 選挙過程と多元性・政府機能・政治参加・政治文化・市民の自由、の5分野60指標から算出。出所) EIUより三菱UFJアセットマネジメント作成

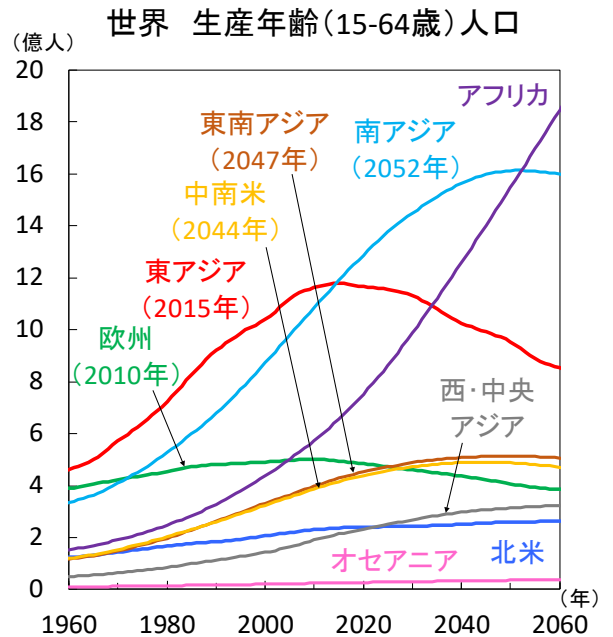
分断が進めば、世界経済の安定成長構造が脅かされるリスクも

- ◆ 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、グローバルサウスに熱視線

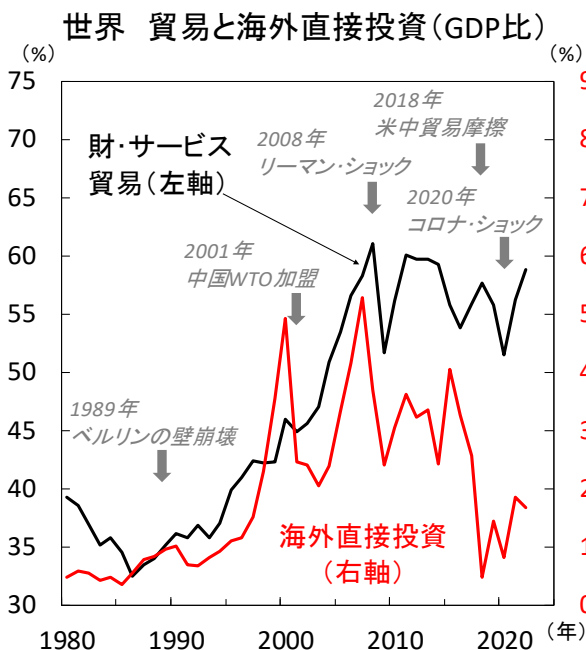


注) 実質GDPは1979年までが世界銀行、1980年以降がIMFの集計値(2022年までが実績、2023-2028年がIMF予測)、生産年齢人口は国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。1970~2021年が推計、2022~2050年が予測。
出所) IMF、世界銀行、国連より三菱UFJアセットマネジメント作成



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アセットマネジメント作成

● 分断加速は経済活動阻害要因に、経済安保の観点から重要資源の争奪戦も



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アセットマネジメント作成

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%

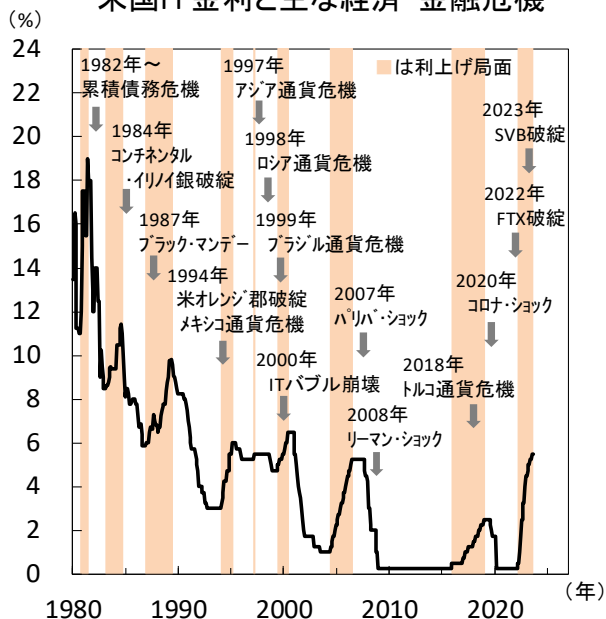
注) ■は新興国。小麦・トウモロコシ・大豆は2021年、銅・ニッケル・パラジウム・コバルト・リチウム・レアアースは2022年推計。
出所) FAO(国連食糧農業機関)、USGS(米地質調査所)より三菱UFJアセットマネジメント作成

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も目立ちました。
- ◆ ただし、金融引き締めの影響で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

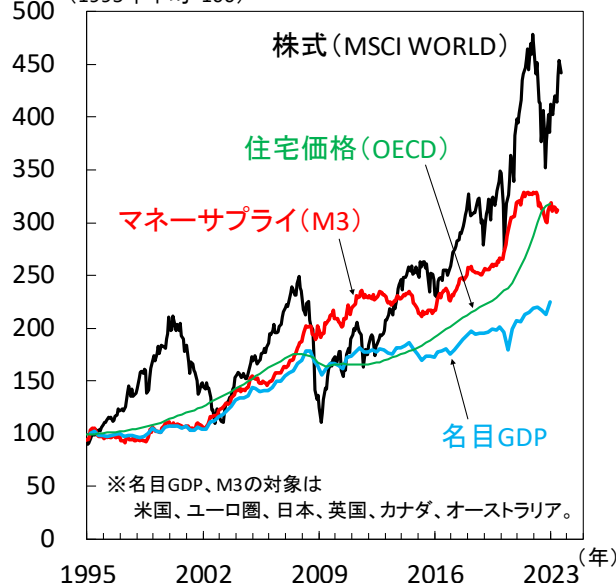


注) SVB：シリコンバレー銀行、FTX：2019年設立の仮想通貨交換会社。直近値は2023年8月。

出所) FRB、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

主要国 GDP・マネー・資産価格

(1995年平均=100)

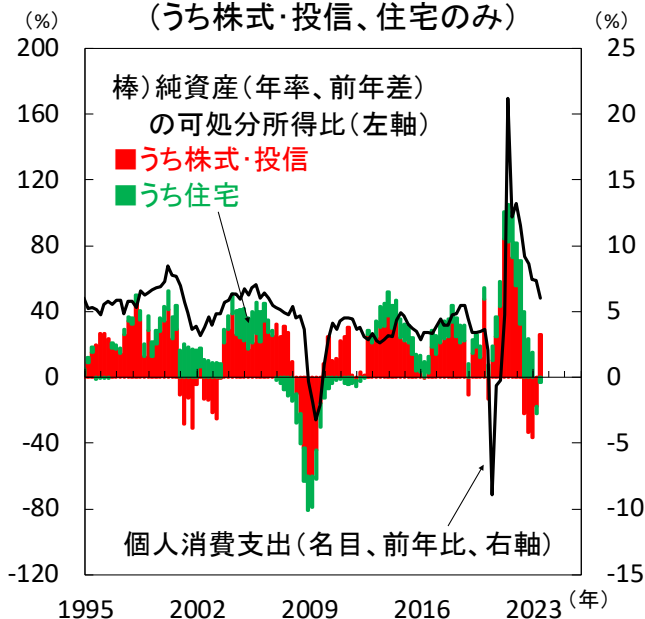


注) 株式はMSCI WORLD。名目GDP、M3、株式ともに米ドルベース。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は名目GDPと住宅価格が2022年10-12月期、M3が2023年6月、株式が2023年8月。

出所) OECD、MSCI、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 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

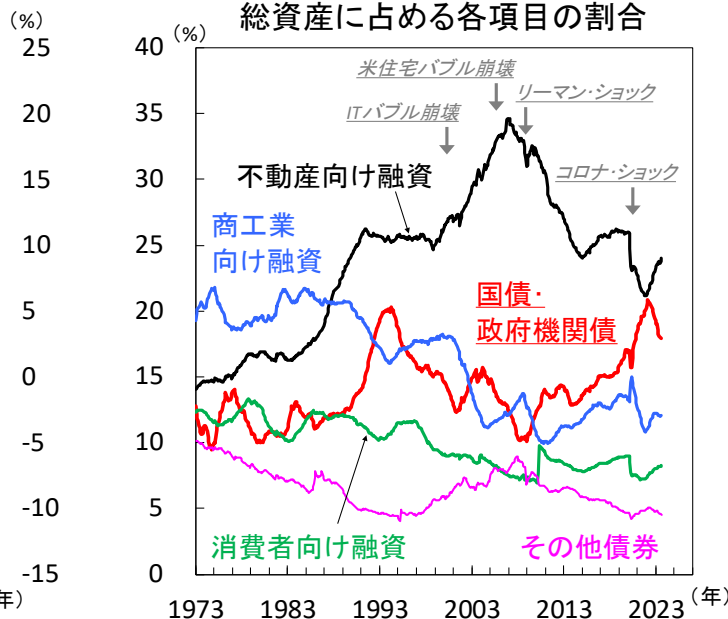
米国 個人消費と家計純資産
(うち株式・投信、住宅のみ)



注) 株式・投信と住宅は家計純資産の約56% (2023年6月末)。直近値は2023年4-6月期。

出所) FRB、商務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

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8月。

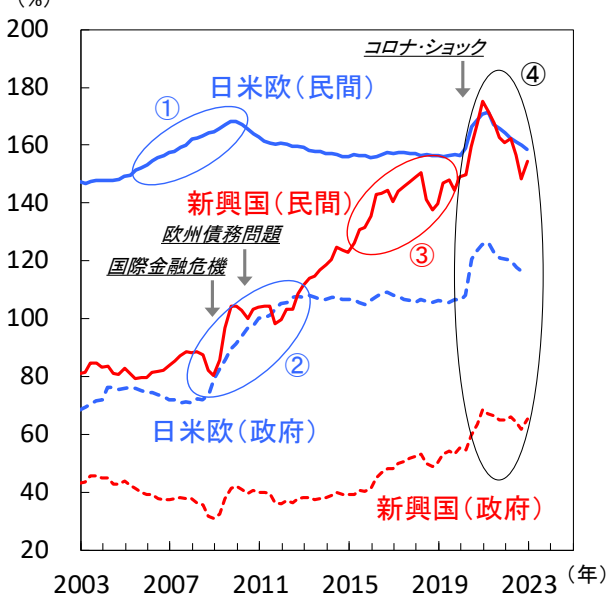
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

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

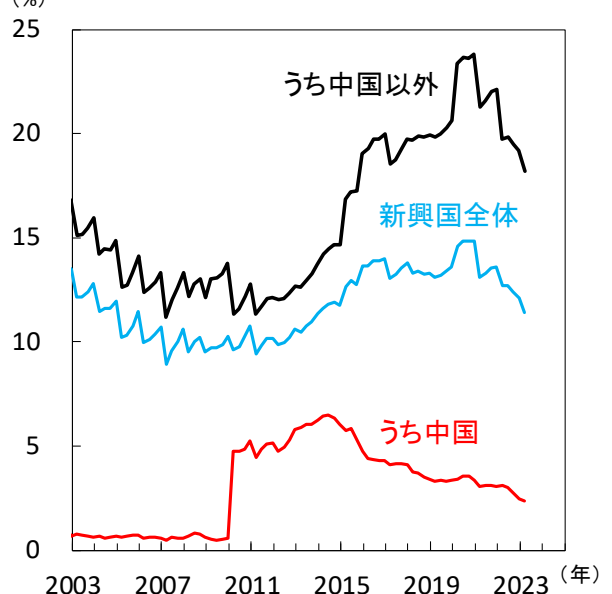
地域別 主体者別債務(対GDP比)



注) 銀行貸出と債券の合計。
日米欧は日本・米国・ユーロ圏・英国の合算値。
直近値は2022年12月(四半期)。

出所) BIS(国際決済銀行)より三菱UFJアセットマネジメント作成

新興国 米ドル建て債務(GDP比)

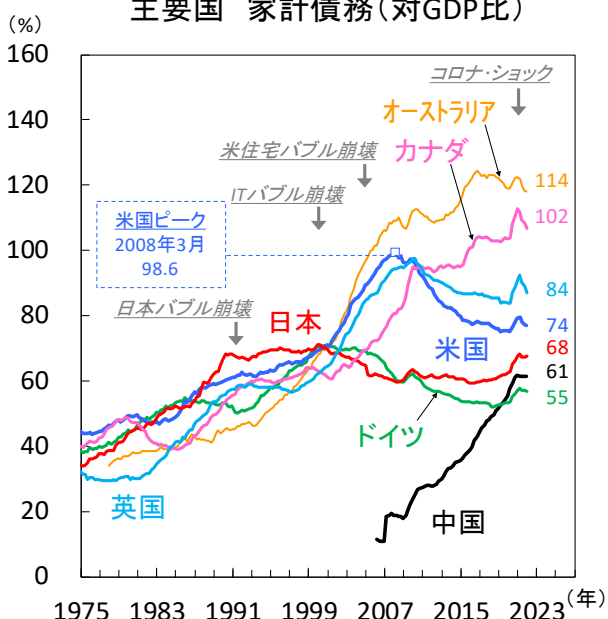


注) GDPはIMF World Economic Outlook(2023年4月)に基づく。
債務は非銀行部門。直近値は2023年3月(四半期)。

出所) BIS, IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 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

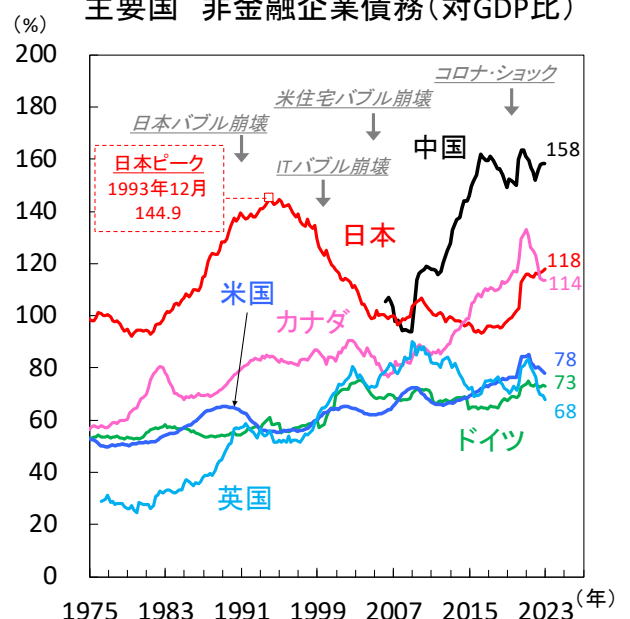
主要国 家計債務(対GDP比)



注) 家計は非営利団体含む。
値はオーストラリアが1977年12月、中国が2006年3月以降。
直近値は2022年12月(四半期)。

出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

主要国 非金融企業債務(対GDP比)



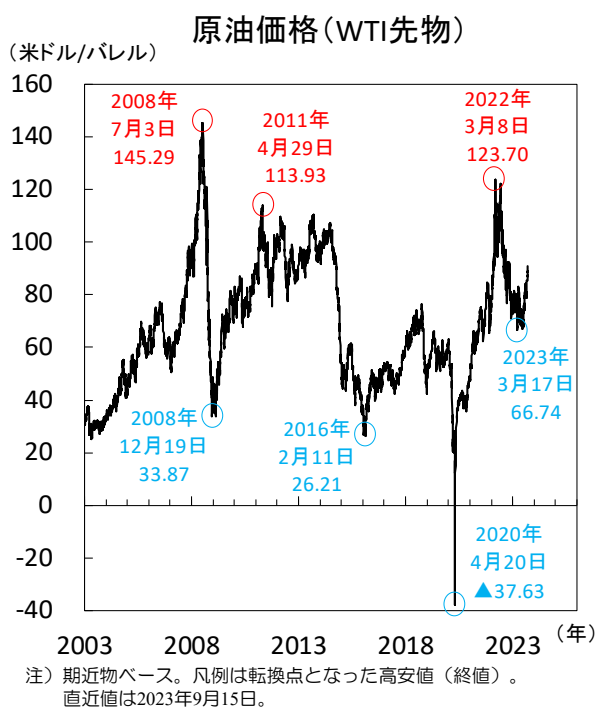
注) データは英国が1976年3月、中国が2006年3月以降。
直近値は2022年12月(四半期)。

出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

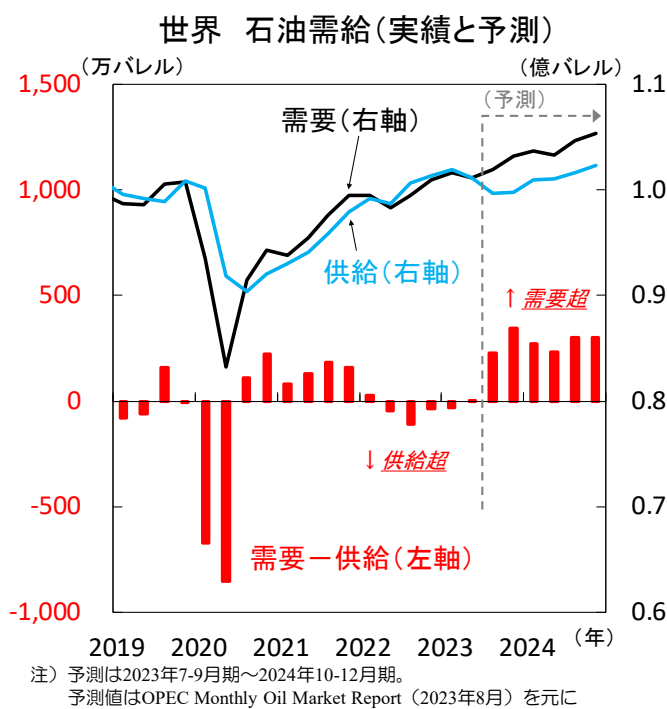
③原油：OPECプラスの減産継続を背景に原油価格は反発

- ◆ 2023年後半から原油価格は反発基調にあります。サウジアラビアなど石油輸出国機構(OPEC)加盟国とロシアなど非加盟国で構成されるOPECプラスが、協調減産継続方針を示したことによる供給不足懸念が主因ですが、今後は需要面、特に米国・中国景気回復の持続性も鍵となりそうです。
- ◆ 供給面では、中東地域の紛争発生といった地政学リスク、自国の財政や交易条件を考慮した産油国の思惑、また、大統領選挙を踏まえた米国のシェール開発・生産動向なども材料となりそうです。

● 原油価格は再び上昇基調、背景にある需給ひっ迫懸念



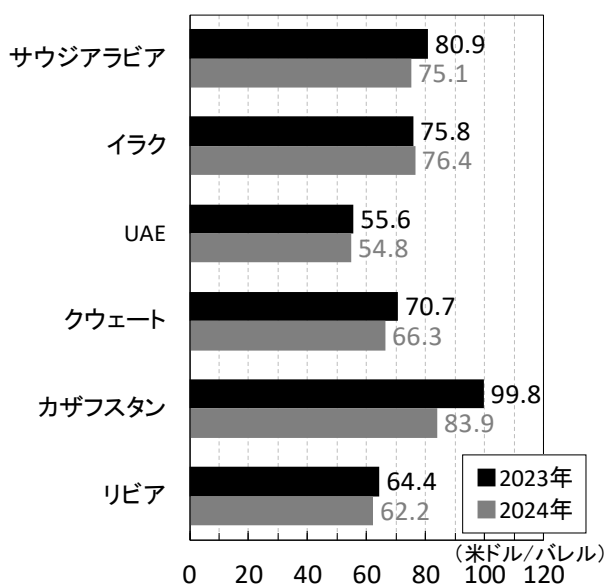
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成



出所) OPEC (石油輸出国機構) より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 中東産油国の原油価格維持志向や米国の生産動向も材料に

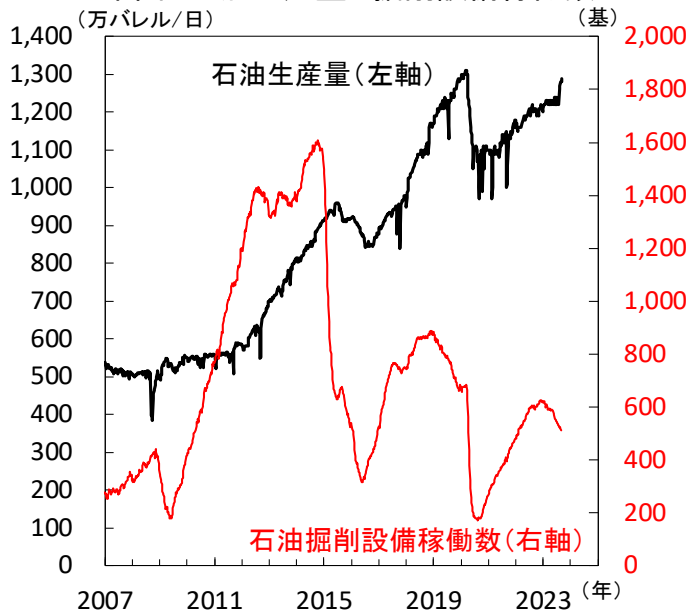
主要産油国 財政収支均衡の原油価格



注) 価格は北米 (WTI)・北海ブレント・ドバイ原油の平均。財政収支均衡に必要な価格を表す。IMF Regional Economy Outlook (2023年4月) より作成。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 石油生産量と掘削設備稼働数

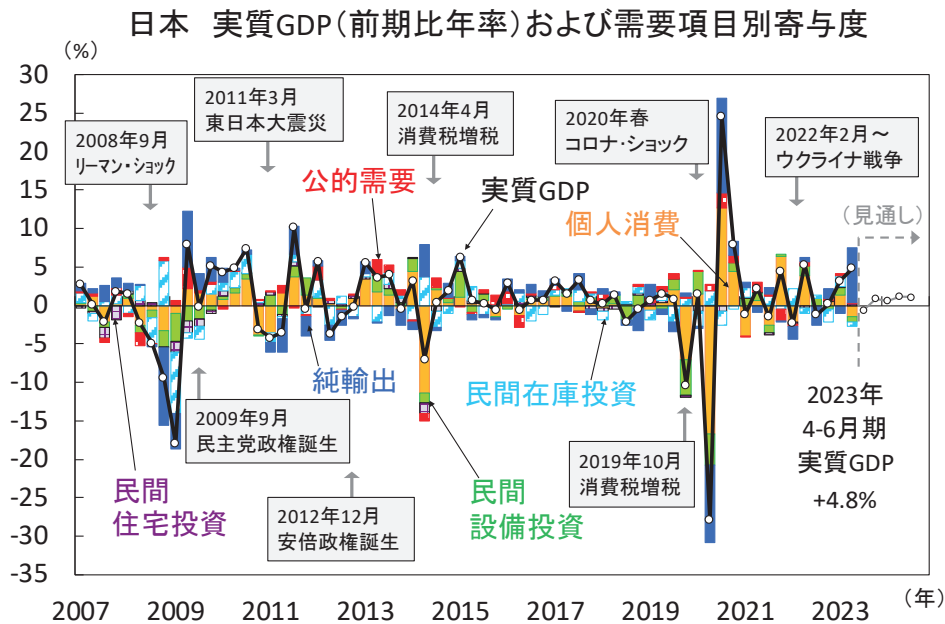


出所) EIA (米エネルギー情報局)、Baker Hughesより三菱UFJアセットマネジメント作成

3. 日本経済：経済再開による急速な経済成長は一服

- ◆ 2023年4-6月期の実質GDPは3四半期連続で前期比プラスとなり、成長率は大きく加速しました。ただし、需要項目別にみると個人消費と設備投資は減少しており内需の弱さが目立ちます。また、輸入が大きく減少したため外需がGDPを押し上げており、今年度後半は成長率鈍化が見込まれます。
- ◆ 海外経済の減速による輸出鈍化で生産が弱含む一方で、経済再開を背景に個人消費は回復してきました。しかし、物価高や所得の伸び悩み等を受け景況感の改善に頭打ちの兆しがみられます。

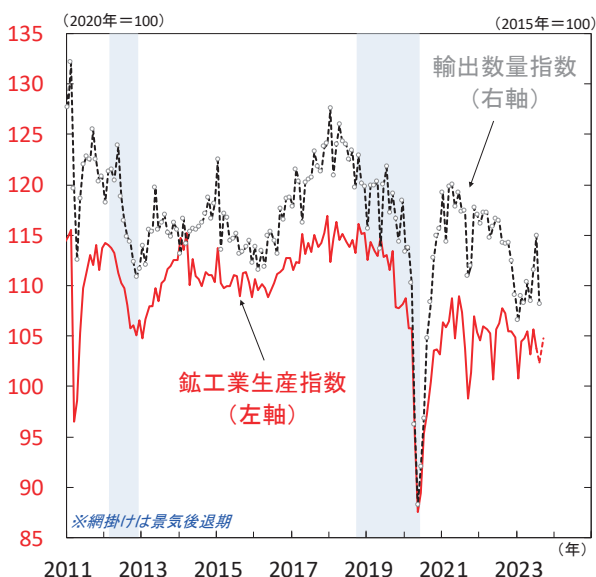
● コロナ禍からの経済再開による急回復は一服の見通し



注) 実績の直近値は2023年4-6月期(2次速報値)。
2023年7-9月期～2024年1-3月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

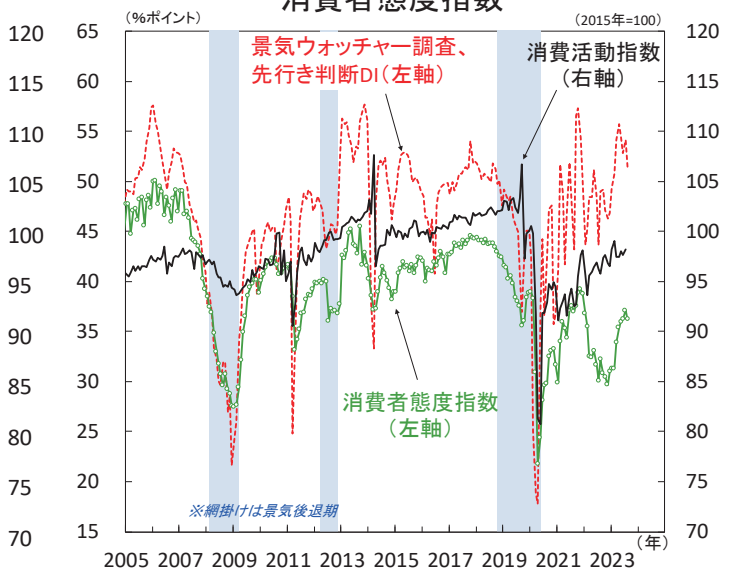
● 生産は低迷するも個人消費は回復基調、ただし景況感の改善に頭打ちの兆候

日本 鉱工業生産と輸出数量



注) 直近値は輸出数量指数が2023年8月、鉱工業生産は同年7月。ただし、鉱工業生産は同年8-9月製造工業生産予測指数の伸び（8月は経済産業省による補正值）で延長してある。
出所) 財務省、経済産業省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 景気判断DIと消費活動指数、消費者態度指数



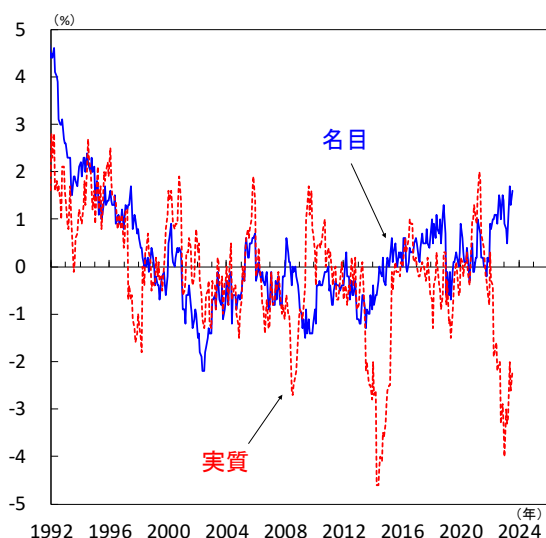
注) 直近値は消費活動指数が2023年7月、その他が同年8月。
出所) 内閣府、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

実質賃金はなかなか上昇せず

- ◆ 名目賃金は今年春闘での大幅賃上げ上昇を背景に増加していますが、実質賃金は前年割れが続いています。主要国と比較して足元の賃金上昇は、今般の物価高騰に鑑みると十分とは言えません。国内消費活動の質的向上のために大幅な賃上げ上昇は継続される必要があります。
- ◆ 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により、訪日外国人客数は回復しインバウンド消費の増加が景気を押し上げています。中国からの訪日客の回復も期待されます。

● 名目賃金の上昇率は加速するも実質賃金の前年割れが続く

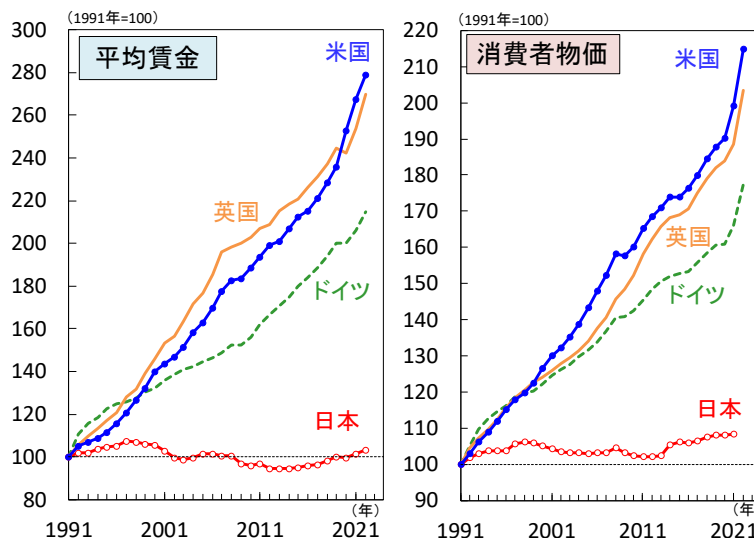
日本 一人当たり賃金(前年比)



注) 直近値は2023年7月。賃金は現金給与総額。

出所) 厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日米欧 平均賃金と消費者物価

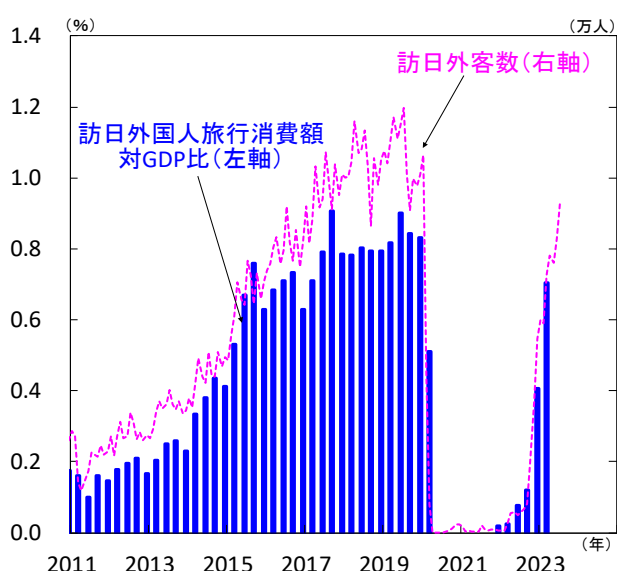


注) 直近値は2022年。平均賃金は現地通貨ベース。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

● インバウンド消費の急回復が景気を押し上げ。今後は中国からの観光客回復に期待

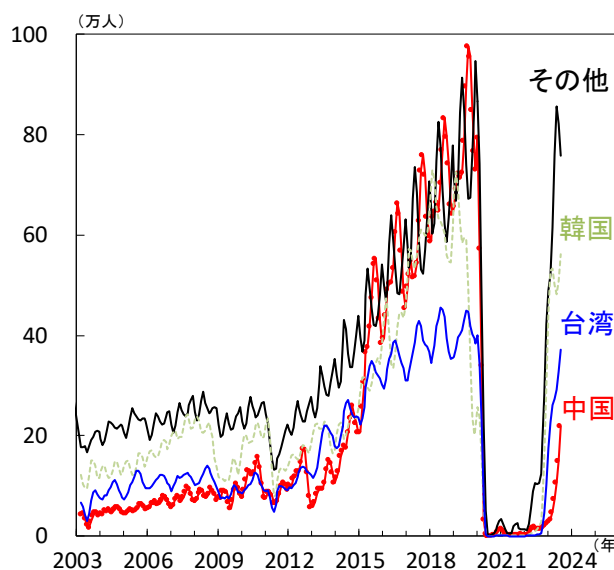
日本 訪日外国人客数と旅行消費額



注) 直近値は訪日外客数が2023年8月、旅行消費額が同年4-6月期。

出所) 観光庁、日本政府観光局、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 訪日外国人客数の国別内訳



注) 直近値は2023年8月。グラフは3カ月移動平均。

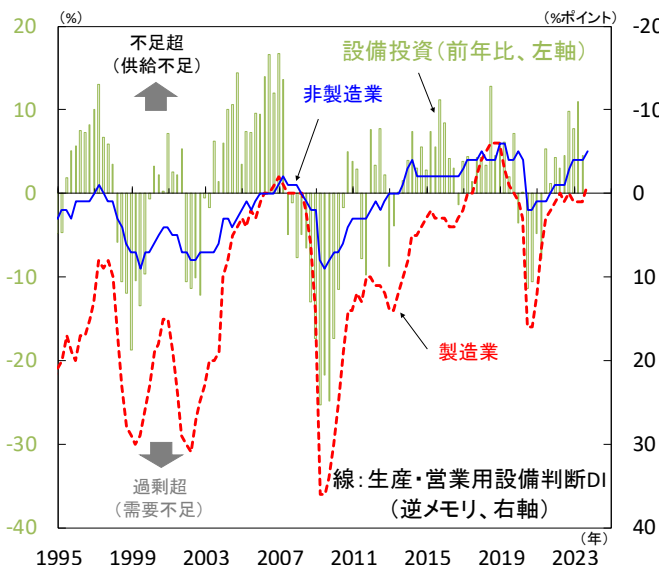
出所) 日本政府観光局より三菱UFJアセットマネジメント作成

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、足元では非製造業中心に設備の不足感が強まっており拡大しています。伸び率は2年連続で二桁増が見込まれ、成長率を支えるとみられます。
- ◆ 貿易収支は原油など資源価格の上昇や円安進行を背景に輸入額が大きく膨らみ、大幅な赤字となりました。ただし、資源価格の下落により輸入額はピークをうち減少しているため貿易赤字は縮小しています。実質ベースでみると貿易収支は改善しておりGDPの押し上げ要因となっています。

- 供給不足感が強まり設備投資は増加基調、大企業設備投資は2年連続二桁増へ

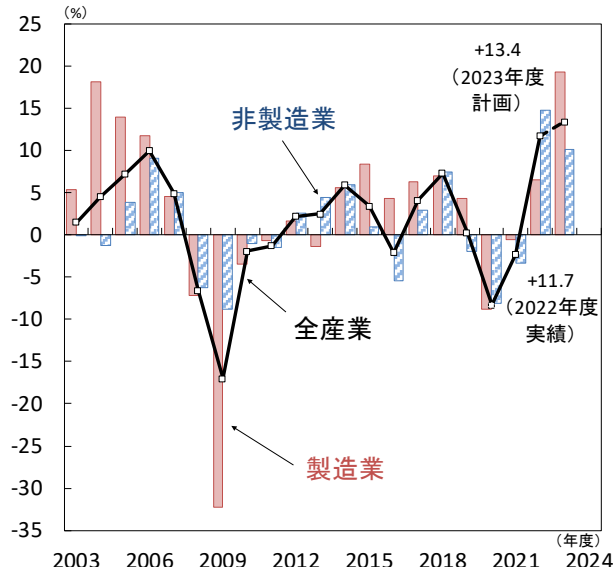
日本 設備投資と設備判断DI



注) 直近値は設備投資が2023年4-6月期、生産・営業用設備判断DIが2023年6月(先行き判断含む)。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アセットマネジメント作成

日本 大企業の設備投資(前年比)

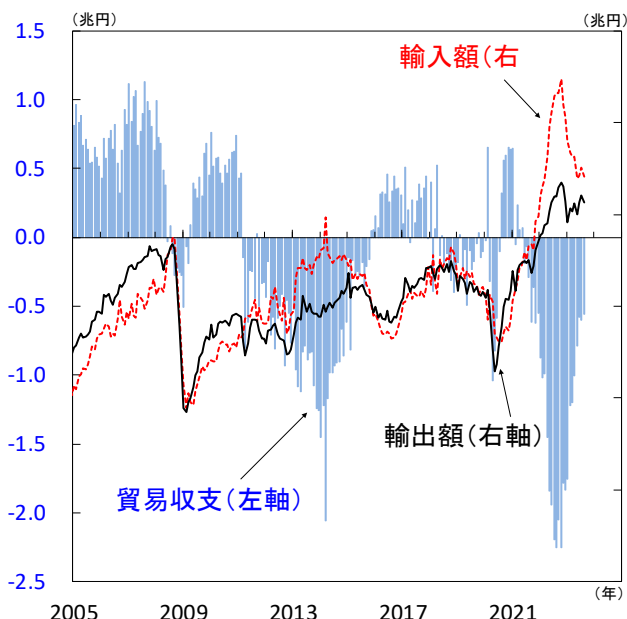


注) 直近値は2023年9月調査時点。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

- 資源価格下落に伴う輸入額減少により貿易赤字縮小。輸入は実質ベースでも減少

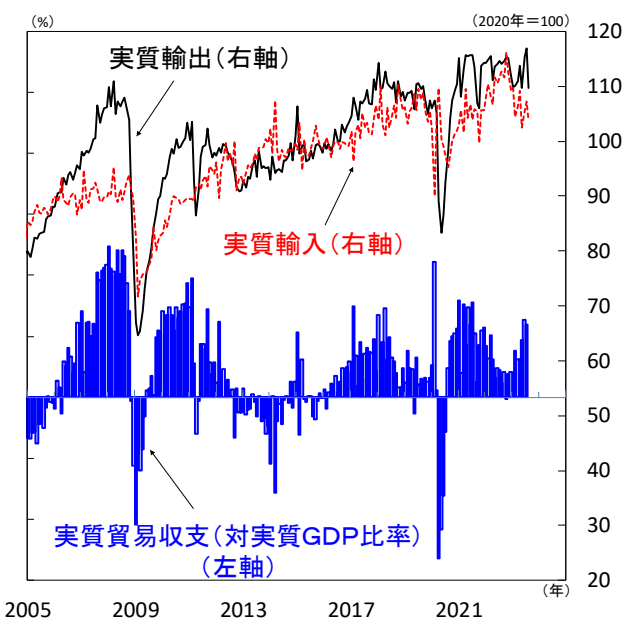
日本 輸出入額と貿易収支



注) 直近値は2023年8月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 実質輸出入と実質貿易収支



注) 直近値は実質輸出入が2023年8月、実質貿易収支は同年7月。

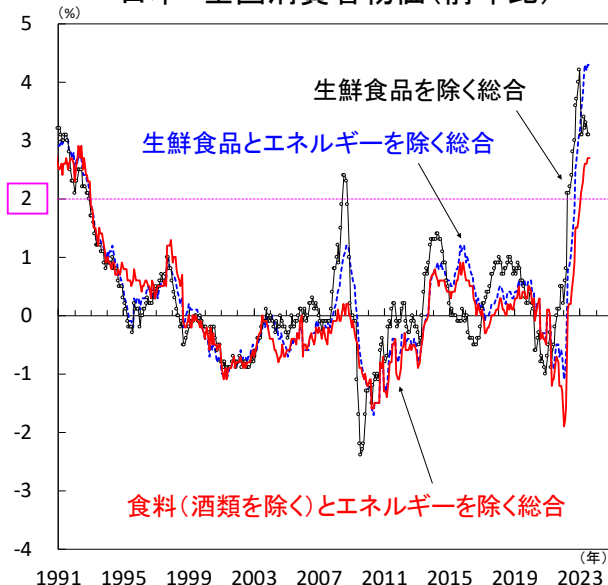
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ率は高止まる可能性

- ◆ 消費者物価の前年比はエネルギー価格下落により生鮮食品を除く総合は鈍化していますが、食品とエネルギーを除く総合は加速しており、日銀の安定物価の目標である2%を超えています。単位労働コスト前年比とGDPギャップがプラスに転じた事で、デフレ脱却に向けて大きく前進したと言えます。
- ◆ 日本の潜在成長率はゼロ%台と推計されます。ただ、15歳以上の人口が長期的に減少すると見込まれる中、労働供給がひっ迫し賃金に上昇圧力がかかりインフレ率が高止まる可能性があります。

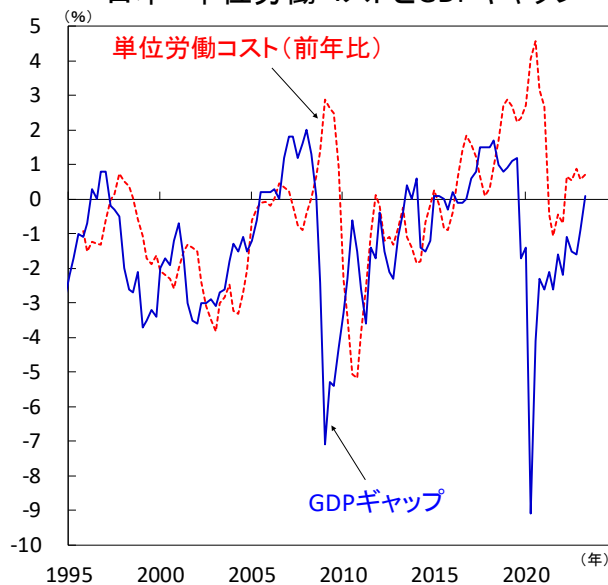
● コアインフレ率が2%を超えて上昇、プラス成長が続けば物価が高止まる可能性

日本 全国消費者物価(前年比)



注) 直近値は2023年8月。消費税の影響を除く。
出所) 総務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

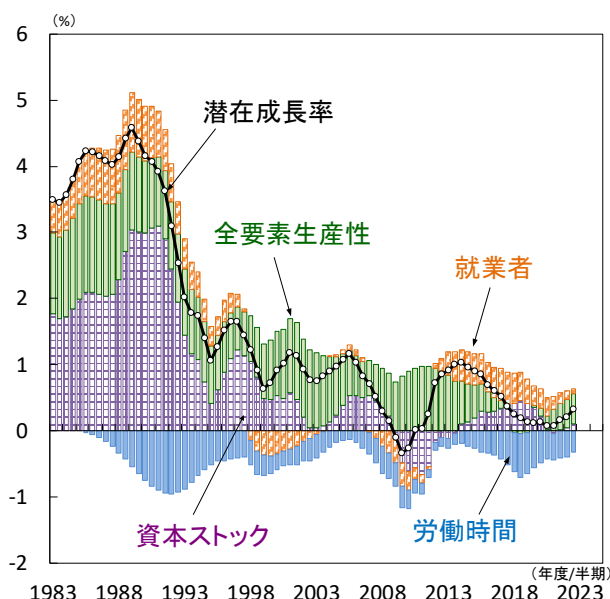
日本 単位労働コストとGDPギャップ



注) 直近値は2023年4-6月期。GDPギャップは内閣府推計、単位労働コストは名目雇用者報酬÷実質GDPにより算出(4四半期移動平均)。
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

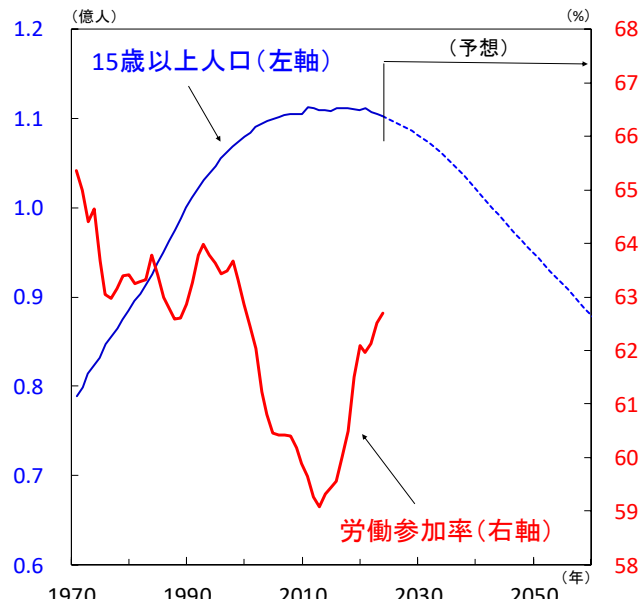
● 日本の潜在成長率はゼロ%台、労働者の伸びは長期的にマイナスが続く見込み

日本 潜在成長率と要因分解



注) 直近値は2022年度下半期。日本銀行による推計値。
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 15歳以上人口と労働参加率



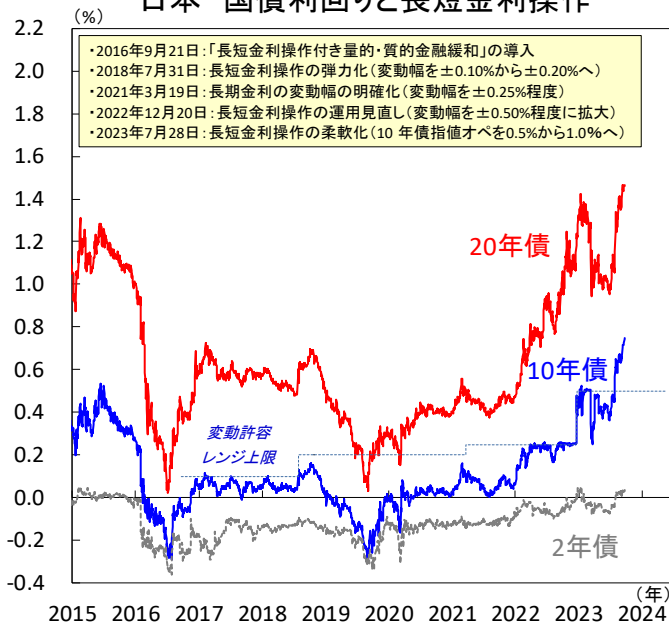
注) 直近値は2023年8月。予想は国立社会保障・人口問題研究所。
出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所より三菱UFJアセットマネジメント作成

金融緩和策の早期修正観測はくすぶる

- ◆ 日銀は7月の金融政策決定会合で長短金利操作の柔軟化を決定しました。長期金利の変動幅は従来通り±0.5%程度を目途とするも、10年国債の指値オペの利回りを0.5%から1.0%に引き上げました。海外金利が上昇する中、足元の10年債利回りは変動レンジの上限を超えて上昇しています。
- ◆ 展望レポートにおける日銀の物価見通しは2024年度以降2%の物価安定目標に届いていません。しかし、企業・家計の中期的なインフレ率は高止まっており、インフレ警戒は継続する見込みです。

● 日銀は長短金利操作の運用を柔軟化、長期金利の実質的な上限は1.0%に

日本 国債利回りと長短金利操作



注) 直近値は2023年9月21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アセットマネジメント作成

日銀の金融政策

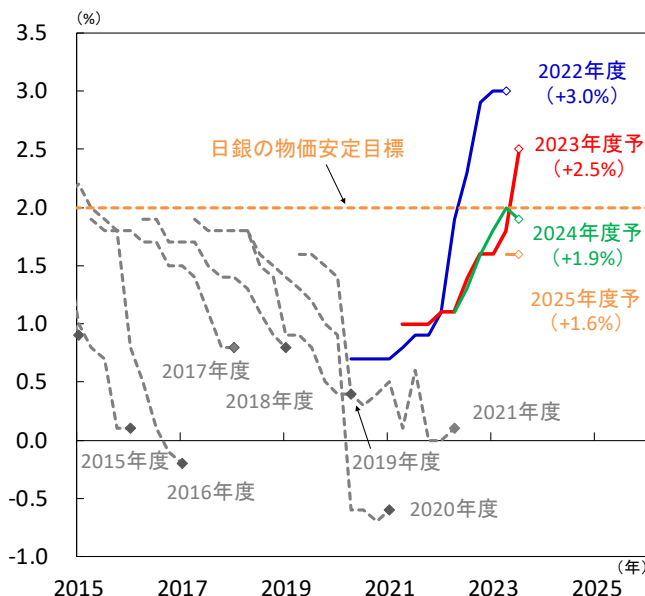
①長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)		
短期金利	日銀当座預金の「政策金利残高」への適用金利	▲0.1%
長期金利	10年国債利回り	ゼロ%程度で推移するように長期国債を買入れ
長期金利の変動幅を±0.5%程度とし、10年国債金利について1.0%の利回りでの指値オペを明らかに応札が見込まれない場合を除き毎営業日実施。金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため大規模な国債買入れを継続、各年限において機動的に買入れ額の増額や指値オペを実施。		
②資産買入れ方針		
	日銀資産残高(兆円)	現在の政策 (年間残高増加ベース)
	2023年8月	前年差
長期国債	593.7	57.1
ETF	37.1	0.2
J-REIT	0.7	▲0.0
社債	7.0	▲1.4
CP等	2.8	▲0.1
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。・マナタ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9月21日時点。社債等は、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。多角的レビューの実施は2023年4月28日決定。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

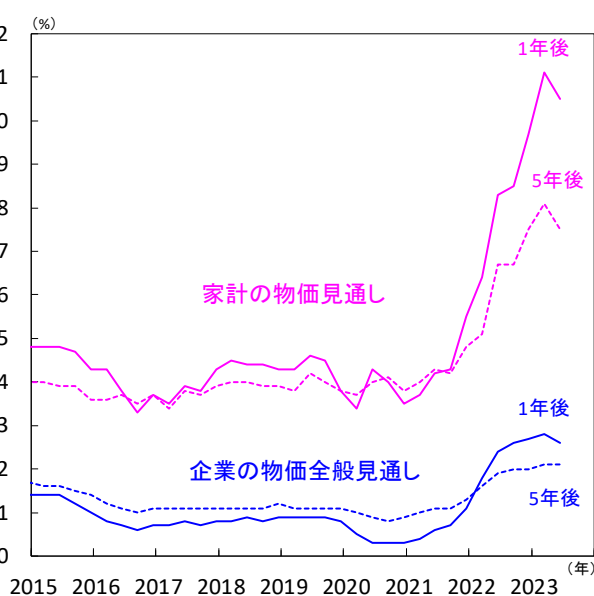
● 民間部門は中期的なインフレ高止まりを予想、金融緩和の修正観測は高まる

日銀政策委員の消費者物価見通し



注) 直近値は2023年7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アセットマネジメント作成

日本 企業・家計の期待インフレ率



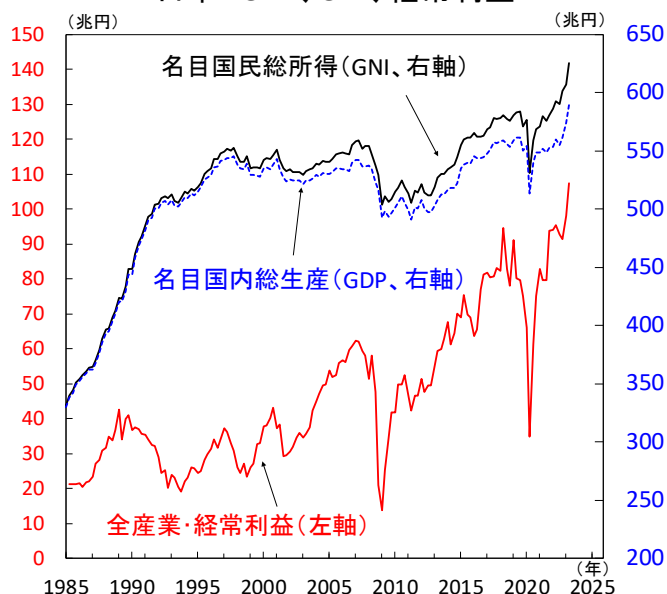
注) 直近値は2023年6月。データは見通しの平均値。
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

企業業績の増益期待を背景に株価は堅調

- ◆ 海外からの所得増加を背景に名目国民総所得(GNI)は急増し過去最高を更新、企業の経常利益も過去最高を記録しています。一方、人件費の横ばい圏の動きは続いており、企業から家計への所得分配が課題と言えます。企業の利益剰余金は増加しており配当等による還元が期待されます。
- ◆ TOPIXは上昇基調にあり90年代前半のバブル崩壊後の戻り高値を更新しています。好調の背景に予想利益の拡大があり、株価収益率(PER)が平均的な水準にあるため割高感もないと言えます。

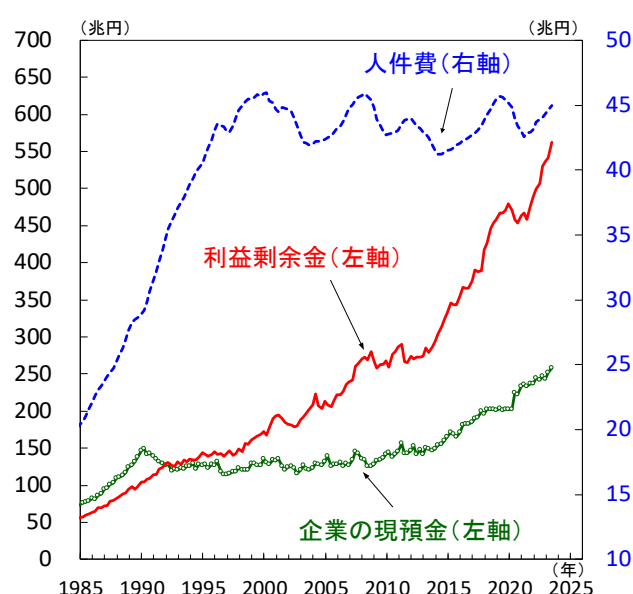
● 海外からの所得増で急増する企業利益、家計への分配の拡大が課題

日本 GDP、GNI、経常利益



注) 直近値は2023年4-6月期。季調値年率換算。
経常利益の対象は全規模全産業(金融保険業を除く)。
出所) 内閣府、財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

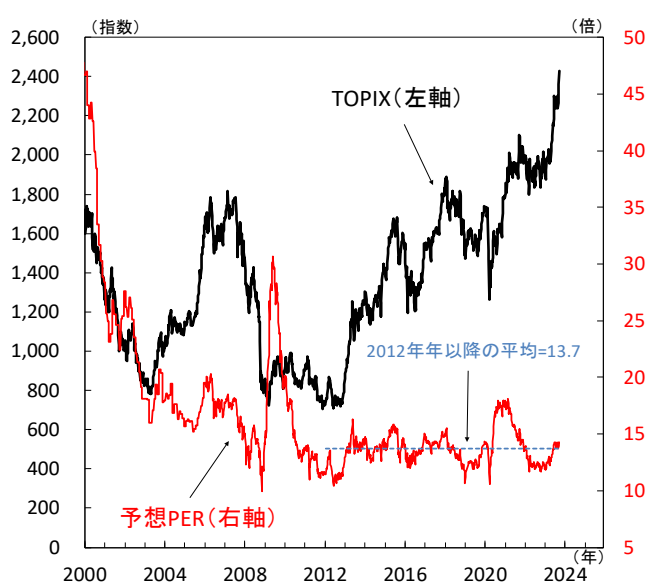
日本 人件費と現預金、利益剰余金



注) 直近値は2023年4-6月期。人件費は4四半期移動平均。対象は全規模全産業(金融保険業を除く)。
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

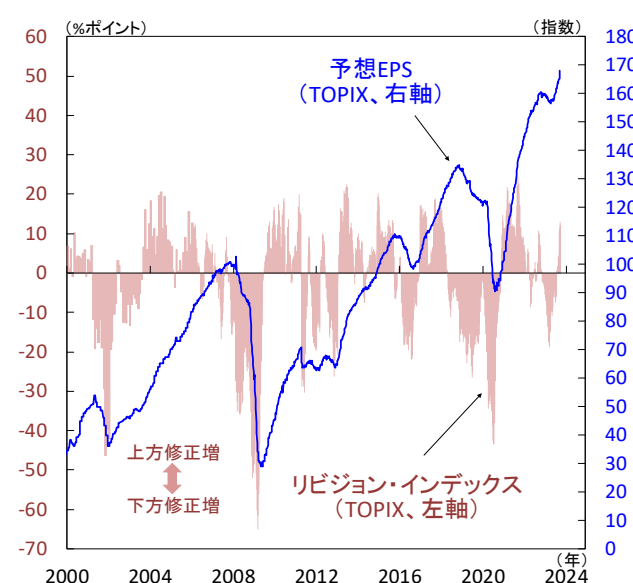
● TOPIXはバブル崩壊後の戻り高値を更新、予想利益の拡大が押し上げ要因

TOPIXと予想PER



注) 直近値は2023年9月15日。予想EPSは12カ月先予想に基づく。
出所) 東京証券取引所、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

TOPIX予想EPSとリビジョン・インデックス



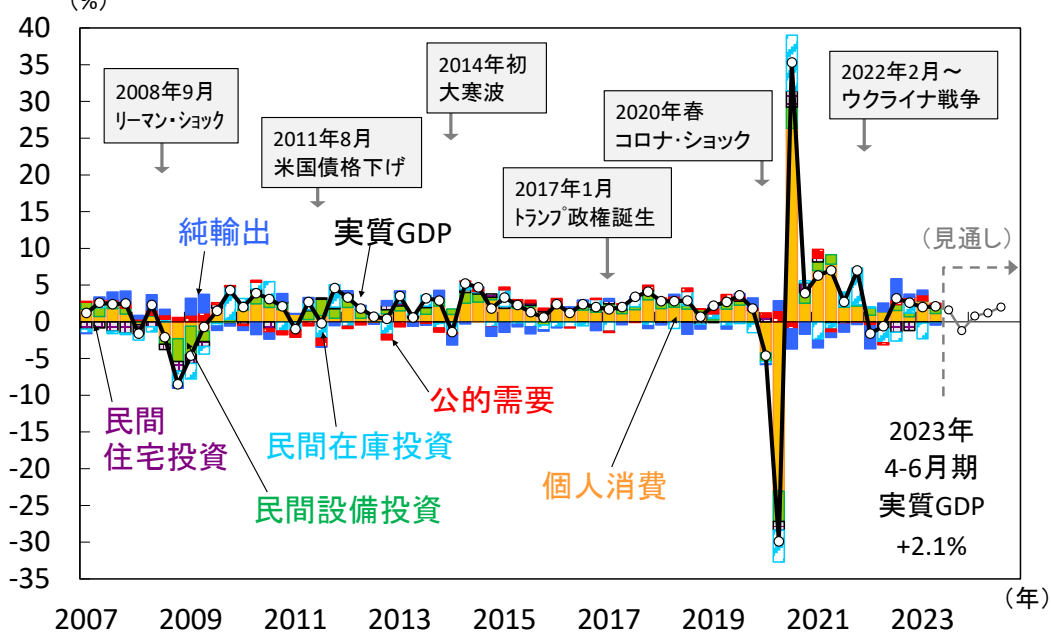
注) 直近値は2023年9月15日。予想EPSは12カ月先予想に基づく。リビジョン・インデックスはアナリストの予想の変化(上方修正-下方修正)。
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

4. 米国経済：利上げサイクルは既に終了か、景気減速の兆候を探る

- ◆ 2023年4-6月期実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と4四半期連続プラスとなりました。米連邦準備理事会(FRB)による金融引き締め環境でも米国家計の消費意欲は衰えず、個人消費は底堅く推移しました。経済安全保障等を背景に製造業の国内還流政策が奏功し、建設投資も堅調でした。
- ◆ 米FRBはインフレ率の2%回帰が見通せるまで景気抑制的水準で金利を据え置く方針です。今年後半以降は利上げ効果等で成長鈍化も、労働市場の本格調整がない景気軟着陸を予想しています。

● 米景気は潜在成長率を上回る伸びが継続も、先行きは個人消費中心に鈍化へ

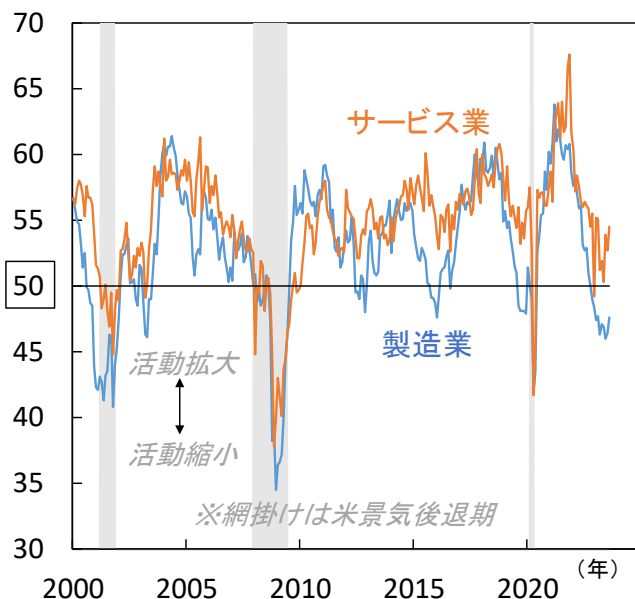
米国 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度



注) 2023年7-9月期～2024年7-9月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJアセットマネジメント作成

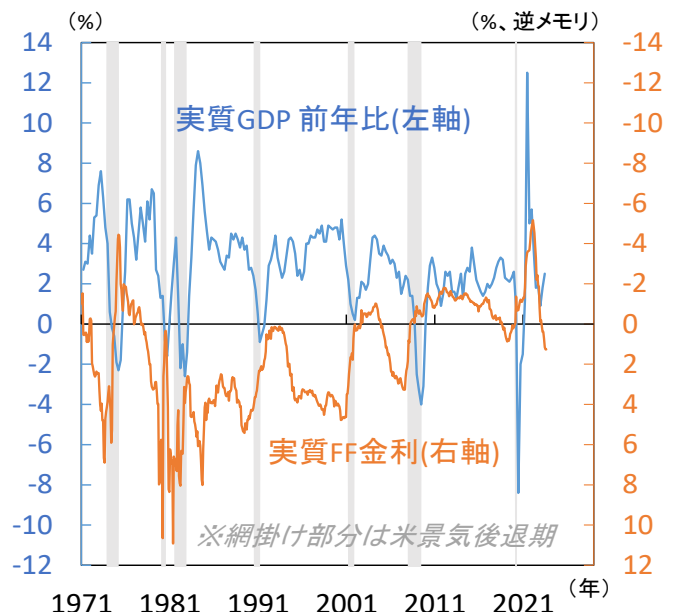
米国 ISM景気指数



注) 直近値は2023年8月。

出所) 米ISM(供給管理協会)、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 実質GDP、実質FF金利



注) 直近値は実質GDPが2023年4-6月期。実質FF金利が同年7月、値はFF金利コア(食品・エネルギー除く)PCEデフレーターで算出。

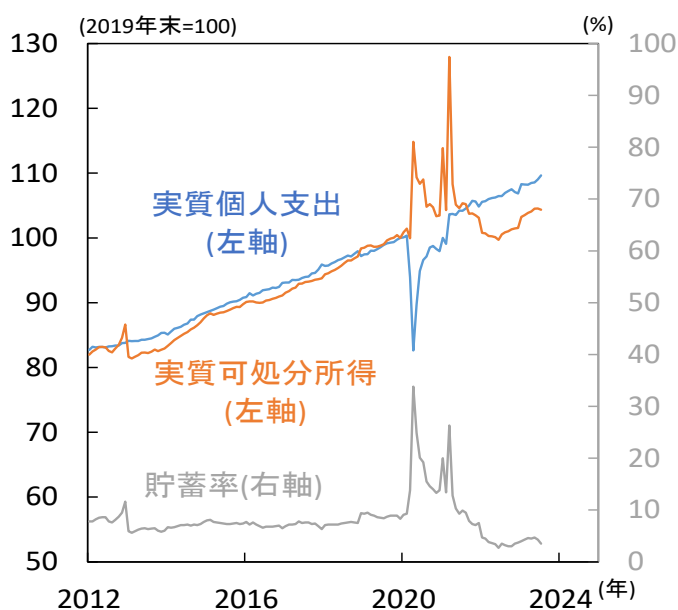
出所) 米BEA、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

想定以上に強かった個人消費は鈍化へ

- ◆ 個人消費は堅調さを維持しています。インフレ調整に伴う税金控除や堅調な労働市場を背景に所得環境が改善しました。加えて、3月の米地銀破綻以降に生じた米早期利下げ期待や生成AIブームが株式価値を押し上げ、資産効果を通じて高所得者層の高額消費が下支えられたとみられます。
- ◆ 先行きは消費鈍化に向かうとみています。コロナ禍で生じた過剰貯蓄の取り崩しや賃金上昇率の減速、利上げ効果に伴う支払負担増加など、低・中所得者層の購買余力も乏しくなりそうです。

● 所得のフロー・ストックいずれの観点でも、これまでの力強い消費持続は困難か

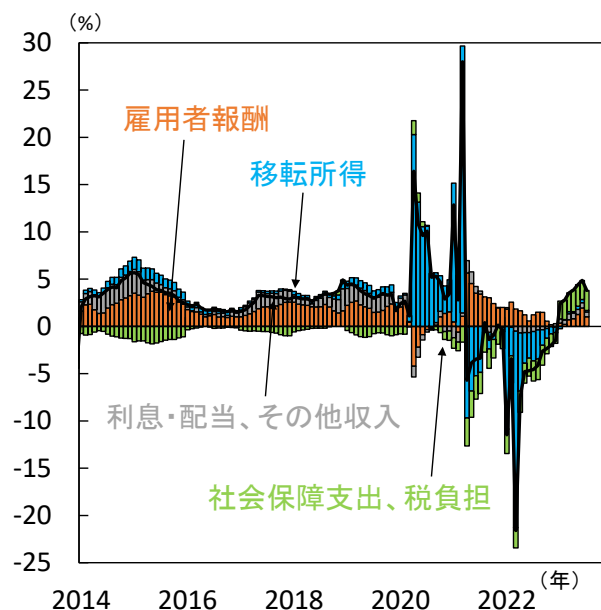
米国 実質個人支出・所得、貯蓄率



注) 直近値は2023年7月、貯蓄率(名目)はフローベース、貯蓄額÷可処分所得。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

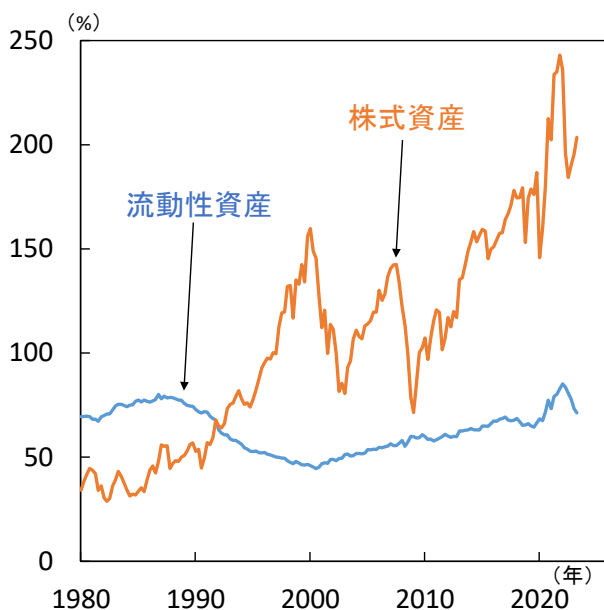
米国 実質可処分所得(前年比、寄与度)



注) 直近値は2023年7月、実質可処分所得は名目可処分所得をPCEデフレーター(2012年基準)で実質化。社会保障支出と税負担は所得の控除項目(プラス寄与は負担減を表す)。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

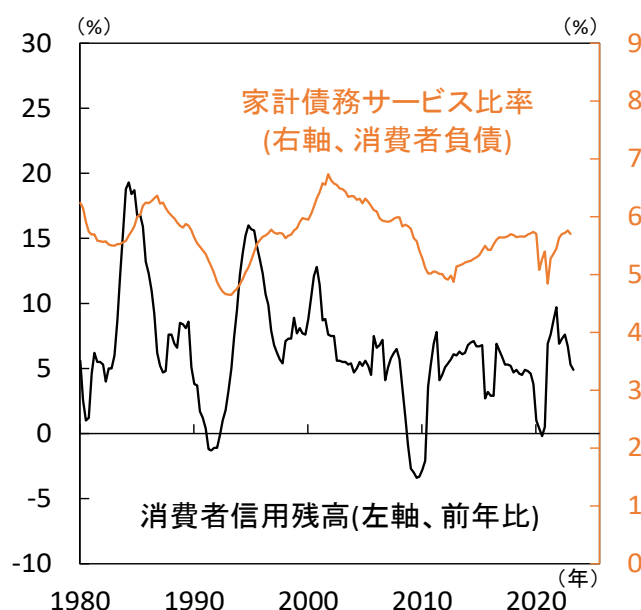
米国 家計金融資産(年率可処分所得比)



注) 直近値は2023年4-6月期。株式資産は株式時価総額と投資信託の合計、流動性資産は定期・貯蓄性預金とその他要求払預金・通貨の合計とした。

出所) 米FRB、米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 消費者信用残高、負債返済比率



注) 直近値は消費者信用残高が2023年7月。家計債務サービス比率は同年1-3月期、四半期ベースでの消費者負債支払÷可処分所得。

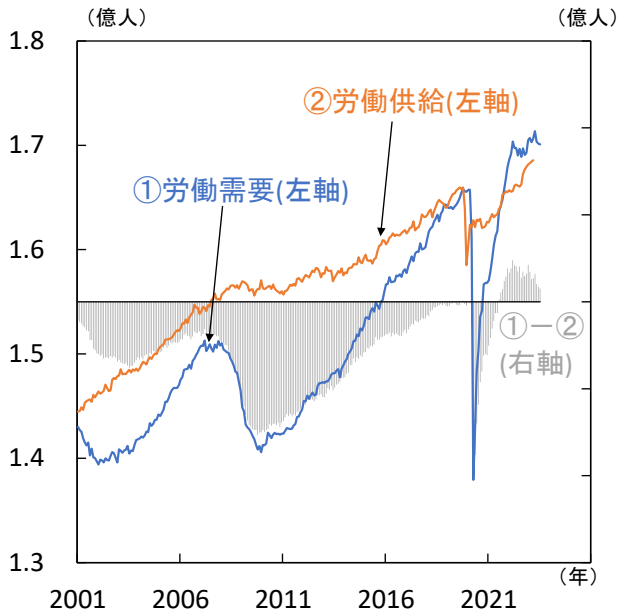
出所) 米FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

労働市場はひっ迫緩和、住宅市場は本格回復見込めず

- ◆ 労働市場は需給ひっ迫緩和が続いています。2020年以降は55歳以上の早期退職で人手不足が深刻化も、移民回復や若年層の労働参加を通じ労働供給が増えています。先行きは景気減速が見込まれますが、コロナ禍で人材確保に苦戦した企業は雇用保持を選択する様相もうかがえます。
- ◆ 住宅市場は在庫不足に見舞われる一方、値ごろ感に欠ける住宅価格や高い住宅ローン金利が購入意欲を抑制しています。先行きは高金利環境が続き、本格回復には時間を要するとみています。

● 労働供給回復で需給ひっ迫が和らぐ、中小企業の採用意欲は根強い

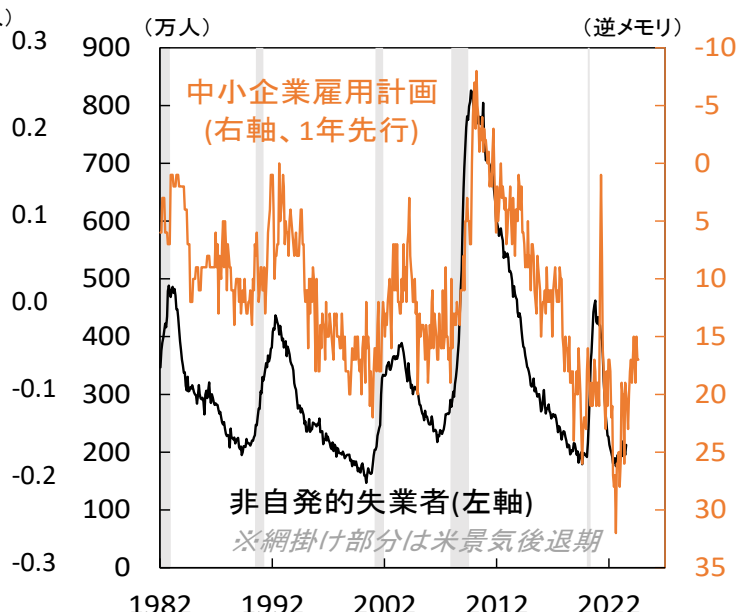
米国 労働市場の需給



注) 労働需要は就業者数+求人件数、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務可能も、同調査週の4週間前は求職しなかった人)で算出。データは2023年7月時点。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 非自発的失業者、中小企業雇用計画

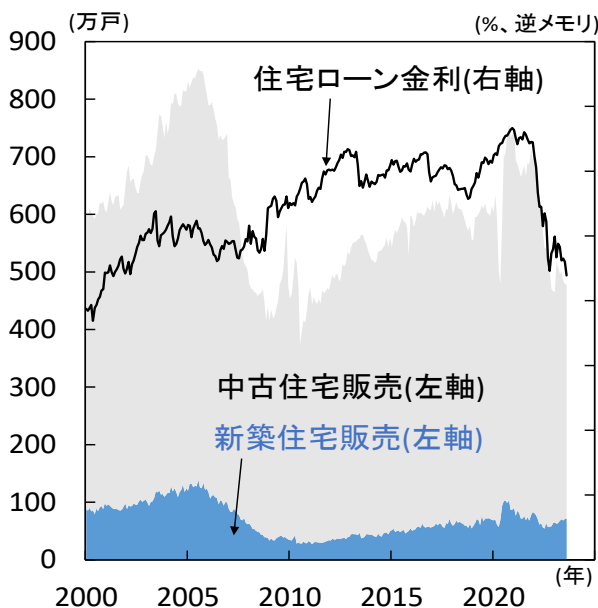


注) 直近値は2023年8月。中小企業雇用計画は先行き3カ月の見通し、「増加」-「減少」の回答比率。

出所) 米BLS、米NFIBより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 住宅は取得困難な状況の中、多世帯住宅の供給増は持ち家需要の受け皿になるか

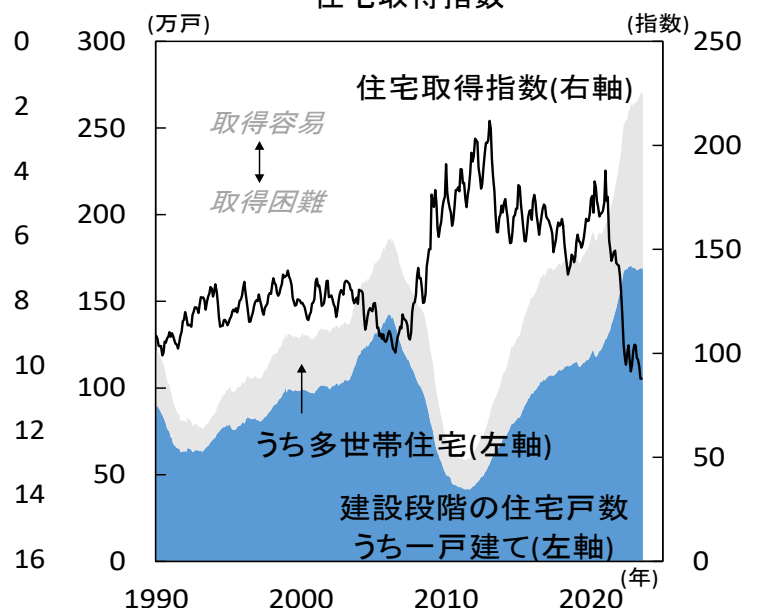
米国 住宅販売、住宅ローン金利



注) 直近値は住宅販売が2023年7月、値は季節調整済の年率換算。住宅ローン金利は同年8月末時点。

出所) 米BEA、米フレディマックより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 建設段階の住宅戸数、住宅取得指数



注) 直近値は2023年7月。住宅取得指数は住宅ローン金利や住宅価格、支払利息等の観点に基づいた取得容易性を示す。

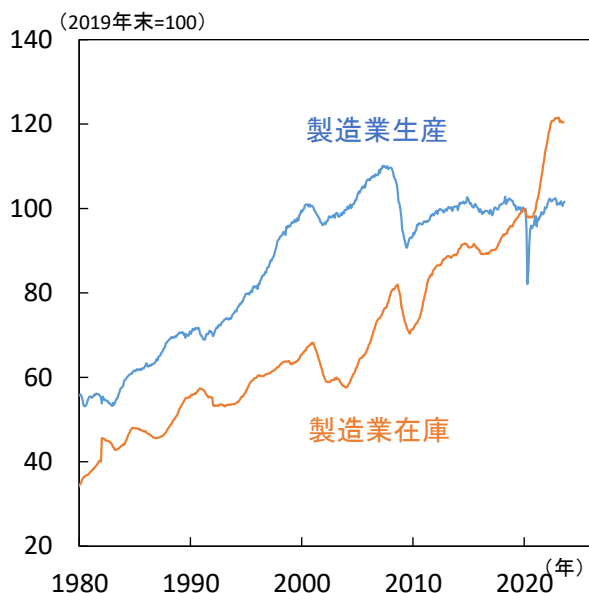
出所) 米BEA、米NARより三菱UFJアセットマネジメント作成

生産活動は停滞も、産業政策が下支え

- ◆ コロナ禍で積み上がった製造業在庫の調整や先行きの需要減速を背景に、生産活動の回復は鈍るとみえます。急速な金融引き締めや米地銀破綻に伴って商工業向けローンの融資基準が厳格化するなど資本調達コストが高まる中、企業も設備投資に対して慎重な見方を示しています。
- ◆ バイデン政策のCHIPSプラス法やインフレ抑制法など経済安全保障や気候変動を念頭にした民間支援が製造業の建設投資を促す中、先端技術投資は中長期的に生産性向上に寄与するとみまます。

● 当面は在庫調整や借入コスト高が重し、先端技術投資は長い目で生産性押し上げ

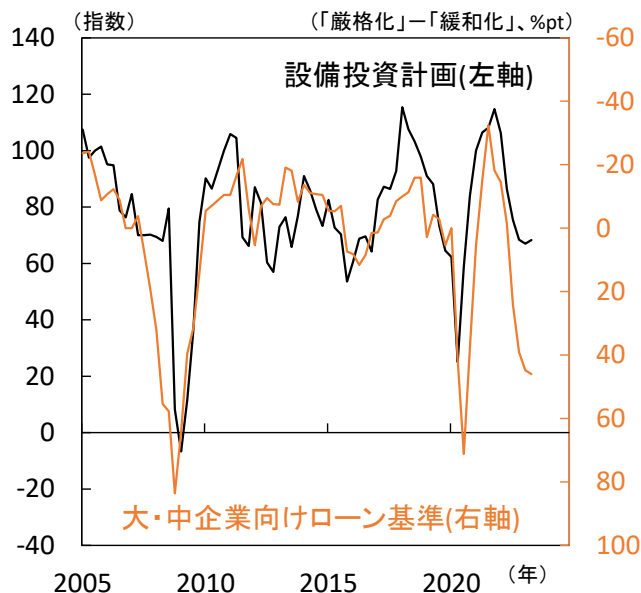
米国 製造業生産、製造業在庫



注) 直近値は製造業生産(数量)が2023年8月、製造業在庫(名目)が同年7月。

出所) 米FRB、米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

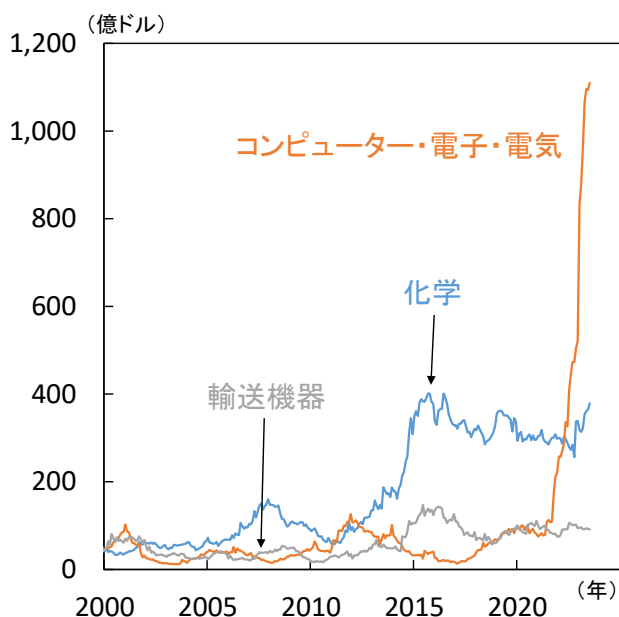
米国 企業設備投資計画、ローン基準



注) 直近値は2023年4-6月期。大・中企業向けローンは商工業ローンを対象。

出所) 米ビジネス・ラウンド・テーブル、米FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

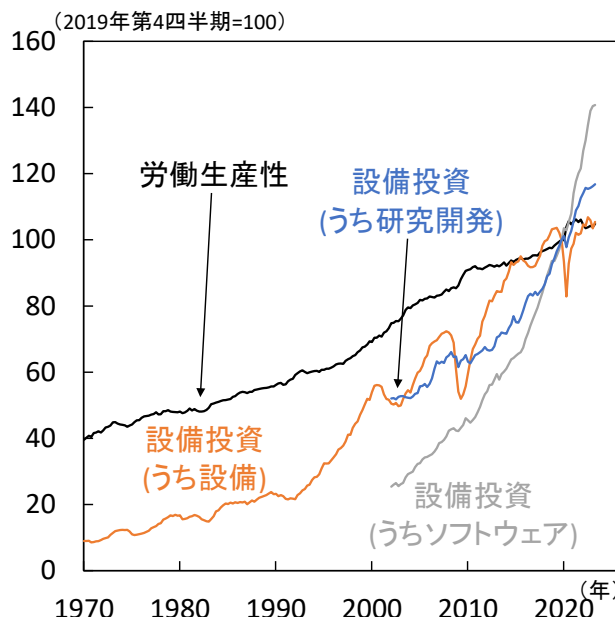
米国 製造業の建設投資(業種別)



注) 直近値は2023年7月、季節調整値の年率換算値。

出所) 米Census Bureauより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 労働生産性、設備投資



注) 直近値は2023年4-6月期。

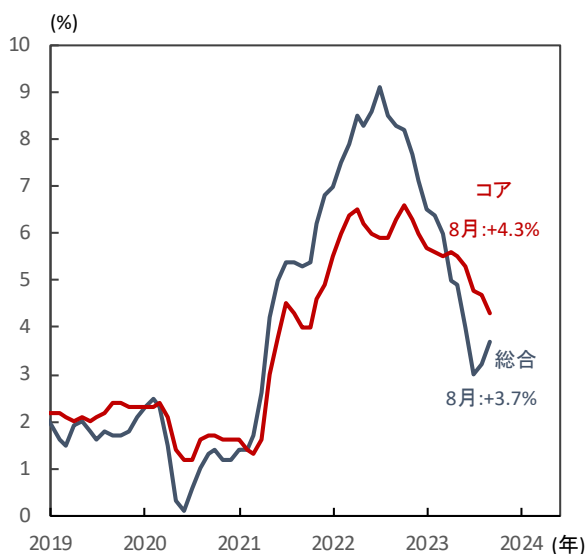
出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

物価:コアインフレ率の鈍化傾向は継続、原油価格がかく乱要因

- ◆ 8月消費者物価指数は総合が前年比+3.7%と燃料価格上昇を背景に7月から加速したものの、コア(食品・エネルギー除く)は同+4.3%と鈍化が継続しています。コアの内訳では、供給遅延の正常化からコア財のインフレ圧力は解消され、コアサービスも緩やかながら着実な鈍化を見せています。
- ◆ 先行きも住居費や賃金の伸び鈍化からサービス物価は鈍化を続けるでしょう。燃料価格上昇が新たなインフレの芽と懸念されるも、米消費者の物価見通しは先行きの鈍化予想を維持しています。

● 今後は労働市場減速など、サービス物価の一段の伸び鈍化を見極める時間帯へ

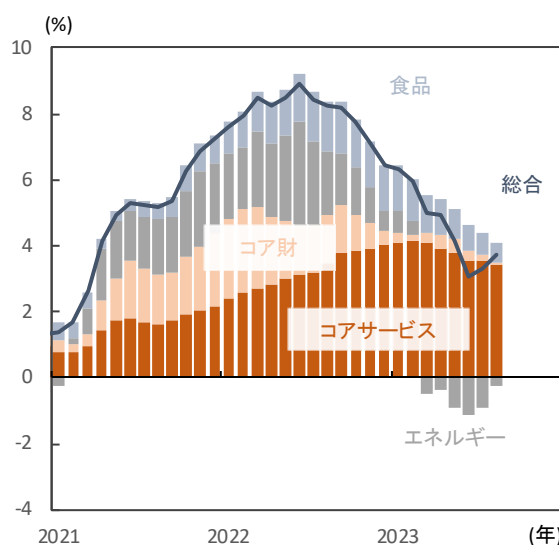
消費者物価指数(総合、コア) 前年比



注) 直近値は2023年8月。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

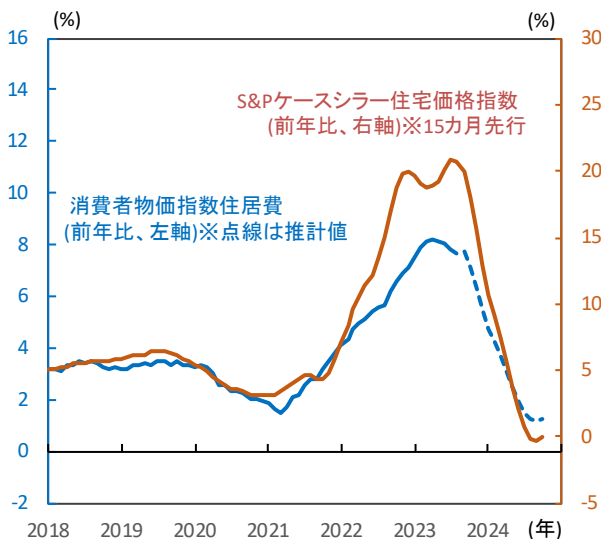
消費者物価指数(前年比)と項目別寄与



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8月。

出所) 米労働省、米Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

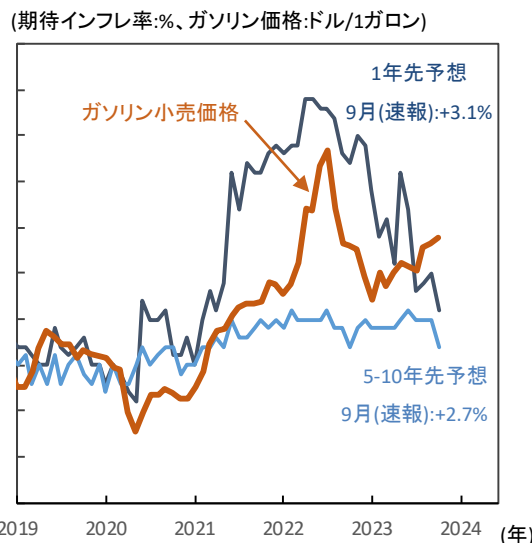
住宅価格関連指標(前年比)



注) 住宅価格指数は15カ月先行。住居費の推計値は住宅価格指数(15カ月先行)との回帰分析を基に算出。直近値は住宅価格が2023年6月、消費者物価指数住居費が2023年8月。

出所) 米労働省、米S&Pより三菱UFJアセットマネジメント作成

期待インフレ率とガソリン小売価格



注) 直近値はガソリン小売価格が2023年9月15日、ミシガン大学消費者調査インフレ予想が9月調査(速報)値。ガソリン小売価格はレギュラー無鉛グレードを使用。

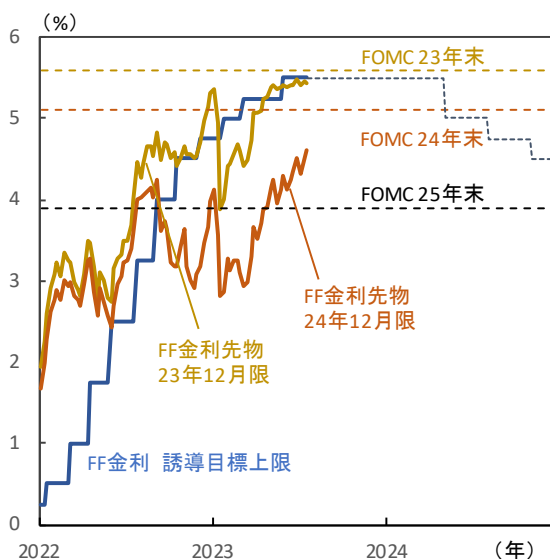
出所) 米ミシガン大学、全米自動車協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

金融政策：インフレ再加速を警戒も、利上げサイクルは既に終了を予想

- ◆ 直近の9月FOMC(連邦公開市場委員会)では政策金利が据え置かれましたが、パウエルFRB議長は年内の利上げに含みを持たせています。2008年の金融危機直前を上回る政策金利水準にもかかわらず堅調を維持している個人消費などから、物価が高止まるリスクを懸念しているようです。
- ◆ ただし、実質10年金利は2022年の利上げ開始後急激に上昇し、足元では約2%程度と相当に景気抑制的な水準と推察されます。今後は景気鈍化等を確認し、利下げ時期を探る展開を見込みます。

● 物価上昇鈍化継続&労働市場軟化が確認できれば、年内の政策金利は据え置きか

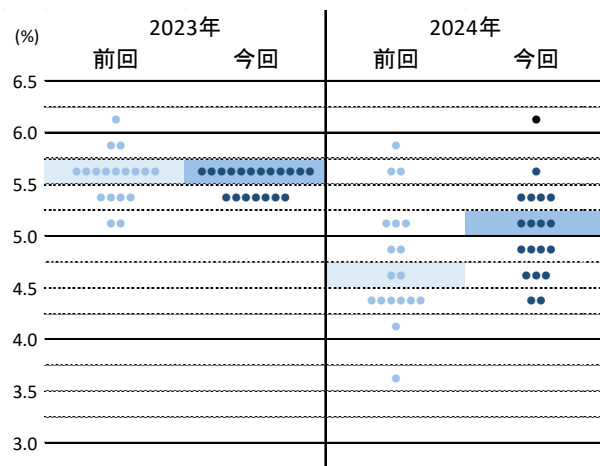
FF金利と金利先物



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9月20日時点。チャート内の点線は2023年9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アセットマネジメント作成

FOMC参加者の政策金利の予想散布図(ドット)



注) 前回は2023年6月、今回は2023年9月のFOMC開催時。色付き部分は投票者の中央値を示す。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

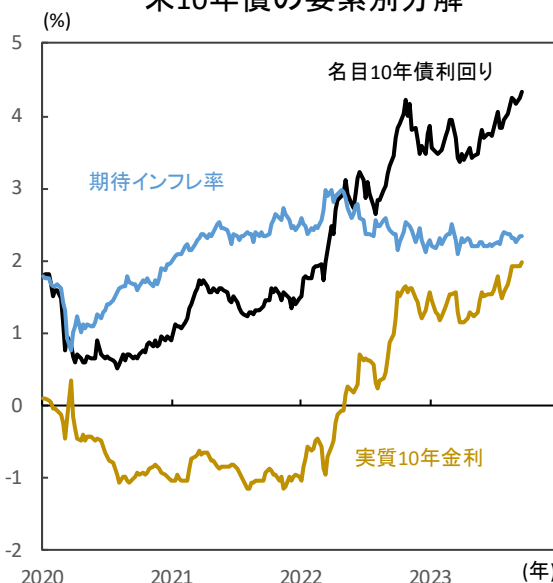
FOMC参加者の経済見通し

(前年比、%)	2022	2023	2024	2025
実質GDP	2.1	2.1 (+1.1)	1.5 (+0.4)	1.8 (-)
市場予想		2.00	0.90	1.90
コアPCE	5.0	3.7 (▲0.2)	2.6 (-)	2.3 (+0.1)
市場予想		4.20	2.70	2.20
失業率	3.6	3.8 (▲0.3)	4.1 (▲0.4)	4.1 (▲0.4)
市場予想		3.70	4.30	4.30

注) 青背景が2023年9月FOMC開催時の値、括弧内は前回2023年6月FOMCからの変化を示す。FRB見通しのGDPとコアPCEは第4四半期比。市場予想は2023年9月20日時点の値、Bloombergの予想コンポジット。2022年は発表済のデータを使用。

出所) 米BEA、米BLS、FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米10年債の要素別分解



注) 週次データ、直近値は2023年9月20日。期待インフレ率は米国ブレークウィーンインフレ10年、実質10年金利は同10年物価連動国債利回りを使用。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

銀行経営懸念：米地銀の苦境は変わらず、雪解けはまだ先

- ◆ 米長期金利の上昇により債券価格が大幅に下落(金利は上昇)したことなどに端を発した米地銀の経営問題は依然として解消の兆しがなく、米地方銀行株は2022年末比で約4割下落しています。
- ◆ 商業用不動産(CRE)価格の軟調からCRE向けローン債権を多く保有している米地銀への懸念はくすぶるも、金融当局による緊急貸出制度などセーフティーネットが手厚いことや銀行システム全体の利益創出が安定している点を鑑みれば、金融危機の引き金になることは考えにくい状況です。

● 貸出制度の利用増加は一巡、銀行全体の純利益は安定した増加が続く

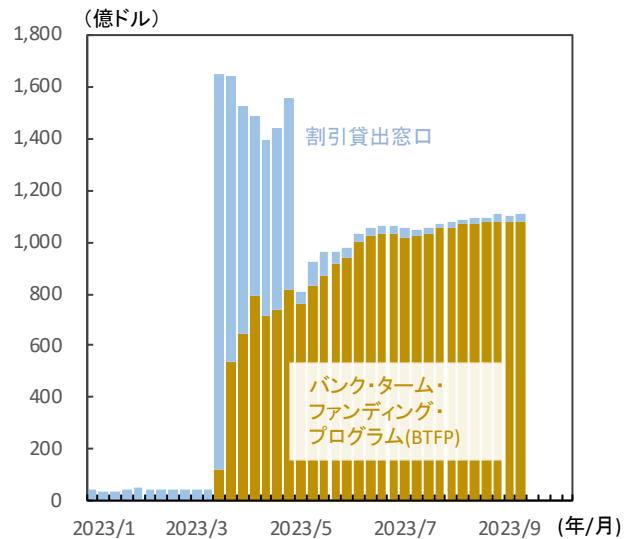
米国 S&P500銀行セクターの株価推移



注) 都市銀行・地方銀行株はS&P500種株価指数GICSセクター分類による。2022年末を100として指数化。直近値は2023年9月15日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

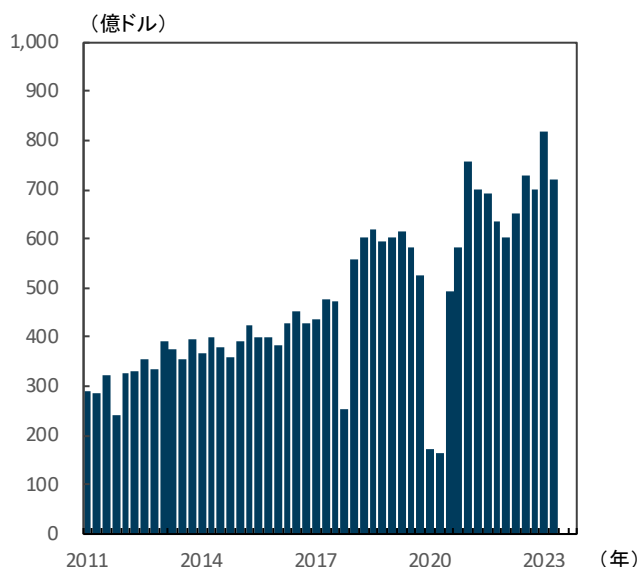
米国 FRB貸出制度の利用額



注)直近値は2023年9月13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) FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

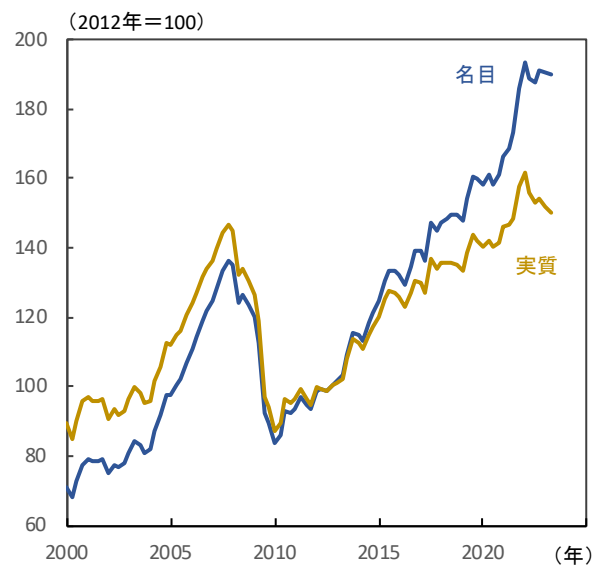
米国 FDIC加盟銀行の純利益



注) 直近値は2023年4-6月期、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アセットマネジメント作成

米国商業用不動産(CRE)の価格推移



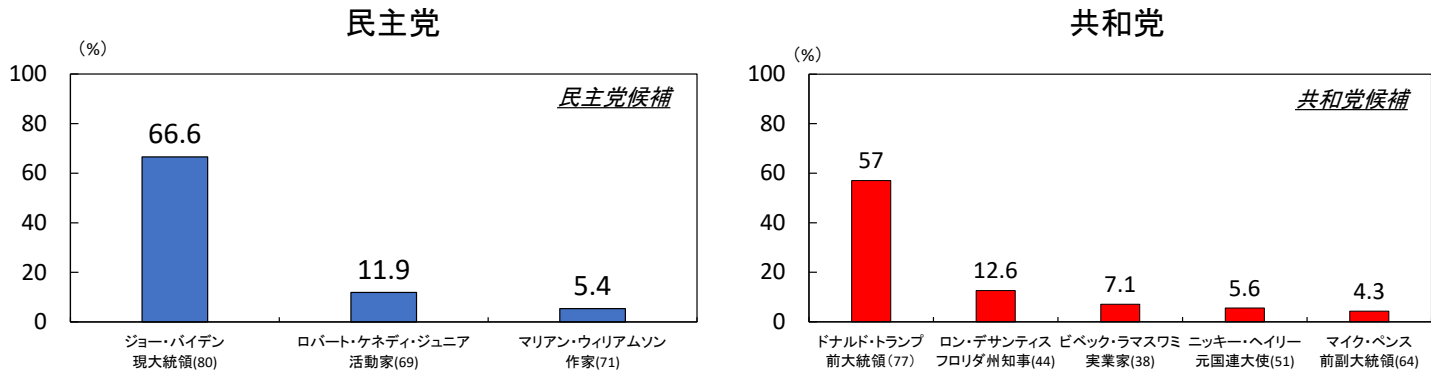
注) 直近値は2023年3月、四半期毎のデータ。実質ベースはPCEデフレーターを用いて当社にて算出。

出所) 国際決済銀行(BIS)「Commercial property prices」より三菱UFJアセットマネジメント作成

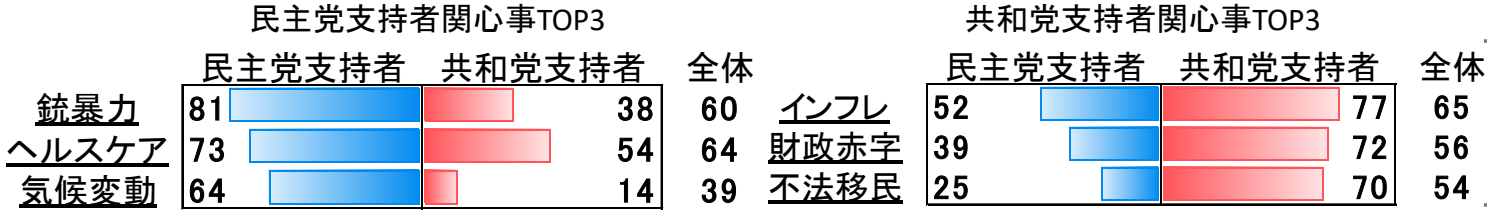
2024年11月大統領選に向けた候補者争いへ

- ◆ 来年11月に大統領選を控え、同年1月から政党候補者を決定する予備選・党員集会が始まります。支持率は前回の再戦示唆も、若手を望む声も根強く候補者争いは不透明です。米国では分極化が進み国民の関心事が定まりにくい中、政権続投には先行きの景気軟着陸が求められそうです。
- ◆ バイデン政権は経済安全保障から半導体等の先端技術分野で中国への輸出・投資を抑制するなどトランプ前政権の流れを継いでおり、対中強硬路線は超党派でのコンセンサスと言えそうです。

● 現政権続投には安定した景気が必要か、対中強硬路線は前政権時代の流れ継ぐ 米大統領選 政党候補の支持率



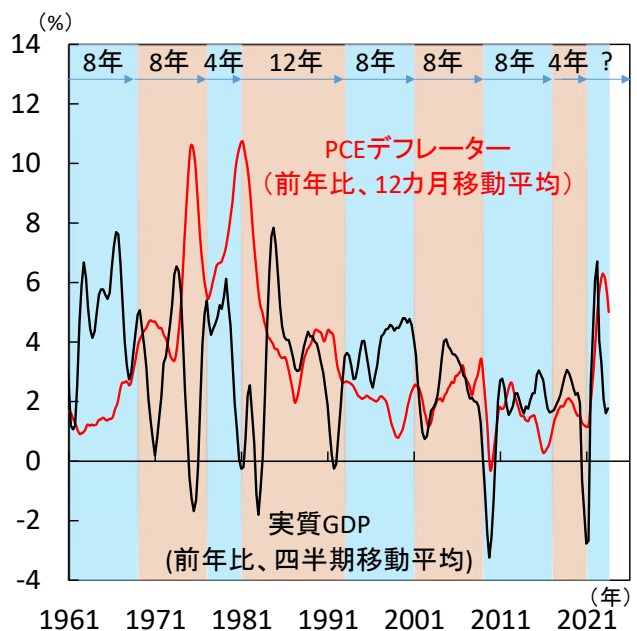
米大統領選 世論調査「米国内での大きな問題と答えた割合(%)」



注) 政党候補の支持率は2023年8月15日～9月18日を対象。米世論調査は6月5-11日実施分。

出所) RealClear Politics、Pew Research Centerより三菱UFJアセットマネジメント作成

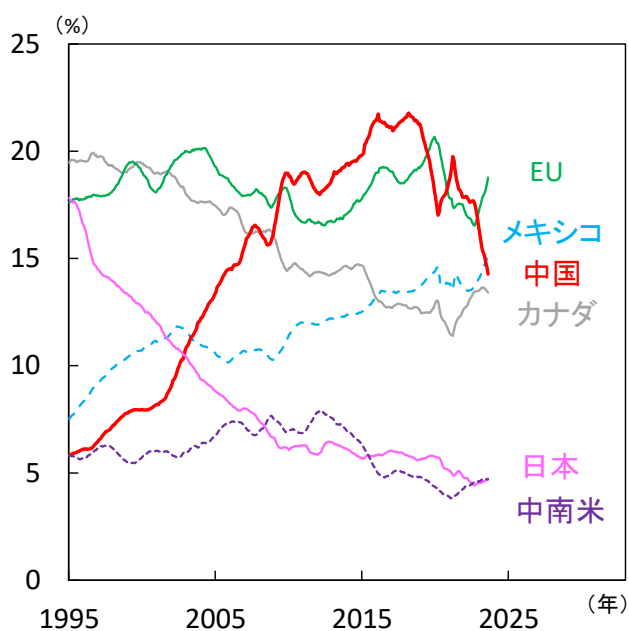
各政権期の経済パフォーマンス



注) 直近値は実質GDPが2023年4-6月期、PCEデフレーターが同年7月。図内の青色は民主党政権、赤色は共和党政権を示す。大統領任期は通常4年。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 輸入先の国別シェア(金額ベース)



注) 直近値は2023年7月。

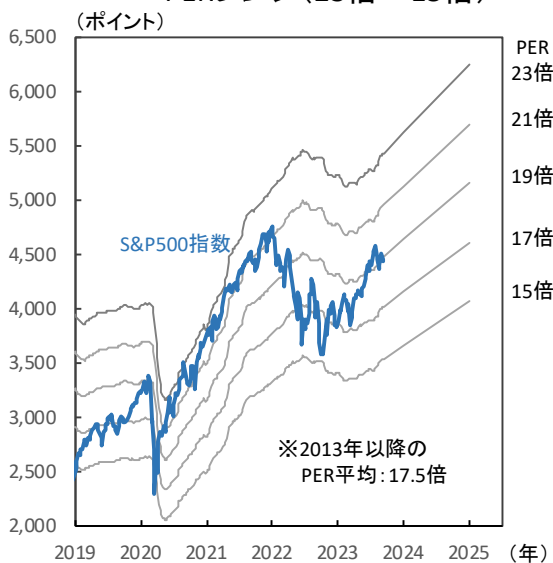
出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国株式：年内は金融政策を巡る思惑から乱高下も、先行きは楽観

- ◆ 米国株式は年初から金融引き締め局面の終了を早々と織り込み、グロース株主導で上昇しています。ただし、FRBは根強い物価上昇圧力から金融引き締め姿勢を未だ崩しておらず、年内は利上げが終了したか否かを巡る思惑が交錯するなか、株式市場は乱高下する展開も予想されます。
- ◆ 過去の利上げ局面の終了後は金利低下などから株価は堅調となる傾向がみられます。ただし、恩恵を受けやすい情報技術業種では収益に占める外需比率が高く、米国外の要因にも要注意です。

●FRBの政策姿勢を巡る展開が続くも、利上げ局面終了なら株価は堅調推移か

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年末予想EPSを使用。週次データ、直近値は2023年9月15日。

出所) S&P、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

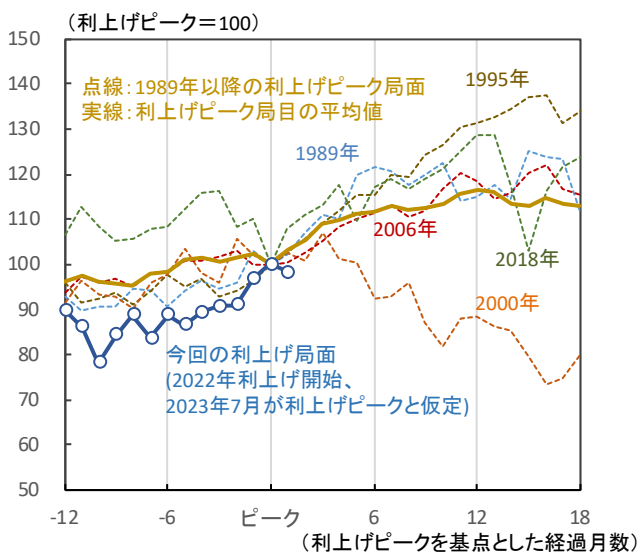
S&P500バリュースコア/グロース倍率と
米国10年債利回り



注) 週次データ、直近値は2023年9月15日。バリュースコアはS&P500バリュースコア指数、グロースはS&P500グロース指数を使用。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

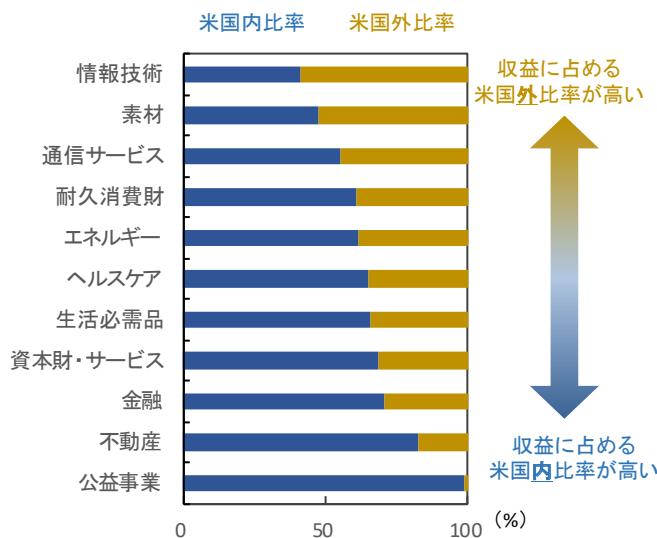
利上げピーク局面前後の株価パフォーマンス



注) 最終利上げが行われた月をピークとして、その前後の株価パフォーマンスを算出した。黄色点線は1989年以降の利上げ局面(1989年、1995年、2000年、2006年、2018年)を表示。黄色実線は過去5局面の平均。青線は今回の利上げ局面を示し、2023年7月を最終利上げとして計算。それぞれの局面におけるパフォーマンスは利上げピークを100として指数化。月次ベース、直近値は2023年8月末。

出所) 米Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

業種別企業収益の地域別構成比



注) 各業種内の企業ウエイトは2023年9月14日時点の企業時価総額ベースで計算。地域別構成比に用いたデータは2022年時点、集計はFactSetによる。

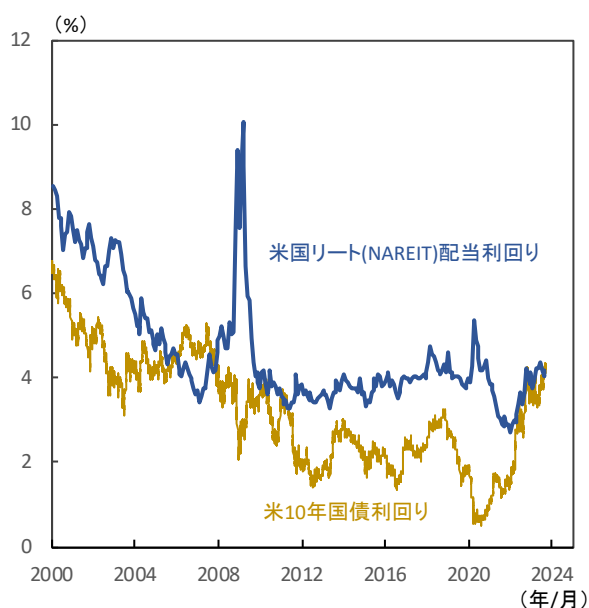
出所) FactSetより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国リート:トンネルの出口は近いが、問題は山積み

- ◆ 米国リートは米金融引き締めが続くなか、配当利回り水準は米国債等と比較し精彩を欠いています。株価は収益面から見た割高感が解消されつつあるものの、なお投資妙味に欠けると言えます。
- ◆ マクロ面では、今後の景気鈍化懸念など憂慮すべき問題が残るも、足元の米国リート用途別稼働率はオフィスを除いて高水準を維持しています。もっとも、オフィス・商業施設などへの厳しい見方は既に市場に織り込まれつつあり、下値リスクは限定的ながらも耐え忍ぶ展開が続くと見込みます。

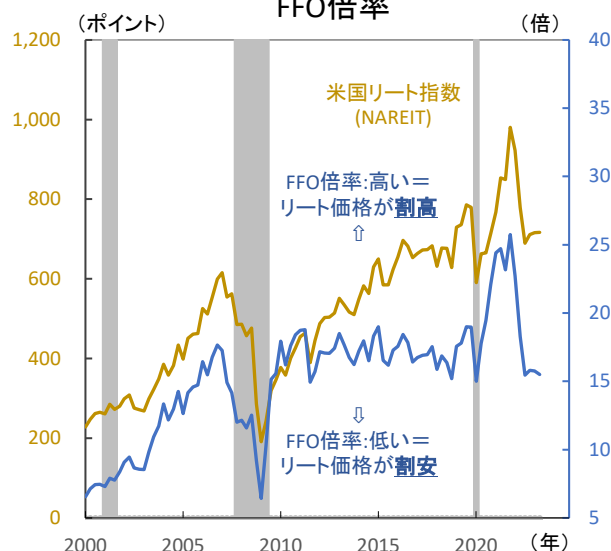
● リートは割高感はやや和らぐも、金融引き締めや商業用不動産を巡る懸念が重し

米国リート配当利回りと米10年債利回り



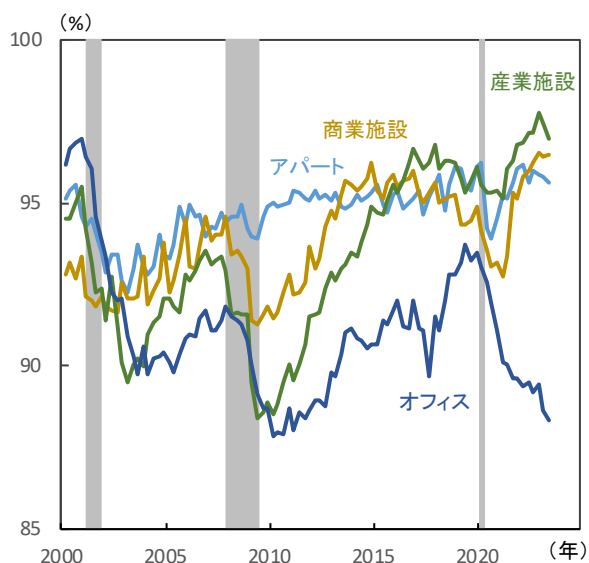
注) 米国リーートの配当利回りは、FTSE US NAREITの月次データ。直近値はリート配当利回りが2023年8月末、米10年国債利回りは2023年9月19日。
出所) NAREIT、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

FTSE NAREIT All Equity REITS Index、FFO倍率



注) 米国リートはFTSE NAREIT All Equity REITS Indexを使用、四半期ベースで直近値は2023年6月末。FFO(Funds from operation)倍率が2023年4-6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。網掛け部分は景気後退期。
出所) 米NBER、NAREITより三菱UFJアセットマネジメント作成

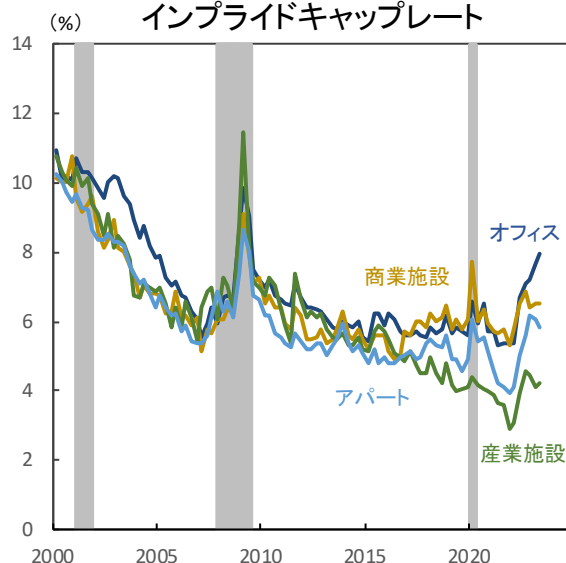
米国リート用途別の稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2023年4-6月期。対象はNAREIT All Equity REITS。網掛け部分は景気後退期を表示。

出所) 米NBER、NAREITより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国リート用途別
インプライドキャップレート



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2023年4-6月期。対象はNAREIT All Equity REITS。網掛け部分は景気後退期を表示。インプライドキャップレートは株価をベースに算出され、投資家の不動産に対する要求利回りを表す。

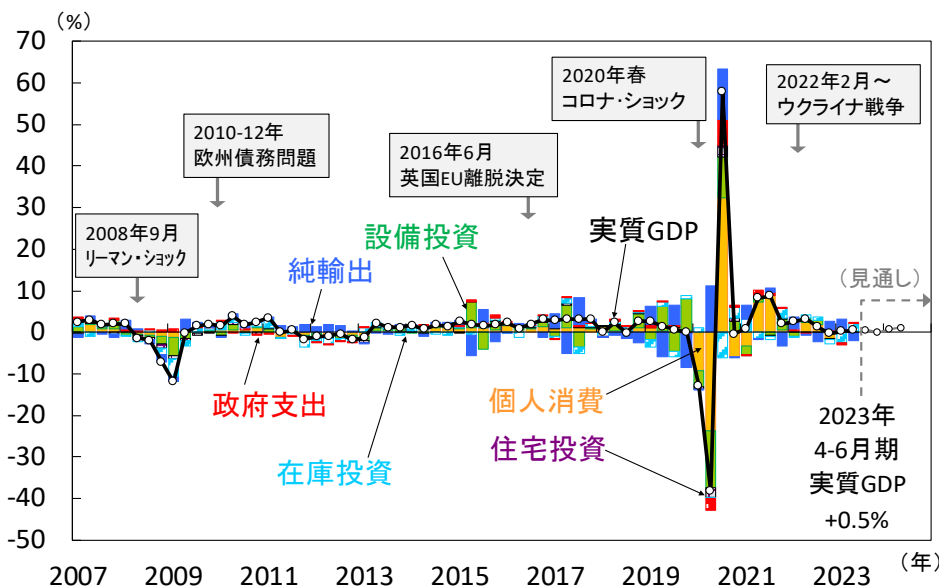
出所) 米NBER、NAREITより三菱UFJアセットマネジメント作成

5. 欧州経済：高インフレ・低成長が続く

- ◆ ユーロ圏の2023年4-6月期実質GDPは前期比年率+0.5%と、小幅な増加に留まりました。高インフレや金融引き締めが続く中、個人消費は2四半期連続で横ばい。政府支出や設備投資は小幅なプラス成長に転じた一方、輸出は予想外に大きく落ち込み、成長率押し下げの主因となりました。
- ◆ エネルギー価格の下落を背景に総合インフレ率は鈍化も、インフレ基調は依然根強く、域内景況感を圧迫。年後半にかけて、域内景気の減速基調が一段と鮮明化し、低成長が長期化しそうです。

● ユーロ圏景気は小幅なプラス成長が継続も、けん引役に欠ける展開

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度



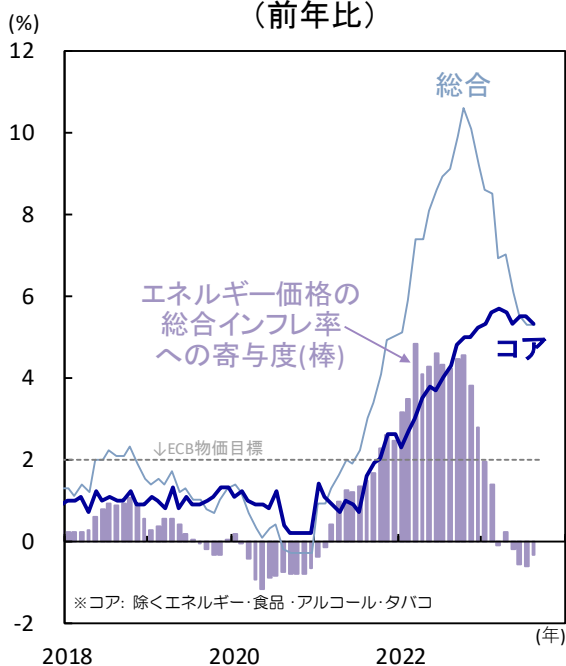
注) 実績の直近値は2023年4-6月期(確定値)。

2023年7-9月期~2024年4-6月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 欧州統計局(Eurostat)より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 基調的なインフレ圧力は根強く、景況感指標は一段の景気減速を示唆

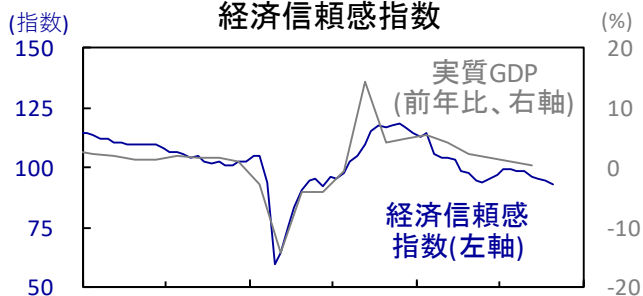
ユーロ圏 消費者物価指数(前年比)



注) 直近値は2023年8月。

出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

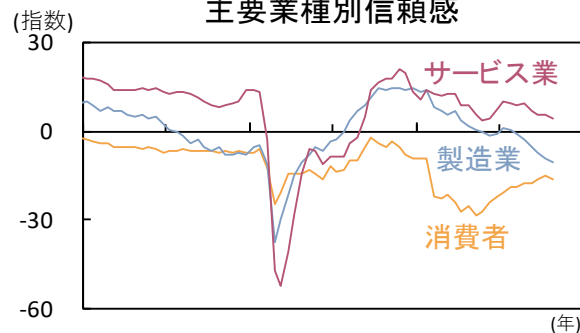
ユーロ圏 実質GDPと経済信頼感指数



注) 直近値は実質GDPが2023年4-6月期、他が同年8月。

出所) Eurostat、欧州委員会(EC)より三菱UFJアセットマネジメント作成

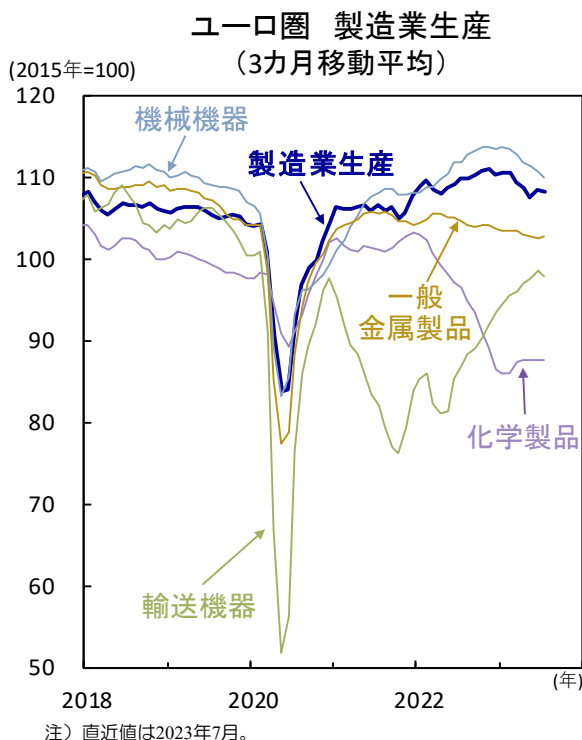
主要業種別信頼感



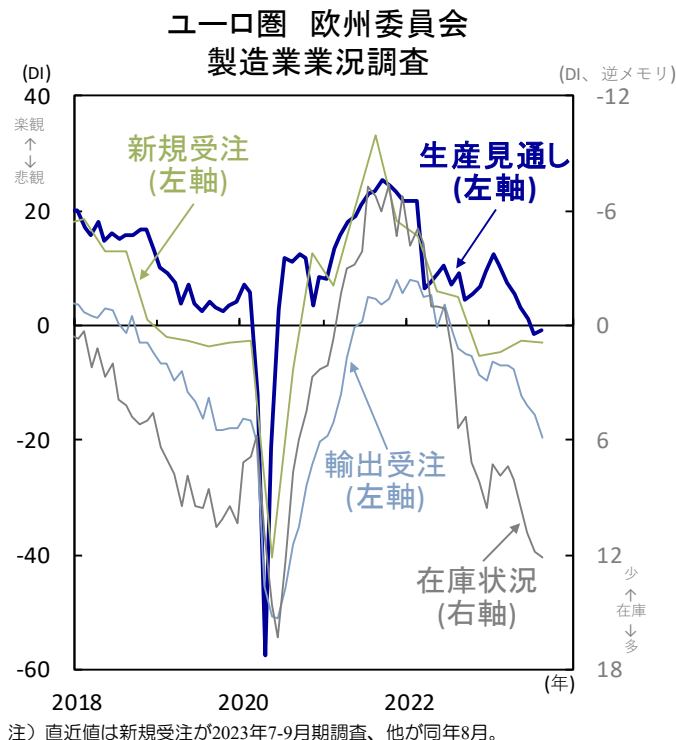
製造業部門は苦境を脱せずか、消費による景気への下支えに期待

- ◆ 供給制約に伴う受注残解消や世界的な財需要の減速が進み、今年4月以降のユーロ圏生産活動も低迷。新規需要の減少によりやく底打ちの兆しも、中国景気を巡る先行き不透明感が強まる中、本格的な回復は未だ期待できず、生産活動の停滞は年後半以降も続く公算が高いとみられます。
- ◆ 総合インフレ率の鈍化や賃金上昇に伴って、家計の実質所得は着実に回復し、4月以降の財消費は底堅く推移。家計の先行きの購買意欲も改善しつつあり、域内景気への下支えが期待されます。

● 製造業部門に底打ちの兆しも、依然として域内景気の足かせに

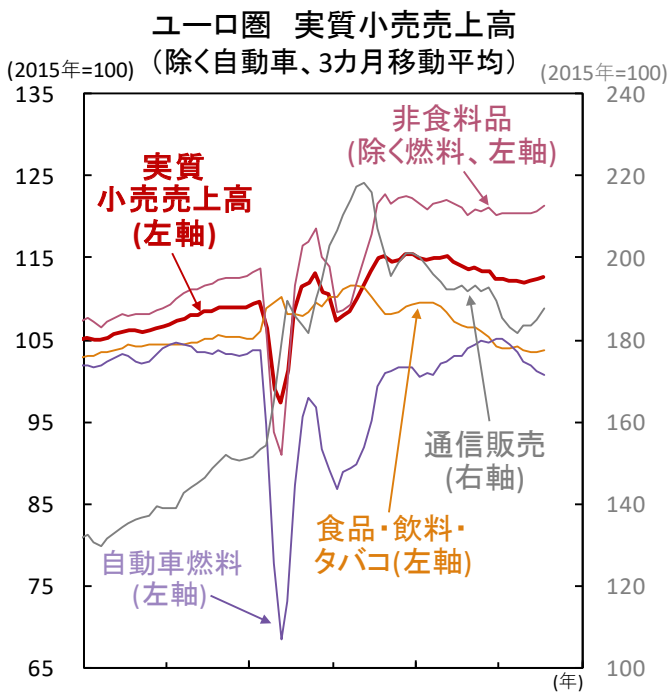


出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

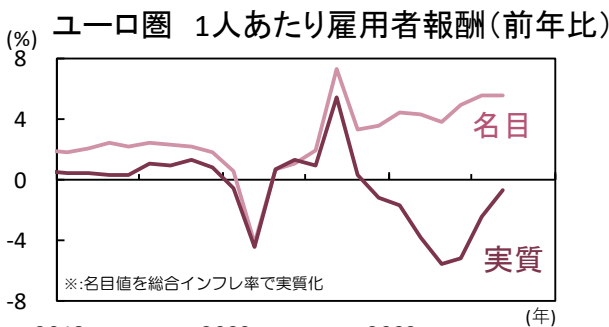
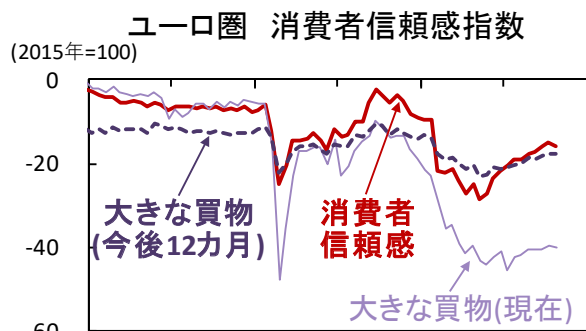


出所) ECより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 財消費は底堅く推移、実質所得の改善に伴う消費回復に期待



出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

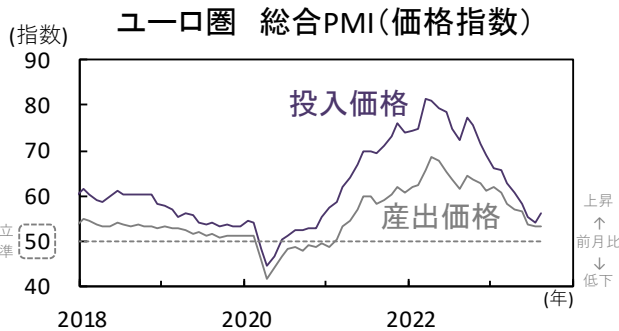
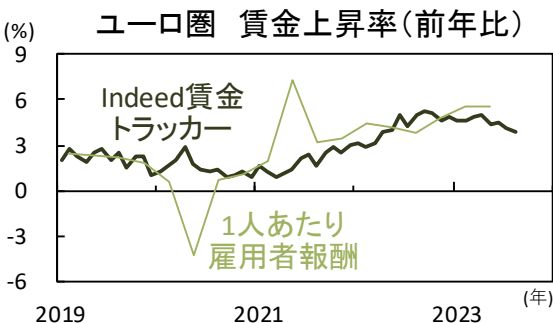
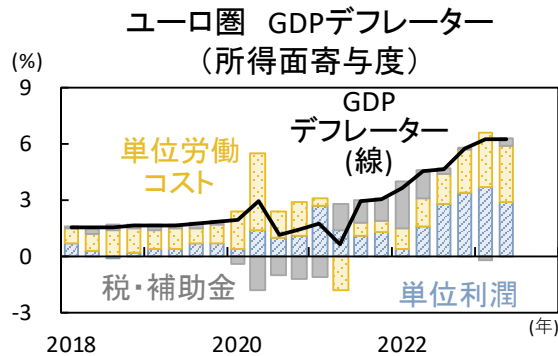
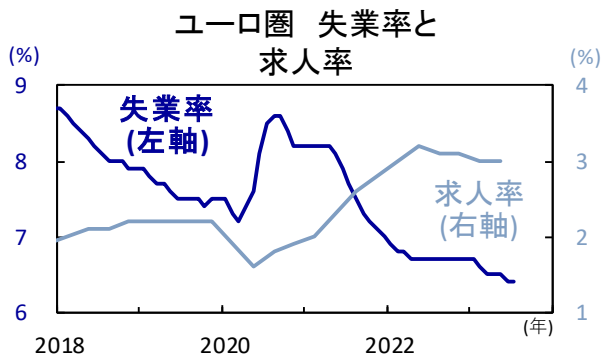


注) 直近値は上段が2023年8月、下段は同年4-6月期。出所) EC、Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ長期化懸念は根強く、政策金利は当面高止まりか

- ◆ 景気減速感が強まる中でも、ユーロ圏の労働市場は堅調さを保ち、賃金上昇によるインフレ押し上げ圧力は一段と拡大。賃上げとインフレのスパイラルへの懸念は払拭しきれずにいます。
- ◆ 欧州中央銀行(ECB)はインフレ抑制を優先して9月政策理事会で追加利上げを決定も、利上げ局面終了の可能性を示唆。しかし、依然インフレ高止まりを見込み、政策金利を当面高水準に留める見解を示すも、市場では利下げ前倒し観測が台頭し、焦点は利下げ開始時期に移っています。

● ユーロ圏の労働市場は堅調、賃上げとインフレのスパイラル懸念は払拭できず



注) 直近値は求人率・雇用者報酬が2023年4-6月期、失業率が同年7月、Indeed賃金トラッカーが同年8月。
出所) Eurostat, Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は上段が2023年4-6月期、下段が同年8月。
出所) Eurostat, S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

● ECBは利上げ局面の終了を示唆も、政策金利は当面高止まりか



注) 直近値は2023年9月14日。
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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)

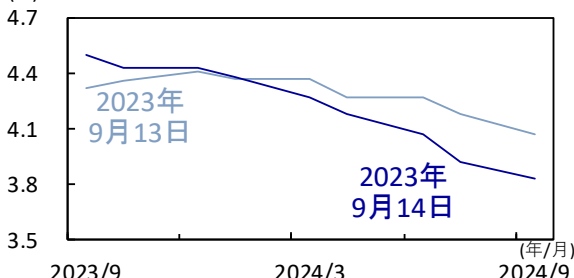
出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

ECB スタッフ経済見通し

	2023年	2024年	2025年
実質GDP成長率(前年比、%)			
2023年9月	↓+0.7	↓+1.0	↓+1.5
(2023年6月)	+0.9	+1.5	+1.6
インフレ率(総合、前年比、%)			
2023年9月	↑+5.6	↑+3.2	↓+2.1
(2023年6月)	+5.4	+3.0	+2.2
インフレ率(コア、前年比、%)			
2023年9月	+5.1	↓+2.9	↓+2.2
(2023年6月)	+5.1	+3.0	+2.3

注) ↑: 上方修正、↓: 下方修正。
出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

ユーロ圏 市場の見込む主要政策金利

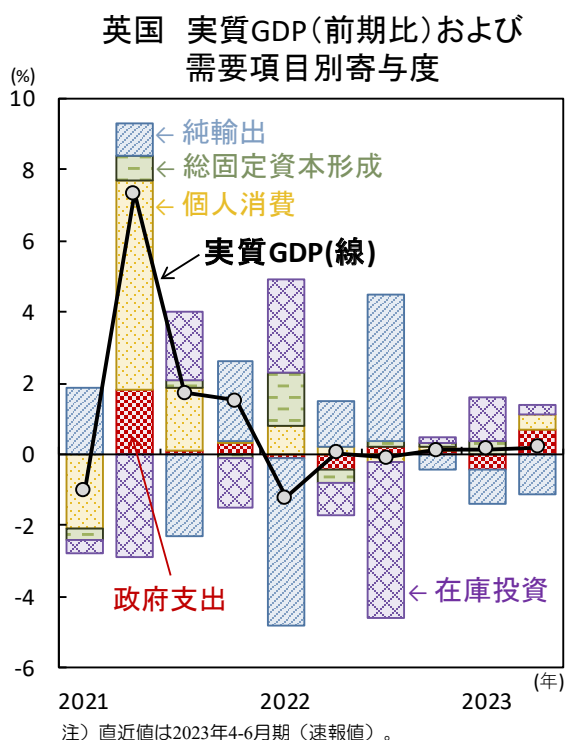


出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

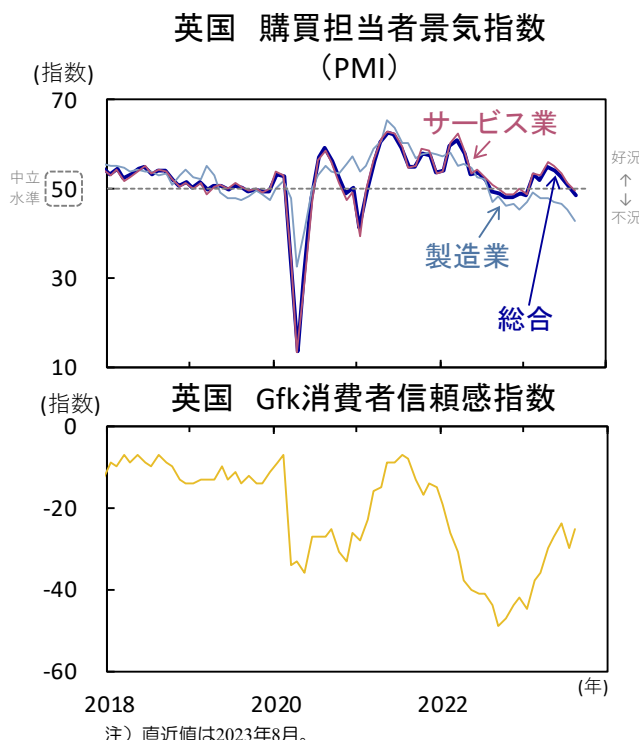
英国の賃金インフレは根強く金融引き締めを継続か、景気はさらに低迷へ

- ◆ 英国の4-6月期実質GDPは前期比+0.2%と、好調な個人消費や政府支出がプラス成長に寄与しました。しかし、企業景況感は悪化。ユーロ圏と同様に、実質所得持ち直しが消費需要を下支えすると期待される一方、金融引き締めが需要を抑制し、7月以降は景気縮小が鮮明化すると予想されます。
- ◆ 英国の賃金上昇・インフレ圧力の根強さはユーロ圏以上に深刻。英国中央銀行(BOE)は9月金融政策委員会(MPC)で15会合ぶりに利上げを見送ったものの、追加利上げの可能性はあるとみます。

● 英国は3四半期連続で低成長を維持も、年末にかけて減速感がより鮮明に

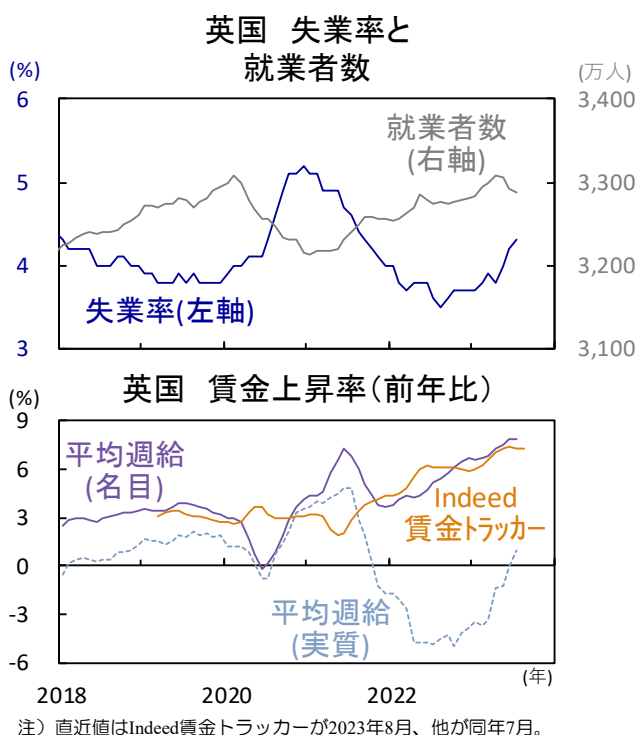


出所) ONSより三菱UFJアセットマネジメント作成

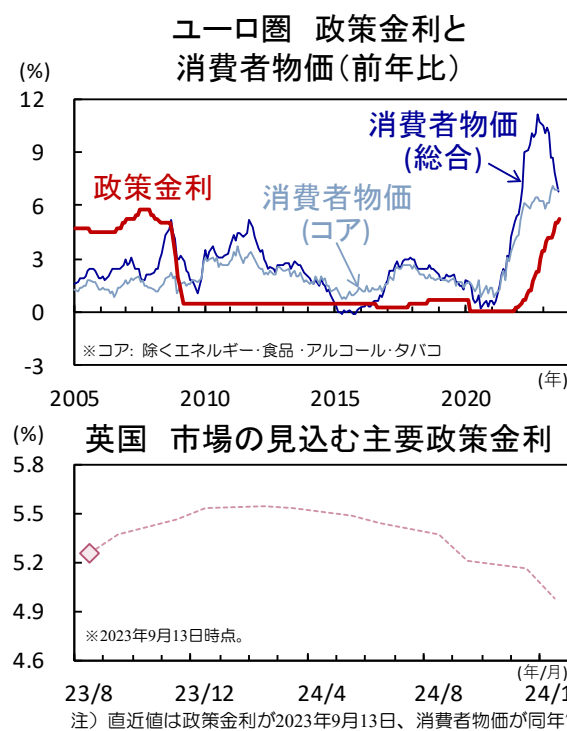


出所) S&Pグローバル、GfKより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 労働需給に緩和の兆しも、賃金上昇圧力は衰えず、金融引き締めの継続は不可避か



出所) ONS、Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

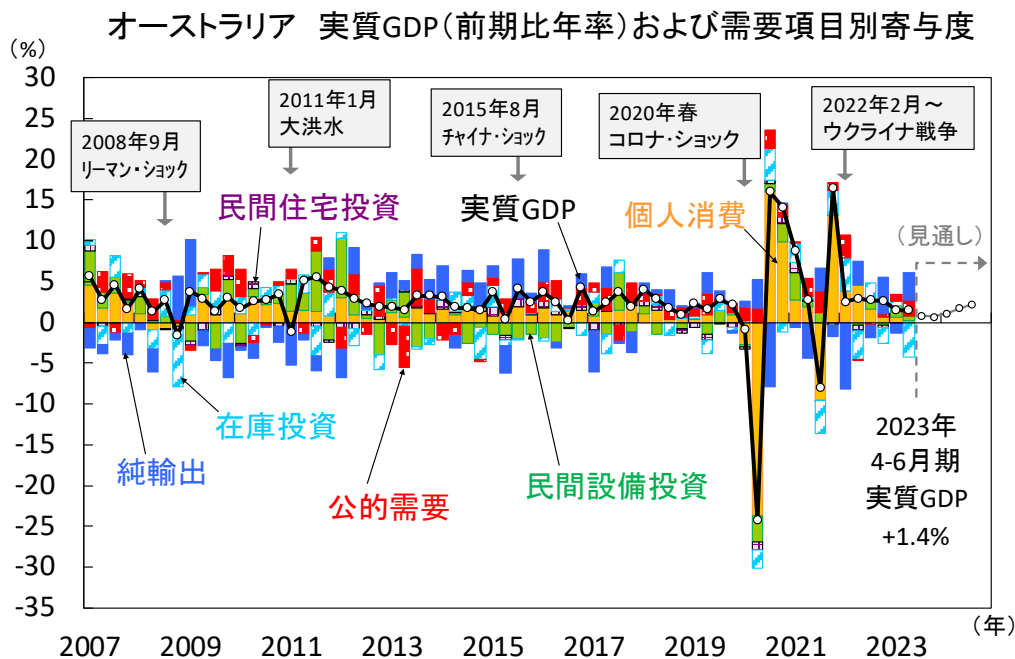


出所) BOE、ONS、Refinivより三菱UFJアセットマネジメント作成

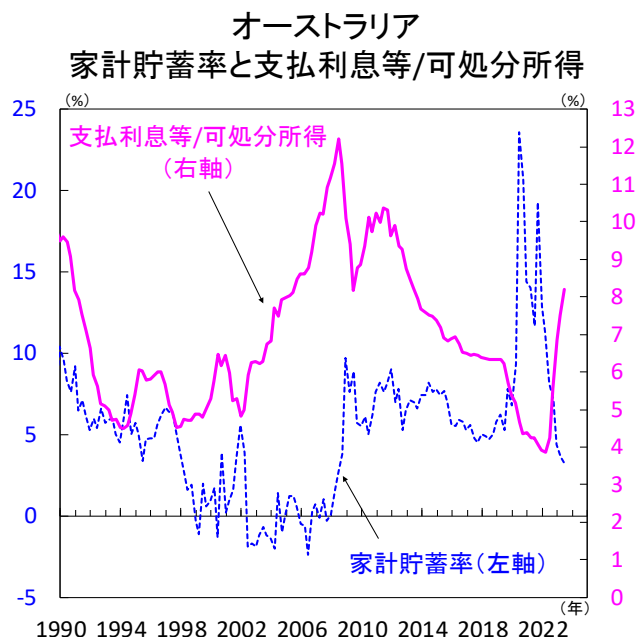
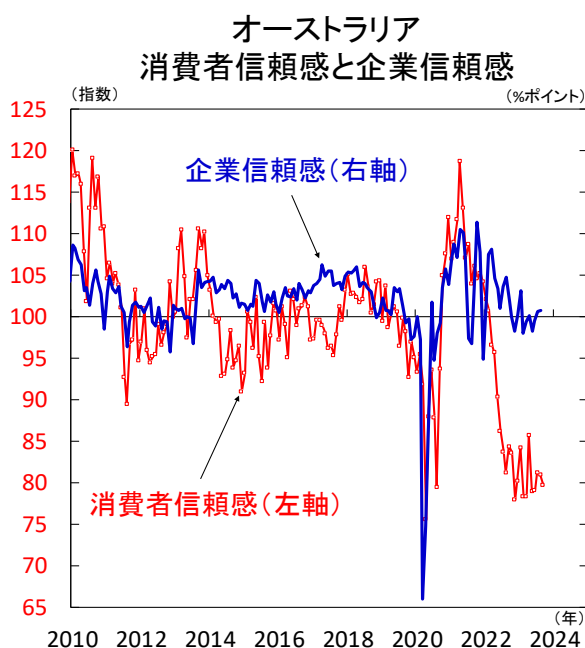
6. オーストラリア（豪州）：豪中銀の金融引き締めは最終局面に

- ◆ 4-6月期の実質GDPは前期比年率+1.4%と底堅い成長を維持しました。個人消費が大きく減速した一方、公共投資と輸出の増加が成長率を押し上げました。金融引き締めが消費支出の抑制につながっており、2023年後半は個人消費や外需の鈍化によって成長率は低下する見通しです。
- ◆ 家計の住宅ローン負担が増加する中、実質可処分所得は減少し家計貯蓄率は低下しています。消費者マインドは低迷しており、雇用情勢の悪化が見込まれるなか消費は一段と減速する見通しです。

● 実質GDP成長率は消費の鈍化により2023年後半は減速へ



● 消費者マインドは低迷、利上げによる支払利息負担の増加が消費の抑制要因に

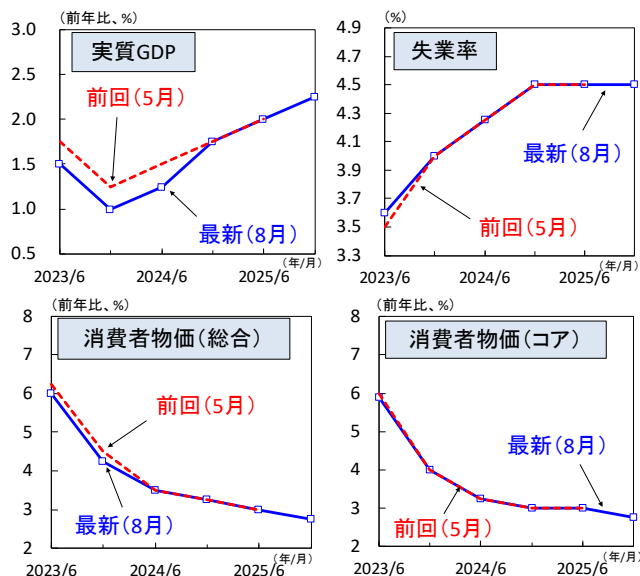


インフレ率は順調に減速

- ◆ 豪中銀は9月の金融政策決定会合で3会合連続で政策金利を据え置きました。声明では、最近の経済データはインフレが予測期間にわたって2-3%の目標レンジに戻る事と整合的としています。
- ◆ 豪中銀は追加利上げの可能性を残していますが、金融引締めは最終局面にあるとみています。金融市場の追加利上げ観測は根強く残っており、インフレ鈍化が確認できれば利上げ観測がさらに後退するとみられます。外需の鈍化も見込まれる中、豪ドルは当面上値の重い展開が予想されます。

● 豪中銀のインフレ予想は2025年末に目標レンジ内へ低下、現状は予想の軌道上

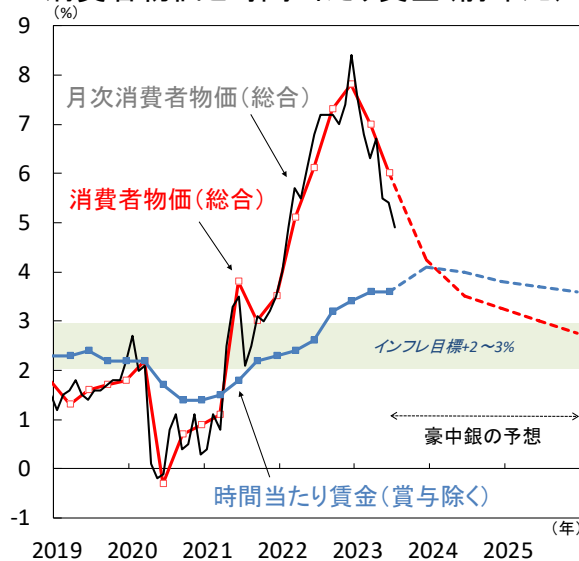
豪中銀の経済・物価見通し(基本シナリオ)



注) 「金融政策報告(2023年8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アセットマネジメント作成

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7月、その他は同年4-6月期。豪中銀予想は同年8月時点。

出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

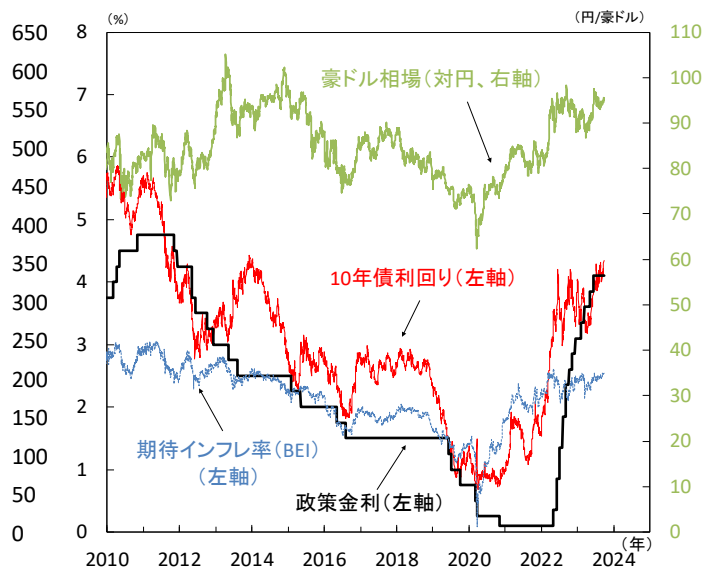
● 輸出が鈍化し貿易黒字は縮小へ、利上げ観測の後退から豪ドルの上値は重い展開

オーストラリア 輸出入額、貿易収支、経常収支



注) 直近値は経常収支が2023年4-6月期、その他は同年7月。
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

オーストラリア 国債利回り、政策金利、 期待インフレ率と豪ドル

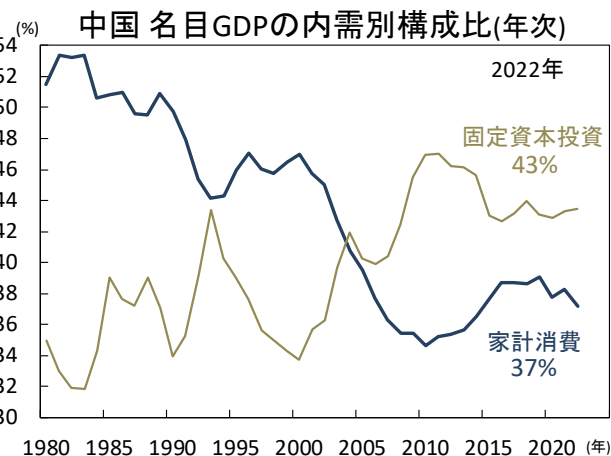
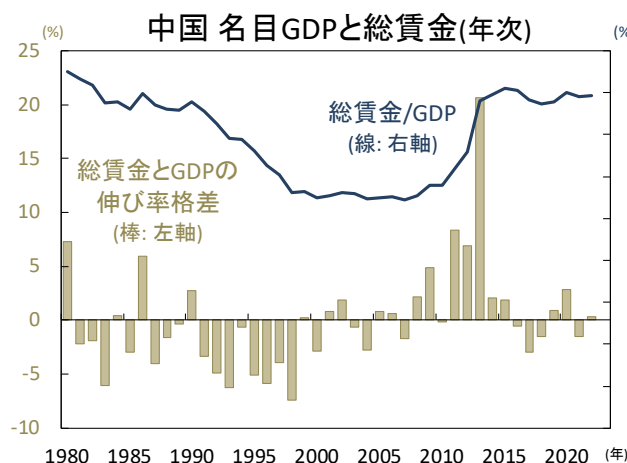
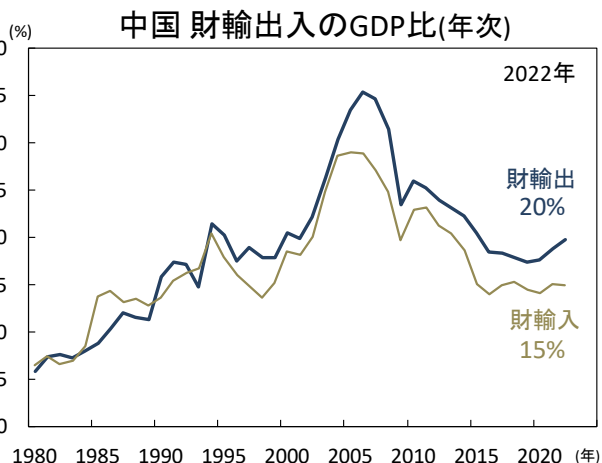
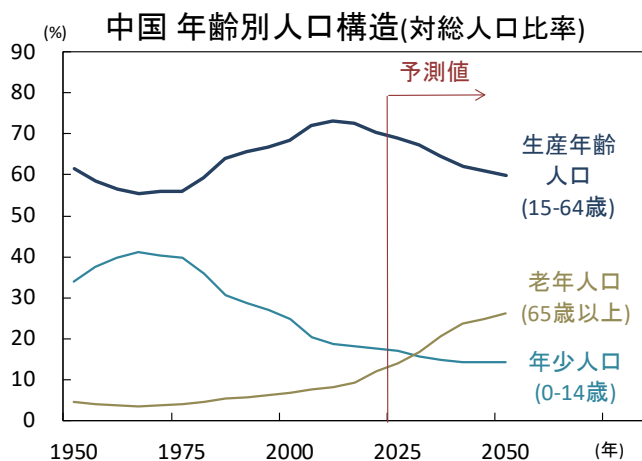
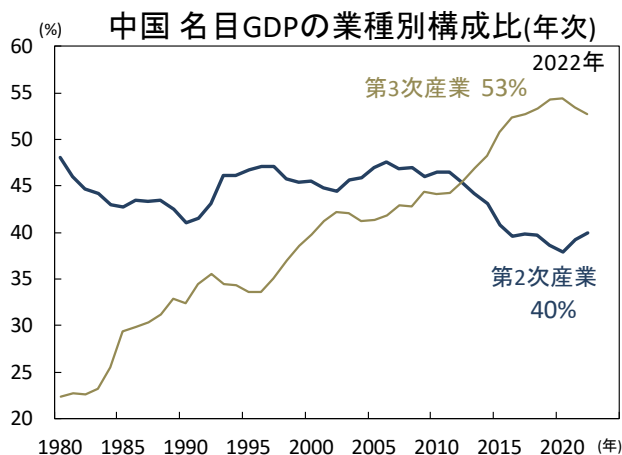
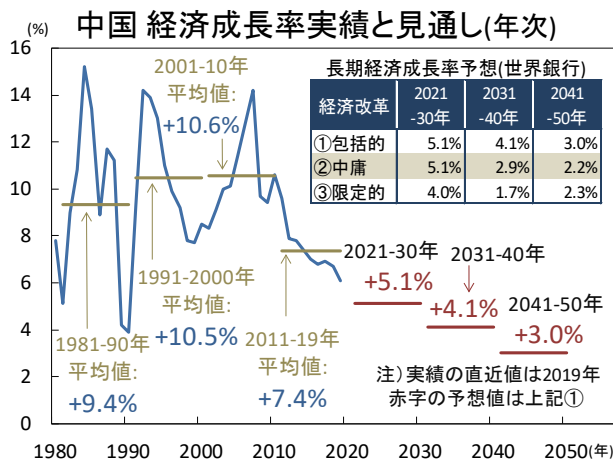


注) 直近値は2023年9月21日。BEI=ブレイクイーブンインフレ率は10年。
出所) Bloomberg、豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

7. 中国経済：住宅不況から低迷を続ける景気

- ◆ 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



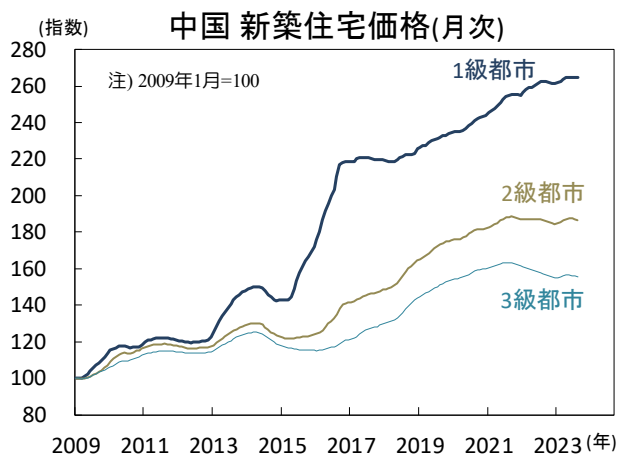
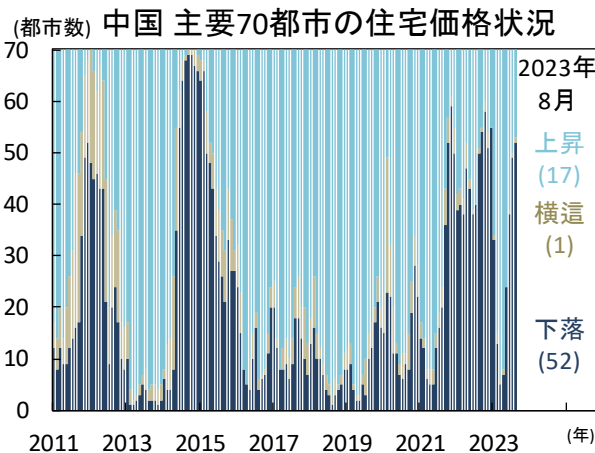
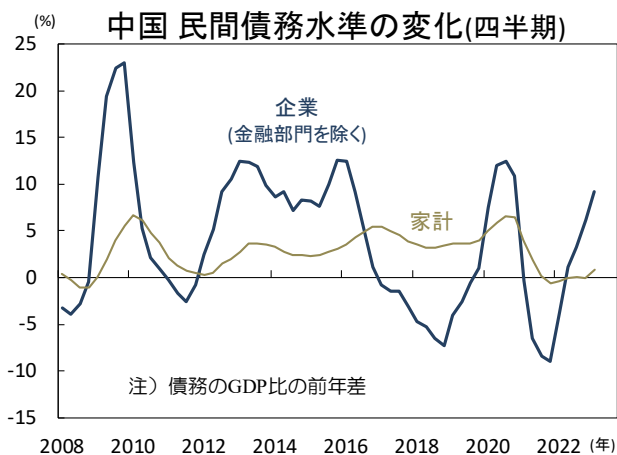
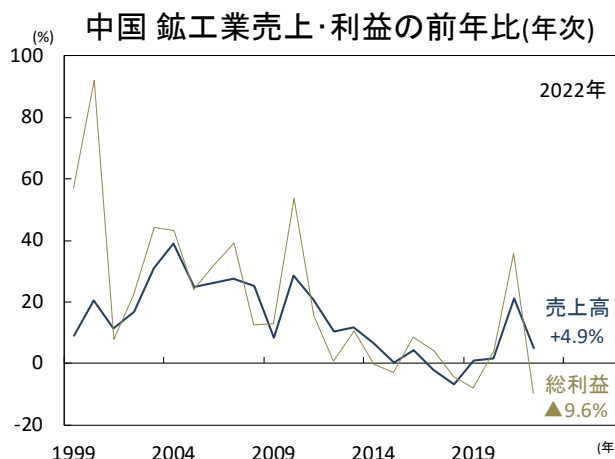
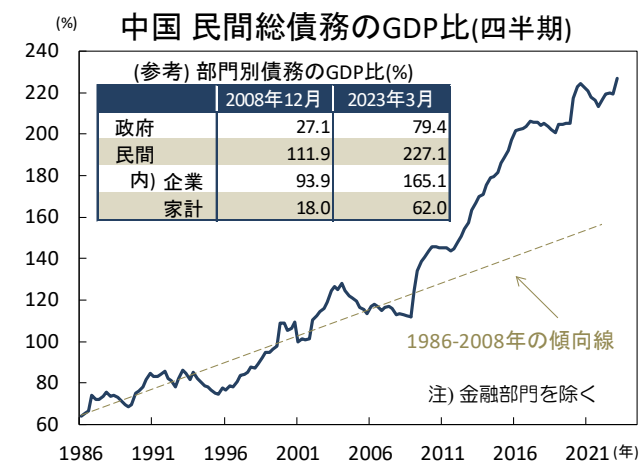
注) 上段：予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, “Innovative China, New Driver of Growth”による。
中段：左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025～2050年は同予測値(World Population Prospects, 2022による)。
下段：左図の直近値は2022年。

出所) 中国国家统计局、世界銀行、国際連合、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

政府の支援策にもかかわらず住宅市場低迷は継続か

- ◆ 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



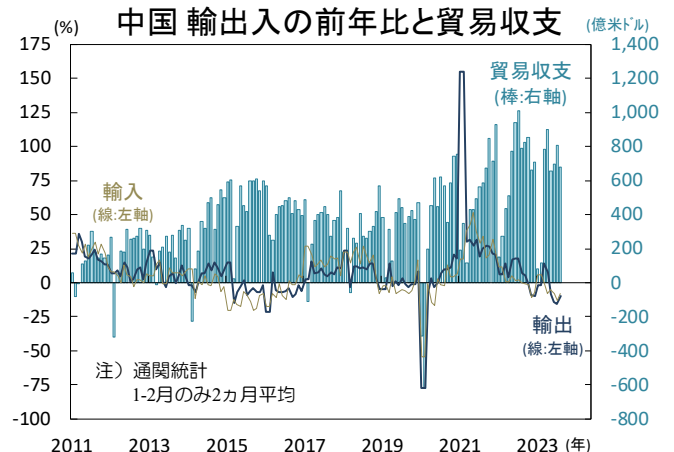
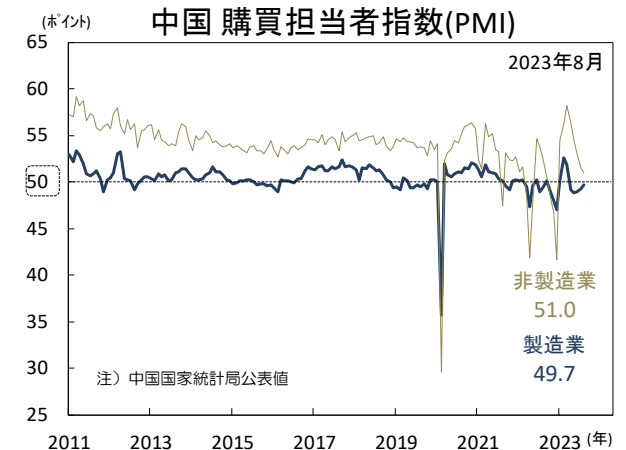
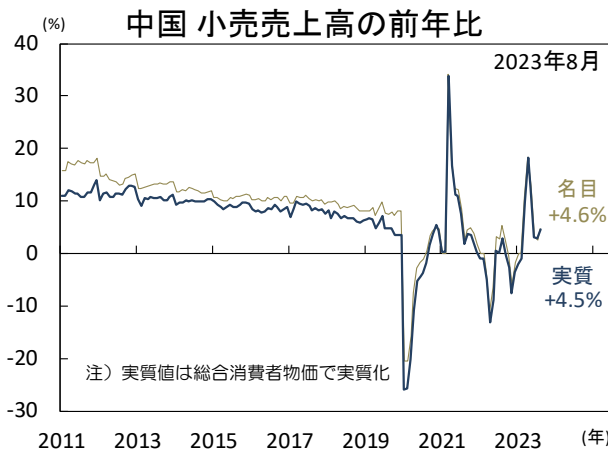
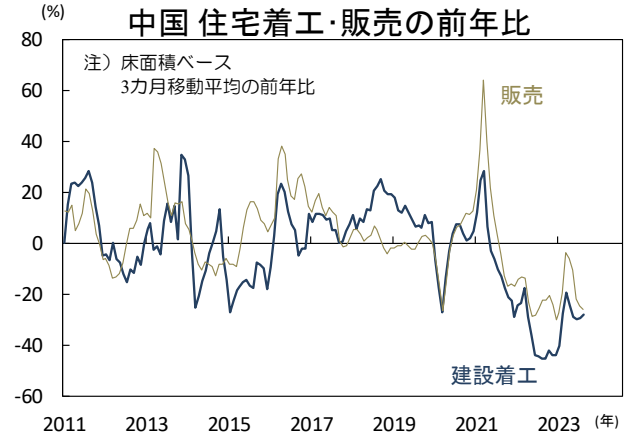
注) 上段：左図の直近値は2023年3月。
中段：左図の直近値は2023年3月。
下段：右図の直近値は2023年8月。

出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

住宅不況が深刻化し景気を下押し

- ◆ 4-6月期の実質GDPは前期比+0.8%(1-3月期+2.2%)へ鈍化。住宅不況や輸出の低迷が重しとなりました。主要月次指標は7月まで悪化した後8月に緩やかに回復したものの、回復は勢いを欠きます。
- ◆ 8月下旬以降、当局は住宅市場や資本市場の支援策を導入し政策金利や預金準備率を引き下げ。景気刺激策の効果は今後徐々に経済に浸透するであろうものの、住宅市場の回復には時間がかかるとみられ、今年通年のGDP成長率は+4.8%(昨年+3.0%)前後と勢いを欠くと予想されます。

● 低迷する住宅販売と不動産投資、家計消費の回復は失速



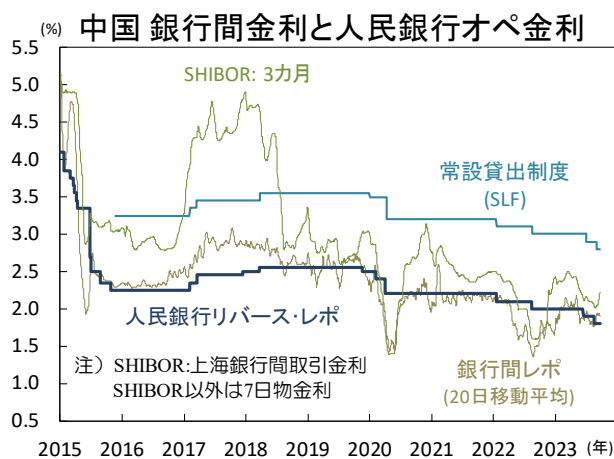
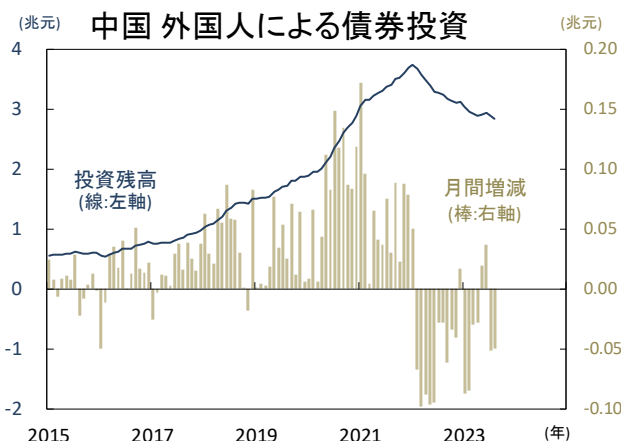
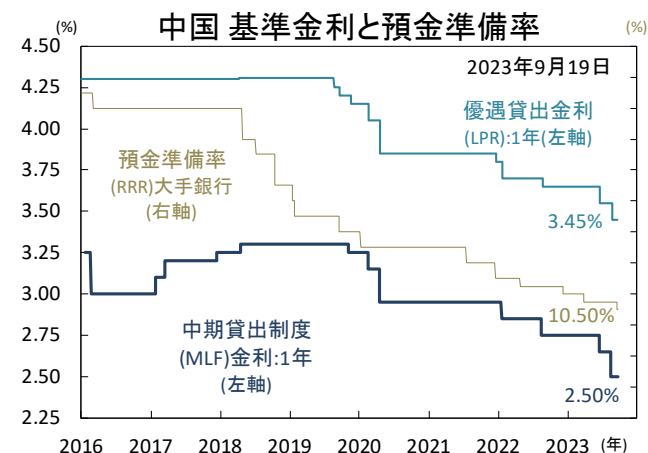
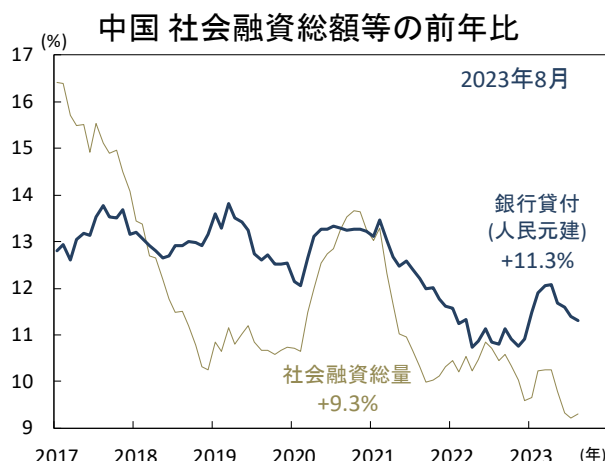
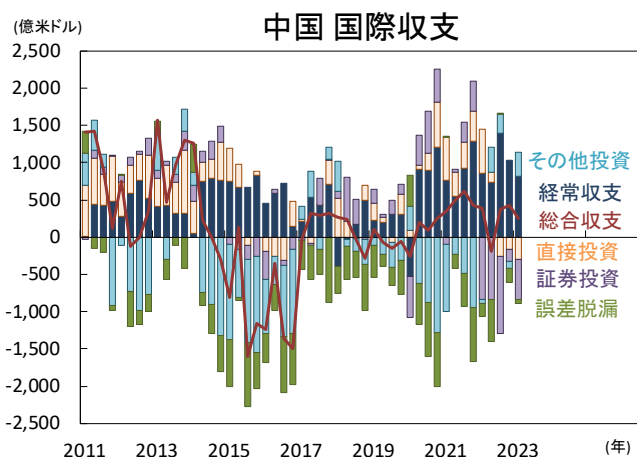
注) 上段: 右図の直近値は2023年8月。
下段: 左右図とも直近値は2023年8月。

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アセットマネジメント作成

今後も人民元相場の上値は重い見込み

- ◆ 人民元は今年初より9月21日にかけて対米ドルで5.6%下落と軟調でした。景気支援のための利下げとともに対米ドル金利差が拡大し、債券市場から資本が流出。中国景気の低迷と企業業績悪化の懸念から株式市場からも資本流出が続き、人民元相場を下押ししています。
- ◆ 当局は元相場基準値の高め誘導、先物為替取引への準備金の再導入、海外人民元(CNH)の流動性吸収など相場支援策を導入。しかし、資本流出圧力は強く、元相場の上値は重いとみられます。

● 金利低下とともに債券投資資本が流出、人民元相場は低迷



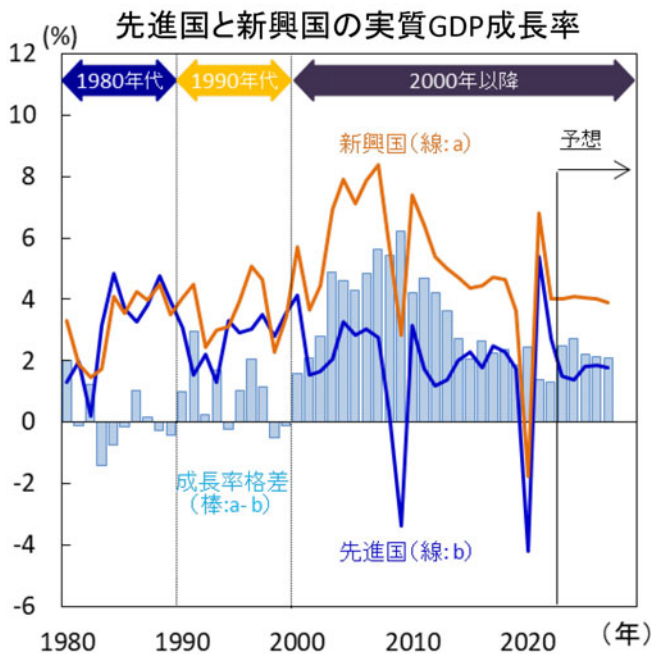
注) 上段: 直近値は、左図: 2022年10-12月期。
中段: 直近値は、右図: 2023年9月19日。
下段: 直近値は、左図: 2023年9月19日、右図: 為替相場は2023年9月19日、外貨準備は2023年8月。

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アセットマネジメント作成

8. 新興国：主要国の利上げはほぼ一巡、一部では利下げも

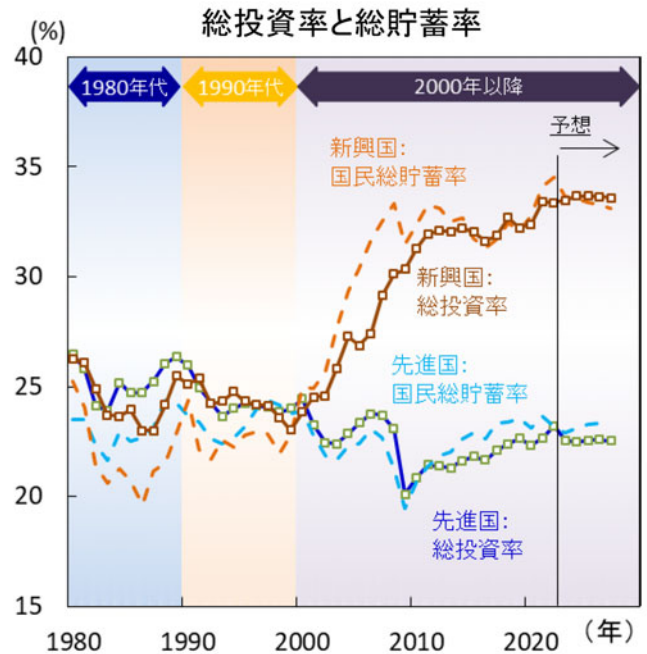
- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で物価が鈍化し経常収支が改善するなど経済が安定化。豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2010年代より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、その成長力が先進国を上回る構図は不変です。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

● 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



注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。

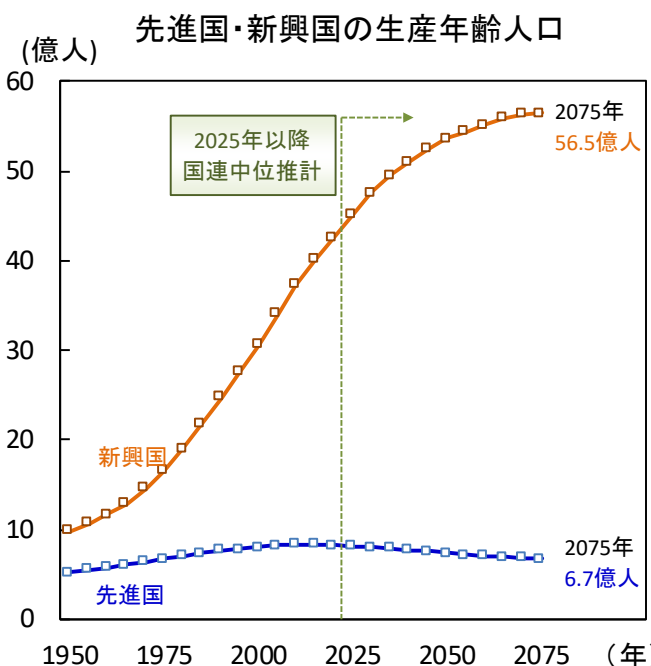
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。

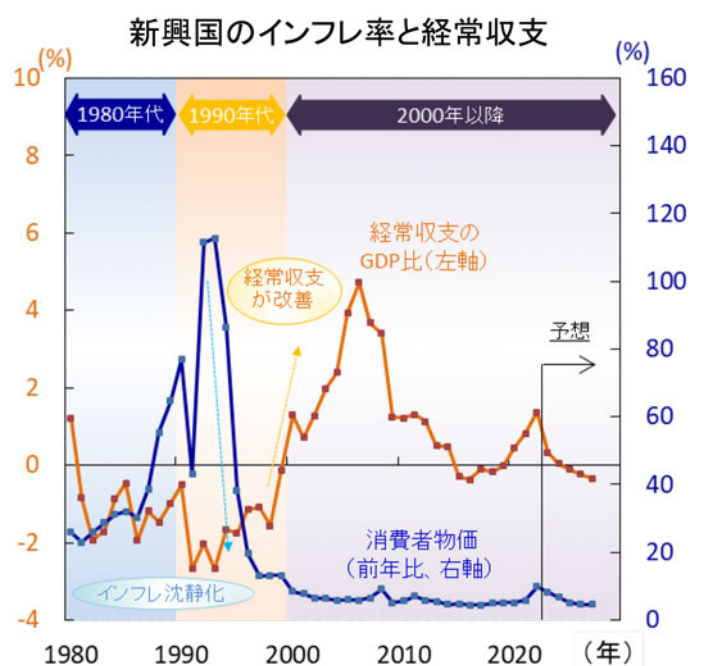
出所) IMF World Economic Outlook より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 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



注) データは5年ごと。2025年以降は国連による中位推計値。生産年齢人口は15歳以上65歳未満とする。

出所) World Population Prospectsより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。

出所) IMF World Economic Outlook より三菱UFJアセットマネジメント作成

主要新興国ではコロナ感染収束後の財政再建が課題に

- ◆ 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。
- ◆ 2020年以降の新型コロナ・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。今後は、悪化した財政をどう改善させるのかが重要な政策課題です。

●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) 名目GDP (10億ドル)	(b) 人口 (百万人)	(c) 人口伸び率 (%)	(d) 一人当たり所得 (ドル)	(e) GDP成長率 (%)	(f) 国内総貯蓄率 (GDP比) (%)	(g) 国内総投資率 (GDP比) (%)	(h) 消費者物価 上昇率 (%)	(i) 財政収支 (GDP比) (%)	(j) 政府債務 (GDP比) (%)	(k) 経常収支 (GDP比) (%)	(l) 対外純債務 比率 (%)	(m) 対外返済 比率 (%)	(n) 流動性 比率 (%)	(o) 外貨準備 カバー (ヵ月)	
日米	日本 4,228	124	-0.4	43,850	-0.0	23.2	26.7	1.1	-4.2	240.4	2.7	-89.7	28.4	94.3	11.4	
	米国 26,864	337	0.6	70,480	2.0	14.9	17.8	4.0	-6.3	112.9	-2.9	276.8	81.3	27.8	1.7	
ユーロ圏	ドイツ	4,410	84	0.4	60,050	0.4	27.3	25.2	4.0	-2.3	65.0	4.7	-26.1	30.5	41.5	1.6
	オランダ	1,079	18	0.5	63,360	1.9	31.6	21.8	4.6	-2.2	50.3	6.1	-52.5	49.9	51.1	0.5
	フィンランド	300	6	0.2	56,150	0.7	23.6	23.8	3.2	-2.5	74.7	-1.1	105.0	35.7	40.3	1.3
	フランス	3,000	66	0.2	52,140	1.0	22.2	24.6	3.1	-4.9	110.7	-0.5	96.6	59.5	47.7	2.5
	ベルギー	627	12	0.5	59,920	1.5	24.7	27.0	3.5	-4.7	104.8	-2.9	21.2	21.5	35.0	0.8
	アイルランド	596	5	1.2	78,650	8.5	66.8	30.8	3.2	1.8	40.6	10.8	-276.2	52.0	17.5	0.2
	イタリア	2,169	59	-0.3	46,940	0.6	21.3	21.9	3.7	-4.4	142.7	0.6	102.4	36.4	-	3.0
	スペイン	1,515	48	0.3	40,810	0.7	22.9	21.0	3.1	-4.1	111.2	1.2	122.8	43.1	35.4	1.6
	ポルトガル	272	10	0.2	35,630	1.6	18.4	21.1	2.9	-0.6	109.0	-1.3	111.1	24.1	47.6	2.3
	ギリシャ	239	11	-0.3	31,610	1.9	12.5	16.8	2.6	-1.5	162.2	-7.0	200.2	9.5	22.9	0.8
その他	デンマーク	353	6	0.4	66,760	1.8	33.0	25.0	3.3	1.4	29.9	9.4	28.0	20.8	55.5	4.4
	スウェーデン	608	11	0.7	61,000	1.4	29.2	26.2	3.8	-0.1	30.9	4.4	113.0	37.5	70.0	2.4
	英国	3,140	69	0.6	50,600	0.4	16.8	19.0	4.4	-5.5	103.2	-2.7	13.2	75.3	47.3	1.3
資源国	ノルウェー	568	5	0.3	84,260	1.8	46.9	21.4	3.7	20.8	38.9	25.2	-38.6	30.0	57.0	4.1
	カナダ	2,182	39	1.1	52,310	1.3	25.3	23.3	3.4	-0.8	95.5	-0.2	171.8	25.5	9.5	1.5
	オーストラリア	1,716	26	1.1	55,330	2.1	25.8	26.4	3.5	-1.2	49.1	1.4	151.7	11.9	65.5	1.3
	ニュージーランド	254	5	1.4	46,290	2.2	22.0	25.3	4.0	-2.5	46.1	-7.0	179.3	36.9	36.8	1.9
アジア	シンガポール	512	6	0.6	102,450	1.9	72.0	23.5	2.8	7.3	37.8	16.4	-120.0	21.1	136.6	4.4
	香港	384	7	-0.5	70,600	-0.3	18.9	18.9	1.8	-3.7	52.0	7.3	-127.5	15.3	163.4	6.0
	台湾	748	23	-0.2	-	3.3	38.6	27.2	1.5	-0.2	33.0	11.2	-283.3	1.9	351.7	14.9
	中国	17,967	1,410	0.1	19,160	4.9	45.0	43.4	1.7	-5.6	54.3	1.7	-102.0	7.4	208.7	11.2
	韓国	1,695	52	-0.0	47,400	1.9	37.3	30.1	2.3	-1.0	50.3	1.9	-45.7	15.3	184.7	6.4
	マレーシア	435	34	1.3	28,150	3.0	31.4	18.1	1.7	-4.3	71.9	2.7	-9.3	9.7	87.1	4.2
	タイ	533	70	0.1	18,120	0.8	29.5	26.9	1.8	-3.4	55.5	2.0	-59.5	5.4	211.9	7.3
	インド	3,671	1,419	1.0	7,130	4.1	30.6	31.2	5.6	-8.8	83.5	-1.6	-13.9	5.3	200.8	7.5
	フィリピン	439	118	1.6	9,210	3.2	9.2	23.0	4.1	-2.8	53.0	-2.9	-7.9	9.7	326.6	6.8
	インドネシア	1,408	282	1.1	12,680	3.4	31.7	32.3	2.9	-2.3	38.9	-0.3	11.9	17.6	104.1	5.4
	ベトナム	440	101	1.1	11,080	5.3	32.7	32.4	3.0	-4.5	36.8	0.6	-4.0	5.4	260.8	2.7
スリランカ	81	22	0.8	14,370	-1.9	28.2	28.2	17.6	-8.0	112.5	-1.3	274.5	24.9	30.8	2.0	
中東・アフリカ	チェコ	332	11	0.1	43,960	0.7	34.2	31.4	7.2	-3.8	44.7	0.2	-23.4	5.2	98.1	7.3
	イスラエル	531	9	1.6	43,780	4.1	29.9	26.7	2.0	-2.4	59.1	3.6	-144.1	16.9	252.0	12.9
	サウジアラビア	1,048	37	1.8	50,635	1.7	44.0	27.3	1.9	-2.3	25.9	5.1	-70.9	21.5	220.2	17.2
	ポーランド	806	38	0.2	36,340	3.0	27.3	26.0	7.2	-5.3	50.0	-0.0	1.7	12.1	117.3	4.4
	南アフリカ	369	61	1.2	14,340	0.2	14.3	13.8	5.1	-4.5	74.2	-2.4	36.5	11.3	102.1	4.6
	ルーマニア	335	19	-0.7	35,500	2.7	19.8	25.9	6.3	-5.1	46.7	-7.1	34.3	11.2	119.9	3.6
	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	99	7	-0.7	27,380	2.5	19.6	19.8	5.7	-3.4	23.2	-0.5	-51.5	6.6	377.0	8.0
トルコ	1,031	87	1.1	30,000	4.8	28.2	30.4	34.2	-5.4	33.7	-4.7	46.7	17.6	90.1	3.3	
ハンガリー	211	10	-0.3	35,660	2.4	31.1	33.4	9.0	-4.1	68.1	-3.4	1.4	11.6	134.5	2.8	
中南米	チリ	349	20	1.0	26,720	1.8	25.3	26.1	6.0	-2.7	39.7	-3.5	62.2	33.7	67.1	4.1
	ウルグアイ	79	4	0.3	22,950	1.3	23.4	17.5	8.3	-3.2	60.2	-2.7	-59.2	13.2	245.3	6.4
	ペルー	264	34	1.0	12,780	1.9	13.3	25.0	4.5	-2.4	33.4	-3.1	24.6	11.0	265.8	9.8
	メキシコ	1,694	128	0.7	19,060	0.4	20.8	22.1	5.3	-3.5	47.0	-0.4	19.3	5.1	135.5	3.3
	コロンビア	363	52	1.6	16,610	3.1	12.9	18.1	6.2	-3.6	54.1	-4.0	70.5	22.8	102.9	6.5
	ブラジル	2,105	217	0.7	15,600	1.6	19.8	18.0	5.9	-6.7	74.8	-1.8	50.5	14.1	165.5	8.6
	ボリビア	46	12	1.4	8,620	1.1	13.4	16.9	1.7	-5.6	68.3	-1.3	10.9	10.8	217.2	2.1
アルゼンチン	591	47	0.9	23,170	0.1	18.2	17.1	68.2	-5.6	92.1	-2.8	-40.5	23.3	74.3	2.8	

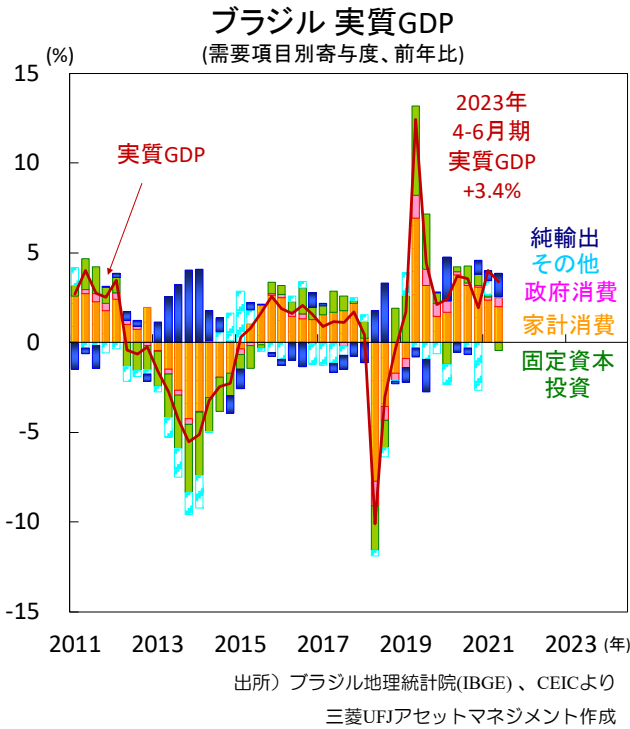
注) 数値は、2023年のFitch予想値。ただし、ロシアについては2021年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2023年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利返済額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アセットマネジメント作成

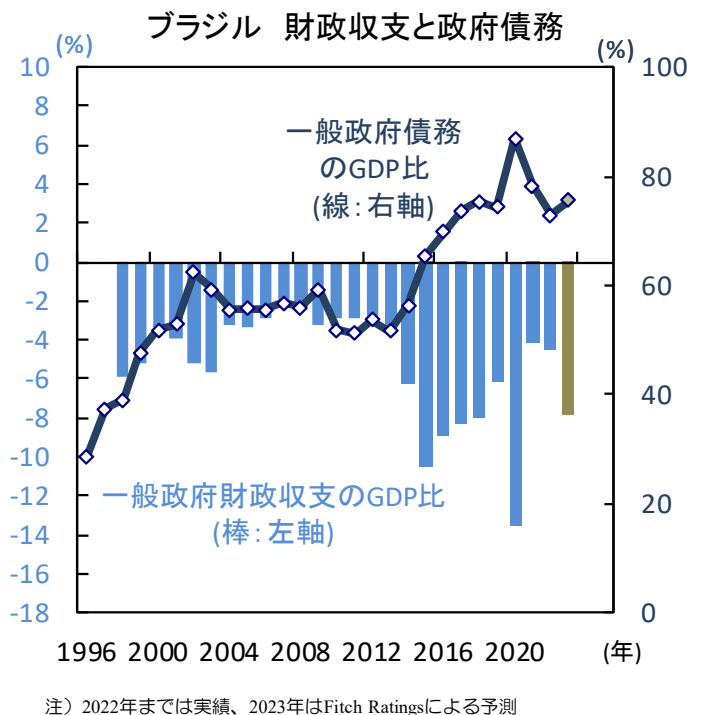
①ブラジル: 堅調な家計消費が景気をけん引

- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+3.4%(1-3月期同+4.0%)と堅調でした。家計消費が力強く拡大。恵まれた雇用環境に加え、家計向けの条件付き現金給付(ボルサ・ファミリア)の拡大と所得税減税など財政支援策や、公務員給与の引き上げ、最低賃金の再引き上げなどが追い風となりました。
- ◆ 今後は昨年8月までの大幅利上げ効果の時間差をおいた浸透が重しとなるものの、好調な雇用市場や財政支出拡大が景気を支える見込み。今年通年のGDP成長率は+2.8%前後となるでしょう。

● 良好な雇用環境や財政再支援策に支えられ、家計消費が堅調に拡大(左)



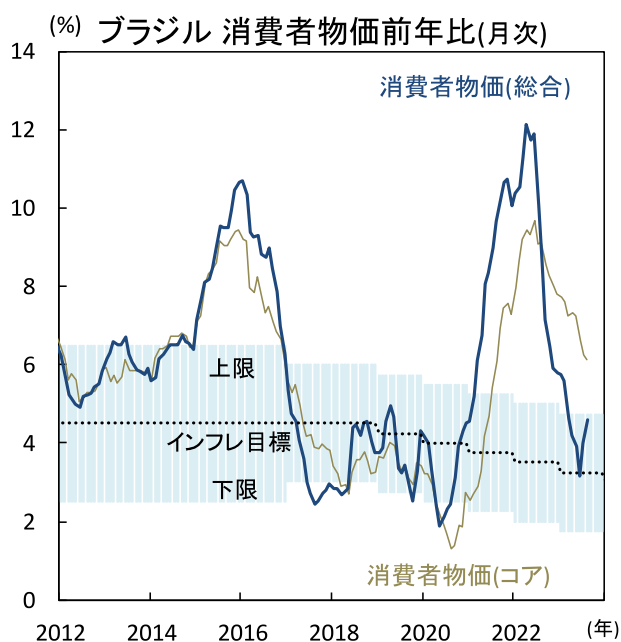
● 底堅く拡大する家計消費(左)、悪化した財政の健全化が政策課題(右)



当局が慎重に利下げを続ける中でリアル相場は底堅く推移

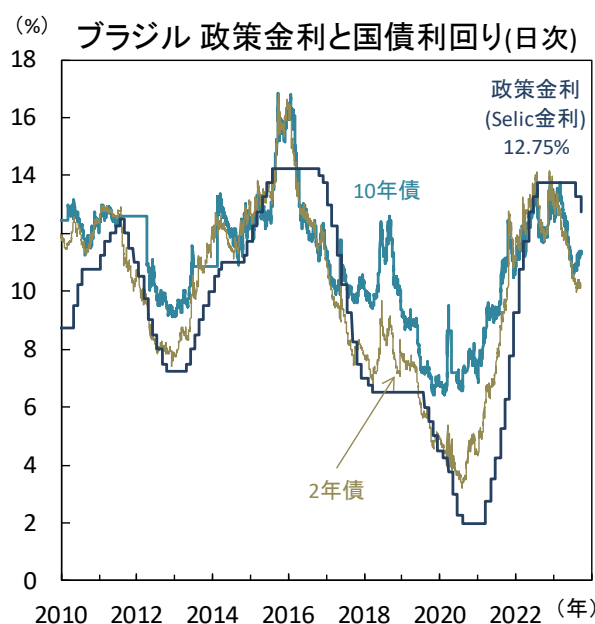
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+4.6%(7月+4.0%)と16カ月ぶりに上昇。電力料金の上昇等により。一方、コア物価の伸びは引き続き鈍化。当局は今後も慎重な利下げを続ける見込みです。
- ◆ 当局は米国の追加利上げも意識される中で8月より利下げを開始。前後には通貨レアルが一時的に弱含んだものの、相場はおおむね安定的です。利下げ開始後も高い実質金利の水準や、健全な経済運営を志向する当局と議会などに支えられ、レアルは今後も底堅く推移する見込みです。

● 総合物価が反発したもののコア物価は鈍化(左)、中銀は利下げを継続(右)



注) コアは食品と燃料を除く。直近値は2023年8月。

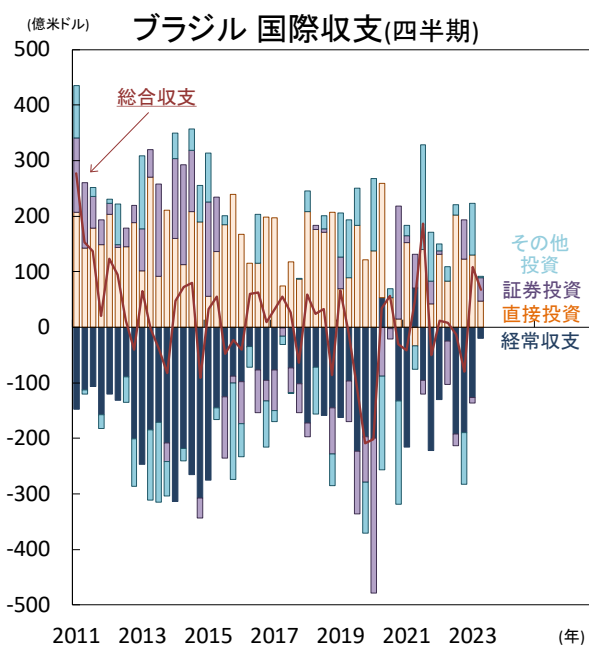
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2023年9月21日。

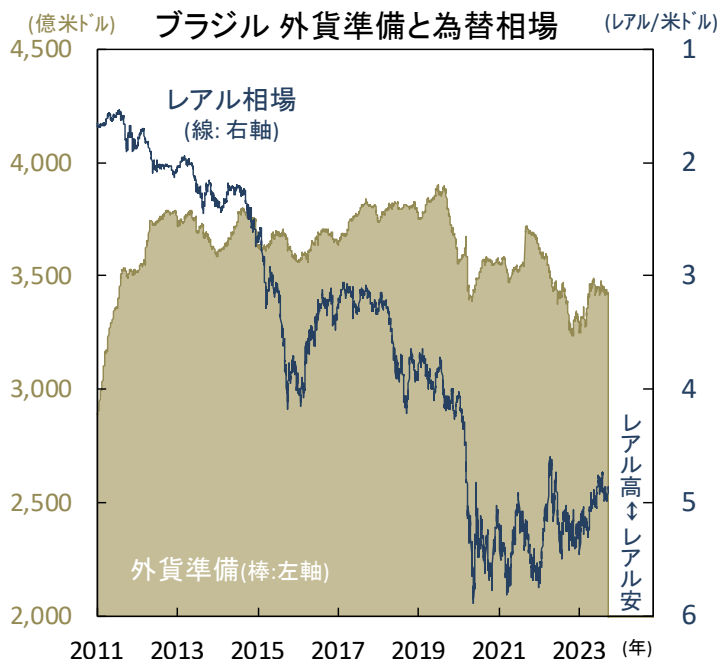
出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 利下げ開始以降も、高い実質金利等に支えられリアル相場は底堅く推移(右)



注) 直近値は、2023年4-6月期。

出所) ブラジル中央銀行、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



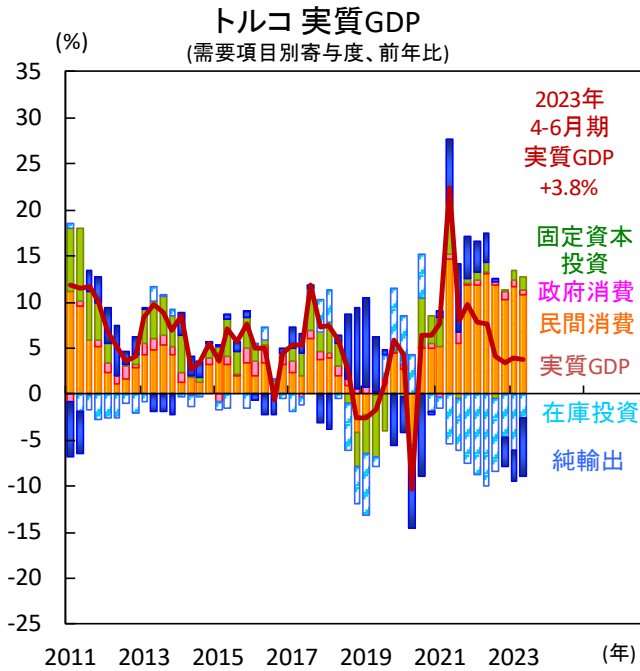
注) 直近値は、為替相場: 2023年9月21日、外貨準備: 2023年9月19日。

出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

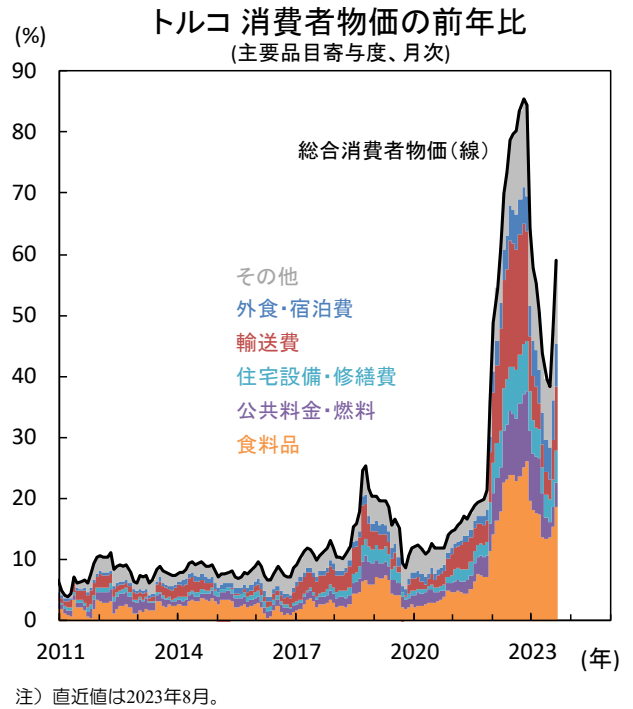
②トルコ: 大幅利上げの影響で今後は景気が鈍化する見込み

- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+3.8%(1-3月期同+3.9%)と堅調。家計消費が好調でした。選挙前の政府支出の加速にも助けられ、景気は2月初の大地震被害による落ち込みから素早く回復しました。
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+58.9%と6月の+38.1%より再上昇。6月初以降のリラ安や最低賃金の大幅引き上げ(+34%)や増税の影響もあり、物価は今後も高止まる見込みです。当局は6月から9月にかけて政策金利を8.5%から30.0%へと引き上げ。今後は景気が鈍化すると予想されます。

● 堅調な民間消費(左)、消費者物価は再上昇し今後も高止まる見通し(右)

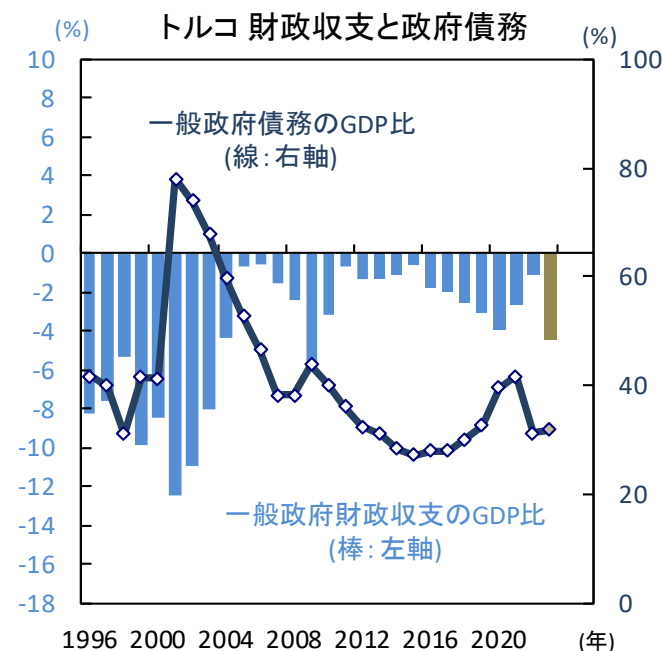


出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



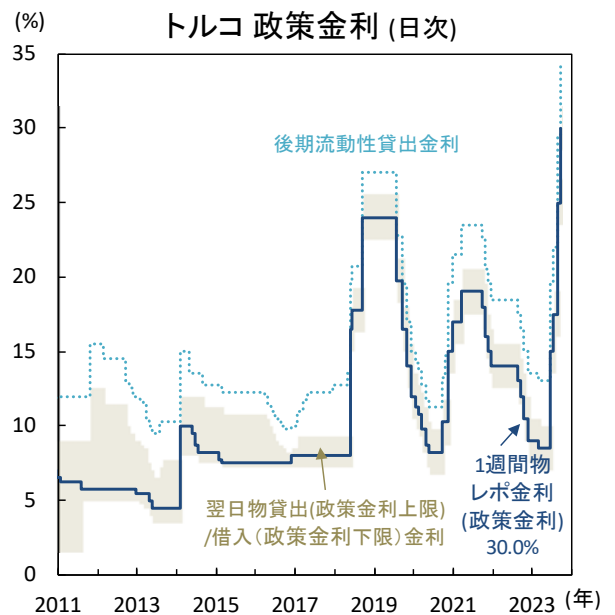
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 経済運営の健全化を目指す当局は、政策金利を大きく引き上げ(右)



注) 2022年までは実績、2023年はFitch Ratingsによる予測

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成



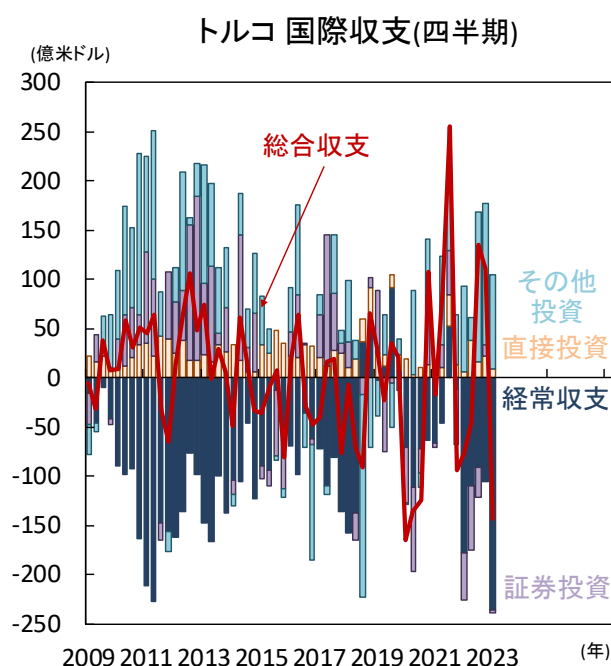
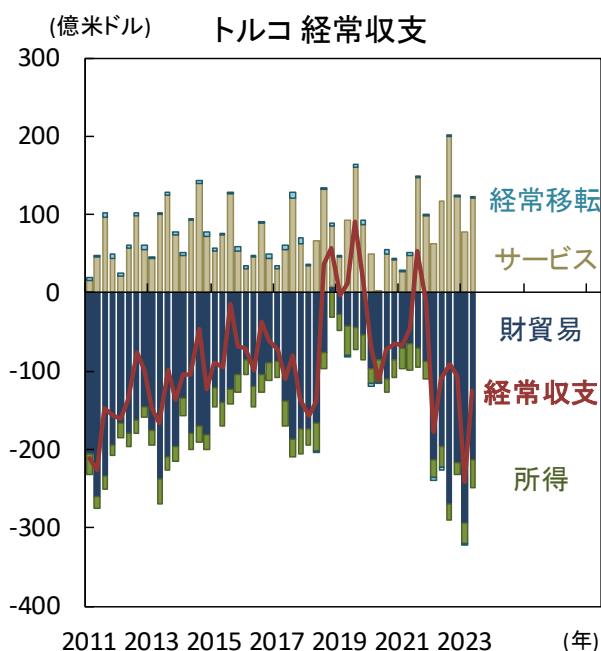
注) 直近値は2023年9月21日。

出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

トルコ: 拡大する経常赤字と上値の重いリラ相場

- ◆ 内需が伸びるとともに輸入が拡大し貿易赤字と経常赤字が拡大。インフレ再加速とともに金輸入も増えています。直接投資の純流入額は近年低迷し経常赤字をカバーするには至っていません。
- ◆ 5月の選挙を経て就任した財務相と中央銀行総裁は経済運営の健全化を目指し大幅な利上げを実施。リラ相場の急落は収束しました。もっとも観光収入の増える夏季が終わり今後は年末にかけて経常収支が悪化する見込み。外貨準備も低位に留まる中、リラ相場の上値は重いでしょう。

● 貿易赤字と経常赤字が悪化(左)、足元で赤字に転じた国際収支(右)



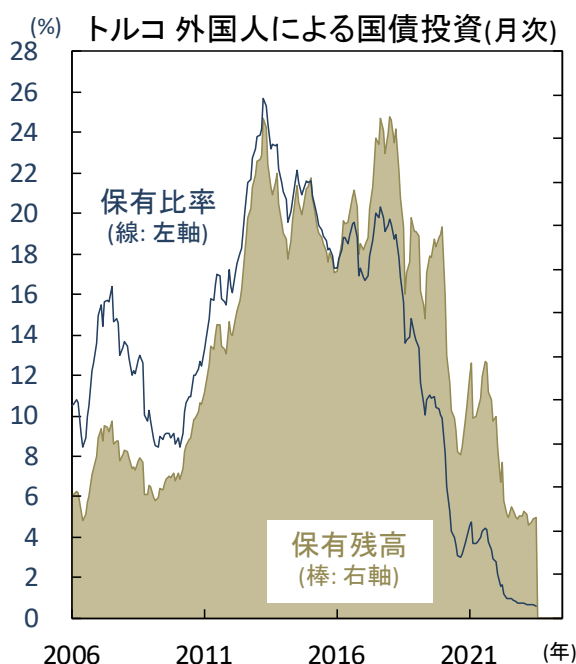
注) 直近値は2023年4-6月期。

注) 直近値は2023年4-6月期。

出所) トルコ中央銀行、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) トルコ中央銀行、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 外国人による国債投資は低迷(左)、上値の重いトルコ・リラ相場(右)



注) 直近値は2023年7月。

注) 直近値は、為替相場: 2023年9月20日、外貨準備: 同年9月8日

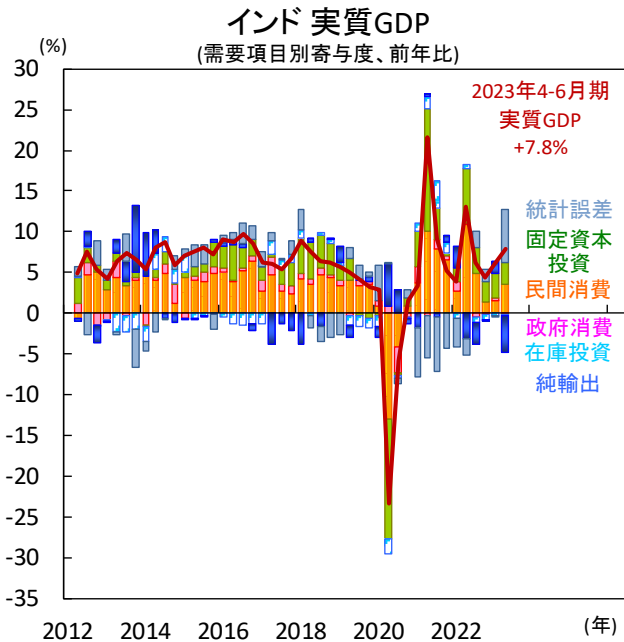
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) トルコ中央銀行(TCBM)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

③インド: 緩やかに鈍化する景気、物価は再び上昇

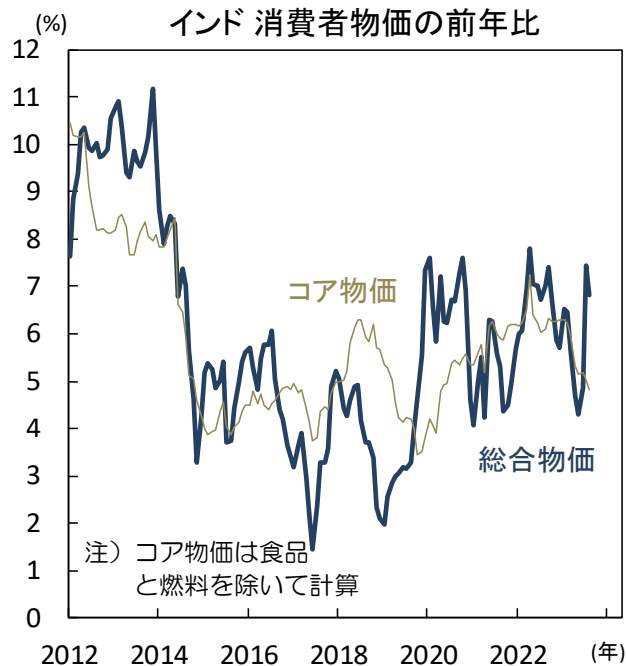
- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+7.8%(前期+6.1%)へ加速。堅調な公共投資や銀行融資の伸びなどが景気を押し上げました。今後も投資は拡大するものの、雨不足によって農業生産と農村部家計消費の鈍化する見込み。今年度のGDP成長率は+6.0%前後(昨年度+7.2%)へ鈍化するでしょう。
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+6.8%と、5月に+4.3%へと低下した後に再上昇。雨不足に伴って野菜や豆類や香辛料価格が高騰しており、今後も当面物価の高止まりが見込まれます。

● 景気は今後緩やかに鈍化か(左)、雨不足等から消費者物価は再び上昇(右)



注) 期間は2012年4-6月期から2023年4-6月期。

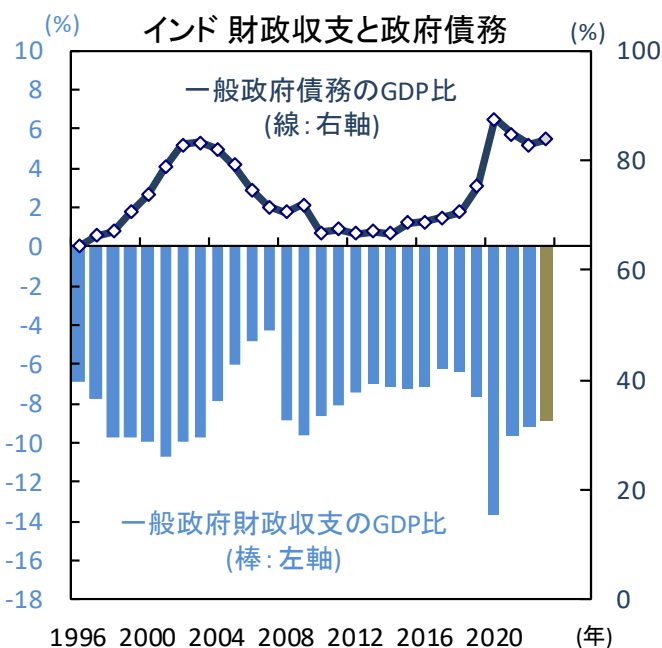
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2023年8月。

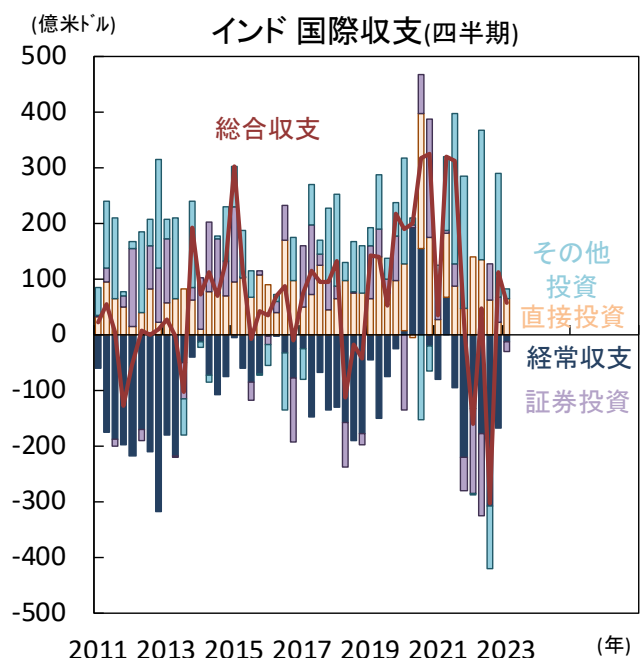
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 高止まる政府債務水準(左)、2020年の黒字を経て経常赤字基調が再び定着(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アセットマネジメント作成



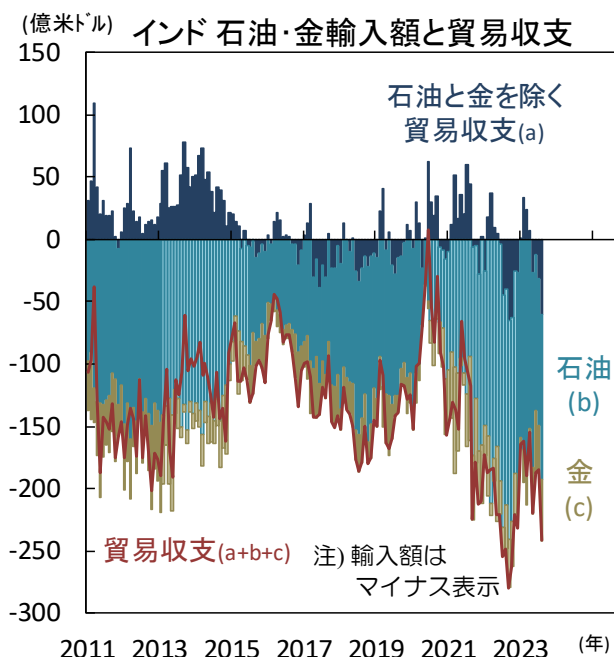
注) 直近値は、2023年1-3月期。

出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

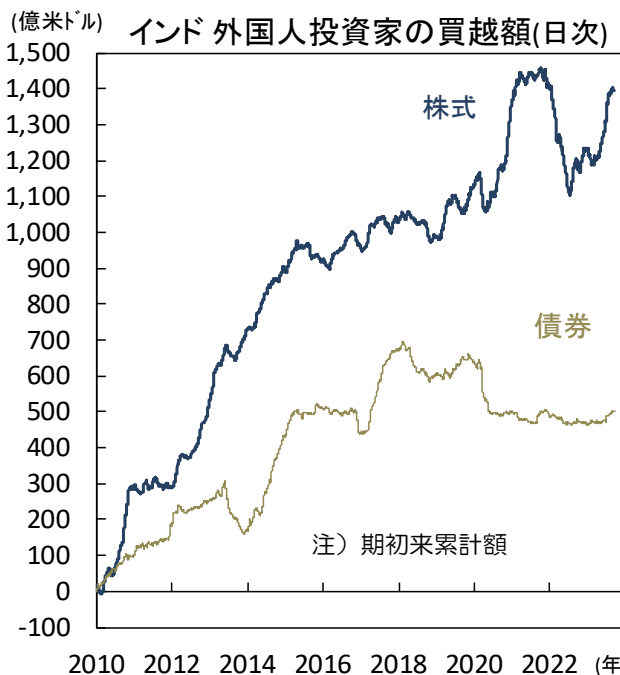
大幅利上げを行った当局、底堅いルピー相場

- ◆ 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%)、その後金利を維持。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。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する一方、ドル高局面ではドル売り介入で相場を安定化しています。主要新興国債券指数への組入れも始まる中、ルピー相場は今後も当面底堅く推移すると予想されます。

● 貿易赤字は足元で再拡大(左)、債券投資資本は低迷(右)

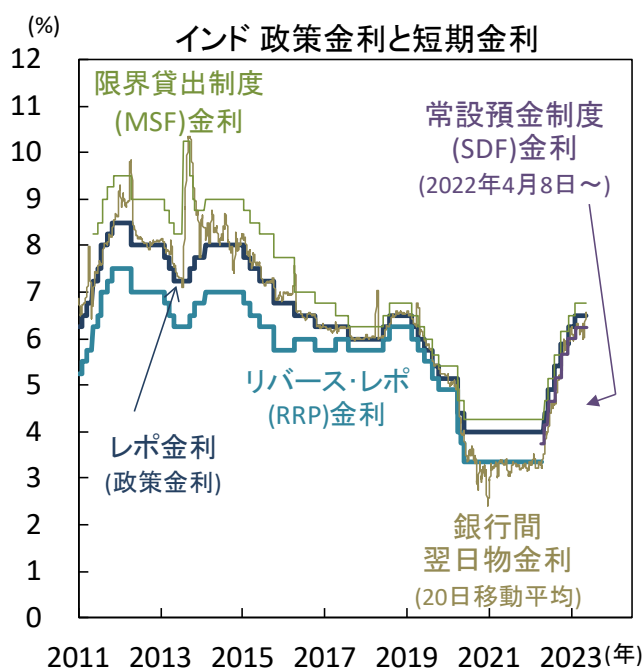


注) 直近値は、2023年8月。
出所) インド商工省、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

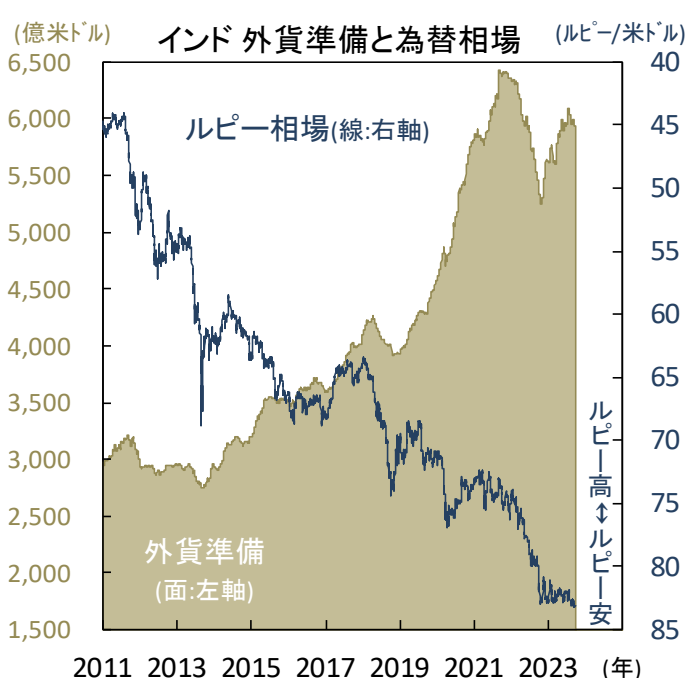


注) 期間は、2010年1月4日～2023年9月18日。
出所) インド証券取引委員会(SEBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 8月まで3回連続で金利を据え置き(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9月21日。
出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

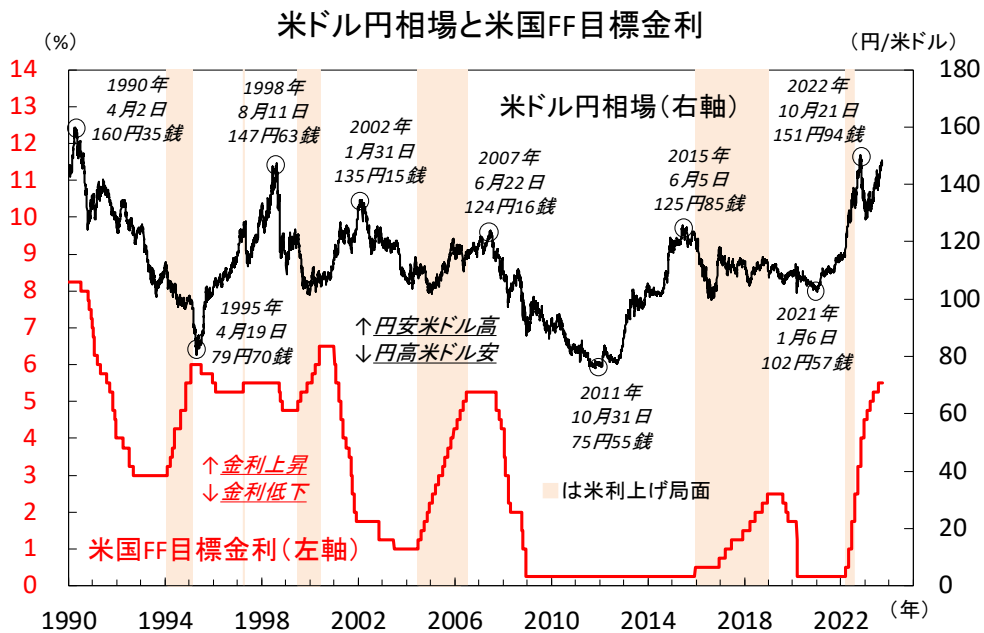


注) 直近値は、為替相場: 2023年9月21日、外貨準備: 2023年9月8日。
出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

9. 為替相場：根強い円安圧力

- ◆ 2023年後半の米ドル円相場は再び円安米ドル高基調です。米国が利上げ休止に近づいているものの、米景気の堅調を背景に米金利が高止まるなか、日銀は金融緩和修正を模索しつつも利上げには慎重で国内金利の上昇が限定的なため、日米金利差縮小が進まない点も一因です。
- ◆ 世界でも日本の相対的低金利が際立つなか、一時は円キャリー取引（低金利の円で資金調達し、高金利の通貨に投資）再開を示唆する動きもうかがえました。円安圧力は根強く残る見通しです。

● 米ドル円相場：2023年後半は再び円安基調に

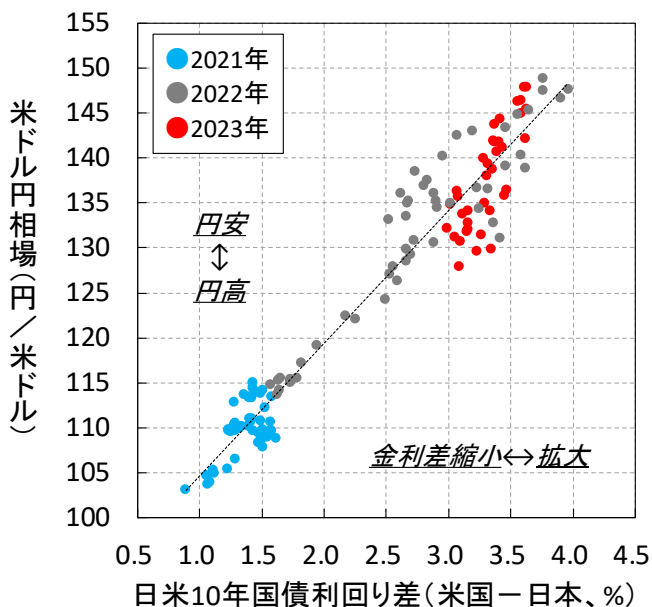


注) 図内の凡例は期間内の主な円高安値（ザラ場ベース、Refinitiv集計）。直近値は2023年9月20日。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 円安の背景にある日本の相対的低金利、足元は円キャリー取引再燃の動きも

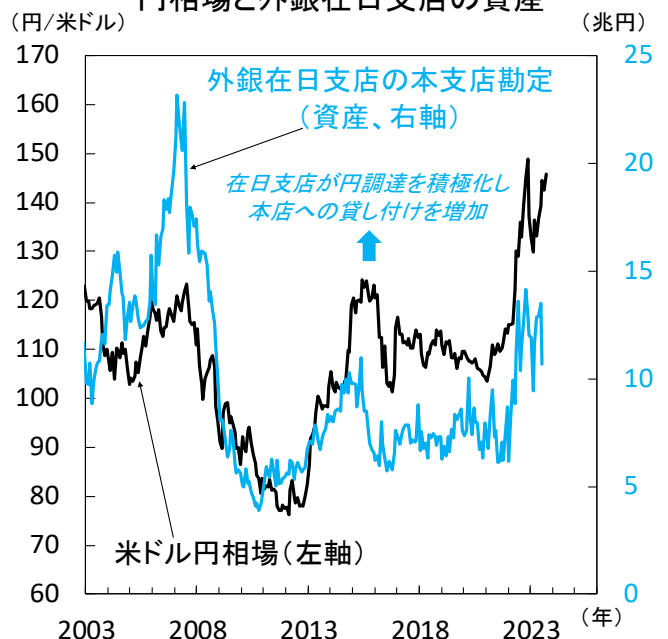
米ドル円相場と日米金利差の関係



注) 対象期間は2021年初から直近（週次）。点線は単回帰直線。直近値は2023年9月15日。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

円相場と外銀在日支店の資産



注) 直近値は2023年7月（米ドル円相場は同年9月）。

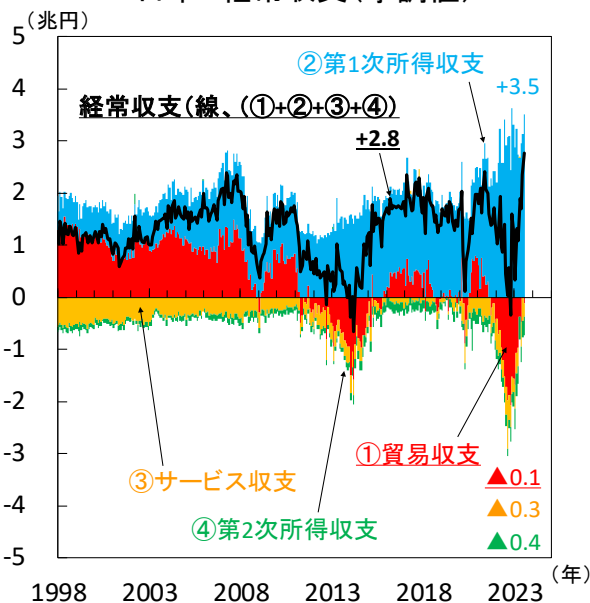
出所) 日本銀行、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本の経常黒字拡大が続くかは不透明

- ◆ 日本の貿易収支は、原油高一服で赤字が縮小しました。他方、サービス収支は入国制限緩和で観光収支黒字が拡大も、その他項目での赤字が目立っており、経常黒字拡大が続くかは不透明です。
- ◆ 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、再投資に回しやすい(円買い材料にならず)傾向があります。

● 2023年は原油安(2022年比)で貿易赤字が縮小し、経常収支が大幅に改善

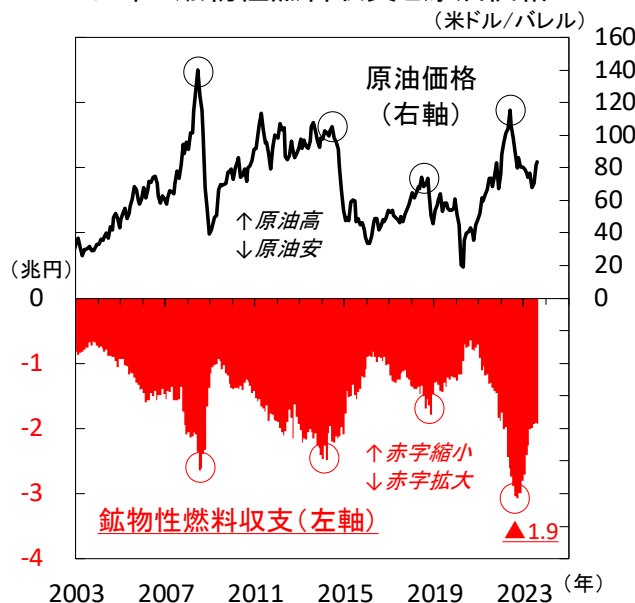
日本 経常収支(季調値)



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7月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 鉱物性燃料収支と原油価格

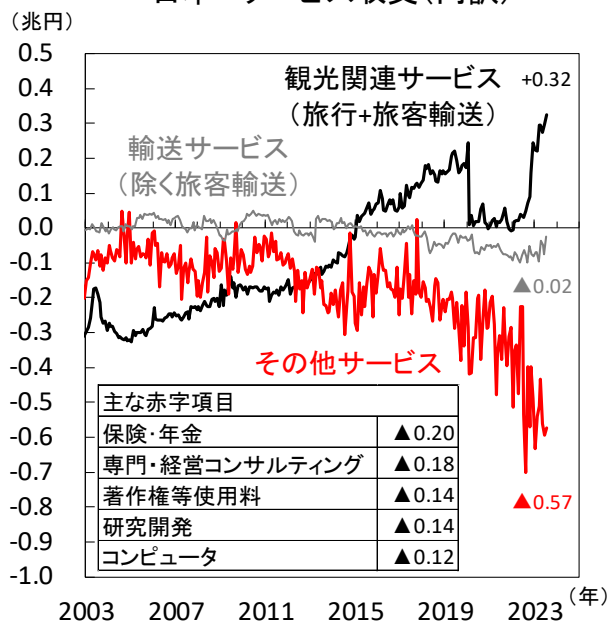


注) 原油価格はWTIベース。季節調整は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年8月。

出所) 財務省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● サービス収支は観光分野の黒字拡大も、その他分野では赤字拡大が持続

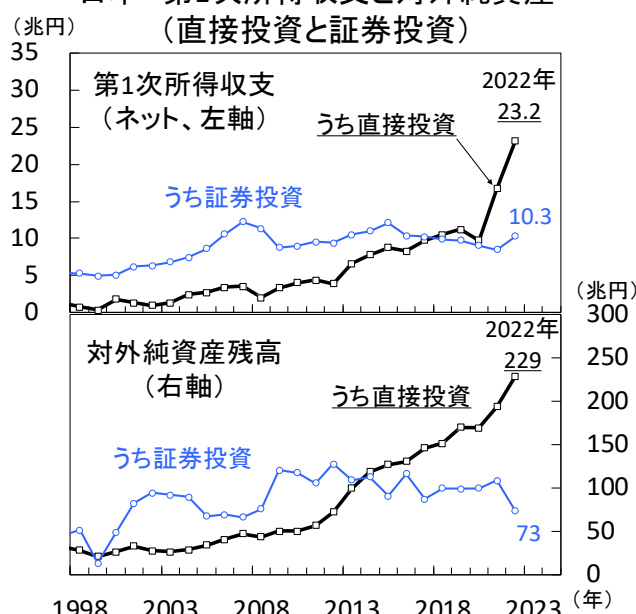
日本 サービス収支(内訳)



注) 季節調整は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2023年7月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

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が8.9兆円。2022年の対外純資産残高は419兆円(うち外貨準備が162兆円)。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

12年ぶりの米国国債格下げをどう見るか

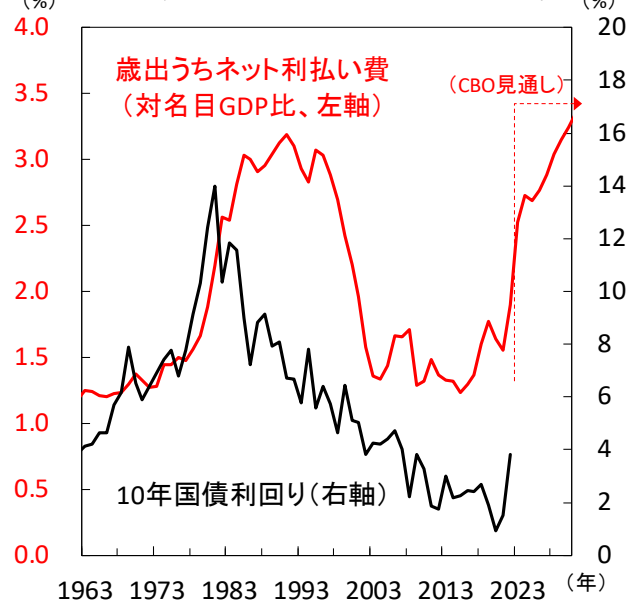
- ◆ 2023年8月、大手格付け会社フィッチが米国債の格下げに踏み切りました。2011年の格下げ時と同様に、中長期的な米財政悪化懸念やねじれ議会による政治対立などが背景にあるようです。
- ◆ 米国内需の相対的な強さの裏返しでもある経常赤字、大型景気対策を繰り返した結果膨らんだ財政赤字、という双子の赤字は、潜在的な米ドル安材料といわれます。近年、海外勢の米国債需要鈍化や公的部門の金準備拡充など、米ドル依存見直しともいえる動きには目配りも必要です。

● 米国の国債格下げが突き付ける米国財政悪化・ガバナンス低下という現実

米国 国債格下げの背景比較 (2011年と2023年)

格下げ日	2011年8月5日 S&P / AAA→AA+	2023年8月1日 フィッチ / AAA→AA+
財政悪化の背景	2008年 リーマン・ショック	2020年 コロナ・ショック
政治動向	2010年11月 中間選挙で民主党が 下院敗北(上下院ねじれに)	2022年11月 中間選挙で民主党が 下院敗北(上下院ねじれに)
	2011年5月 連邦債務が法定上限到達 (債務上限問題表面化)	2023年1月 連邦債務が法定上限到達 (債務上限問題表面化)
	2011年8月 連邦債務上限引き上げ合意 (財政赤字削減とセット)	2023年6月 連邦債務上限停止合意 (2025年1月まで)
	2012年～ 「財政の崖」問題浮上	
	2012年11月 大統領選挙	2024年11月 大統領選挙
金融政策	ゼロ金利維持 量的金融緩和(QE)	大幅利上げ 量的引き締め(QT)
国際情勢	中国過剰債務是正着手 南欧債務問題 東日本大震災	中国景気低迷 ウクライナ戦争 国際分断リスク

米国 長期金利と歳出(うち利払い費) (%)



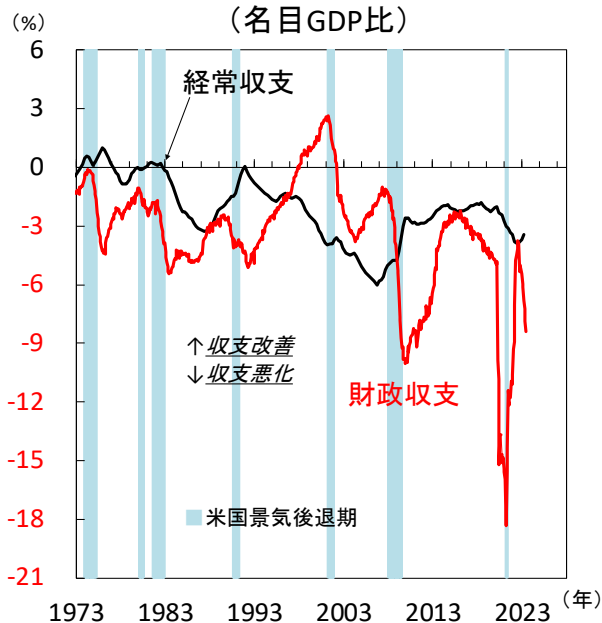
注) CBO The 2023 Long-Term Budget Outlook (2023年6月) に基づく。
2022年までが実績、以降がCBO予測。

出所) 米議会予算局(CBO)、Refinitivより
三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米国双子の赤字が常態化するなか、米国債への高い信頼に揺らぎはないか

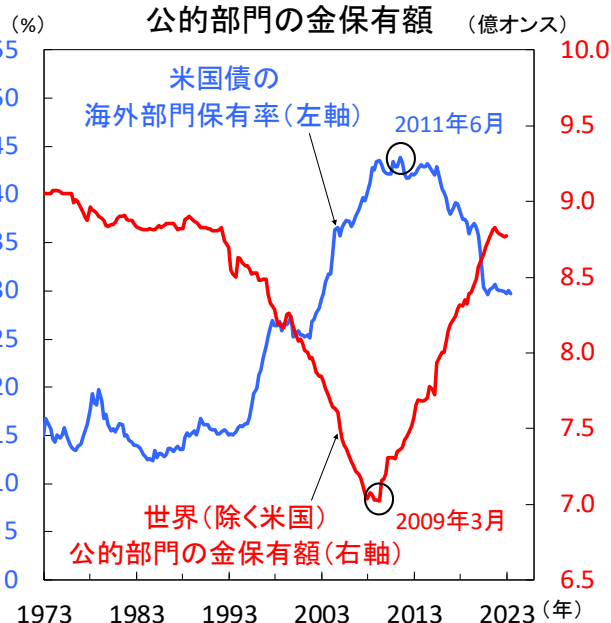
米国 財政収支・経常収支
(名目GDP比)



注) 米国景気後退期はNBER。値は年累計ベース。
直近値は財政収支が2023年4-6月期、経常収支が同年1-3月期。

出所) 米商務省、米財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

世界の米国国債保有状況と
公的部門の金保有額 (億オンス)



注) 直近値は米国債の海外部門保有率が2023年6月、
世界公的部門の金保有額が2022年12月。

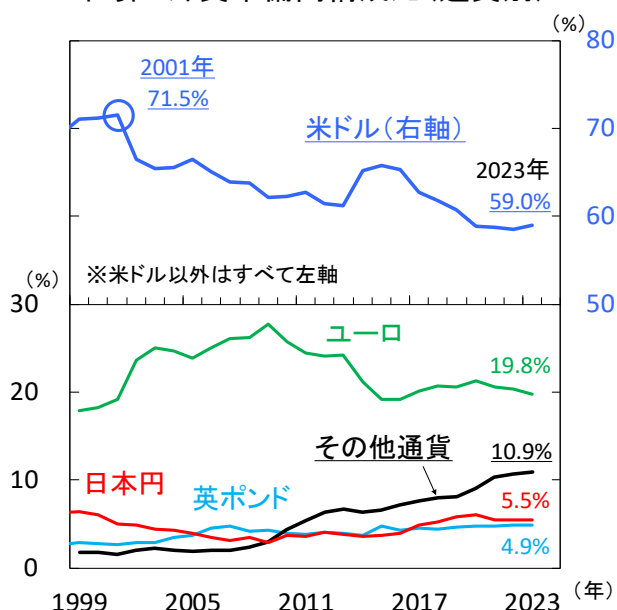
出所) FRB、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

米ドル覇権を脅かす動きはないか？

- ◆ 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。
- ◆ 為替市場における米ドルの圧倒的優位は揺らいでいません。ですが、中国など新興国の経済規模がさらに拡大、米国の相対的地位が弱まるなかで、米国が米ドル覇権を盾に強権的な経済・金融制裁を繰り返せば、かえって米ドル離れを招き、国際的地位を弱体化させるリスクもあります。

● いまだ絶対的地位を有する米ドル、だがその米ドル覇権に挑戦する動きも

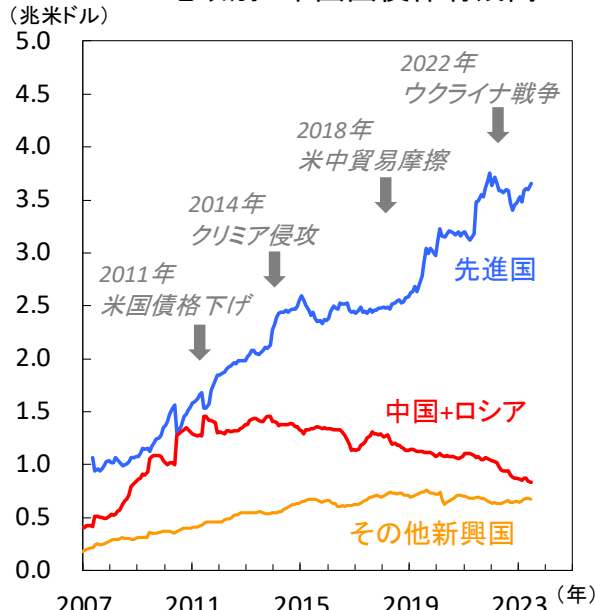
世界 外貨準備高構成比(通貨別)



注) 通貨分類が可能な額のみを対象。直近値は2023年3月末。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

G20地域別 米国国債保有残高

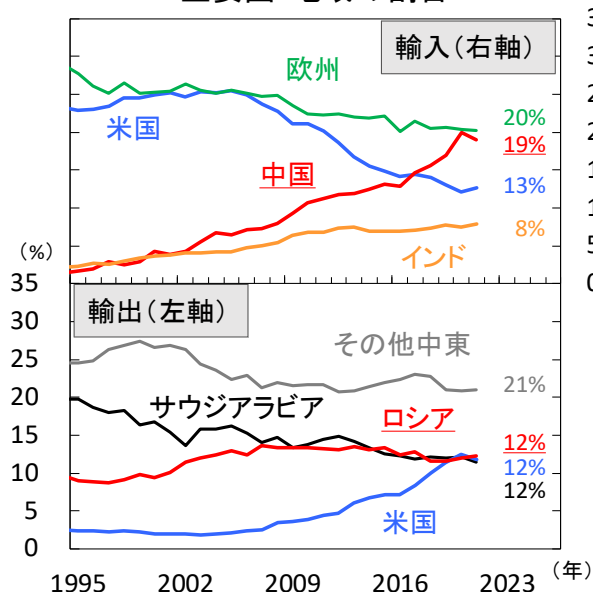


注) 先進国のうち欧州はデータ取得可能なユーロ圏12カ国+英国、新興国はアルゼンチン除く。直近値は2023年3月。

出所) 米財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米ドル依存からの脱却を模索する中国主導の新興勢力

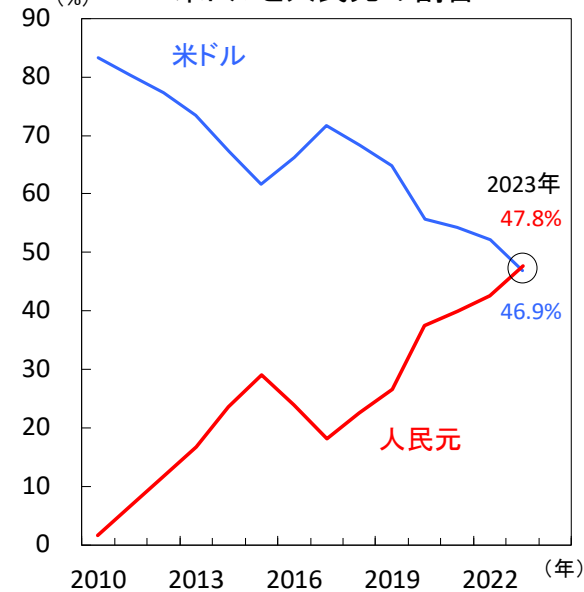
世界 石油輸出・輸入額に占める主要国・地域の割合



注) BP Statistical Review of World Energy (2022年) に基づく。直近値は2021年。

出所) 英BPより三菱UFJアセットマネジメント作成

中国 二国間決済における米ドルと人民元の割合



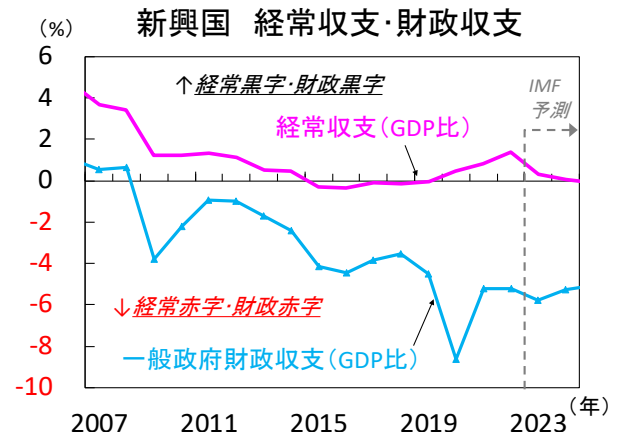
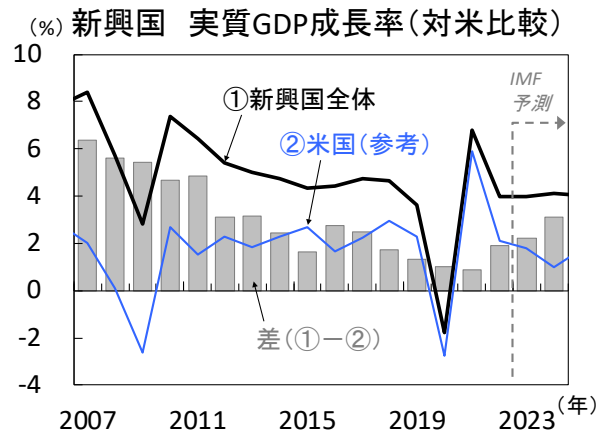
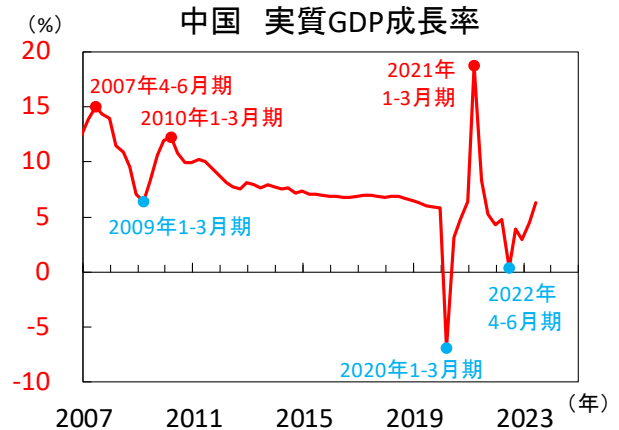
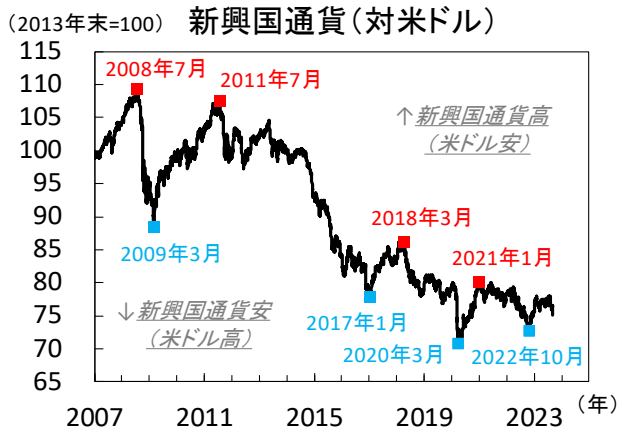
注) 直近値は2023年 (同年のみ1-7月累計)。

出所) 中国外貨管理局より三菱UFJアセットマネジメント作成

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



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index(名目値)の逆数を三菱UFJアセットマネジメントが指数化した値。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9月15日(日次)、中国GDPが2023年4-6月期(四半期)、世界貿易取引量が同年6月(以上月次)。

出所) FRB、中国国家統計局、CPB(オランダ経済分析局)、IMF、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

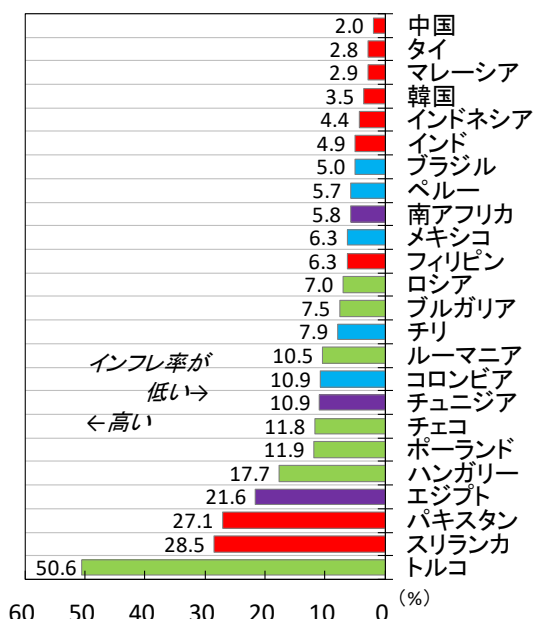
安定的な経済政策運営を市場に示せなければ、通貨安定は困難に

- ◆ 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 主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

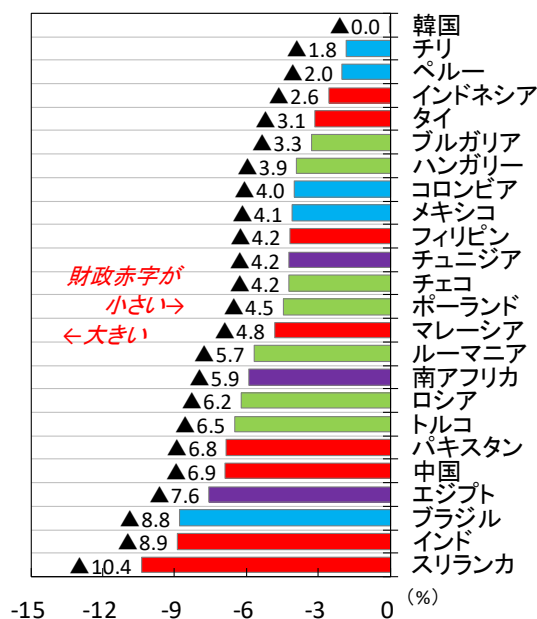
①インフレ率



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アセットマネジメント作成

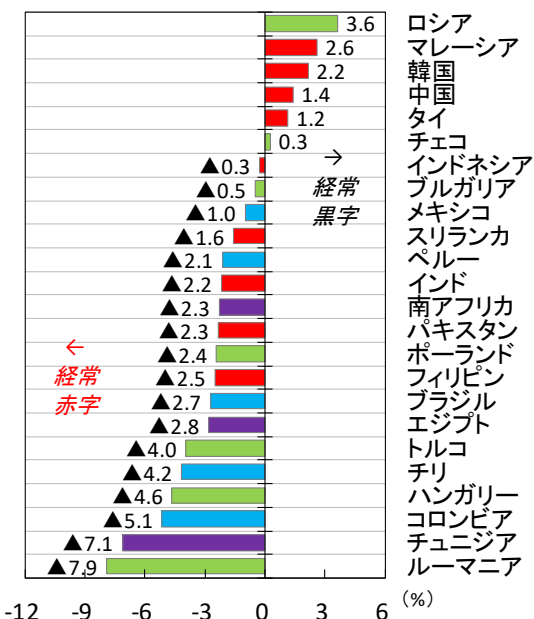
②財政収支(GDP比)



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アセットマネジメント作成

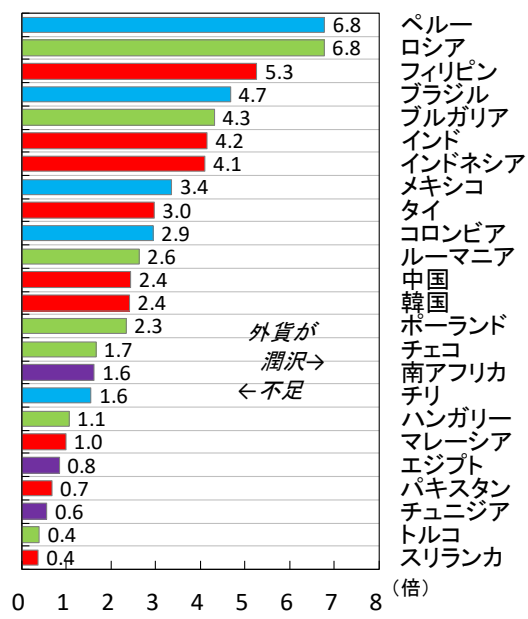
③経常収支(GDP比)



注) IMF予測値。

出所) IMF World Economic Outlook (2023年4月)より
三菱UFJアセットマネジメント作成

④外貨準備(対外短期債務比)



注) 値は2023年3月末実績。タイのみ2022年12月末。

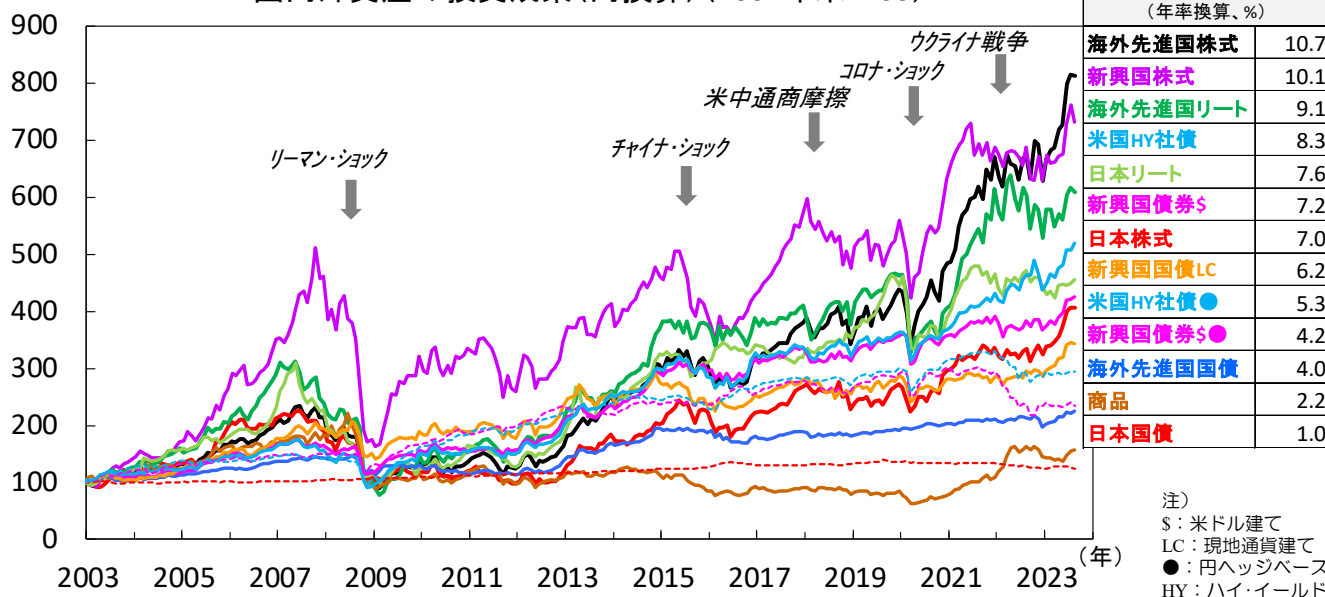
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

10. 投資戦略：景気楽観論の修正リスクに備えを

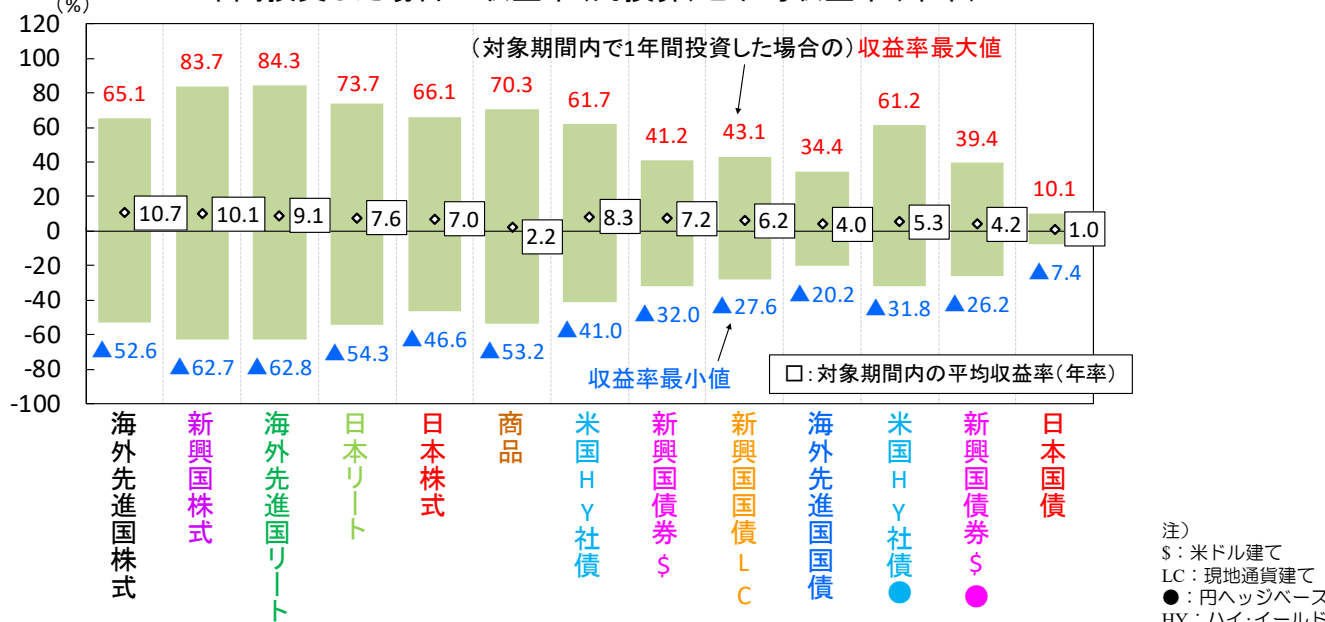
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

● 2023年後半も堅調続くリスク資産市場

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アセットマネジメント。直近値は2023年8月。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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年はコロナ・ショックでリスク選好一服も、2021年は経済正常化でリスク選好が加速、2022年はウクライナ戦争で商品を除き全体的にリスク回避でしたが、2023年は再びリスク選好の流れです。

● 2023年は底堅い世界経済と米利上げ休止観測がリスク資産市場の追い風に

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	円安米ドル高
1	海外先進国リート 41.3	日本株式 10.3	米国HY社債● 15.7	新興国株式 32.7	日本リート 11.2	海外先進国株式 27.9	新興国株式 12.8	海外先進国リート 51.2	商品 32.3	海外先進国株式 29.6
2	日本リート 28.3	海外先進国リート 2.1	米国HY社債 14.3	日本株式 20.1	日本国債 1.1	日本リート 25.7	海外先進国株式 10.9	商品 41.7	米国HY社債 1.2	日本株式 25.6
3	新興国債券\$ 22.2	新興国債券\$ 1.6	日本リート 10.3	海外先進国株式 18.5	海外先進国国債 ▲ 4.6	海外先進国リート 23.3	日本株式 9.2	海外先進国株式 38.2	新興国国債LC 0.6	新興国国債LC 19.8
4	海外先進国株式 21.0	日本国債 1.3	商品 8.7	新興国国債LC 11.0	米国HY社債● ▲ 4.6	日本株式 18.9	海外先進国国債 6.0	日本リート 20.2	日本株式 ▲ 4.1	米国HY社債 19.0
5	米国HY社債 16.6	新興国債券\$● 0.8	新興国株式 8.6	新興国債券\$● 8.4	米国HY社債 ▲ 4.9	新興国株式 17.7	米国HY社債● 5.0	米国HY社債 17.4	日本リート ▲ 5.0	新興国株式 16.4
6	海外先進国国債 16.1	海外先進国株式 ▲ 0.9	新興国債券\$● 7.9	新興国債券\$ 6.2	新興国債券\$● ▲ 6.6	新興国債券\$ 13.9	新興国債券\$● 4.2	日本株式 13.8	新興国債券\$ ▲ 6.3	新興国債券\$ 16.0
7	新興国株式 11.7	米国HY社債 ▲ 4.3	新興国債券\$ 7.2	米国HY社債● 5.7	新興国債券\$ ▲ 6.8	米国HY社債 13.3	米国HY社債 0.9	新興国債券\$ 9.5	海外先進国株式 ▲ 6.4	海外先進国リート 15.4
8	日本株式 9.8	海外先進国国債 ▲ 4.5	新興国国債LC 7.0	海外先進国リート 5.5	海外先進国リート ▲ 8.3	新興国国債LC 12.4	新興国債券\$ 0.1	新興国株式 9.0	海外先進国国債 ▲ 6.6	海外先進国国債 13.4
9	新興国国債LC 7.2	日本リート ▲ 4.9	海外先進国株式 5.7	海外先進国国債 4.5	新興国国債LC ▲ 8.7	新興国債券\$● 11.8	日本国債 ▲ 1.1	米国HY社債● 5.0	日本国債 ▲ 7.4	商品 7.9
10	新興国債券\$● 7.0	米国HY社債● ▲ 5.0	日本国債 3.7	米国HY社債 3.6	海外先進国株式 ▲ 10.2	米国HY社債● 11.2	新興国国債LC ▲ 2.4	海外先進国国債 4.5	新興国株式 ▲ 8.5	米国HY社債● 3.2
11	日本国債 4.9	新興国株式 ▲ 14.3	海外先進国リート 3.4	日本国債 0.2	商品 ▲ 13.6	商品 6.6	商品 ▲ 7.9	新興国国債LC 1.7	米国HY社債● ▲ 14.0	日本リート 3.1
12	米国HY社債● 2.0	新興国国債LC ▲ 14.6	日本株式 ▲ 0.4	商品 ▲ 2.0	日本株式 ▲ 14.9	海外先進国国債 5.5	海外先進国リート ▲ 12.2	日本国債 ▲ 0.2	海外先進国リート ▲ 14.1	新興国債券\$● 0.7
13	商品 ▲ 5.6	商品 ▲ 24.4	海外先進国国債 ▲ 2.7	日本リート ▲ 6.6	新興国株式 ▲ 16.5	日本国債 2.3	日本リート ▲ 12.9	新興国債券\$● ▲ 2.3	新興国債券\$● ▲ 20.8	日本国債 0.3

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8月末。

出所) MSCI, S&P, ICE Data Indices, LLC, Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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めに固執する場合は、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。

● 2023年は、大型株・グロース株が株式市場全体をけん引

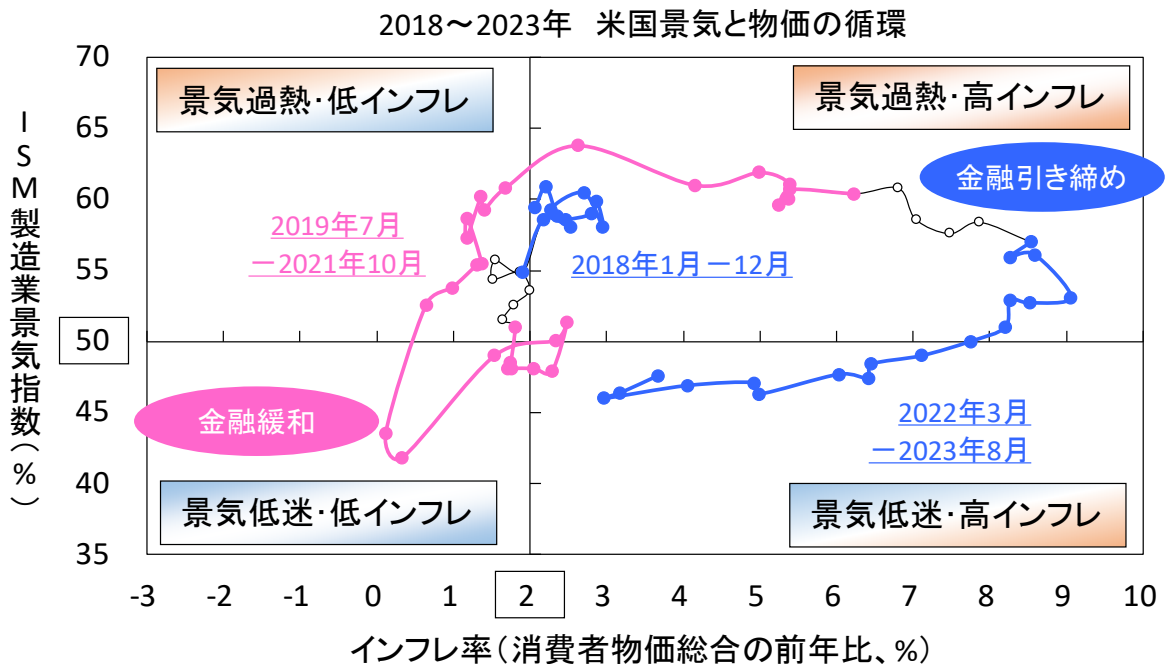
米国株式(S&P500) 期間別リターン(業種・スタイル別)

2020年		2021年		2022年		2023年1-8月	
IT	43.9	エネルギー	54.6	エネルギー	65.7	通信サービス	45.2
グロース株	33.5	不動産	46.2	公益	1.6	IT	44.7
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	34.7
通信サービス	23.6	IT	34.5	ヘルスケア	▲2.0	大型株	25.1
大型株	21.5	グロース株	32.0	バリュー株	▲5.2	グロース株	24.2
素材	20.7	大型株	29.4	鉱工業	▲5.5	総合	18.7
総合	18.4	総合	28.7	安定増配株	▲6.2	バリュー株	12.8
ヘルスケア	13.4	素材	27.3	金融	▲10.5	鉱工業	11.1
小型株	11.3	小型株	26.8	素材	▲12.3	素材	7.8
鉱工業	11.1	ヘルスケア	26.1	小型株	▲16.1	小型株	7.2
生活必需品	10.7	安定増配株	26.0	総合	▲18.1	安定増配株	6.2
安定増配株	8.7	バリュー株	24.9	大型株	▲20.9	エネルギー	3.3
バリュー株	1.4	一般消費財・サービス	24.4	不動産	▲26.1	不動産	1.7
公益	0.5	通信サービス	21.6	IT	▲28.2	金融	1.5
金融	▲1.7	鉱工業	21.1	グロース株	▲29.4	生活必需品	▲0.2
不動産	▲2.2	生活必需品	18.6	一般消費財・サービス	▲37.0	ヘルスケア	▲1.2
エネルギー	▲33.7	公益	17.7	通信サービス	▲39.9	公益	▲9.3

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。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 当面の経済環境は、景気減速とやや高インフレの持続を想定



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8月。

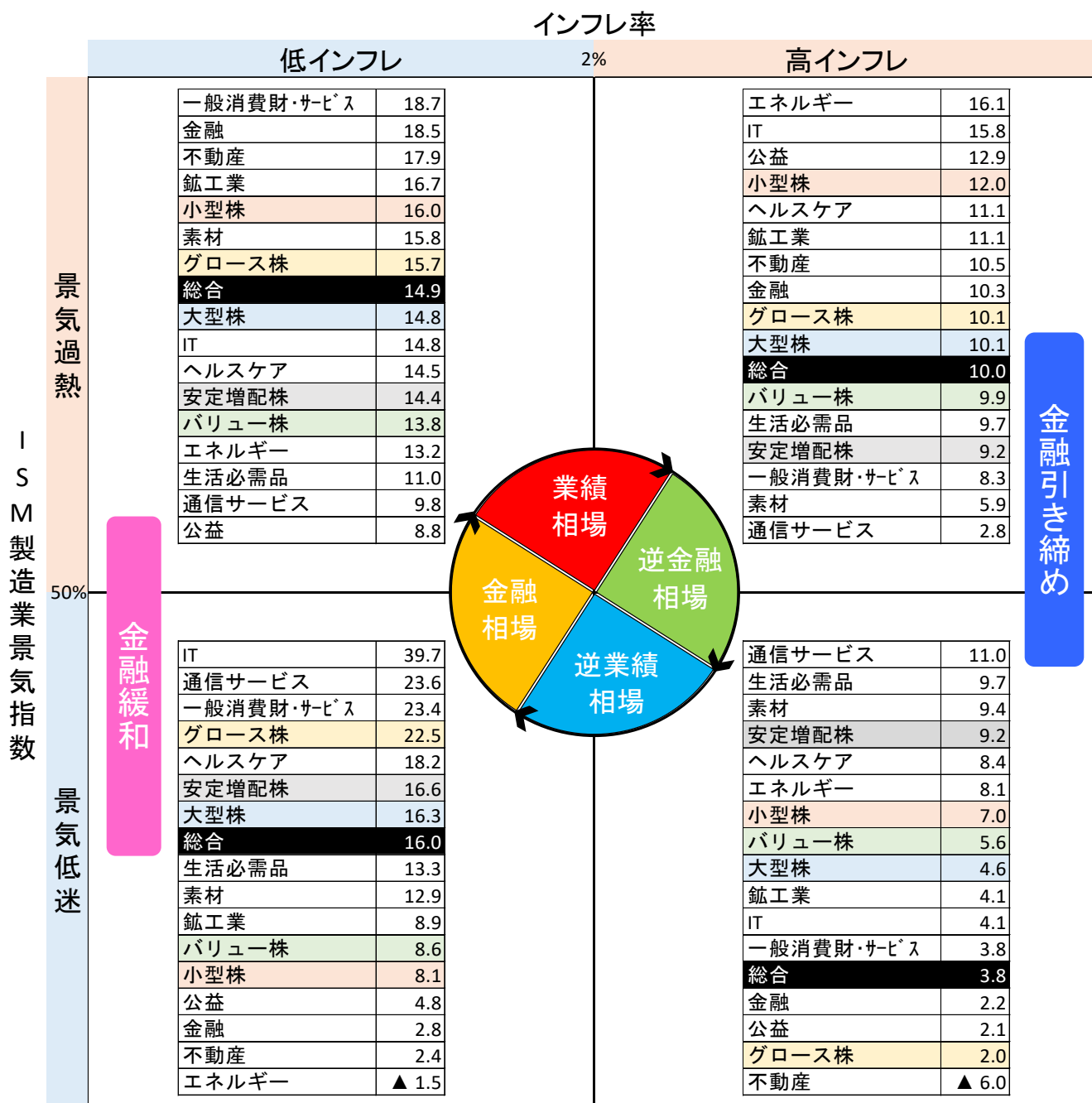
出所) 米ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

2023年相場を支えた景気楽観論は今後も保たれるか

- ◆ 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がより確実になれば、グロース株や景気敏感株主導の株高が続くといえそうです。

● インフレ収束への確信が高まり、金融引き締め姿勢が弱まるかが焦点に

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%)



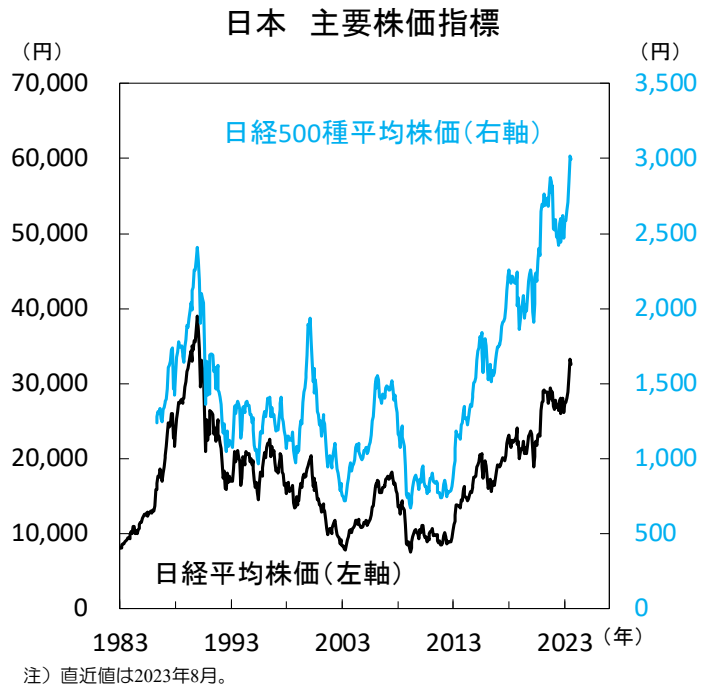
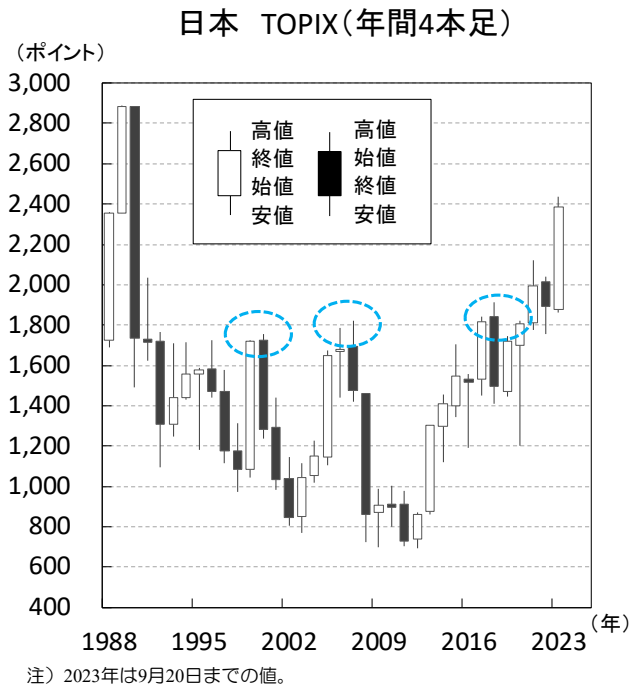
注) 対象インデックスは、総合(および11業種別)：S&P500、グロース株：S&P500 Growth、バリュー株：S&P500 Value、大型株：S&P100、小型株：S&P600、安定増配株：S&P500配当貴族指数(S&P500構成銘柄のうち少なくとも25年連続で増配を続けている銘柄で構成)。すべてトータル・リターン・インデックス(米ドル)に基づく。
 データ対象期間は1995年1月～2023年8月(安定増配株は1996年1月、不動産は2011年11月以降)。
 縦軸の景気は、ISM製造業景気指数を基準に50以上を景気過熱、50未満を景気低迷、横軸のインフレ率は、消費者物価総合の前年比を基準に、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アセットマネジメント作成

日本株は真の夜明けを迎えたか

- ◆ 日本株の堅調が続いています。TOPIX(東証株価指数)は1990年初頭のバブル崩壊後、何度も跳ね返された1,800-2,000ポイントの壁を突破、日経500種平均株価は史上最高値を更新しました。
- ◆ 相対的に割安感のあった日本株への再評価が進んでいる背景には、日本に対し、世界でも異例といえた長期デフレ(物価の持続的下落)からの脱却期待が高まっている点、先進国で脱中国がテーマ化するなか、地政学的な重要性が再認識され始めた点などが追い風となっている印象です。

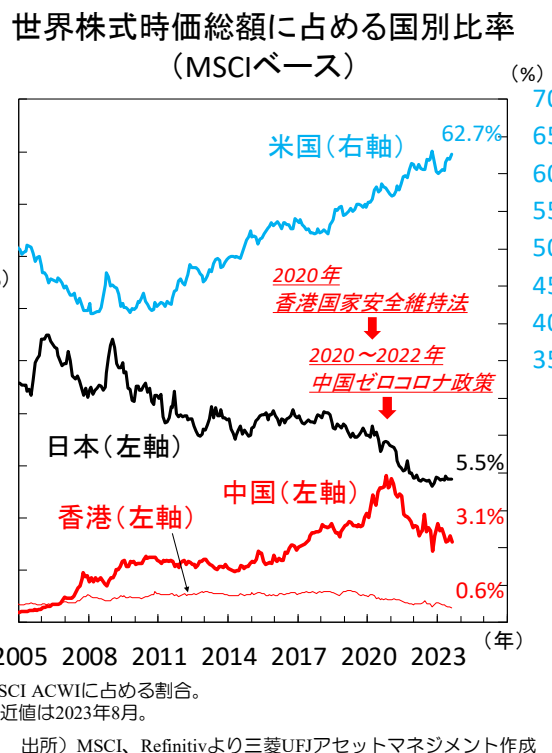
● 心理的節目を突破する国内主要株価指数



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

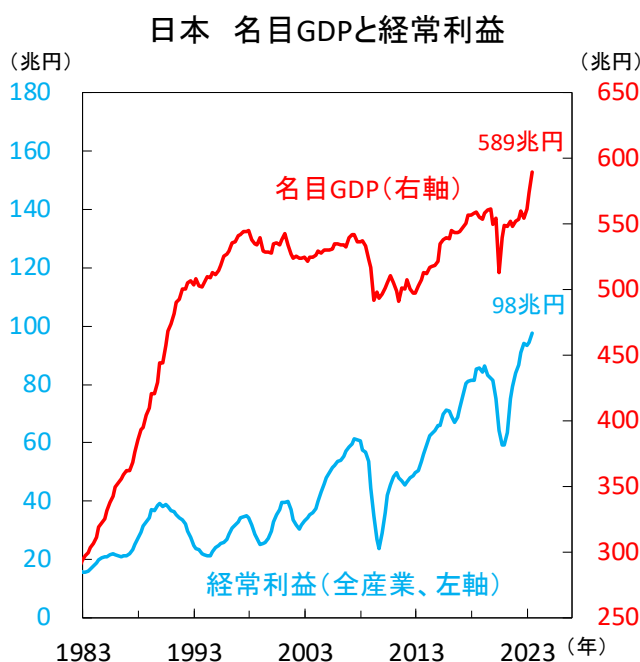
● 中国リスクへの意識も中長期的な日本の再評価につながる可能性



経済の好循環実現に向け一歩前進

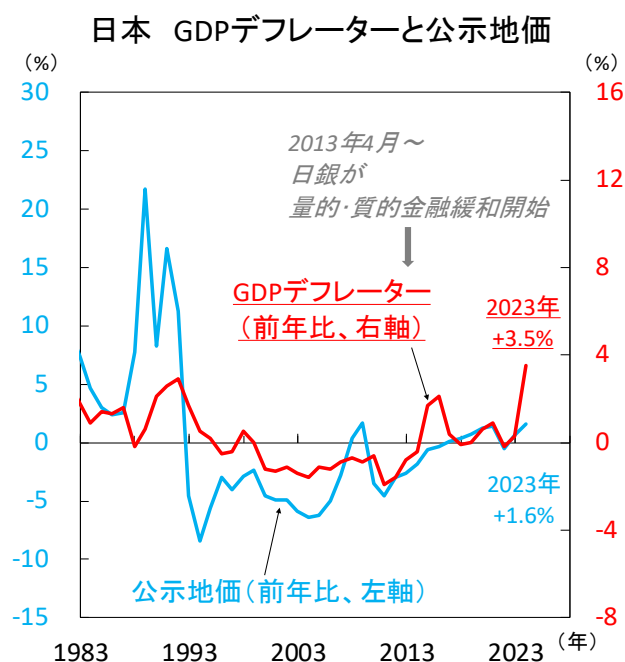
- ◆ 2012年12月に第2次安倍政権が誕生、2013年3月に黒田日銀が発足、大胆な金融緩和を軸としたアベノミクスがデフレ脱却への扉を開きました。その後、菅→岸田政権、日銀は植田体制へと変わりましたが、物価が持続的に上昇し名目GDPが増える、当たり前の経済を取り戻そうとしています。
- ◆ 岸田政権が構造改革を推進し日本経済復活への期待を保てるか、国内企業が守り重視から生産性向上に向けた積極投資を含む攻めの姿勢へと脱皮できるかが、株高持続の条件と考えます。

● 名目GDPは過去最高水準に増加、デフレ脱却宣言まであと一歩か



注) 値は年換算値。経常利益は金融・保険業除く。
直近値は2023年4-6月期。

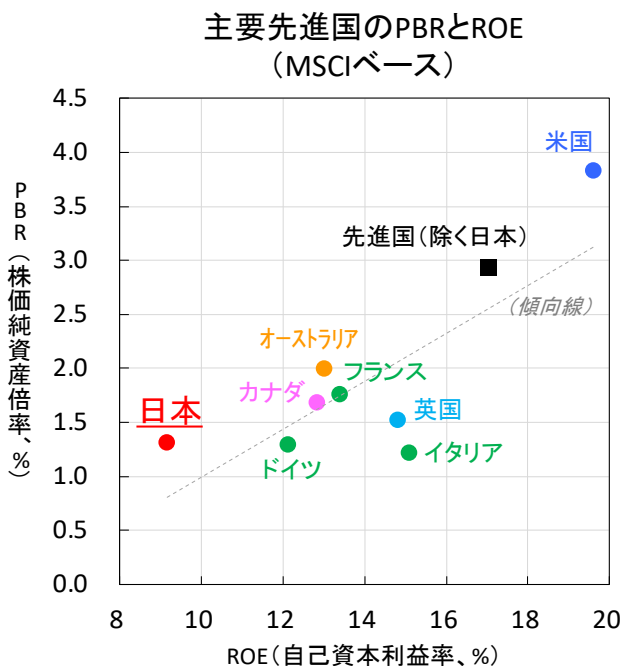
出所) 内閣府、財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) GDPデフレーターの直近値は2023年4-6月期。

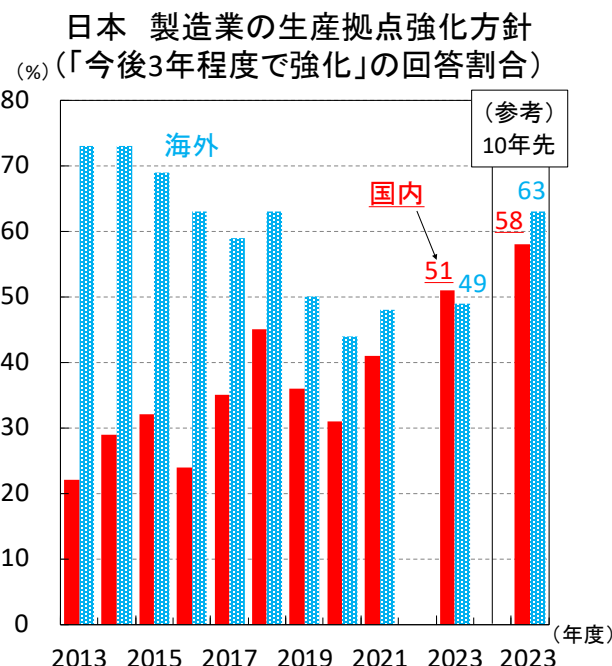
出所) 内閣府、国土交通省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 国内企業に求められる経営改革姿勢



注) MSCIベース(12カ月先予想)のI/B/E/S集計値。
先進国(除く日本)はMSCI KOKUSAI。値は2023年8月。

出所) MSCI、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 国内外で生産活動を行う大企業(2023年度は274社)を対象。
2022年度は調査対象外、2023年度のみ「10年先の方針」も図示。

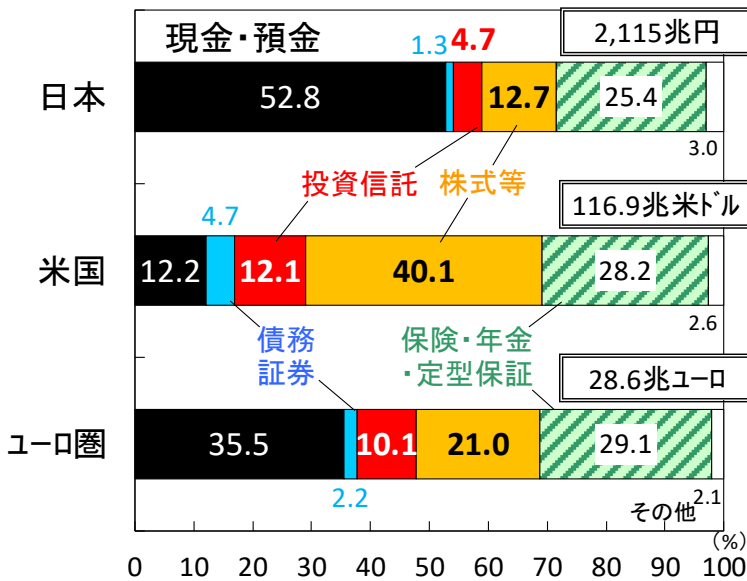
出所) 日本政策投資銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ定着を前提に、資産防衛の意識を高める必要も

- ◆ 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

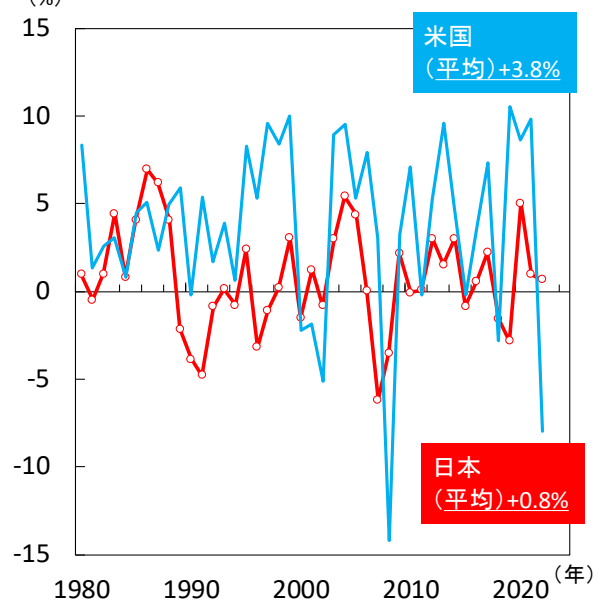
日米欧 家計金融資産構成



注) 囲みは総額。値は2023年6月末(ユーロ圏のみ同年3月末)。

出所) 日本銀行、FRB、ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本・米国 家計金融資産の収益率

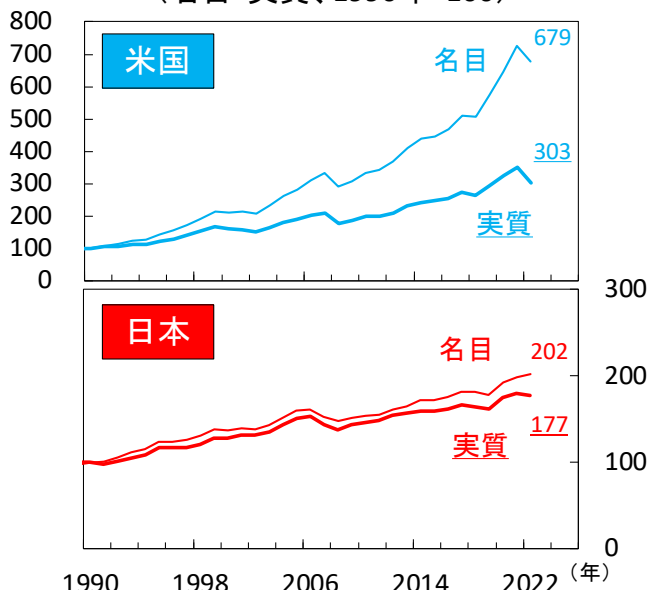


注) 当年の調整額要因(価格変化など) ÷ 前年の残高 × 100として簡便的に算出。平均は1980～直近年(年度)まで。調整額要因は残高差額(当年-前年) - 当年取引額。日本が年度。直近値は米国が2022年、日本が2022年度。

出所) 日本銀行、FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 長期デフレで金融資産の実質値目減りを回避した国内家計だが今後はどうか？

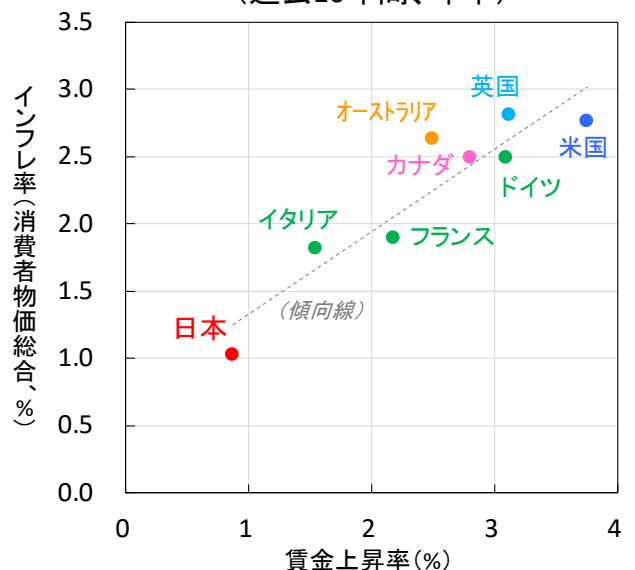
米国・日本 家計金融資産残高 (名目・実質、1990年=100)



注) 日本は年度。消費者物価総合で実質化。直近値は2022年(年度)。

出所) 日本銀行、総務省、FRB、米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

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。2023年の対2013年比(年率換算)。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

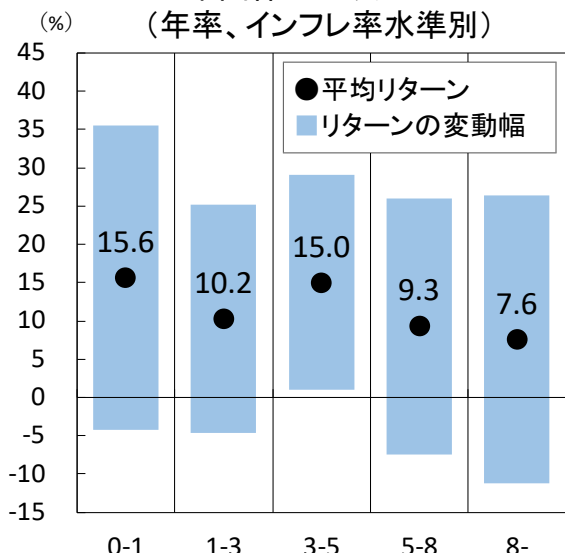
不透明感渦巻く投資環境を乗り切る術は？

- ◆ 近年、低インフレに慣れてきた世界経済は、足元の高インフレに動揺する場面もありました。ただし、企業業績や金利水準が、物価も含めた経済（名目GDP）成長率を反映している点を踏まえれば、ある程度のインフレ率は、経済の好循環が続いていることを裏付ける証左と捉えることも出来ます。
- ◆ 株式は安値で買い高値で売るが理想ですが、相場の転換点を捉えることは容易ではありません。相場に一喜一憂せず着実な資産形成を目指す上で、つみたて投資という視点も一考に値します。

● 制御可能なインフレ環境であれば、株式や債券の投資妙味が意識される傾向も

米国株式のリターン

(年率、インフレ率水準別)



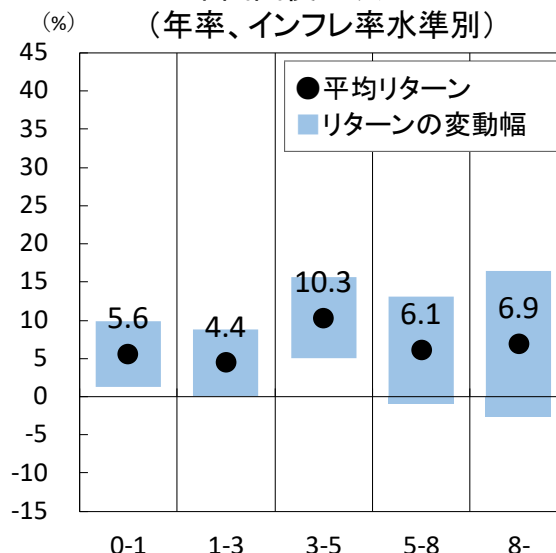
コアインフレ率 (消費者物価コアの前年比, %)

注) 対象指数はMSCI USA (配当込み指数)。
リターンの変動幅は平均リターン±σ (リターンの標準偏差)。
コアは食品・エネルギー除く。対象期間は1970年1月～2023年8月。

出所) MSCI、米労働省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国国債のリターン

(年率、インフレ率水準別)



コアインフレ率 (消費者物価コアの前年比, %)

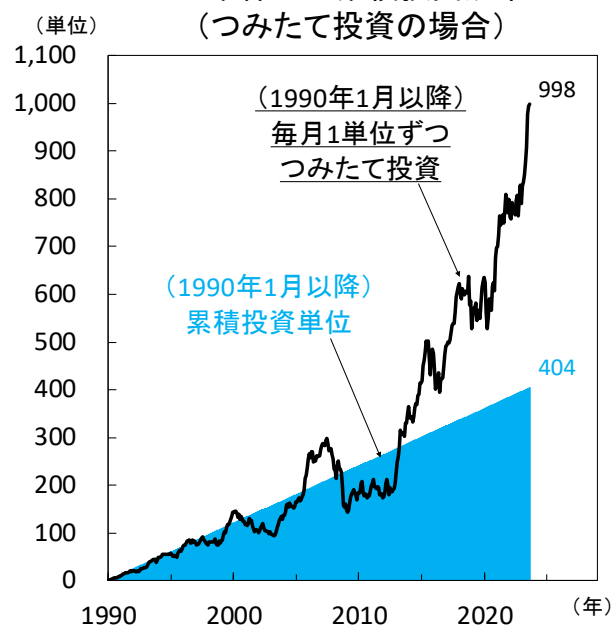
注) 対象指数はICE BofAML US Treasury Index (トータル・リターン指数)。
リターンの変動幅は平均リターン±σ (リターンの標準偏差)。
コアは食品・エネルギー除く。対象期間は1978年1月～2023年8月。

出所) ICE Data Indices, LLC、米労働省、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 少しずつ長くつみたてる投資手法も、リスク抑制を目指す一手に

日本株式の累積投資成果

(つみたて投資の場合)

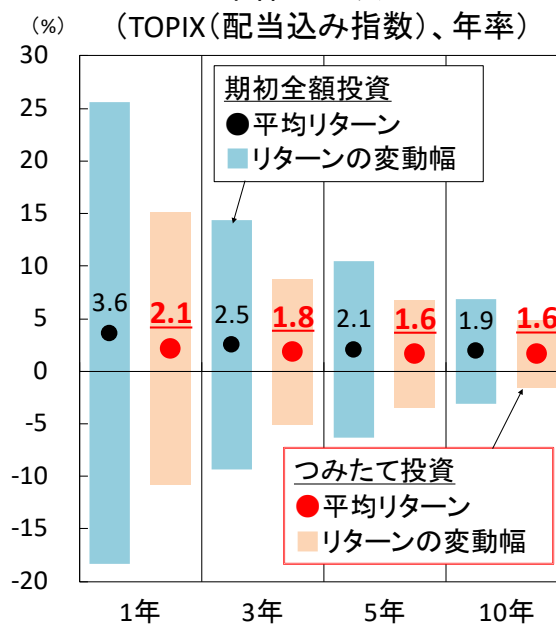


注) 対象指数はTOPIX (配当込み指数) に基づく。
対象期間は1990年1月～2023年8月 (計404カ月間)。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本株式のリターン

(TOPIX(配当込み指数)、年率)



注) リターンの変動幅は平均リターン±σ (リターンの標準偏差)。
期初全額投資は1・3・5・10年保有した場合、つみたて投資は毎月1単位ずつの投資を1・3・5・10年続けた場合の値。対象期間は1990年1月～2023年8月。

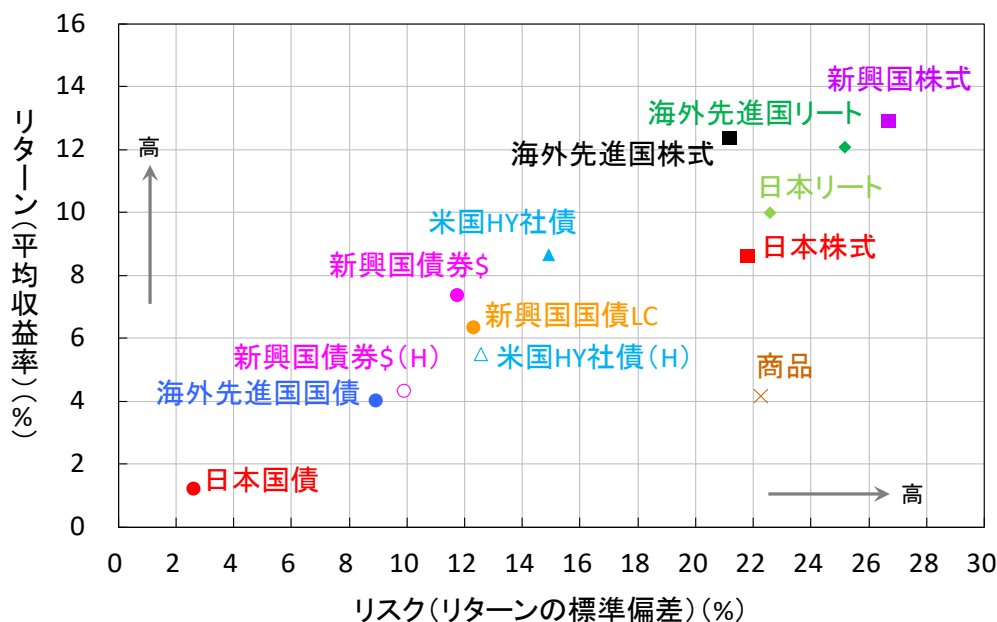
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

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\$	0.62
海外先進国株式	0.58
米国HY社債	0.58
新興国国債LC	0.51
新興国株式	0.48
海外先進国リート	0.48
日本国債	0.46
海外先進国国債	0.45
日本リート	0.44
米国HY社債(H)	0.44
新興国債券\$(H)	0.43
日本株式	0.39
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	米国HY社債	平均リターン	単位リスク当たりリターン
① 国債中心型	15	15		60	10					4.3	0.64
② 株式・国債均等型	25	25		35	15					6.3	0.56
③ 内外株式・国債均等型	25	25		25	25					6.5	0.54
④ 債券分散型				50	30	10			10	3.4	0.69
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8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。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。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9月22日)
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

日経平均株価、日経500種平均株価に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は本商品を保証するものではなく、本商品について一切の責任を負いません。

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 USAI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アセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIは、S&P先進国REIT指数の誤り、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アセットマネジメントは許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。

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アセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity 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アセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity 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財産権はFTSEとNAREITに帰属します。

三菱UFJアセットマネジメント

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

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

お客様専用
フリーダイヤル

0120-151034
(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/>