

グローバル時代の投資戦略

世界経済の楽観論は本物か

三菱UFJアセットマネジメント

Introduction

I. 主要先進国は2024年中央から利下げを開始する見込み

2024年、世界的にインフレ安定化が確認されるなか、主要国中央銀行（以下中銀）は利下げのタイミングを模索しています。米欧のインフレ率（前年比）は、総合ベースで米国（個人消費支出（PCE）デフレーター）が今年1月:+2.4%、ユーロ圏（消費者物価）が2月:+2.6%と中銀目標の2%が視野に入ってきました。一方、基調的なインフレを表すコア物価（食品・エネルギーを除く）は米国が同+2.8%、ユーロ圏が同+3.1%と目標まで幾分距離があります。

背景には、サービス物価ひいては賃金の高止まりがあります。各国の失業率はいまだ歴史的な低水準、労働市場は引き締まった状態にあり、企業は人材確保に向け高めの賃上げを余儀なくされています。粘着質なインフレ圧力が残るため、中銀はインフレへの警戒を完全に緩めたわけではありませんが、金融政策の効果が遅れて表れるという過去の経験則を踏まえ、2022年来の大幅利上げの影響（景気下押し圧力）を慎重に見極めたいとの思惑もあります。金融市場は当初、早期かつ大幅な利下げを織り込むなど先走る様子もうかがえましたが、足元は（3月21日時点）、米国・ユーロ圏・英国が今年6月、オーストラリアが8月頃利下げを開始し、年末までの利下げ幅は0.75%（0.25%を3回）程度といった見方に落ち着いています。

II. 2024年の世界経済軟着陸シナリオに死角はないか

2023年終盤以降の株式市場は、日経平均株価が34年ぶりに最高値を更新した日本を含め、各国で上値試しが続いています。背景には、米欧の利下げ再開で世界経済の軟着陸が可能になるとの期待がありますが、株高の持続には、景気・物価ともに安定を保つ「適温経済」の下、利下げ転換が実現することが条件でしょう。実際、1990年代以降の米国の株式市場を振り返ると、予防的な利下げで景気失速を免れた局面は、中長期的な株高基調が崩れなかった一方、景気失速を受け利下げが危機対応型に発展した局面では、株安の長期化を招きました。

鍵となるのは米国と中国です。米国は雇用改善やインフレ収束による消費安定、製造業の在庫調整一巡が好材料です。また近年の株高が、半導体ブームも手伝いハイテク株主導で進んでいた点を考慮すると、利下げが市場の想定通りに進み、金利上昇圧力が高まりにくい環境が続くか否かも焦点です。一方、中国は3月全人代で、2024年成長率目標を昨年と同じ+5.0%前後に設定しましたが、不動産不況や家計の保守化、米中対立や国内統制強化に伴う海外からの投資マネー縮小で企業活動が停滞するなど、内外需でけん引役不在の状況です。今後も、当局の金融緩和・財政出動頼みという予断の許さない環境を強いられそうです。

III. 主要国の国政選挙が続く2024年は、国際情勢の変化にも注意

2022年のウクライナ戦争に続き、2023年にはパレスチナ紛争が勃発、国際情勢がさらに混沌の度合いを増すなか、政治面では今年4月にインド（～6月1日まで）、5月に南アフリカ、6月にメキシコと、主要新興国の国政選挙が続きます。先進国でも、欧州では極右勢力の台頭も噂される6月の欧州議会選挙、日本では岸田首相の支持率が政治資金問題で低迷するなかで9月に自民党総裁選挙、米国では11月に最重要イベントの大統領選挙を控えます。こうしたG7やG20など世界をリードすべき中核国が、内政に気をそがれ、国際協調で取り組むべき気候変動や貧困・難民・食糧危機対応など、地球規模の課題が先送りされる懸念もあります。

国際社会では、人権・民主主義などの価値観、戦争当事国ロシア・イスラエルへの対応を巡る意見の対立、米中間では経済安保の観点から摩擦も強まるなか、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国への影響力を巡る綱引きもあり世界の分断は深まっています。また3月には日銀がマイナス金利を解除、異例の政策対応が世界で終わりを告げました。投資の視点からは、世界経済の正常化が進むと同時に、国際情勢の混沌が深まるなかでも、中長期目線で成長できる国や企業の選択が重要です。

Contents

1. 世界経済

景気軟着陸を想定

P3 – 10

2. 注目点

不安材料渦巻く

P11 – 16

3. 日本経済

日銀は8年ぶりにマイナス金利を解除

P17 – 22

4. 米国経済

物価抑制の「最後の1マイル」が難航

P23 – 32

5. 欧州経済

底打ちが鮮明となるも、本格回復には未だ至らず

P33 – 36

6. オーストラリア（豪州）経済

2024年後半に利下げ転換へ

P37 – 38

7. 中国経済

住宅不況が長引き景気を下押し

P39 – 42

8. 新興国

利上げ効果が波及し多くの国で景気が減速

P43 – 50

9. 為替相場

円安は再燃するか？

P51 – 56

10. 投資戦略

政策転換による価格変動リスクに備えを

P57 – 65

1. 世界経済：景気軟着陸を想定

- ◆ 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、世界的なインフレが沈静化、米欧の金融引き締めが一巡するなか、景気面では米国の底堅さと中国の持ち直しを背景に、2024年の世界経済軟着陸シナリオの確度が増えています。

● 世界経済は安定感を増す流れに

実質GDP(前年比、%)の実績と予測

	実績				予測			実績				予測	
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
世界	▲2.8	6.3	3.5	3.1	3.1	3.3	中国	2.2	8.5	3.0	5.2	4.8	4.5
米国	▲2.8	5.9	1.9	2.5	1.9	1.5	インド	▲5.8	9.6	7.0	7.6	6.8	6.5
ユーロ圏	▲6.1	5.6	3.4	0.5	0.5	1.4	インドネシア	▲2.1	3.7	5.3	5.0	5.2	5.3
日本	▲4.2	2.2	1.0	1.9	0.6	1.2	ブラジル	▲3.3	5.0	3.0	3.1	1.4	2.0
英国	▲11.0	7.6	4.3	0.5	0.3	1.4	メキシコ	▲8.7	5.8	3.9	3.4	1.8	2.2
オーストラリア	▲1.8	5.2	3.7	1.8	1.3	2.4	ロシア	▲2.7	5.6	▲1.2	3.0	2.0	1.5
							トルコ	1.9	11.4	5.5	4.0	2.5	3.5
							南アフリカ	▲6.0	4.7	1.9	0.6	1.3	1.5

注) 値は2020~2023年が実績 (IMF推計、インドのみ同国統計値より三菱UFJアセットマネジメントが算出・推計)。予測 (2024~2025年) は三菱UFJアセットマネジメント (2024年3月21日時点)。

出所) IMF (国際通貨基金)、インド統計・計画実施省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2024年の利下げ転換シナリオを織り込み、2023年終盤から堅調続く株式市場

2019-2024年 米国株式・金利



注) 直近値はすべて2024年3月21日。

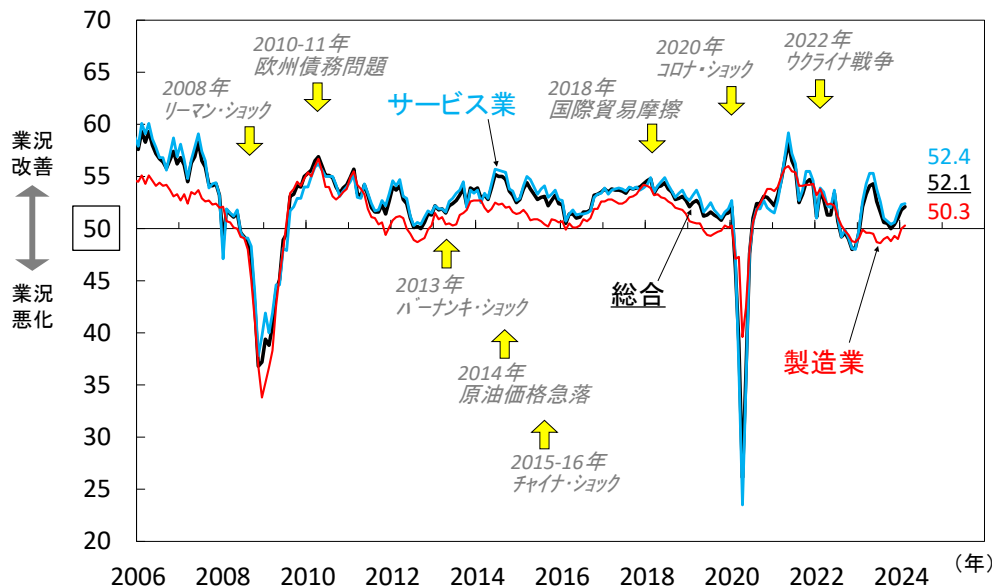
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

製造業に安定化の兆し

- ◆ 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を中心にサービス業主導で景気は回復基調を保ちました。他方、苦境にあえいでいた製造業も持ち直しの兆しが見られます。

● 足腰の強いサービス業が景気全体を支えるなか、製造業で底固めの動きも

世界 業種別PMI(購買部担当者指数)



注) 直近値は2024年2月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 製造業、サービス業ともに停滞感を拭えない欧州

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	2024年
製造業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ロシア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
サービス業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ロシア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	

注) データのない期間は無色で表記。直近値は2024年2月。

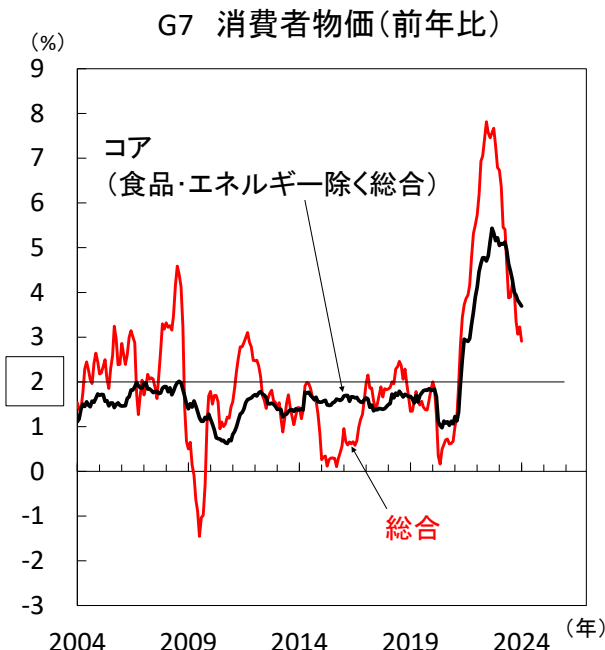
表内の色 数値範囲 38 42 45 47 49 50 51 52 53 55 57 59 62

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ率低下は家計に恩恵、ただし油断は禁物

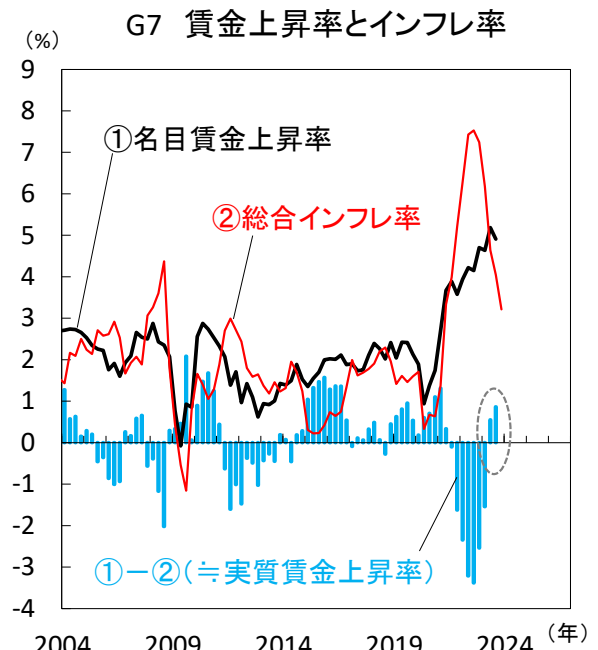
- ◆ 新型コロナ感染収束に伴う供給制約の解消が進み、ウクライナ戦争により加速したエネルギーなどの資源高が一巡、主要国の総合インフレ率は大きく低下し、再び賃金上昇率を下回り始めました。インフレ収束は、家計の購買意欲改善を通じ、当面の消費を下支える材料になると想定されます。
- ◆ 一方、食品やエネルギーを除くコア物価の低下は限定的です。背景に、サービス価格の高止まりが挙げられます。サービス価格収束にはウエイトの高い家賃など居住費の安定が鍵といえます。

● インフレ収束で家計の購買力が改善へ



注) G7は米国・日本・ドイツ・フランス・イタリア・英国・カナダ。各国インフレ目標はいずれも+2%。直近値は2024年1月。

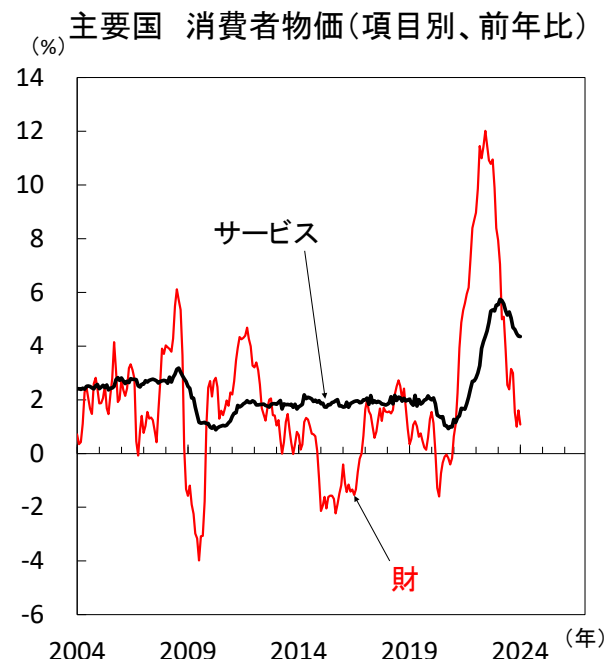
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 賃金上昇率は製造業週給、総合インフレ率は消費者物価の前年比。直近値は2023年4-6月期（総合インフレ率は同年7-9月期）。

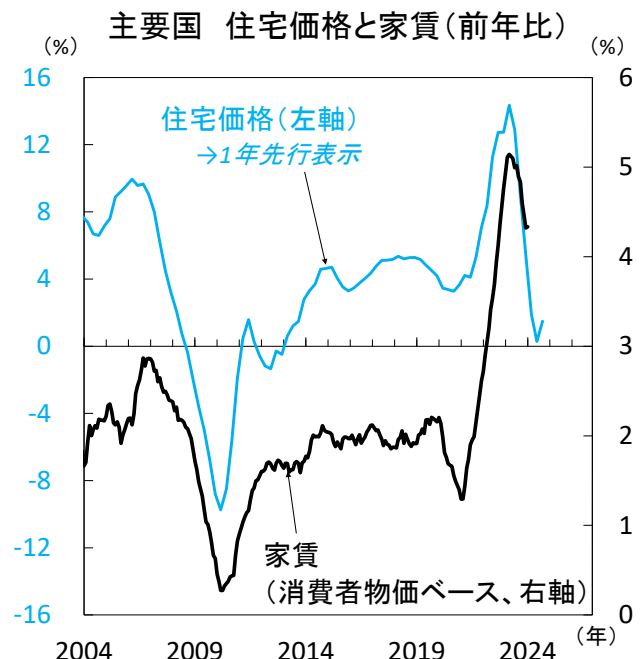
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 財に比べ低下ペースの遅いサービス価格、今後は家賃の沈静化が焦点に



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国消費者物価を期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は2024年1月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



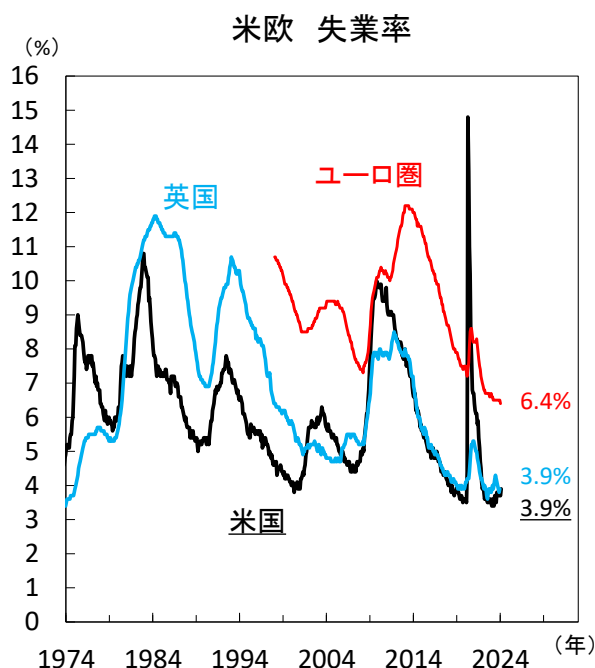
注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国住宅価格を期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は住宅価格が2023年7-9月期、家賃が2024年1月。

出所) BIS（国際決済銀行）、OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

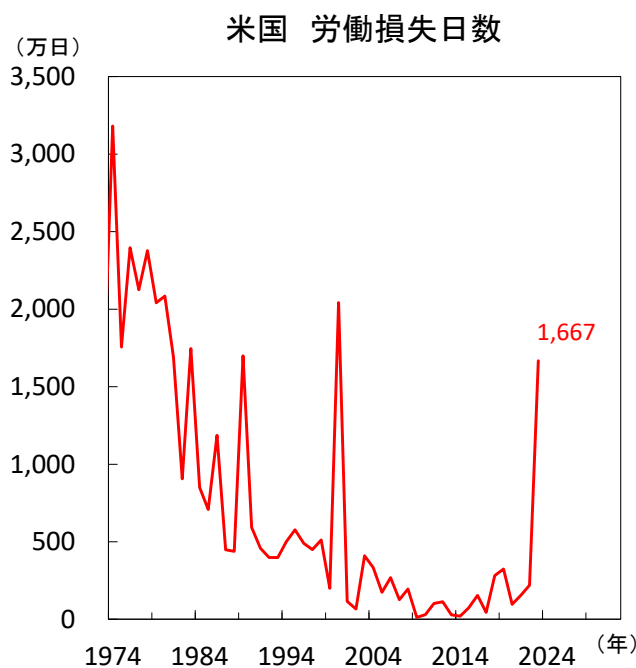
インフレ収束を遅らせる労働需給のひっ迫

- ◆ 根強いインフレの背景には、賃金上昇圧力の高まりもあります。各国で歴史的低水準にある失業率が示すように、労働需給の引き締まった環境が続くなか、米国の例にみられるように、労働参加率がいまだコロナ・ショック前の水準を回復せず、慢性的な人手不足の状態にあるともいえます。
- ◆ 近年の物価高に国民の不満が高まり、ストライキが急増するなど、企業への賃上げ圧力が強まっている模様です。また、国政選挙で争点化する移民問題も、労働供給面で重要度が増えています。

● 労働市場の引き締まりが続くなか、物価高への不満で去年はストライキが急増

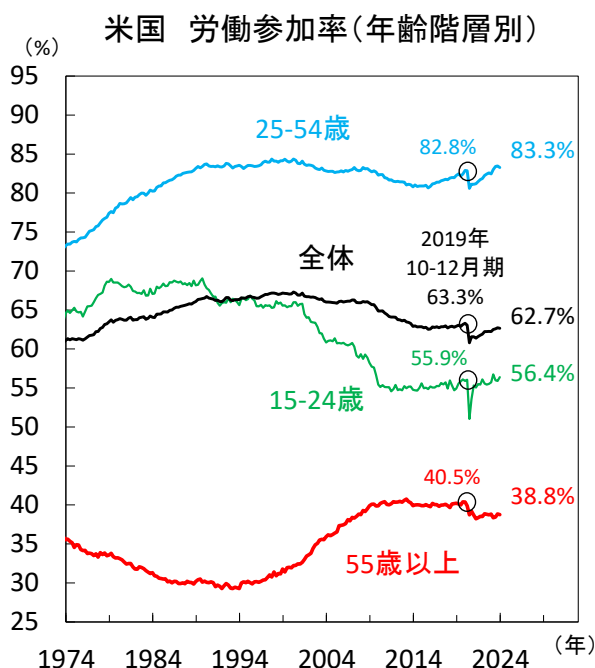


注) 直近値は米国が2024年2月、ユーロ圏が同年1月、英国が2023年12月。
出所) 米労働省、欧州統計局、英国立統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

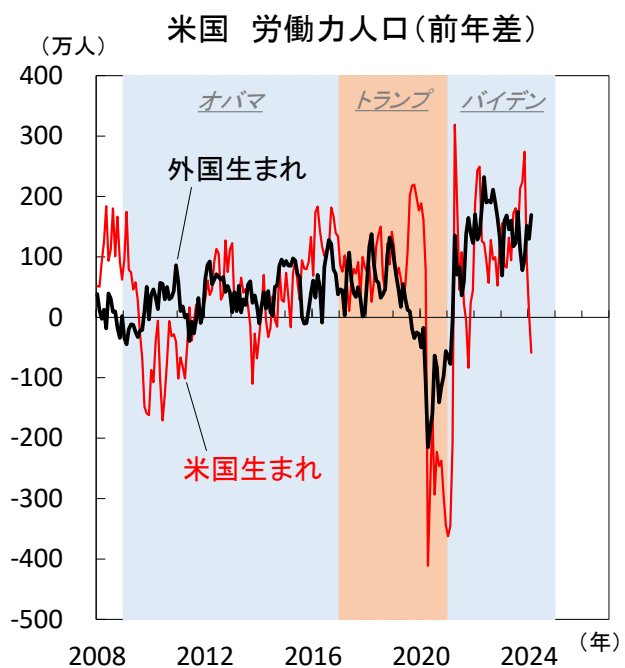


注) 労働損失日数：労働者が仕事に携わらなかった延べ日数。直近値は2023年。
出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 安定的な労働力確保に向け、高齢層の就労復帰と移民受け入れも課題に



注) 労働参加率=労働力人口(=就業者+失業者)÷生産年齢人口×100。直近値は2023年10-12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

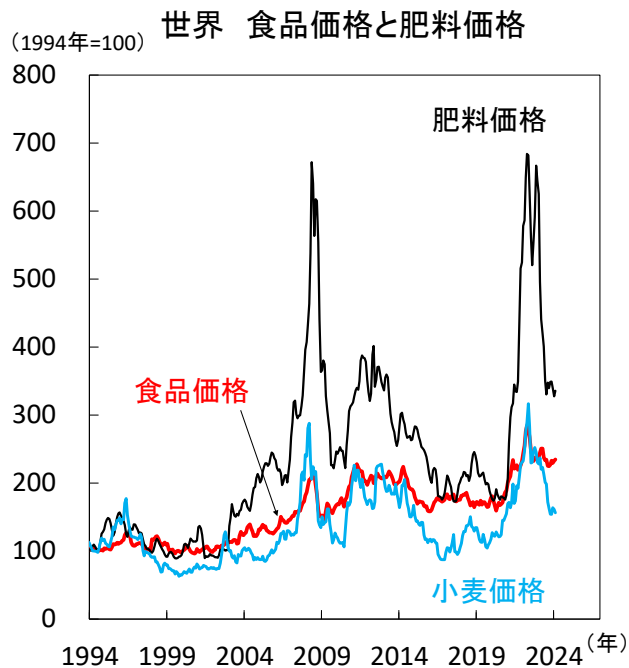
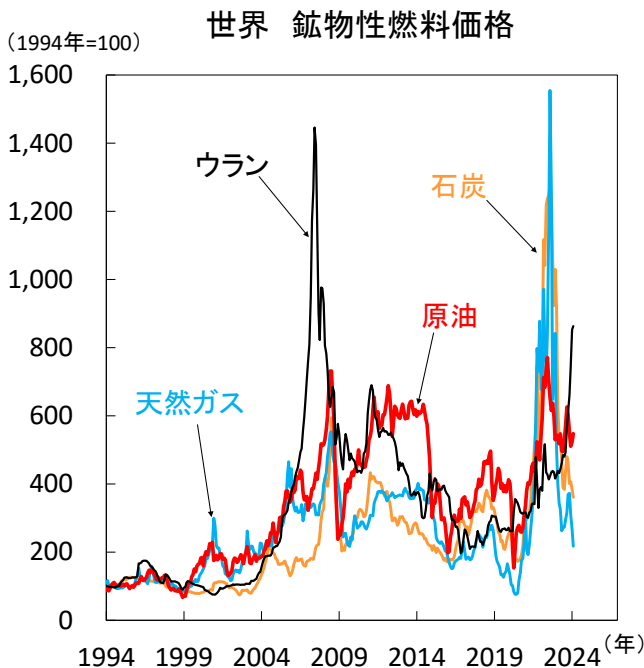


注) 凡例は米大統領略称(オバマ・バイデンが民主党、トランプが共和党)。直近値は2024年2月。
出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

資源価格は落ち着き取り戻すも予断許さず

- ◆ ウクライナ戦争後のエネルギー価格急騰(米欧のロシア制裁で、同国からの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識)は一巡も、戦争が長期化するなか食品を含む原材料価格の先行きは不透明です。
- ◆ ウクライナ戦争に加え、2023年からのパレスチナ紛争を機に中東情勢も不安定化するなか、物流混乱を通じた供給停滞リスクにも要注意です。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されます。

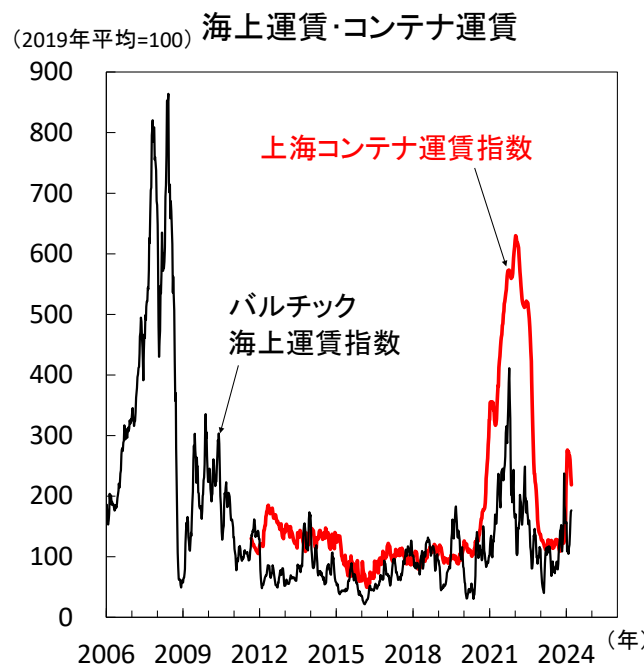
● 2023年以降のインフレ鈍化に大きく寄与した食品・エネルギー価格の下落



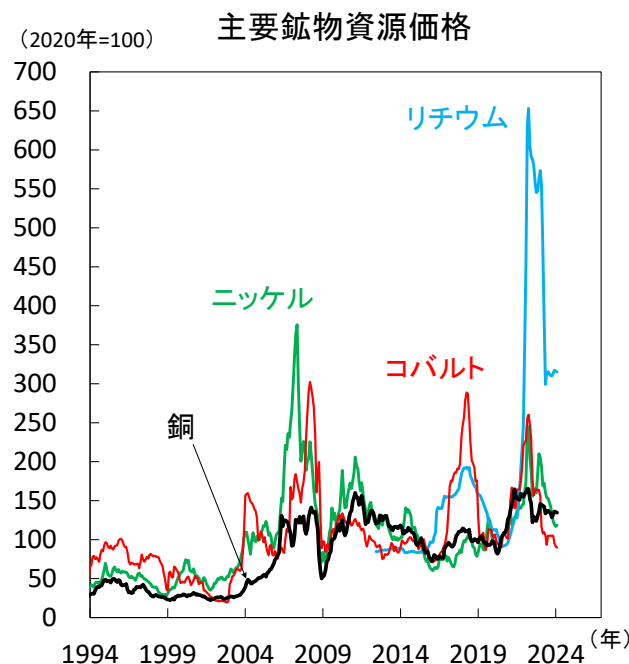
注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年2月。

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2024年2月。

● 国際紛争の影響だけでなく、デジタル革命や脱炭素など世界の潮流変化にも注意



注) 上海コンテナ運賃指数は2011年9月以降。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年3月15日。

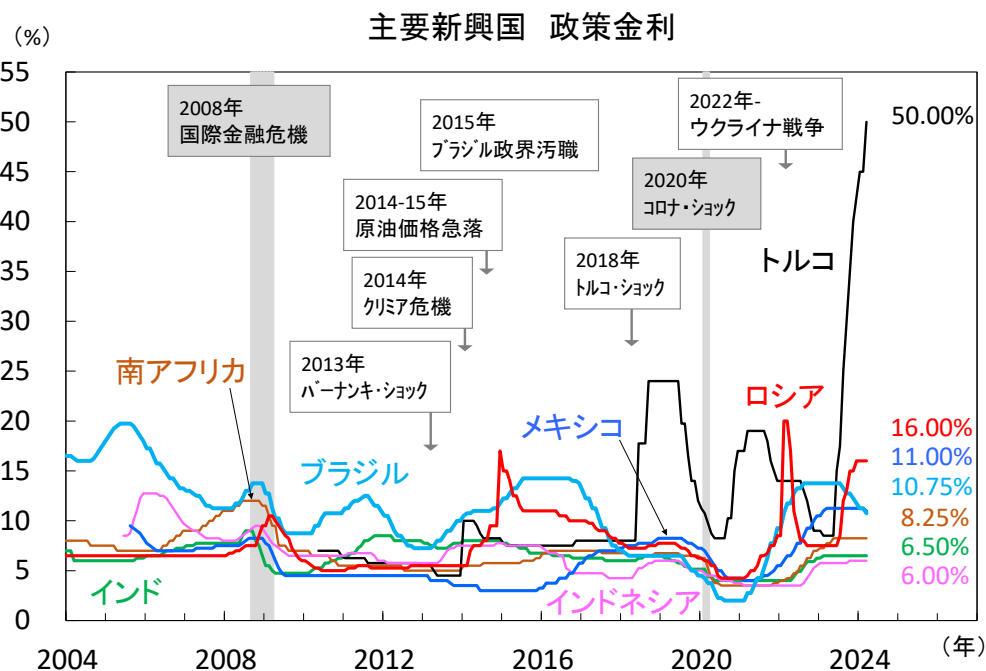
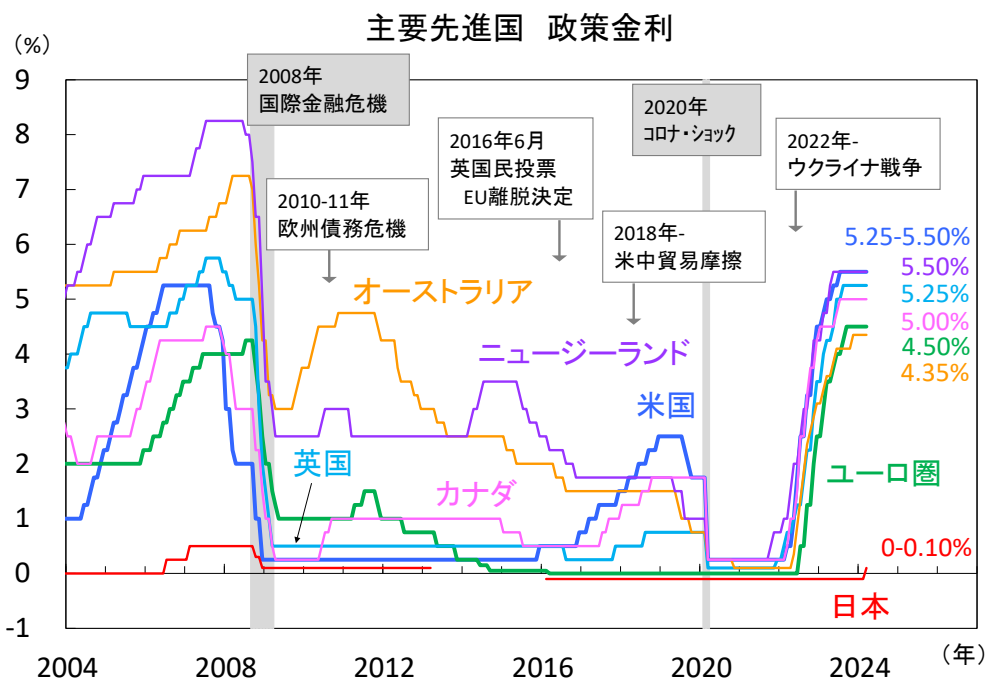


注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年2月。

米欧先進国は2024年央以降の利下げを模索

- ◆ 世界では2021年から利上げの動きが広がりましたが、その目的は低すぎる金利水準の是正からインフレ抑制へと変化、2022年からは米国が利上げを開始し、世界同時利上げの様相を呈しました。
- ◆ インフレ収束を最優先していた中央銀行は、世界的なインフレ鈍化を受け、2023年後半に利上げを休止するなど、これまでの累積的な利上げの効果を見極めようとしています。海外先進国の中銀はインフレ警戒姿勢を残しつつも、2024年央以降の利下げ転換を模索する段階へ移行しています。

● 海外先進国が利下げを模索するなか、日本はようやくマイナス金利解除へ



注) 米国はFF目標金利(レンジ上限値で図示)、日本は無担保コール翌日物金利(マネタリーベースが政策目標となった2013年4月4日から2016年1月28日まではデータなし、2016年1月29日から2024年3月20日までは政策金利残高適用金利)、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、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日物リベース・レボ金利(2016年8月18日までBI金利のためデータ不連続)、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日までは翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までは翌日物レボ入札金利のためデータ不連続)、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不連続)。直近値は2024年3月21日。

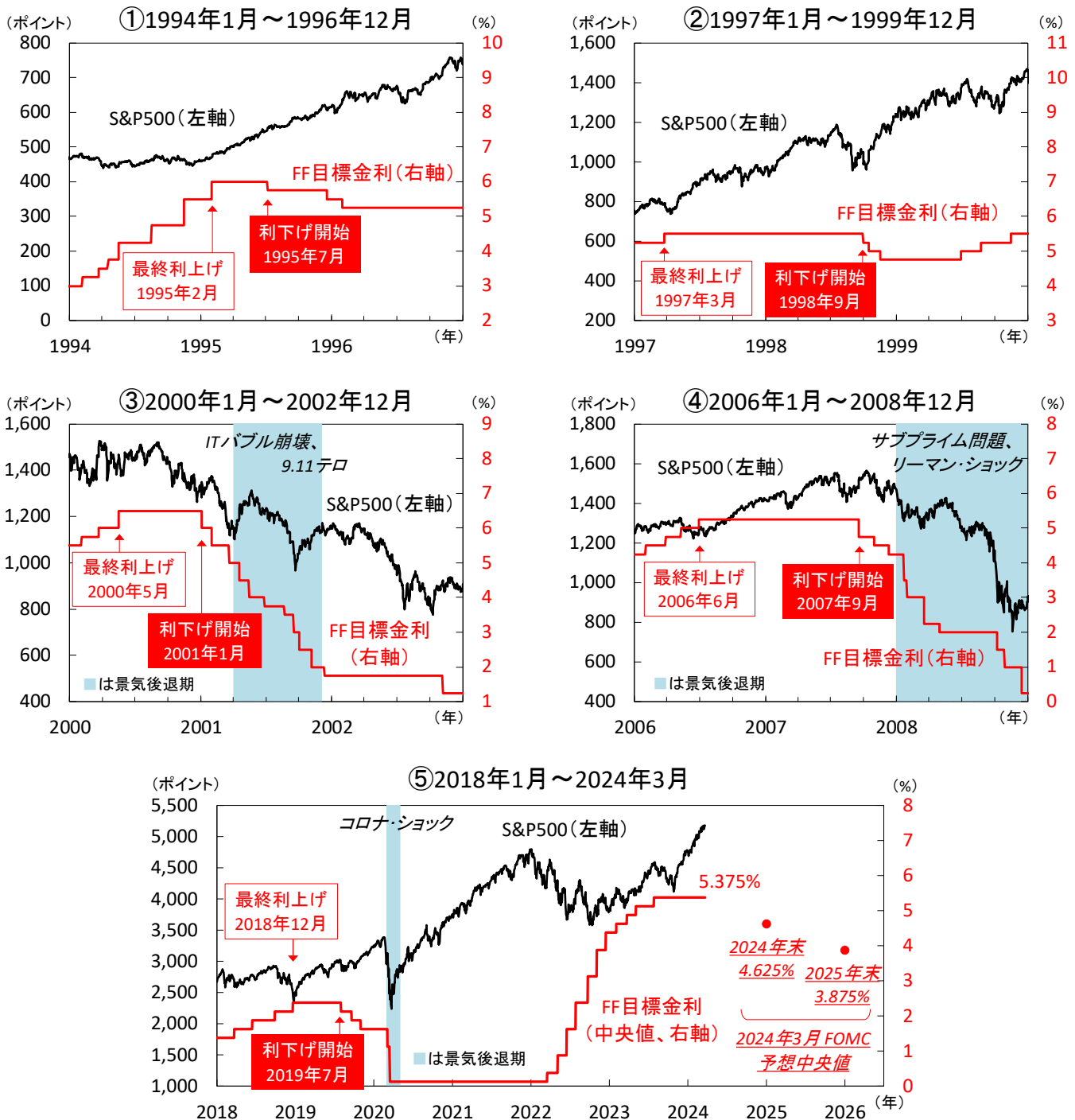
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年の利下げが予防的措置にとどまるかが焦点

- ◆ 2024年の株式市場にとって、米国の利下げが最大の焦点ですが、その度合いにより、市場の捉え方は変わるとみえています。過去の実例を見ると、①1995～96年、②1998年の利下げ局面は、利下げが一時的かつ小幅にとどまり、景気も底堅かったため中長期的な株高基調は崩れませんでした。
- ◆ 一方、③2001～02年、④2007～08年、⑤2020年の利下げ局面は、株価急落を招きました。景気が失速し、利下げが危機対応に発展したことも、株式市場の不安心理を増長させたと考えられます。

● 株式市場が期待する利下げだが、好材料とするには景気安定が条件か

米国 金融政策転換(利上げ→利下げ)局面の株価



注) データは日次。景気後退期はNBERに基づく。
 最下段図のFOMC (連邦公開市場委員会) 予想中央値は2024年3月開催時点の値。直近値は2024年3月20日。

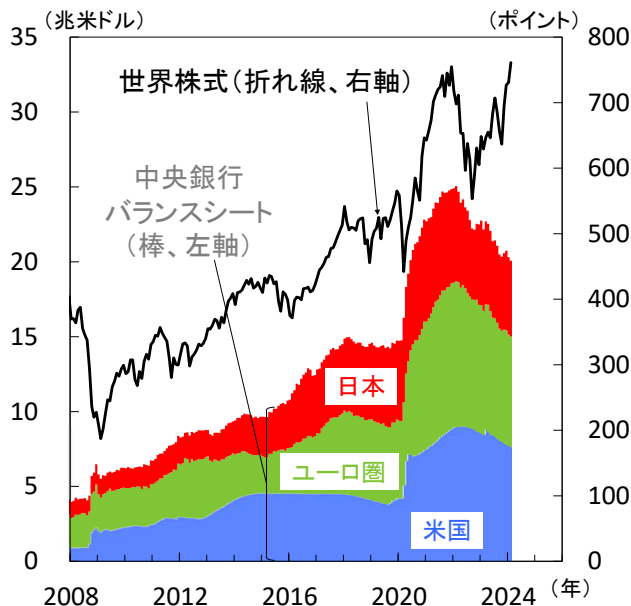
出所) FRB (連邦準備理事会)、NBER (全米経済研究所)、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

楽観相場に死角はないか

- ◆ 米国では金融引き締めが行き過ぎるリスクを考慮し、資産圧縮の減速も視野に入れ始めました。ただし、金融政策の弛緩は資産市場再過熱のリスクもあるため、繊細なかじ取りが求められます。
- ◆ 足元の金融市場では、2024年の米利下げ期待で金利上昇が一服、株式市場では巨大IT企業を始めとするグロース株が全体をけん引しています。生産の先行指標となる半導体は在庫調整が一巡し増産基調に入りましたが、米中対立や台湾情勢緊張など不透明要素を抱え楽観は禁物です。

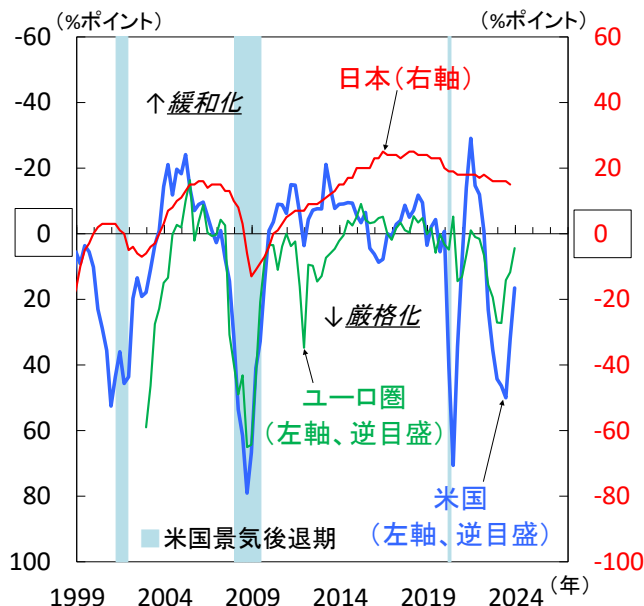
● 景気軟着陸に向け、資産買入れ措置や融資基準引き締めなどの微調整が鍵に

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場で米ドル換算。直近値は2024年2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

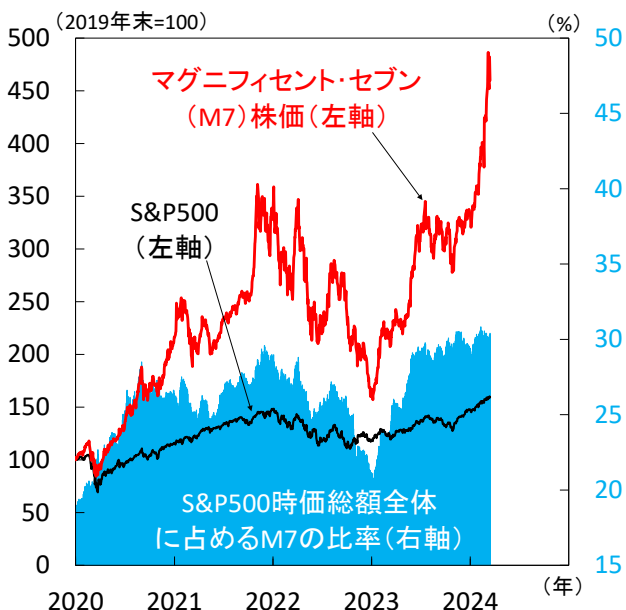
日米欧 銀行の企業向け融資基準



注) 米国景気後退期はNBERによる。米国は大・中堅企業と中小企業の平均値。直近値は2023年10-12月期調査。
出所) FRB、ECB、日本銀行、NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

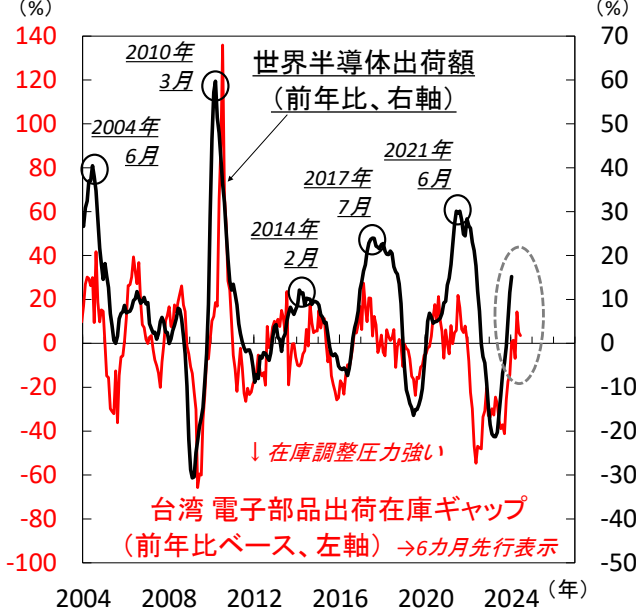
● 株式市場を席巻する巨大IT株、官民一体で進む半導体ブームの行方も焦点か

米国 S&P500と超大型株



注) マグニフィセント・セブンはアップル、アマゾン・ドットコム、マイクロソフト、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ、エヌビディア。各企業の株価を時価総額で加重平均し算出。指数化は三菱アセットマネジメント。直近値は2024年3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場



注) 世界半導体出荷額は3カ月移動平均、直近値は2024年1月。台湾電子部品出荷在庫ギャップは出荷-在庫(ともに前年比)、直近値は2023年12月。
出所) SIA (半導体工業会)、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：不安材料渦巻く

- ◆ 世界は新型コロナを乗り越えたのも束の間、2022年にウクライナ戦争、2023年にパレスチナ紛争が勃発、その支援体制を巡り、米欧西側諸国と中露、さらには新興国との溝も深まりつつあります。
- ◆ ウクライナ戦争後に米欧とロシアの対立が先鋭化、米中の覇権争いも激しさを増すなか、国際協調には程遠い環境です。欧州が6月の欧州議会選挙、日本が9月の自民党総裁選、米国が11月の大統領選挙を控え、内政に注力せざるを得ないなか、世界はリーダー不在の状況ともいえます。

● 2024年の米国は大統領選挙モードに突入、国際協調の旗振り役不在の懸念も

2024年4月以降 世界・主要国の注目日程(上段:金融政策、下段:政治)

米国		日本		欧州		オーストラリア	
4月	30日-1日 FOMC	25-26日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	11日	ECB理事会		
5月		未定	金融政策多角的レビュー 第2回ワークショップ			6-7日	金融政策決定会合
6月	11-12日 未定 FOMC(+経済見通し) パウエルFRB議長 半定期例議会証言	13-14日	日銀金融政策決定会合	6日	ECB理事会(+経済見通し)	17-18日	金融政策決定会合
7月	30-31日 FOMC	30-31日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	18日	ECB理事会		
8月	未定	ジャクソンホール会合				5-6日	金融政策決定会合
9月	17-18日 FOMC(+経済見通し)	19-20日	日銀金融政策決定会合	12日	ECB理事会(+経済見通し)	23-24日	金融政策決定会合
10月		30-31日	日銀金融政策決定会合 (+展望レポート)	17日	ECB理事会		
11月	6-7日 FOMC					4-5日	金融政策決定会合
12月	17-18日 FOMC(+経済見通し)	18-19日	日銀金融政策決定会合	12日	ECB理事会(+経済見通し)	9-10日	金融政策決定会合

米国		日本		欧州		その他	
4月	10日	日米首脳会談(米国)	1日	トラックドライバーの時間外労働制限適用		3日	OPECプラス 共同閣僚監視委員会
			11日	岸田首相が米議会演説		10日	韓国議会選挙
			28日	衆院補欠選挙(3地区)		19日	インド総選挙(~6月1日)
5月	20日	トランプ前大統領初公判(機密文書持ち出し)			2日	1日	中国 国家秘密保護法(改正)施行
					13日	7日	プーチン露大統領就任式
						20日	台湾 賴清徳総統就任式
						29日	南アフリカ総選挙
6月	未定	財務省為替報告書	月中	所得税定額減税実施	6-9日	1日	OPECプラス閣僚会合
			23日	通常国会会期末	9日	2日	メキシコ大統領・議会選挙
			未定	骨太方針閣議決定	27-28日	13-15日	G7首脳会議(イタリア)
7月	15-18日	共和党党大会	3日	新紙幣発行開始	1日	9-11日	NATO首脳会議(ワシントンD.C.)
			7日	東京都知事選挙	26日	未定	ベネズエラ大統領選挙(年後半予定)
			未定	春闘最終回答集計公表	未定		
8月	19-22日	民主党党大会	月末	2025年度予算概算要求	28日		
			30日	岸田首相	1日		
9月	16日	大統領候補者討論会		自民党総裁任期満了	22日		
	25日	副大統領候補者討論会		山口公明党代表任期満了			
	月末	2025年度予算成立期限					
10月	1,9日	大統領候補者討論会			6日		
					31日		
					未定		
					未定		
11月	5日	大統領・議会選挙			未定		
	未定	財務省為替報告書			未定		
					未定		
12月	16日	選挙人団の大統領選公式投票	未定	2025年度予算案・税制改正大綱閣議決定	未定		
2025年							
1月	6日	選挙人投票集計結果公表					
	20日	大統領・副大統領就任式					
3月						未定	中国全人代
5月						未定	G7首脳会議(カナダ)
7月			28日	参議院議員任期満了			
10月			21日	衆議院議員任期満了	26日		
11月						未定	G20首脳会議(南アフリカ)

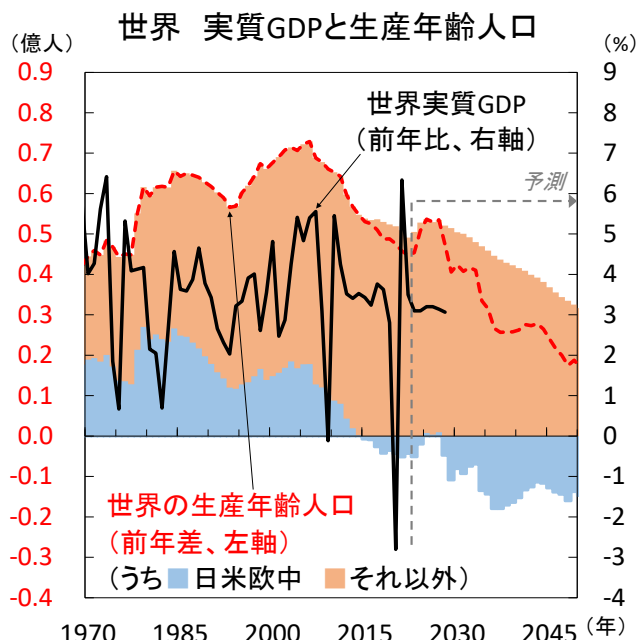
注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU:欧州連合、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、NATO:北大西洋条約機構、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP:国連気候変動枠組条約締結国会議、BRICS:ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカの総称。予定は変更される場合があります。

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

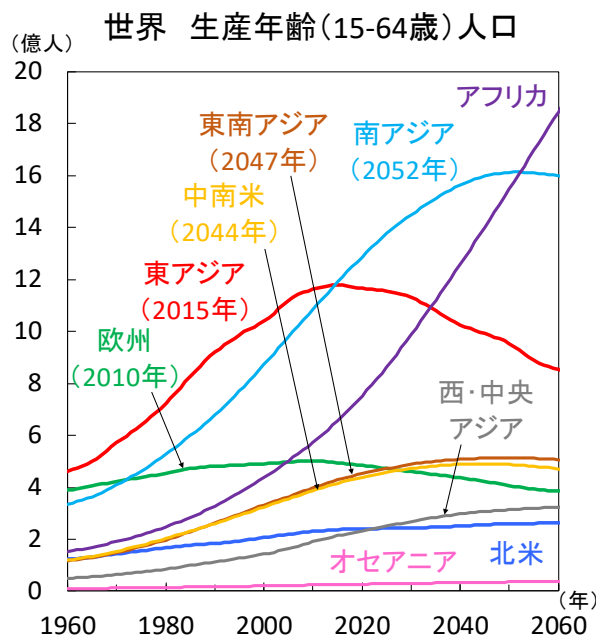
①世界分断：経済の安定成長構造を脅かすリスクも

- ◆ 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、経済安全保障がキーワードとなるなか、先進国では、経済力を武器に威圧的外交が目立つ中国との関係を見直し、デリスキング(依存低下)やデカップリング(切り離し)の動きを強めています。ただし、拙速な友好国・非友好国の選別が、投資マネーの流れがゆがめるリスクもあります。

●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

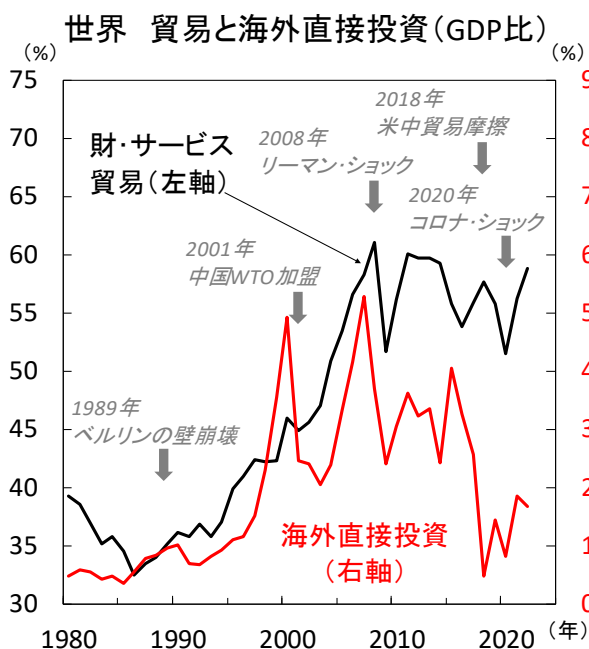


注) 実質GDPは1979年までが世界銀行、1980年以降がIMFの集計値(2022年までが実績、2023-2028年がIMF予測)、生産年齢人口は国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。1970~2021年が推計、2022~2050年が予測。
出所) IMF、世界銀行、国連より三菱UFJアセットマネジメント作成

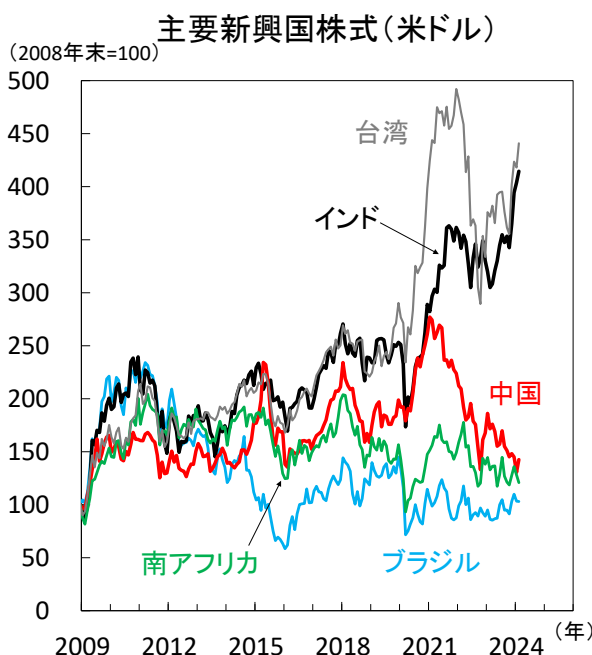


注) 国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。1950~2021年が推計、2022~2060年が予測。
()内は期間内ピーク年(ピークを迎える地域のみ表示)。
出所) 国連より三菱UFJアセットマネジメント作成

●分断が貿易・投資の停滞を招く懸念、金融市場では資金の流れに歪みも



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

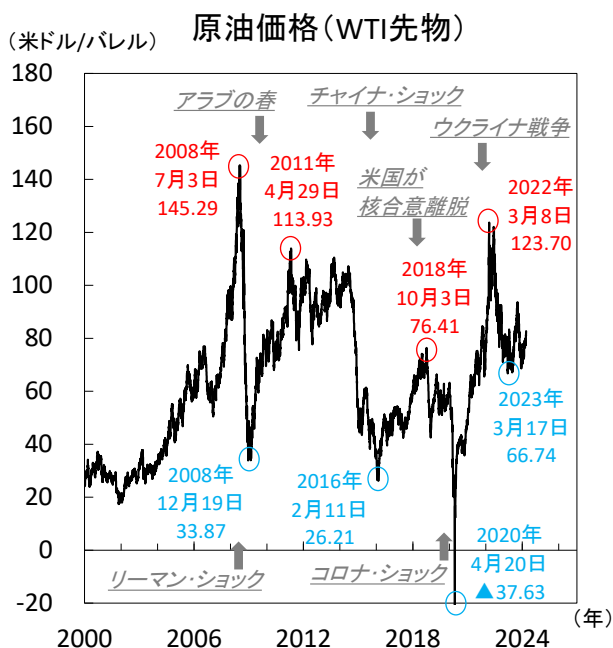


注) MSCI ACWI国別指数に基づく。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年2月。
出所) MSCI、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

②原油：価格上昇圧力は根強い

- ◆ 2024年に入り原油価格は反発基調です。背景として、需要面では、米国・中国の景気軟着陸期待が高まっていること、供給面では、中東産油国・ロシアなどで構成される石油輸出国機構(OPEC)プラスが原油の協調減産を継続するなか、中東情勢緊張に伴う供給不安への意識が挙げられます。
- ◆ 今後の焦点は、産油国の財政・交易条件を意識した価格面への思惑、中東の政情不安・紛争による供給制約リスク、また、米国大統領選挙前後の同国シェール開発・生産動向などが挙げられます。

● 焦点は、需要面が米中景気の行方、供給面はOPECプラス協調減産の持続性に



注) 期近物ベース。凡例は転換点となった高安値(終値)。直近値は2024年3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 石油消費・供給量の内訳

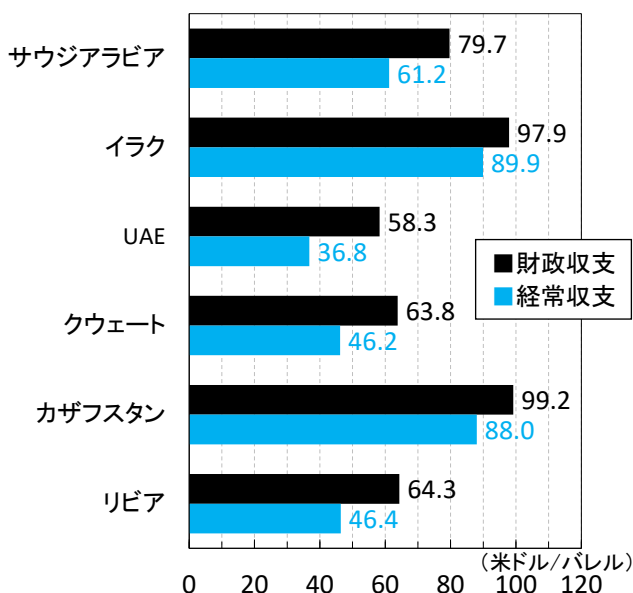
消費量			供給量		
	日量 (万バレル)	比率 (%)		日量 (万バレル)	比率 (%)
全体	10,293	100.0	全体	10,311	100.0
北米	2,400	23.3	米国	2,271	22.0
米国	1,963	19.1	カナダ	621	6.0
アジア	3,921	38.1	OPECプラス	4,947	48.0
中国	1,643	16.0	OPEC	3,190	30.9
インド	578	5.6	サウジアラビア	1,060	10.3
日本	379	3.7	イラク	440	4.3
欧州	1,438	14.0	イラン	432	4.2
旧ソ連	461	4.5	UAE	410	4.0
中南米	652	6.3	非OPEC	1,757	17.0
中東	955	9.3	ロシア	1,069	10.4
アフリカ	465	4.5	メキシコ	210	2.0
			カザフスタン	196	1.9

注) OPEC(石油輸出国機構)プラスはOPEC12カ国と非OPEC11カ国で構成。原油および天然ガス液など液体分を含む合計。消費量は2024年2月、供給量は2023年11月。

出所) 米EIA(エネルギー情報局)より三菱UFJアセットマネジメント作成

● OPECの価格志向、中堅産油国の政情不安に伴う供給懸念発生リスクにも要注意

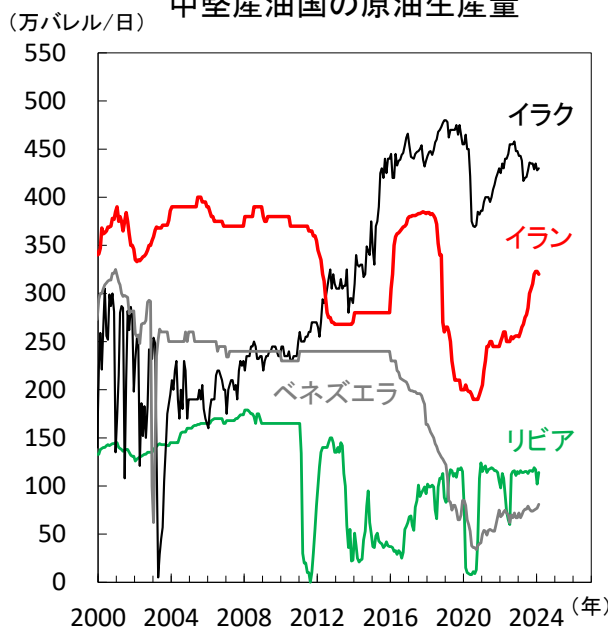
主要産油国 財政・経常収支均衡の原油価格



注) 価格は北米(WTI)・北海ブレント・ドバイ原油の平均。2024年の財政収支および経常収支の均衡に必要な価格を表す。IMF Regional Economy Outlook(2023年10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

中堅産油国の原油生産量



注) 直近値は2024年2月。

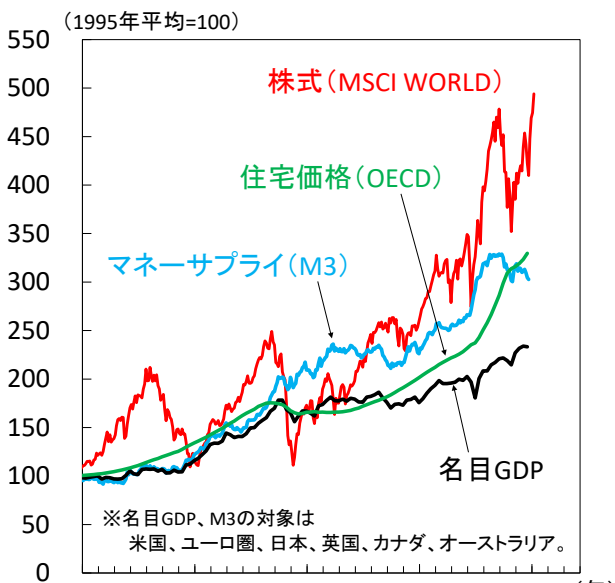
出所) 米EIAより三菱UFJアセットマネジメント作成

③金融緩和の功罪：景気の推進力となった資産効果

- ◆ 2008年の国際金融危機後、金融緩和が常態化、資産価格が経済成長を上回る速度で上昇し続け、資産市場と実体経済のかい離も目立ちました。かりに、2022年来の金融引き締め効果が顕在化し、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。
- ◆ 近年の米国では、高齢者層が資産価格上昇の恩恵を享受してきた印象です。相対的に債務負担も低く、財務面に余裕を持つシニア層の購買力は、経済動向を占う上で軽視できないと言えます。

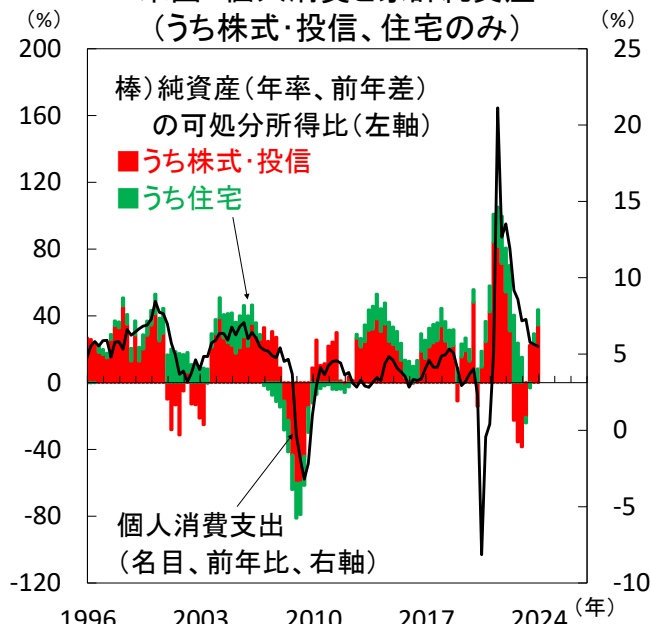
● 近年は金融緩和に伴う資産価格高騰が景気を支えてきた一面も

主要先進国 GDP・マネー・資産価格



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。直近値は住宅価格と名目GDPが2023年7-9月期、M3が2023年10月、株式が2024年2月。
出所) OECD、MSCI、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

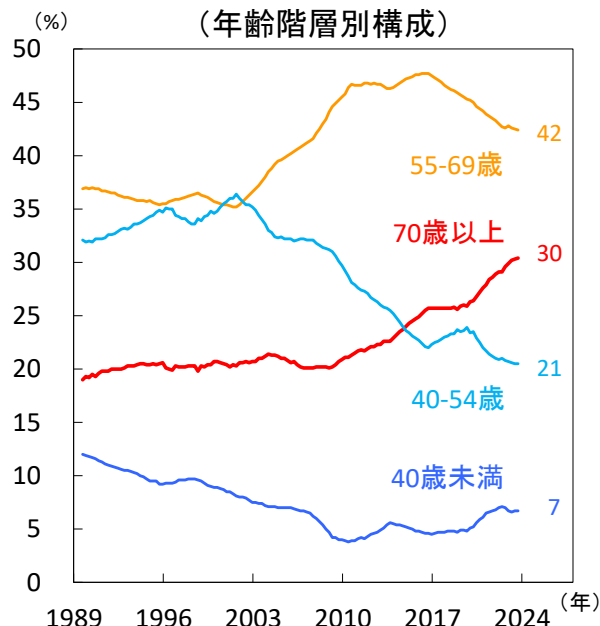
米国 個人消費と家計純資産 (うち株式・投信、住宅のみ)



注) 純資産＝資産－負債。株式・投信および住宅は家計純資産の約53% (2023年12月末)。直近値は2023年10-12月期。
出所) FRB、米商務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 資産高の恩恵を受けやすく、財務面にも余裕があるシニア層が消費のけん引役に

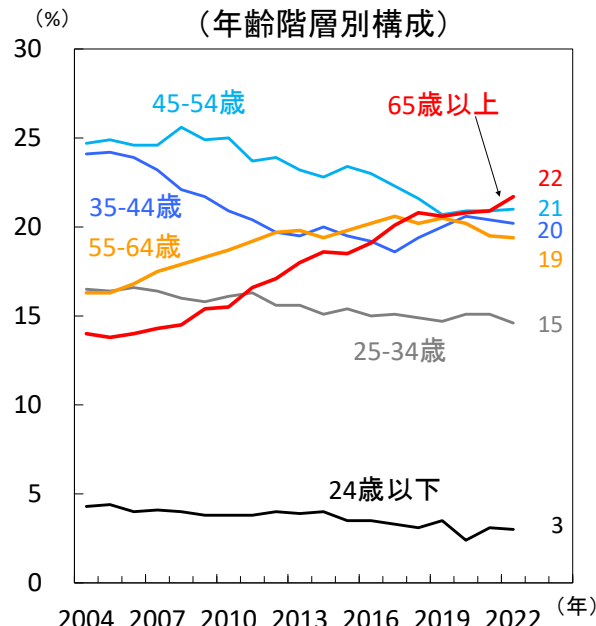
米国 家計純資産 (年齢階層別構成)



注) 直近値は2023年9月。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 個人消費支出 (年齢階層別構成)



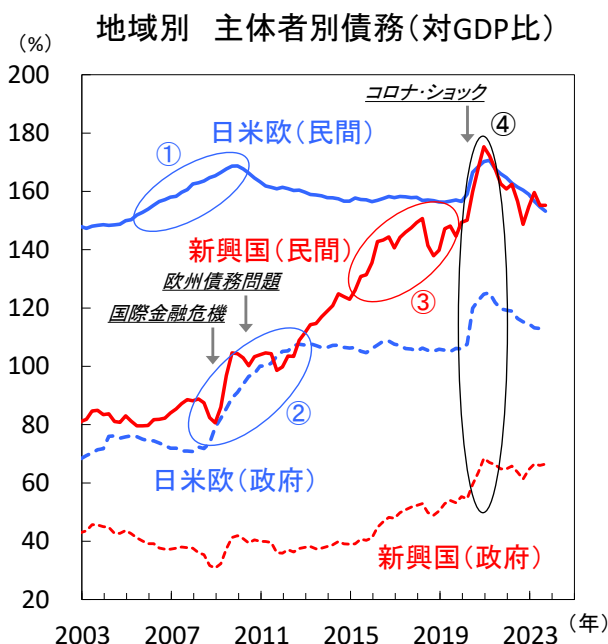
注) 直近値は2022年。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

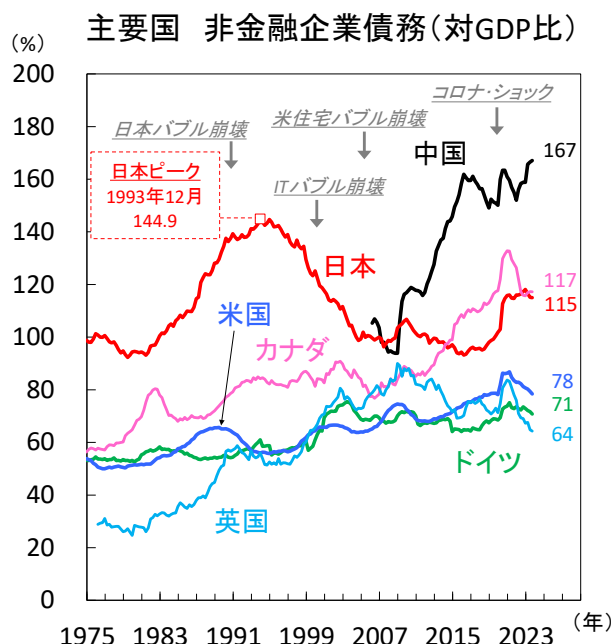
膨張した債務の後始末に苦慮

- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の中心は、国際金融危機後に先進国民間から政府（左上図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へ広がりました（④）。
- ◆ 金融引き締めを機に表面化するのには、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弱い新興国が外貨（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にも波及、近年は中国の債務拡大が目立つ

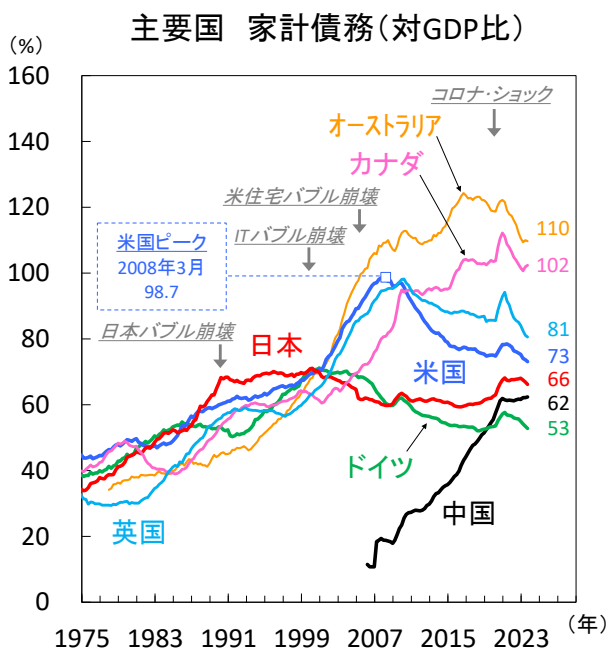


注) 銀行貸出と債券の合計。
日米欧は日本・米国・ユーロ圏・英国の合算値。
直近値は2023年9月（四半期）。
出所) BIS (国際決済銀行) より三菱UFJアセットマネジメント作成

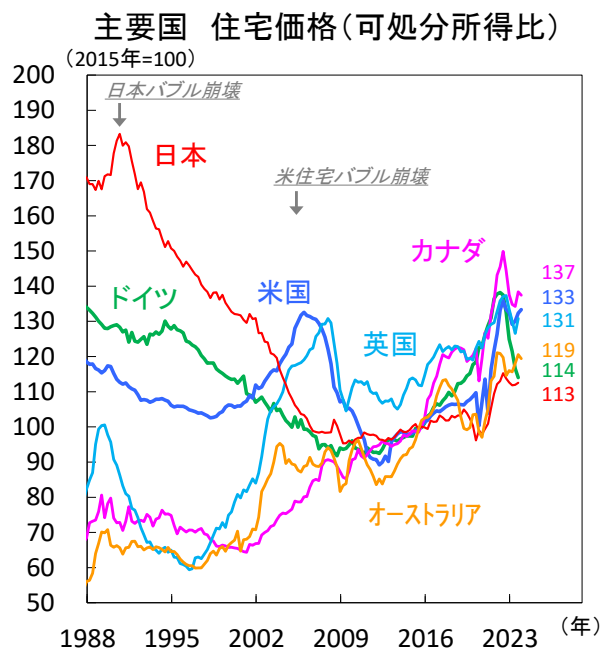


注) データは英国が1976年3月、中国が2006年3月以降。
直近値は2023年9月（四半期）。
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 住宅価格高騰もあり、家計の債務が持続可能な水準を超えている可能性も



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2023年9月（四半期）。
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成



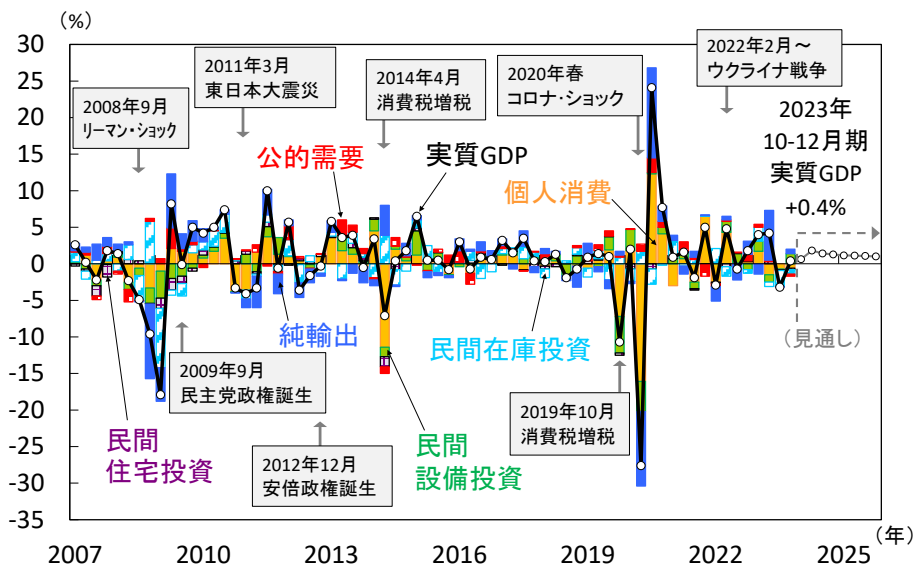
注) 直近値は2023年10-12月期（日本・ドイツ・英国は同年4-6月期）。
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

3. 日本経済：日銀は8年ぶりにマイナス金利を解除

- ◆ 2023年10-12月期の実質GDPは2四半期ぶりにプラス成長となりました。需要項目別にみると、消費が弱含んだ一方、設備投資の増加や輸出の大幅増加により純輸出が増加したことがプラスに寄与しました。一方、2023年の名目GDPは米ドルベースでドイツに抜かれ、世界第4位に転落しました。
- ◆ 足元の景気はまだ模様となっています。鉱工業生産は2020年5月以来の大幅減少となった一方インバウンド需要は訪日外客数の回復から増加しています。1-3月期も弱めの成長が続きそうです。

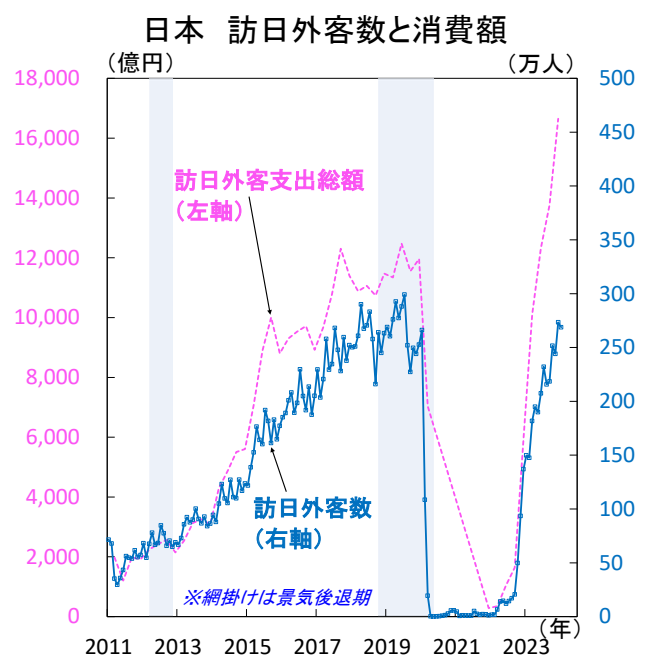
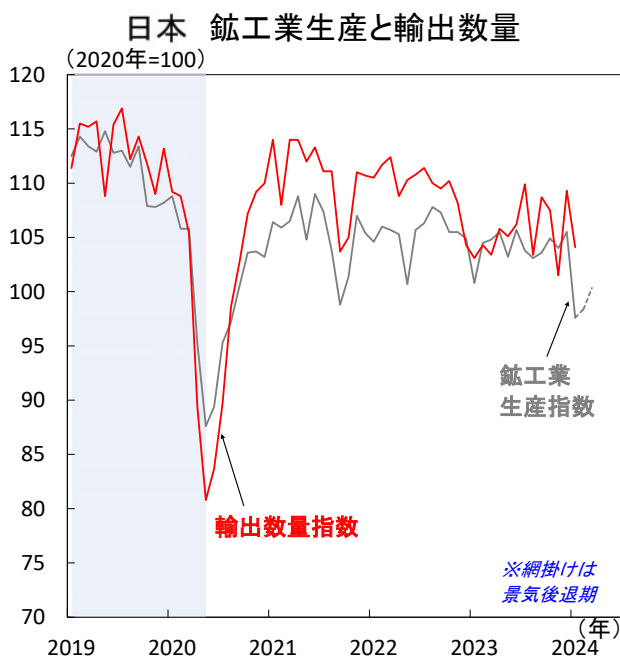
● 2023年10-12月期は設備投資が増加し実質GDP成長率はプラス

日本 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10-12月期(2次速報値)。2024年1-3月期~2025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

● 鉱工業生産は大幅に減少した一方、インバウンド需要は好調



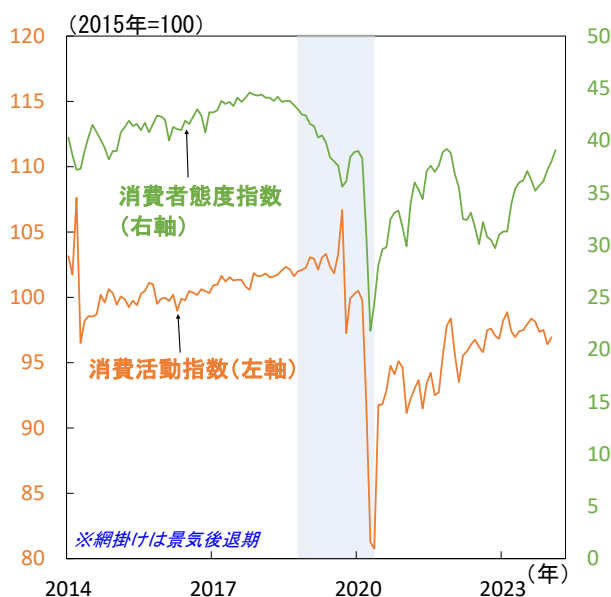
注) 直近値は2024年1月。鉱工業生産は同年2-3月の製造工業生産予測の伸び(2月は経済産業省補正值)で延長。
注) 直近値は訪日外客数が2024年1月、訪日外国人消費額が2023年10-12月。
出所) 財務省、経済産業省より三菱UFJアセットマネジメント作成
出所) 日本政府観光局、観光庁より三菱UFJアセットマネジメント作成

消費が下振れる一方、設備投資上振れへの期待高まる

- ◆ 消費者態度指数は上昇し消費者マインドは改善傾向にあるものの、消費支出は非耐久財を中心に弱含んでいます。物価が高止まる中で節約志向が高まり、選択的支出は鈍化しています。
- ◆ 設備投資は今年度における期初の強気な計画に実績が伴わない状況でしたが、昨年10-12月期に大幅に増加し、実質GDP成長率を押し上げました。日銀短観における企業の生産・営業用設備判断DIは「不足超」の状態にあり、今後も設備投資は拡大が見込まれ成長率を押し上げるとみられます。

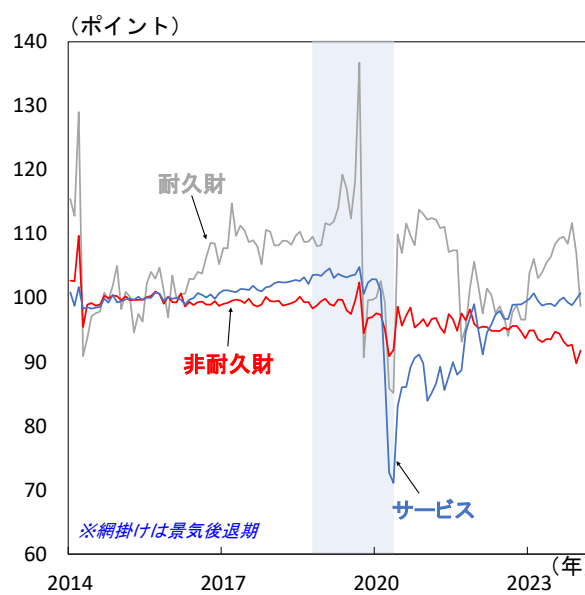
● 消費者マインドは改善する一方、消費支出は低迷

日本 消費活動指数と消費者態度指数



注) 直近値は消費活動指数は2024年1月。消費者態度指数は同年2月。
出所) 日本銀行、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

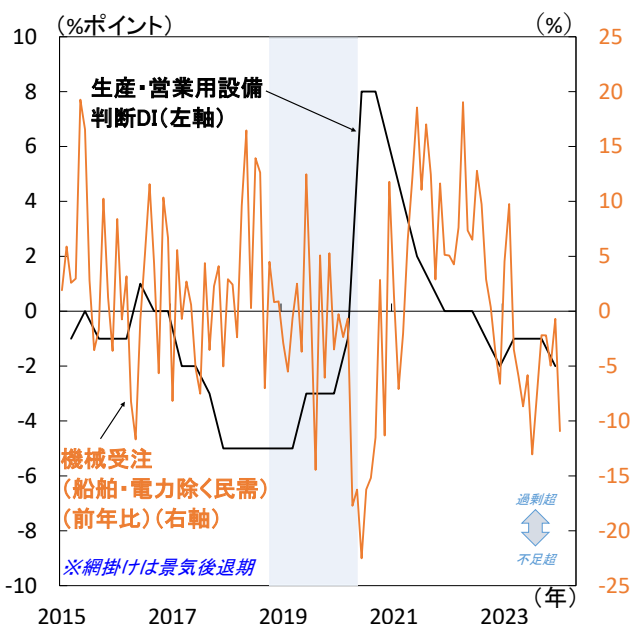
日本 消費活動指数の項目別内訳



注) 直近値は2024年1月。
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

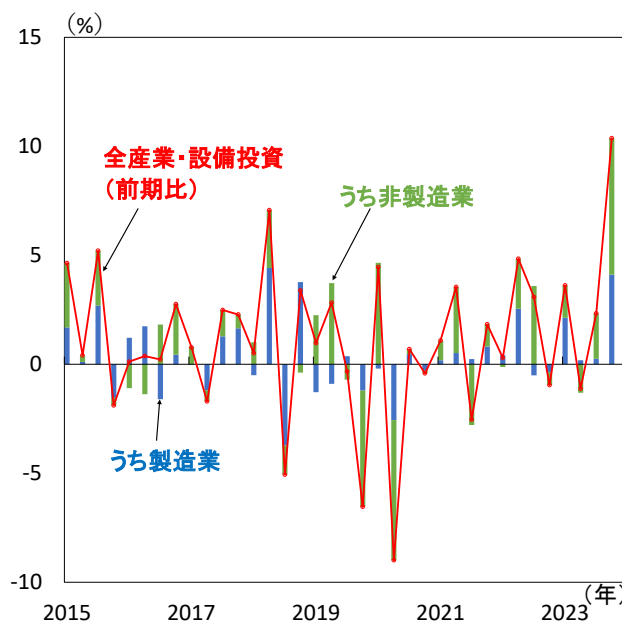
● 設備投資は大幅に増加

日本 機械受注と日銀短観における
生産・営業用設備判断DI



注) 直近値は機械受注は2024年1月、生産・営業用設備判断投資DIは2023年10-12月期。
出所) 内閣府、日銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 法人企業統計における設備投資
(前期比)



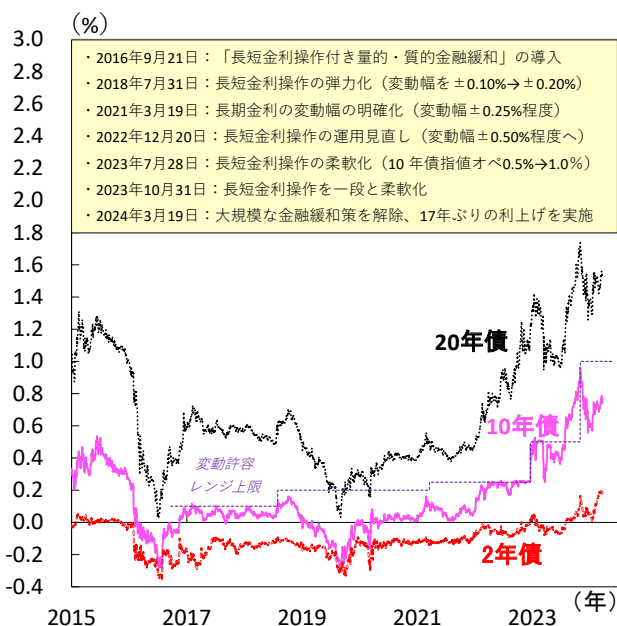
注) 直近値は2023年10-12月期。
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日銀は3月に大規模金融緩和を解除、17年ぶり利上げ実施

- ◆ 日銀は3月の金融政策決定会合で大規模金融緩和策の解除を決定。マイナス金利の解除、イールドカーブ・コントロール(YCC)の撤廃、ETF等のリスク性資産の買入れの終了を決定しました。
- ◆ マイナス金利解除の背景として、物価と賃金の好循環が生じつつある事が挙げられます。インフレはピークをうって緩やかに減速傾向にあるものの、賃金については2024年春闘の第一回集計結果が5%を上回り、実質賃金の上昇が期待されます。日本経済はデフレ脱却に向けて前進しています。

● 日銀はマイナス金利解除を決定し、8年に及ぶ大規模金融緩和に終止符

日本 国債利回りと長期金利操作



注) 直近値は2024年3月19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

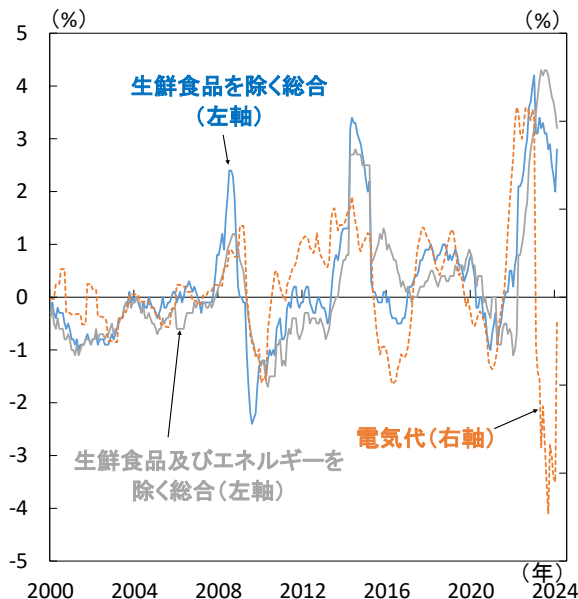
日本 日銀の金融市場調査方針の変遷

1995	短期市場金利を誘導するオペレーション(公開市場操作)
1998	「誘導目標である無担保コールレート(オーバーナイト物)」を具体的に定める
1999	「ゼロ金利政策」開始(～2000)
2001	「量的緩和政策」開始。主な操作目標は、無担保コールレートから当座預金残高に変更
2006	量的緩和政策解除
2010	「包括的な金融緩和政策」のもとで、金融市場調節方針は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」と定める
2013	「量的・質的金融緩和」が開始。金融市場調節の主な操作目標は、無担保コールレートからマネタリーベースに変更
2016.1	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで金融市場調節方針や資産買入れ方針が維持されたほか、補完当座預金制度が改正。政策金利として、日本銀行当座預金のうち「政策金利残高」に-0.1%のマイナス金利を適用することが決定。
2016.9	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、短期の政策金利については、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用」、長期金利の操作目標については、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う」
2024.3	大規模な金融緩和策を解除、17年ぶりの利上げを実施

注) 2024年3月19日時点。
 出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

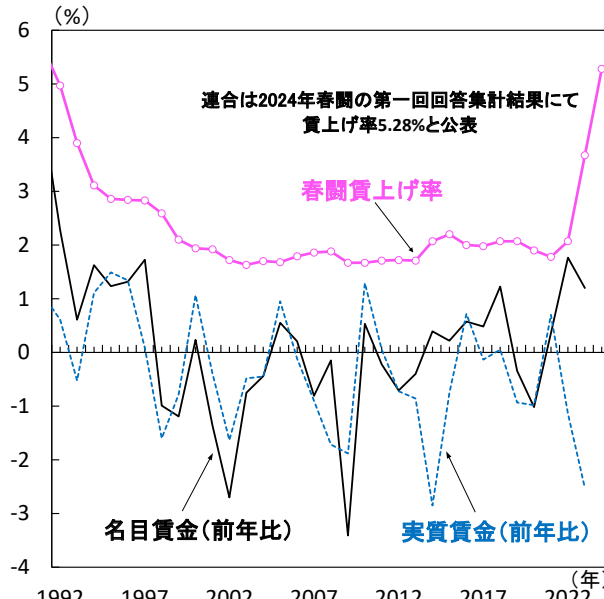
● 物価と賃金の好循環が生じる環境が整ったことがマイナス金利解除の背景

日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2024年2月。対象は全国。
 出所) 総務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 春闘賃上げ率と賃金前年比



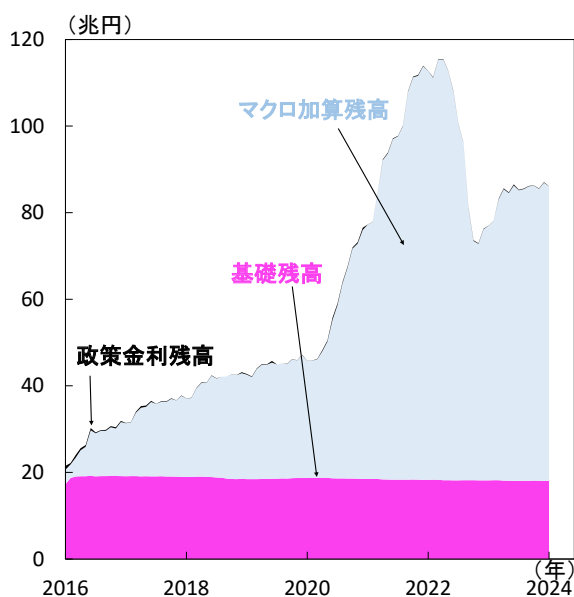
注) 直近値は春闘賃上げ率が2024年3月15日。賃金の直近値は2023年。
 出所) 連合、厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日銀は今後断続的に利上げを行うか

- ◆ 日銀は3月の金融政策決定会合で当座預金(所要準備額相当部分を除く)に0.1%の付与金利の適用を決定。事前の観測報道もあり金融市場は決定を織り込み、短期金利は上昇基調にあります。
- ◆ 金融市場は今後の日銀の利上げを織り込みつつあるものの、足元の国内景気の状態や海外の中銀が利下げに転換する可能性から、断続的な利上げは難しいと見ています。今後は日銀の物価安定目標であるインフレ率2%を見据え2024年内に政府によるデフレ脱却宣言がされるかが焦点です。

● 金融市場が大規模金融緩和策の解除を織り込む中、短期金利は上昇

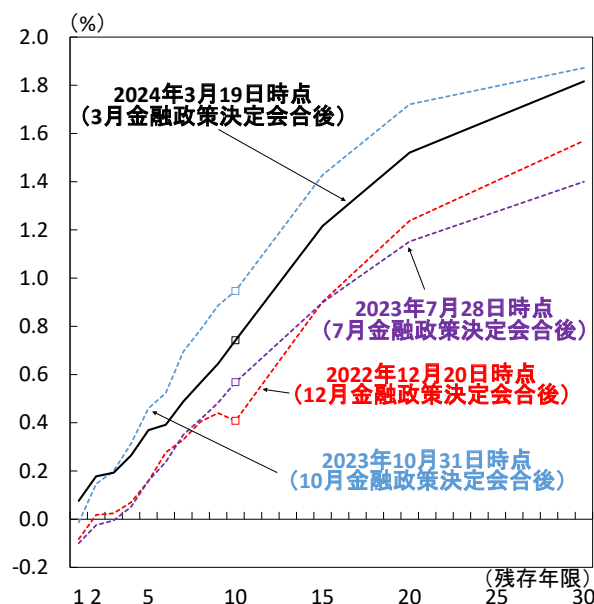
日本 地銀+第二地銀の日銀当座預金残高



注) 直近値は2024年1月。

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 金融政策決定会合後のイールドカーブ



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 今後日銀による利上げが継続的に行われるか、デフレ脱却が明確になるかが焦点

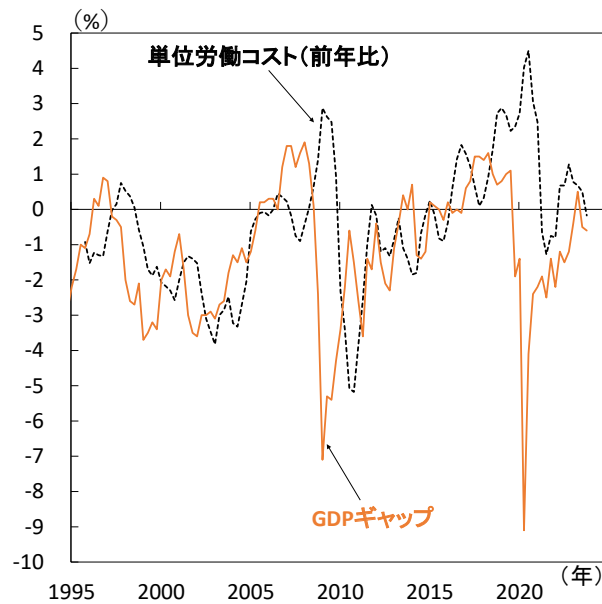
日本 スワップ金利差と10年国債利回り



注) 直近値は2024年3月19日。

出所) Bloomberg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10-12月期。GDPギャップは内閣府推計、単位労働コストは名目労働者報酬÷実質GDPにより算出(4四半期移動平均)。

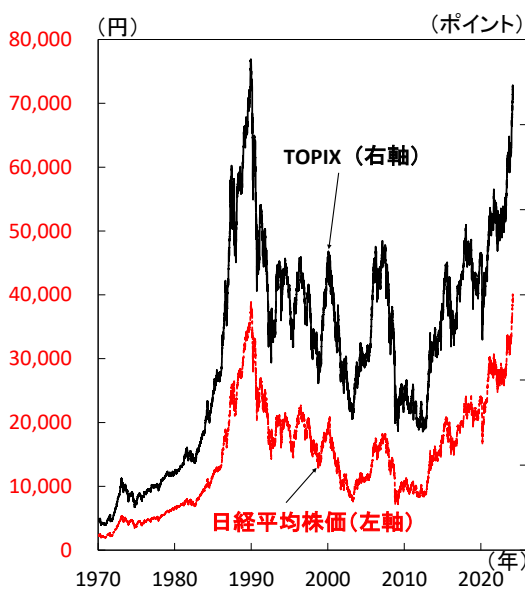
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日経平均株価は34年ぶりに史上最高値を更新

- ◆ 日経平均株価は年初来大幅に上昇し3月上旬には終値で40,000円を上回りました。TOPIXについてもバブル後の戻り高値を更新。株価上昇の背景には新たな少額投資非課税制度(新NISA)の開始や堅調な企業業績、為替市場での円安進行に伴い輸出企業を中心に上昇したことが挙げられます。
- ◆ 米国株はハイテク株を中心に高騰し過去最高値を更新。それに追随する形で日本株は上昇しました。また、外国人投資家による日本株の現物取引を中心とした買いも株価を大幅に押し上げました。

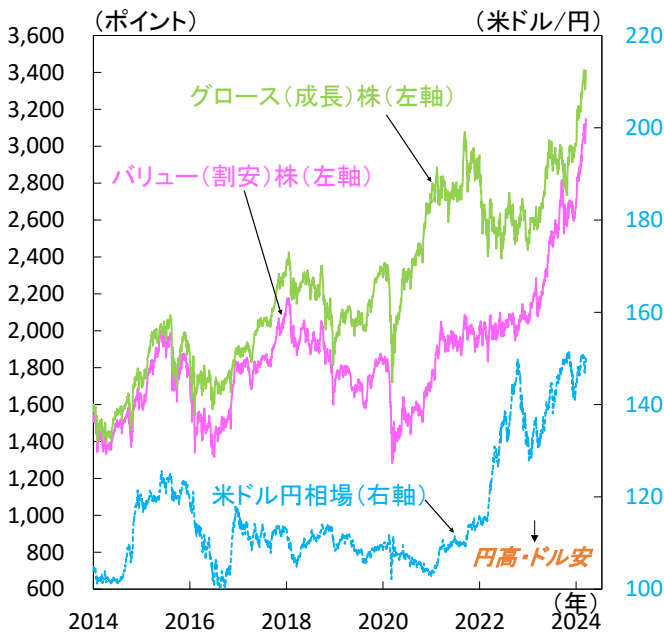
● 日経平均株価は34年ぶりの史上最高値を更新し、終値で40,000円の大台へ

日本 日経平均株価とTOPIX



注) 直近値は2024年3月19日。
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

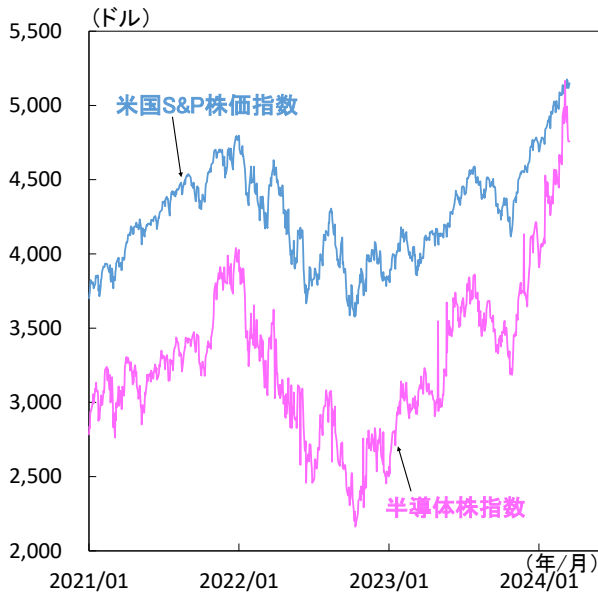
日本 バリューストックと米ドル円相場



注) 直近値は2024年3月19日時点。株価はTOPIXバリューストック、グロース。
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

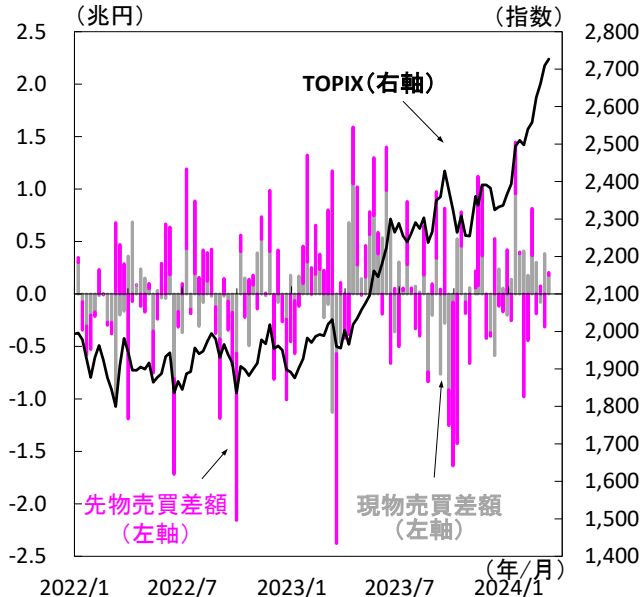
● 米国株のハイテク株を中心とした上昇や外国人投資家の買い越しにより株価高騰

米国 S&P株価指数と半導体指数



注) 直近値は2024年3月19日。半導体指数はフィラデルフィア半導体指数。
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 株価と海外投資家の日本株売買動向



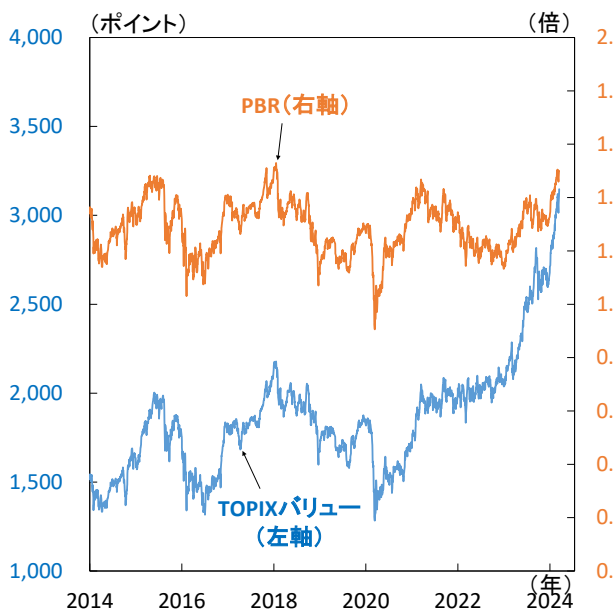
注) 直近値は株価が2024年3月8日。売買動向が同年3月第1週。売買差額は「買い」-「売り」。
出所) Bloomberg、東京証券取引所より三菱UFJアセットマネジメント作成

今後も堅調な企業業績による株価の押し上げが期待される

- ◆ 自己資本利益率(ROE)の上昇が期待される中、株価純資産倍率(PBR)は足元上昇基調にあります。今後も上場企業の経営改革の進展や業績の改善予想が株価を押し上げることが期待されます。
- ◆ TOPIXの予想一株当たり純利益(EPS)は拡大し、リビジョン・インデックスは上昇基調です。予想株価収益率(PER)はバブル期は70倍近辺まで上昇しましたが、足元では15倍前後となっており、割高感はありません。妥当水準圏内にあるPERのもとで、株価は上昇余地があると見ています。

● PBRが上昇する中、企業の業績改善が期待される

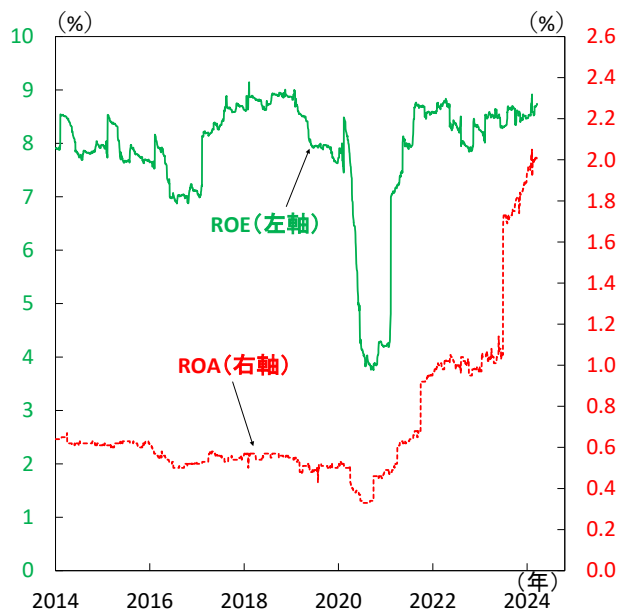
日本 TOPIXバリューストックとTOPIXのPBR



注) 直近値は2024年3月19日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 TOPIXのROAとROE

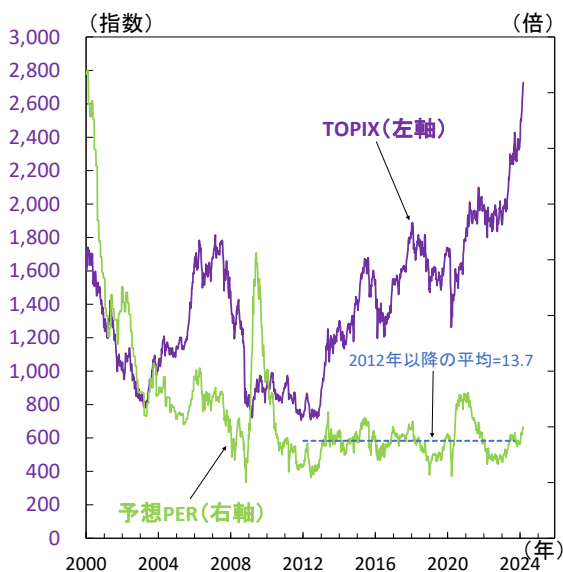


注) 2024年3月19日時点。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 予想EPSが拡大する中、株価は史上最高値を更新する可能性

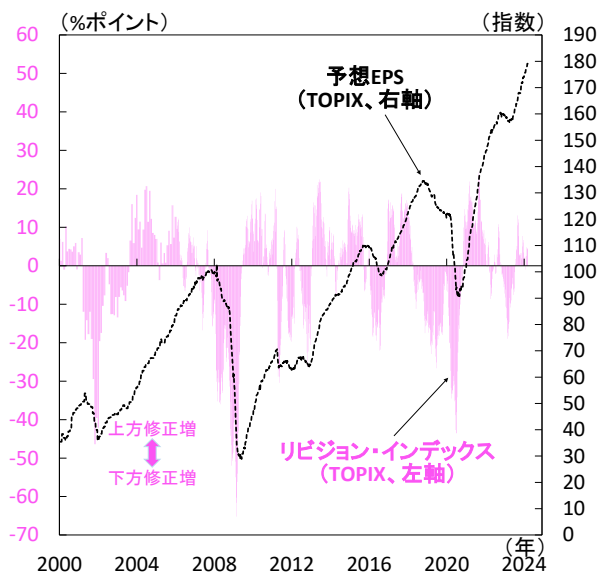
TOPIXと予想PER



注) 直近値は2024年3月8日。予想PER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2024年3月8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)

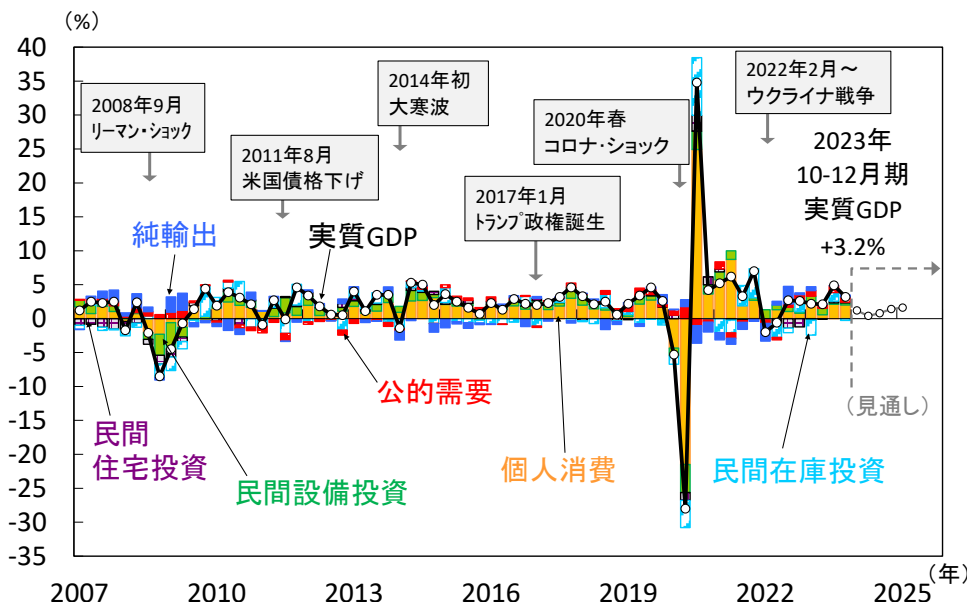
出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

4. 米国経済：物価抑制の「最後の1マイル」が難航

- ◆ 2023年10-12月期実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と6四半期連続でプラスとなり、GDPの7割を占める個人消費が牽引する構図は不変です。金融引き締め環境下でも堅調な米景気が続く中、市場では底堅い景気とインフレ率高止まりが共存する「ノーランディング」が意識されつつあります。
- ◆ コロナ禍前の低金利環境で民間部門の負担が抑えられていた面があり、先行きは累積的な利上げ効果が時間差をおいて景気を減速させるとみまます。企業景況感からは息切れ感もうかがえます。

● 米景気は6四半期連続でプラス成長も、企業景況感は先行きの景気減速を示唆か

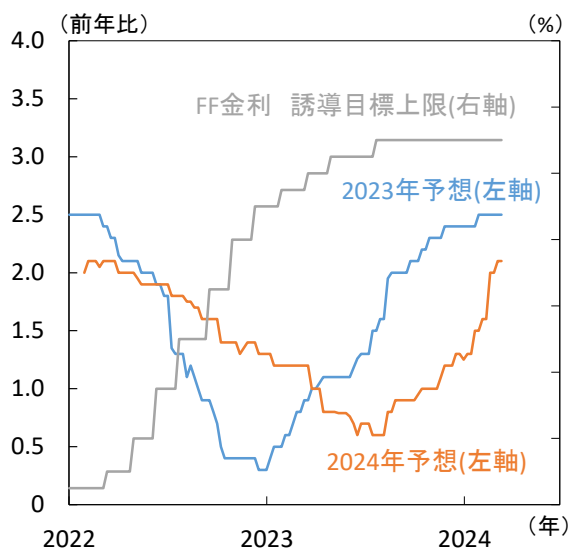
米国 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度



注) 2024年1-3月期～2025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) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJアセットマネジメント作成

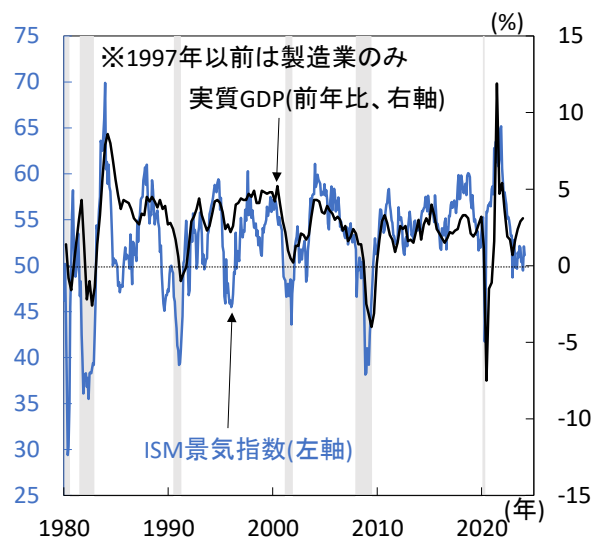
米国 FF金利と米実質GDP(市場予想)



注) 直近値は2024年3月15日。実質GDPはBloombergが集計した予想を使用。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 ISM景気指数と実質GDP



注) 直近値は実質GDPが2023年10-12月期。ISM景気指数は2024年2月、製造業とサービス業の各景気指数を基に当社経済調査室が合成、「50」が景気拡大と縮小の境目。網掛け部分は米景気後退期。

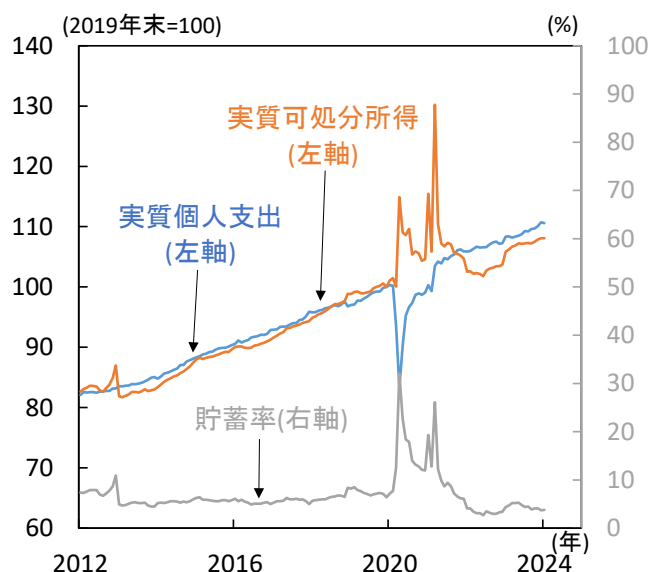
出所) 米ISM(供給管理協会)より三菱UFJアセットマネジメント作成

個人消費は鈍化を想定、株高持続なら上振れリスクも

- ◆ 個人消費は堅調さを維持しています。底堅い労働市場を受けて可処分所得が安定しており、家計所得のストック面でも昨年末以降の株高による資産価値上昇が家計の消費行動を支えています。
- ◆ 先行きは低・中所得層を中心に消費鈍化に向かうとみます。コロナ禍の過剰貯蓄が枯渇する中で消費者心理は生活費高騰等で停滞、家計の利払い負担も高まりつつあります。ただし、人工知能向け半導体需要への期待で株高持続となれば、富裕層の消費意欲が衰えない可能性もあります。

● 資産効果の持続性は不透明ながら、過剰貯蓄枯渇や利払い負担が消費の重しに

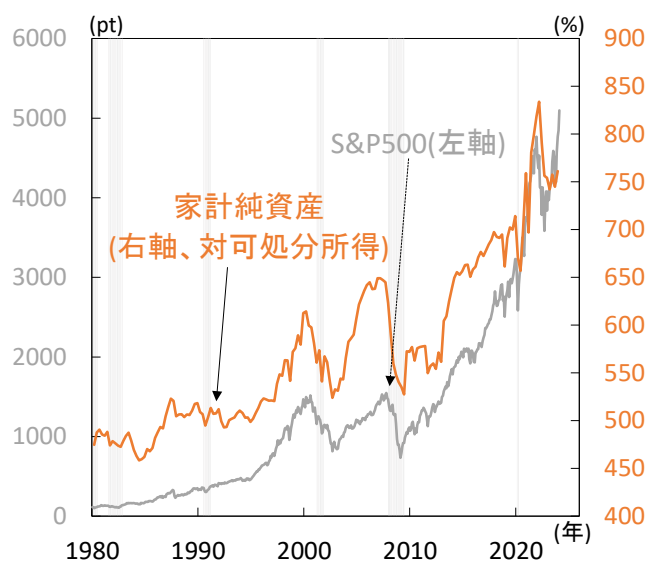
米国 実質個人支出・所得、貯蓄率



注) 直近値は2024年1月。貯蓄率は名目個人支出÷名目可処分所得。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

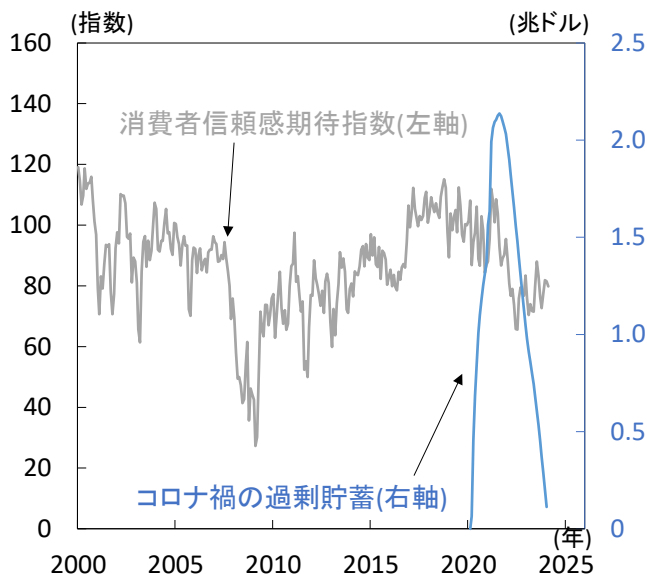
米国 家計純資産とS&P500



注) 直近値は2023年10-12月期時点。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

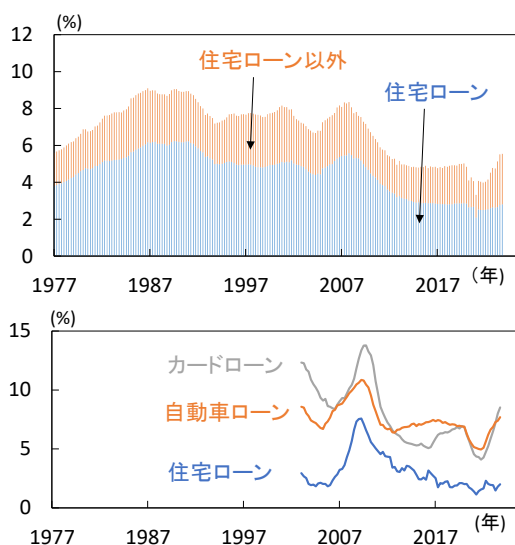
米国 消費者信頼感指数と過剰貯蓄



注) 直近値は消費者信頼感期待指数が2024年2月。過剰貯蓄は同年1月、コロナ禍の家計貯蓄率とコロナ禍前(2016年3月~2020年2月)の同トレンドの乖離。

出所) 米コンファレンスボード、米サンフランシスコ連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 (上)家計の利払い比(対可処分所得)、(下)家計向けローンの延滞率



注) 直近値は2023年10-12月期時点。

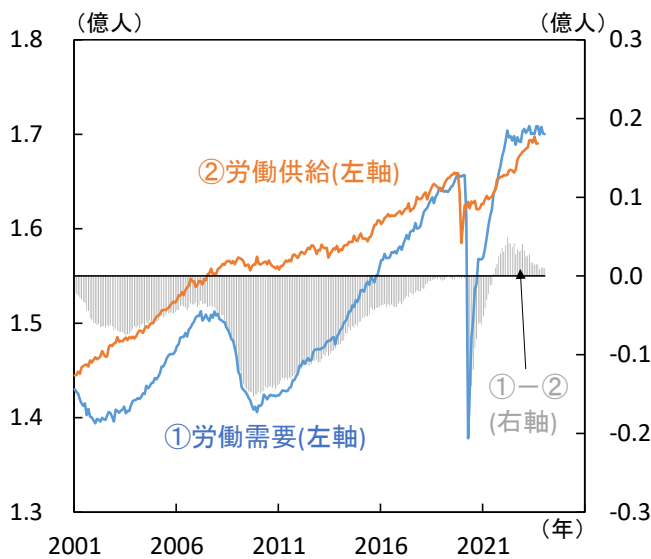
出所) 米BEA、米NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

労働需給は緩和、労働需要は減速か

- ◆ 労働市場では需給ひっ迫感が和らいでいます。国内労働者の労働市場への流入ペースは鈍化傾向にありますが、移民労働者の回復は目覚ましく、米国経済に貴重な労働力を供給しています。
- ◆ 労働需要は減速の兆候もみられます。雇用統計の事業者調査では非農業部門雇用者数が景気拡大の目安とされる前月差+20万人を上回るも、同家計調査ではパートタイマーが増加するなど質の面で劣化がみられます。自発的離職率の低下は売り手優位な状況でない事を示唆しています。

● 労働需給は移民流入でひっ迫緩和が継続、質的な面では劣化がみられる

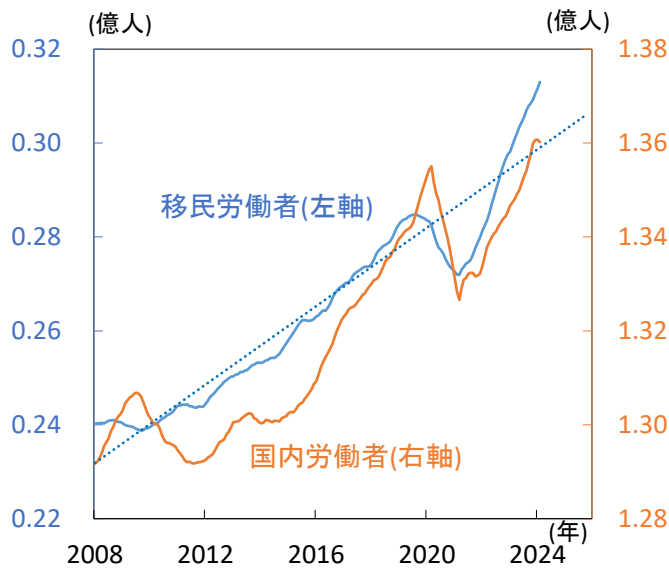
米国 労働需要と労働供給



注)直近値は2024年1月。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労可能も、同調査週の4週間前は求職しなかった人)で算出。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

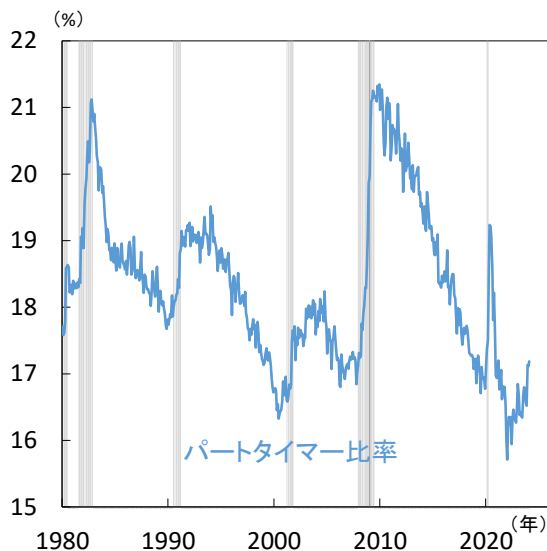
米国 労働力人口(出生別)



注) 直近値は2024年2月、労働力人口は12カ月移動平均。図内の点線は移民労働者のコロナ禍前(2008年~2019年)のトレンド線。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

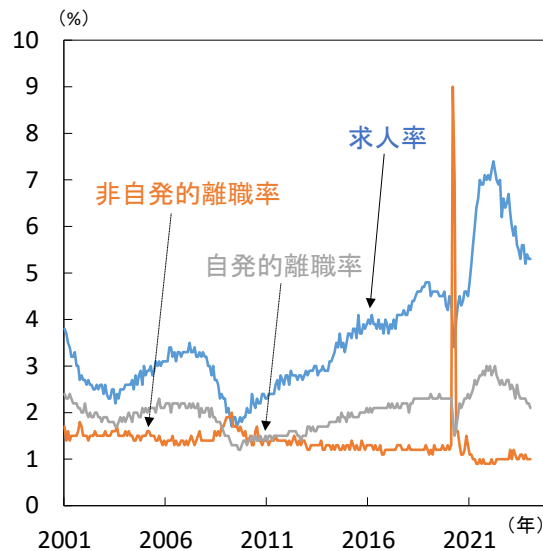
米国 就業者数のパートタイマー比率



注) 直近値は2024年1月。パートタイマー比率は、パートタイマー÷(パートタイマー+フルタイム労働者)。網掛け部分は米景気後退期。

出所) 米BLS、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 求人率と離職率



注) 直近値は2024年1月。求人率は求人数÷雇用者数、自発的離職率は自発的離職者数÷雇用者数、非自発的離職率は非自発的離職者数÷雇用者数。

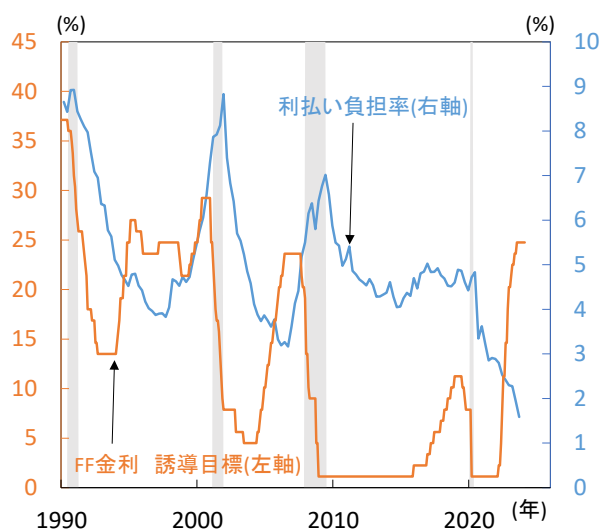
出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

民間固定投資は利下げ開始まで停滞か

- ◆ 米国企業の利払い負担率は異例の低水準となっているものの、先行きは負債の借り換えに伴う資本コスト上昇を背景に設備投資意欲が抑制されるとみえます。ただし、コロナ禍の過剰生産で積み上がった企業在庫は取り崩されつつあり、生産活動が底割れとなる状況も見込み難いとみられます。
- ◆ 住宅市場では高水準の金利環境でローン需要が低調であり、市況回復は利下げ後とみえます。多世帯住宅を中心に建設中の住宅は相応にあり、家賃高騰を抑制する要因として期待されます。

● 企業活動は負債借り換えがネックも、積み上がった在庫は取り崩しが進む

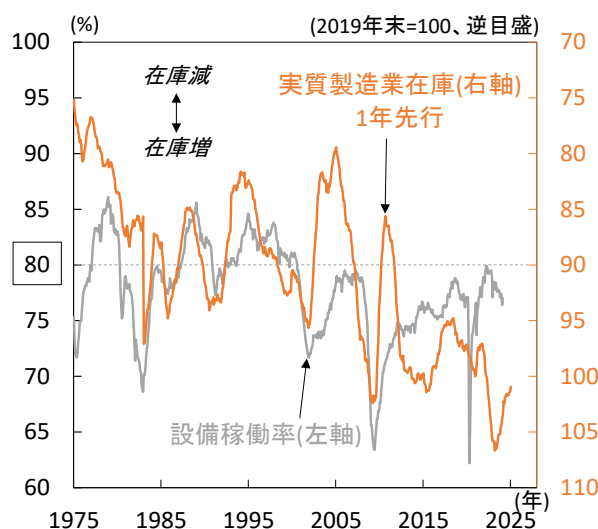
米国 政策金利と企業の利払い負担率



注) 直近値は政策金利が2024年2月。利払い負担率は2023年7-9月期、純支払利息÷(税引き前利益+純支払利息)、非金融機関を対象に集計。網掛け部分は米景気後退期。

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

米国 設備稼働率と実質製造業在庫

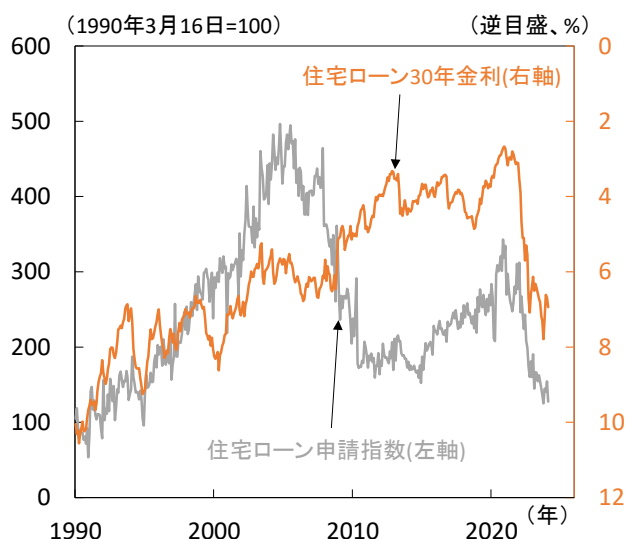


注) 直近値は設備稼働率が2024年2月、新規投資を促す稼働率目安は80%程度とされる。実質製造業在庫は製造業在庫を生産者物価の最終財(除く食品・エネルギー)で当社経済調査室が実質化。

出所) 米FRB、米国勢調査局、米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 住宅市場はローン申請が伸び悩む、ローン金利低下を待つ時間帯

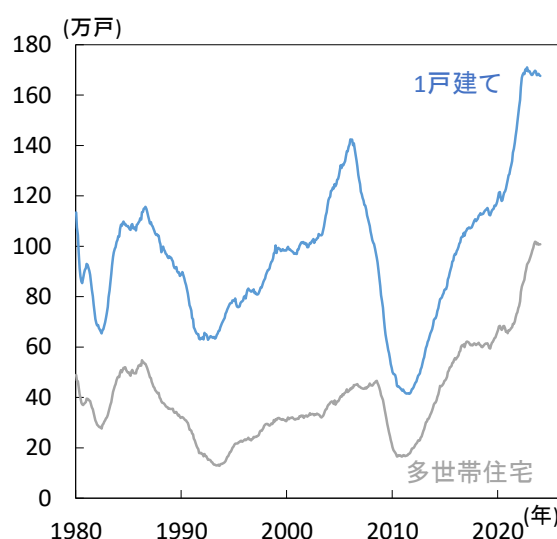
米国 住宅ローン申請指数とローン金利



注) 直近値は2024年2月。

出所) 米抵当銀行協会(MBA)、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 建設中の住宅件数(用途別、年率)



注) 直近値は2024年1月。

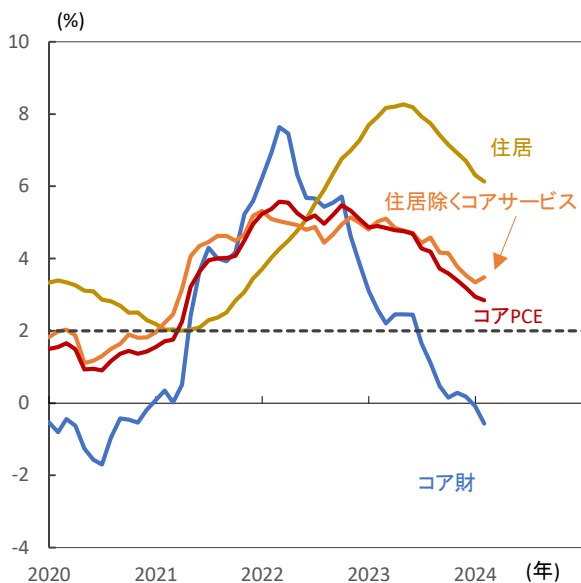
出所) 米国勢調査局より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国物価: 鈍化傾向は不変も、目先の2%到達は困難か

- ◆ 供給制約の解消により財価格が落ち着く一方、好調が続く労働市場を背景に住居費などのサービス価格が高止まりし二極化しています。インフレ率の鈍化ペースは、今後緩やかになる見込みです。
- ◆ 住居費の伸びは高止まりしているものの、新規契約の賃料は低下に転じていることから住居費関連のインフレは沈静化に向かうと考えられます。ただし、労働市場の好調が続くなか、足元では幅広い項目が再びインフレ加速の兆候を示しており、今後物価が再加速するリスクにも要注意です。

● 基調的な物価上昇圧力が残り、インフレ率が2%を上回る状態が継続の見込み

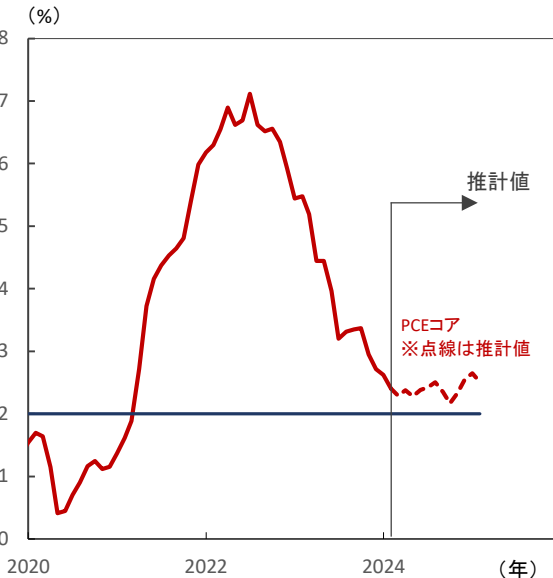
コアPCEデフレーター(前年比、項目別)



注) PCEは個人消費者支出の略称。直近値は2024年1月。コアは食品・エネルギー除く。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

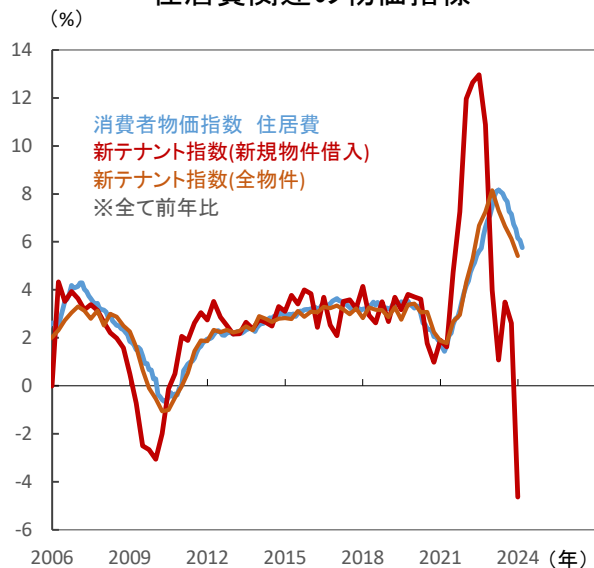
直近の動向を基にした
コアPCEデフレーターシミュレーション



注) コアPCEデフレーター推計値は、直近6カ月間の前月比伸び率が2024年にかけて維持されたと仮定して算出。政策金利のシミュレーションはコアPCEデフレーター前年比の推計値+2.0%(FRBインフレ目標値)として表示。直近値はPCEコアが2024年1月。

出所) FRB、米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

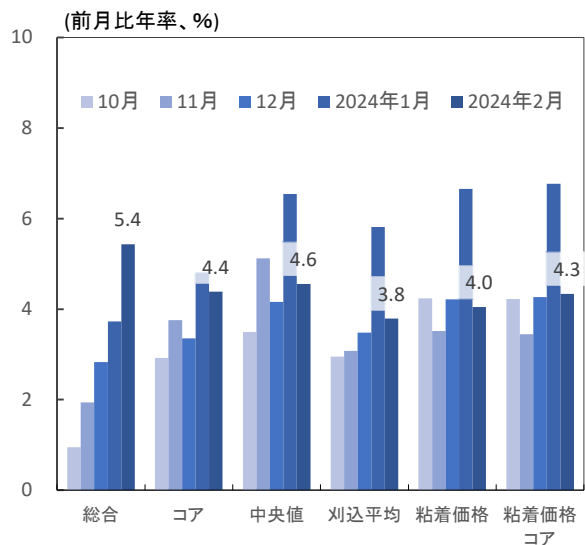
住居費関連の物価指標



注) 新テナント指数は米労働統計局が発表する物価指数。全物件指数は継続して入居している賃借人の家賃を含む。データは四半期ごとに公表され、直近値は2023年10-12月期。消費者物価指数の直近値は2024年1月。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

様々な物価指標の比較



注) グラフ内の数値は2024年2月の前月比年率換算の値を表示。刈込平均は値動きの極端な項目を除いて計算、粘着価格は値動きの小さい項目に絞って物価の変動を計算しており、どちらも物価の基調を捉えることを目的としている。直近値は2024年2月、コアは食品・エネルギー除く総合。

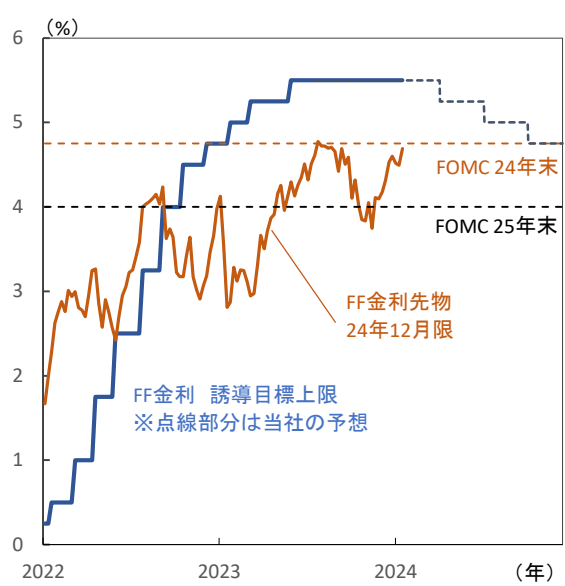
出所) 米BLS、アトランタ連銀、クリーブランド連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

金融政策: 2024年の利下げはほぼ確実、市場の目線も一致

- ◆ 2024年3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、FOMC参加者の予想する2024年末の政策金利(中央値)が前回2023年12月FOMCと同じ4.5-4.75%となり、インフレ鈍化を確認し、金融政策の引き締め度合いを調整すべく、2024年半ばにも利下げに踏み切る確度が高いと考えています。
- ◆ 米国景気が堅調に推移するなか、FOMC参加者が予想する長期の金利水準における投票者の分布は上方にシフトしています。今後、利下げの着地水準が引きあがる可能性は高まりつつあります。

● FRBはインフレ鈍化を確認し、まもなく利下げに踏み切る見込み

米国 政策金利と見通し



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2024年3月20日時点。チャート内の点線は2024年3月時点のFOMC参加者による政策金利(各年末)の見通し中央値を政策金利のレンジ上限に置き換えて表示。

出所) FRB、Bloomberg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

	2024	2025	2026	長期
実質GDP	2.1 (+0.7)	2.0 (+0.2)	2.0 (+0.1)	1.8 (-)
市場予想	1.30	2.10	-	-
コアPCE デフレーター	2.6 (+0.2)	2.2 (-)	2.0 (-)	-
市場予想	2.30	-	-	-
失業率	4.0 (▲0.1)	4.1 (-)	4.0 (▲0.1)	4.1 (-)
市場予想	4.10	-	-	-

注) 2024年3月FOMCにおけるFOMC参加者の予想値とBloomberg集計の市場予想データを使用。どちらも各年第4四半期(10-12月期)の前年同期比の値。FOMC参加者の値の下段は前回FOMCからの変化幅を記載。市場予想は3月21日時点。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

FOMC参加者の予想政策金利

(%)	2024		2025		2026		長期	
	2023年12月	今回(2024年3月)	2023年12月FOMC	今回(2024年3月)	2023年12月FOMC	今回(2024年3月)	2023年12月FOMC	今回(2024年3月)
5.5	●	●	●	●				
5.0	●	●						
4.5	●	●						
4.0	●	●						
3.5			●	●				
3.0			●	●				
2.5			●	●				
2.0								

注) 2023年12月開催分と2024年3月開催分の比較。●は投票者を表す。黄色の塗りつぶし部分は投票の中央値を示す。

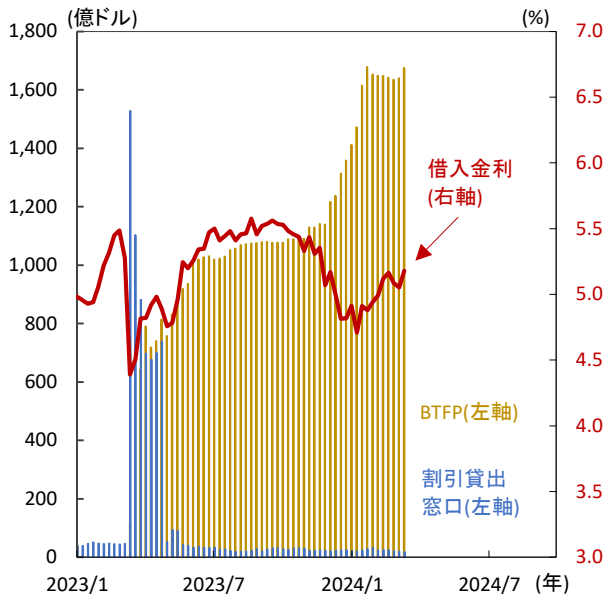
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

銀行経営・商業用不動産：懸念続くも局所的な問題に留まるか

- ◆ 2023年春の地銀不安を受けて米連邦準備理事会(FRB)が導入した流動性供給措置(BTFP)は、当初予定通り1年後の2024年3月に新規受付を終了しています。ただし、商業用不動産(CRE)への懸念は根強く、都市銀行に比べCRE向けローン比率が高い米地方銀行株は軟調な推移が続いています。
- ◆ 商業用不動産の不調はコロナ禍後の人流変化による影響が大きいものの、都市により影響はまちまちです。全体で見ればCREローンの支払い延滞率は低く、局所的な問題に留まっています。

●FRBによる緊急流動性供給措置は終了も、金融機関を取り巻く状況は変わらず

米国 FRB貸出制度の利用額



注) 直近値は2024年3月13日終了週。BTFPはバンク・タム・ファンディング・プログラムの略、2023年3月のSVB破綻を受けて導入された緊急貸出制度。当初予定通り、1年後の2024年に制度終了。

出所) FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

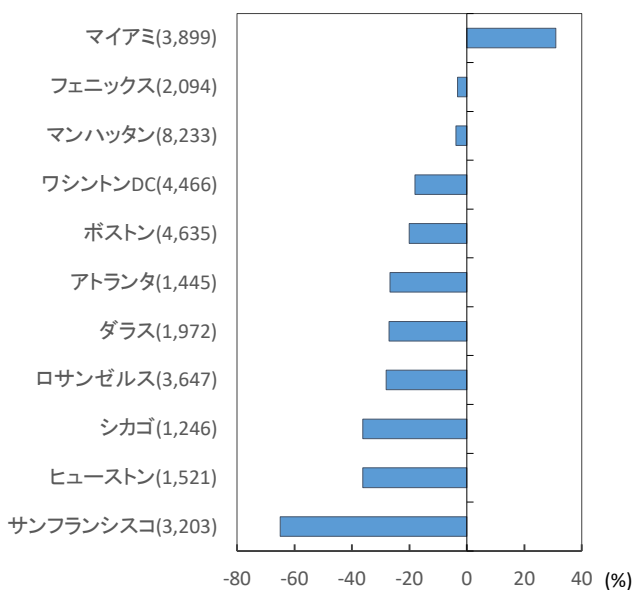
米国 S&P500銀行セクターパフォーマンス



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3月15日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

主要都市のオフィス価格(コロナ前との比較)



注) 地域名に続く括弧内の数値は、2024年1月の1平方メートル当たりのオフィス賃料(単位は米ドル)。棒グラフは2019年12月と2024年1月の賃料の比較を表示。オフィスの集計はReal Capital Analyticsによる。

出所) Real Capital Analytics、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 商業用不動産ローンの支払い遅延率(90日)



注) 主要都市の商業用不動産(CRE)ローン支払い遅延率の加重平均値を表示。時点によって報告機関数異なるため厳密な時系列データでない点に注意。直近値は2024年3月。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米大統領選は前回の再戦へ

- ◆ 11月に米大統領選が控えます。共和党は予備選挙で勝利したトランプ前大統領の同党候補指名が確実であり、民主党はバイデン大統領が出馬するため、前回(2020年)の再戦となる見通しです。
- ◆ 候補者支持率は拮抗しており、現政権は景気面のアピールが鍵を握りそうです。市場ではトランプ再任の「もしト」に備えつつあり、移民規制強化や一律関税導入、拙速な利下げ要求といったインフレ再燃リスクの他、対中強硬政策や米国第一主義による外交面の不安定化が警戒されています。

●2024年米大統領選は早期に候補者が決まる異例さ、先行きは政策を見極めか

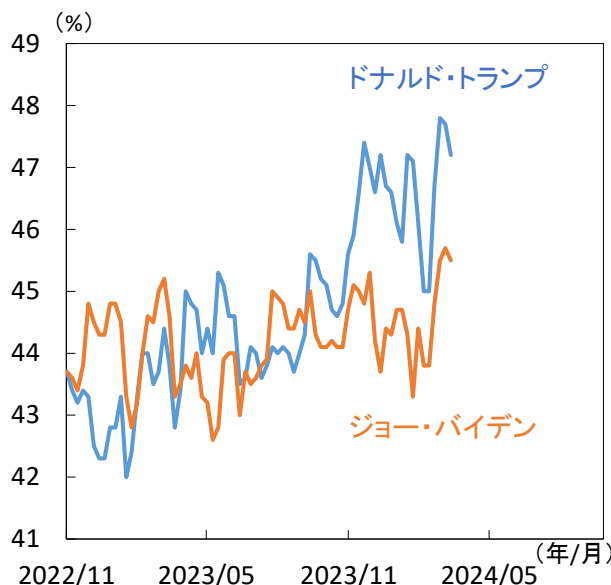
米大統領選 主なスケジュール

4月	党員集会(ワイオミング州、ほか3回) 予備選挙(ニューヨーク州、ほか7回)
5月	党員集会(アイダホ州) 予備選挙(メリーランド州、ほか5回) トランプ氏 不倫口止め料支払い巡る初公判 トランプ氏 機密文書事件の初公判
6月	党員集会(ヴァージン諸島、ほか1回) 予備選挙(ニュージャージー州、ほか4回)
7月	共和党全国大会(15~18日)
8月	民主党全国大会(19~22日)
9月	第1回大統領選候補討論会(16日) 副大統領選候補討論会(25日)
10月	第2回大統領選候補討論会(1日) 第3回大統領選候補討論会(3日)
11月	大統領・議会選挙(5日)
12月	選挙人団による大統領選挙の公式投票(16日)
2025年	大統領選選挙人投票の集計・結果公表(6日)
1月	次期大統領・副大統領の就任式(20日)

注) スケジュールは現時点のもので、変更される可能性があります。

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

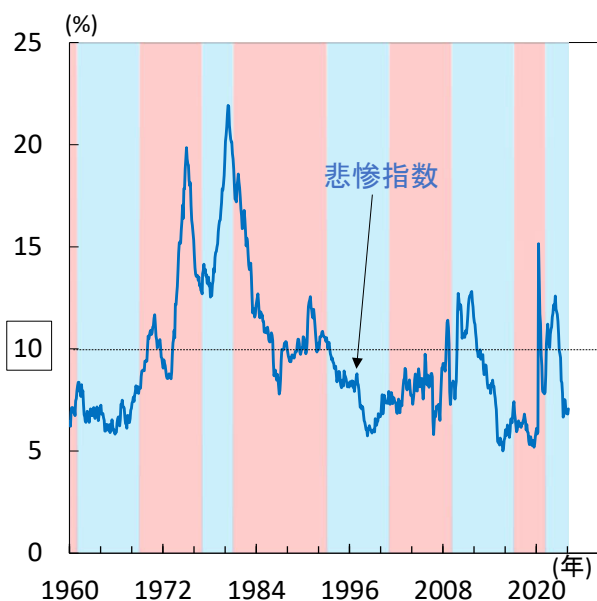
米大統領選 候補者支持率



注) 直近の支持率は2024年2月21日~3月17日に行われた調査を対象。

出所) Real Clear Politicsより三菱UFJアセットマネジメント作成

米大統領選 悲慘指数



注) 直近値は2024年2月。悲慘指数は、消費者物価指数(総合、前年比)と失業率の合計、10を超えると国民の経済に対する不満が高まるとされる。網掛け部分は青が民主党政権、赤が共和党政権を意味する。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 大統領候補の主な政策方針

	ジョー・バイデン	ドナルド・トランプ
気候変動	脱炭素に向けた環境規制推進(クリーンエネルギー税控除、電気自動車、気候変動関連技術等への補助金)	パリ協定再離脱 エネルギー規制撤廃 電気自動車移行への優遇制度廃止
移民	不法入国防止に伴う南部の国境警備強化 イスラム圏からの入国制限撤廃	不法移民の摘発と強制送還 合法移民の受け入れ厳格化 イスラム教徒の多い国からの渡航禁止復活
税制	法人税率の引き上げ 大企業や超富裕層への最低税率導入 低所得層への減税	2025年失効の個人所得減税を恒久化 法人税率引き下げ意向(21%→15%)
通商	対中関税維持 安全保障分野における同盟国との協調(サプライチェーン強靱化に向けた供給源確保)	輸入製品への普遍的関税導入(一律10%) 中国の最恵国待遇を撤廃 対中輸入関税の引上げ(20%→60%) 米国企業の対中投資を阻止
外交	ウクライナ、イスラエル支援継続	ウクライナ支援停止、イスラエル支援継続 米国第一主義
金融政策	パウエルFRB議長率いるFRBを支持	パウエルFRB議長を再指名しない意向 金融緩和と政策を要求する可能性
経済政策	チャイルドケアや幼児教育拡充 住宅や家賃の負担軽減策	

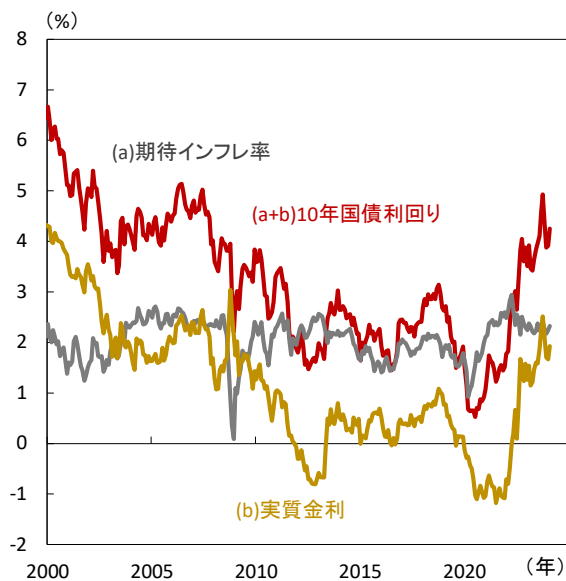
出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国債券: 利下げ予想の修正と共に金利は急上昇も、先行きは金利低下か

- ◆ 米国長期金利は楽観的な利下げ予想を織り込み大幅に低下した後、2024年初頭からは米経済の底堅さを背景に利下げ予想が後退するとともに上昇し足元では4.3%台で推移しています。
- ◆ 2024年3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)にて予想政策金利の中央値が引きあがったものの、既に市場の織り込みも同水準まで上昇し、投機筋も金利上昇の見方に偏っています。需給の面では金利上昇がかなり織り込まれており、目先は緩やかに金利低下に転じると見込みます。

● 米10年国債利回りは4.3%台に上昇も、今後は緩やかな低下を予想

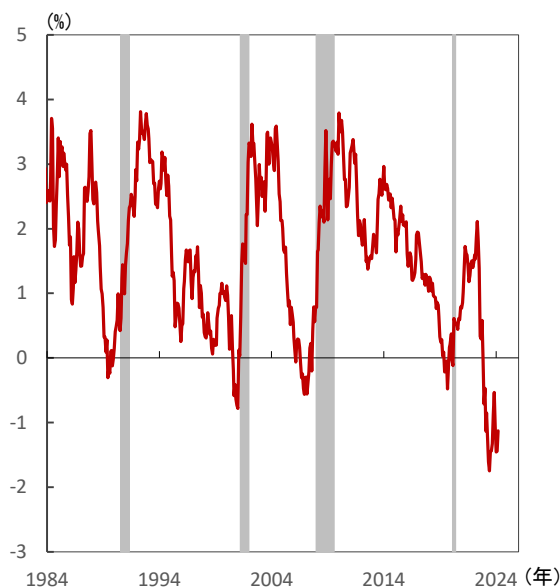
米国 10年国債利回りの分解



注) 期待インフレ率は10年ブレイクイーブンインフレ率、実質金利は10年物価連動債利回りを使用。データは月次、直近値は2024年2月。

出所) FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

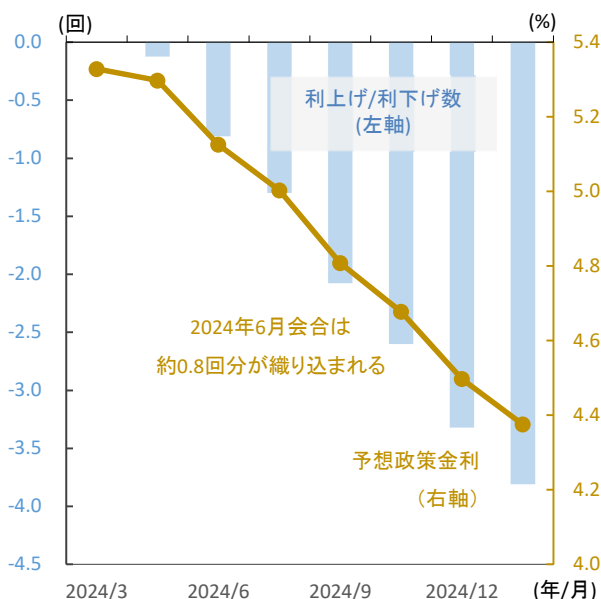
米国 長短金利差と景気後退



注) 長短金利差は米10年国債利回りから3カ月国債利回りを差し引いて算出。網掛け部分は景気後退期を示す、月次データ、直近値は2024年2月。

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

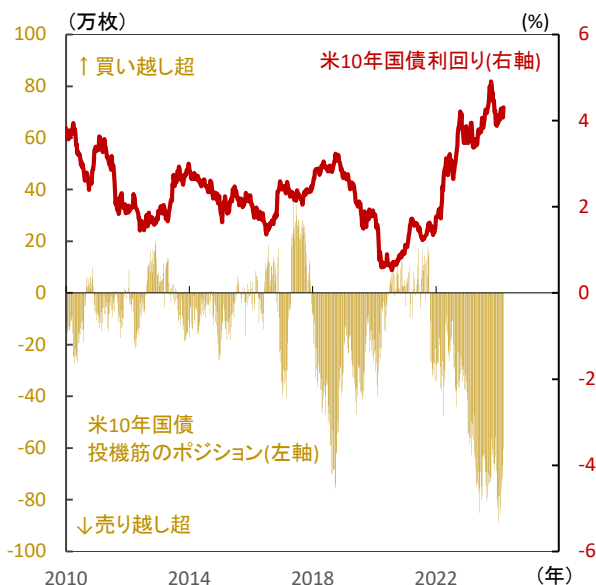
米国 市場の政策金利予想



注) フェデラルファンド金利先物の織り込む予想政策金利。一回当たりの利上げ幅は0.25%として計算。2024年3月21日時点のデータを使用。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 米10年国債と投機筋のポジション



注) 投機筋のポジションは米商品先物取引委員会(CFTC)が公表する非商業部門の先物ポジションにおける売り買いの純額を表示。週次データ、直近値は2024年3月15日。

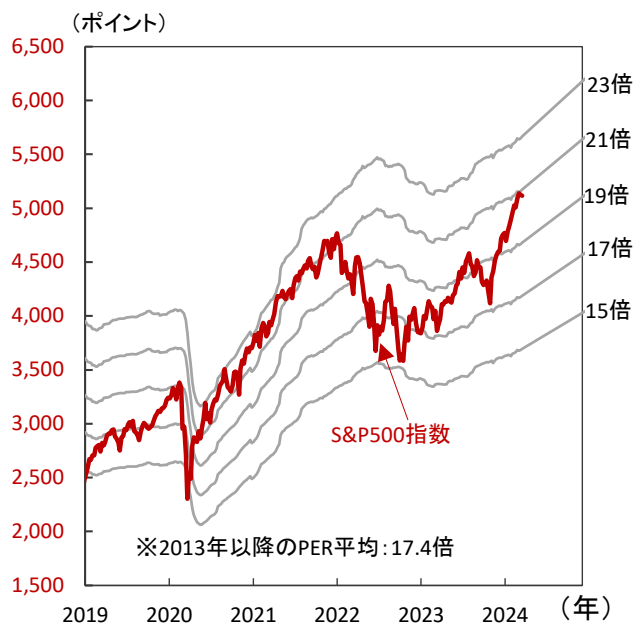
出所) CFTC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

株式・リート市場:「半導体関連か、それ以外か。」の相場が続く

- ◆ FRBがまもなく利下げに踏み切るとの見方に支えられ、株式市場では最高値の更新が続いています。特に半導体関連は人工知能(AI)向け用途の普及から爆発的な成長が続いており、株式市場の上場の原動力となっています。一方、その他の業種は軟調に推移し、まだら模様を呈しています。
- ◆ リート市場はオフィスの軟調が続くも、産業・商業施設などは高い稼働率を維持しています。利下げにより長期金利が低下すれば、配当利回りの面から徐々に投資妙味が増すと考えます。

● 株式市場は上昇続くも割高感高まる。リート市場の雪解けはまだ先か

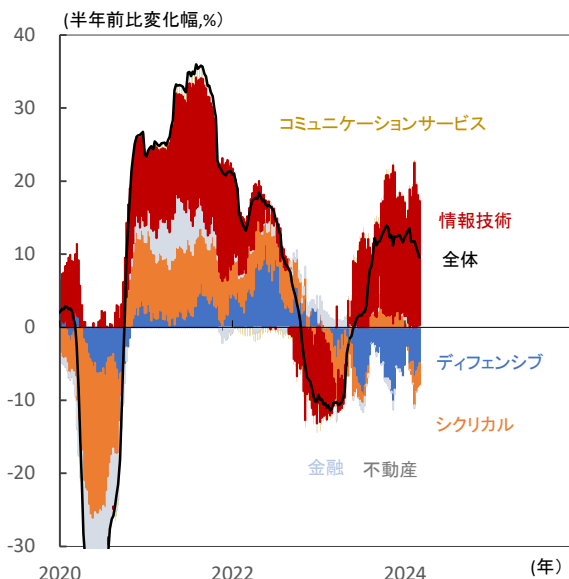
S&P500株価指数 PER水準別に見た推計値



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2024年3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

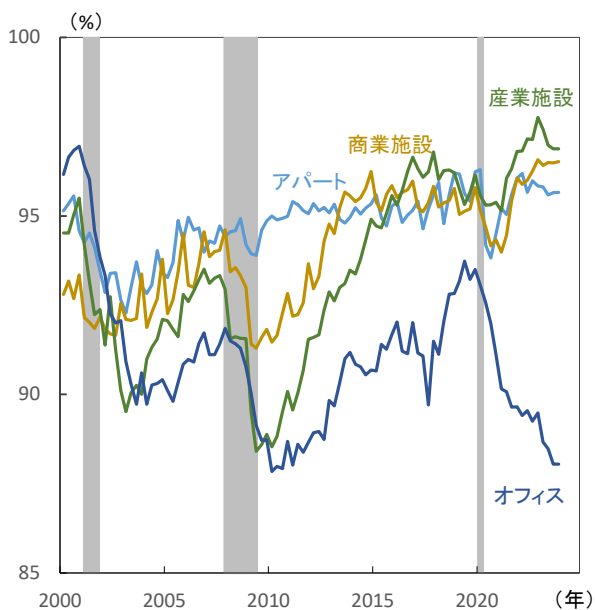
S&P500株価指数 業種別の
予想EPS変化(半年前比)に対する寄与度



注) ディフェンシブはヘルスケア・公益・生活必需品、シクリカルは資本財サービス・素材・エネルギー・一般消費財サービスの合計。26週前と比較。EPSはBloombergのコンセンサス、直近値は2024年3月15日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

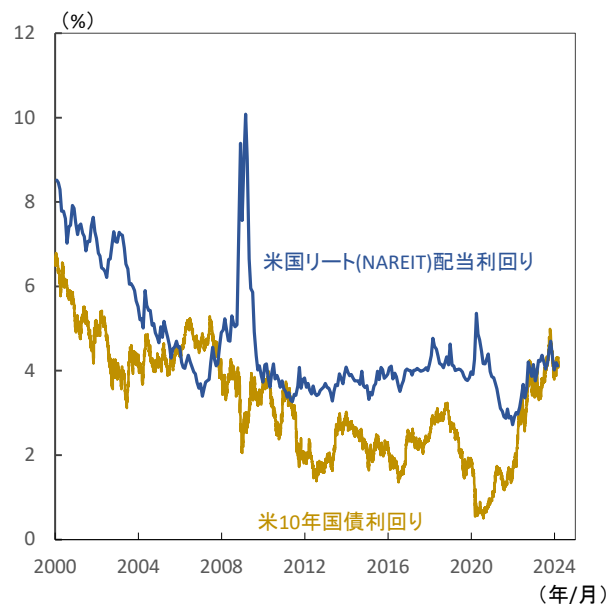
米国リート用途別の稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2024年10-12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2024年2月末、米10年国債利回りが2024年3月18日。

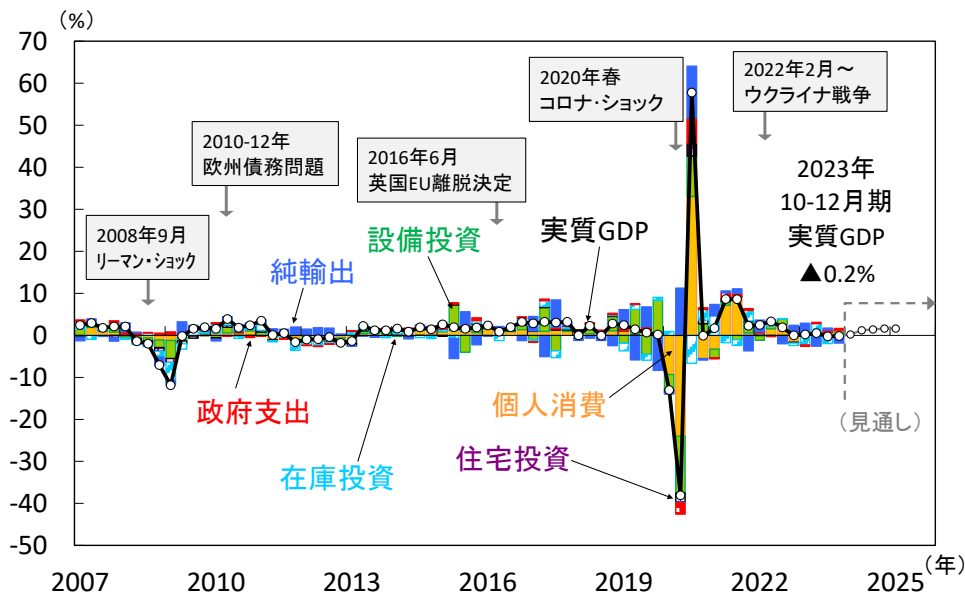
出所) NAREIT、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

5. 欧州経済：底打ちが鮮明となるも、本格回復には未だ至らず

- ◆ ユーロ圏の2023年10-12月期実質GDPは前期比年率▲0.2%と、縮小幅はわずかながら2四半期連続でマイナス成長となりました。金融引き締め・高インフレが続く中、個人消費の伸びは一段と鈍化。対外輸出も概ね横這いに留まり、内外需は依然として低迷し、景気停滞は続いた模様です。
- ◆ 引き続き、サービス業が景気を下支えする一方、製造業が景気を圧迫する状況は不変。最新の景況感指標は、底打ち感をより鮮明に反映しつつも、年始も景気停滞が続いたことを示唆しました。

● 2023年10-12月期のユーロ圏景気は概ね停滞

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

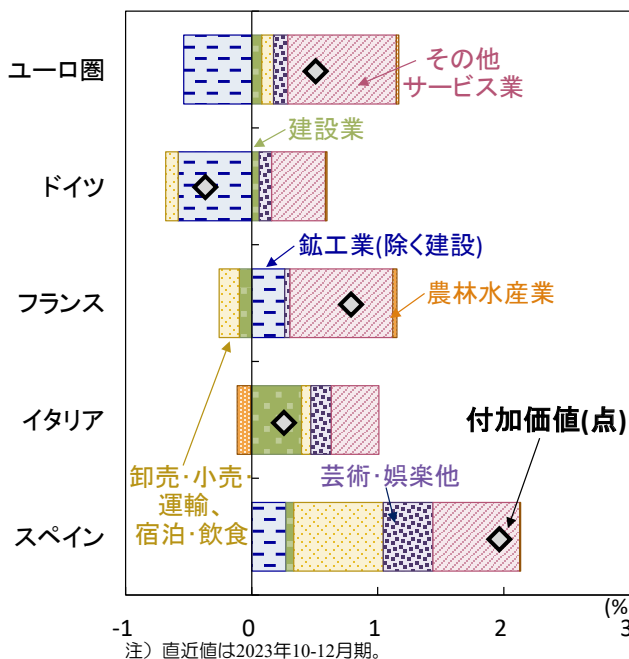


注) 実績の直近値は2023年10-12月期(確定値)。2024年1-3月期~2025年1-3月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

● ドイツを中心に製造業不振が引き続き景気を圧迫

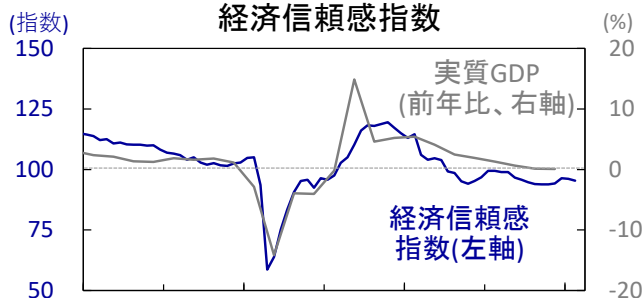
ユーロ圏 付加価値(前年比)



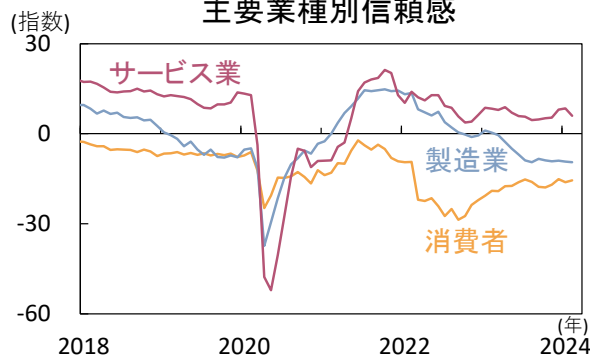
注) 直近値は2023年10-12月期。

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



主要業種別信頼感



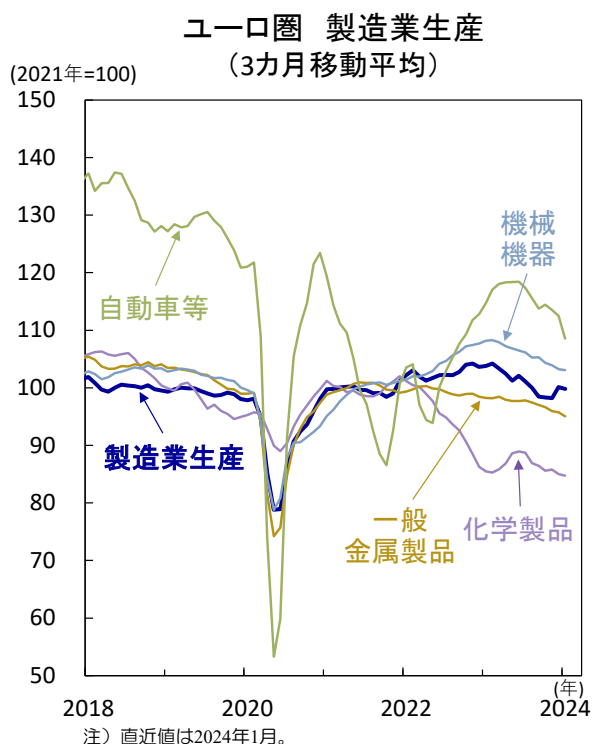
注) 直近値は実質GDPが2023年10-12月期、他が2024年2月。

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

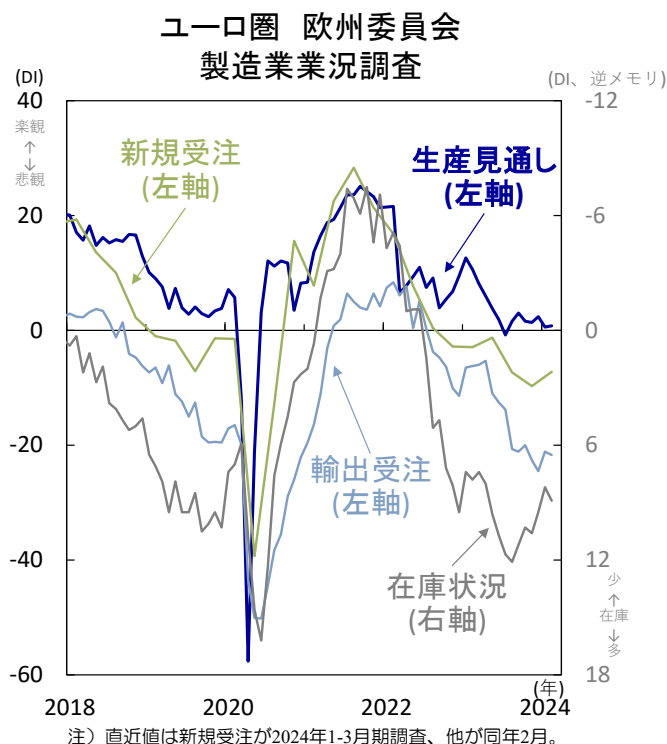
生産・消費回復は足踏み

- ◆ ユーロ圏の1月製造業生産は大きく減少して、年明け以降も生産活動の弱さは続いています。エネルギー集約産業は依然低迷し、自動車生産も大きく減少。欧州委員会調査によると、受注回復は未だ鈍く、低受注に合わせた生産・在庫調整を背景に、1-3月期も生産活動の縮小が見込まれます。
- ◆ ユーロ圏では、サービス消費が堅調さを維持も財消費の抑制は継続。景気・雇用への先行き不安から消費者信頼感の改善は限られ、所得改善に伴う消費回復は年央以降に先送りされそうです。

● 新規受注の弱さは続き、1-3月期も生産活動は弱含みに推移か

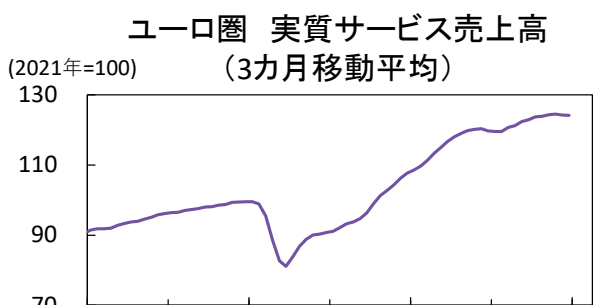


出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

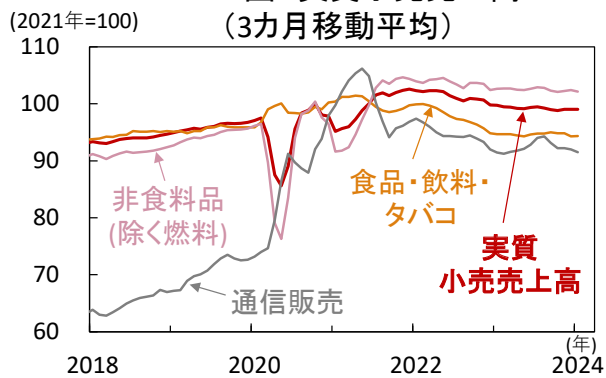


出所) ECより三菱UFJアセットマネジメント作成

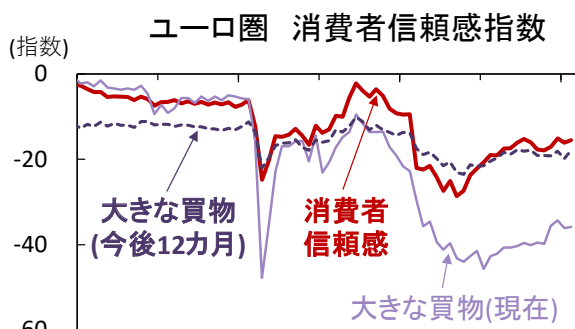
● 家計の消費意欲は未だ回復せず、所得改善に伴う消費回復は先送り



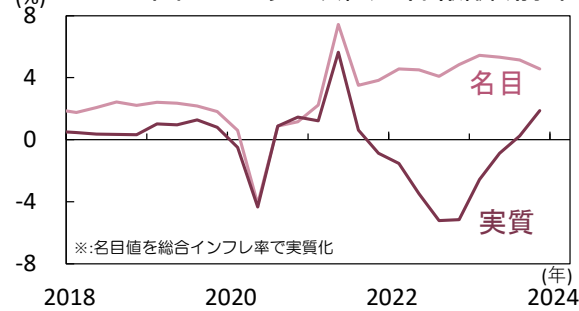
ユーロ圏 実質小売売上高



出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成



ユーロ圏 1人あたり雇用者報酬(前年比)

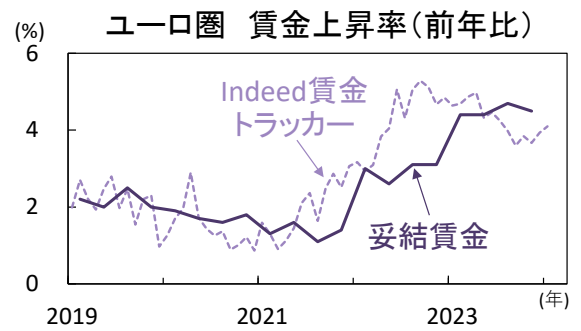
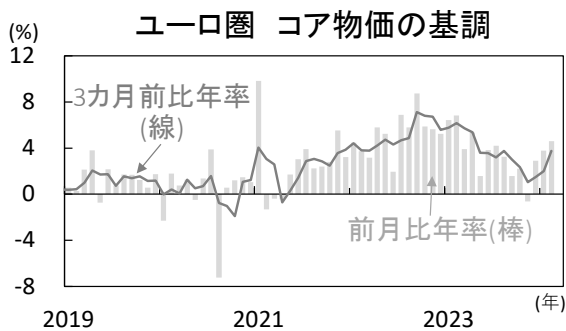
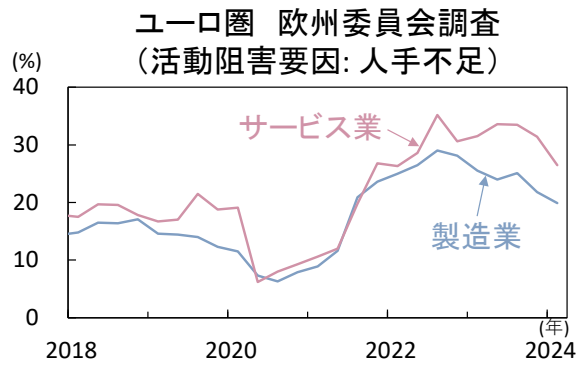
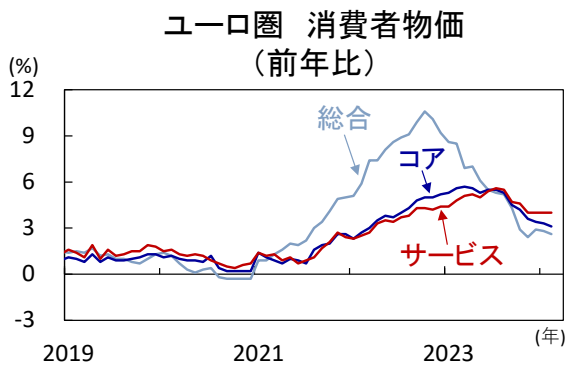


出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

ECBは慎重姿勢を堅持、サービス・賃金インフレへの懸念は拭えず

- ◆ ユーロ圏ではインフレ鈍化は継続も、サービスインフレは高止まりし、賃金上昇率は依然高水準。企業の人手不足感は減じつつも労働需給のひっ迫は続き、賃金インフレへの懸念は拭えずにいます。
- ◆ 欧州中央銀行(ECB)は3月政策理事会で物価目標回帰への自信を強め、金融引き締め解除に向けて前進。6月会合での利下げ開始の可能性は高まるも、データ次第の慎重な利下げ判断姿勢は堅持。当面は、賃金動向や企業の利益確保意欲を見極め、利下げ軌道を探る展開が続く見込みです。

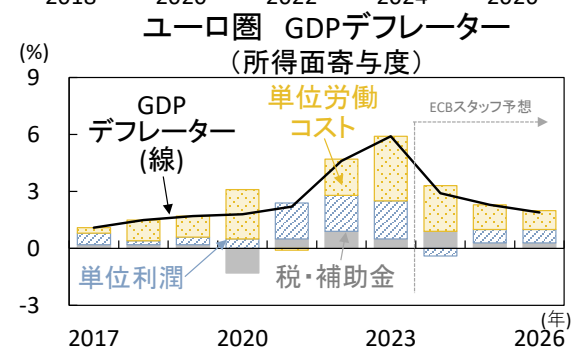
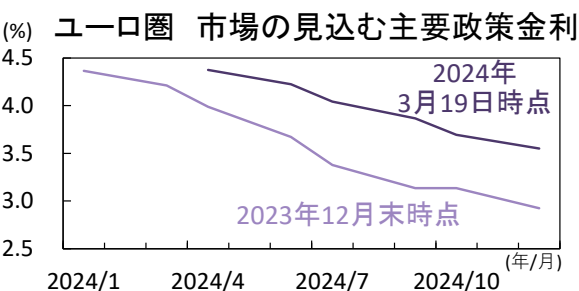
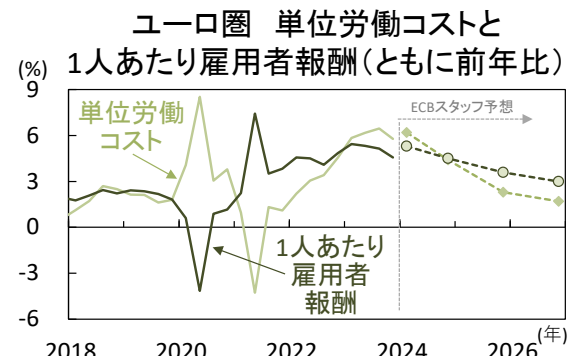
● サービスインフレの下げ渋りや賃金上昇圧力の強さに懸念



注) 直近値は2024年2月。
コア: 除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ。
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2024年2月、下段は妥結賃金が2023年10-12月期、Indeed賃金トラッカーが2024年1月。
出所) Eurostat, EC, Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

● ECBは慎重な利下げ姿勢を堅持し、賃金・企業の価格転嫁動向に引き続き注視



注) 直近値は2024年3月19日。
出所) 欧州中央銀行(ECB)、Refinitiv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10-12月期、下段が2023年。ECB予想は2024年3月時点。
出所) ECB, Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

極右勢力の強まりや政治不安リスクにも注視

- ◆ 欧州では、2024・25年に重要な選挙が相次いで予定され、域内最大経済国ドイツでは、2025年に総選挙を控えて9月に3つの州議会選挙を実施。移民・難民対策や拙速な環境規制、高インフレ、景気低迷等を背景に、欧州では右傾化の流れが強まっており、政治分断の深まりが不安視されます。
- ◆ また、6月にはEU議会選挙も実施予定。多数派形成に至らずも、極右勢力は伸長の見込み。一方、環境政党の支持は低下傾向にあり、域内の成長戦略であるグリーン政策への影響も注視されます。

● 欧州では重要選挙が相次いで予定され、右傾化の流れが強まる可能性に懸念

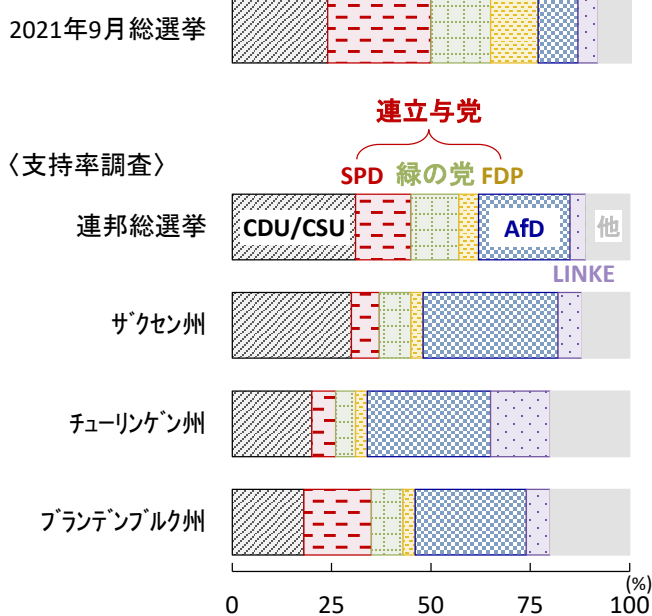
欧州主要国・地域の 主な政治日程

2024年	
3月10日	ポルトガル議会選挙
6月6-9日	欧州議会選挙
6月27-28日?	欧州委員長候補者の選出
7月1日	ハンガリーがEU理事会議長国に就任
9月16-19日?	欧州議会で欧州委員長選挙
9月1日	ドイツ ザクセン州・チューリンゲン州 議会選挙
9月22日	ドイツ ブランデンブルグ州議会選挙
2025年	
1月1日	ポーランドがEU理事会議長国に就任
1月28日	英国総選挙実施期限 (2024年下期に実施予定)
3月中	オランダ総選挙の可能性
10月26日	ドイツ総選挙実施期限

注) 2024年3月20日時点の予定。

出所) 各種報道資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

ドイツ 政党支持率

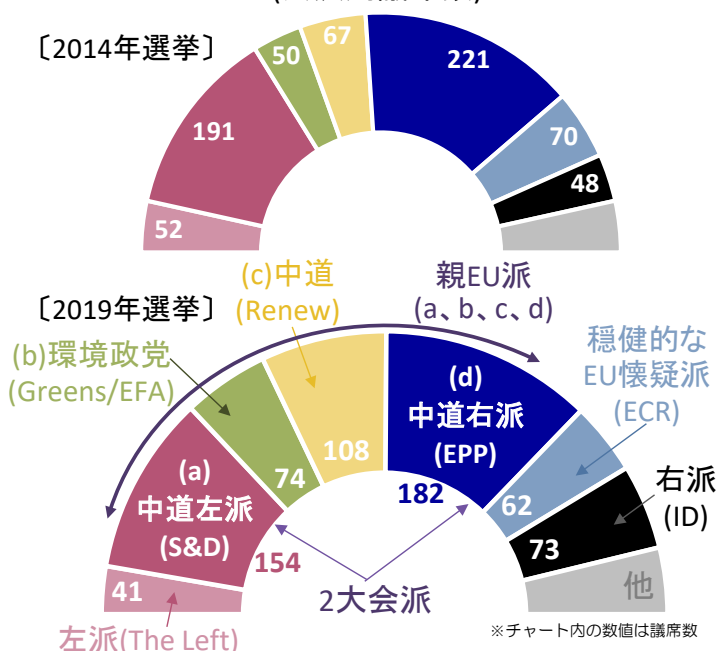


注) 2024年1月調査。CDU/CSU: 最大野党, 中道右派。AfD: 反主流派極右政党。

出所) wahlrecht.deより三菱UFJアセットマネジメント作成

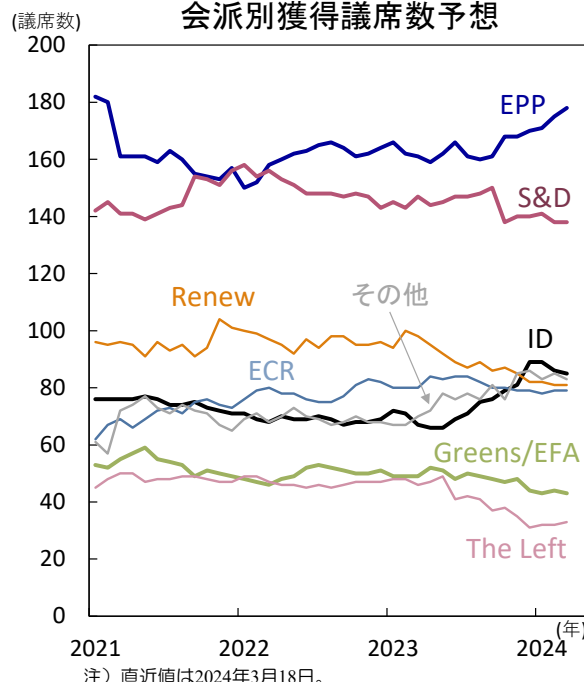
● 欧州議会選挙でも右派勢力が拡大の見込み、グリーン政策への影響にも注視

欧州議会選挙結果 (会派別議席数)



出所) 欧州議会より三菱UFJアセットマネジメント作成

欧州議会選挙 会派別獲得議席数予想

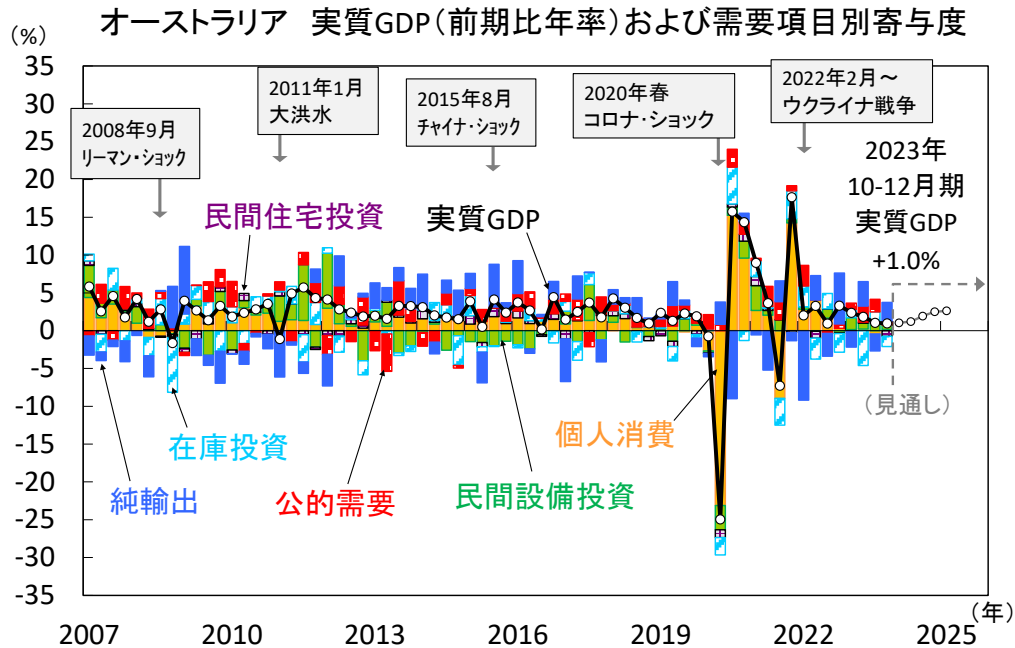


出所) Politicoより三菱UFJアセットマネジメント作成

6. オーストラリア（豪州）：2024年後半に利下げ転換へ

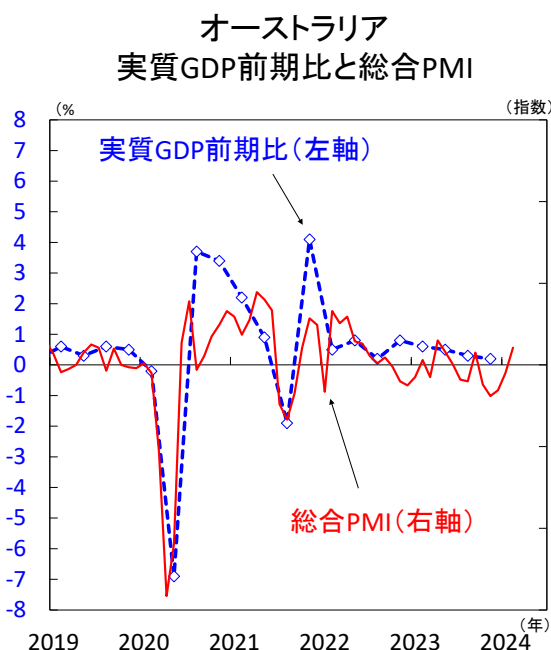
- ◆ 10-12月期の実質GDPは前期比年率+1.0%と前期並みの伸びとなりました。個人消費は低調となり、純輸出が成長率を押しあげました。住宅投資も大きく落ち込むなど、金融引き締めの影響が鮮明となり2024年前半は低成長が続くそうです。一方、後半は金融緩和により成長率は上向き見通しです。
- ◆ 総合PMIIは2月に5カ月ぶりに景気判断基準の50を超えましたが、景気に勢いはなくしばらく停滞が続く見通しです。金利上昇により家計の支払利息が急増しており消費を圧迫しているとみられます。

● 実質GDP成長率は個人消費の低迷により鈍化

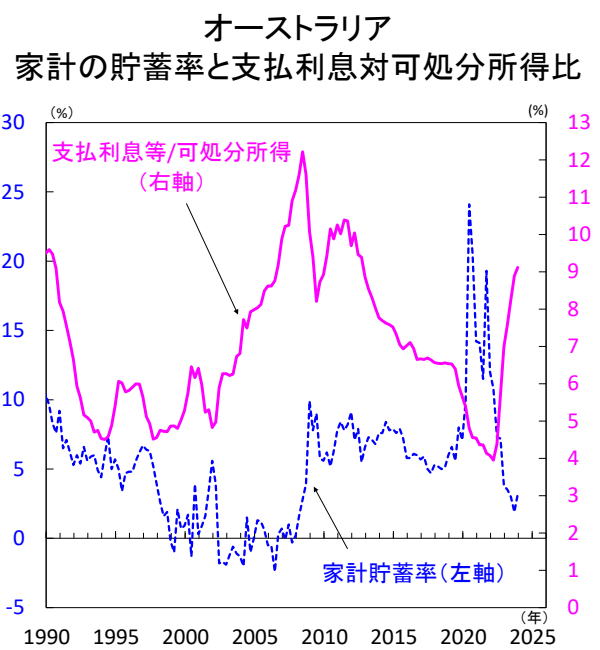


注) 実績の直近値は2023年10-12月期。2024年1-3月期～2025年1-3月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 成長率はしばらく停滞か。支払利息の増加が家計の大きな負担。



注) 直近値は実質GDPが2023年10-12月期、総合PMIIが2024年2月。
出所) オーストラリア統計局、CBAより三菱UFJアセットマネジメント作成



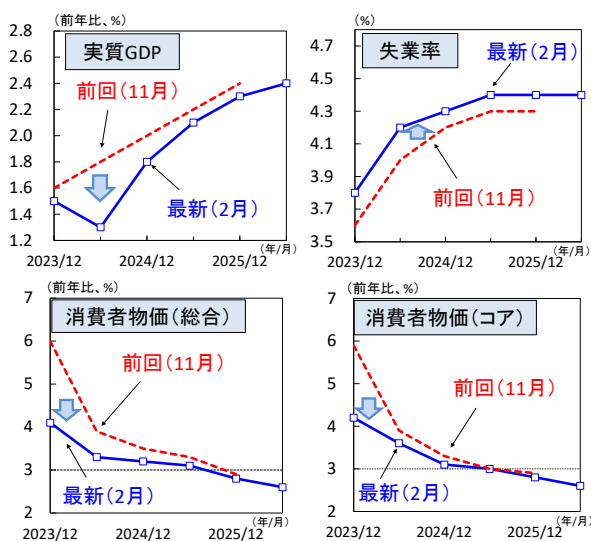
注) 直近値は2023年10-12月期。
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

豪中銀はインフレ低下の継続を予想

- ◆ 豪中銀は経済見通しを下方修正し、インフレ見通しも足元を中心に下方修正しました。インフレ率は2026年央に目標レンジ中心に近づき、政策金利は2024年後半以降引き下げられる見通しです。
- ◆ 金融市場は豪中銀の利下げ転換を織り込み長期金利はピークをつけています。ただ、豪日間の金利差を背景に豪ドルは対円で堅調です。商品市況の上昇により豪州の貿易黒字は高水準となり、経常黒字が続いています。今後世界経済が回復すれば、豪ドルの一段の上昇も期待されます。

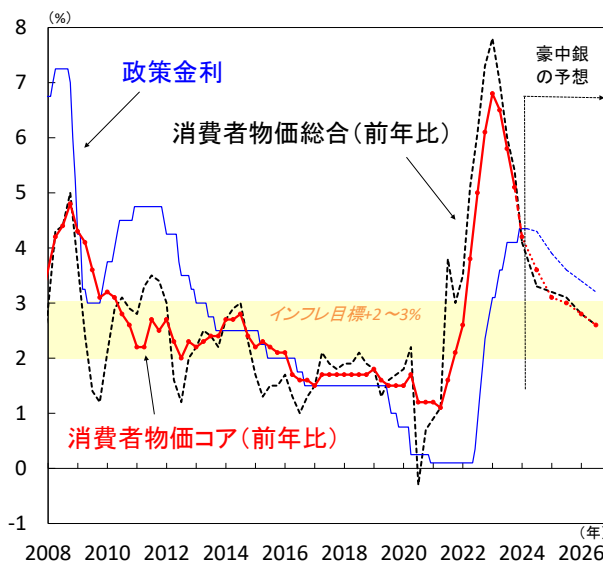
● 豪中銀のインフレ予想は2026年半ばに物価目標レンジの中心近辺へ低下

豪中銀の経済・物価見通し(基本シナリオ)



注) 金融政策報告(2024年2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 政策金利と消費者物価(前年比)



注) 直近値は政策金利が2024年2月、消費者物価は2023年10-12月期。
豪中銀予想は金融政策報告(2024年2月)の基本シナリオ。
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

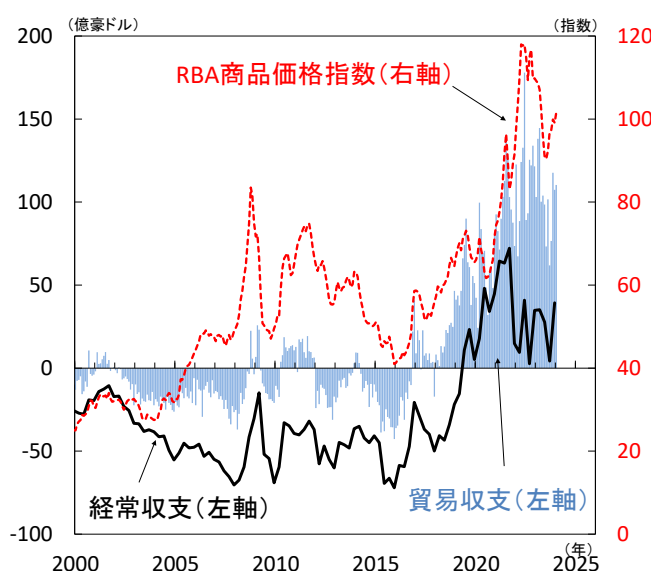
● 長期金利は利下げを織り込みピークアウト。商品価格が上昇し貿易黒字は高水準。

豪日10年国債利回りと豪ドル相場



注) 直近値は2024年3月20日。
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

オーストラリア 貿易収支、経常収支と商品価格指数

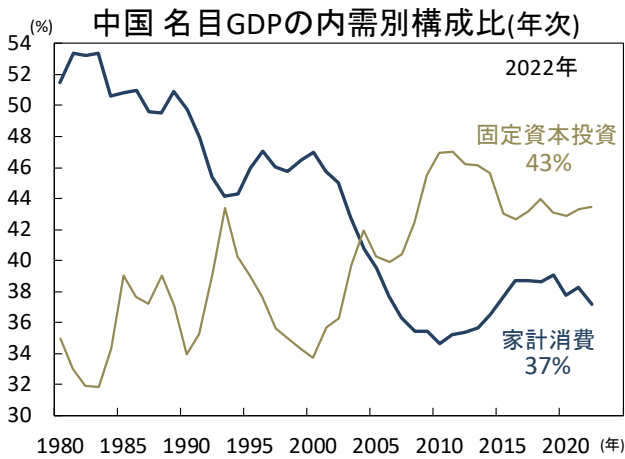
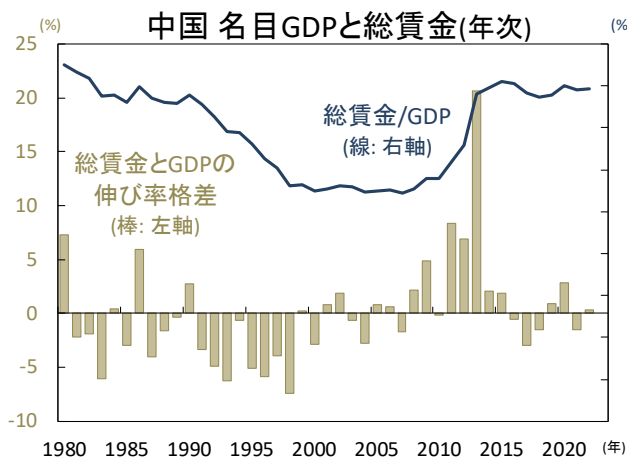
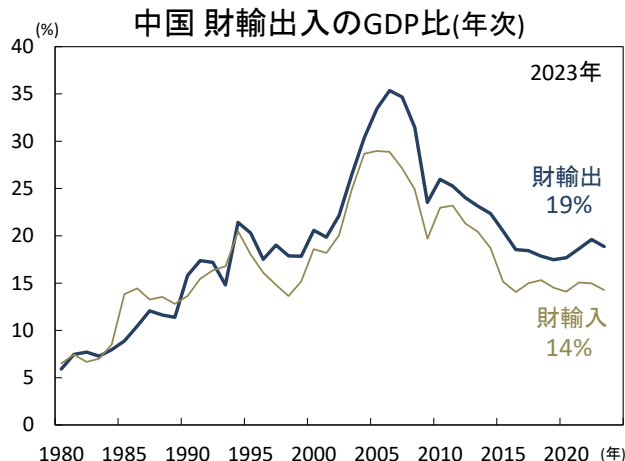
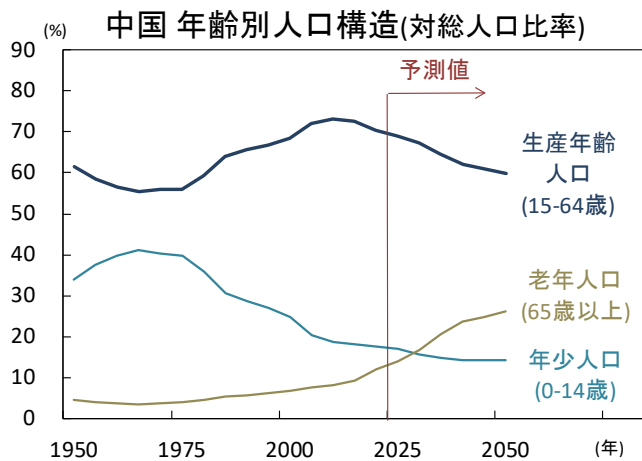
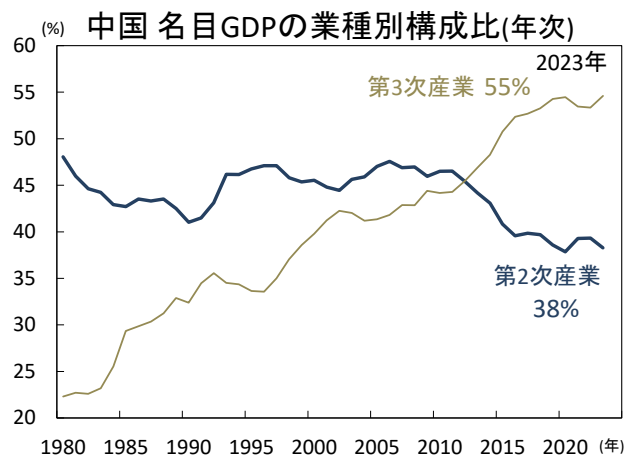
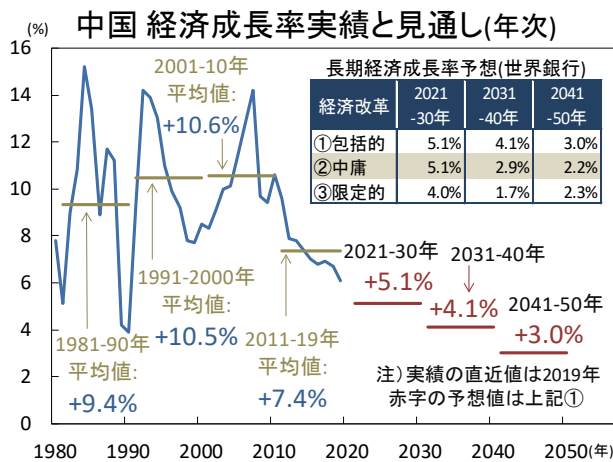


注) 直近値は貿易収支が2024年1月、RBA商品価格指数が同年2月、
経常収支が2023年10-12月期。
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

7. 中国経済：住宅不況が長引き景気を下押し

- ◆ 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



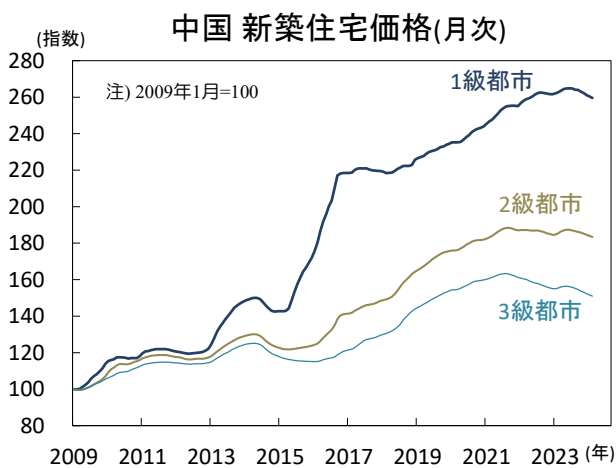
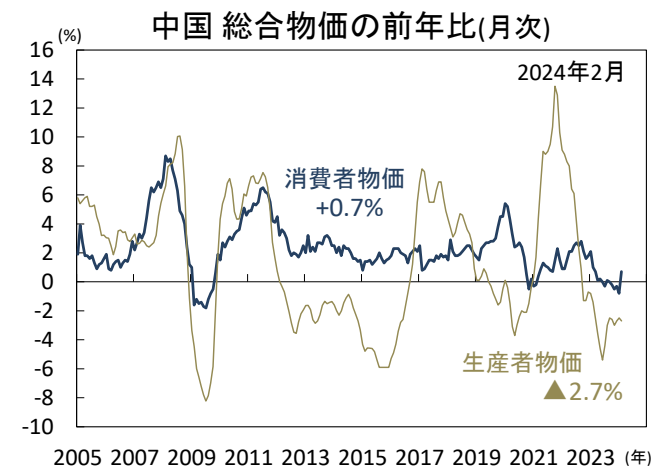
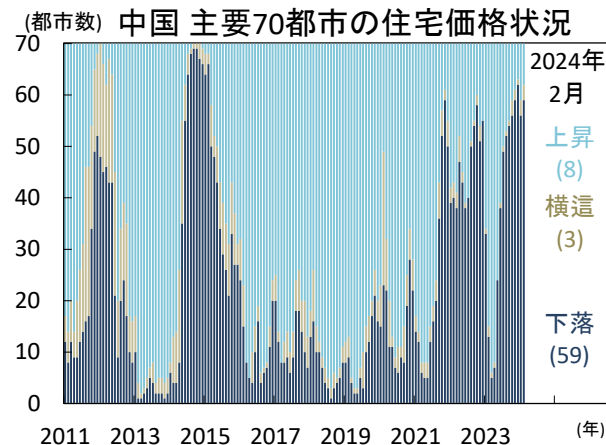
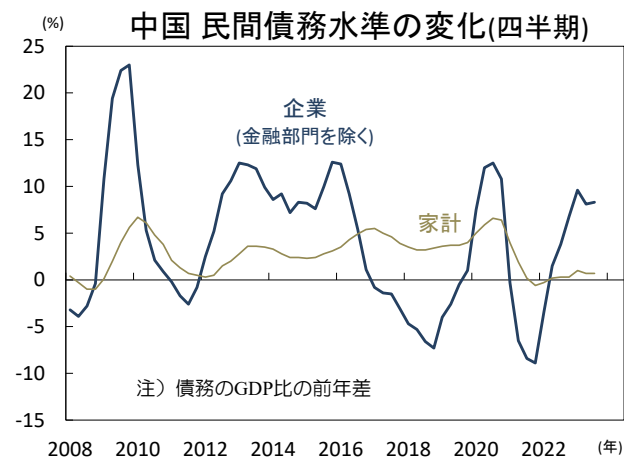
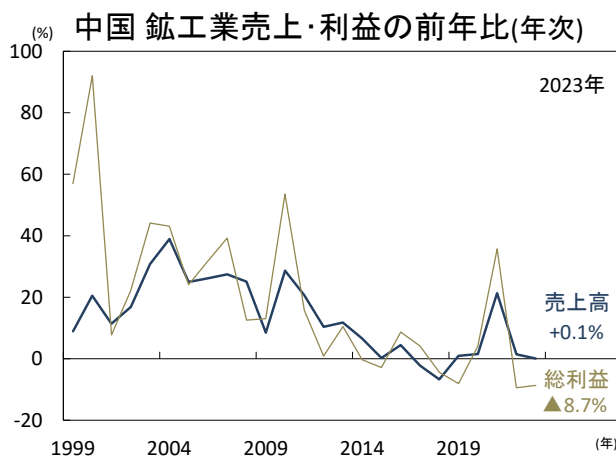
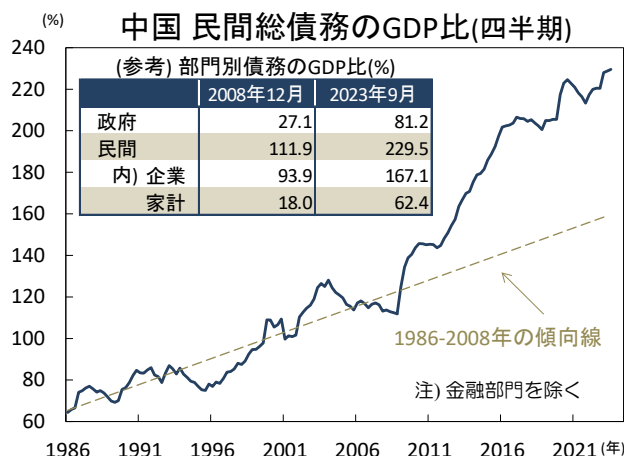
注) 上段：予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, “Innovative China, New Driver of Growth”による。
 中段：左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025～2050年は同予測値(World Population Prospects, 2022による)。
 下段：左図の直近値は2022年。

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



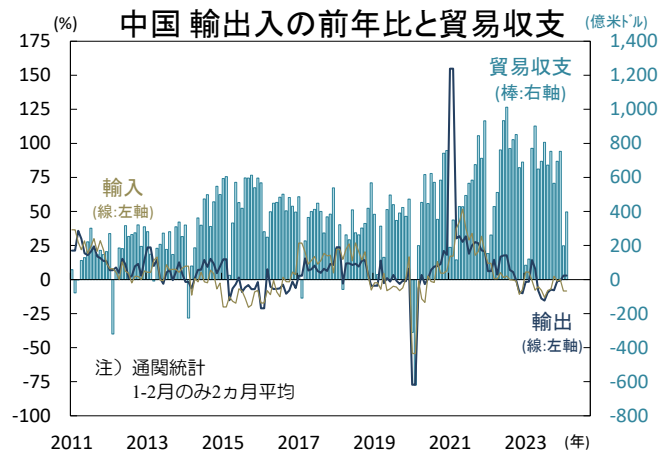
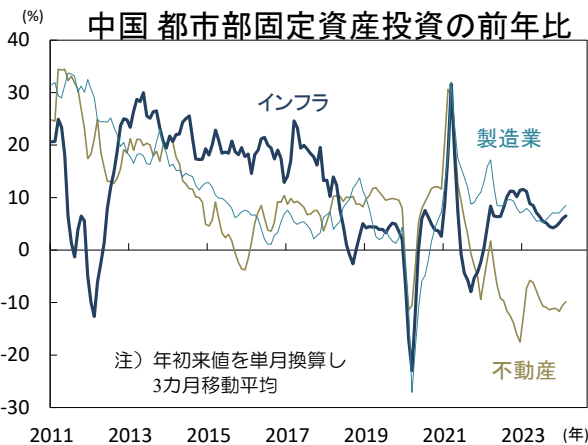
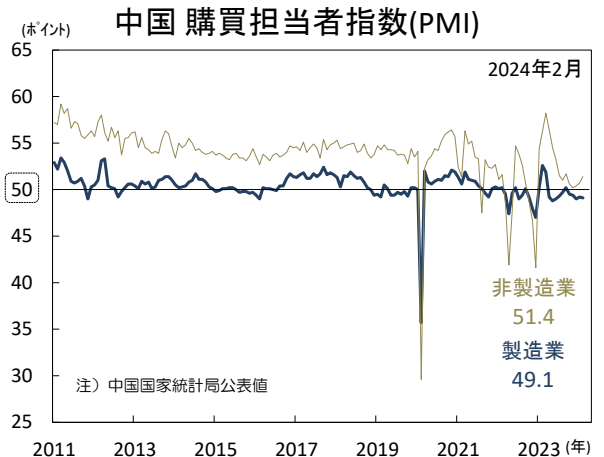
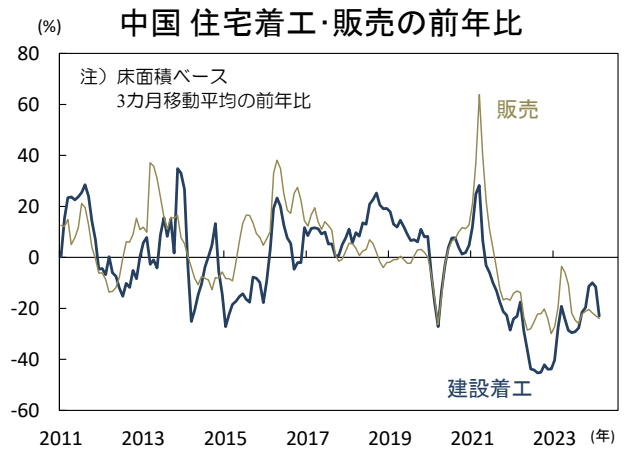
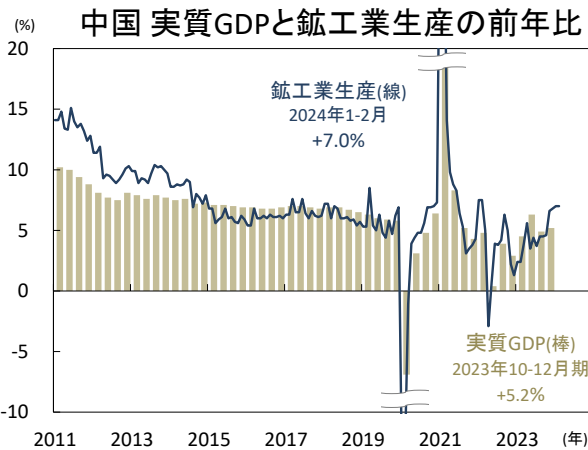
注) 上段: 左図の直近値は2023年9月。
中段: 左図の直近値は2023年9月。
下段: 右図の直近値は2024年2月。

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

低迷する不動産投資と加速する製造業投資

- ◆ 2023年10-12月期の実質GDPは前年比+5.2%(7-9月期+4.9%)拡大。2024年1-2月には鉱工業生産や製造業投資や輸出が加速したものの、住宅不況から不動産投資が低迷を続けました。
- ◆ 当局は住宅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でしょう。2024年通年のGDP成長率は+4.8%(前年+5.2%)前後、2025年は+4.5%前後と景気は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、足元では製造業投資や鉱工業生産が加速



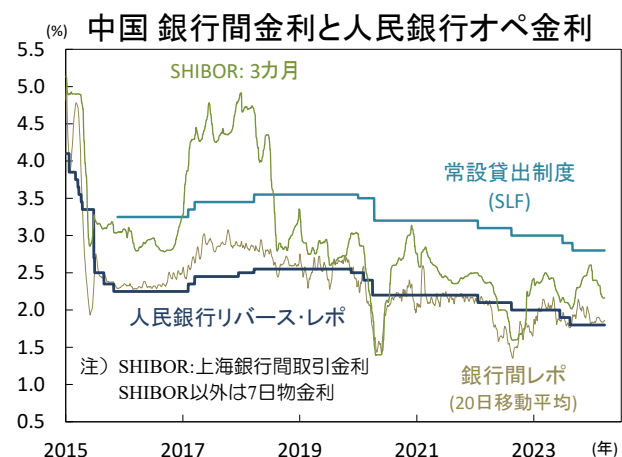
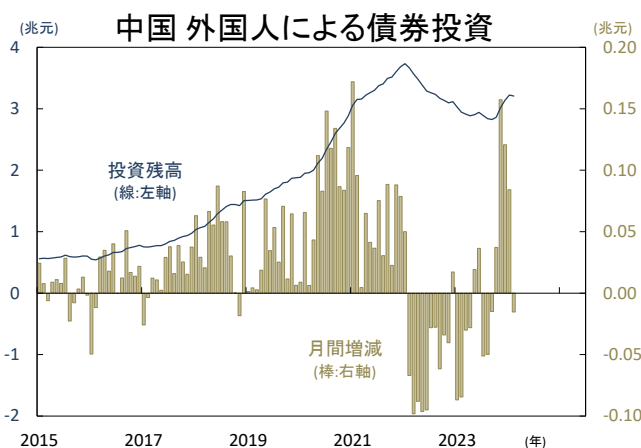
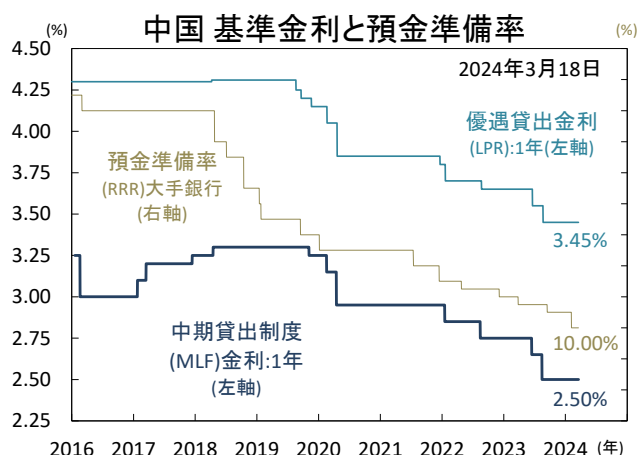
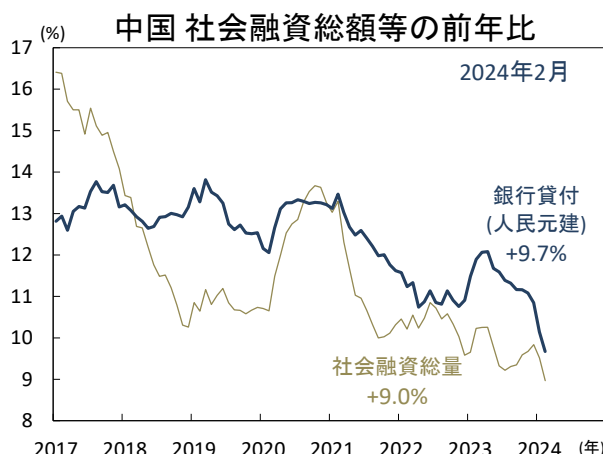
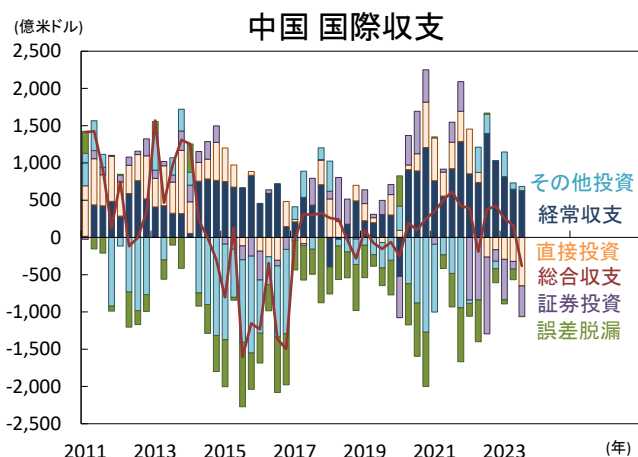
注) 上段: 右図の直近値は2024年1-2月。
下段: 直近値は左図が2024年1-2月、右図が同年2月。

出所) 中国国家统计局、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

金融緩和を続ける当局と上値の重い人民元相場

- ◆ 人民元は昨年初より10月末にかけて低迷した後に11月に反発し、その後はほぼ横ばいで推移。昨年の11月の相場反発時に見られた債券投資資本の流入は一巡しました。足元では直接投資収支赤字が拡大。海外からの投資の低迷と国内企業による近隣諸国への投資の拡大によります。
- ◆ 景気が低迷する中で当局は景気支援のために今後も政策金利と預金準備率を引き下げる見込み、対米金利差の拡大に伴う資本流出圧力が残り、今後も元相場の上値は重いとみられます。

● 足元では直接投資収支赤字が拡大、債券投資資本の流入は一巡



注) 上段: 直近値は、左図: 2023年7-9月期、
中段: 直近値は、右図: 2024年2月。
下段: 直近値は、左図: 2024年3月18日、右図: 為替相場は2024年3月18日、外貨準備は2024年2月。

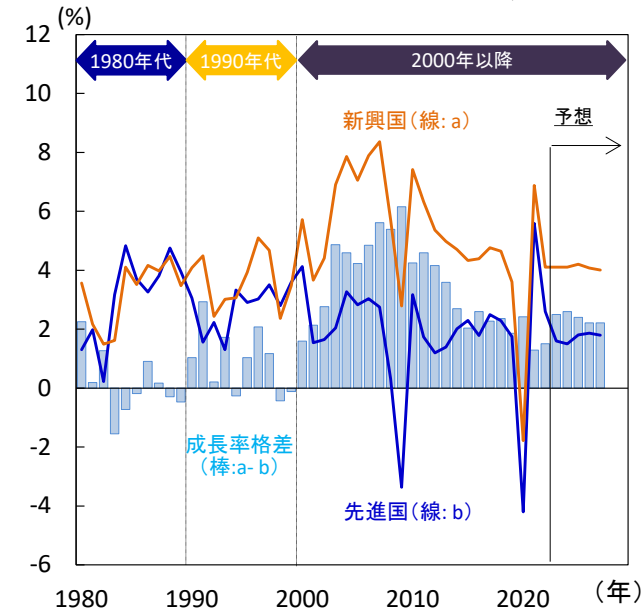
出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

8. 新興国：利上げ効果が波及し多くの国で景気が減速

- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で物価や経常収支などマクロ経済が安定化。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

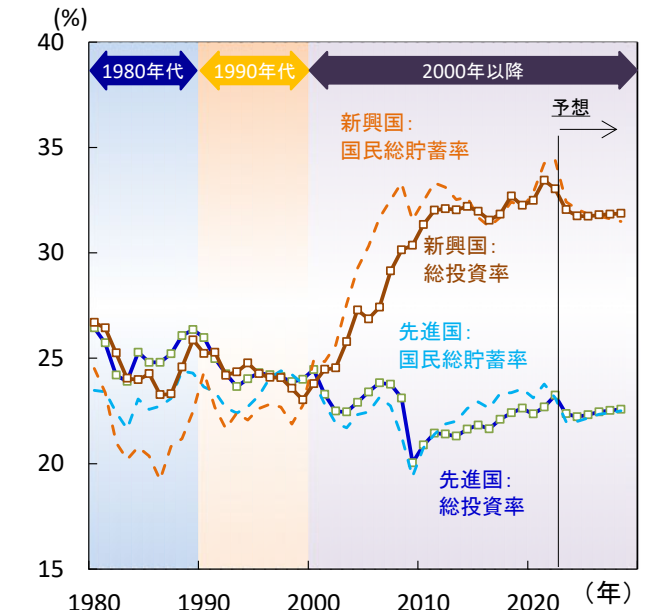
先進国と新興国の実質GDP成長率



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

総投資率と総貯蓄率

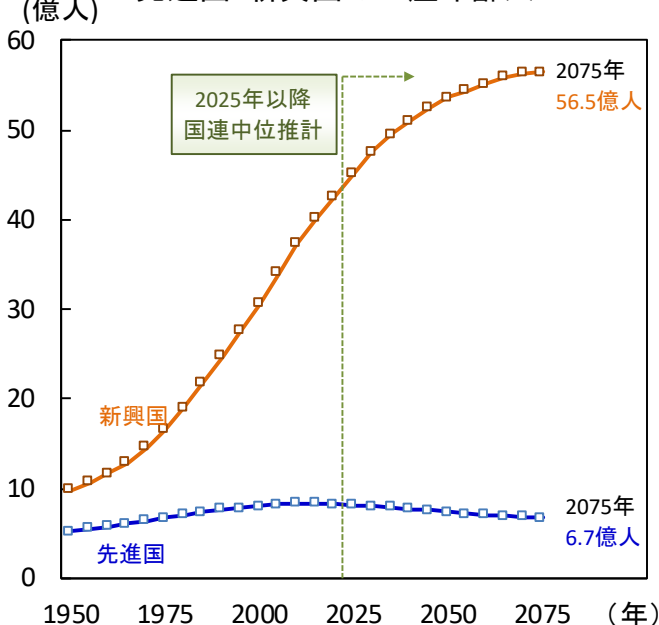


注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。

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

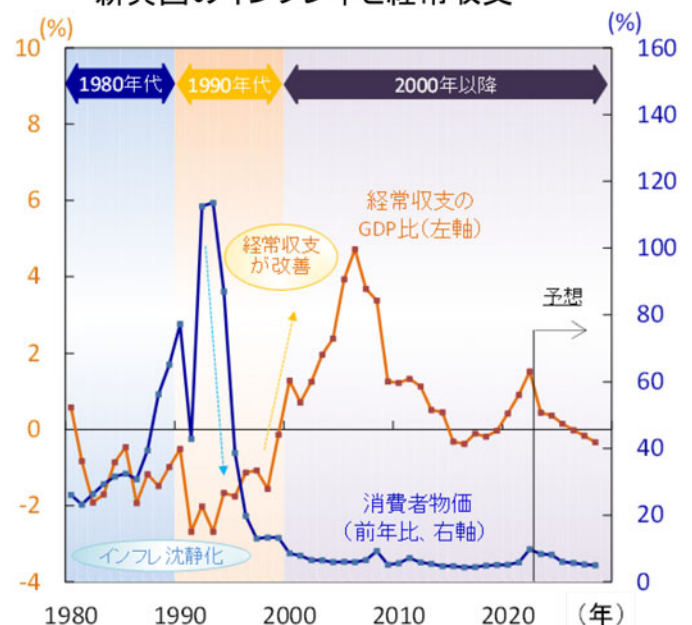
先進国・新興国の生産年齢人口



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

新興国のインフレ率と経常収支



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。
- ◆ 新型コロナ・ウイルスの感染拡大に伴う都市封鎖などを背景とした急激な景気の落ち込みを支えるため財政支出を拡大。新興国の財政悪化の一因となりました。特にブラジルやインドでは政府債務の水準が大きく上昇。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	4,094	123.8	-0.5	48,470	0.3	23.9	26.5	1.7	-3.7	230.4	3.4	-96.0	30.5	112.5	12.2
	米国	28,592	339.0	0.6	77,530	2.0	15.6	18.2	4.2	-8.0	116.7	-2.5	284.4	82.0	27.3	1.7
ユーロ圏	ドイツ	4,555	84.7	0.4	65,300	0.3	27.6	25.3	4.2	-1.4	64.1	6.3	-33.2	30.2	36.6	2.2
	オランダ	1,114	17.8	0.6	66,750	1.5	31.1	22.3	4.6	-1.8	47.0	8.1	-49.0	48.8	50.4	0.5
	フィンランド	309	5.6	0.2	58,950	0.4	23.7	22.3	3.0	-3.5	78.9	-0.3	95.7	35.5	39.4	1.2
	フランス	3,145	65.8	0.2	57,090	0.6	22.6	24.8	3.4	-4.6	110.2	0.0	100.3	59.5	46.6	2.0
	ベルギー	657	11.7	0.3	60,020	1.4	24.0	24.1	4.0	-4.4	105.7	-0.8	27.9	24.7	34.6	0.8
	アイルランド	603	5.2	1.1	91,950	6.7	63.6	27.1	3.7	1.5	40.2	11.9	-255.4	50.7	17.3	0.2
	イタリア	2,288	58.7	-0.4	52,470	0.9	20.9	21.9	3.7	-4.5	140.6	-0.1	112.9	37.9	29.1	3.1
	スペイン	1,645	47.9	0.3	45,950	1.0	23.2	19.5	3.5	-3.0	106.2	1.7	121.0	42.0	34.6	1.7
	ポルトガル	298	10.5	0.3	40,870	1.5	20.3	20.1	3.6	-0.1	99.9	1.2	89.3	23.7	51.0	2.7
ギリシャ	256	10.5	-0.4	36,600	2.0	12.8	16.4	3.2	-1.1	153.6	-6.0	185.7	9.7	24.4	0.9	
その他	デンマーク	366	6.0	0.7	76,810	1.9	32.7	22.7	3.6	1.7	27.8	10.9	7.5	18.7	63.4	4.9
	スウェーデン	645	10.6	0.6	67,040	1.3	30.0	26.0	3.9	-0.4	30.1	5.4	107.0	36.4	71.0	2.8
	英国	3,416	69.5	0.6	54,920	0.7	17.4	18.8	4.6	-4.3	103.2	-3.5	44.3	73.9	45.7	1.1
資源国	ノルウェー	621	5.4	0.2	118,440	1.6	47.8	21.6	4.2	14.8	36.3	18.1	-44.9	32.6	57.4	4.0
	カナダ	2,267	40.6	1.4	57,820	1.1	24.7	23.8	3.5	-2.0	97.3	-1.2	185.9	27.1	9.2	1.5
	オーストラリア	1,814	27.0	1.3	60,350	2.1	25.8	26.4	4.0	-1.2	48.1	0.6	166.7	8.7	62.8	1.3
	ニュージーランド	272	5.3	1.5	50,380	1.8	22.7	25.3	4.5	-3.1	46.8	-6.6	193.4	47.5	32.9	1.8
アジア	シンガポール	539	6.0	0.7	107,030	2.4	72.2	23.3	3.4	7.4	37.9	17.3	-128.2	21.0	139.8	5.1
	香港	402	7.5	0.0	73,940	0.5	18.9	18.9	1.6	-3.2	56.7	7.9	-128.2	14.2	156.7	5.6
	台湾	798	23.3	-0.2	-	3.3	38.5	27.3	1.8	-0.3	32.1	11.5	-281.3	1.7	372.6	14.9
	中国	18,350	1,407.5	0.0	21,250	4.7	44.6	41.7	1.2	-5.4	57.4	1.4	-105.8	7.4	204.5	10.8
	韓国	1,798	51.5	-0.1	50,730	1.9	36.2	31.9	2.9	-1.9	51.4	2.8	-46.0	14.3	199.5	6.3
	マレーシア	447	34.1	1.3	32,250	2.9	30.5	18.2	2.0	-3.2	70.4	2.9	-10.8	10.4	89.4	4.4
	タイ	552	69.9	0.1	20,070	0.9	30.4	26.5	1.9	-3.7	56.3	2.9	-56.0	5.3	209.5	7.2
	インド	4,049	1,432.1	0.9	8,210	4.8	30.2	32.6	5.8	-8.1	82.3	-1.4	-18.6	5.3	204.3	7.6
	フィリピン	477	119.6	1.6	10,730	3.1	10.9	23.8	4.4	-4.5	54.7	-2.5	-1.6	11.6	280.3	6.5
	インドネシア	1,493	285.4	1.1	14,250	3.4	35.4	31.4	2.9	-2.5	38.4	-0.8	6.9	21.0	106.3	5.5
ベトナム	473	102.0	1.1	12,810	4.9	33.7	31.1	2.8	-4.3	37.5	1.3	-8.7	6.0	247.2	3.0	
スリランカ	94	22.7	0.8	14,030	-1.2	28.2	28.2	18.2	-7.1	101.4	-1.8	268.7	23.2	39.5	2.1	
中東・アフリカ	チェコ	335	10.7	0.1	47,780	0.2	33.9	30.3	7.1	-2.3	44.6	0.4	-25.5	5.0	100.2	7.0
	イスラエル	525	9.2	1.6	48,820	3.5	30.0	27.1	2.5	-6.6	64.8	2.2	-154.1	8.6	325.7	13.4
	サウジアラビア	1,084	34.1	2.6	59,660	2.0	43.4	26.4	2.7	-2.3	28.0	2.3	-65.0	16.9	231.3	15.5
	ポーランド	892	37.7	-0.1	41,310	2.6	23.0	25.6	7.6	-4.6	52.0	-0.2	-4.8	11.9	139.1	5.0
	南アフリカ	396	62.2	1.1	15,570	0.4	12.7	13.5	5.2	-4.8	79.4	-2.9	38.4	11.5	97.9	4.7
	ルーマニア	385	18.8	-0.6	40,600	2.4	19.8	25.3	6.7	-6.1	50.2	-6.4	30.8	10.4	142.8	4.2
	ブルガリア	113	6.4	-1.8	32,520	2.5	25.1	19.2	6.2	-2.8	24.4	0.7	-63.9	8.6	392.7	8.6
	トルコ	1,168	88.1	1.1	36,920	5.2	27.7	33.2	43.0	-5.3	30.5	-2.6	50.4	19.4	81.4	4.3
ハンガリー	235	9.6	-0.3	40,620	1.9	30.7	29.4	9.3	-4.2	70.1	0.3	3.0	10.4	134.0	2.5	
中南米	チリ	338	19.9	1.0	28,550	1.9	25.5	25.4	6.3	-2.1	40.7	-4.3	72.9	35.3	71.1	3.8
	ウルグアイ	84	3.6	0.3	26,290	1.4	22.5	17.0	7.4	-3.2	62.1	-3.0	-49.7	14.8	245.7	6.3
	ペルー	276	34.2	1.0	14,080	1.4	12.2	23.3	4.7	-2.3	34.0	-0.8	22.2	11.2	252.5	10.3
	メキシコ	1,957	129.3	0.7	21,060	1.4	16.9	26.8	5.4	-5.0	47.7	-0.6	18.4	6.1	124.3	3.2
	コロンビア	435	53.0	1.6	19,490	2.6	13.0	17.5	7.1	-3.7	52.6	-3.5	56.5	22.0	109.1	6.7
	ブラジル	2,288	218.7	0.7	17,260	1.8	18.2	16.4	5.9	-6.3	77.3	-1.6	49.0	15.1	162.4	8.8
	ボリビア	48	12.3	1.4	9,400	0.9	12.6	16.8	1.8	-5.7	73.8	-1.9	31.3	18.0	84.4	1.1
アルゼンチン	380	46.9	1.0	26,030	0.0	18.1	17.0	107.6	-4.3	138.2	2.6	-42.9	24.1	42.5	3.5	

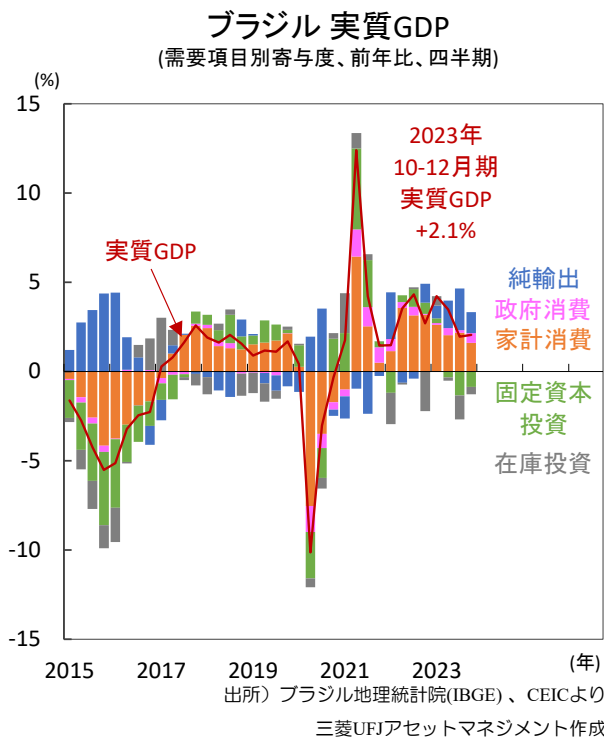
注) 数値は、2024年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2024年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービスの)経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利返済プラス短期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

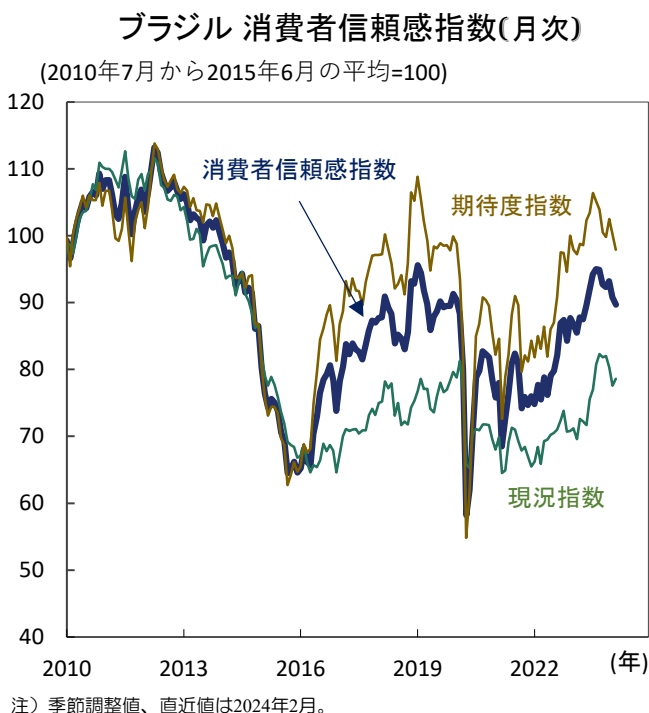
①ブラジル:内外需の鈍化、財政悪化への懸念が景気の重しに

- ◆ 2023年10-12月期の実質GDPは前年比+2.1%(7-9月期同+2.0%)と小幅ながらも加速しました。しかし今後は、高い政策金利水準を背景とした設備投資の抑制、最大の輸出相手国である中国の不動産市場の低迷を受けた景気減速懸念の高まりがブラジル景気を下押しする想定です。
- ◆ 2023年8月をピークに消費者マインドは鈍化しています。財政悪化が懸念される中、積極的な財政支援策も打ち出しにくく、2024年のGDP成長率は+1.4%程度の成長に留まるものとみられます。

● 2023年10-12月期は小幅に改善も(左)、内外需の鈍化による生産抑制が懸念(右)



● 消費者マインドは鈍化(左)、財政悪化を前に積極的な政策は打ち出しにくい(右)



世界経済

注目点

日本経済

米国経済

欧州経済

豪州経済

中国経済

新興国

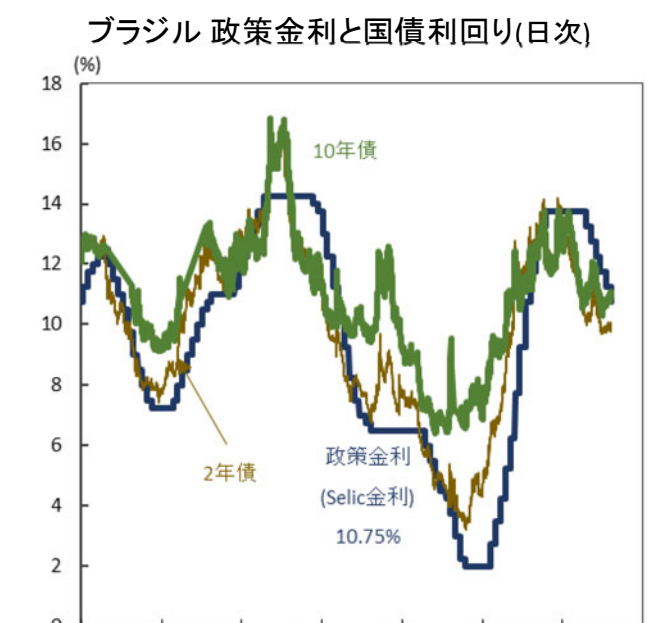
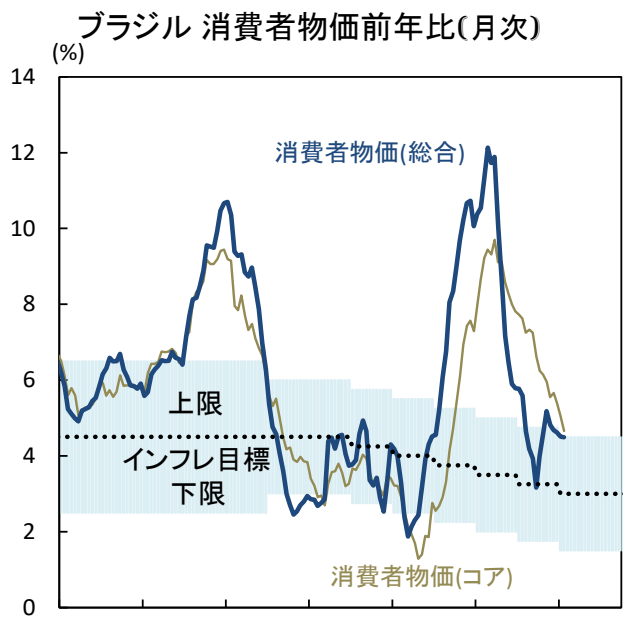
為替相場

投資戦略

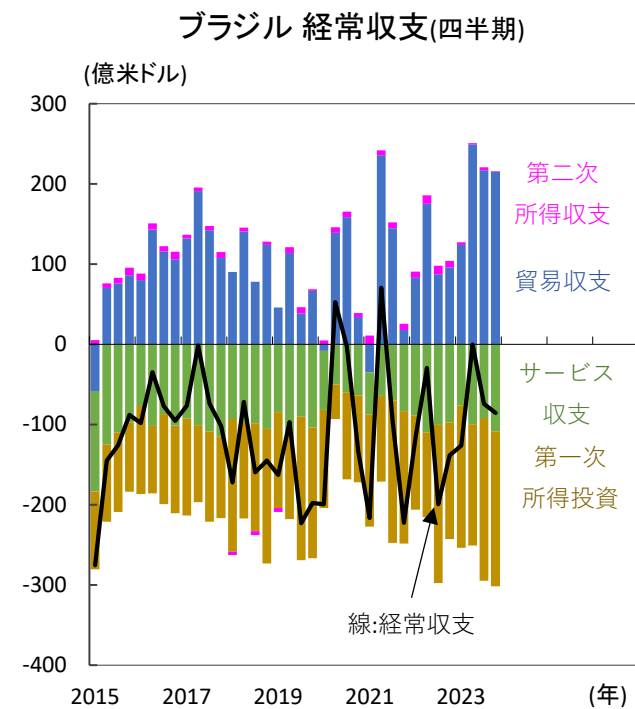
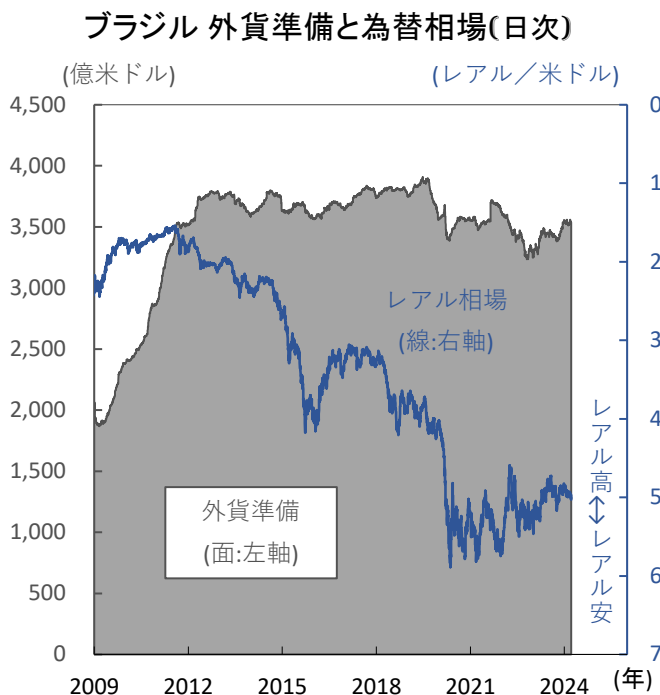
利下げ継続と中国景気減速を背景にブラジル・レアルは伸び悩みか

- ◆ 2024年2月の総合消費者物価は前年比+4.5%(1月+4.5%)と高止まり。その一方で、コア物価の伸びの鈍化は継続しており、当局は物価沈静化に向けて今後も慎重に利下げを続ける想定です。
- ◆ 当局は2023年8月から累計3.0%pt政策金利を引き下げたものの、中国向け輸出の拡大に伴う貿易収支改善を背景に相場は安定的です。しかし、今後も利下げが継続される想定であること、中国景気鈍化による輸出伸び悩みが懸念されることからブラジル・レアルの上値は重くなる見込みです。

● 総合物価は高止まりも、コア物価の鈍化は継続(左)、中銀は緩和姿勢を維持(右)



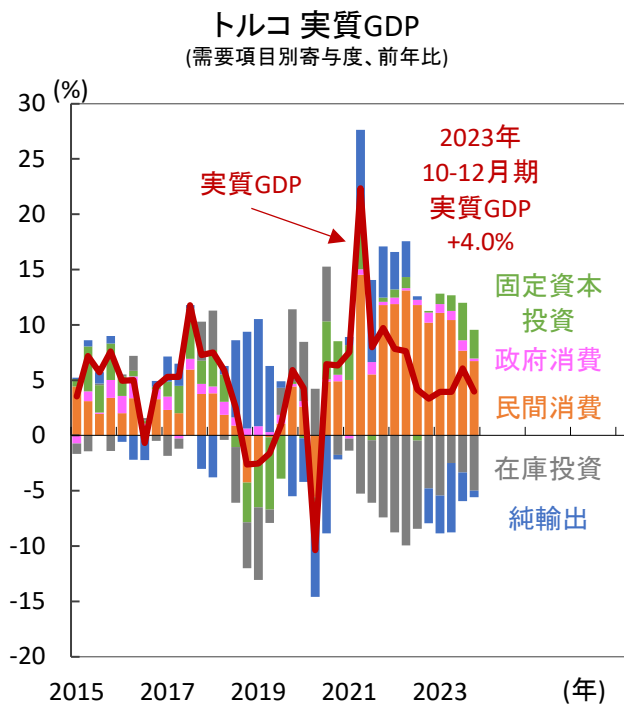
● ブラジル・レアルは底堅く推移も(左)、中国景気減速による貿易黒字縮小が重し(右)



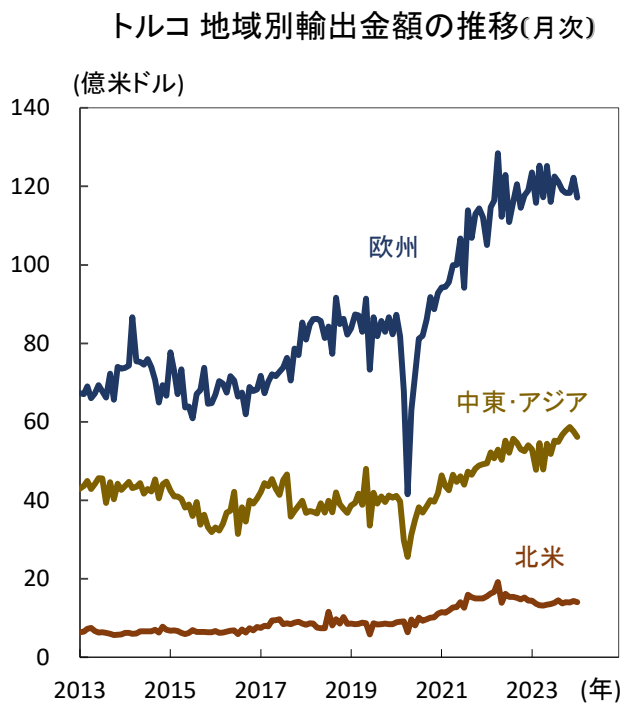
②トルコ: 積極的な金融引き締め政策を実施も、激しい物価上昇が続く

- ◆ 2023年10-12月期の実質GDPは前年比+4.0%(7-9月期同+6.1%)と大きく減速。固定資本投資が軟調でした。2023年2月に南東部で発生した大地震の復興需要の落ち着きや積極的な政策金利の引き上げを背景に設備投資が抑制されたことがトルコ景気の鈍化に寄与した模様です。
- ◆ 2024年2月の総合消費者物価は前年比+67.1%と1月の+64.9%から加速。1月の最低賃金の引き上げ(+49%)もあり物価再加速が懸念される中、積極的な金融引き締め政策が維持される想定です。

● 大地震からの復興需要の落ち着きもあり固定資本投資が鈍化(左)

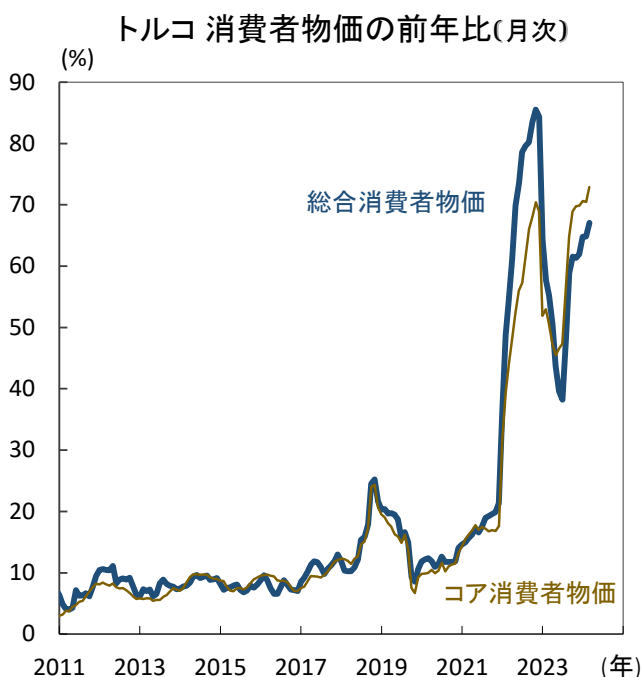


出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

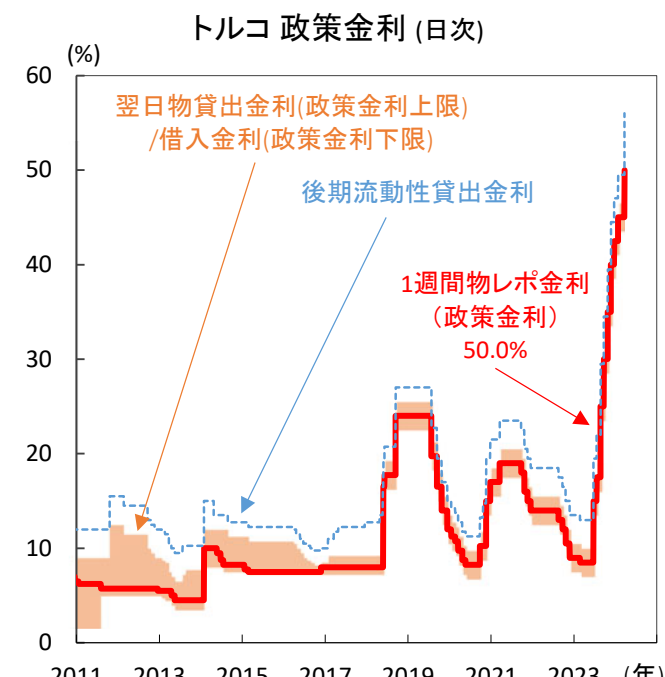


出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 物価上昇が継続(左)、物価抑制に向け金融引き締め政策の維持が想定される(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

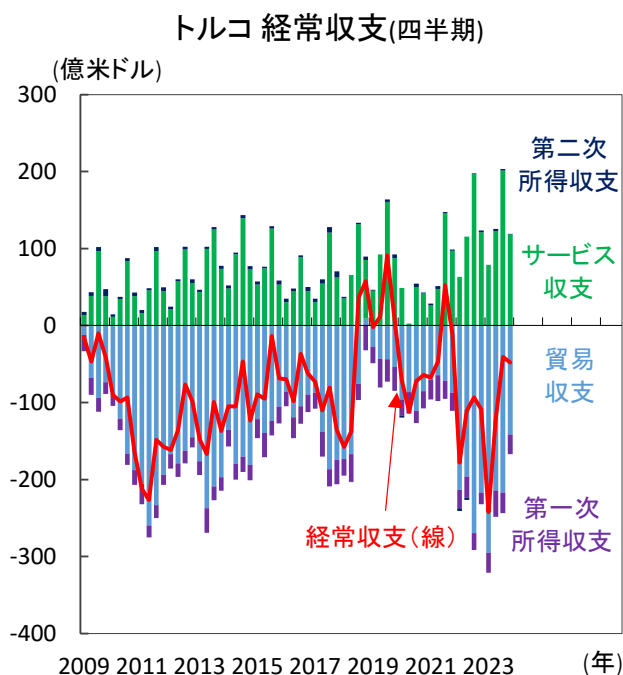


出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

実質政策金利がプラスに転換も、上値の重いトルコ・リラ相場

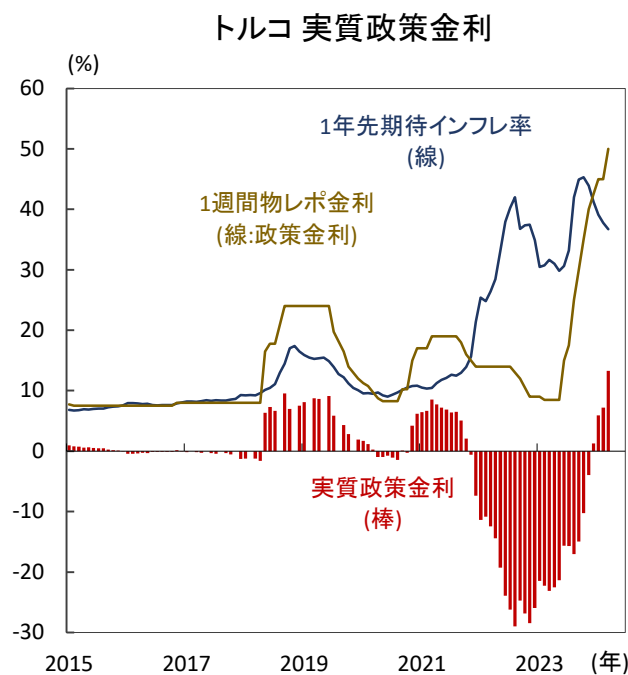
- ◆ 冬季の旅行需要鈍化により観光収入は減少した一方、暖冬を背景に燃料等の資源輸入が抑制されたため経常赤字の拡大は小幅に留まりました。足元では積極的な利上げと期待インフレの鈍化を受けて実質政策金利水準はプラスに転換。しかし、トルコ・リラ相場の軟調推移が続いています。
- ◆ 海外投資家からの投資に復活の兆しが見られます。3月には昨年6月以降の政策転換を理由に大手格付会社がトルコの外貨建て長期国債の格上げを発表。トルコ・リラ相場の転換が期待されます。

● 経常赤字の拡大は小幅(左)、実質政策金利はプラス水準に転換(右)



注) 直近値は2023年10-12月期。

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

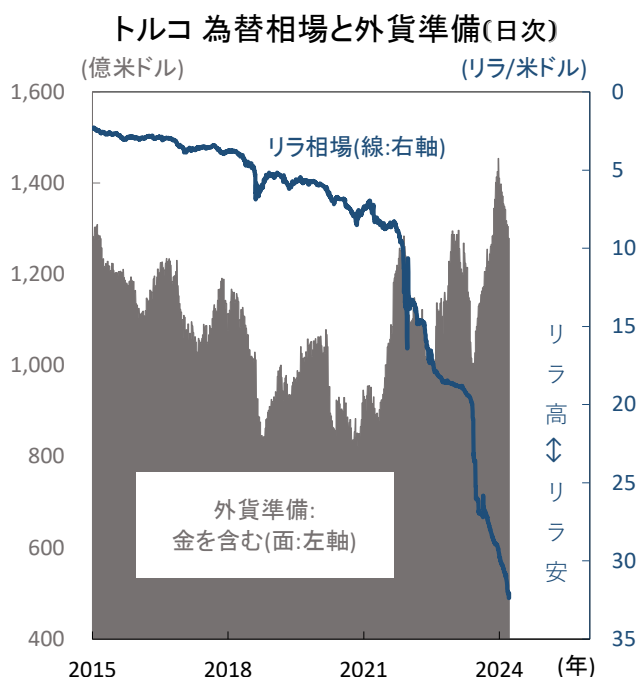


注) 実質政策金利は政策金利-1年先期待インフレ率

直近値は政策金利:2024年3月会合、1年先期待インフレ率:同年3月。

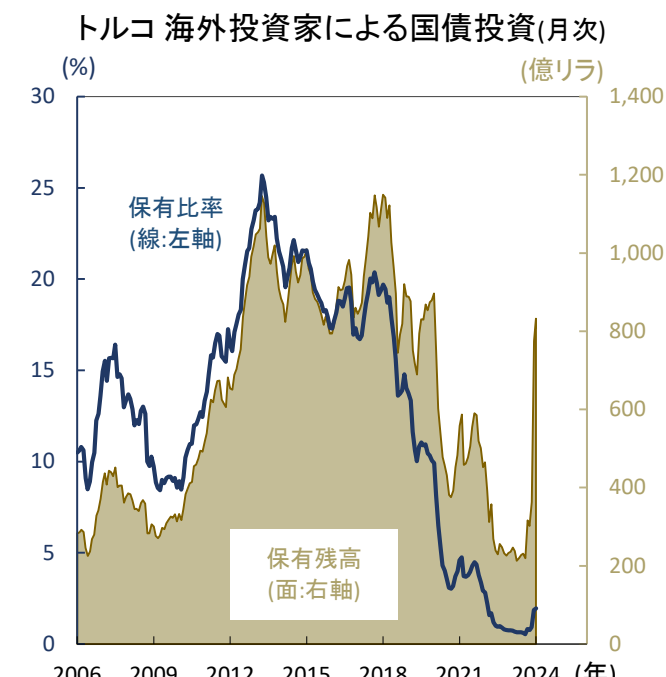
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 上値の重いトルコ・リラ相場(左)、海外投資家からの資金流入に期待が掛かる(右)



注) 直近値は為替相場: 2024年3月21日、外貨準備: 同年3月8日

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



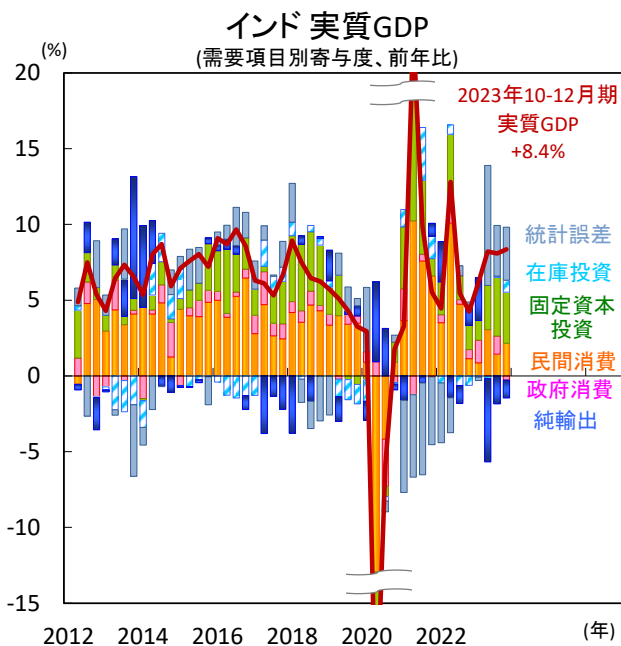
注) 直近値は2024年1月。

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

③インド: 堅調に拡大する景気、下げ渋る総合消費者物価

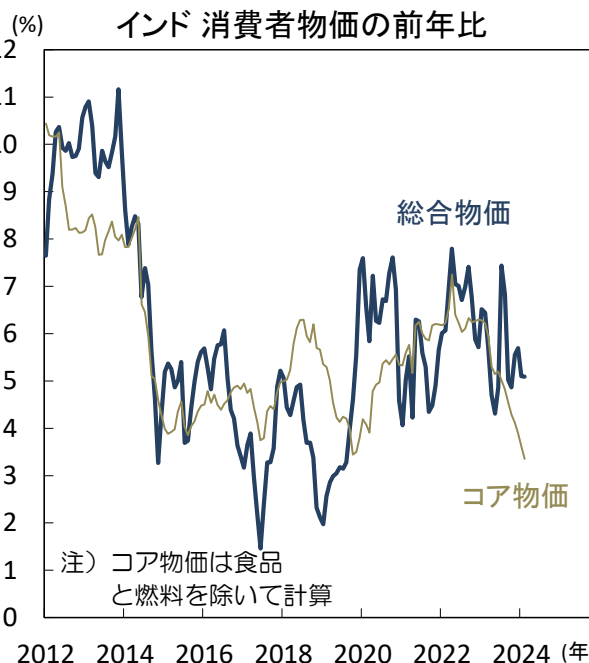
- ◆ 10-12月期の実質GDPは前年比+8.4%(7-9期月+8.1%)拡大。民間消費が勢いを欠く一方、インフラ投資などが好調でした。なお+8%超の成長率は前年の落ち込みからの反動や一次産品価格低下など一時的な押し上げによるもの。2024-25年度の成長率は+6.8%前後となると予想されます。
- ◆ 2月の総合消費者物価は前年比+5.1%(1月+5.1%)上昇。食品と燃料を除くコア物価が3カ月連続で+3%台へ低下しているものの、変動の大きい野菜価格の上昇が総合物価の低下を妨げています

● 固定資本投資が景気をけん引(左)、鈍化するコア物価と下げ渋る総合物価(右)



注) 期間は2012年4-6月期から2023年10-12月期。

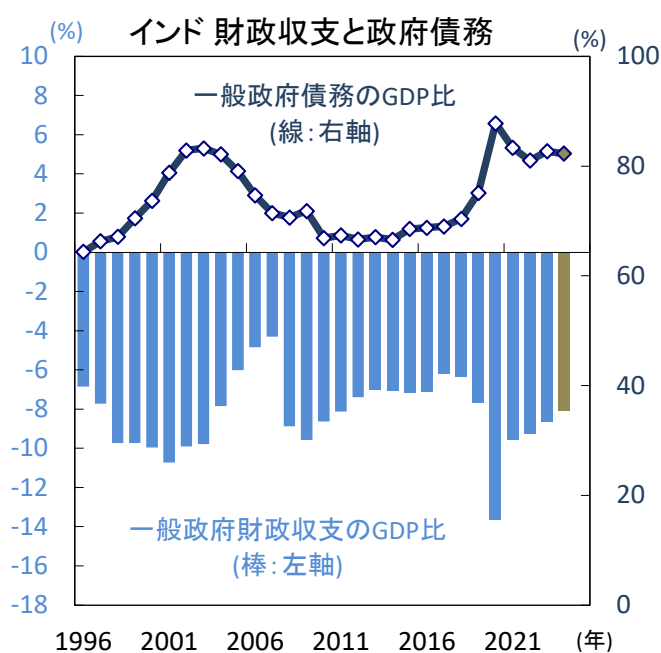
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2024年2月。

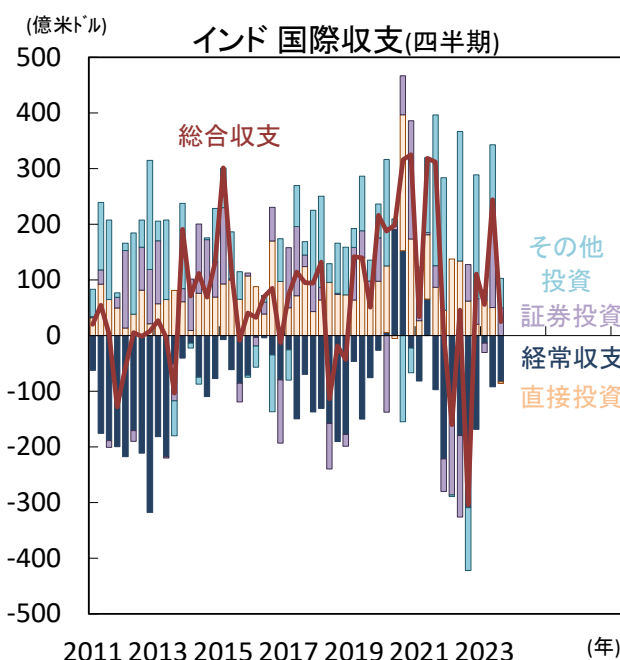
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 高止まる政府債務の水準(左)、経常赤字は足元で縮小(右)



注) Fitch Ratingsによる集計値。2023年までは実績、2024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



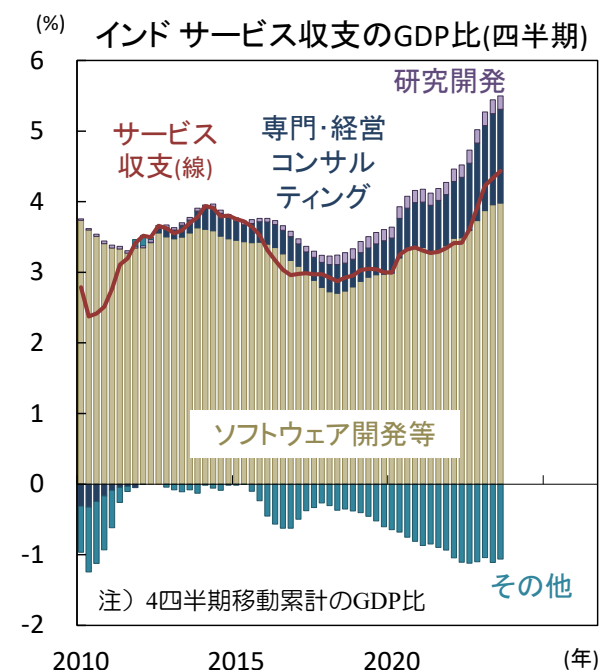
注) 直近値は、2023年7-9月期。

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

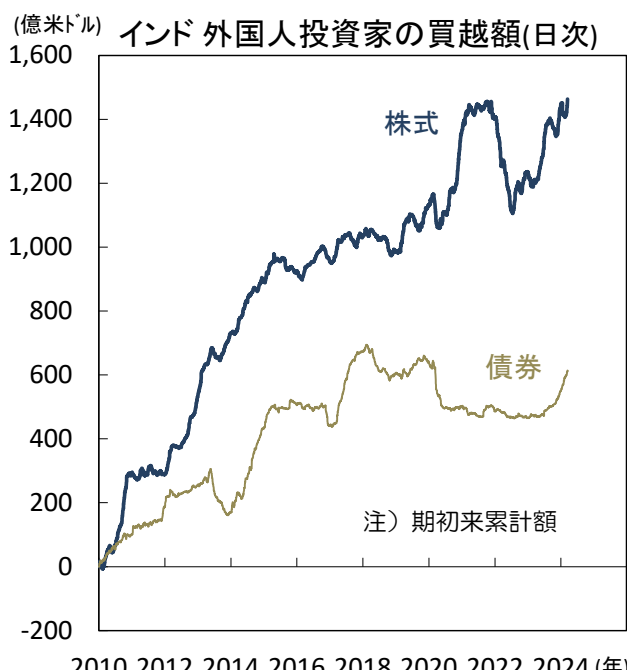
拡大するサービス収支黒字、政策金利を据え置く当局

- ◆ 近年はソフトウェア開発を初めとするサービス収支の黒字が拡大。貿易赤字をカバーし国際収支を安定化させています。競争力の高いサービス部門の発展は潜在成長力も押し上げています。
- ◆ インド準備銀行は2月まで6回連続で政策金利を6.5%に据え置き。食品物価の上昇が期待インフレ率を押し上げることを警戒している模様です。相対的に高い実質金利、安定化する経常収支、債券指数への採用を背景とする債券投資資本流入などが、通貨ルピーの下値を支えています。

● サービス収支黒字が近年拡大(左)、債券投資資本の流入は足元で加速(右)

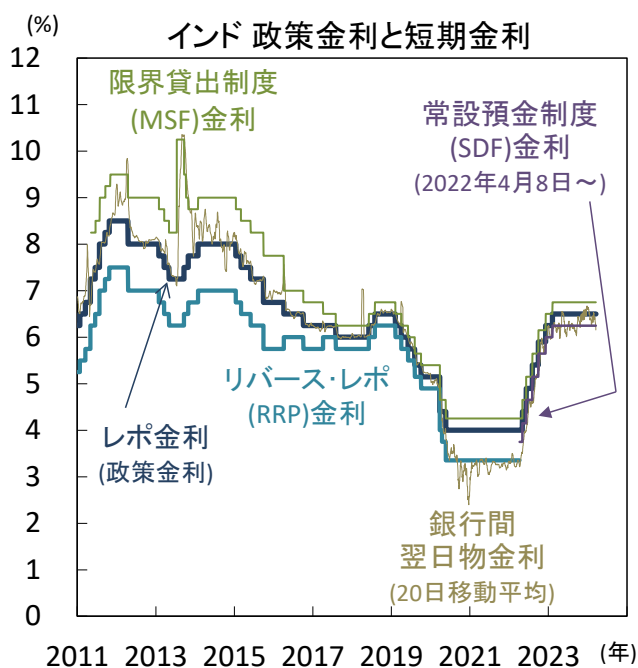


注) 直近値は、2023年7-9月期。
出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

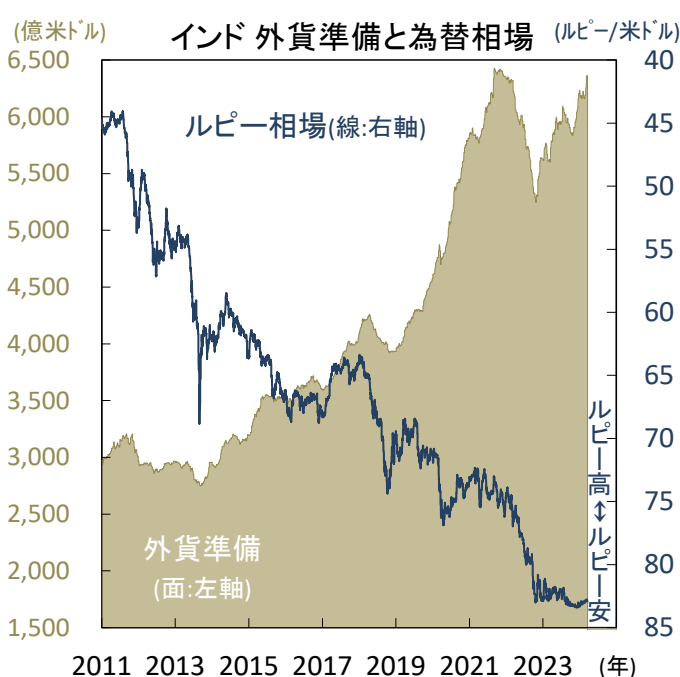


注) 期間は、2010年1月4日～2024年3月14日。
出所) インド証券取引委員会(SEBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2月まで6回連続で金利を据え置き(左)、ルピーは2022年10月よりほぼ横ばい(右)



注) 直近値は、2024年3月18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: 2024年3月18日、外貨準備: 同年3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：円安は再燃するか？

- ◆ 2024年春にかけ、米ドル円相場は再び円安米ドル高地合いです。3月に日銀がマイナス金利解除に踏み切ったものの、FRB(米連邦準備理事会)の早期利下げ観測が後退したことも一因です。
- ◆ FRBは米景気が底堅いなかインフレ警戒を緩めづらく、日銀は国内景気と物価の好循環実現が道半ばのため、金融引き締めにも慎重とならざるを得ない状況です。米国の断続的な利下げ、日本の追加利上げがはっきりと見通せるようになるまでは、円高米ドル安の定着は容易でないと考えます。

● 米ドル円相場：米国の利下げ観測後退で再び1米ドル150円近辺に

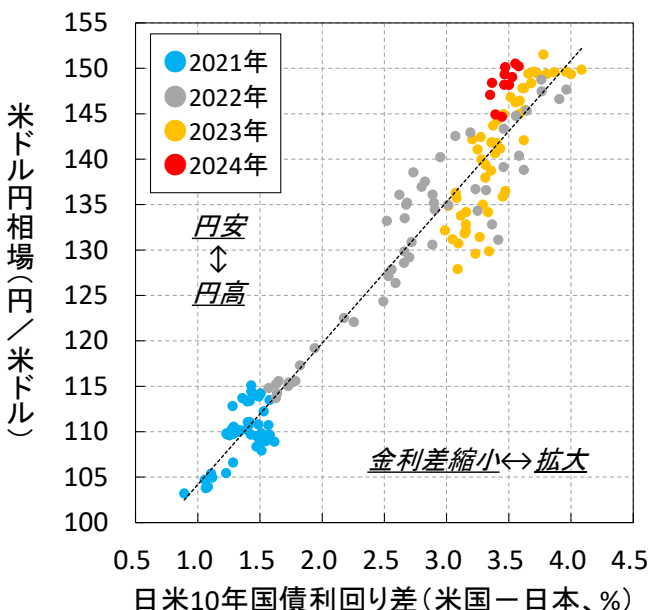


注) 図内の凡例は期間内の主な円高安値(ザラ場ベース、Refinitiv集計)。直近値は2024年3月20日。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2024年序盤の円相場は、2022-2023年ほど急速ではないが円安地合いに

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2024年3月15日。

出所) Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

米ドル円相場の年間変動幅



注) 1973~2021年はBloomberg、2022-2024年はRefinitiv集計。2024年の値は3月20日時点。

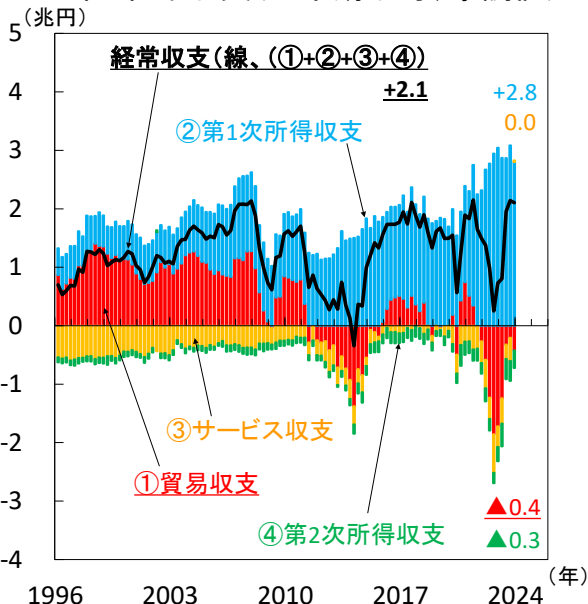
出所) Bloomberg、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

変化する日本の国際収支構造

- ◆ 2023年、本邦貿易赤字は原油安で縮小しました。サービス収支はインバウンド活況で観光関連が黒字も、デジタル関連など他の項目の赤字が目立つなか、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年の経常黒字拡大は、原油安(2022年比)を受けた貿易赤字縮小が主因

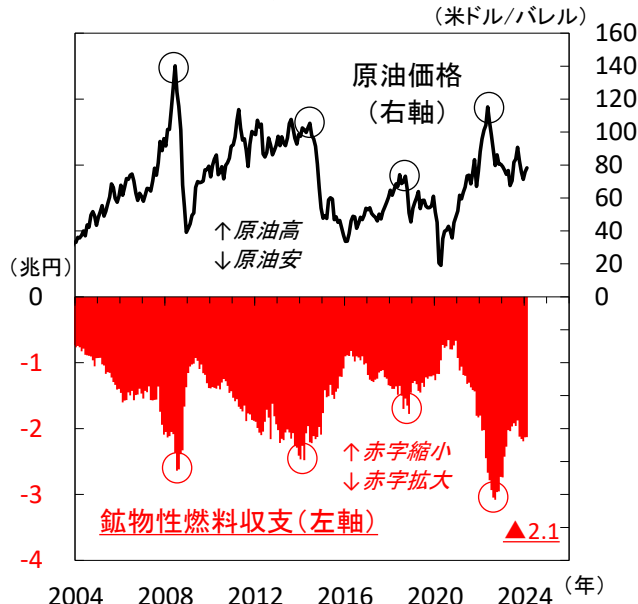
日本 経常収支(四半期平均、季調値)



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10-12月期。

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

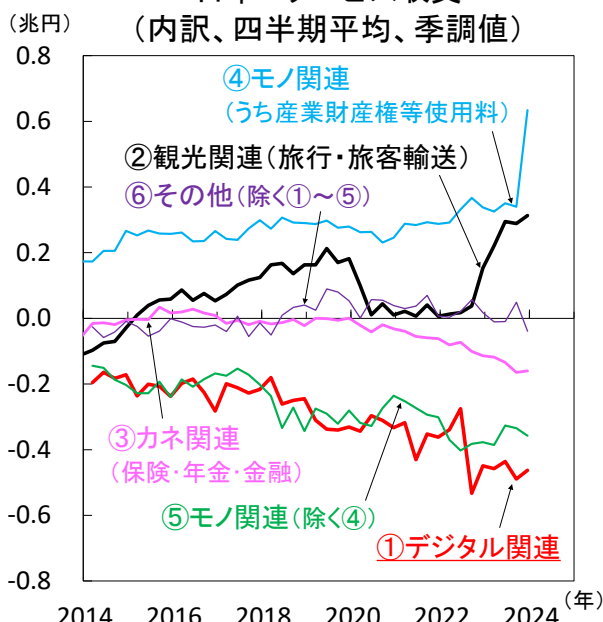


注) 原油価格はWTIベース。鉱物性燃料収支は季節調整値。
直近値は2024年2月。

出所) 財務省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 近年目立つデジタル関連赤字、国内のイノベーションが遅れていることも一因か

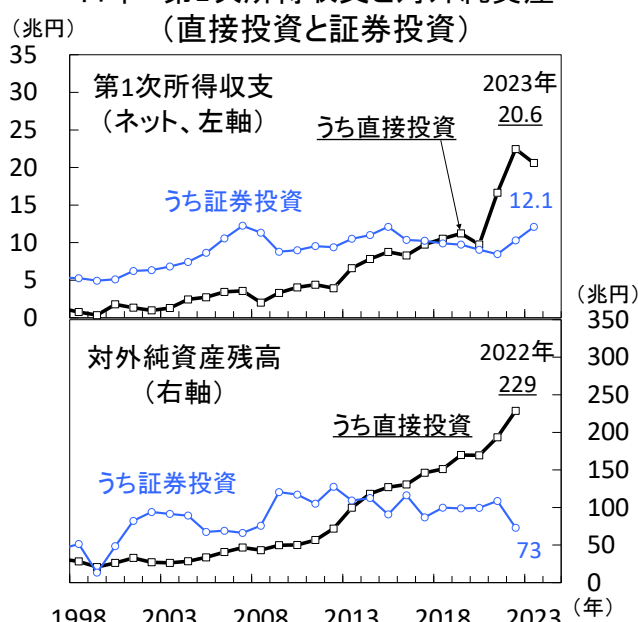
日本 サービス収支
(内訳、四半期平均、季調値)



注) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」
(2023年8月10日)を参考に分類。①は著作権等使用料、通信・情報
・コンピュータ、専門・経営コンサルティング。⑤は貨物輸送、委託加工、
維持修理、研究開発、技術・貿易関連・その他業務。直近値は2023年10-12月期。

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 第1次所得収支と対外純資産
(直接投資と証券投資)



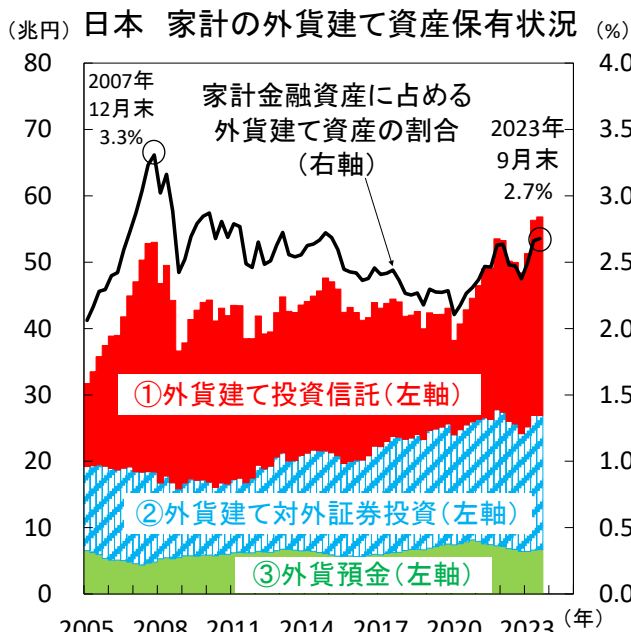
注) 2023年の直接投資収支のうち配当金・配当済支店収益が10.2兆円、
再投資収益が10.3兆円、証券投資収支のうち債券利子が11.8兆円。
2022年の対外純資産残高は419兆円(うち外貨準備が162兆円)。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

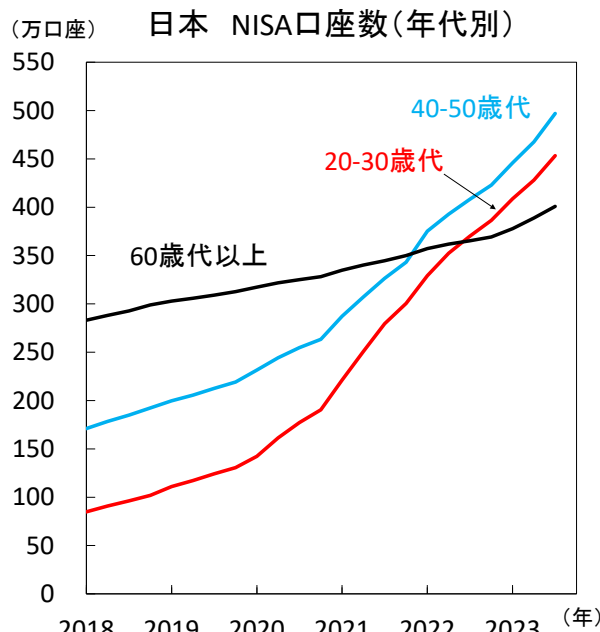
内向きだった国内家計の投資行動に変化は？

- ◆ 2024年の新NISA(少額投資非課税制度)開始を機に、「貯蓄から投資」の流れが加速するとの見方があります。近年の円安やインフレで、家計の資産防衛意識が強まり、外貨建て資産への注目も高まっていますが、足元、家計金融資産全体(約2,000兆円)に占める割合は限定的なようです。
- ◆ NISAは若い世代が主導しているようです。特に、デフレや円高の時代になじみの薄い20-30代は、むしろ円安や株高が身近なこともあり、株式を中心とした海外投資に前向きな可能性もあります。

● 徐々に増加する家計の外貨建て資産、新NISA開始でさらに加速するか注目

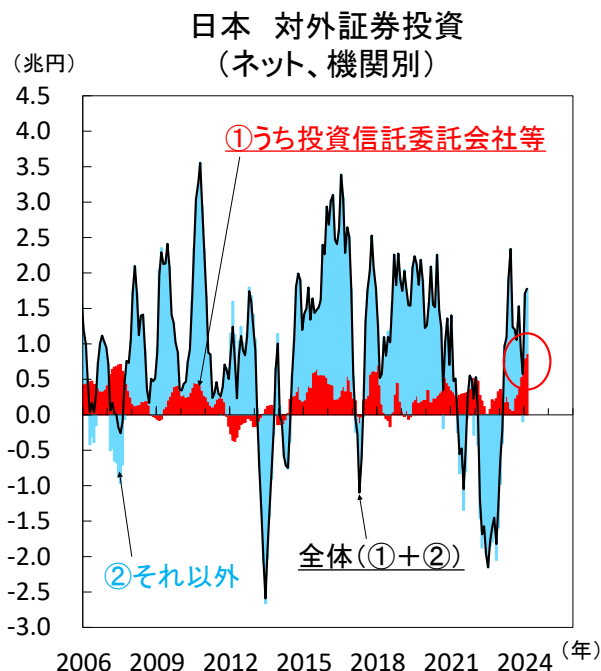


注) ①は投資信託受益証券×契約型公募投信純資産額の外貨建て比率、②は対外証券投資×証券投資残高の円以外比率(2023年は2022年値で延伸)、として三菱UFJアセットマネジメントが簡便的に試算。直近値は2023年9月。出所) 日本銀行、財務省、投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

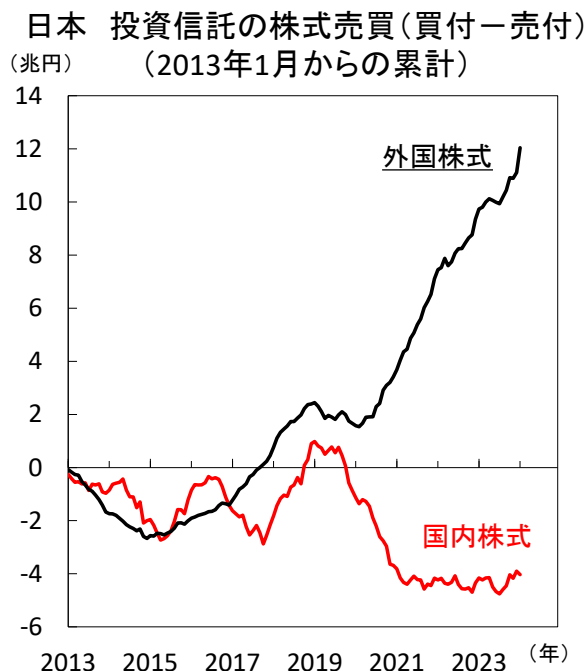


注) NISA:少額投資非課税制度。値は一般NISAとつみたてNISA勘定設定口座数の合計。直近値は2023年9月末。出所) 日本証券業協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 投資信託経由の海外株式投資は活性化



注) 値は6カ月移動平均。指定報告機関ベース。直近値は2024年2月。出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



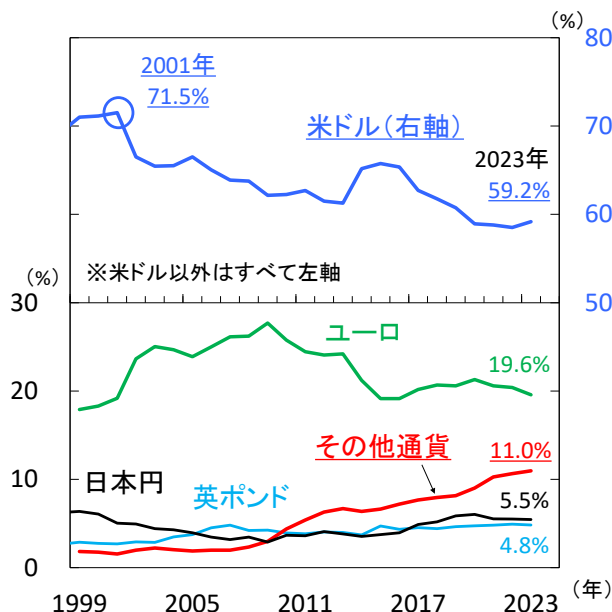
注) 直近値は2024年1月。出所) 投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

米ドル覇権は揺らいでいるか？

- ◆ 米ドルの方向性は、短期では米景気・金融政策やリスク許容度ですが、中長期では基軸通貨としての信頼性に左右されるとみまます。今のところ、米ドルの圧倒的優位は揺らいでいないようです。
- ◆ 2023年の米国債格下げに見られるように、野放図な財政運営が続けば国債への信用が失われ潜在的な米ドル安材料となりえます。また中国などの台頭で、米国の相対的地位が弱まるなか、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、米ドル離れを招くリスクもあります。

● 為替市場で、いまだ絶対的地位を有する米ドル

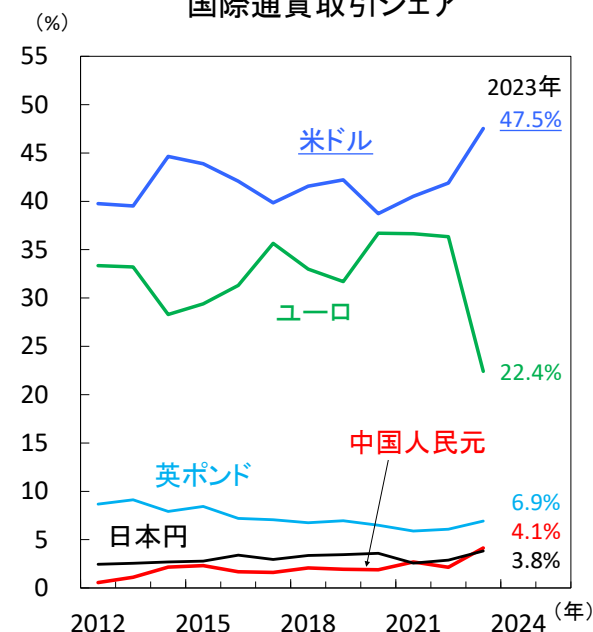
世界 外貨準備高構成比(通貨別)



注) 通貨分類が可能な額のみを対象。
直近値は2023年9月末。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

国際通貨取引シェア



注) 直近値は2023年。

出所) SWIFT (国際銀行間通信協会) より
三菱UFJアセットマネジメント作成

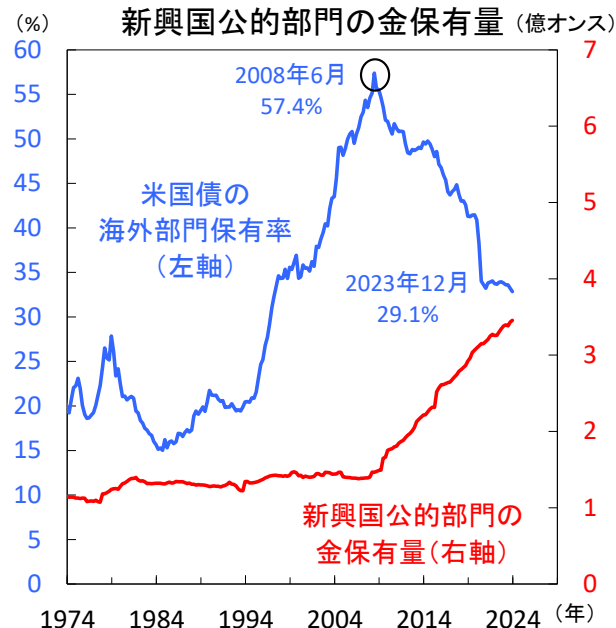
● 米国格下げに見るガバナンス低下への懸念、新興国の金保有拡大はその表れか

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	中国過剰債務は正に転換 南欧債務問題 東日本大震災	中国不動産不況 ウクライナ、イスラエル戦争 米中対立、国際分断リスク

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国債の海外部門保有率と
新興国公的部門の金保有量 (億オンス)



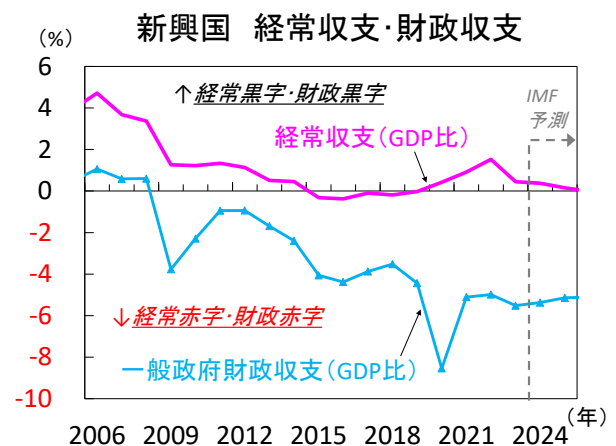
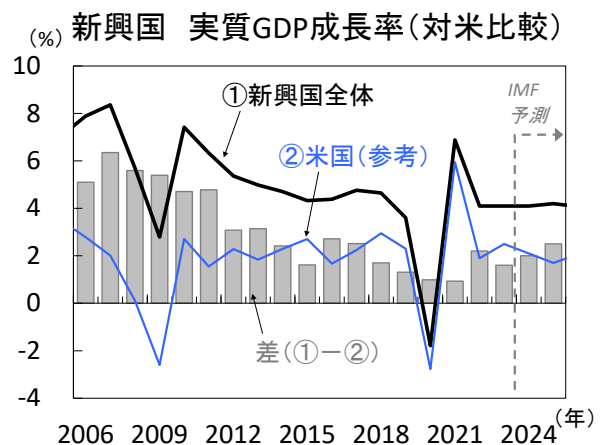
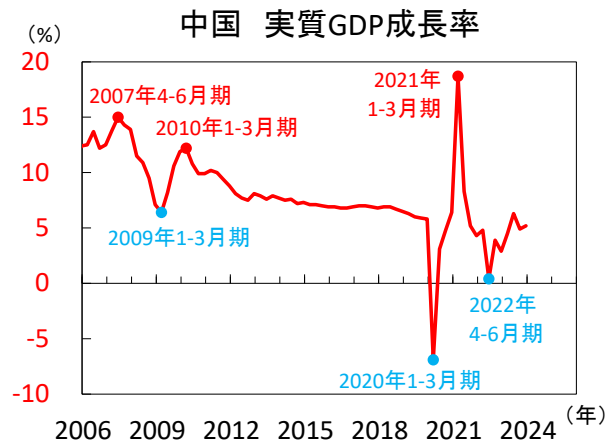
注) 直近値は2023年12月。

出所) FRB、IMF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(2024年1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2024年3月15日(日次)、中国GDPが2023年10-12月期(四半期)、世界貿易取引量が2023年12月(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

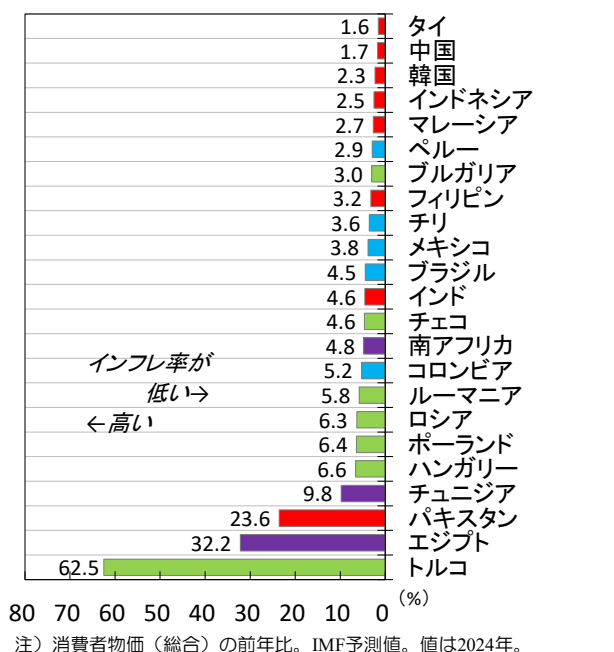
経済運営の健全性をアピール出来なければ、中長期的な通貨安定は困難に

- ◆ 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ましたが、高インフレや外貨が手薄なトルコやパキスタンなどぜい弱さの目立つ国には要注意です。

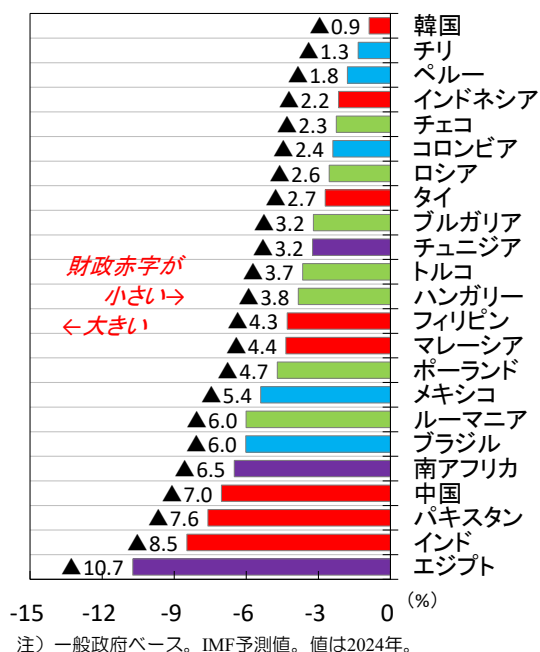
● 金融市場を意識し、たゆまぬ経済構造改革が求められる新興国

主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

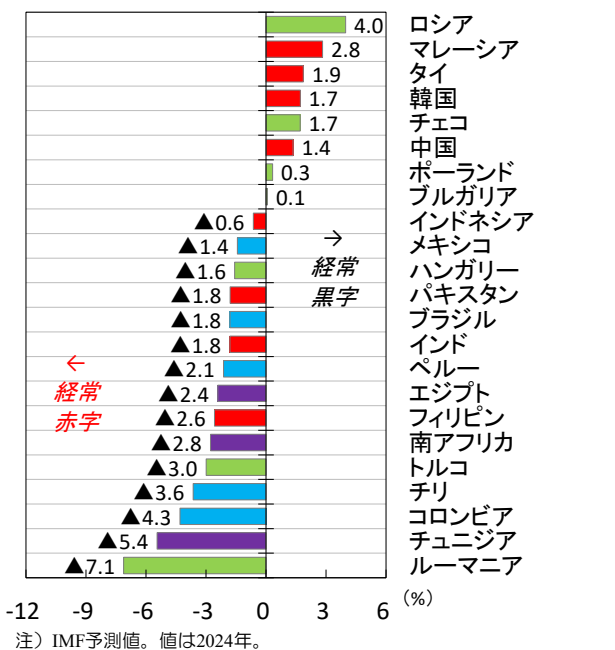
①インフレ率



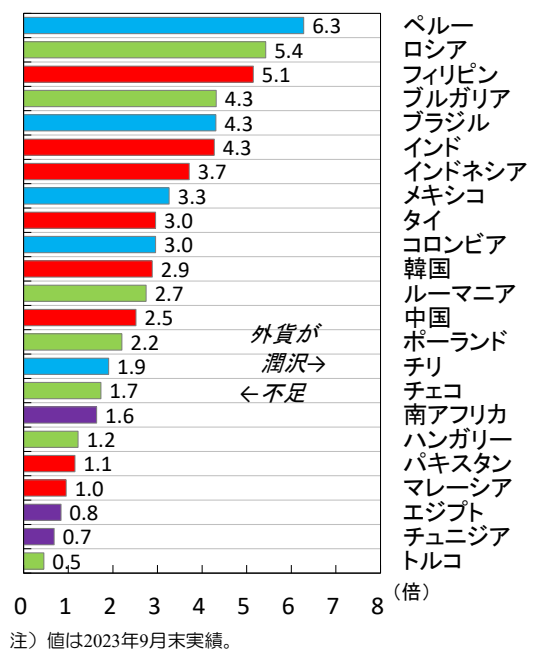
②財政収支(GDP比)



③経常収支(GDP比)



④外貨準備(対外短期債務比)

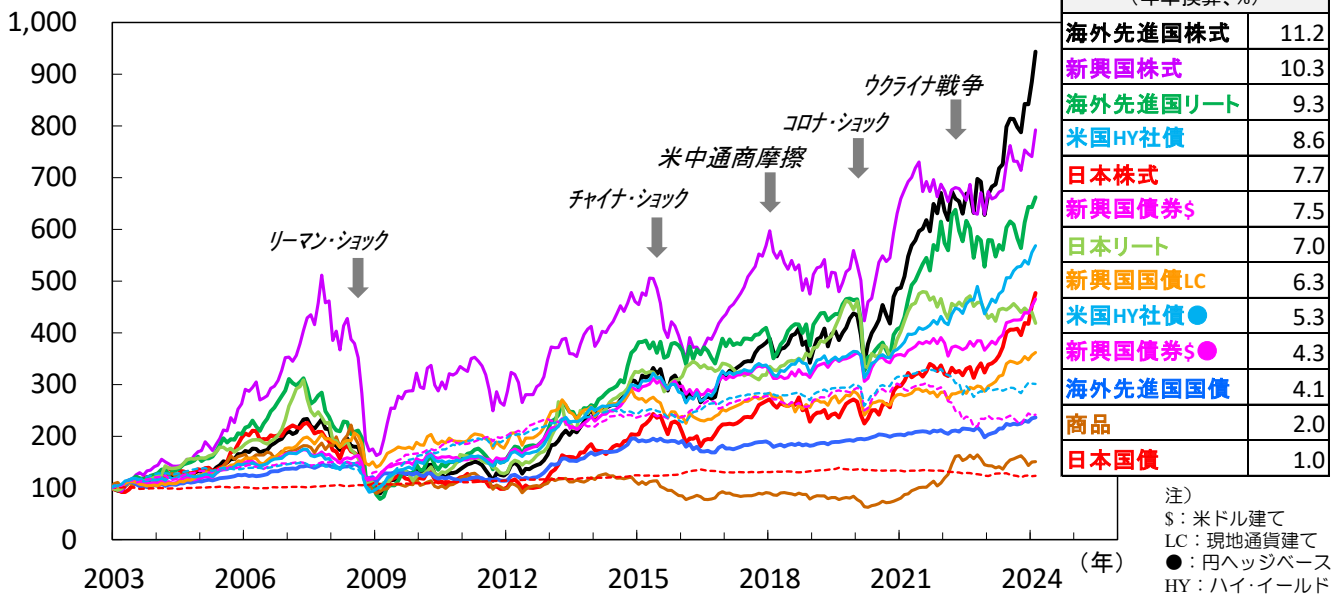


10. 投資戦略：政策転換による価格変動リスクに備えを

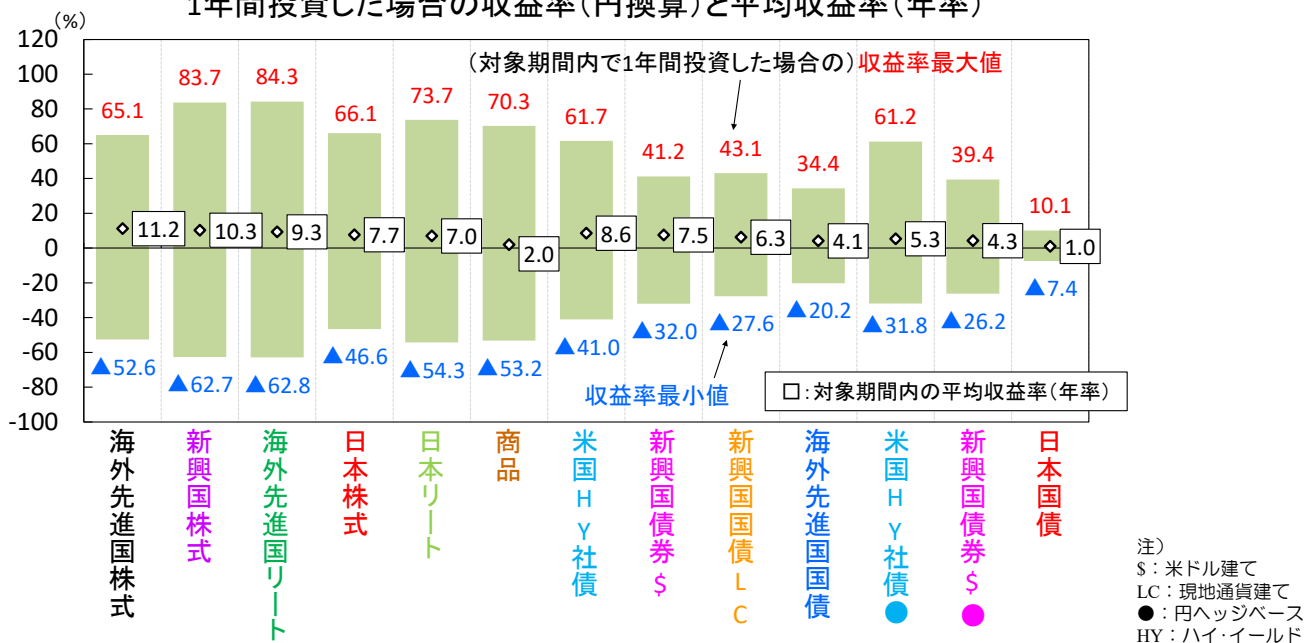
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

● 2023年はリスク選好相場を堅持

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2024年2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年はチャイナ・ショックでリスク回避、2017年は米トランプ減税と中国景気回復が鮮明化しリスク選好一色でしたが、2018年は米中貿易摩擦や米利上げ継続懸念で再びリスク回避となりました。
- ◆ 2019年、米欧金融緩和などからリスク選好優勢だった相場は、2020年春のコロナ・ショックで一変。2021年はリスク選好へ復帰も、2022年は米金融引き締めで再びリスク資産は軟調となり、2023年後半からは米利上げ終了を経て、利下げ観測からリスク選好復活と目まぐるしく変動しています。

● 2023年後半から米利下げ期待を背景に株高の動きが顕著に

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)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	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	円安米ドル高
1	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 34.1	日本株式 14.4
2	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 29.0	海外先進国株式 12.1
3	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	米国HY社債 22.0	米国HY社債 6.7
4	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	海外先進国リート 21.9	新興国債券\$ 6.3
5	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	新興国国債LC 21.2	新興国株式 6.3
6	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\$ 19.5	商品 5.2
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	新興国株式 18.6	新興国国債LC 4.1
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 15.1	海外先進国国債 3.8
9	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	米国HY社債● 6.7	海外先進国リート 2.9
10	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	新興国債券\$● 4.6	日本国債 ▲ 0.5
11	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	日本国債 0.5	米国HY社債● ▲ 0.6
12	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	日本リート ▲ 0.5	新興国債券\$● ▲ 1.1
13	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	商品 ▲ 0.9	日本リート ▲ 5.0

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)。2024年は同年2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。
- ◆ 米国では2023年以降インフレ鈍化傾向が続く一方、景気は底堅く推移しています。2024年は利下げで金融相場再来の期待も高まるなか、景気再過熱なら金融引き締めリスクもくすぶります。

● 2024年は2023年のトレンド続くか

米国株式(S&P500) 期間別リターン(業種・スタイル別、%)

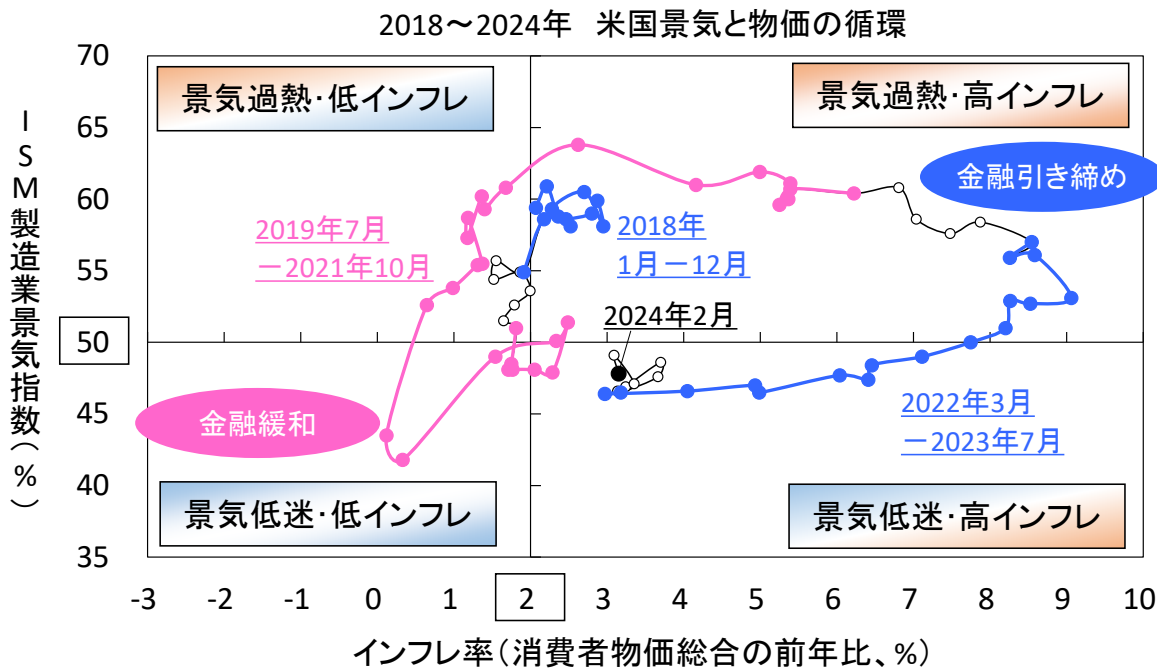
2020年		2021年		2022年		2023年		2024年1-2月	
IT	43.9	エネルギー	54.6	エネルギー	65.7	IT	57.8	通信サービス	11.0
グロース株	33.5	不動産	46.2	公益	1.6	通信サービス	55.8	IT	10.5
一般消費財・サービス	33.3	金融	35.0	生活必需品	▲0.6	一般消費財・サービス	42.4	グロース株	10.4
通信サービス	23.6	IT	34.5	ヘルスケア	▲2.0	大型株	32.9	大型株	8.2
大型株	21.5	グロース株	32.0	パリュウ株	▲5.2	グロース株	30.0	金融	7.3
素材	20.7	大型株	29.4	鉱工業	▲5.5	総合	26.3	総合	7.1
総合	18.4	総合	28.7	安定増配株	▲6.2	パリュウ株	22.2	ヘルスケア	6.3
ヘルスケア	13.4	素材	27.3	金融	▲10.5	鉱工業	18.1	鉱工業	6.3
小型株	11.3	小型株	26.8	素材	▲12.3	小型株	16.1	一般消費財・サービス	4.9
鉱工業	11.1	ヘルスケア	26.1	小型株	▲16.1	素材	12.5	生活必需品	3.9
生活必需品	10.7	安定増配株	26.0	総合	▲18.1	不動産	12.3	パリュウ株	3.4
安定増配株	8.7	パリュウ株	24.9	大型株	▲20.9	金融	12.1	エネルギー	2.8
パリュウ株	1.4	一般消費財・サービス	24.4	不動産	▲26.1	安定増配株	8.4	素材	2.3
公益	0.5	通信サービス	21.6	IT	▲28.2	ヘルスケア	2.1	安定増配株	2.3
金融	▲1.7	鉱工業	21.1	グロース株	▲29.4	生活必需品	0.5	小型株	▲0.8
不動産	▲2.2	生活必需品	18.6	一般消費財・サービス	▲37.0	エネルギー	▲1.3	公益	▲1.9
エネルギー	▲33.7	公益	17.7	通信サービス	▲39.9	公益	▲7.1	不動産	▲2.4

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、パリュウ株: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

● 2024年は米利下げが見込まれるも、景気次第では再びの金融引き締めリスクか



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~2024年2月。

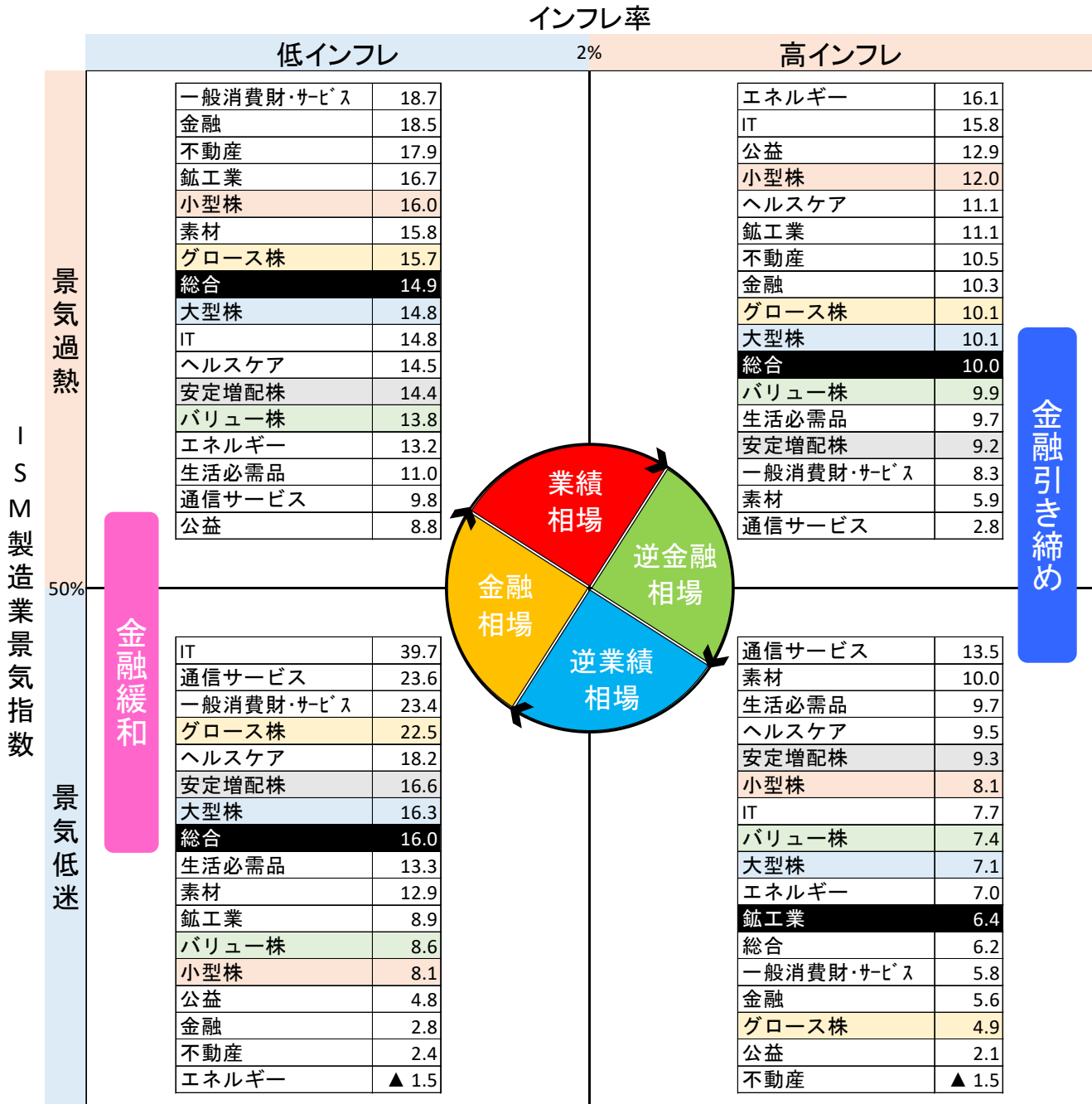
出所) 米ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年の理想シナリオは、金融緩和再開で景気軟着陸

- ◆ 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。
- ◆ 景気悪化が目立ち業績不安が意識されやすくなればディフェンシブ系が優位に、(左下)インフレ収束で利下げ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。

● 金融引き締めから緩和へ、景気の軟着陸が実現するかがポイント

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～2024年2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。

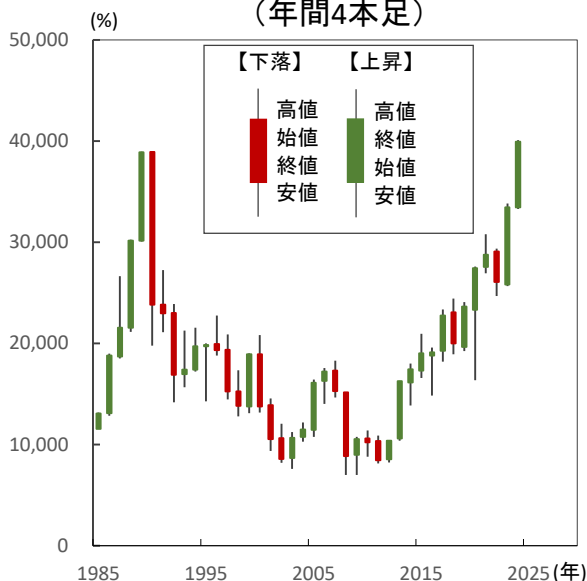
出所) 米ISM、米労働省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

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。日経平均株価は2024年2月22日、1989年の大納会でつけた史上最高値(3万8,915円)を更新しました。その後一時4万円台に突入し、高値を維持しています。
- ◆ 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、先進国で脱中国依存がテーマ化するなか、地政学的な日本の重要性が再認識され始めた点などが挙げられます。

● 日経平均は34年ぶりに最高値を更新も、バブル期に比べ割高感は乏しい

日本 日経平均株価
(年間4本足)



注) 2024年は3月5日までの値。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 バブル期と現在の比較

	1989年12月	2024年2月
時価総額(兆円)	547	940
会社数	1,161	1,360
PER(倍)	70.6	22.4
PBR(倍)	5.4	1.9
一株当たり 当期純利益(円)	27	139
一株当たり純資産(円)	352	1,615
ドル円(円)	143.80	149.98

注) 1989年は市場一部、2024年はプライム市場を対象に集計。PER、PBR、当期純利益、純資産のデータは全て単体単純平均による。ドル円は1989年12月29日と2024年2月29日を比較。

出所) 東京証券取引所より三菱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

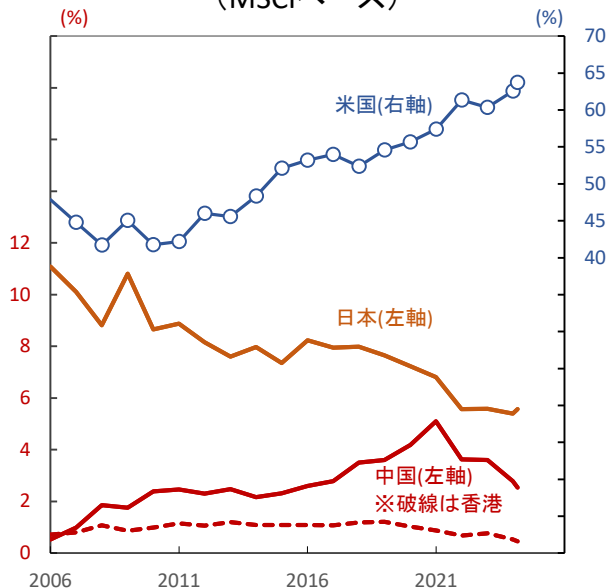
日本 日経平均株価とTOPIX
(米ドル換算)



注) TOPIXの指数化は三菱UFJアセットマネジメント。月次ベースで算出、直近値は2024年2月。

出所) bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界株式時価総額に占める国別比率
(MSCIベース)



注) MSCI ACWIに占める割合。年次ベースで算出、2024年は3月5日。

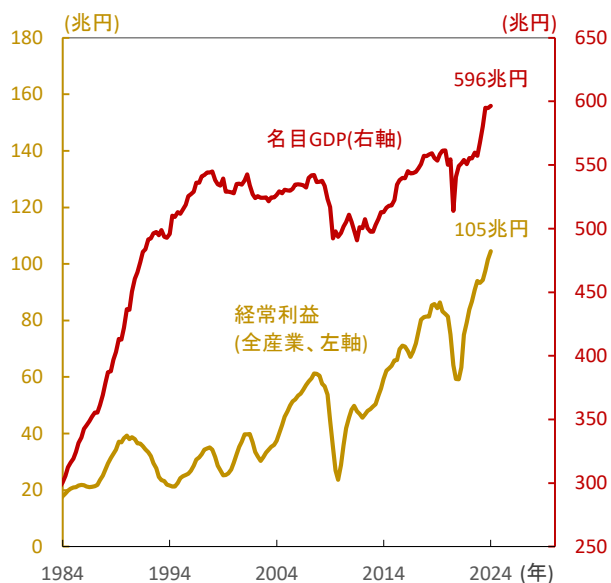
出所) MSCI、bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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しつつあります。
- ◆ 株価堅調の背景の一つとして、海外投資家からの資金流入も増加し、変革への期待は高まっています。政治や国内企業が高成長に向け積極姿勢に転換できるかが株高持続の鍵を握っています。

● 名目GDPは過去最高水準に増加、デフレ脱却宣言となるか注目

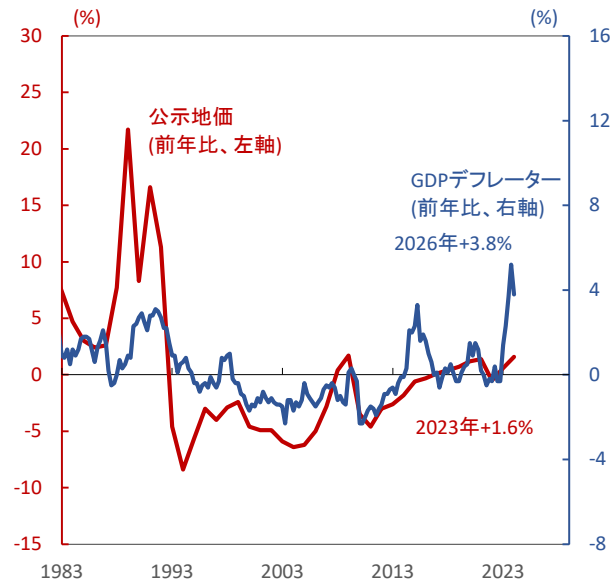
日本 名目GDPと経常利益



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10-12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

日本 GDPデフレーターと公示地価

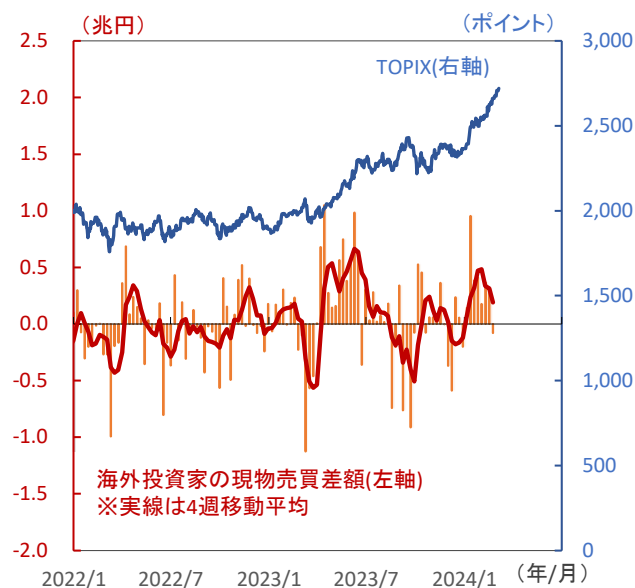


注) 直近値は公示地価が2023年1月1日、
GDPデフレーターが2023年10-12月期。

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

● 永遠の割安株から脱皮できるか、経営改革の本気度が問われる国内企業

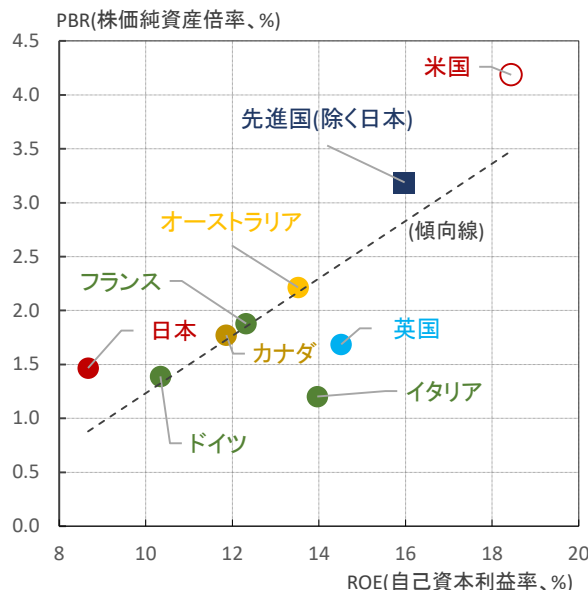
TOPIXと海外投資家の現物売買差額



注) 直近値はTOPIXが2024年2月22日、海外投資家の現物売買差額が
2024年2月第三週(2月23日)。

出所) 東京証券取引所、Bloombergより当社経済調査室作成

主要先進国のPBRとROE
(MSCIベース)



注) MSCIベース (12カ月先予想) のBloomberg集計値。
先進国(除く日本)はMSCI KOKUSAI。値は2024年2月末。

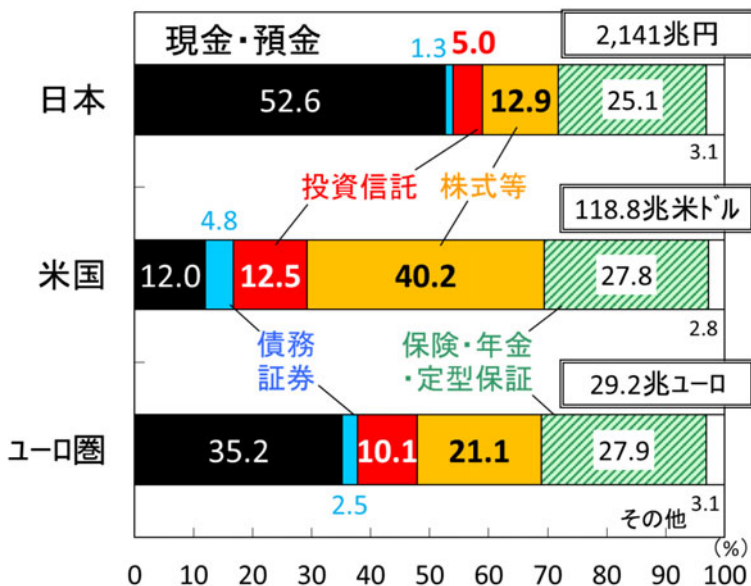
出所) MSCI、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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いえます。
- ◆ 日本の賃金所得の伸びは先進国比で低く、現預金偏重のままでは効率的な資産形成は望みにくい環境です。若年層においても時間を味方に、少額からでも資産運用の必要性が高まっています。

● 現預金中心の資産構成が資産収益率低迷の主因

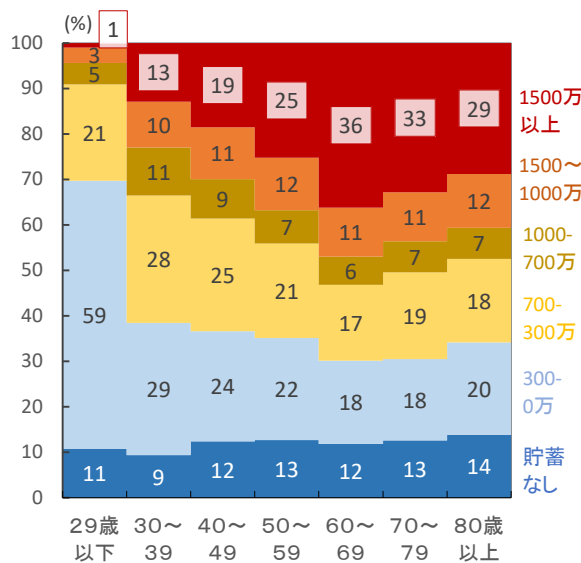
日米欧 家計金融資産構成



注) 囲みは総額。
日本と米国が2023年12月末(ユーロ圏が同年9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 世代別の平均貯蓄額

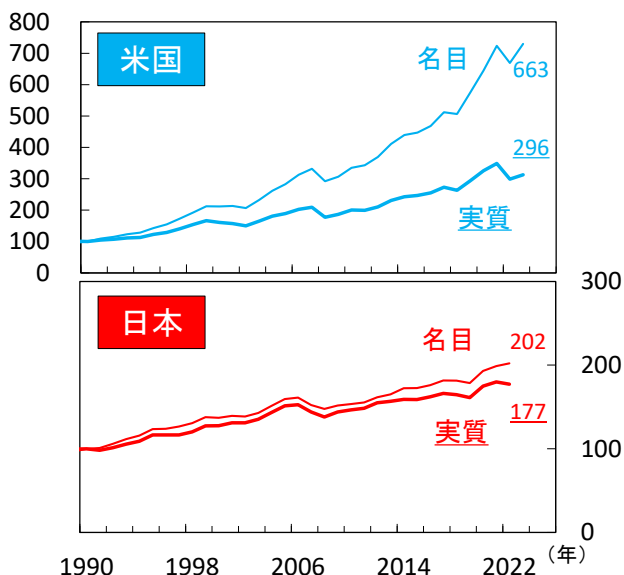


注) 貯蓄額不明や無回答を除いた割合を算出。世帯主の年齢を10歳階級別にしたもの。調査は2022年。

出所) 厚生労働省「国民生活基礎調査」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？

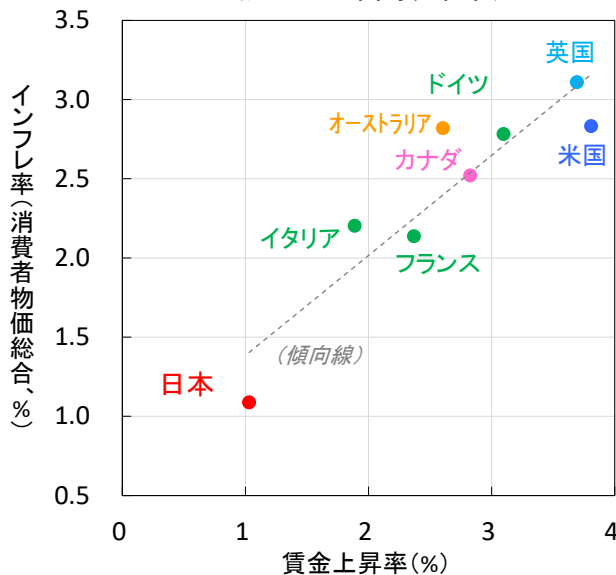
米国・日本 家計金融資産残高 (名目・実質、1990年=100)



注) 日本は年度。消費者物価総合で実質化。直近値は米国が2023年、日本が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 (2023年11月)に基づく。2024年の対2014年比(年率換算)。推計値を含む。

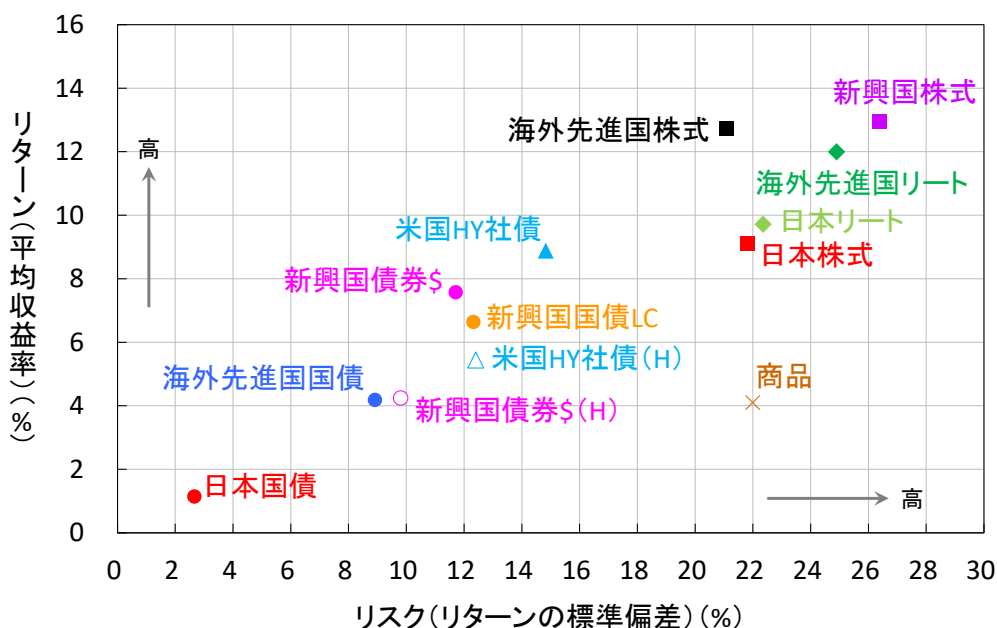
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

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



新興国債券\$	0.65
海外先進国株式	0.60
米国HY社債	0.60
新興国国債LC	0.54
新興国株式	0.49
海外先進国リート	0.48
海外先進国国債	0.47
米国HY社債(H)	0.44
日本リート	0.43
新興国債券\$(H)	0.43
日本国債	0.43
日本株式	0.42
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）

	ウエイト(%)							(%)			
	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					4.4	0.66
② 株式・国債均等型	25	25		35	15					6.5	0.58
③ 内外株式・国債均等型	25	25		25	25					6.8	0.57
④ 債券分散型				50	30	10			10	3.5	0.70
⑤ 株式・リート分散型	20	20	20				20	20		11.3	0.55

参考)
GPIF基本ポートフォリオ

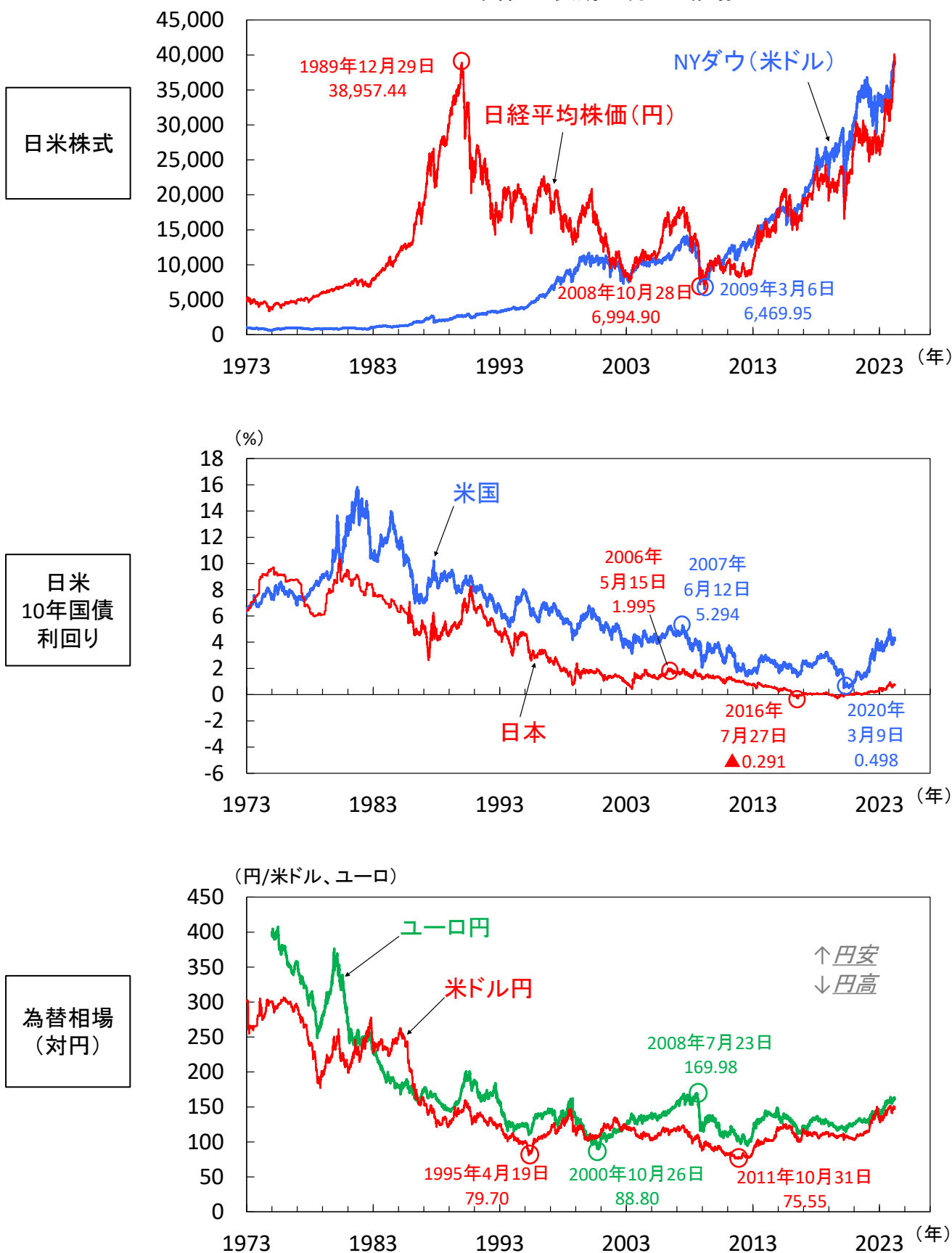
	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券	短期資産
2013年6月～	12	12	60	11	5
2014年10月～	25	25	35	15	-
2020年4月～	25	25	25	25	-

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～2024年2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。

世界経済
注目点
日本経済
米国経済
欧州経済
豪州経済
中国経済
新興国
為替相場
投資戦略

【ご参考】 金融市場の動向

日米株式・長期金利と円相場



注) すべて日次データ (日本10年国債利回りのみ1985年9月30日以降)。
1999年以前のユーロ円はECU (ヨーロッパ通貨単位、データはBloomberg集計で1975年1月2日以降) を用いて接続。
凡例は株式・為替相場がザラ場、10年国債利回りが終値ベース (Refinitiv集計)。直近値はすべて2024年3月18日。

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

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。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:2024年3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 USAに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。S&P先進国REIT指数(除く日本)、S&P米国REIT指数、S&P日本REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス(S&P DJI)の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJ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写、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2024 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

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の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。

VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。

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

FTSE[®]は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limited(以下「FTSE」)が使用します。NAREIT[®]はNational Association of Real Estate Investment Trusts(以下「NAREIT」)が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行ってならず、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/>