

グローバル時代の投資戦略

世界経済の軟着陸は可能か

三菱UFJアセットマネジメント

# Introduction

## I. 海外先進国は景気軟着陸を目指し、本格的な利下げサイクルへ

世界的にインフレ収束が鮮明になり、主要国中央銀行（以下中銀）は利下げに動き始めました。2024年6月にカナダとユーロ圏、8月に英国とニュージーランド、9月に米国が利下げを開始、海外先進国は本格的な利下げサイクルに移行しています。背景には労働市場軟化の兆しを受け、早めの利下げで景気失速を避けようという中銀の強い意思が感じられます。

主要国はサービス業つまり消費主導の緩やかな景気回復基調にあるなか、景気予防的な利下げで、今後もインフレ安定を保ちつつ景気回復が続くとの期待は根強くあります。ただし、楽観は禁物です。直近8月のインフレ率（消費者物価の前年比）は、総合ベースで米国+2.5%、ユーロ圏+2.2%、英国+2.2%と目標とする2%に接近も、うちサービスに限れば米国+4.8%、ユーロ圏+4.1%、英国+4.6%と高めの水準で下げ渋る様子が確認できます。サービスインフレへの警戒もあり、8月の英中銀利下げは賛成5・反対4と僅差で決定、9月米FOMC（連邦公開市場委員会）での0.5%利下げ決定も反対1（0.25%主張）と、当局内でも意見の相違が見られます。労働市場が減速したとはいえまだ健全で、消費の足腰が強いがゆえ、早すぎる利下げが景気再過熱を招き、インフレを再燃させるリスクは絶えず意識しておく必要があります。

## II. 当面の焦点は、米国の景気軟着陸と中国の景気持ち直し

2024年秋口までの株式市場は、米国中心に高値圏を維持しましたが、今後は市場の想定通り、主要国の同時利下げ転換が、世界経済の軟着陸をもたらすかが焦点です。市場では今後の経済データをにらみつつ、消費主導の景気回復の持続性を探る展開が続くと想定されます。

足元の世界経済が米国頼みである以上、やはり焦点は米景気の持続力です。利下げが、金利敏感な設備投資や住宅市場の底上げにつながるかが注目です。株式市場では、11月大統領選挙前後の内政混乱リスクに加え、反トラスト法（独占禁止法）訴訟などで巨大IT企業への風当たりが強まるなか、これまで同企業の好業績を支えたAIブームに疑念が生じる場合は要注意です。もう一つの焦点は中国です。7月の共産党三中全会（中長期的な経済政策方針を決定）後に具体的な景気支援策が提示されず内需低迷が続いたため、9月にたまらず幅広い金融緩和措置と不動産市場支援策を発表しました。とはいえ、長期の不動産不況で家計・企業活動が保守化しデフレ懸念が浮上、また国内統制強化や米欧との政治・通商摩擦を嫌気し海外投資マネーの流入が細るなど、中長期的な潜在成長力低下への不安が絶えず意識されるなか、今年の政府目標5%成長達成に向け、思い切った需要喚起策が打たれるかが注目です。

## III. 不透明感の渦巻く投資環境下、個人の資産形成は長期目線で冷静に

2022年のウクライナ戦争、2023年のイスラエル・ガザ戦争は今なお継続、好転の兆しは全く見られません。国際情勢が混迷の度合いを増すなか、世界の選挙イヤーと言われた2024年、主要国政治は大きく揺れています。6月欧州議会選挙では極右勢力が台頭、7月にはフランスと英国の総選挙で与党が敗北し政権交代が起きました。9月には日本で自民党総裁選を経て首相が交代、11月の米国大統領選挙は大接戦のまま投票日を迎えることになりそうです。

人権などの価値観、国際紛争や移民・難民への対処、経済安全保障などを巡り、G7やG20といった世界の指導的立場であるべき国が、内政に気を取られるなか、米欧の西側陣営と中露など反米陣営の対立を軸に、世界の分断も深まっています。本来、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、地球規模の課題が棚上げされる懸念もあります。

当面の金融市場は、金融政策の転換期を迎え、米大統領選挙後に国際関係が大きく変わる可能性など不透明要因が渦巻くなか、ボラティリティの高い環境を覚悟する必要があります。経済指標の一時的なブレや突発的な悪いニュースに一喜一憂することなく、絶えず中長期目線で成長性のある国や企業を冷静に選別し、地道に資産形成していく姿勢が求められます。

# Contents

## 1. 世界経済

利下げ転換で景気軟着陸へ

P3 – 10

## 2. 注目点

くすぶる火種

P11 – 16

## 3. 日本経済

GDP成長率は回復、日銀は利上げを継続できるか

P17 – 22

## 4. 米国経済

利下げ開始で景気軟着陸へ

P23 – 32

## 5. 欧州経済

景気回復の息切れに懸念

P33 – 36

## 6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀は引き締めのな政策を継続

P37 – 38

## 7. 中国経済

内需が低迷し景気は失速

P39 – 42

## 8. 新興国

景気と物価の安定に向けて難しい舵取り

P43 – 50

## 9. 為替相場

急速な円安は一巡

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：利下げ転換で景気軟着陸へ

- ◆ 世界経済は2020年春のコロナ・ショックに伴う記録的な景気後退から立ち直り、2021年にかけて経済が正常化に向かいました。2022年のウクライナ戦争発生で世界的なインフレに拍車がかかりましたが、各国が急速な金融引き締めを進めた結果、景気は減速もインフレの沈静化に成功しました。
- ◆ 2023年後半には米欧諸国の利上げが一巡、2024年に入り、景気面では米国の安定が続くなか、米欧の利下げ転換を背景に、2025年に向けた世界経済軟着陸シナリオの確度が増えています。

## ● 2025年に向け、世界経済は底堅さを増す流れに

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	▲2.7	6.5	3.5	3.3	3.0	3.2	中国	2.2	8.4	3.0	5.2	4.6	4.2
米国	▲2.2	5.8	1.9	2.5	2.4	1.6	インド	▲5.8	9.7	7.0	8.2	7.0	6.5
ユーロ圏	▲6.1	6.2	3.3	0.4	0.7	1.4	インドネシア	▲2.1	3.7	5.3	5.0	5.1	5.2
日本	▲4.2	2.7	1.2	1.7	0.0	1.3	ブラジル	▲3.3	4.8	3.0	2.9	1.4	2.0
英国	▲10.4	8.7	4.3	0.1	1.0	1.4	メキシコ	▲8.4	6.0	3.7	3.2	1.8	2.2
オーストラリア	▲2.1	5.5	3.9	2.0	1.2	2.2	ロシア	▲2.7	5.9	▲1.2	3.6	3.5	1.8
							トルコ	1.9	11.4	5.5	5.1	3.0	3.2
							南アフリカ	▲6.4	5.3	1.8	0.7	0.9	2.0

注) 値は2020～2023年が実績、予測(2024～2025年)は三菱UFJアセットマネジメント(2024年9月24日時点)。

出所) 各国省庁・統計局、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 利下げ転換に伴う長期金利低下を好感し、株式市場は強気を維持

2019-2024年 米国株式・金利



注) 直近値はすべて2024年9月20日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 米国主導、サービス業主導の景気回復が続く

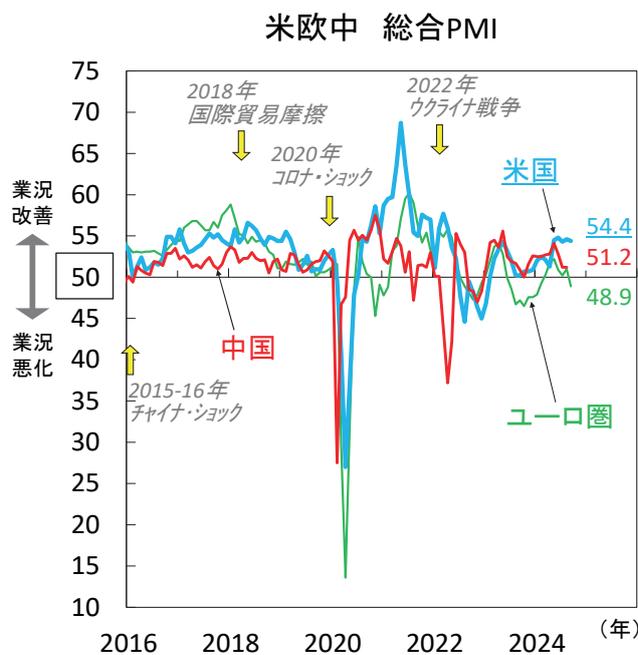
- ◆ 2021年に入り、各国で新型コロナ感染が収束し、経済活動制限が緩和され、業況改善の流れが製造業からサービス業へ広がりました。ただし、世界的な供給不足やウクライナ戦争発生で資源高に拍車がかかり、2022年に入りコスト高に直面した企業部門は、製造業中心に減速感を強めました。
- ◆ 2023年以降はインフレが鈍化、米国を中心にサービス業主導で世界経済は回復基調を保っています。他方、国別では欧州や中国の低迷が続くなか、業種別では製造業が苦境にあえいでいます。

## ● 製造業の低迷が続くなか、サービス業が景気全体を支える構図は不変



注) 直近値は2024年8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



注) 直近値は2024年9月速報。

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

## ● 景気の安定回復が続く米国、一方で欧州や中国の持ち直しが待たれる

### 主要国 製造業・サービス業PMI

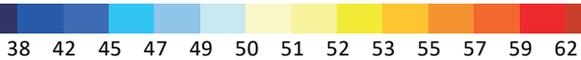
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
製造業	日本	Blue															
	米国	Blue															
	ドイツ	Blue															
	フランス	Blue															
	イタリア	Blue															
	英国	Blue															
	オーストラリア	Blue															
	中国	Blue															
	インド	Blue															
	ブラジル	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															
	米国	Blue															
	ドイツ	Blue															
	フランス	Blue															
	イタリア	Blue															
	英国	Blue															
	オーストラリア	Blue															
	中国	Blue															
	インド	Blue															
	ブラジル	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9月

(イタリア・中国・ブラジル・ロシアは同年8月)。

表内の色  
数値範囲



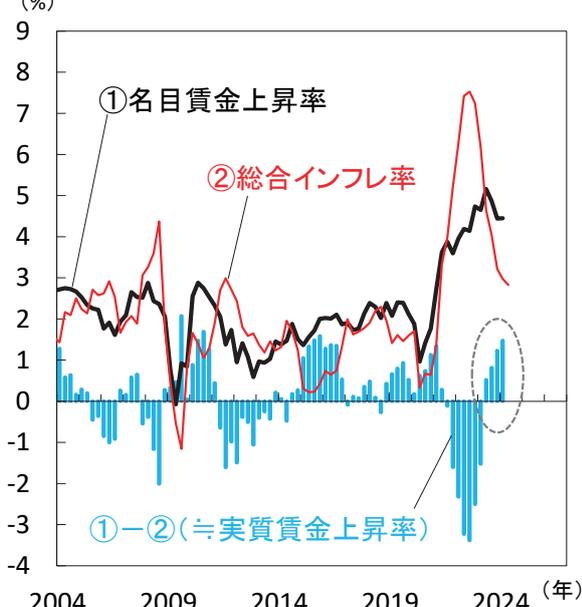
出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

## インフレはひとまず沈静化

- ◆ 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。
- ◆ 2023年のイスラエル戦争発生後も世界の供給網は比較的落ち着いており、財物価へのの上昇圧力は限定的です。他方、サービス価格はウエイトの大きい家賃など居住費の高止まりが要注意です。

### ● インフレ沈静化で家計の購買力が改善、ただしサービス分野のインフレは根強い

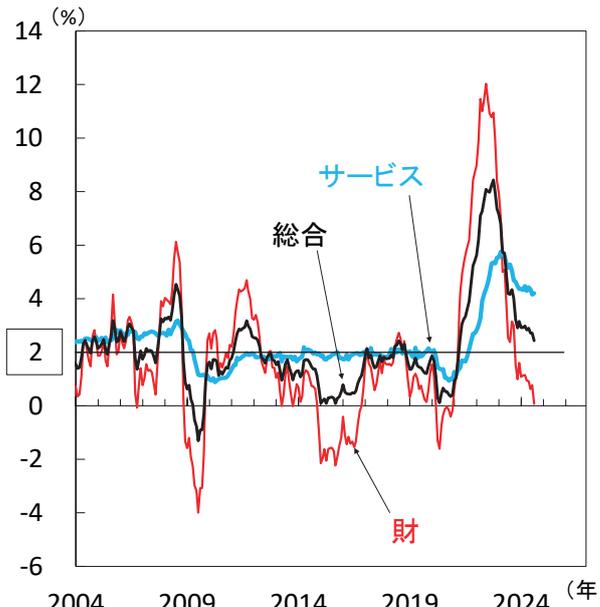
G7 賃金上昇率とインフレ率



注) 名目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2024年1-3月期（総合インフレ率は同年4-6月期）。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

主要先進国 消費者物価(項目別、前年比)

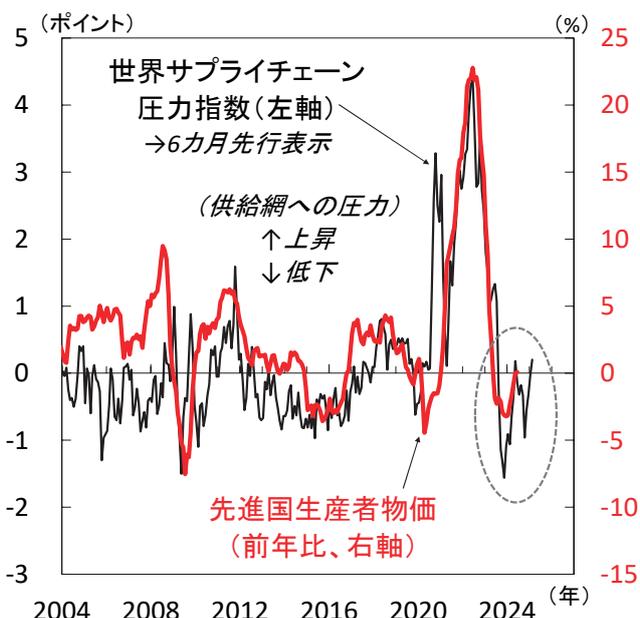


注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国消費者物価を期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は2024年8月。

出所) 各国統計局、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 供給制約発のインフレ圧力は限定的、他方、住宅市場発のインフレ圧力は残存

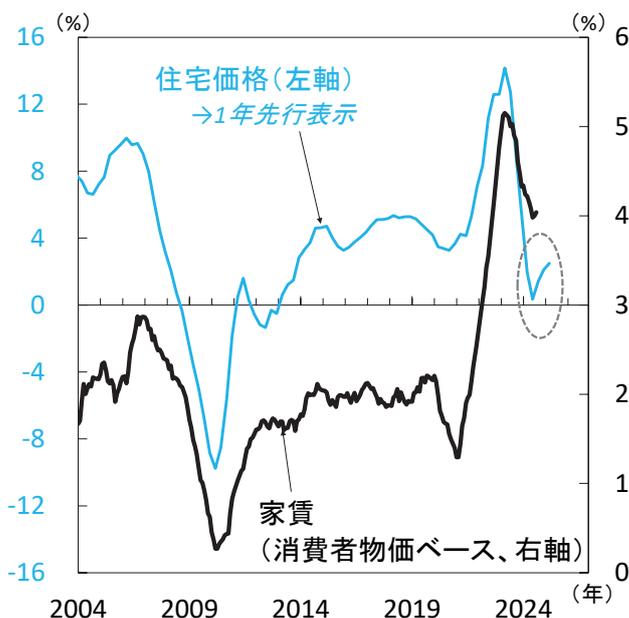
主要先進国生産者物価とサプライチェーン環境



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国生産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7月。

出所) 各国統計局、IMF（国際通貨基金）、ニューヨーク連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

主要先進国 住宅価格と家賃(前年比)



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2024年1-3月期、家賃が2024年8月。

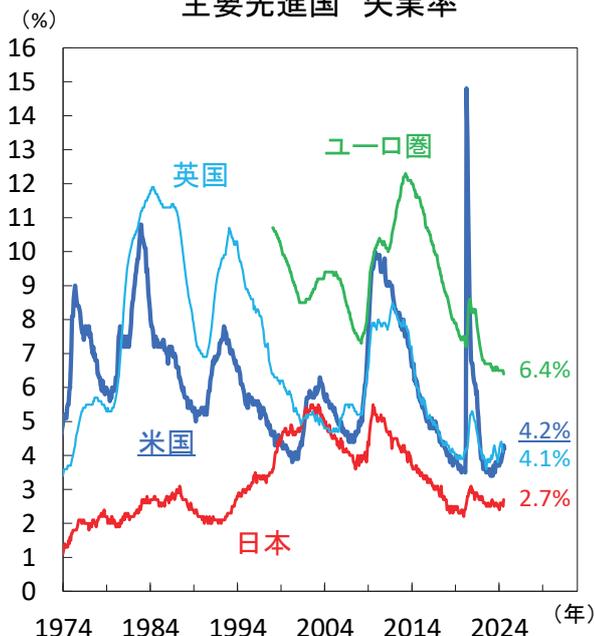
出所) BIS（国際決済銀行）、各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 労働需給のひっ迫感はある程度和らいだ模様

- ◆ インフレが根強い背景には、賃金上昇圧力の高止まりもあります。各国で依然低水準の失業率や高めの求人率が示すように、労働需給ひっ迫感が残っています。また、米国の例に見られるように、労働参加率がコロナ・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。
- ◆ 長引く物価高に労働者の不満が高まり、一時は賃上げ要求のストライキが頻発する場面も見られました。安定した労働力確保の観点からは、各国内政で争点化する移民政策の行方も重要です。

### ● 労働市場のひっ迫感は和らぐも、完全に解消するまではあと一歩か

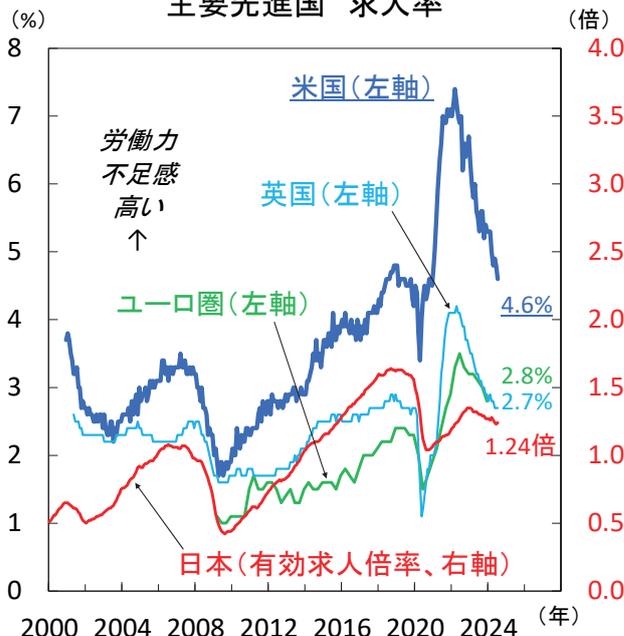
#### 主要先進国 失業率



注) 直近値は米国が2024年8月、ユーロ圏・日本が同年7月、英国が同年6月。

出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 主要先進国 求人率

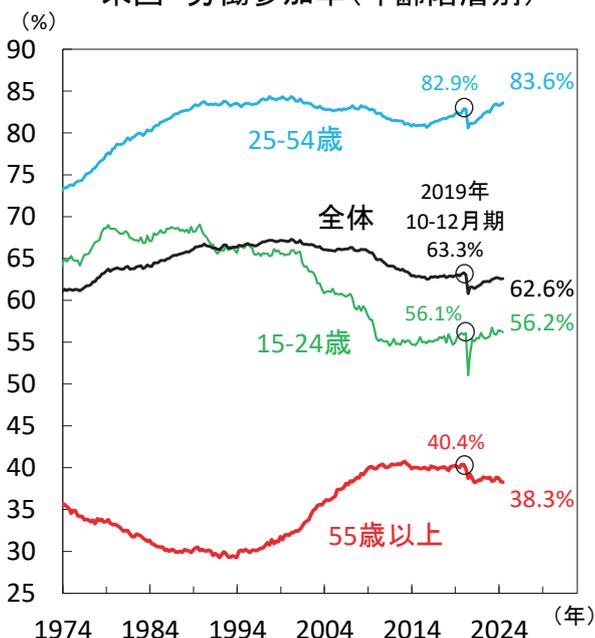


注) 求人率=求人件数÷(雇用者数+求人件数)。日本のみ有効求人倍率。直近値は2024年7月(ユーロ圏のみ2023年10-12月期)。

出所) 各国統計局より三菱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政策が重要な課題に

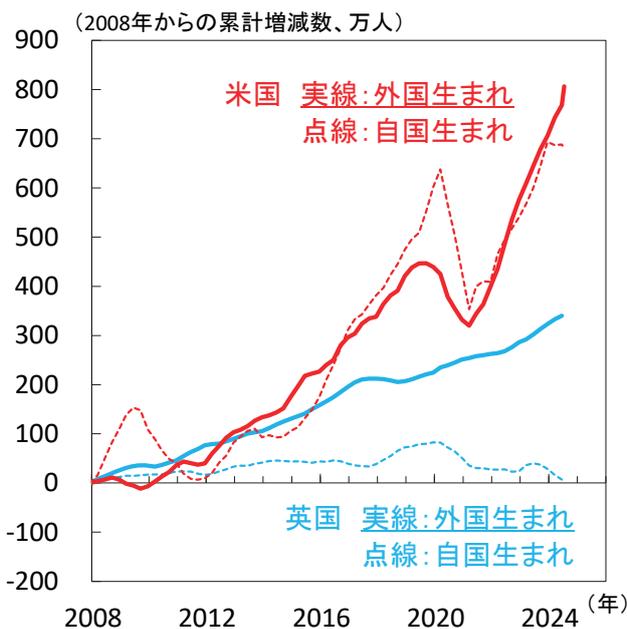
#### 米国 労働参加率(年齢階層別)



注) 労働参加率=労働力人口(=就業者+失業者)÷生産年齢人口。○はコロナ・ショック直前の2019年高値。直近値は2024年4-6月期。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国・英国 労働力人口(出生地別)



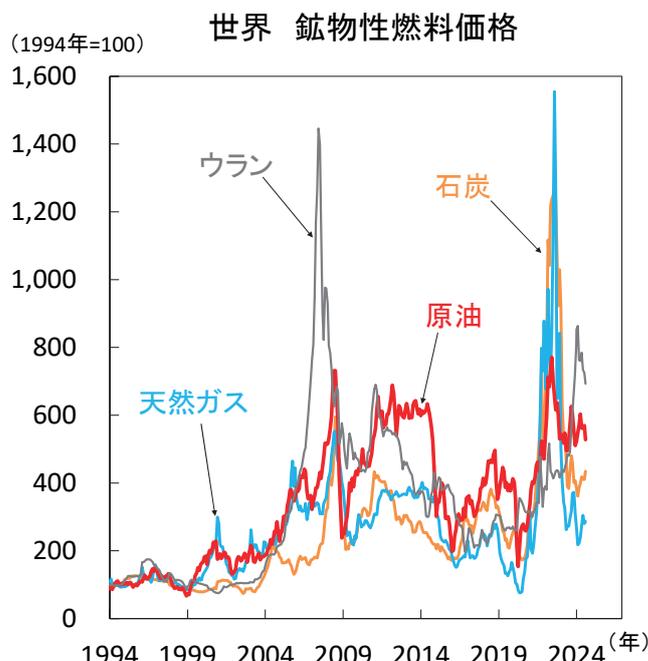
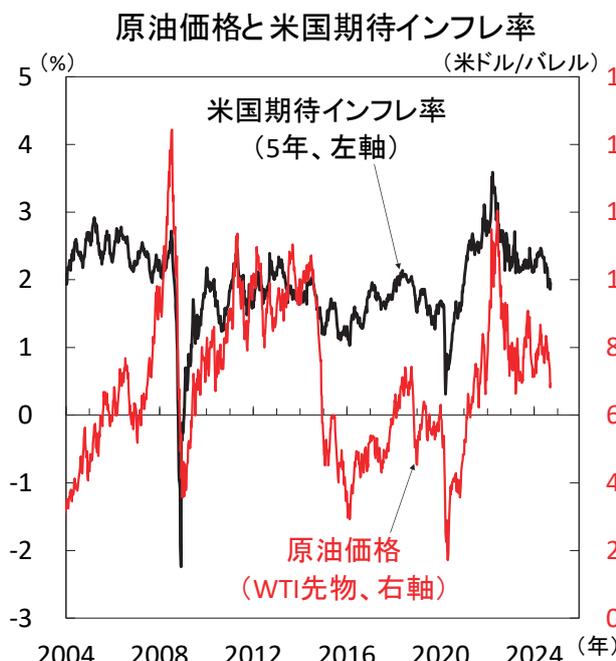
注) 対象は16歳以上、値は4四半期移動平均ベース。直近値は英国が2024年4-6月期、米国が同年7-9月期(四半期)。

出所) 米労働省、英国立統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

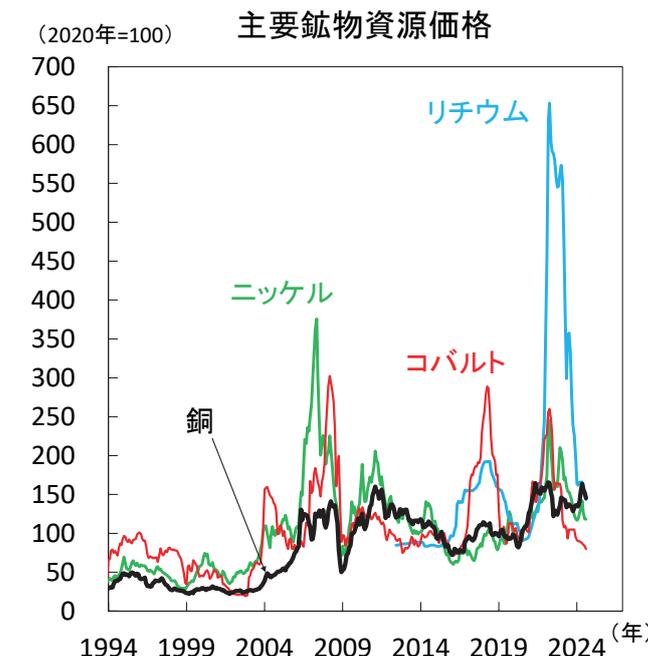
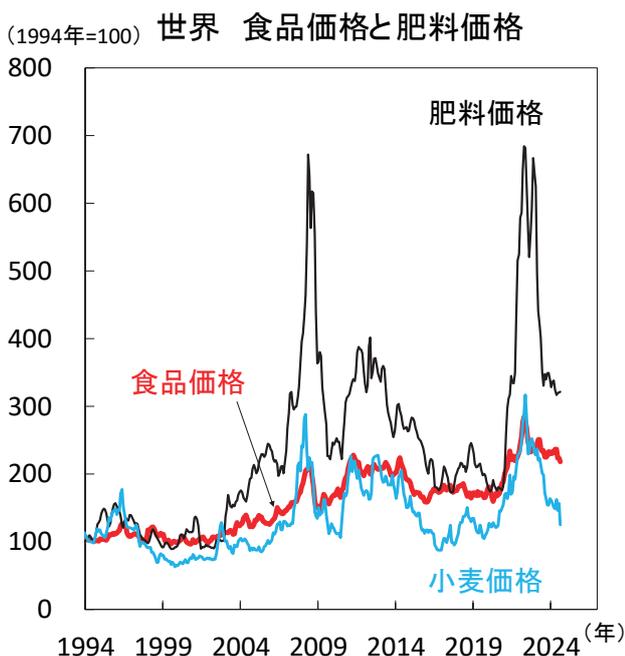
## 資源価格は落ち着き取り戻すも先行きは不透明

- ◆ ウクライナやイスラエルでの戦争発生後のエネルギー価格上昇リスク（ロシアや中東地域からの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識）は一巡も、情勢に好転の兆しが見られず先行きは不透明です。
- ◆ 他方、穀物など食品市場では、地政学問題やエネルギー価格変動、地球温暖化に伴う価格不安定化リスクに注意を払う必要があります。また中長期的には、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市場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エネルギー価格の下落



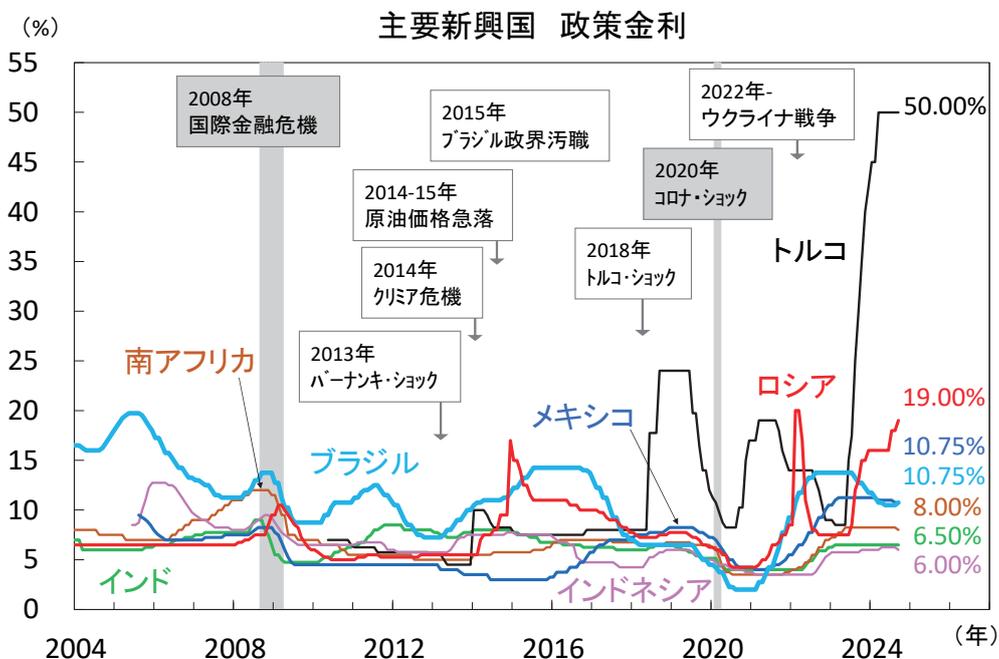
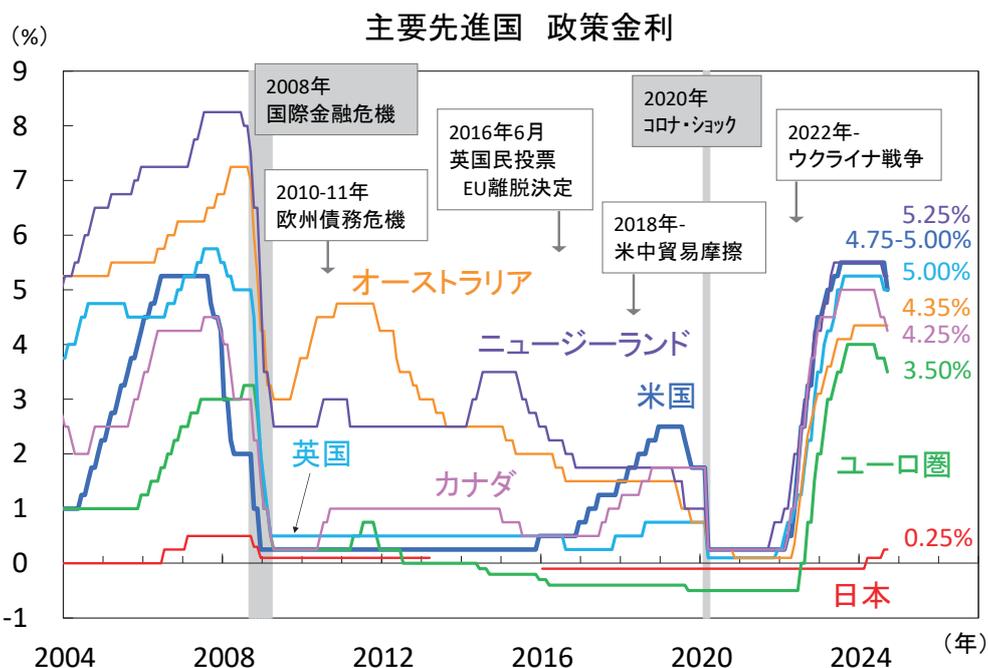
### ● 気候変動による食品価格動向や、脱炭素を背景とした工業資源価格動向に注意



## 2024年8月に英国、9月に米国が利下げを開始

- ◆ 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。
- ◆ 各国中央銀行はインフレ収束を最優先としていましたが、世界的なインフレ鈍化が鮮明になったことで、2023年後半に利上げを休止しました。2024年以降、海外先進国中銀はインフレ再燃への警戒姿勢を残しつつ、労働市場の軟化などを受け、景気失速回避に向けた利下げに動き始めました。

### ● 海外先進国はそろって利下げに方向転換



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)、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、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日物リバース・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日までが翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までが翌日物レボ入札金利のためデータ不連続)、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9月20日。

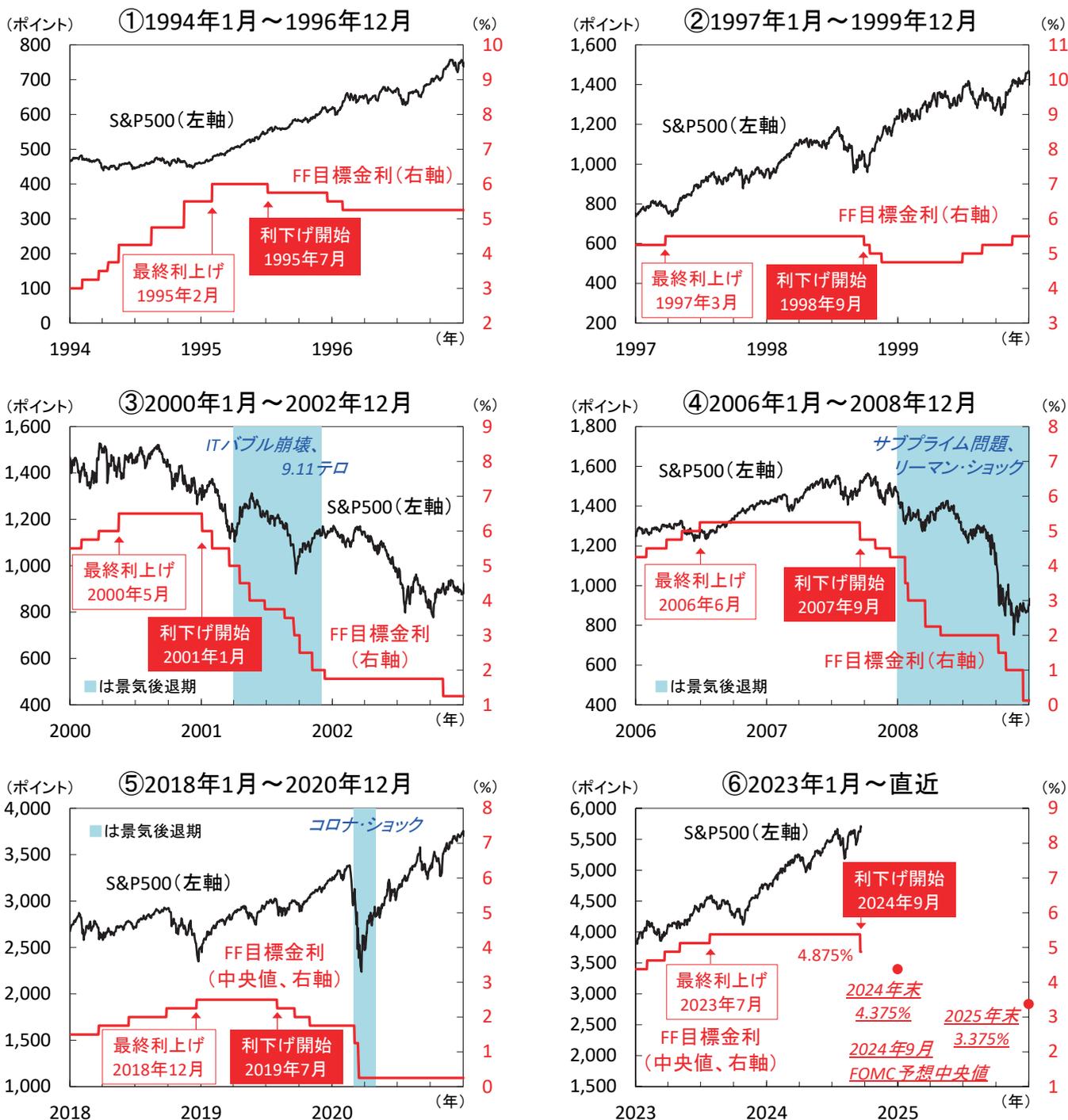
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 景気安定下の予防的利下げにとどまるかが焦点

- ◆ 当面の株式市場では、米国の利下げが焦点ですが、そのペースや幅により、市場の捉え方は変わるとみまます。過去の例を見ると、①1995～96年、②1998年、⑤2019年の局面は、景気が底堅く、利下げはあくまで予防的措置にとどまるとの見方から、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が急落しました。景気失速で、危機対応型(大幅かつ長期)の利下げになったことも、市場の不安心理を増幅させた模様です。

### ● 景気が底堅く、利下げが小幅かつ一時的にとどまれば株式市場の追い風に

#### 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。  
 図⑥のFOMC(連邦公開市場委員会)予想中央値は2024年9月開催時点の値。直近値は2024年9月20日。

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

## 米国大統領選挙後を見据える世界

- ◆ 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。
- ◆ 米欧とロシアの対立が先鋭化、米中摩擦も続くなか、2024年7月に英国・フランスで政権が交代、10月には日本、2025年1月には米国で新政権が始動し、同年後半にはカナダとドイツが国政選挙を控えます。先進国が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。

### ● 米国大統領選挙後の世界は国際協調を進められるか

2024年終盤～2025年 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(豪)
2024年	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
2025年	1月 28-29日	FOMC	23-24日 日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	30日 ECB理事会	
	2月				17-18日 金融政策決定会合
	3月 18-19日 未定	FOMC(+経済見通し) パウエルFRB議長 半定期例議会証言	18-19日 日銀金融政策決定会合	6日 ECB理事会(+経済見通し)	31-1日 金融政策決定会合
	4月		30-1日 日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	17日 ECB理事会	
	5月 6-7日	FOMC			19-20日 金融政策決定会合
	6月 17-18日	FOMC(+経済見通し)	16-17日 日銀金融政策決定会合	5日 ECB理事会(+経済見通し)	
	7月 29-30日 未定	FOMC パウエルFRB議長 半定期例議会証言	30-31日 日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	24日 ECB理事会	7-8日 金融政策決定会合
	8月 未定	ジャクソンホール会合			11-12日 金融政策決定会合
	9月 16-17日	FOMC(+経済見通し)	18-19日 日銀金融政策決定会合	11日 ECB理事会(+経済見通し)	29-30日 金融政策決定会合
	10月 28-29日	FOMC	29-30日 日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	30日 ECB理事会	
	11月				3-4日 金融政策決定会合
	12月 9-10日	FOMC(+経済見通し)	18-19日 日銀金融政策決定会合	18日 ECB理事会(+経済見通し)	8-9日 金融政策決定会合

		米国	日本	欧州	その他
2024年	10月 1日	副大統領候補者討論会	1日 臨時国会召集(首相指名) 4日 新首相所信表明演説 27日 参院補欠選挙(岩手) 未定 連合が2025年春闘 未定 基本構想発表 未定 エネルギー基本計画(第7次)策定	13,27日 リトアニア総選挙 15日 EU加盟国がEUに 2025年度予算案提出 17-18日 EU首脳会議 20日 モルドバ大統領選挙、 EU加盟可否の国民投票	6-11日 ASEAN首脳会議、 東アジア首脳会議(ラオス) 22-24日 BRICS首脳会議(ロシア) 未定 中国四中全会
	11月 5日 26日	大統領・議会選挙 不倫口止め料裁判で トランプ氏へ量刑宣告	10日 衆議院選挙の可能性 (10月27日の場合も)	9日 ウクライナ戒厳令 ・総動員令期限 24日 ルーマニア総選挙(第1回)	11-22日 COP29(アゼルバイジャン) 18-19日 G20首脳会議(ブラジル) 未定 APEC首脳会議(ペルー)
	12月 17日	選挙人団の 大統領選公式投票	1日 2025年春闘方針決定 未定 2025年度予算案 未定 ・税制改正大綱閣議決定	8日 ルーマニア総選挙(第2回) 19-20日 EU首脳会議	1日 OPECプラス閣僚会合 未定 中国中央経済工作会議
2025年	1月 1日 6日 20日	連邦債務上限対応期限 選挙人投票集計結果公表 大統領・副大統領就任式	未定 通常国会召集	1日 ポーランドがEU議長国に	1日 南アフリカがG20議長国に 1日 ブラジルがBRICS議長国に 28日 中国春節
	2月			20日 アイルランド総選挙実施期限	未定 G20財務相・中銀総裁 会議(南アフリカ)
	3月 未定 未定	大統領一般教書演説 2026年度予算教書発表	未定 春闘集中回答日	未定 EU首脳会議	未定 中国全人代
	4月		未定 ラピダス北海道工場 試作ライン稼働開始		
	5月				未定 G7首脳会議(カナダ) 未定 フィリピン議会選挙
	6月			未定 EU首脳会議 未定 ポーランド大統領選挙	未定 OPECプラス閣僚級会合 未定 カナダ・トルドー政権 未定 存続合意期限
	7月		28日 参議院議員任期満了	1日 デンマークがEU議長国に	
	8月		月末 2026年度予算概算要求		未定 スリランカ議会選挙
	9月 月末	2026年度予算成立期限		未定 ノルウェー総選挙	27日 豪総選挙実施期限
	10月		21日 衆議院議員任期満了	26日 ドイツ総選挙実施期限 未定 EU首脳会議	未定 カタール議会選挙 未定 エジプト議会選挙
	11月				未定 G20首脳会議(南アフリカ) 未定 COP30(ブラジル) 未定 ASEAN首脳会議(マレーシア) 未定 APEC首脳会議(韓国) 未定 中韓首脳・議会選挙
	12月		未定 2026年度予算案 未定 ・税制改正大綱閣議決定	未定 EU首脳会議	未定 OPECプラス閣僚級会合 未定 香港立法会選挙 未定 中国中央経済工作会議

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。

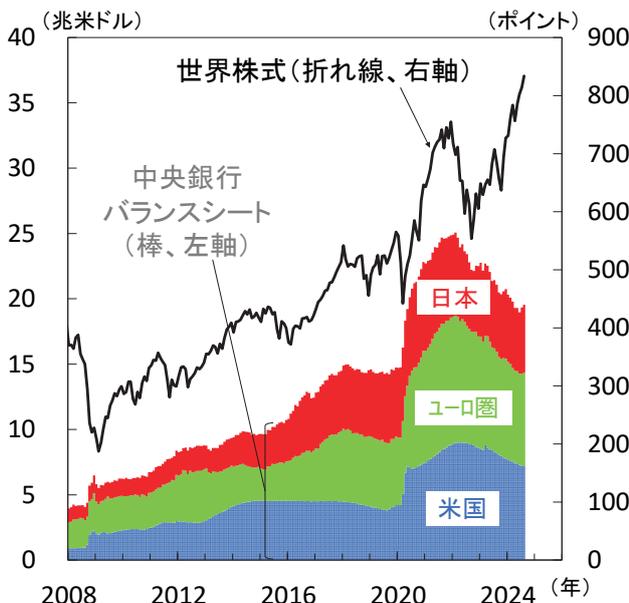
出所) 各種資料、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2. 注目点：くすぶる火種 ①政策転換：市場は冷静に対処できるか

- ◆ 米欧は利下げ転換の一方で資産圧縮が続いており、金融引き締め措置が完全に終わっていない点に留意する必要があります。また、かつて米国→ユーロ圏→日本と時間差こそあれ揃って利上げに動いた後に、米景気後退などを通じ世界的なリスク回避を招いたという事例も見られました。
- ◆ 政治・政策面では、欧州における既成与党(中道派)の退潮とポピュリズム台頭、中国は習主席独裁体制による政策不確実性上昇、コロナ・ショック後に膨張した財政の正常化リスクも要注意です。

### ● 量的金融引き締めは継続中、米欧日利上げそらい踏み後の不吉なジンクスに注意

米欧日中央銀行バランスシートと世界株式



注) 世界株式はMSCI ACWI (米ドル)。日本・ユーロ圏のバランスシートは各月末時点の為替相場で米ドル換算。直近値は2024年8月。

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

米欧日利上げと米国景気の関係

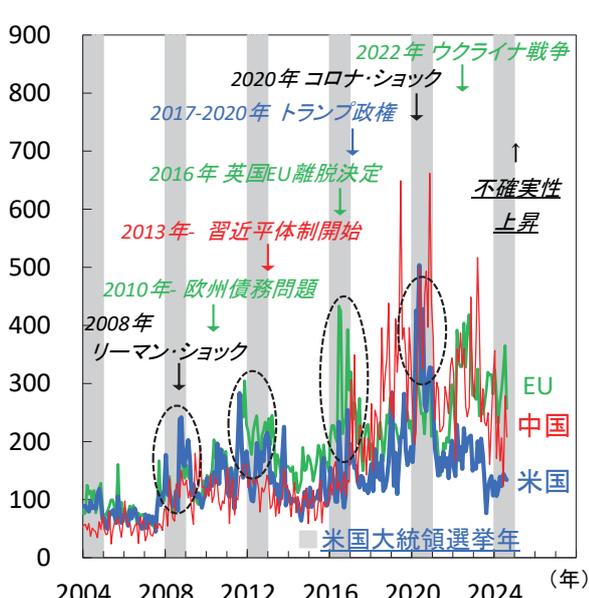
	米国	ユーロ圏	日本	米国景気
		上: 初回利上げ 中: 最終利上げ 下: 累計利上げ幅		上: 景気の山 中: 景気の谷 下: 後退期間
①	1988年3月 1989年5月 3.31%	1988年7月 1992年7月 6.25%	1989年5月 1990年8月 3.50%	1990年7月 1991年3月 8カ月
②	1994年2月 1995年2月 3.00%	利上げ なし	利上げ なし	景気後退 なし
③	1999年6月 2000年5月 1.75%	1999年11月 2000年10月 2.25%	2000年8月 2000年8月 0.25%	2001年3月 2001年11月 8カ月
④	2004年6月 2006年6月 4.25%	2005年12月 2008年7月 2.25%	2006年7月 2007年2月 0.50%	2007年12月 2009年6月 18カ月
⑤	2015年12月 2018年12月 2.25%	利上げ なし	利上げ なし	景気後退 なし
⑥	2022年3月 2023年7月 5.25%	2022年7月 2023年9月 4.50%	2024年3月 ? 0.25%	?

注) ユーロ圏の①②はドイツ基準。米国景気後退期はNBERによる。

出所) LSEG、NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 近年は中国や欧州の政策不透明感が上昇、財政引き締めへの転換リスクも注意

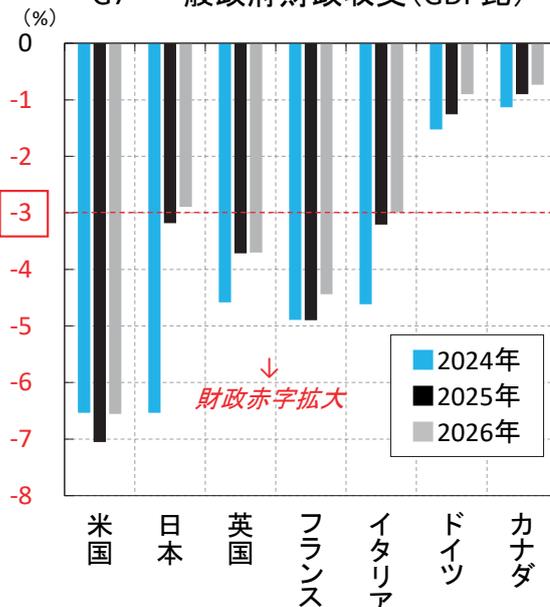
米欧中 経済政策不確実性指数



注) 主要新聞の経済政策に関する記事の数やエコノミストによる経済予想のばらつきなどから経済政策の不確実性を数値化した指数。直近値は2024年8月。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

G7 一般政府財政収支(GDP比)



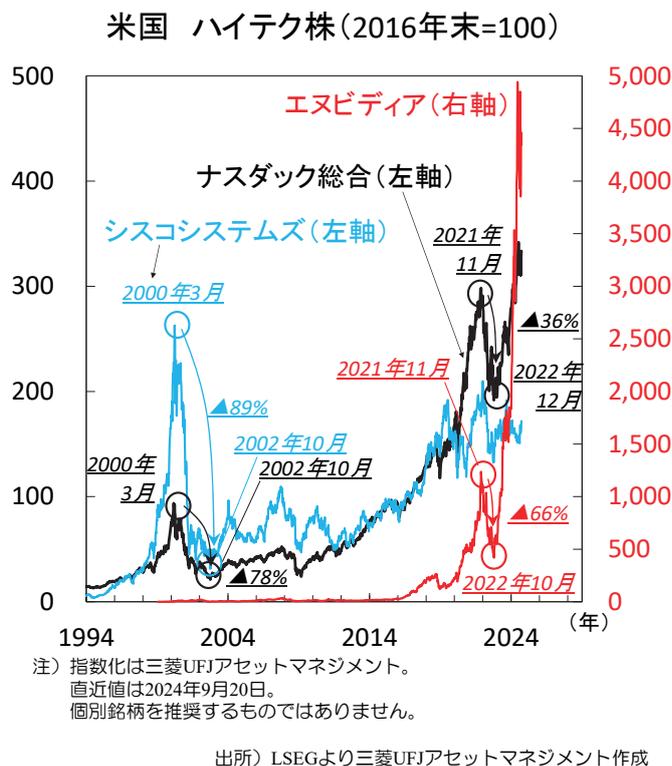
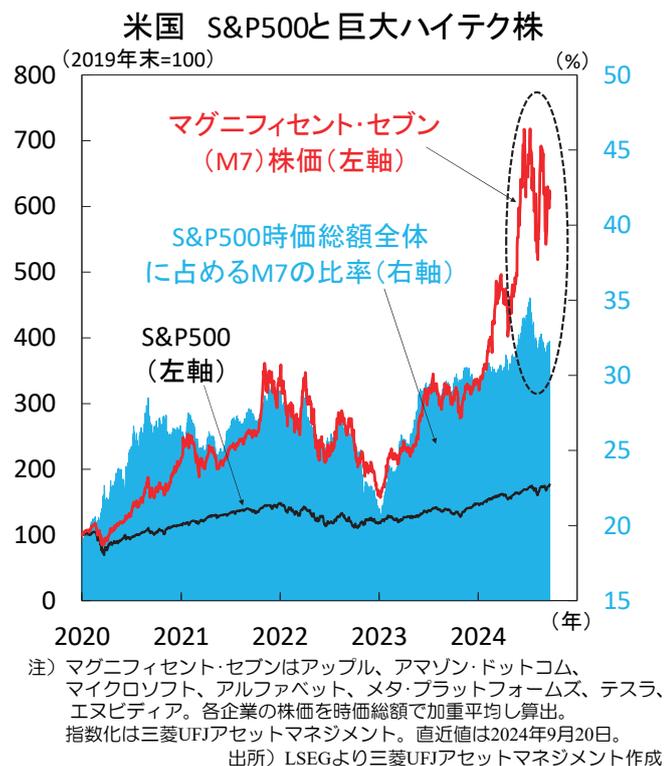
注) IMF World Economic Outlook (2024年4月)に基づく。すべてIMF予測。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

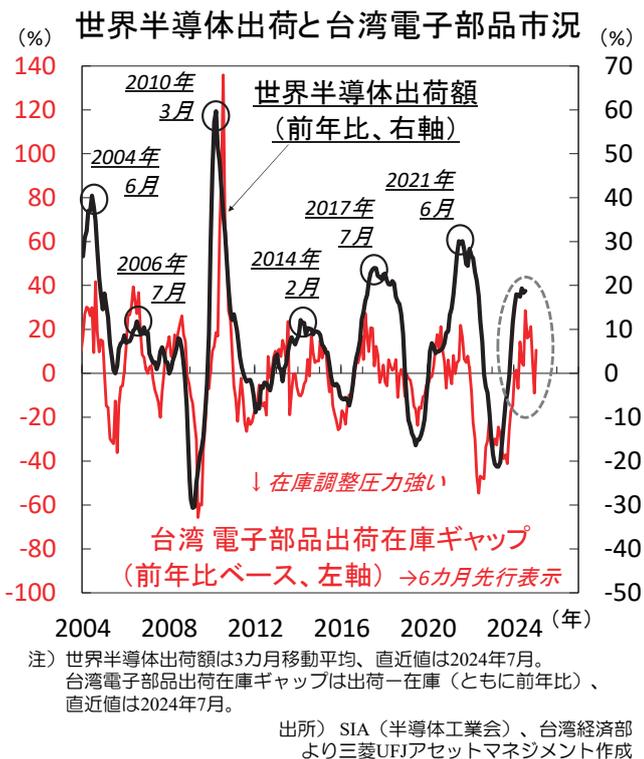
## ②巨大IT企業：急激な株高は持続可能か

- ◆ 近年の株高をけん引してきたのは紛れもなく、マグニフィセント・セブンに代表される一部の巨大IT企業です。業績は好調も、急激な株高を正当化できるか、市場は慎重な見極めが求められます。1990年代後半からのITバブル期も、主役の巨大企業の株価が市場を左右した経緯があります。
- ◆ 注目は半導体市場の行方です。先行指標がピークアウトの兆しを見せるなか、市場が短期的循環の終わりを懸念するのか、AIブームなど中長期的な強気見通しにも変化が生じるのかが焦点です。

### ● 1990年代後半のITバブル期も近年も、特定の銘柄が主役となり市場を席巻



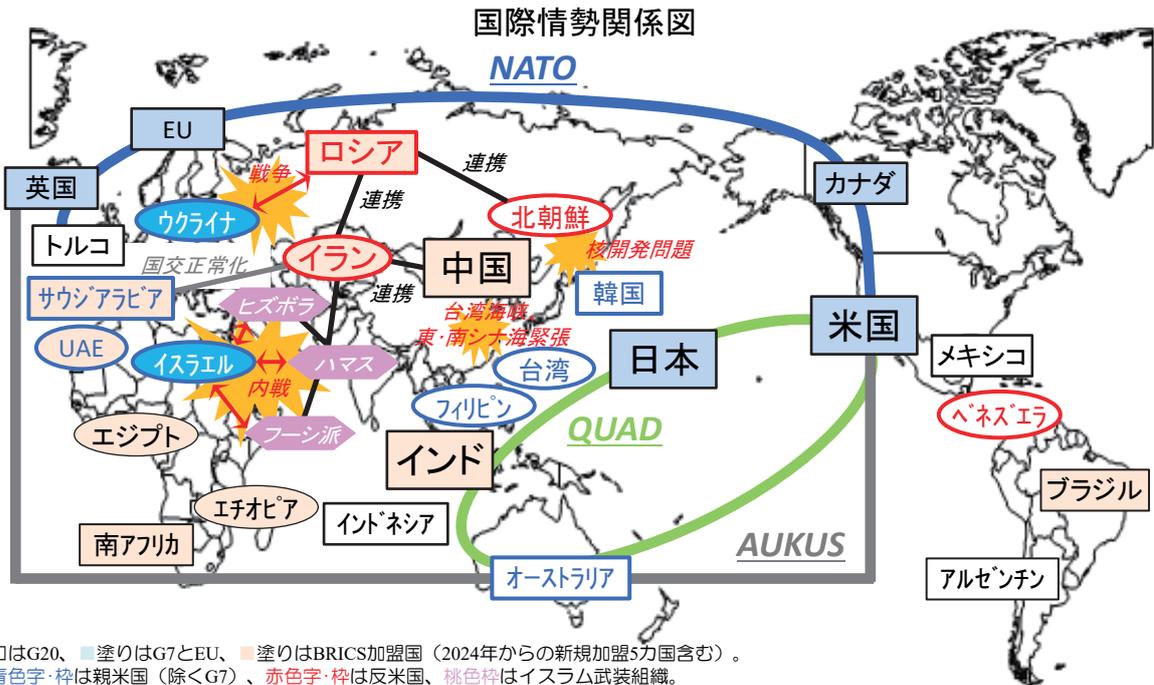
### ● 半導体市場の強気見通しに変化は？台湾や関連分野の市場は先行き減速を示唆



### ③国際分断：安定成長構造を脅かすリスクも

- ◆ 米欧はウクライナ侵攻のロシアを非難も、ガザ侵攻のイスラエルを擁護、こうした姿勢は先進国で共有も、多くの新興国とは温度差もあります。米欧西側諸国と中露など反米勢力の間では、グローバル・サウスなど新興国を自陣営に取り込むべく、水面下で激しい政治的駆け引きが続いています。
- ◆ 経済覇権を握る上では、年々存在感を増す新興国の取り込みが必須です。巨大な経済・軍事力を盾に民主主義を掲げる米欧主導が続くか、中国・ロシアなど権威主義国主導が進むのか注目です。

#### ● 2つの戦争(ウクライナ、イスラエル)を機に米欧など西側と中露間の分断が深まる

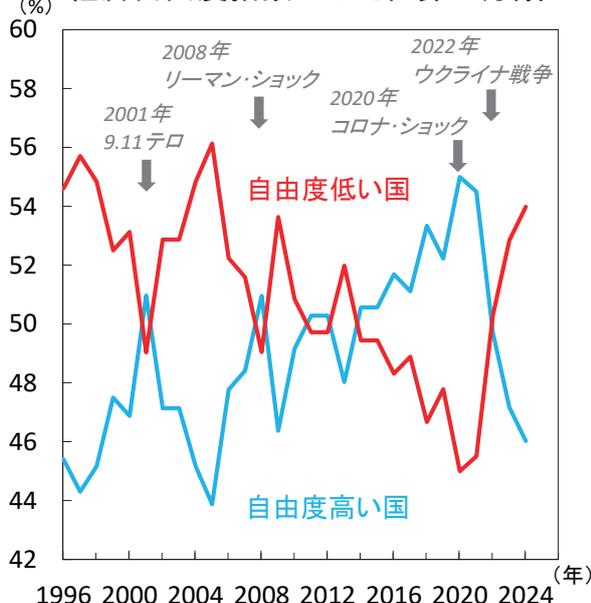


注) □はG20、■塗りはG7とEU、■塗りはBRICS加盟国(2024年からの新規加盟5カ国含む)。  
 青色字・枠は親米国(除くG7)、赤色字・枠は反米国、桃色枠はイスラム武装組織。  
 NATO: 北大西洋条約機構、QUAD(クアッド): 日米豪印4カ国の安全保障・経済協議の枠組み、  
 AUKUS(オーカス): 米英豪3カ国の新たな安全保障の枠組み。

出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 鮮明になる民主主義対権威主義の構図、重要資源を有する国・地域の争奪戦も

経済自由度指数でみた世界の分類



注) 経済自由度を4カテゴリ(法の支配、政府の規模、規制の効率性、市場開放)の12項目から0-100で採点。ここでは簡便化のために60以上を自由度高い国、60未満を低い国とした。  
 直近値は2024年(対象国は176カ国)。

出所) 米国ヘリテージ財団より三菱UFJアセットマネジメント作成

主要穀物・鉱物の生産量シェア(上位5カ国・地域)

小麦	トウモロコシ	大豆
中国 17.4%	米国 30.1%	中国 30.5%
EU 17.0%	中国 24.0%	米国 19.3%
インド 13.2%	ブラジル 11.8%	ブラジル 16.7%
ロシア 11.7%	EU 4.5%	アルゼンチン 9.6%
米国 5.7%	インド 3.3%	EU 4.6%

銅	ニッケル	パラジウム
チリ 22.7%	インドネシア 50.0%	ロシア 43.8%
ペルー 11.8%	フィリピン 11.1%	南アフリカ 33.8%
コンゴ 11.4%	ニューカレドニア 6.4%	カナダ 7.6%
中国 7.7%	ロシア 5.6%	ジンバブエ 7.1%
米国 5.0%	カナダ 5.0%	米国 4.7%

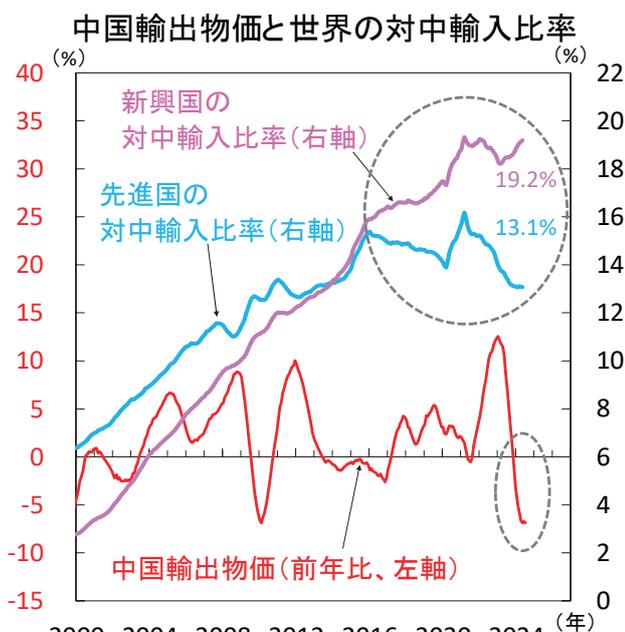
コバルト	リチウム	レアアース
コンゴ 73.9%	オーストラリア 47.8%	中国 68.6%
インドネシア 7.4%	チリ 24.4%	米国 12.3%
ロシア 3.8%	中国 18.3%	ミャンマー 10.9%
オーストラリア 2.0%	アルゼンチン 5.3%	オーストラリア 5.1%
マダガスカル 1.7%	ブラジル 2.7%	タイ 2.0%

注) ■は新興国。小麦・トウモロコシ・大豆は2022-2023年、銅・ニッケル・パラジウム・コバルト・リチウム・レアアースは2023年。  
 出所) FAO(国連食糧農業機関)、USGS(米地質調査所)より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 性急な中国離れが招くリスクにも要警戒

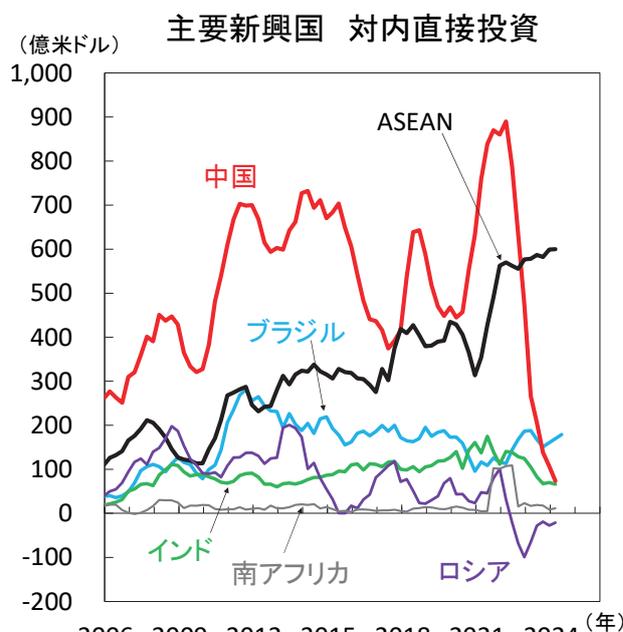
- ◆ 東西冷戦終結後の世界経済は、ヒト・モノ・カネが国境を越え自由に動くグローバル化が進展、中国などの新興国も加わり、経済効率性を重視した国際分業体制が確立され安定成長が続きました。
- ◆ 近年、経済安全保障がキーワードとなるなか、先進国では、経済力を武器に威圧的外交が目立つ中国との関係を見直し、デリスキング（依存低下）やデカップリング（切り離し）の動きを強めています。ただし、友好国・非友好国の拙速な選別は、投資マネーの流れをゆがめるリスクもあります。

### ● 先進国主導で進む中国離れ、中国経済低迷はデフレ輸出などの弊害も招く懸念も



注) 中国輸出物価は12カ月移動平均、対中輸入比率は12カ月移動累計ベース。直近値は2024年7月（対中輸入比率は同年5月）。

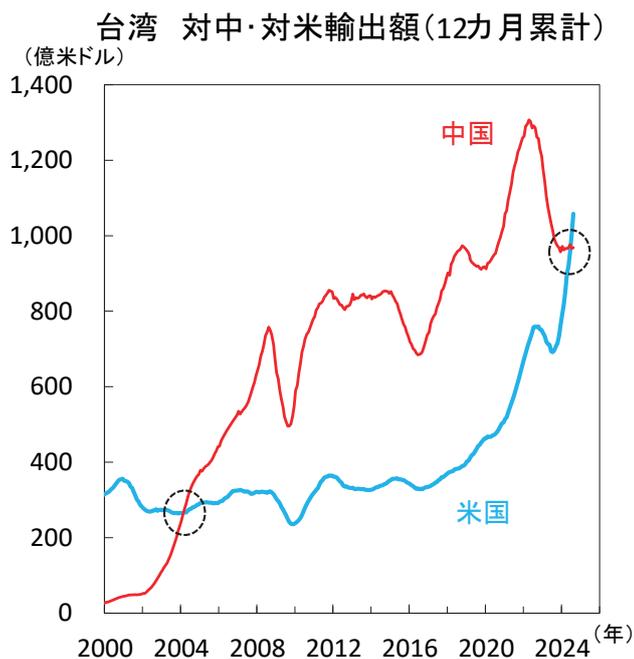
出所) 中国国家统计局、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 4四半期移動平均。ここでのASEANはシンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、ベトナム、カンボジアの合計。直近値は2024年1-3月期（ブラジルのみ2024年4-6月期）。

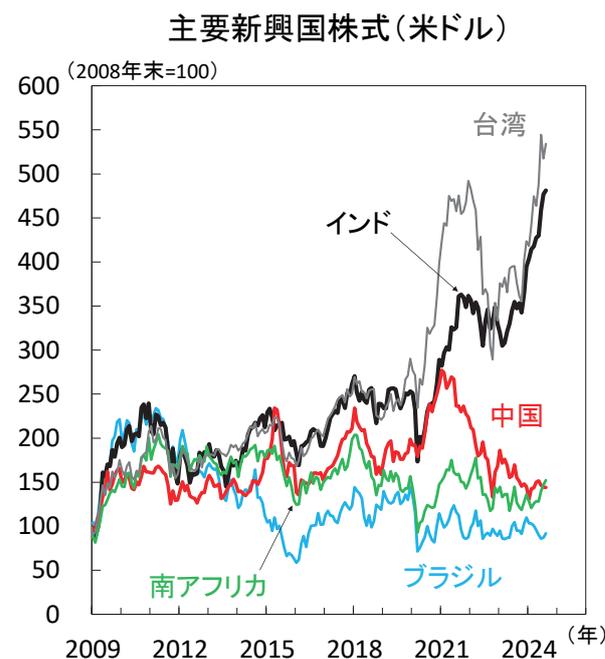
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 国際分断加速は、経済・金融市場における資金の流れに歪みをもたらす懸念



注) 直近値は2024年8月。

出所) 台湾財政部より三菱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8月。

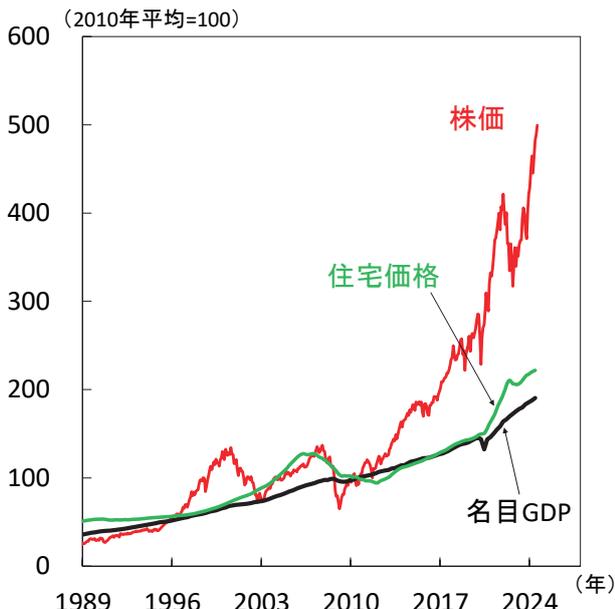
出所) MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ④金融緩和の弊害：富の偏在

- ◆ 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、米国の例で見れば資産価格上昇の恩恵は、富裕層、高学歴層、高齢者層がより享受してきた印象です。こうした富の偏在は、若者や中間層など他階層との分断を深めるリスクもあります。

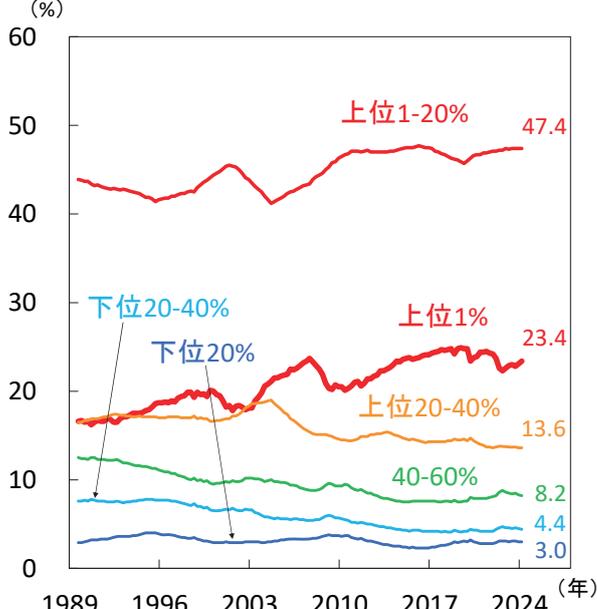
#### ● 経済成長を超える速度で上昇した資産価格、だがその恩恵は富裕層に集中

米国 GDPと資産価格



注) 株価はS&P500、住宅価格はS&Pコアロジック/ケース・シラー住宅価格。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は名目GDPが2024年4-6月期、住宅価格が同年6月、株価が同年8月。  
出所) 米商務省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

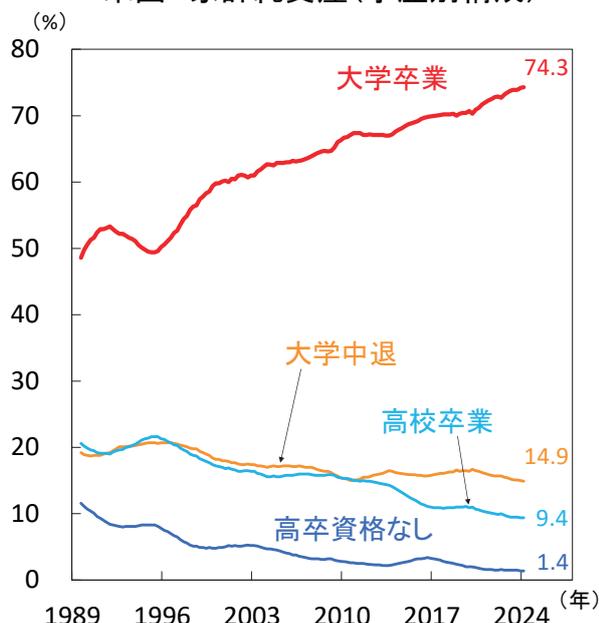
米国 家計純資産(所得階層別構成)



注) データは四半期(1989年9月以降)。直近値は2024年3月。  
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

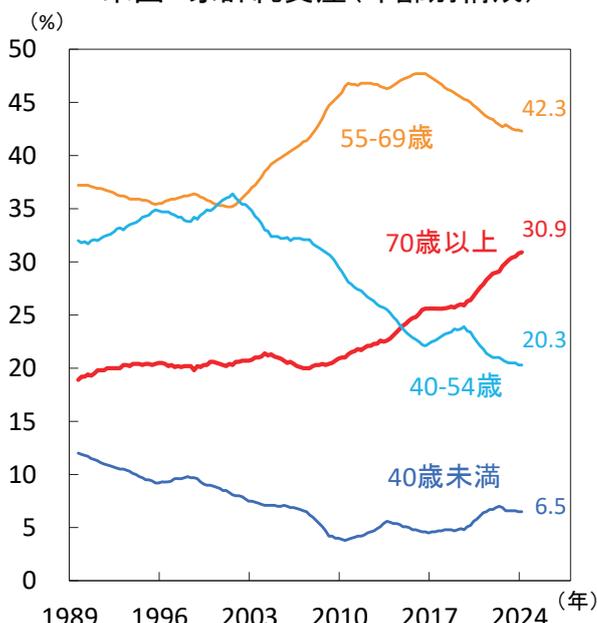
#### ● 学歴や年齢別でも顕著な富の格差、高齢層の購買力は軽視できないレベルに

米国 家計純資産(学歴別構成)



注) データは四半期(1989年9月以降)。直近値は2024年3月。  
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 家計純資産(年齢別構成)

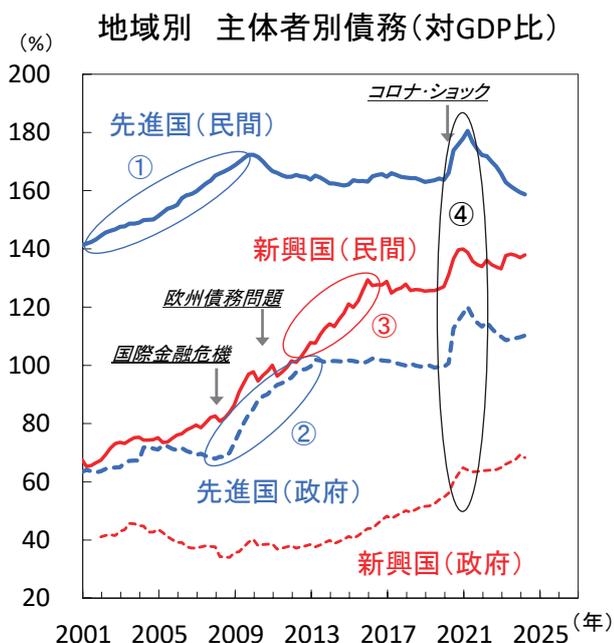


注) データは四半期(1989年9月以降)。直近値は2024年3月。  
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

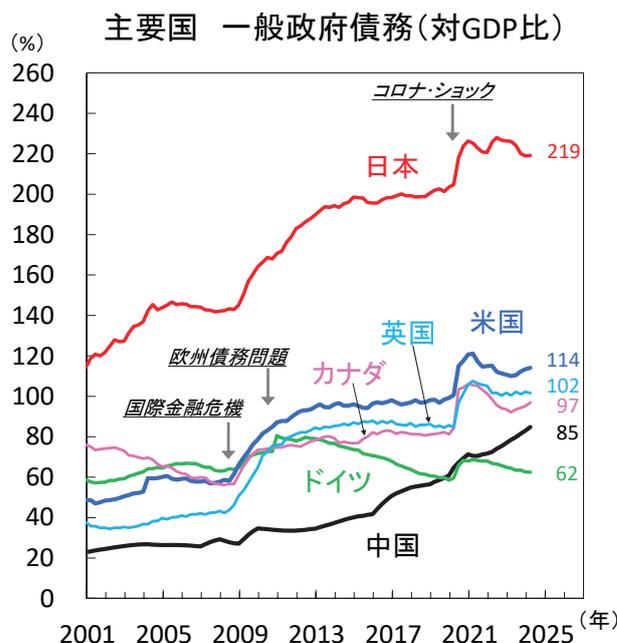
### 膨張した債務の後始末に苦慮

- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の中心は、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

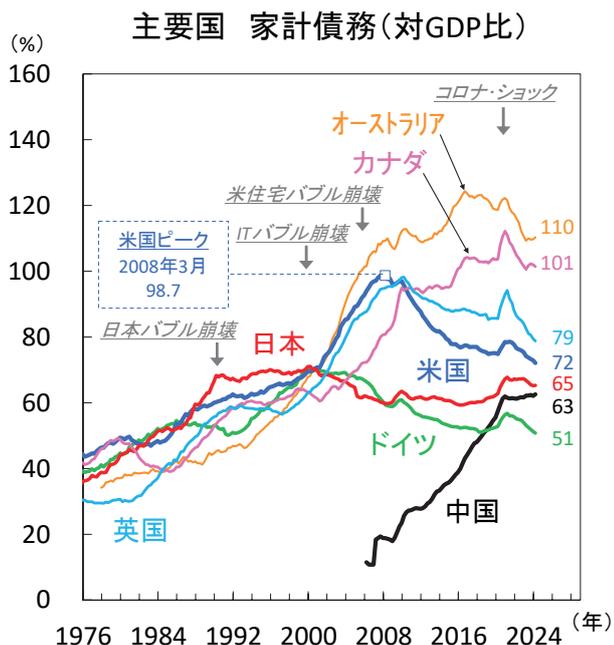


注) 銀行貸出と債券の合計。  
GDPは購買力平価(2007年までの新興国政府は名目GDP)ベース。  
直近値は2024年3月(四半期)。  
出所) BIS(国際決済銀行)より三菱UFJアセットマネジメント作成

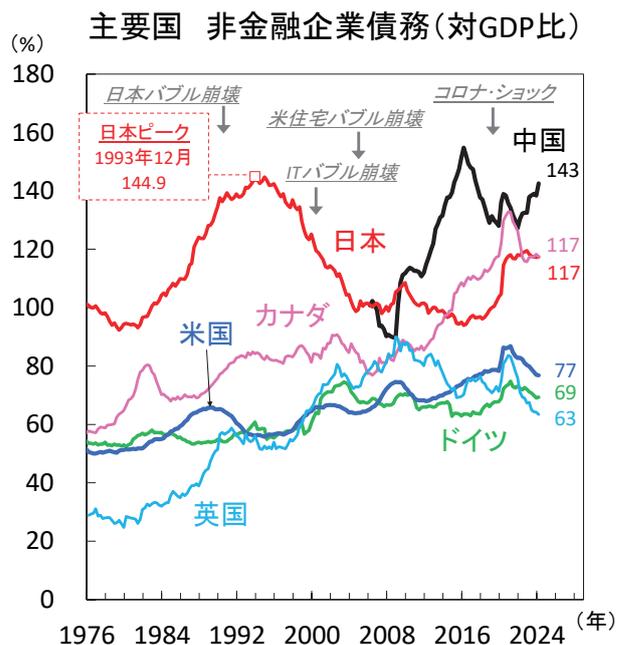


注) 直近値は2024年3月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 家計や企業など民間の債務が持続可能な水準にあるかは常に注視が必要



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2024年3月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

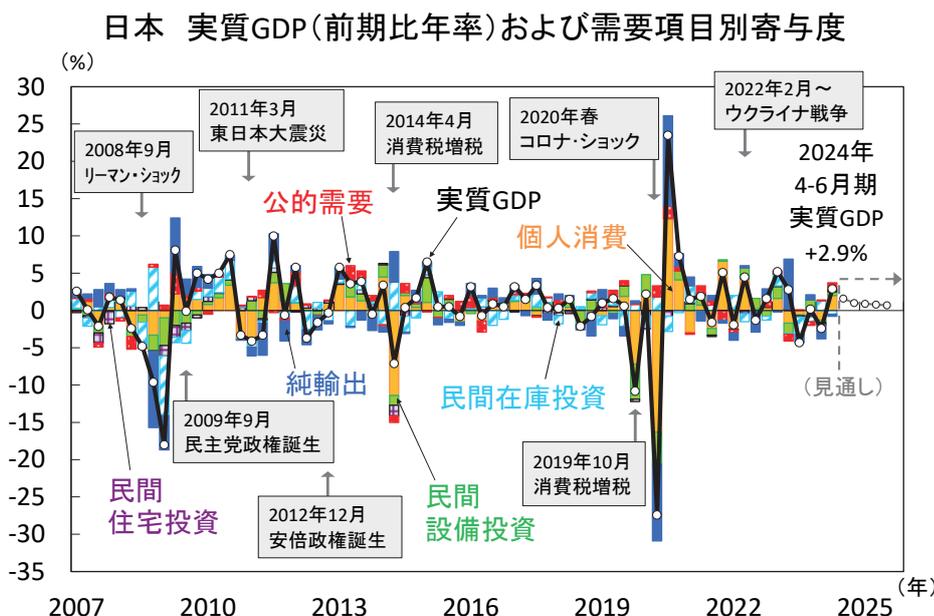


注) データは中国が2006年3月以降。  
直近値は2024年3月(四半期)。  
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 3. 日本経済：GDP成長率は回復、日銀は利上げを継続できるか

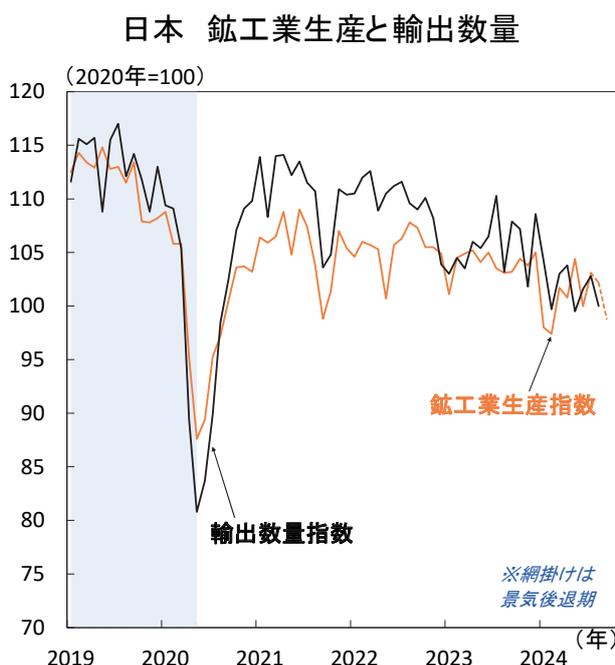
- ◆ 2024年4-6月期の実質GDPは2四半期ぶりにプラス成長となりました。需要項目別にみると、個人消費、設備投資、住宅など民間需要が5四半期ぶりにプラスに転じ、公的需要が増加した一方、純輸出の寄与度はマイナスとなりました。7-9月期は個人消費を中心に回復基調が続くとみています。
- ◆ インバウンド需要は訪日外客数の増加から依然堅調に推移するも、為替市場での円高が逆風になる可能性もあります。鉱工業生産は7-9月期は持ち直したものの減少傾向が続くとみられます。

#### ● 2024年4-6月期は内需が牽引し、実質GDP前期比は2四半期ぶりプラス

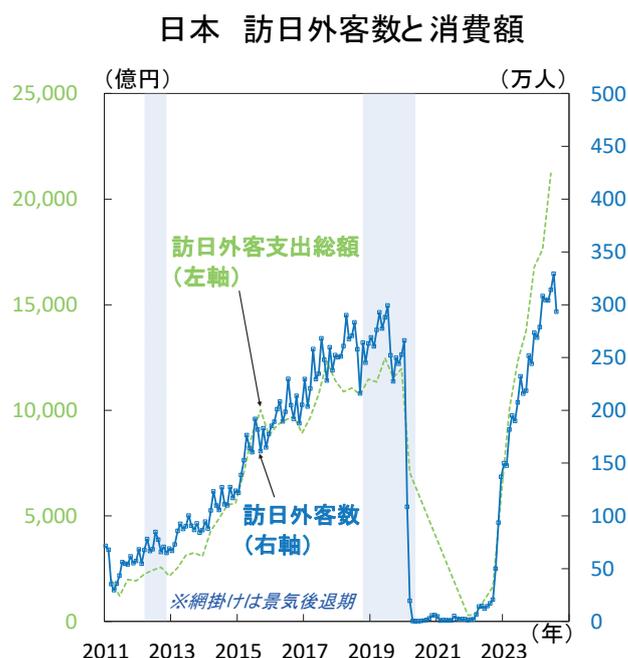


注) 実績の直近値は2024年4-6月期（1次速報値）。  
2024年7-9月期～2025年7-9月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。  
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ● 鉱工業生産は先行き弱含む見通し、インバウンド需要は堅調



注) 直近値は鉱工業生産は2024年7月（実績）、輸出数量は同年8月。生産は同年8-9月の製造工業生産予測の伸び（8月は経済産業省修正値で延長）。  
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



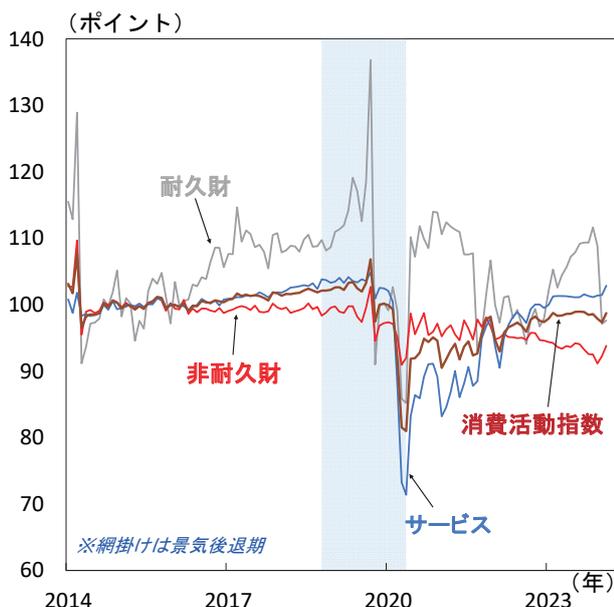
注) 直近値は訪日外客数が2024年8月、訪日外国人消費額が2024年4-6月期。  
出所) 日本政府観光局、観光庁より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 個人消費のGDP成長率押し上げが期待される

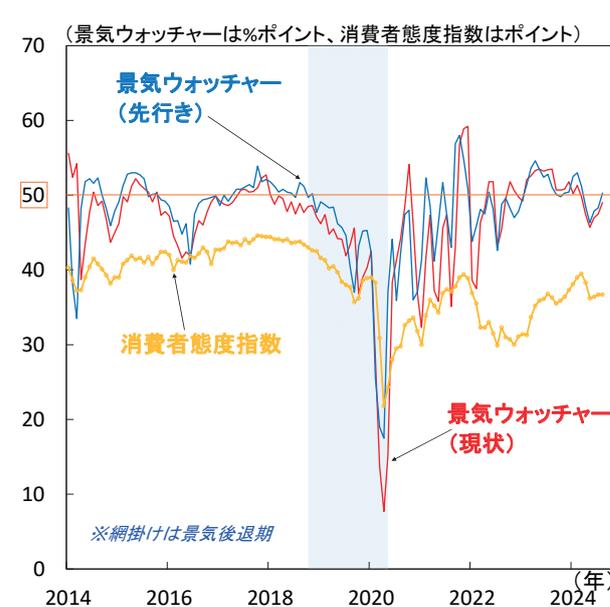
- ◆ 個人消費はサービス支出を中心に上向いています。賃上げによる所得の増加が追い風となっており、個人消費の回復がGDP成長率を押し上げることが期待されます。ただし、消費者態度指数は横ばいとなり消費者マインドの回復は滞っているため、今後は物価の落ち着きが鍵になるとみています。
- ◆ 名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金は前年比でプラスに転じました。今後の消費安定に向け、所得増加の持続性が焦点となるなか、来年の春闘でも高い賃上げ率が期待されます。

### ● 消費者マインドが停滞する中、サービス支出以外の消費も回復するか

日本 消費活動指数と項目別内訳

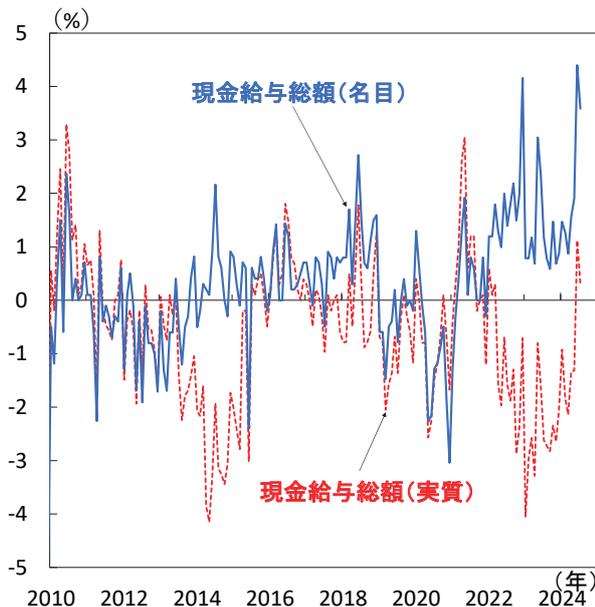


日本 景気ウォッチャーと消費者態度指数

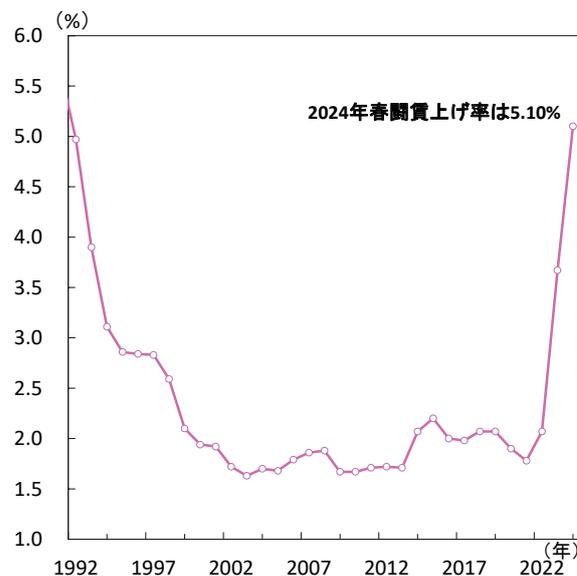


### ● 実質賃金は前年比プラスに転じる、来年の春闘の賃上げ率も高水準が期待される

日本 現金給与総額(前年比)



日本 春闘賃上げ率

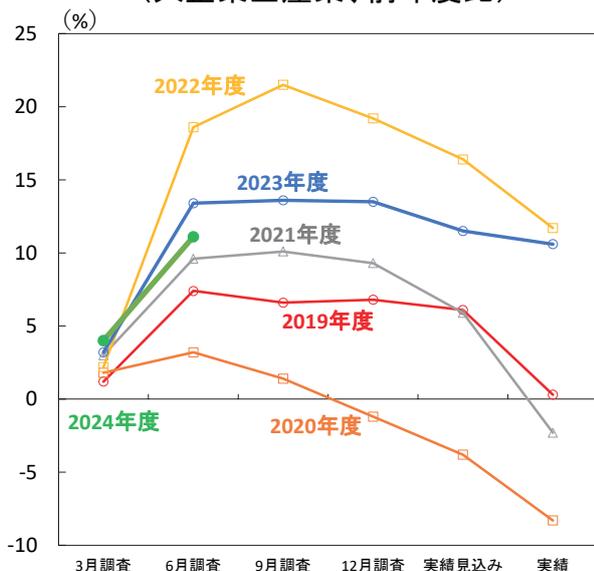


## 設備投資が上振れる中、GDP成長率押し上げに期待

- ◆ 企業の設備投資計画は今年度も強気であり、設備投資は年度後半に高い伸びになると予想されます。法人企業統計による設備投資は非製造業中心に堅調な伸びになっています。省人化投資の必要性に迫られる中、今年後半は設備投資の増加が予想されGDP成長率を押し上げるとみています。
- ◆ インフレが高い水準で定着していることや、為替市場が企業の想定為替レート(6月日銀短観によると144.77円)より円安で推移してきたことから、今年度の企業収益は上方修正されるとみえています。

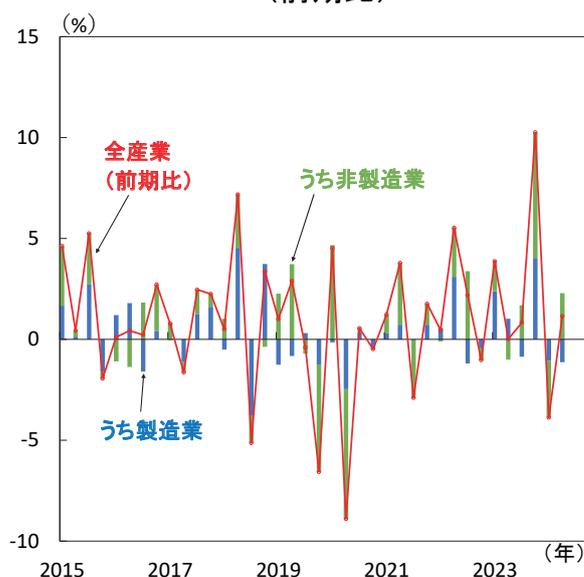
### ● 企業の設備投資計画は強気であり、GDP成長率押し上げへの寄与が期待される

日本 2019～2024年度の設備投資計画  
(大企業全産業、前年度比)



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 法人企業統計における設備投資  
(前期比)

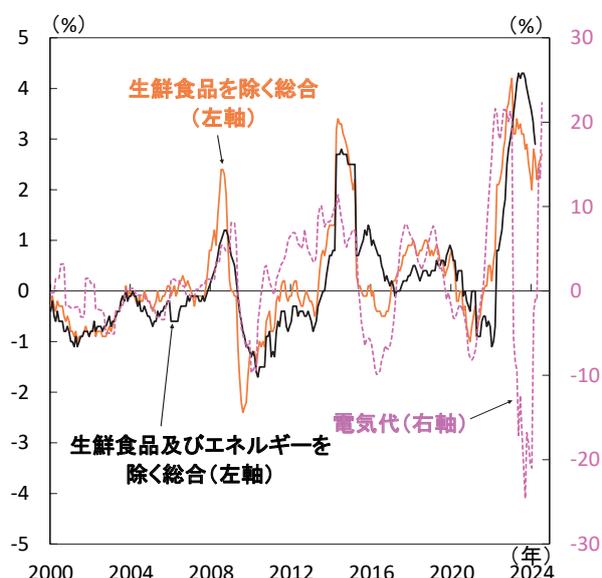


注) 直近値は2024年4-6月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● インフレ定着と今年度上期の円安により、企業の業績上振れ期待高い

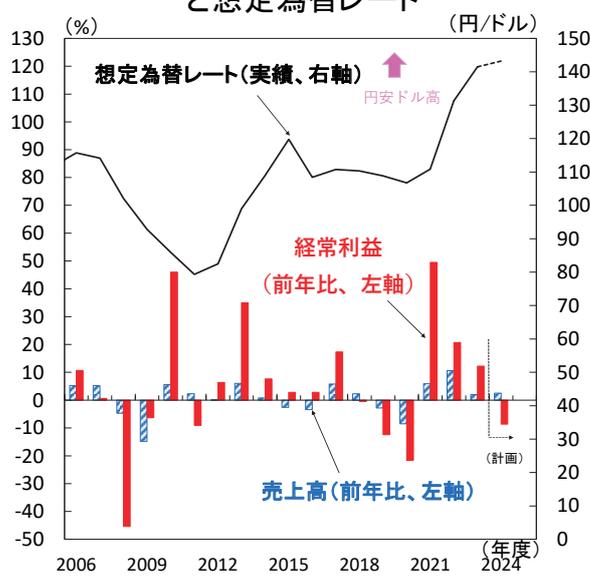
日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2024年7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 大企業の売上高、経常利益  
と想定為替レート



注) 直近値は2024年6月時点の事業計画。対象は全産業、日銀短観を基に作成。2024年度の想定為替レートは6月短観の計画。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 政権交代後に期待される経済対策

- ◆ 岸田内閣は、賃上げと投資拡大による所得と生産性の向上や中長期的に持続可能な社会づくりを掲げ改革を打ち出してきました。2024年9月の自民党総裁選では候補者乱立の流れとなりましたが、首相交代によって新内閣への期待が高まり、今後支持率が回復するのかが焦点となります。
- ◆ 2023年11月2日、岸田政権は「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を実施。今年10月の政権交代後も大規模な経済対策が講じられるとみられ、GDP成長率押し上げに寄与すると期待されます。

### ● 新内閣への期待から支持率が回復するのかが焦点

日本 岸田政権支持率



注) 直近値は2024年8月。

出所) NHK、REAL POLITICS JAPANより三菱UFJアセットマネジメント作成

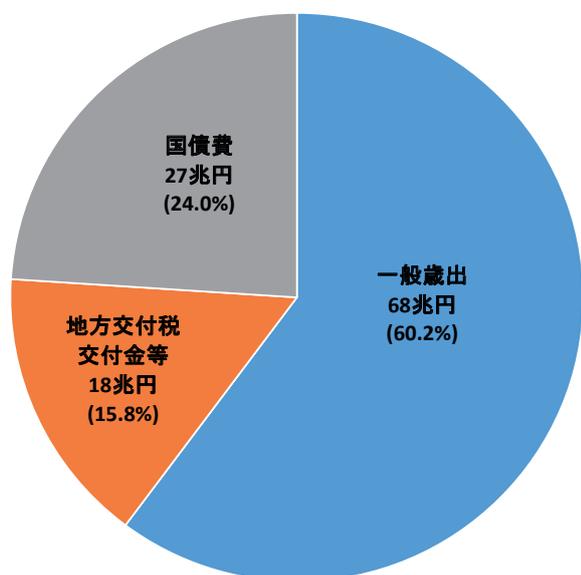
日本 岸田内閣主要政策一覧

政策	主な内容
賃上げと投資による所得と生産性の向上	30年間、日本を覆い続けた低物価、低賃金、低成長のデフレ型経済から脱却し、新たな成長型経済に移行を目指す
中長期的に持続可能な社会づくり	少子高齢化・人口減少などの社会課題の解決に重点を置き、国民が豊かさや幸せを実感できる持続可能な経済社会の実現を目指す
外交・安全保障	日本ならではのリーダーシップを発揮していくことで、法の支配に基づく自由で開かれた国際秩序の維持・強化のための外交を積極的に展開
国民生活の安心・安全	中長期的、継続的かつ安定的に、防災・減災、国土強靱化に向けた取組を強化

出所) 首相官邸より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 政権交代後も、大規模な経済政策が打ち出される見込み

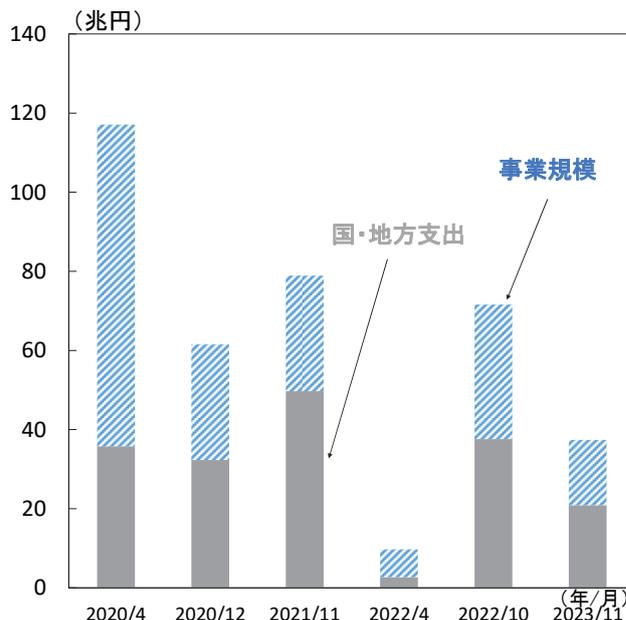
日本 令和6年度一般会計歳出内訳



注) 直近値は2024年9月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 経済対策の事業規模と財政支出



注) 年月は経済対策が実施された時期。

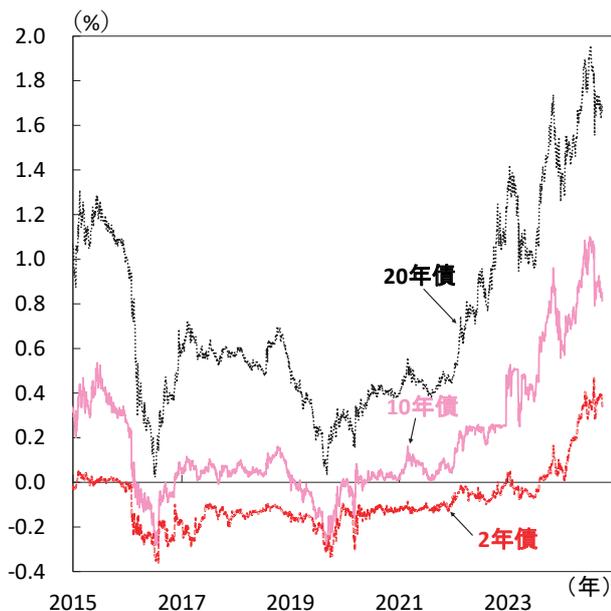
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 日銀は年内の追加利上げに踏み切るかが焦点

- ◆ 日銀は9月の金融政策決定会合で無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%程度に誘導する政策金利の維持を全員一致で決定。年内に追加利上げを実施するかが焦点となっています。
- ◆ 植田日銀総裁は、物価上振れリスクは相応に減少し政策判断に時間的に余裕があるとし、追加利上げについては「データが見通し通りなら利上げということに変わりない」と発言しています。実質金利はマイナスで推移しており追加利上げの余地がある中、利上げのタイミングが注目されます。

### ● 日銀は9月の金融政策決定会合で政策金利を据え置き

日本 国債利回り



注) 直近値は2024年9月25日。

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 日銀の金融市場調節方針の変遷

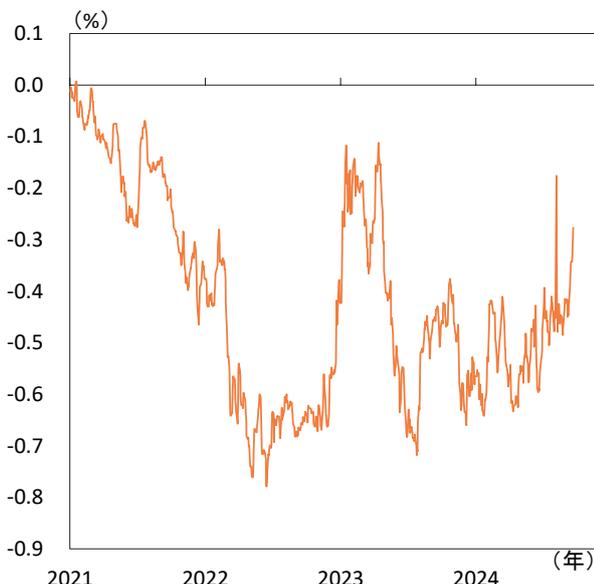
1995	短期市場金利を誘導するオペレーション(公開市場操作)
1998	「誘導目標である無担保コールレート(オーバーナイト物)」を具体的に定める
1999	「ゼロ金利政策」開始(～2000)
2001	「量的緩和政策」開始。 主な操作目標は、無担保コールレートから当座預金残高に変更
2006	量的緩和と政策解除
2010	「包括的な金融緩和政策」のもとで、金融市場調節方針は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」と定める
2013	「量的・質的金融緩和」が開始。 金融市場調節の主な操作目標は、無担保コールレートからマネタリーベースに変更
2016.1	「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 <b>0.1%のマイナス金利を適用</b> 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 <b>0.1%のマイナス金利を適用</b> 」、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
2024.6	政策金利は維持、7月会合での国債購入減額計画決定を発表
2024.7	0.25%への利上げ実施、長期国債購入減額計画詳細を発表
2024.9	政策金利を据え置き

注) 2024年9月25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

### ● 実質金利の水準から利上げの余地がある中、年内に追加利上げに踏み切るか

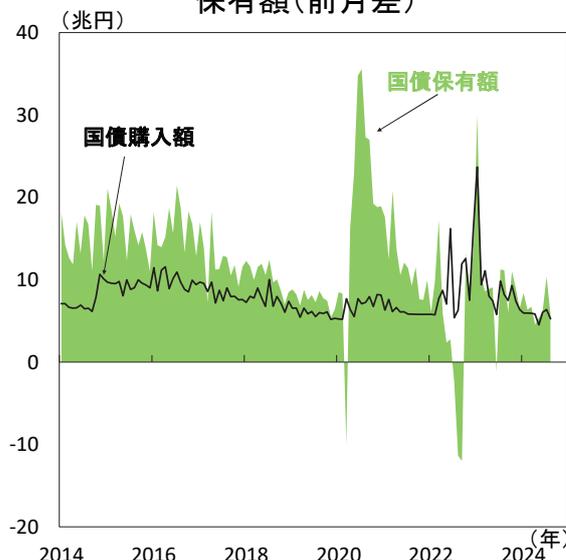
日本 実質長期金利



注) 直近値は2024年9月25日。  
実質長期金利は10年国債利回り-ブレイクイーブンインフレ率。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 日銀の国債購入額と保有額(前月差)



注) 直近値は2024年8月。

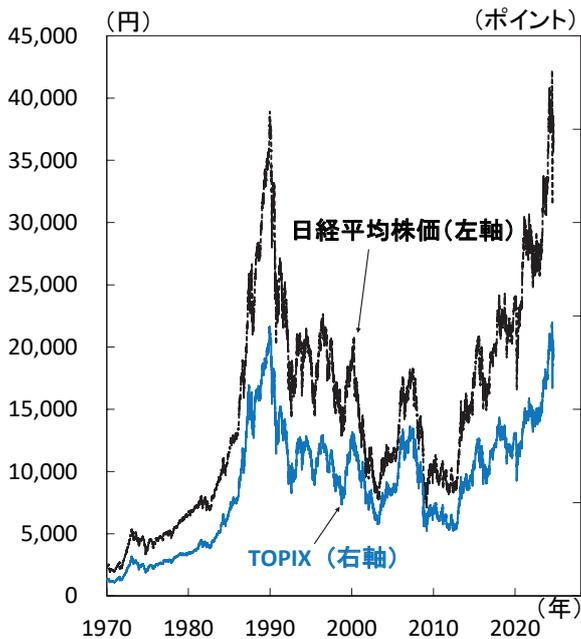
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

# 株価は7月の高値から大幅下落、年末にかけて持ち直すか

- ◆ 日経平均株価は2024年7月の最高値から大幅に下落。米国株の下落が国内株に波及しました。半導体関連株が下落基調に転じたことや、為替市場において円高が進行したことも重くなりました。
- ◆ 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（上方修正超）基調です。バブル期に70倍近辺まで上昇していた予想株価収益率（PER）は、年初から足元に向け15倍前後で推移しており割高感はありません。年末に向け、株価は持ち直す余地があるとみています。

## ● 日経平均株価は8月に大幅下落、円高と半導体関連株の下落が重しに

### 日本 日経平均株価とTOPIX



注) 直近値は2024年9月24日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 日本 ドル円相場と米国半導体株指数



注) 直近値は2024年9月24日。半導体株指数はフィラデルフィア半導体株指数。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 予想PERが低水準で推移し予想EPSが拡大する中、株価は持ち直す見込み

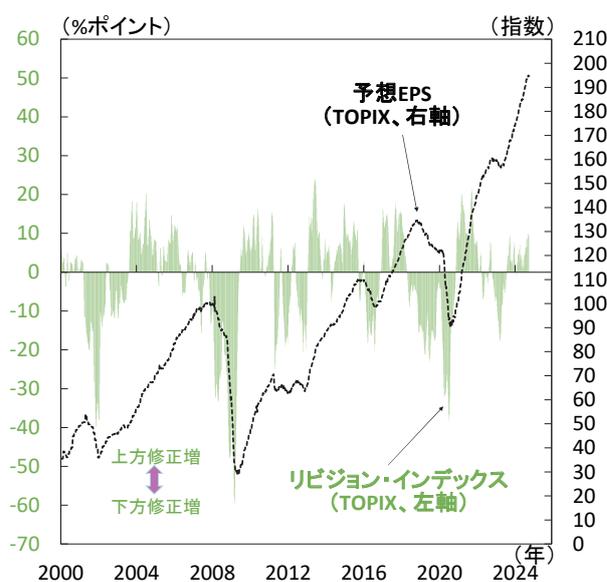
### TOPIXと予想PER



注) 直近値は2024年9月20日。予想PERは12カ月先予想に基づく。

出所) 東京証券取引所、LSEG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9月20日。予想EPSは12カ月先予想に基づく。

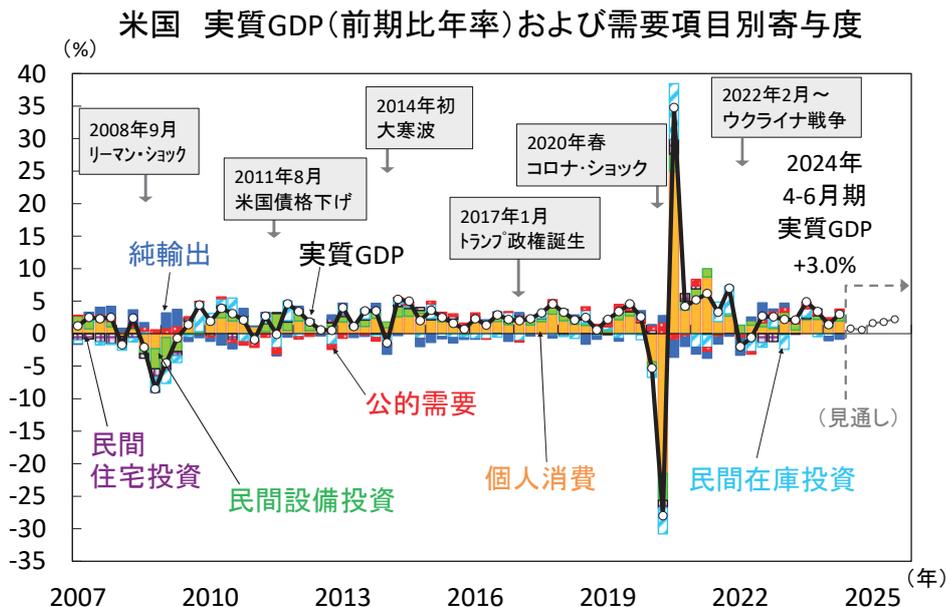
リビジョン・インデックスはアナリスト予想の変化（上方修正-下方修正）。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 4. 米国経済：利下げ開始で景気軟着陸へ

- ◆ 2024年4-6月期実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と8四半期連続プラスとなり、GDPの7割を占める個人消費は堅調です。インフレ率が2%物価目標に向けて鈍化する一方、労働市場が冷え込む兆候も見られる中、9月米連邦公開市場委員会(FOMC)は0.5%ptの大幅利下げに踏み切りました。
- ◆ 2022年3月から続いた金融引き締め局面は利下げ局面に移行しました。他方、失業率が上昇する中で米景気に対する市場の見方はばらついており、米景気軟着陸を達成出来るかが焦点です。

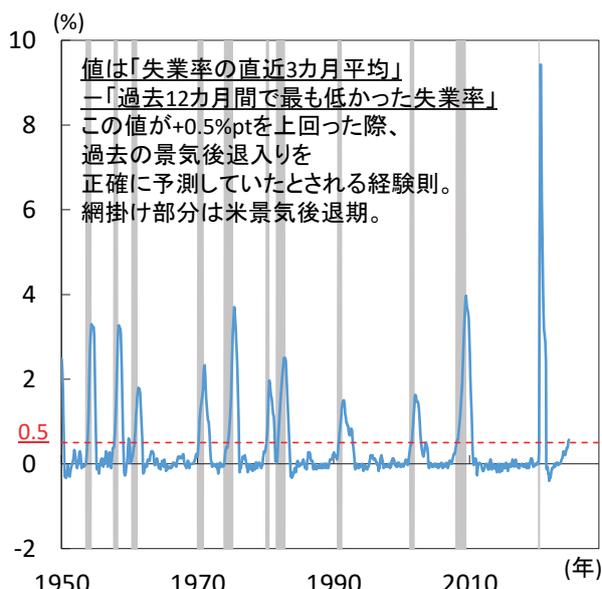
### ● 米景気は8四半期連続プラス成長、実体景気が堅調な状態で利下げ局面入り



注) 2024年7-9月期～2025年7-9月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

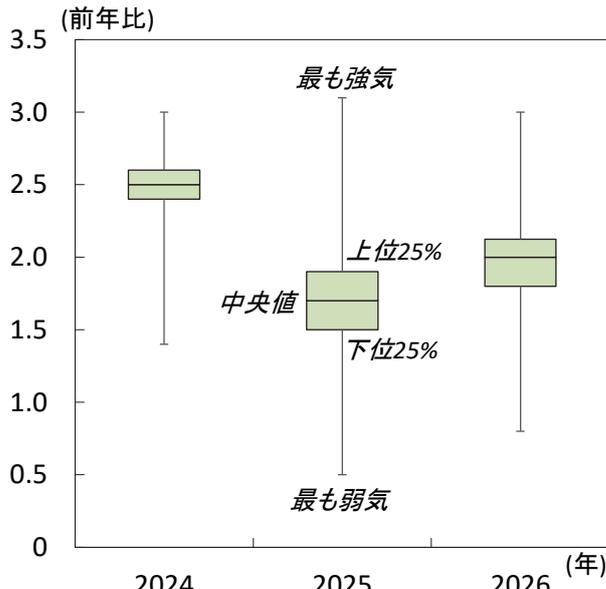
### 米国 サムルール(景気後退シグナル)



注) 直近値は2024年8月。

出所) 米NBER、米セントルイス連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 実質GDP 市場予想の分布



注) 直近値は2024年9月23日時点。  
Bloomberg集計予想に参加する予測機関を対象。

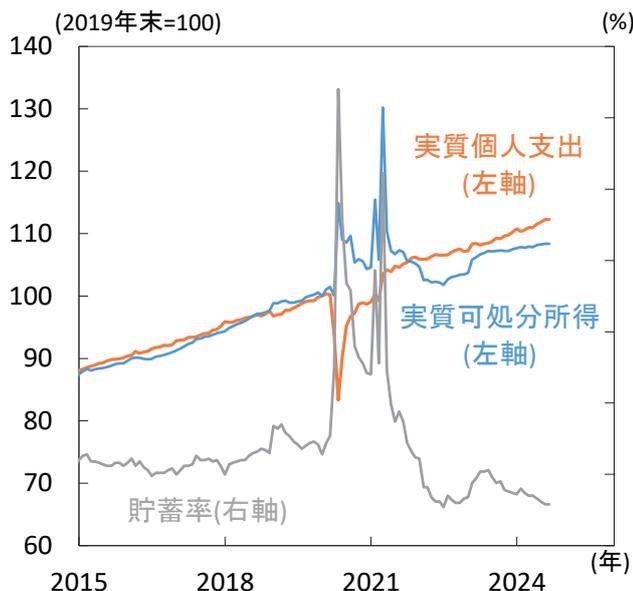
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 個人消費: 堅調を保つ、一部ではローン延滞も

- ◆ 個人消費は堅調です。底堅い労働市場を背景に実質可処分所得の伸びは安定的に推移していますが、実質個人支出はそれを上回るペースで伸びています。米国全体の消費シェアを過半占める高所得層は膨大な金融資産を有しており、潤沢な家計純資産が旺盛な購買意欲を支えています。
- ◆ これまでの金融引き締め効果は借り入れを通じて消費活動を行っている一部家計に影響を与えています。消費者ローンの返済が滞るなか、延滞率はコロナ前の水準を上回って推移しています。

### ● 安定した個人所得や潤沢な家計純資産を背景に個人消費は堅調

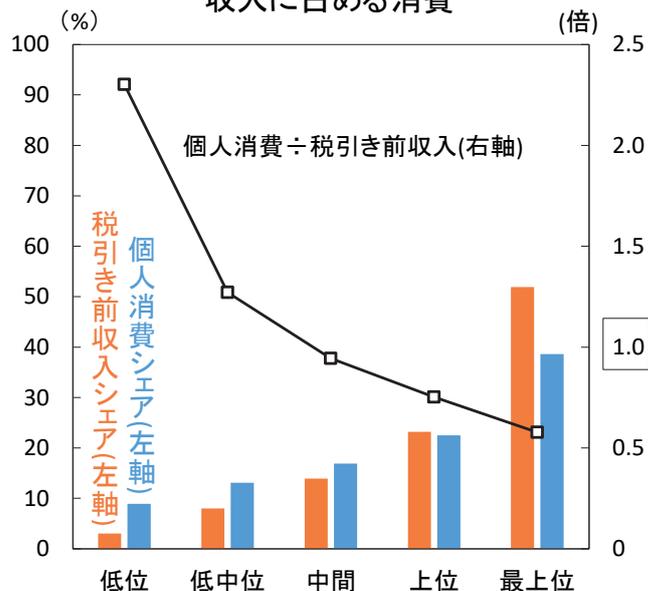
米国 実質個人支出・所得、貯蓄率



注) 直近値は2024年7月。  
貯蓄率(名目)=(可処分所得-個人消費支出)÷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 所得階層別 消費・収入の全体シェア、収入に占める消費



注) 直近値は2022年。  
所得階層別は5分位階級。所得階層別の消費と収入は年間総計。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

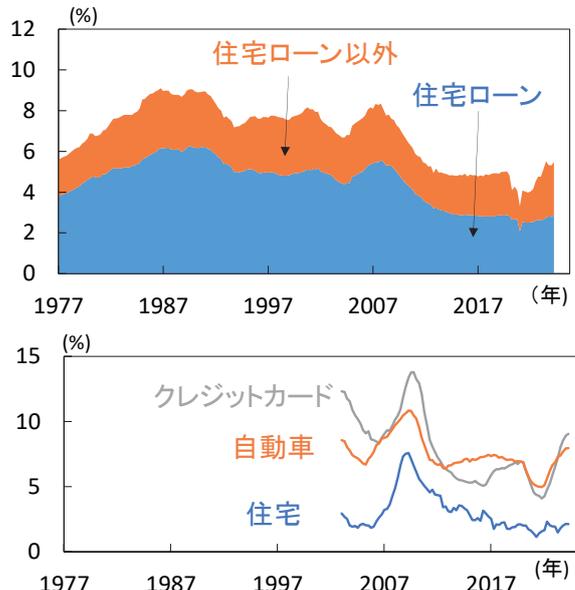
米国 S&P500と家計純資産(対可処分所得)



注) 直近値は家計純資産が2024年4-6月期、S&P500が同年9月23日。  
網掛け部分は米景気後退期。

出所) 米FRB、Bloomberg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)消費者ローンの延滞率



注) 直近値は2024年4-6月期時点。

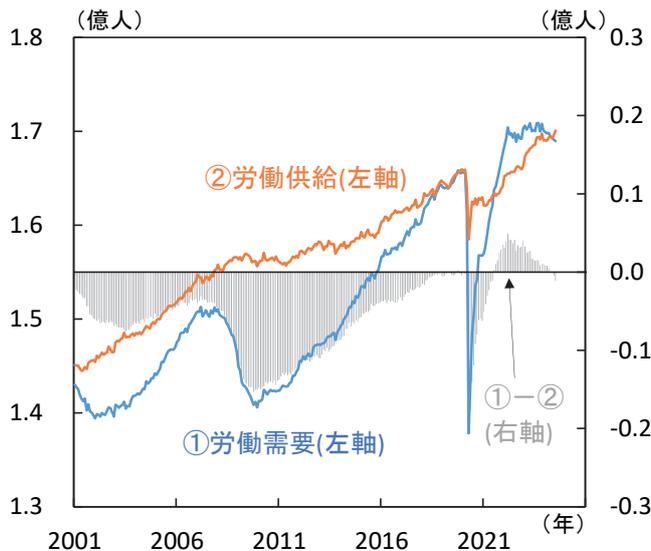
出所) 米BEA、米NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 労働市場: 底堅いが冷え込む兆候も

- ◆ コロナ禍の大量離職等で顕在化した人手不足は高インフレに拍車をかけるも、移民流入等の労働供給回復によって失業者増加を伴わずして賃金上昇圧力が和らぎました。労働市場は過熱感が解消されるも、求人率が低下することで失業率が急上昇しかねない変曲点に近づきつつあります。
- ◆ バイデン米大統領は今年6月に国境対策を強化し、その後は不法移民流入が激減しました。低賃金業種中心に貴重な労働力として米景気を支える中、移民政策は大統領選の争点と言えます。

### ● 労働市場は過熱感が和らぐ一方、失業率が急上昇しかねない変曲点に

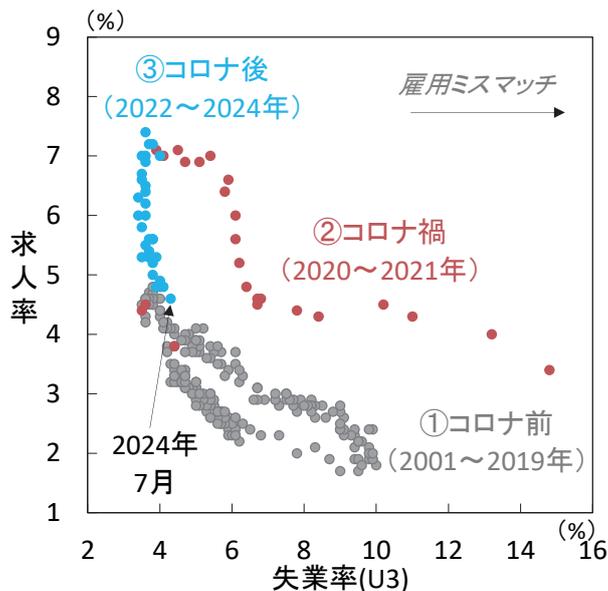
米国 労働需給ギャップ



注) 直近値は2024年7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動労可能も、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

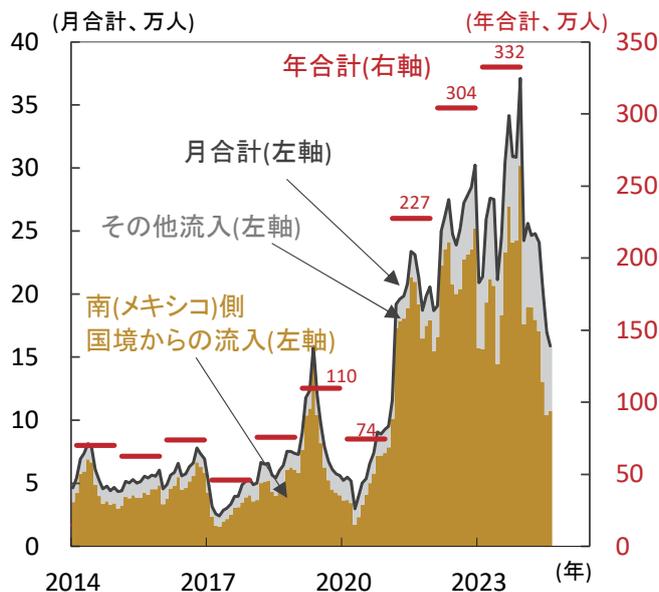
米国 ベバレッジ曲線



注) 直近値は2024年7月。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

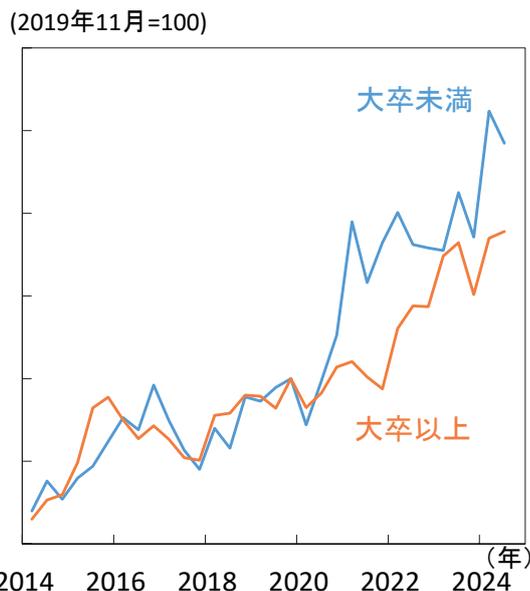
米国 不法移民の流入数



注) 直近値は2024年8月。

出所) 米国国土安全保障省 税関・国境取締局(CBP)より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 留保賃金(学歴別)



注) 直近値は2024年7月調査。留保賃金は新たな仕事を受け入れる最低賃金(その水準以上であれば就業、以下であれば就業しない)。

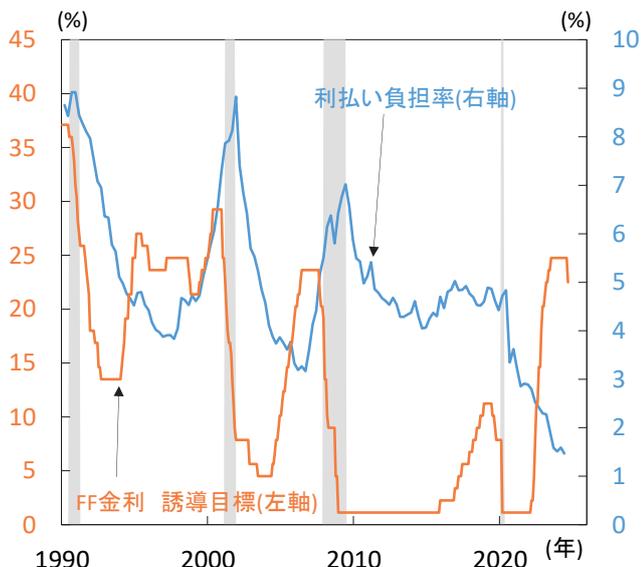
出所) 米NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

# 民間固定投資:利下げは追い風も、低金利時代の恩恵は剥落か

- ◆ コロナ禍直後の低金利環境で企業が借り入れを増加させた事で米国企業の利払い負担率は低水準を保つも、今後はローン借り換えに伴い上昇すると見込まれます。ただし、金融政策が利下げに転じた事や、企業が在庫削減を着実に進めている点は先行きの生産活動を下支えとみています。
- ◆ 住宅市場は利下げで緩やかに持ち直すとみます。他方、住宅ローン金利は低金利環境で契約した金利を上回る他、住宅供給不足で高止まる住宅価格など住宅購入者を悩ます要因も残存します。

## ● 企業活動は低い利払い水準が下支えも、金融引き締め時のラグ効果が見込まれる

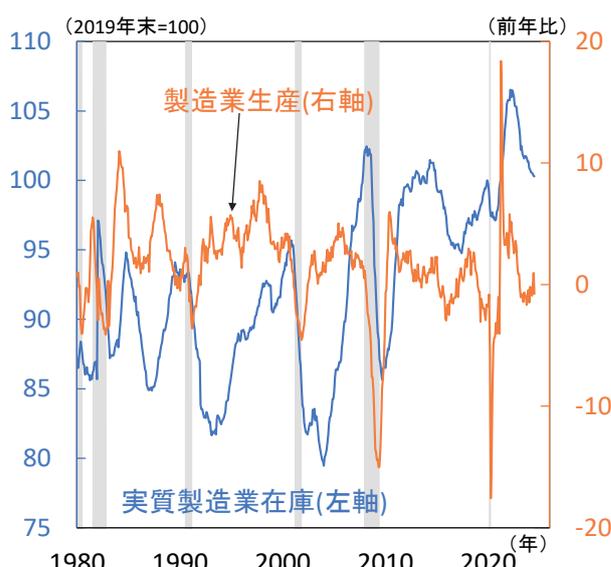
### 米国 政策金利と企業の利払い負担率



注) 直近値は政策金利が2024年9月。利払い負担率は2024年4-6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 製造業生産、実質製造業在庫

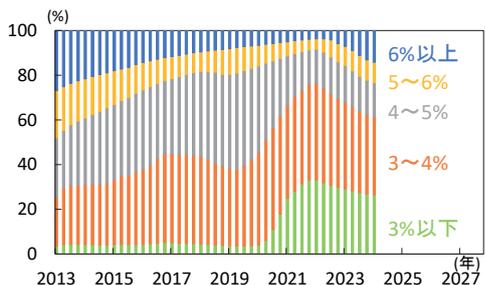
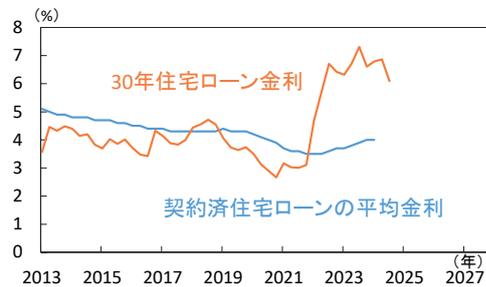


注) 直近値は2024年7月。実質製造業在庫は名目製造業在庫(完成品在庫)を生産者物価指数(食品・エネルギー除く最終財、2012年末を基準とした)で当社経済調査室が実質化したデータ。網掛け部分は米景気後退期。

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

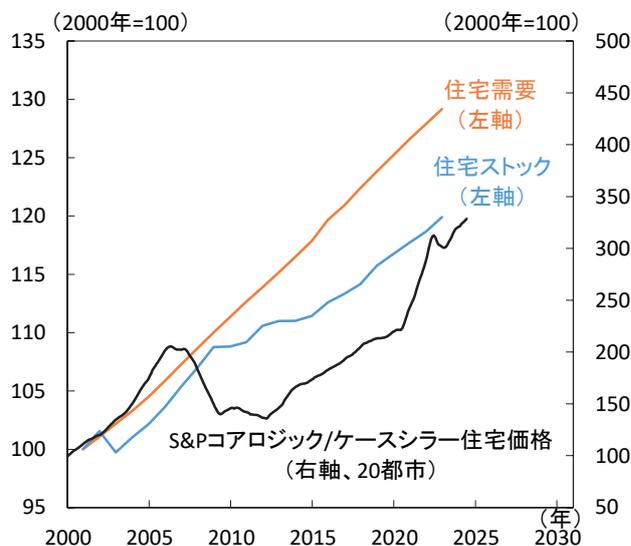
## ● 利下げ開始も借り換えを促す金利水準に至っておらず、住宅価格上昇も悩みの種

### 米国住宅ローン金利(上図、実効と契約済)、借入金利水準別の金額割合(下図)



注) 住宅ローンの借入金利の水準別に借り入れの実行金額の割合を計算。全米を対象に集計したデータを使用。直近値は2024年1-3月期。30年住宅ローン金利は同年9月19日時点。出所) 米連邦住宅金融局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 住宅需給と住宅価格



注) 住宅需要、住宅ストックは2022年時点、S&Pコアロジック/ケース・シラー住宅価格は2024年6月。住宅需要は米財務省のFEATURED STORIES「Rent, House Prices, and Demographics」を基に、人口動態を加味した潜在的な住宅需要を三菱UFJアセットマネジメントが推計。出所) 米国勢調査局、米財務省、米S&Pより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国物価：サービスインフレの鈍化継続が焦点

- ◆ 7月コアPCEデフレーターは前年比+2.6%と鈍化傾向を維持しています。住居や住居除くコアサービスなどサービス物価が依然として高い伸び率を占めているものの、今年1-3月のインフレ率上振れは解消し、財価格の落ち着きなども相まって持続的なインフレ鈍化傾向がつづく見込みです。
- ◆ 米国経済は緩やかな労働市場の鈍化と共に住居費の落ち着きが想定されますが、性急な利下げにより景気が再加速すれば、インフレ再燃リスクが増す可能性にも注意が必要とみられます。

### ● 基調的なインフレ率は鈍化傾向も、住居含めたサービス物価が高止まる

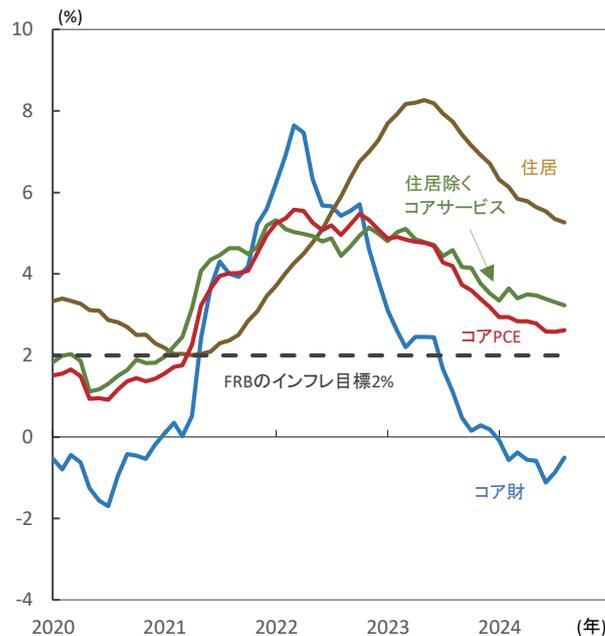
米国 コアPCEデフレーターの基調的な伸び  
(前年比、6カ月前比年率、3カ月前比年率)



注) 直近値は2024年7月。  
PCEは個人消費支出、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

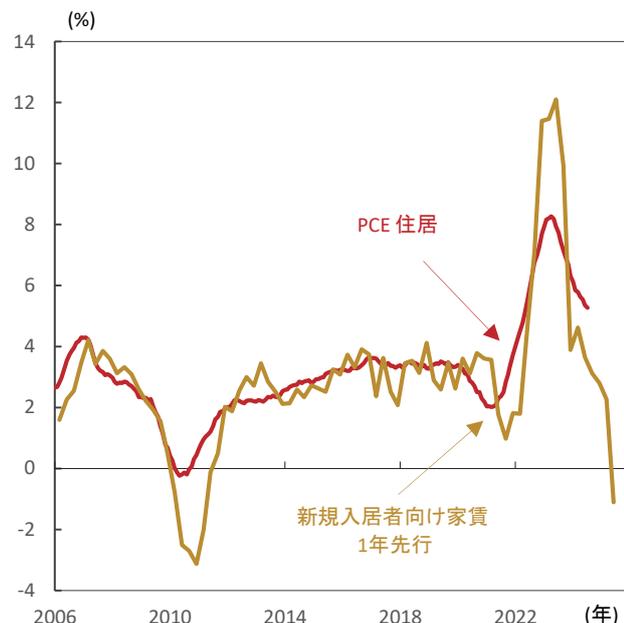
米国 PCEデフレーター(項目別、前年比)



注) 直近値は2024年7月。PCEは個人消費支出。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

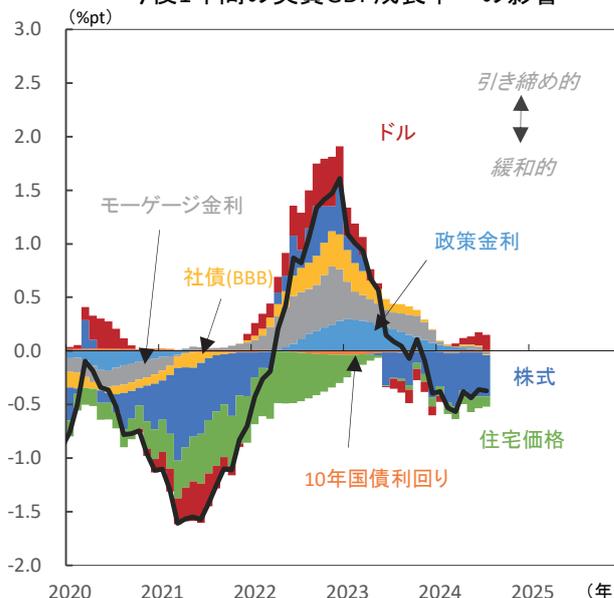
米国 PCE住居費と新規賃料



注) 直近値は2024年7月。  
新規入居者向け賃賃は四半期ごとのデータ、直近値は2024年4-6月期

出所) 米BEA、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

米国 金融環境指数(FCI-G)  
今後1年間の実質GDP成長率への影響



注) 直近値は2024年7月。FCI-G指数は過去1年分の変動を考慮した7つの金融変数が実質GDP成長率に与える影響を表す。マイナスが緩和(GDP成長にプラス)、プラスが引き締めの(GDP成長にマイナス)。

出所) 米FRB、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国金融政策：利下げにより景気軟着陸へ期待高まる

- ◆ 9月米連邦公開市場委員会(FOMC)では0.5%ptの大幅利下げを決定しました。FOMC参加者による経済見通しではインフレ率が下方修正された一方、失業率が上方修正されました。2024年末の政策金利予測が前回から引き下げられ、2025年以降も利下げを前倒しで行う姿勢が示されました。
- ◆ 当面は政策金利が引き締め水準に留まる見込みです。米景気が想定以上に底堅く推移し、インフレ率が下げ渋ることで米連邦準備理事会(FRB)がタカ派へ転換する可能性には注意が必要です。

### ● 9月FOMCでは政策金利予測を引き下げ、2024年末までに0.5%ptの追加利下げを示唆

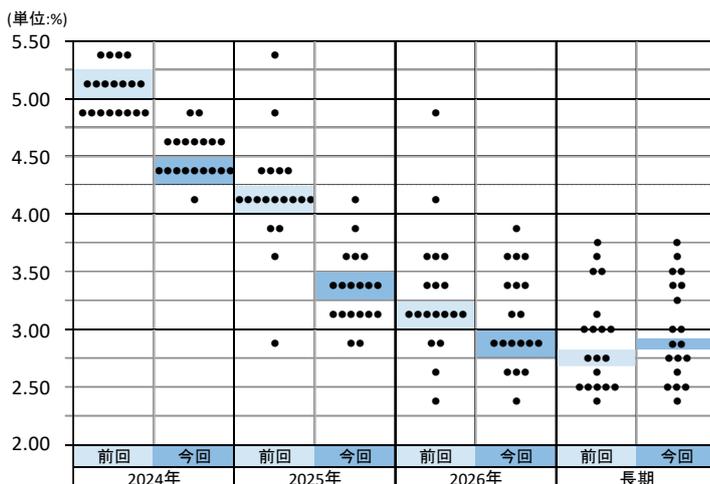
FOMC参加者の経済見通し

	2024	2025	2026	2027	長期
<b>実質GDP</b>					
今回	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
前回	2.1	2.0	2.0	-	1.8
<b>失業率</b>					
今回	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
前回	4.0	4.2	4.1	-	4.2
<b>PCEデフレーター</b>					
今回	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
前回	2.6	2.3	2.0	-	2.0
<b>コアPCEデフレーター</b>					
今回	2.6	2.2	2.0	2.0	-
前回	2.8	2.3	2.0	-	-

注) 前回は2024年6月、今回が同年9月。  
PCEは個人消費支出。コアは食品・エネルギー除く。

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

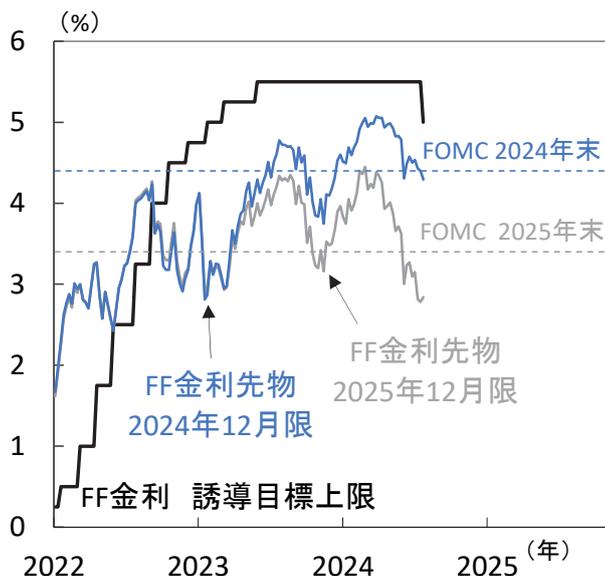
FOMC参加者の政策金利予測



注) 前回は2024年6月、今回が同年9月。  
青枠部分はFOMCメンバーの見通し中央値。

出所) 米FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

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9月20日時点。  
チャート内の点線は2024年9月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) 米FOMC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米10年国債利回り、政策金利、  
米FOMCの政策金利見通し(長期)



注) 直近値は2024年9月25日。

出所) 米FOMC、Bloomberg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: オフィスの軟調さは変わらず

- ◆ 2023年の商業用不動産(CRE)ショックは依然根深く、都市銀行に比べCRE向けローン比率が高い地方銀行の株価は同ショック前の水準を取り戻せずにいます。他方、銀行全体でみた収益環境は長短金利差のプラス転換により改善が見込まれるほか、銀行預金残高も緩やかに持ち直しています。
- ◆ 商業用不動産の延滞率は全体的に低位に留まっています。ただし、コロナ禍後の人流変化やリモートワークの影響を受けやすいビジネス都市のオフィス等は需要回復に不透明感が残ります。

### ● 商業用不動産ローンの延滞率は低位、一部都市のオフィス価格は下落が目立つ

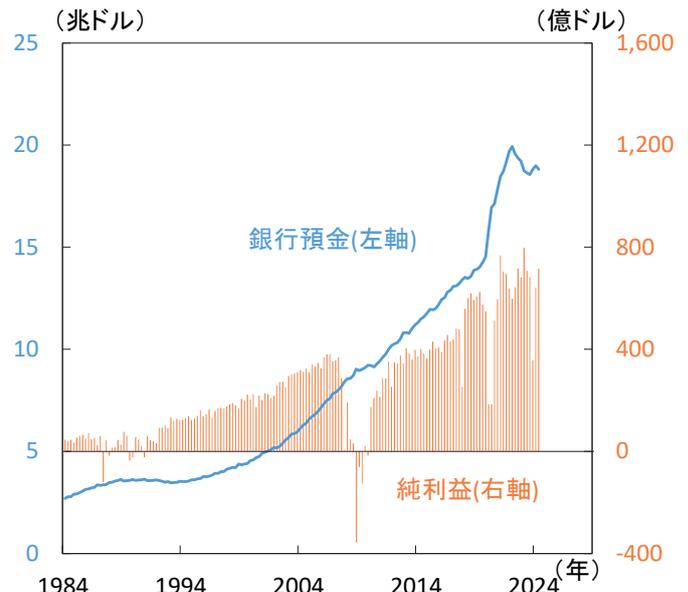
米国 S&P500銀行セクターパフォーマンス



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2024年9月17日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

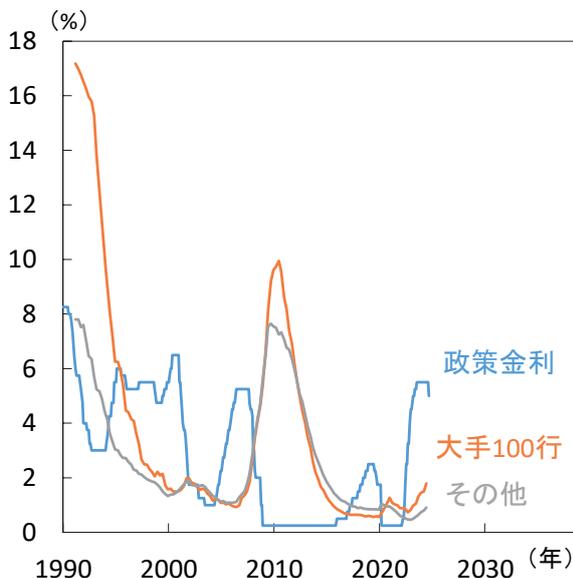
米国 FDIC加盟銀行の純利益と銀行預金



注) 直近値は2024年4-6月期、四半期毎のデータ。米連邦預金保険公社(FDIC)への報告ベース。純利益は被支配株主帰属別の控除前の値を使用。

出所) 米FDICより三菱UFJアセットマネジメント作成

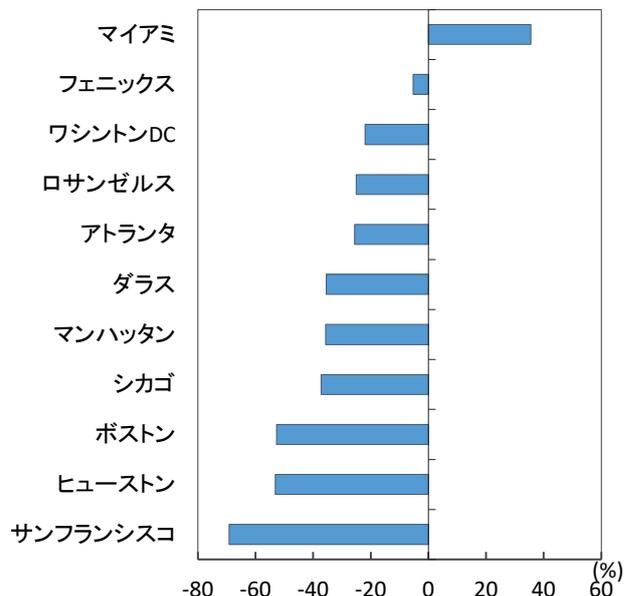
米国 商業用不動産向けローンの延滞率  
(米銀の資産規模別)



注) 直近値は延滞率が2024年4-6月期、政策金利が同年9月。

出所) 米FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 主要都市のオフィス価格変化率  
(コロナ前との比較)



注) 棒グラフは2019年12月と各地域の直近値を比較。直近値は2024年7月。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

# 米大統領選：ハリス氏の台頭で、選挙戦の行方は不透明感ただよう

- ◆ 11月米大統領選に向け、共和党・民主党による選挙戦が熾烈を極めています。民主党はバイデン大統領からカマラ・ハリス副大統領へ候補者を変更したことが功を奏し、選挙戦で優位との報道が目立ちます。議会選も接戦になると見込まれ、ねじれ議会の可能性が高まっているといえそうです。
- ◆ 共和党・民主党は対中政策や移民政策が近い一方、法人税や地球温暖化対策などを巡り真逆の姿勢がみられます。今後激戦州の動向が注目され、株式市場の急変動にも注意が必要です。

## ● 両党の政策は株式市場に真逆の影響、議会選の結果が重要に

### 共和党・民主党の主要政策比較

### 連邦議会選挙の概要

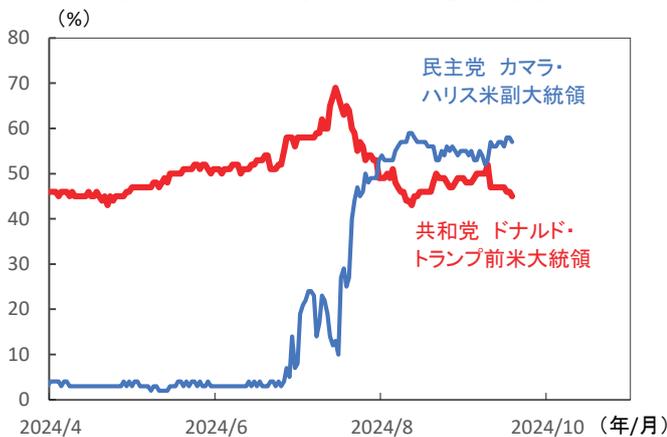
共和党	民主党
トランプ前大統領 J.D.バンス(上院議員)	大統領候補 副大統領候補 ティム・ウォルズ(ミネソタ州知事)
主な論点	
米国第一主義(MAGA)	同盟重視・ウクライナ支援継続
不法移民強制送還・銃規制撤廃	国境警備対策・銃規制強化・人工中絶の権利保護
パリ協定から即時撤退	パリ協定復帰
対中輸入関税を60%超へ引き上げ	先端技術の対中輸出・投資規制
外国製品の輸入に一律の10-20%の関税	一律の引き上げは反対
輸入関税引き上げ→所得税減税	中間層・低所得者重視
法人減税(21%→20%)	法人増税(21%→28%)
規制緩和促進	富裕層増税(最低24%)
利下げ要求・パウエル議長再任せず	FRBの独立性を尊重

	上院	下院
議席数	100議席 (各州2議席)	435議席 (各州の人口に比例して配分)
現在の党派構成	民主党47、 無党派4、 共和党49	民主党211、 空席4、 共和党220
今回の改選議席	34議席 (民主党議席23+ 共和党議席11)	435議席全て
改選周期	2年ごとに 議席の約1/3が 改選	2年ごとに 全議席が改選

注) 2024年9月18日時点  
出所) 民主党・共和党HP、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 2024年9月18日時点  
出所) 議会情報より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 ディールメーカーによる予想勝率



注) 直近値は2024年9月18日  
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 シナリオ別の市場反応

	民主党	共和党
議会も統一	・株価は大幅調整余儀なくされる ・長期金利低下、景気低迷を織り込む	・株価は当初ボラティリティ拡大。その後上昇を想定(減税) ・長期金利は短期で上昇も。その後は3.0-3.5%に回帰
ねじれ議会	・株価への影響は限定的(左派的政策通りにくい) ・金利は当初低く、財政問題が懸念されるタイミングでは金利上昇のリスク	・株価は当初ボラティリティ拡大し、下押し圧力が高い。(減税等の株価にポジティブな政策が実行されにくい) ・金利は当初低く、財政問題が懸念されるタイミングでは金利上昇のリスク

注) 見通しは大統領選後半年程度の期間  
出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 大統領選激戦州 過去の投票結果、現在の支持率

州名	選挙年												2024年
	1976年	1980年	1984年	1988年	1992年	1996年	2000年	2004年	2008年	2012年	2016年	2020年	
アリゾナ	R	R	R	R	R	D	R	R	R	R	R	D	トランプ氏が1.3ptリード
ジョージア	D	D	R	R	D	R	R	R	R	R	R	D	トランプ氏が0.2ptリード
ミシガン	R	R	R	R	D	D	D	D	D	D	R	D	ハリス氏が0.7ptリード
ネバダ	R	R	R	R	D	D	R	R	D	D	D	D	ハリス氏が1.2ptリード
ノースカロライナ	D	R	R	R	R	R	R	R	D	R	R	R	トランプ氏が0.4ptリード
ペンシルベニア	D	R	R	R	R	R	R	R	D	D	R	D	トランプ氏が0.2ptリード
ウィスコンシン	D	R	R	D	D	D	D	D	D	D	R	D	ハリス氏が1.2ptリード

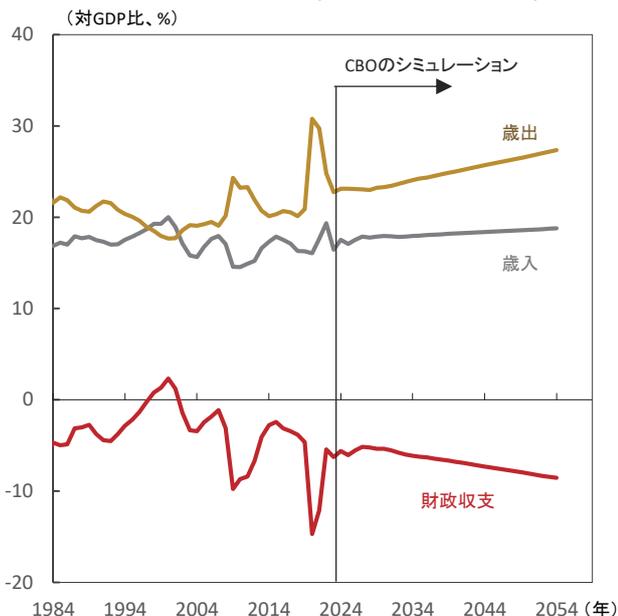
注) R(Republican)は共和党、D(Democrats)は民主党を指す。2024年の支持率は2024年9月18日時点  
出所) Real Clear Politicsより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国債券：景気後退懸念が意識されやすく金利低下圧力が残存

- ◆ 米連邦準備理事会(FRB)が利下げへと舵を切り、米長期金利は3%台後半のレンジ圏に低下しています。財政赤字拡大やバランスシートの縮小など、長期的に金利上昇要因となる材料は散見されるものの、目先の米長期金利は弱い経済指標を材料に3%台前半を試す展開も見込まれます。
- ◆ 過去の景気後退局面は社債スプレッド拡大など信用リスク上昇がみられましたが、足元は落ち着いています。実質金利などの水準を踏まえると、長期金利の居所は3%台後半と見込みます。

### ● 長期的な金利上昇要因はくすぶるも、足元は金融緩和期待が先行

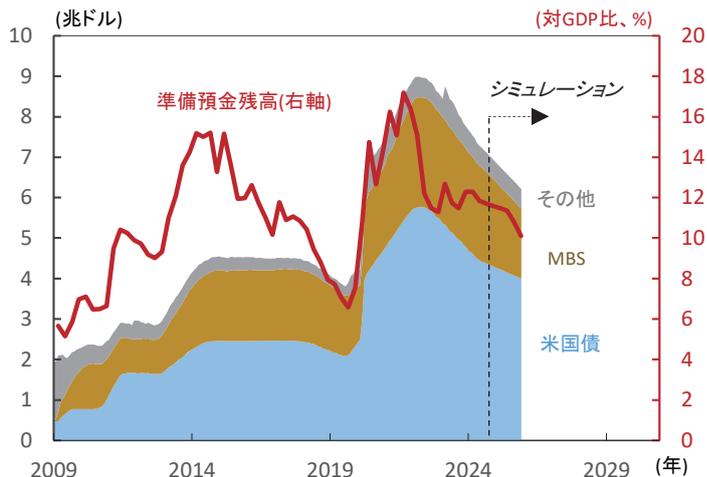
米国 財政収支(CBO長期見通し)



注) データは2023年会計年度まで実績、それ以降は2024年3月に公表されたCBO見通し。

出所) 米CBOより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 FRBのバランスシート シミュレーション



注) 直近値は2024年9月20日時点。米FRBは量的縮小政策(保有債券の自然償還)を継続しており、2024年9月以降の月間償還ペースは米国債が250億ドル、MBSが350億ドル。2025年末まで同ペースで行われると仮定し、バランスシート残高と準備預金残高(対GDP比)を三菱UFJアセットマネジメントが推計。

出所) 米FRB、米議会予算局(CBO)より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 景気後退懸念はクレジット市場にみられず、長期金利の居所は3%台後半が続くか

米国 政策金利と社債スプレッドの推移



注) 直近値は2024年9月24日

出所) セントルイス連銀、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 長期金利の要素別分解と先行きの予想値

名目金利 3.60	=	予想名目金利 3.80	+	名目 ターム・プレミアム -0.20
実質金利 1.10	=	予想実質金利 1.80	+	実質 ターム・プレミアム -0.70
+		+		+
インフレ・スワップ 金利 2.50	=	予想インフレ率 2.00	+	インフレ・リスク・ プレミアム(IRP) 0.50

注) 各項目は6か月程度の先行き予想値を示したものの、タームプレミアムは長期の金利を保有することによる期間プレミアム、インフレ・スワップ金利は市場の予想インフレ率と、インフレの不確実性を示すインフレ・リスク・プレミアムの合計値。

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

# 米国株式・リート:ハイテク株主導の相場は続くか

- ◆ 米国株式は堅調を維持しています。人工知能向け半導体需要や米連邦準備理事会(FRB)の利下げが背景にあります。ただし、先行きの利益成長の大半を半導体関連業種を含む情報技術セクターが生み出す構図となっており、大統領選などの政治リスクにも注意が必要です。
- ◆ 米国リートは過去の利下げ局面で金融危機を除けば概ね堅調に推移しています。利下げにより長期金利が低下すれば、相対的にリートの配当利回りの魅力が増し、投資妙味が高まると考えます。

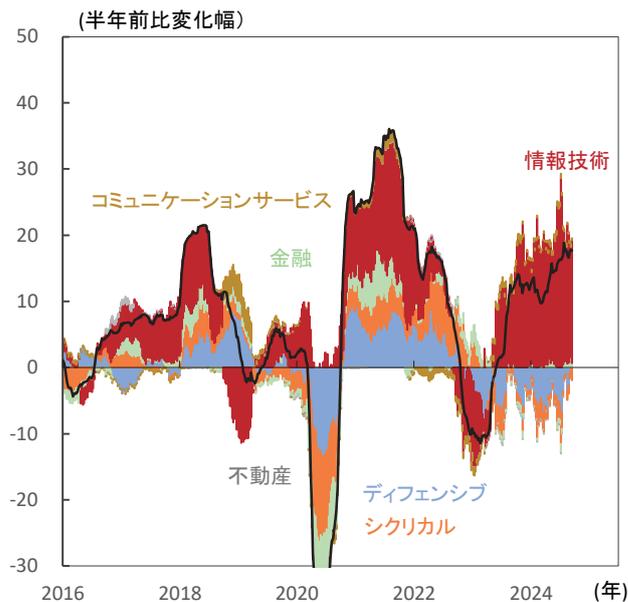
## ● 株式市場はハイテク株主導で上昇基調、リート市場は堅調な推移を予想

### S&P500株価指数 PER水準別に見た推計値



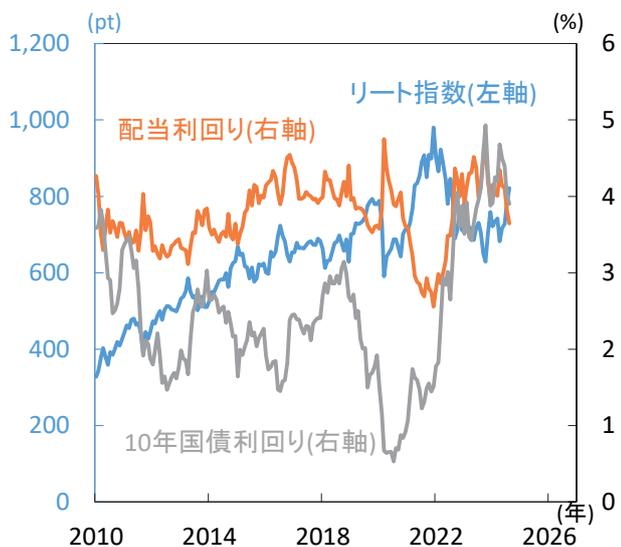
注) PERのレンジは12カ月先ブレンド予想EPS(1株当たり利益)を基に計算、2024年末は2025年末予想EPS、2025年末は2026年末予想EPSを使用。週次データ、直近値は2024年9月19日。  
出所) S&P、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### S&P500 予想利益の業種別分解



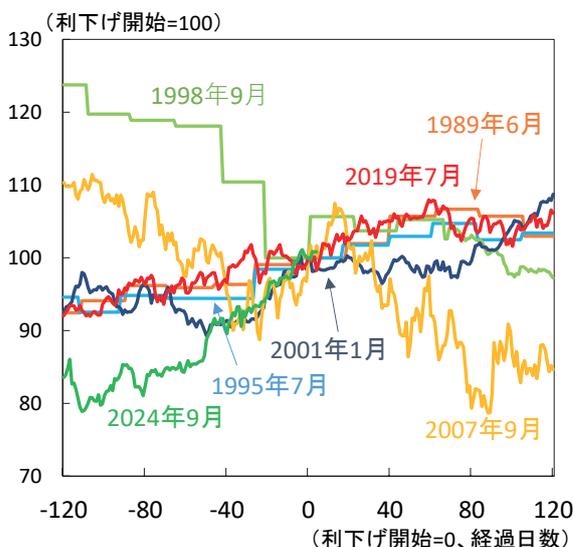
注) ディフェンシブはヘルスケア・公益・一般消費財サービス・生活必需品、シクリカルは資本財サービス・素材・エネルギーの合計。26週前と比較。EPSはBloombergのコンセンサス、直近値は2024年9月19日。  
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 リート指数と配当利回り、10年国債利回り



注) 月次ベースのデータ、直近値は2024年8月30日時点。米国リート指数はNAREIT All Equity REITS。  
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 利下げ局面前後のパフォーマンス



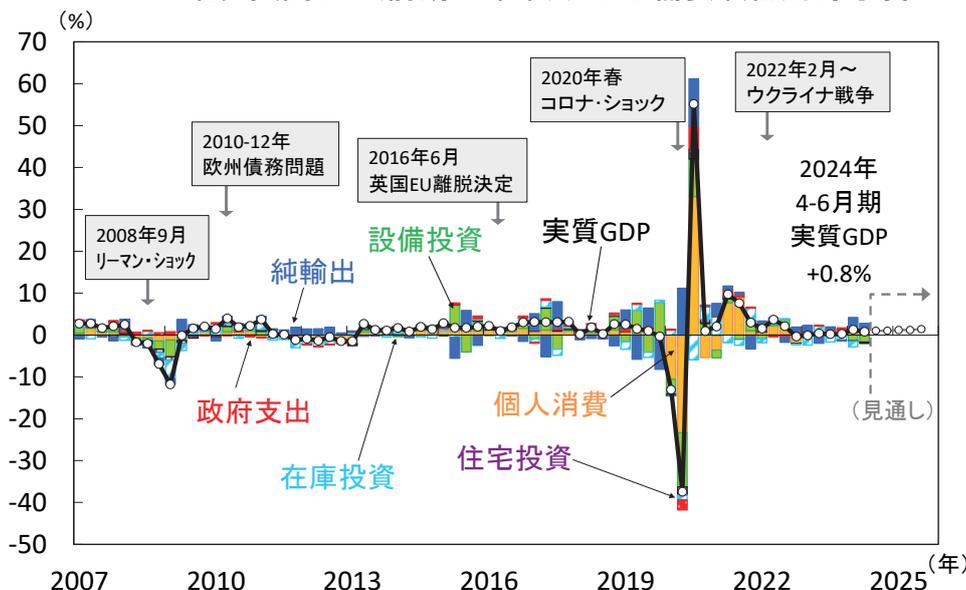
注) 初回の利下げが行われた日を0日として、その前後のパフォーマンスを算出。利下げ開始を100として指数化。直近値は2024年9月25日。  
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 5. 欧州経済：景気回復の息切れに懸念

- ◆ ユーロ圏の2024年4-6月期実質GDPは前期比年率+0.8%と、1-3月期に続いて底堅く推移しました。対外輸出が景気回復を支えた一方、消費や投資は低迷し、域内需要は依然として弱い模様です。
- ◆ 産業別ではサービス業が経済成長をけん引する構図は変わらず、製造業は引き続き低迷。国別では、製造業比率の大きいドイツの不振が際立ちました。足元の景況感指標は改善に乏しく、製造業不振は一段と深刻化。サービス業部門も減速の兆しを見せ、景気先行き懸念が強まっています。

### ● ユーロ圏景気は4-6月期も底堅く回復、内需の弱さは継続

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

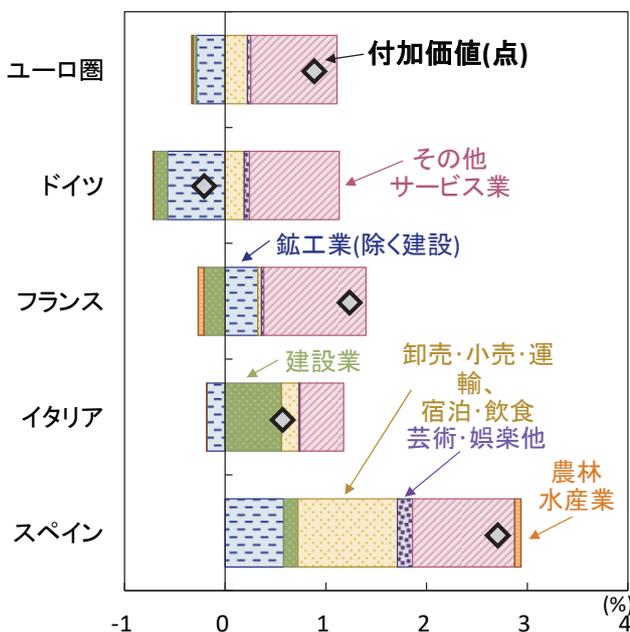


注) 実績の直近値は2024年4-6月期(確定値)。  
2024年7-9月期~2025年7-9月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

### ● 製造業不振からは未だ脱却できず、サービス業の好調さにも陰り

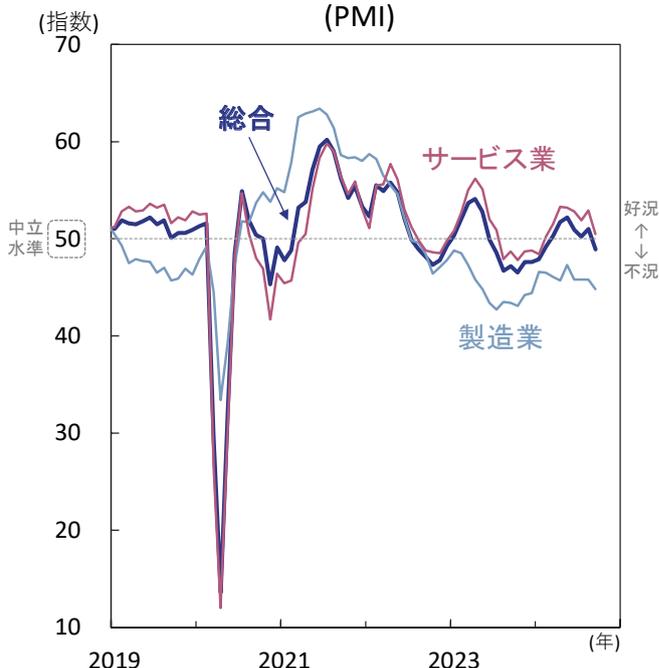
ユーロ圏 付加価値(前年比)



注) 直近値は2024年4-6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 購買担当者景気指数(PMI)



注) 直近値は2024年9月(速報値)。

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

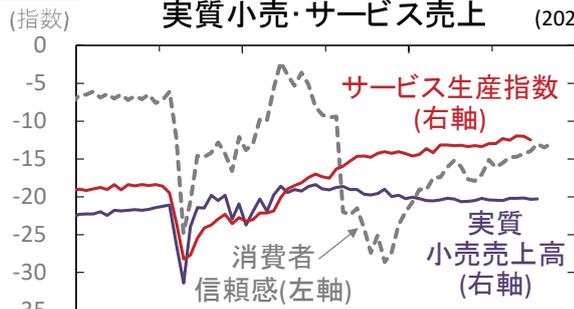
# 内需は力強さにつけ、景気回復力は一段と弱含む展開へ

- ◆ 家計の実質所得の改善は継続も、先行き不透明感への懸念から貯蓄優先の姿勢は変わらず、好調なサービス消費にも減速の兆しが伺えます。景気押し上げ要因として、引き続き実質所得の改善に伴う消費回復が期待されるものの、家計心理の改善は鈍く、ごく緩やかな回復に留まりそうです。
- ◆ 需要の弱さが顕著となる中、設備投資も力強さに欠ける展開が続いています。外需の不透明感や高金利環境も重しとなり、年末にかけて域内景気回復力はさらに弱含む可能性が高まっています。

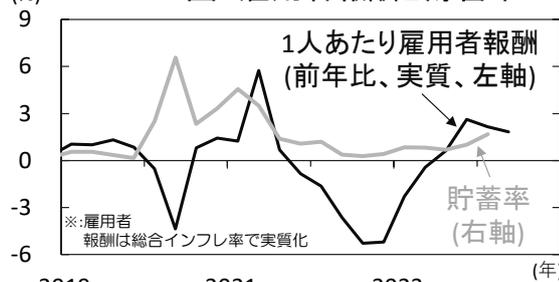
## ● 家計・企業の消費・投資意欲の改善は鈍く、年末にかけて景気回復はより緩慢に

### 消費

#### ユーロ圏 消費者信頼感と実質小売・サービス売上



#### ユーロ圏 雇用者報酬と貯蓄率

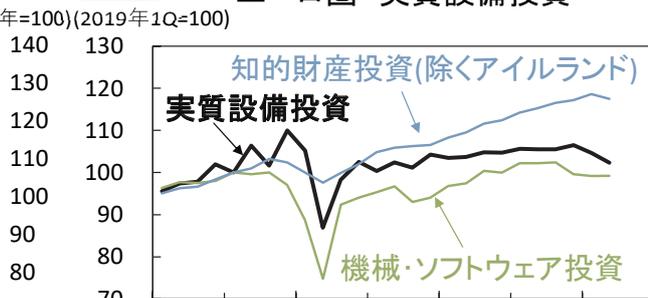


注) 直近値は消費者信頼感・実質小売売上が2024年7月、サービス生産指数が同年6月、雇用者報酬が同年4-6月期、貯蓄率が同年1-3月期。サービス生産指数はサービス売上指数を価格変動で補正した指数。

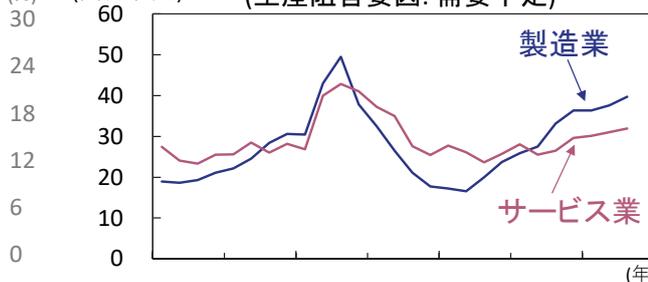
出所) Eurostat、欧州委員会(EC)より三菱UFJアセットマネジメント作成

### 投資

#### ユーロ圏 実質設備投資



#### ユーロ圏 欧州委員会業況調査 (生産阻害要因: 需要不足)



注) 直近値は上段が2024年4-6月期、下段は同年7-9月期調査。

出所) Eurostat、ECより三菱UFJアセットマネジメント作成

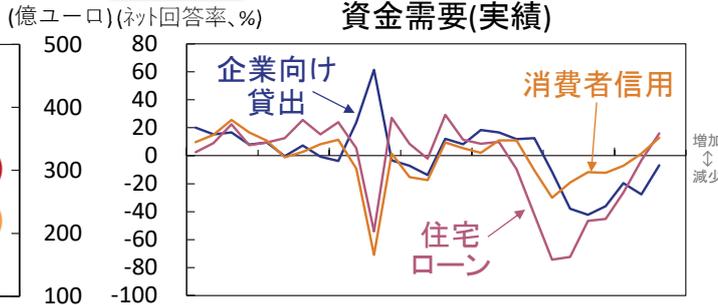
### 外需

#### ユーロ圏 対外輸出

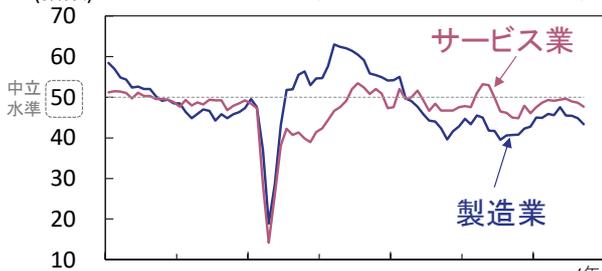


### 資金環境

#### ユーロ圏 銀行貸出調査 資金需要(実績)



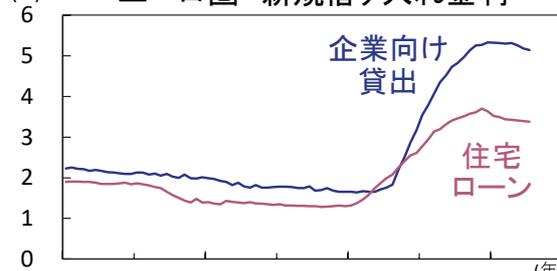
#### ユーロ圏 PMI(新規輸出受注指数)



注) 直近値は上段が2024年7月、下段が同年9月(速報値)。

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

#### ユーロ圏 新規借入れ金利



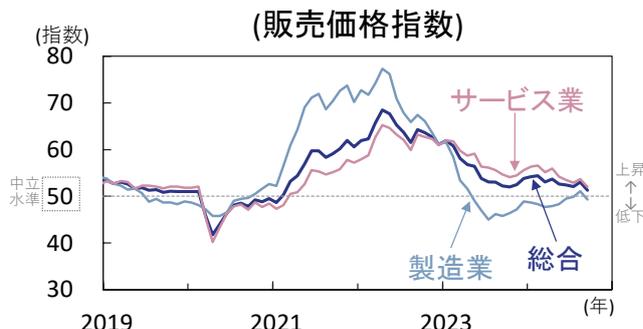
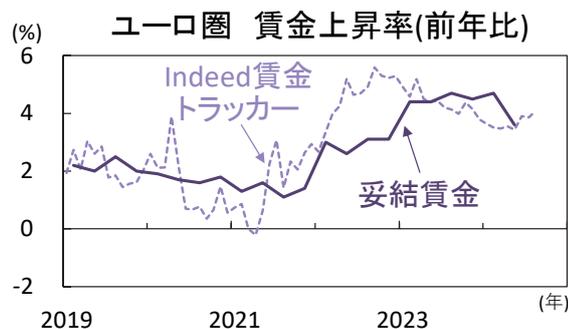
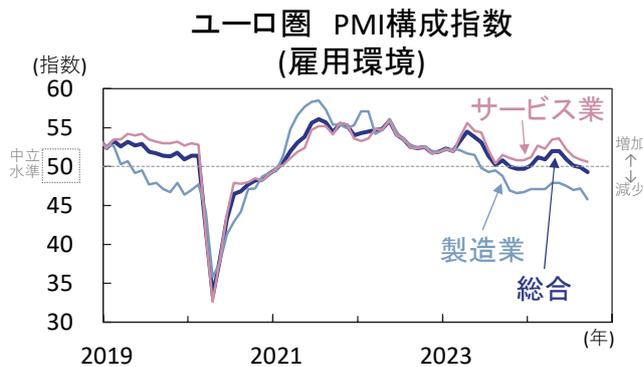
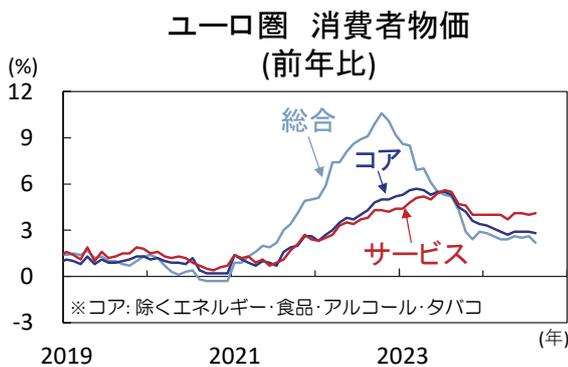
注) 直近値は上段が2024年7-9月期調査、下段は同年7月。

出所) 欧州中央銀行(ECB)より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ECBは慎重かつ段階的に利下げを進める方針を維持

- ◆ サービス・賃金インフレの高まりが続く中、労働需給の緩和や企業価格設定姿勢の弱まりの兆しはみられつつも、欧州中央銀行(ECB)は警戒を解かず、インフレ動向見極めの重要性を改めて示しました。
- ◆ ECBは9月政策会合では0.25%ptの利下げを決定。成長率予想を下方修正し、景気下振れリスクへの懸念を強めつつも、景気回復継続の楽観的見通しは変えず、慎重かつ段階的に利下げを進める姿勢を堅持しました。一方、市場では景気先行き懸念から利下げペースの加速観測が強まっています。

### ● ECBはサービスインフレの下げ渋りや賃金上昇圧力の根強さを依然として警戒



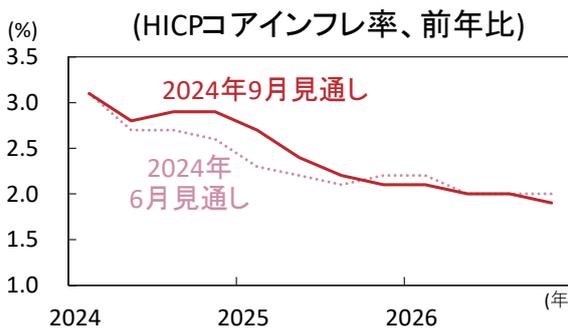
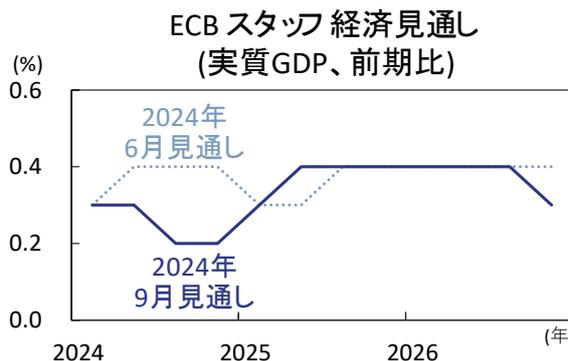
注) 直近値は上段が2024年8月、下段は妥結賃金が同年4-6月期、Indeed賃金トラックターが同年8月。  
出所) Eurostat, Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は2024年9月(速報値)。  
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

### ● ECBは緩慢な利下げ方針を堅持する一方、利下げが遅れるリスクも意識



注) 直近値は2024年9月23日。  
出所) ECB, LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

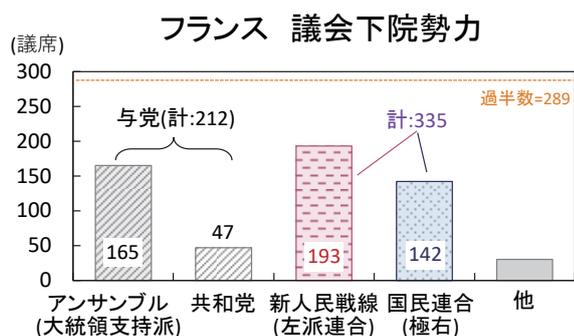


注) コア: 除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ  
出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 政治不透明感・財政リスクへの懸念は強い

- ◆ フランスでは、少数与党の新内閣が発足も、議会勢力の基盤は脆弱。ドイツでは、9月に実施された東部3州の州議会選挙で極右政党や新興左派政党の勢力が伸張。スペインやイタリアでも政治不安が意識され、域内主要国では、政治リスクが散在し、政治不透明感への懸念が拭えずにいます。
- ◆ 秋に予算審議の本格化を控え、ユーロ圏主要4カ国は何れも財政リスクを抱えています。政局混迷が続く中、財政再建への懸念に加えて、経済政策不透明感に伴う企業の投資抑制等も懸念されます。

### ● ドイツやフランスをはじめ、欧州主要国の多くでくすぶる政治リスク



#### ドイツ 主要政党の得票・支持率

	SPD (与党)	CDU/CSU (最大野党)	AfD (極右)	BSW (左派新勢力)
2021年連邦議会選挙結果(得票率)	25.7%	24.1%	10.4%	-
2024年9月州議会選挙結果(得票率)				
チューリンゲン州	6.1%	23.6%	<b>32.8%</b>	<b>15.8%</b>
ザクセン州	7.3%	31.9%	<b>30.6%</b>	<b>11.8%</b>
ブランデンブルグ州	30.9%	12.1%	<b>29.2%</b>	<b>13.5%</b>
2025年連邦議会選挙世論調査(支持率)	15.5%	<b>32.0%</b>	20.0%	10.0%

注) 支持率は2024年9月20~23日調査。

出所) 仏国民議会、独連邦・州議会、INSAより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 欧州各国における政局不安

##### イタリア

- ・欧州連合(EU)の財政赤字是正措置(EDP)の対象入り
- ・2024年に、低所得者支援や南部の開発支援、住宅購入支援等の財政措置の失効が予定され、メローニ政権支持率に影響が

##### スペイン

- ・世論調査で野党国民党(中道右派)の支持率が与党(中道左派)をリード
- ・少数与党は地域政党の閣外協力により、辛うじて議会過半数を維持

##### オランダ

- ・2023年総選挙で、反移民・EU離脱を主張する極右政党「自由党」が第1党に躍進
- ・2024年5月に極右主導の右派連立政権が発足

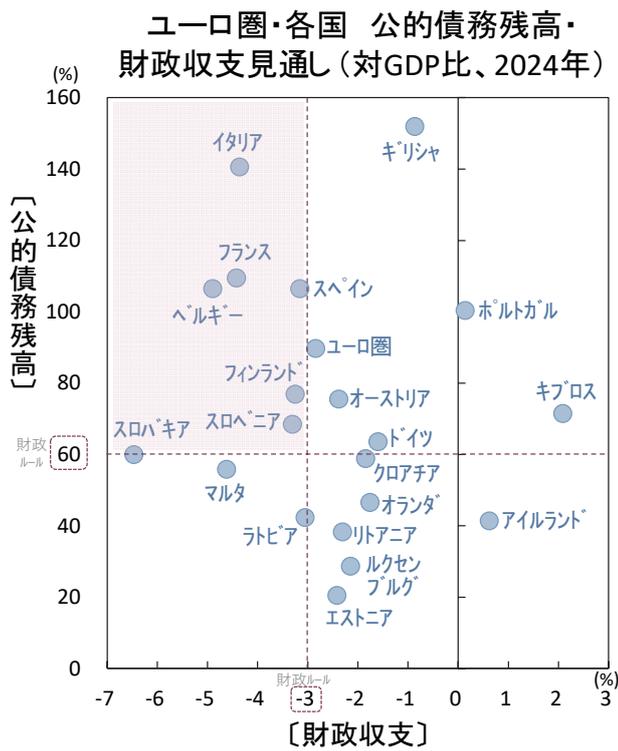
##### オーストリア

- ・2024年総選挙(9月29日実施予定)で、極右政党オーストリア自由党が第1党に躍進する可能性が浮上

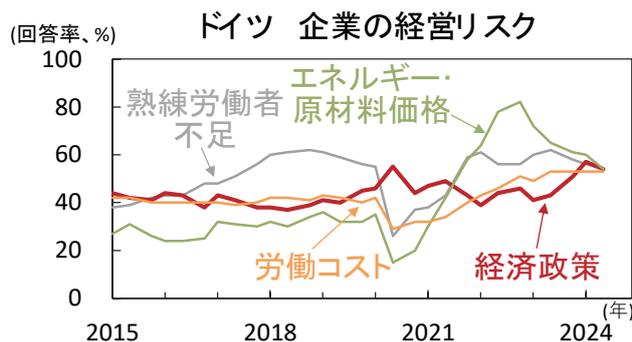
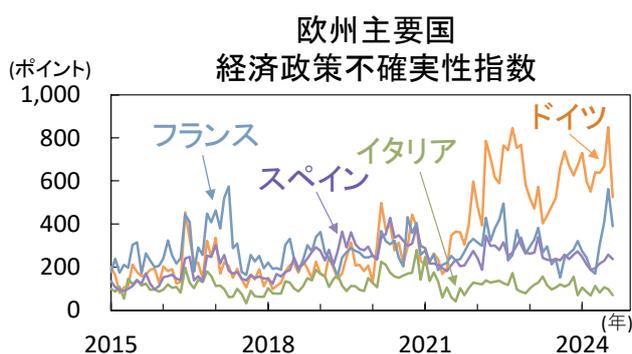
注) 2024年9月24日時点。

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

### ● 政治情勢の不安定化は財政リスクや経済活動の抑制に影響



出所) ECより三菱UFJアセットマネジメント作成



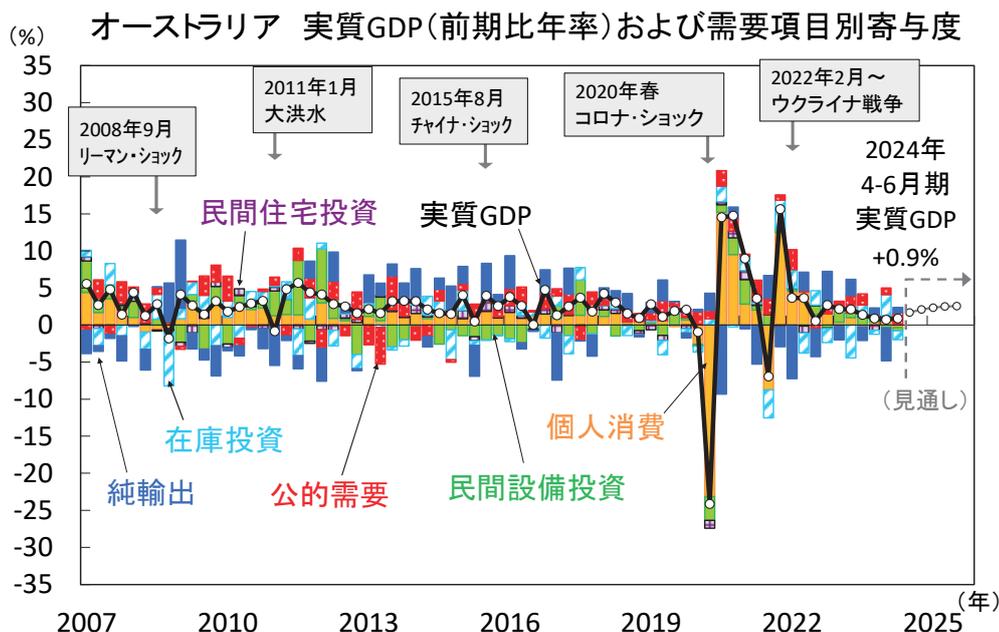
注) 直近値は上段が2024年8月、下段は同年初夏調査。

出所) 独商工会議所、Policyuncertaintyより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 6. オーストラリア（豪州）：豪中銀は引き締め的な政策を継続

- ◆ 4-6月期の実質GDP成長率は小幅に持ち直したものの、内需は総じて弱く消費の不振が目立ちました。消費は所得税減税など支援策を受けて回復するとみられるも、投資は底入れしつつもしばらく弱く、また外需も弱含む可能性があるため、豪州経済の回復は緩やかにとどまる見通しです。
- ◆ 家計のマインドは回復しつつあるも消費意欲はなお弱く、金融資産は増加傾向にあります。高金利が継続する中、支払利息負担が抑制要因となり消費が大きく回復する可能性は低いとみています。

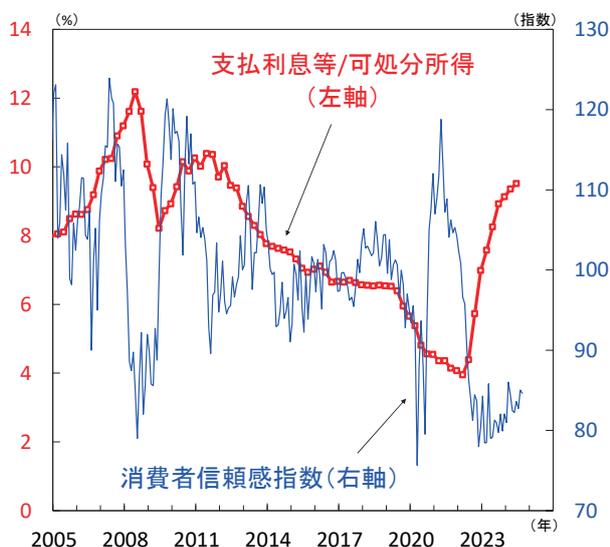
### ● 4-6月期の実質GDP成長率は低調、先行きは緩やかに回復へ



注) 実績の直近値は2024年4-6月期。2024年7-9月期～2025年7-9月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。  
出所) 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

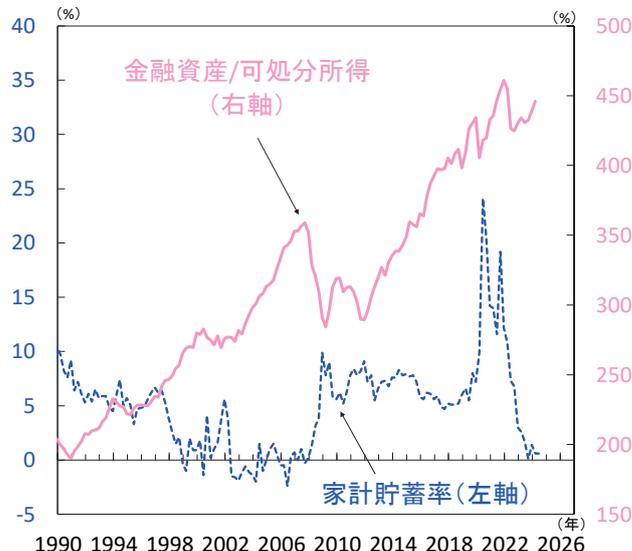
### ● 消費者マインドは改善するも低水準、利払い負担が家計の重荷

オーストラリア  
支払利息(対可処分所得比)と消費者信頼感



注) 直近値は支払利息が2024年4-6月期、消費者信頼感指数が同年9月。  
出所) オーストラリア統計局、ウエストパック銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

オーストラリア  
金融資産(対可処分所得比)と家計貯蓄率



注) 直近値は2024年4-6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

## 豪中銀は引き締め姿勢継続も、市場の利下げ期待は強まる

- ◆ 豪中銀は昨年12月以降政策金利を据え置いており、インフレ上振れへの警戒を緩めていません。また当面は引き締めの金融政策を継続する方針を明示し、早期の緩和転換を否定しています。
- ◆ 市場は年内の利下げ開始を予想しており、早期緩和への期待は根強いと言えます。ただし豪中銀の姿勢を考慮すると利下げ開始は来年2月以降となり、その後は緩やかな利下げの継続が予想されます。早期利下げ期待は後退する可能性があり、長期金利はしばらくもみ合うとみえています。

### ● 豪中銀はインフレ鈍化を見込むも、物価目標圏内への収束は2025年末と予想

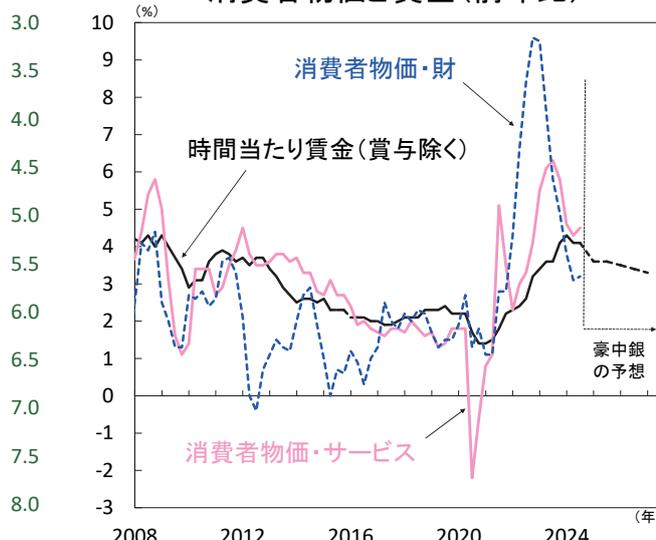
オーストラリア  
政策金利と消費者物価、失業率



注) 直近値は政策金利が2024年9月、失業率が同年8月、消費者物価が同年4-6月期。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀予想は金融政策報告(2024年8月)による。

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

オーストラリア  
消費者物価と賃金(前年比)

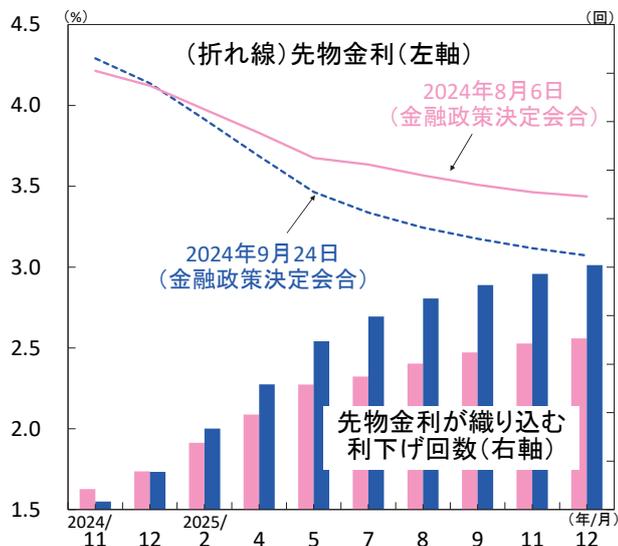


注) 直近値は2024年4-6月期。豪中銀予想は金融政策報告(2024年8月)による。

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

### ● 豪利下げ観測は強まる、金利が低下基調となり豪ドルは対円で軟化

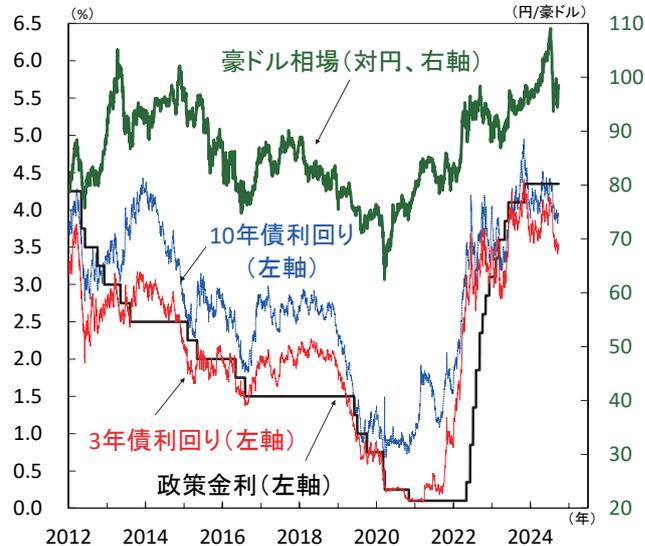
オーストラリア  
先物金利が織り込む政策金利



注) 直近値は2024年9月24日。利下げ回数は0.25%pt幅で算出。

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  
豪ドル、政策金利、国債利回り



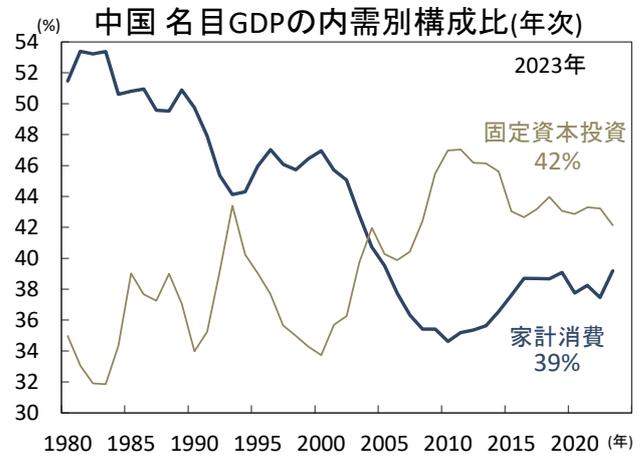
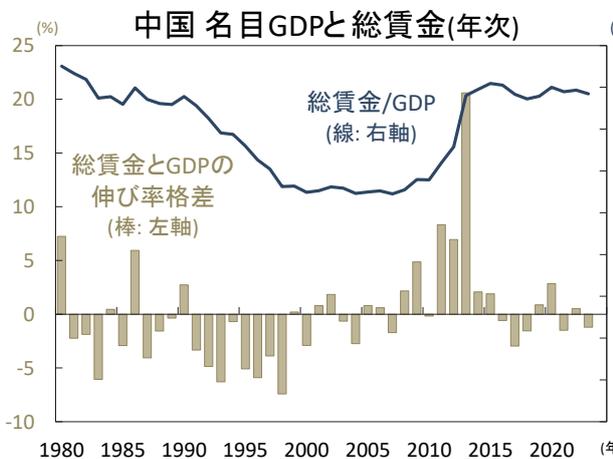
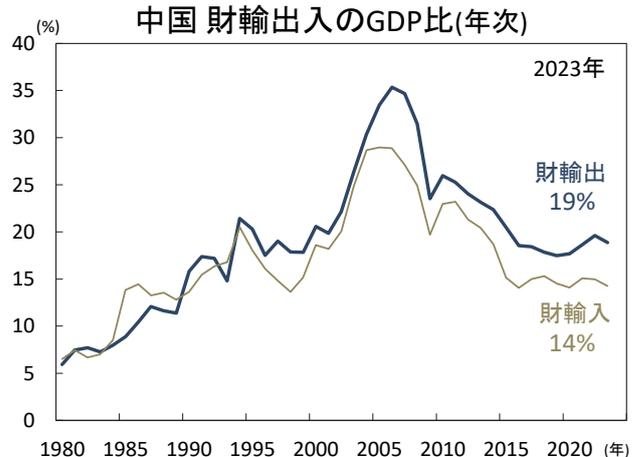
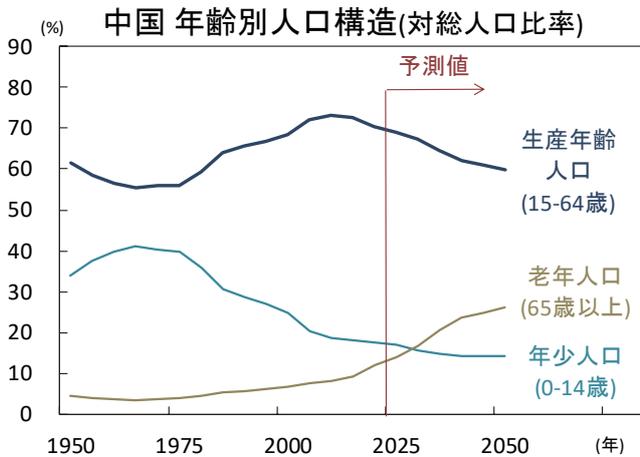
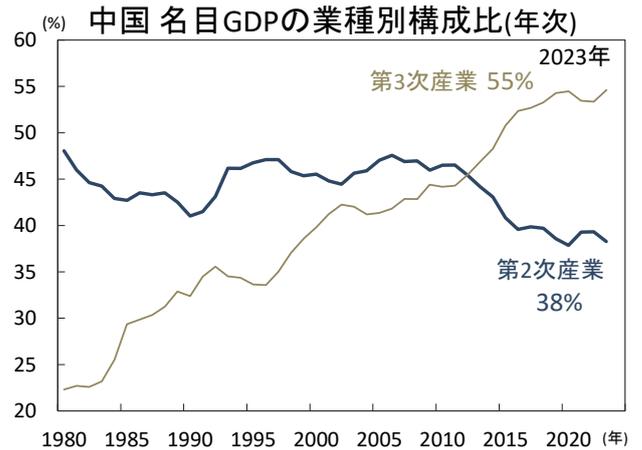
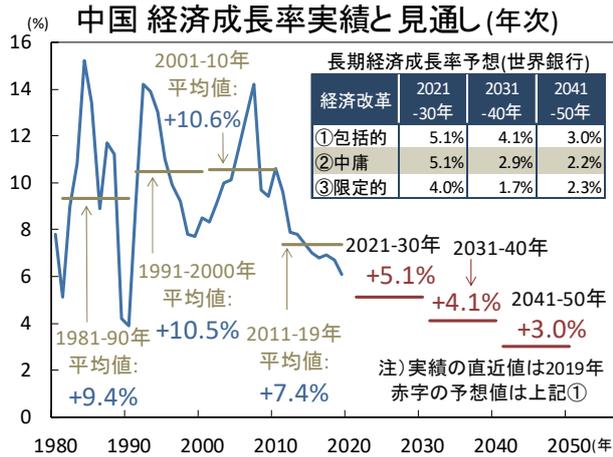
注) 直近値は2024年9月24日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 7. 中国経済：内需が低迷し景気は失速

- ◆ 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、農村部から都市部への労働力移動の一巡があります。
- ◆ 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



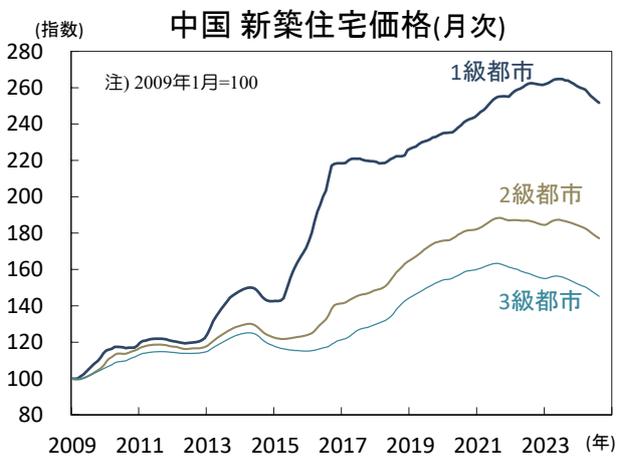
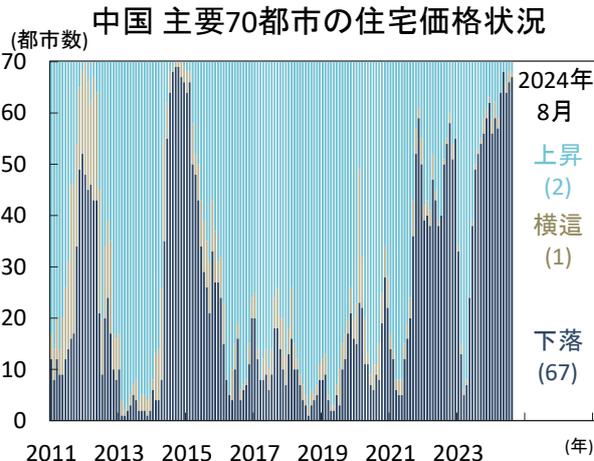
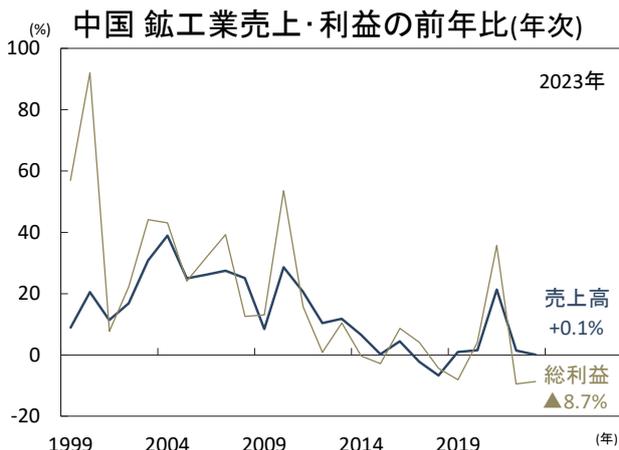
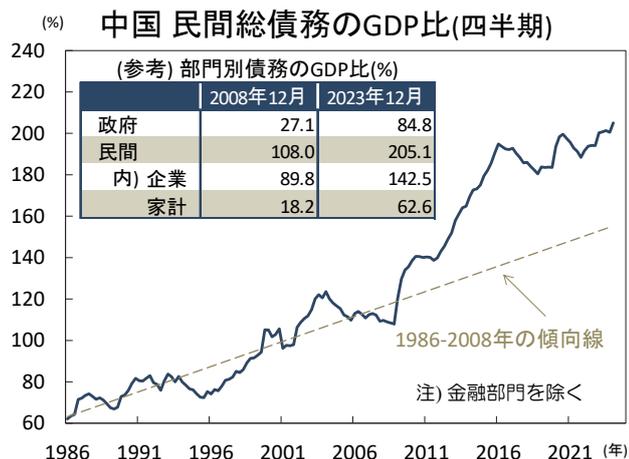
注) 上段：予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, “Innovative China, New Driver of Growth”による。  
 中段：左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025～2050年は同予測値(World Population Prospects, 2022による)。  
 下段：左図の直近値は2023年。

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

## 深刻な住宅不況は今後も継続する見込み

- ◆ 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。当局は国有企業による住宅在庫買い上げを促すものの、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



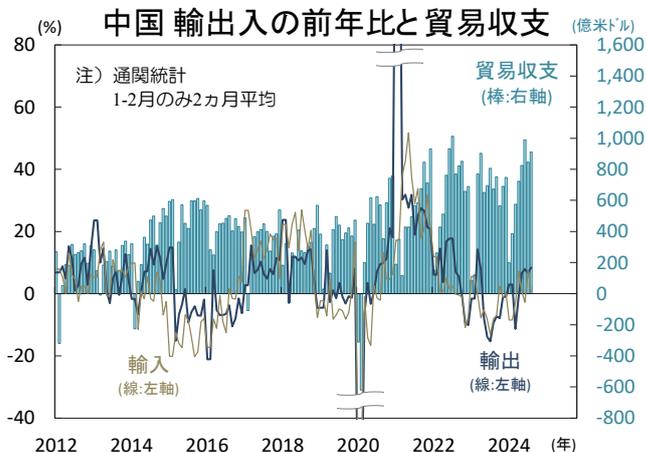
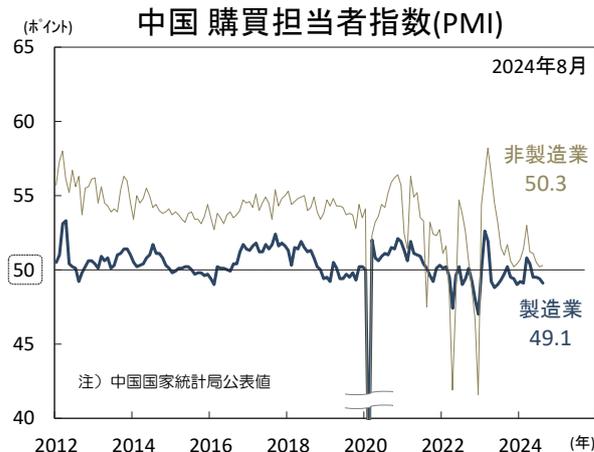
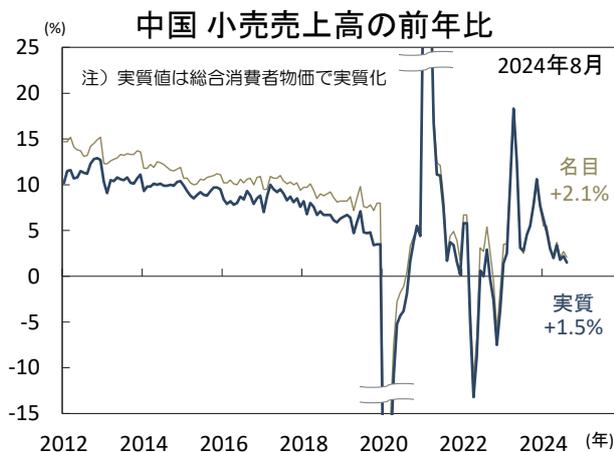
注) 上段: 左図の直近値は2023年12月。  
中段: 左図の直近値は2023年12月。  
下段: 右図の直近値は2024年8月。

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

## 不動産投資や家計消費の低迷に伴って景気は鈍化

- ◆ 2024年4-6月期の実質GDPは前年比+4.7%(1-3月期+5.3%)へ鈍化しました。同年8月には輸出が加速したものの、不動産投資と家計消費の低迷が続き、鉱工業生産も鈍化。内需の低迷が深刻化する中で、もはや輸出の伸びだけでは景気拡大の速度を保てなくなりつつある模様です。
- ◆ 当局は住宅市場支援策や家計消費振興策を導入したものの、景気支援効果は限定的。2024年通年のGDP成長率は+4.6%(前年+5.2%)前後、2025年は+4.2%前後と景気は勢いを欠くでしょう。

### ● 低迷する住宅販売と不動産投資、インフラ投資も減速し、小売売上高も軟調



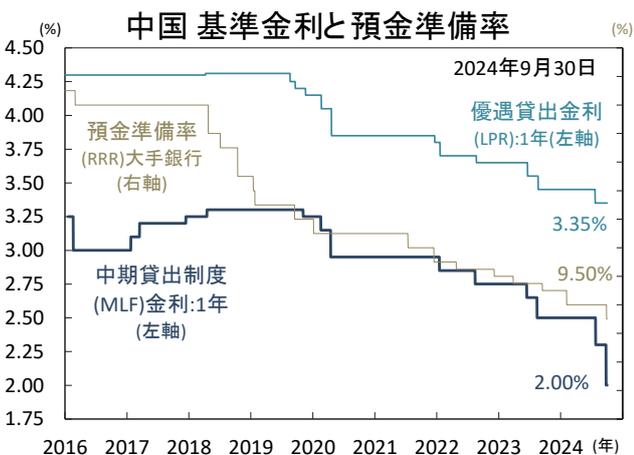
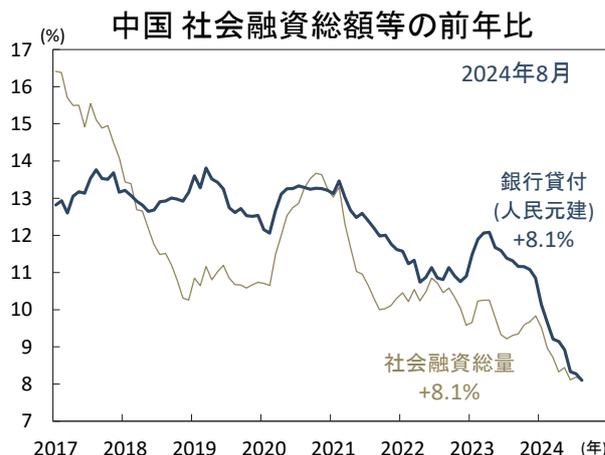
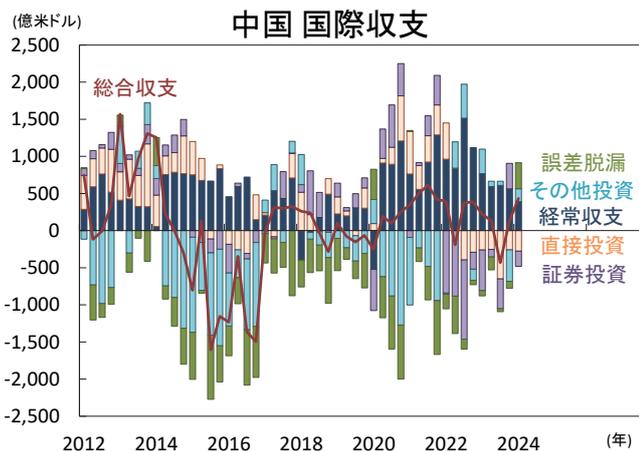
注) 上段: 右図の直近値は2024年8月。  
下段: 直近値は左図が2024年8月、右図が同年8月。

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、人民元相場は7月下旬より反発

- ◆ 低迷してきた人民元相場は7月下旬より対米ドルで反発。米利下げ期待から米金利が低下し米ドルが下落する中で、元建て国債市場に資本が流入し、海外投資家も売り持ちにしてきた海外元(CNH)を買い戻しました。企業も海外に滞留させてきた輸出代金の一部を元に交換した模様です。
- ◆ 景気が低迷する中で当局は政策金利と預金準備率を引き下げ、今後も追加引き下げを行う見込み。米国との通商対立のリスクも意識される中で、今後の元相場の上値は重いとみられます。

### ● 景気支援に向けて政策金利等を引き下げ、反発した人民元は今後軟化か



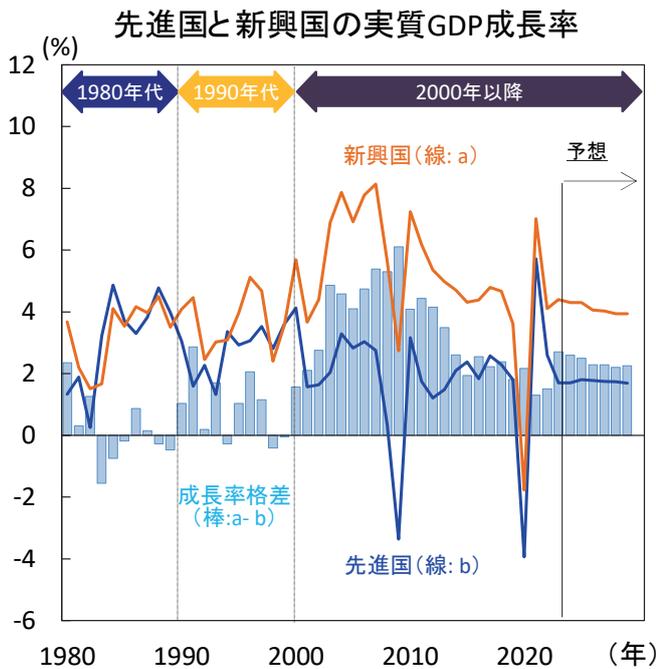
注) 上段: 直近値は、左図: 2024年1-3月期、  
中段: 直近値は、右図: 2024年9月30日。  
下段: 直近値は、左図: 2024年9月30日、右図: 為替相場は2024年9月30日、外貨準備は2024年8月。

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

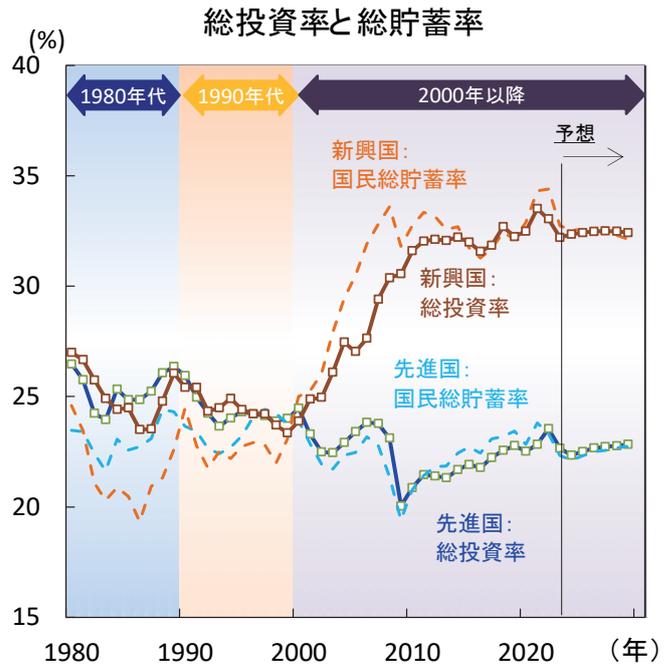
## 8. 新興国：景気と物価の安定に向けて難しい舵取り

- ◆ 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変わりません。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

### ● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国

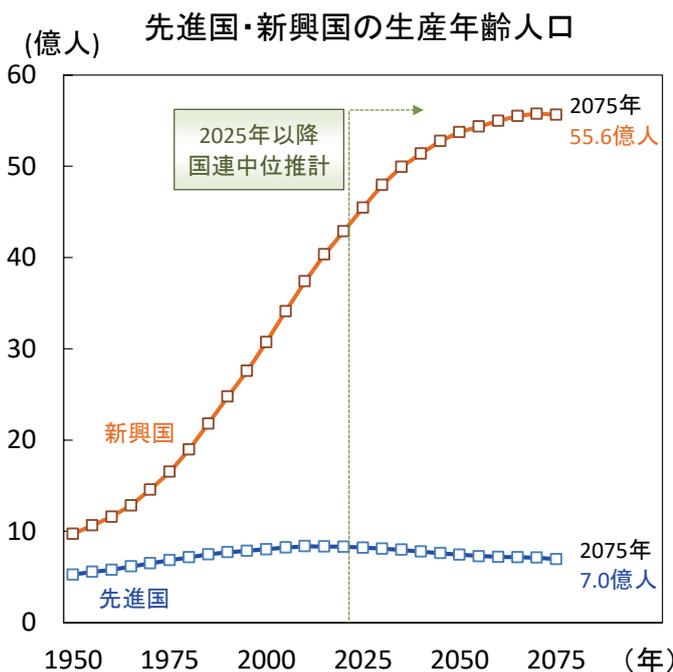


注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成

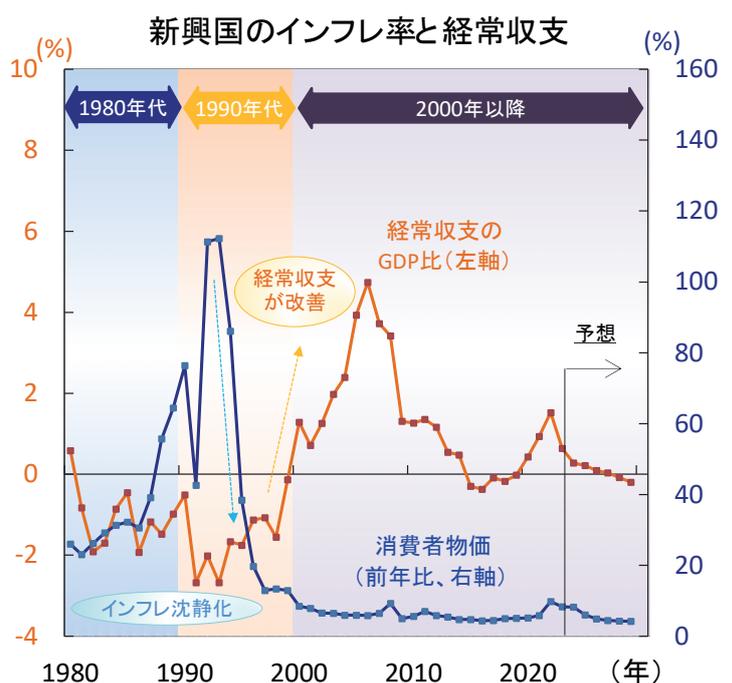


注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 先進国に比して豊富な生産年齢人口、2000年代以降インフレ率は沈静化



注) データは5年ごと。2025年以降は国連による中位推計値。  
生産年齢人口は15歳以上65歳未満とする。  
出所) World Population Prospectsより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。  
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。今後は、悪化した財政をどう改善させるのかが重要な政策課題です。

### ●トルコやアルゼンチンは流動性比率の低さなど対外収支が弱み

#### 主要国の経済、財政、対外収支指標

地域と国名	人口・所得				マクロ経済				政府財政		対外収支					
	(a) 名目 GDP <small>(10億ドル)</small>	(b) 人口 <small>(百万人)</small>	(c) 人口 伸び 率 <small>(%)</small>	(d) 一人 当り 所得 <small>(ドル)</small>	(e) GDP 成長 率 <small>(%)</small>	(f) 国内総 貯蓄率 <small>(GDP比)</small>	(g) 国内総 投資率 <small>(GDP比)</small>	(h) 消費者 物価 上昇率 <small>(%)</small>	(i) 財政 収支 <small>(GDP比)</small>	(j) 政府 債務 <small>(GDP比)</small>	(k) 経常 収支 <small>(GDP比)</small>	(l) 対外 純債務 比率 <small>(%)</small>	(m) 対外 返済 比率 <small>(%)</small>	(n) 流動性 比率 <small>(%)</small>	(o) 外貨 準備 カバー <small>(ヵ月)</small>	
日米	日本 3,907	123.8	-0.5	49,820	0.3	24.8	26.5	1.6	-4.2	231.0	4.2	-107.1	35.1	121.1	13.1	
	米国 28,910	339.0	0.6	77,950	2.2	16.0	18.8	4.2	-8.0	116.7	-2.8	284.6	86.1	27.8	1.7	
ユーロ圏	ドイツ	4,694	84.8	0.4	69,210	0.2	26.1	21.7	4.2	-1.7	62.6	6.5	-29.6	35.4	36.3	
	オランダ	1,207	17.9	0.8	73,850	1.6	30.9	19.5	4.5	-2.0	46.0	9.2	-33.5	94.1	43.4	
	フィンランド	302	5.6	0.2	63,360	0.1	20.9	21.1	3.1	-3.7	81.8	-0.8	114.5	51.1	34.7	
	フランス	3,171	65.8	0.2	58,610	0.8	21.5	22.9	3.3	-5.1	111.3	0.0	111.1	76.2	46.3	
	ベルギー	655	11.8	0.6	69,310	1.4	24.0	23.3	4.1	-4.7	105.4	-1.1	28.9	29.4	36.8	
	アイルランド	572	5.2	1.1	96,100	6.1	60.9	28.0	3.4	1.0	41.9	7.9	-189.8	43.5	18.5	
	イタリア	2,343	58.8	-0.3	55,940	1.0	23.3	21.5	3.5	-4.7	137.6	1.5	90.4	44.3	31.9	
	スペイン	1,665	48.6	0.6	48,920	1.1	24.5	19.6	3.5	-3.0	105.5	2.8	110.7	50.6	36.2	
	ポルトガル	302	10.7	0.5	43,870	1.6	20.4	19.8	3.4	0.2	95.8	1.7	73.4	22.1	53.0	
	ギリシャ	250	10.3	-0.8	38,520	1.8	12.1	16.1	3.1	-1.0	154.0	-5.1	211.2	14.4	22.9	
その他	デンマーク	412	6.0	0.7	80,530	2.3	31.1	21.4	3.2	1.6	28.6	11.3	-40.4	20.1	61.8	
	スウェーデン	603	10.6	0.6	70,770	1.1	29.0	24.6	4.0	-1.4	32.1	6.7	82.5	30.1	83.3	
	英国	3,516	69.5	0.6	57,750	0.8	17.3	18.5	4.5	-4.4	104.1	-3.0	53.8	79.1	55.5	
資源国	ノルウェー	499	5.5	0.5	125,000	1.4	40.4	26.4	4.2	14.0	43.9	12.8	-95.4	42.5	57.3	
	カナダ	2,207	41.7	2.0	60,760	1.3	23.2	23.7	3.5	-1.5	84.5	-0.3	194.3	32.5	38.3	
	オーストラリア	1,787	27.3	1.5	62,920	2.1	25.8	26.4	3.8	-1.3	47.8	0.1	177.4	15.7	67.0	
	ニュージーランド	260	5.3	1.3	51,300	1.5	19.9	22.7	4.4	-3.8	47.8	-6.2	189.3	50.3	30.4	
アジア	シンガポール	536	5.9	0.5	115,930	2.7	60.3	24.3	3.2	9.0	39.2	19.5	-116.8	20.7	138.6	
	香港	403	7.5	0.1	73,550	0.5	16.2	16.2	1.6	-4.5	58.6	8.8	-125.5	13.8	166.9	
	台湾	781	23.4	-0.2	-	-	3.6	38.3	25.5	1.9	-0.8	31.6	13.6	-332.9	3.0	388.9
	中国	18,317	1,406.7	0.0	22,260	4.7	42.9	41.9	1.3	-7.1	61.4	1.4	-103.5	7.4	208.3	
	韓国	1,850	51.5	-0.1	52,430	2.1	34.5	31.4	2.9	-1.8	47.5	2.7	-46.7	14.1	188.6	
	マレーシア	422	34.1	1.3	33,880	2.9	27.0	19.4	1.9	-3.3	76.4	2.1	-10.4	10.8	86.6	
	タイ	512	70.3	0.2	21,560	0.5	26.7	23.5	1.7	-4.3	57.4	2.6	-65.1	6.1	217.8	
	インド	3,962	1,436.4	0.8	8,990	5.3	29.7	31.8	5.7	-8.0	81.6	-1.0	-26.5	5.8	218.7	
	フィリピン	476	119.3	1.6	10,570	3.0	10.7	23.5	4.4	-4.4	54.5	-2.3	-0.1	13.6	281.4	
	インドネシア	1,395	285.4	1.1	14,050	3.4	35.4	31.4	2.9	-2.5	40.2	-1.0	9.1	21.5	101.8	
中東・欧・中東・アフリカ	ベトナム	469	101.6	1.0	13,340	5.0	35.8	29.1	3.1	-3.4	34.4	3.8	-12.9	4.4	272.3	
	スリランカ	97	22.2	0.8	13,740	-1.2	28.2	28.2	17.5	-7.1	104.6	-2.0	253.2	26.1	47.1	
	チェコ	347	10.7	0.1	49,270	0.5	32.3	25.6	7.1	-2.5	43.5	0.4	-23.9	4.3	111.8	
	イスラエル	518	9.2	1.6	51,690	3.5	28.0	24.2	2.5	-8.3	70.0	4.3	-178.6	8.4	407.1	
	サウジアラビア	1,086	34.1	2.6	55,400	1.9	36.7	29.3	2.7	-2.8	27.6	-0.4	-70.7	16.0	246.8	
	ポーランド	913	37.7	-0.1	44,770	2.7	23.3	18.7	7.4	-5.3	53.2	-0.3	-3.6	11.5	146.7	
	南アフリカ	399	63.0	1.3	15,010	0.5	14.4	14.7	5.2	-4.7	76.0	-2.4	31.7	11.2	102.9	
	ルーマニア	386	18.8	-0.6	41,950	2.2	19.8	24.2	6.8	-7.2	52.3	-6.3	32.3	12.1	138.2	
ブルガリア	109	6.4	-1.8	34,310	2.4	21.4	17.2	5.7	-2.9	24.8	-0.4	-54.6	6.5	379.8		
中南米	トルコ	1,213	88.1	1.1	37,990	5.5	27.1	32.3	43.3	-5.1	27.3	-1.9	46.8	19.2	80.5	
	ハンガリー	229	9.5	-0.3	42,310	1.7	30.2	23.9	9.1	-4.9	74.1	1.0	15.3	8.5	131.6	
	チリ	343	19.9	1.0	29,710	2.0	26.4	25.3	6.1	-1.8	40.6	-2.2	67.5	33.0	78.3	
	ウルグアイ	84	3.5	0.4	30,170	1.3	21.3	17.3	7.5	-3.1	63.2	-1.6	-70.0	15.1	255.4	
	ペルー	281	34.1	1.2	15,050	1.5	17.2	22.5	4.6	-2.5	32.2	-0.7	11.3	12.4	253.3	
	メキシコ	1,940	130.3	0.8	23,350	1.3	17.9	25.6	5.4	-5.4	49.2	-0.5	19.5	6.3	125.1	
	コロンビア	432	51.9	0.6	20,120	2.6	9.0	14.1	7.1	-4.9	54.2	-3.3	92.8	22.2	107.3	
ブラジル	2,270	218.7	0.7	18,530	1.8	18.8	16.7	5.9	-6.5	76.8	-1.7	50.1	22.9	134.9		
ボリビア	48	12.3	1.4	9,940	1.1	11.6	17.2	1.8	-5.9	74.1	-2.6	36.0	22.1	80.3		
アルゼンチン	640	46.9	1.0	28,490	0.1	19.8	18.3	109.5	-2.2	85.2	0.9	-51.6	27.1	37.9		

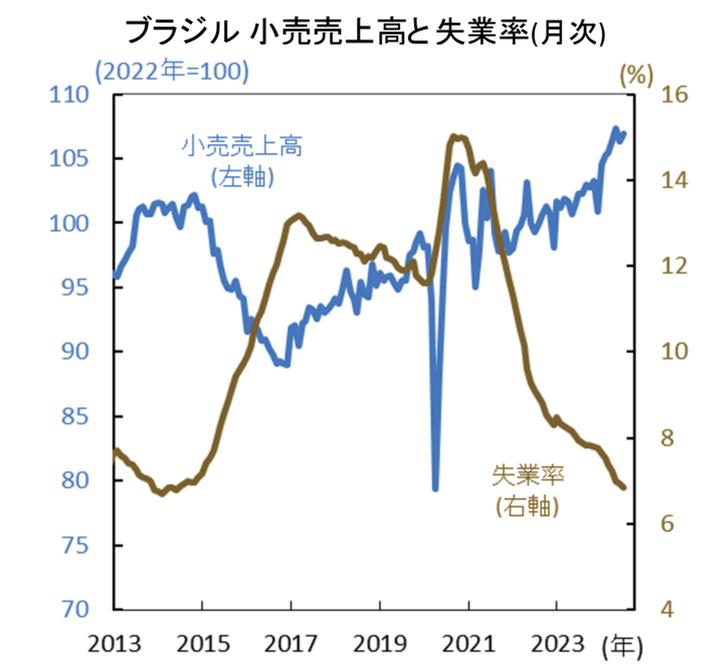
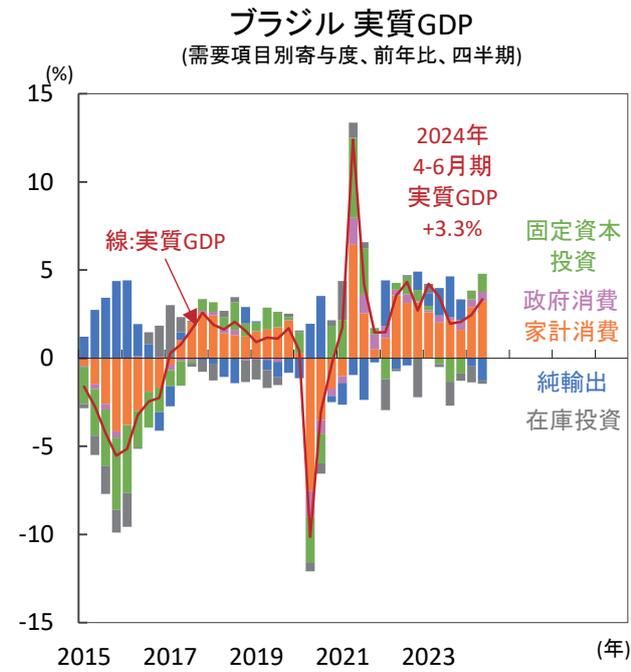
注) 数値は、2024年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2024年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利金返済プラス短期債務残高プラス自国通貨建て債券の外国人保有残高。(o)は外貨準備/経常勘定支払額を月数表示。「-」は該当データなし。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ①ブラジル: 家計消費が景気をけん引も、財政悪化に懸念

- ◆ 低所得者世帯向けの現金給付プログラムの継続や堅調な労働市場を背景とした家計消費の堅調さが景気の支えとなり、4-6月期の実質GDPは前年比+3.3%(1-3月期同+2.5%)と加速しました。
- ◆ 財政健全化の動きに遅れがみられるなか、財政悪化懸念の抑制に向け、政府は福祉手当の不正受給の調査強化などを通じた歳出削減計画を発表。ただし、現時点で発表されている歳出削減策では基礎的財政収支目標の達成に不十分であることから、財政懸念は当面燻るものとみられます。

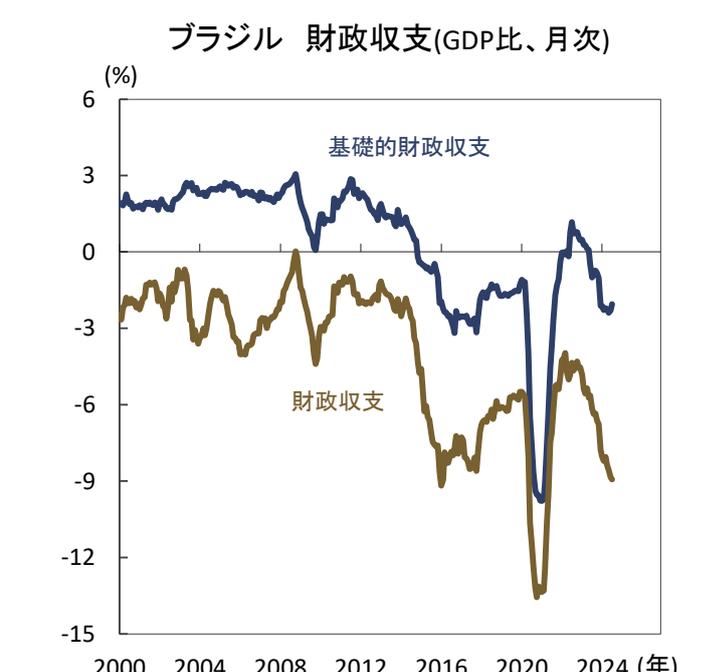
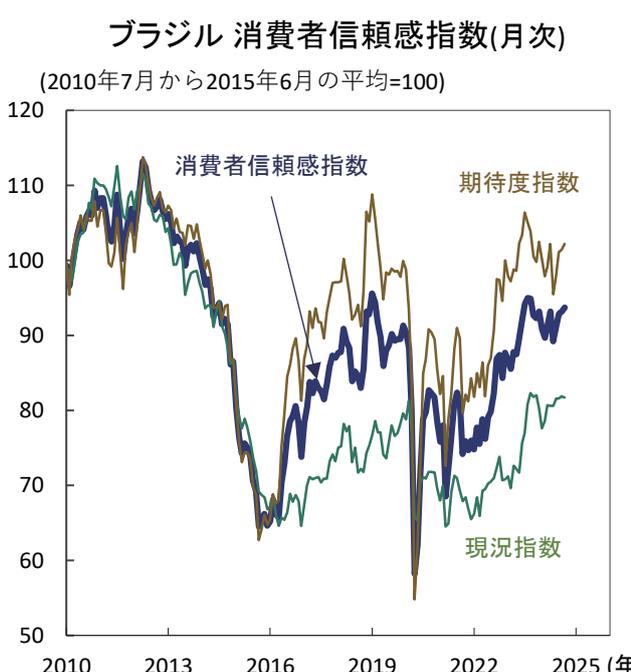
### ● 実質GDPは加速継続(左)、失業率の低下が続くなか、家計消費が堅調(右)



注) 直近値は2024年4-6月期。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 季節調整値、直近値は2024年7月  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 消費者マインドは鈍化(左)、財政悪化懸念から積極的な政策は打ち出しにくい(右)



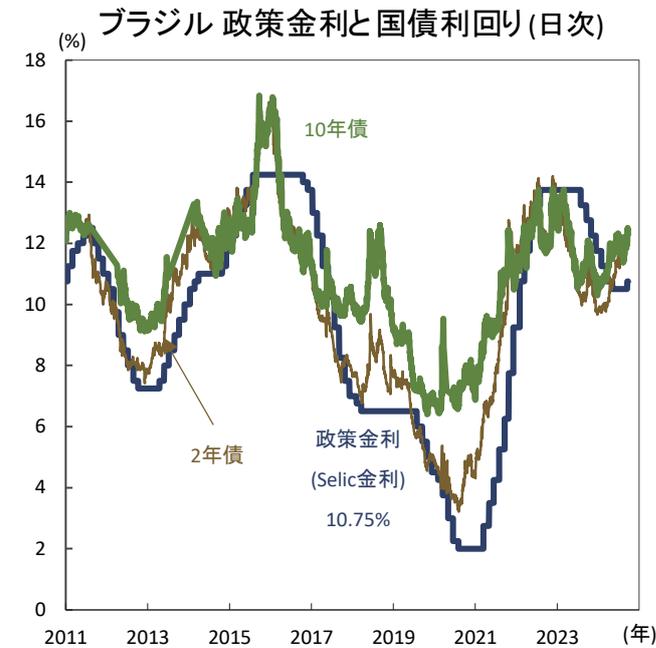
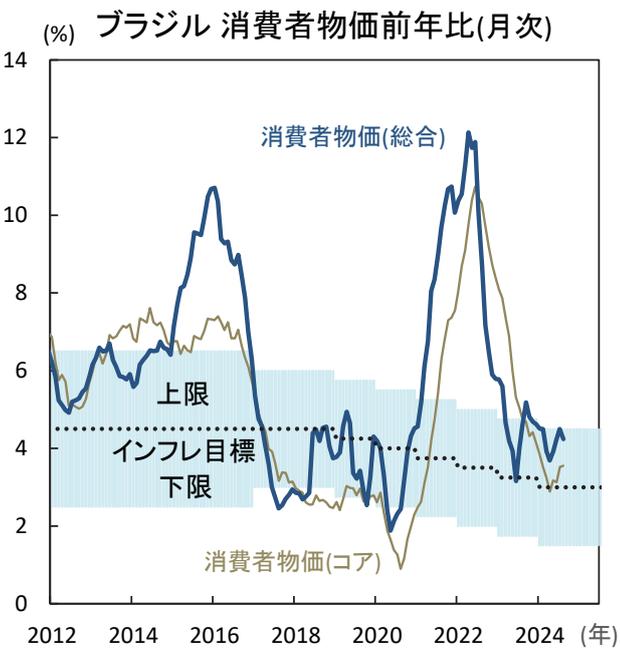
注) 季節調整値、直近値は2024年9月。  
出所) ジェットリオ・バルガス財団、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は2024年7月、財政収支と基礎的財政収支は12ヵ月累計値、GDPは4四半期累計値、GDP未公表の2024年7月分は2024年4-6月期分で代用。  
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル財務省、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

## コア消費者物価の再加速を受けて再利上げ、リアル相場の支えに

- ◆ 8月のコア消費者物価は前年比+3.9%(7月同+3.7%)と再加速。当局は予測シナリオ以上に堅調な経済活動や労働市場を受け、9月の金融政策決定会合で0.25%ptの再利上げを実施しました。
- ◆ 財政悪化懸念や中国景気減速による輸出の伸び悩みによる貿易収支悪化などは懸念されますが、当局は物価の安定化に向けてタカ派姿勢を鮮明にしています。米国が利下げ局面入りするなか、ブラジルと米国との金融政策姿勢の違いが意識されブラジル・リアルは底堅く推移する見込みです。

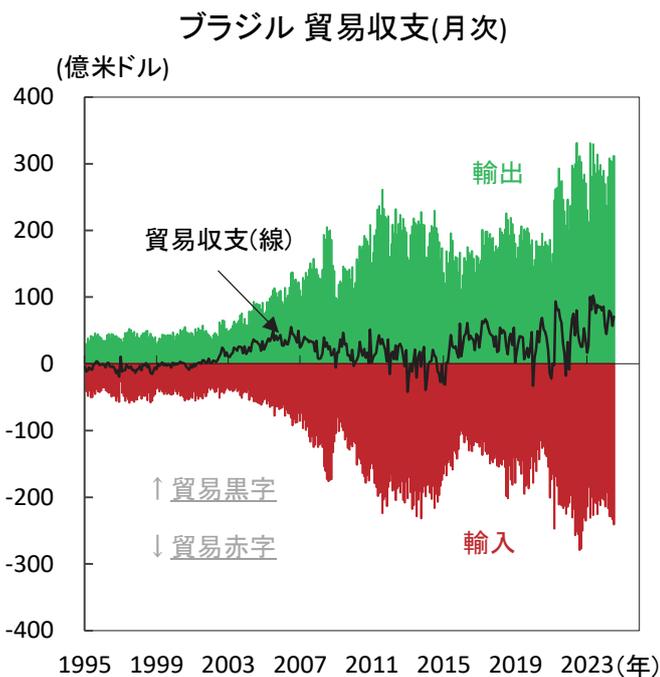
### ● コア消費者物価は再加速(左)、中銀は物価の安定化に向けて再利上げを実施(右)



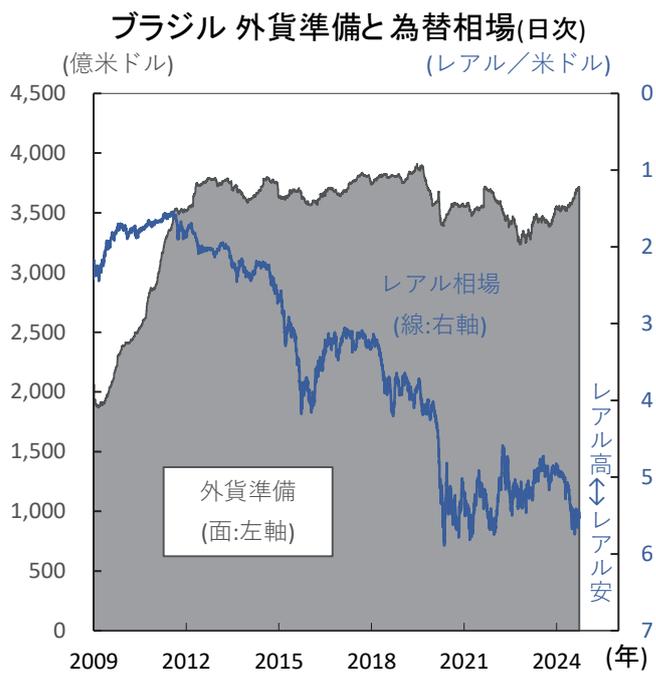
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

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

### ● 先行きの貿易収支悪化を懸念も(左)、中銀のタカ派姿勢がリアル相場の支えに(右)



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

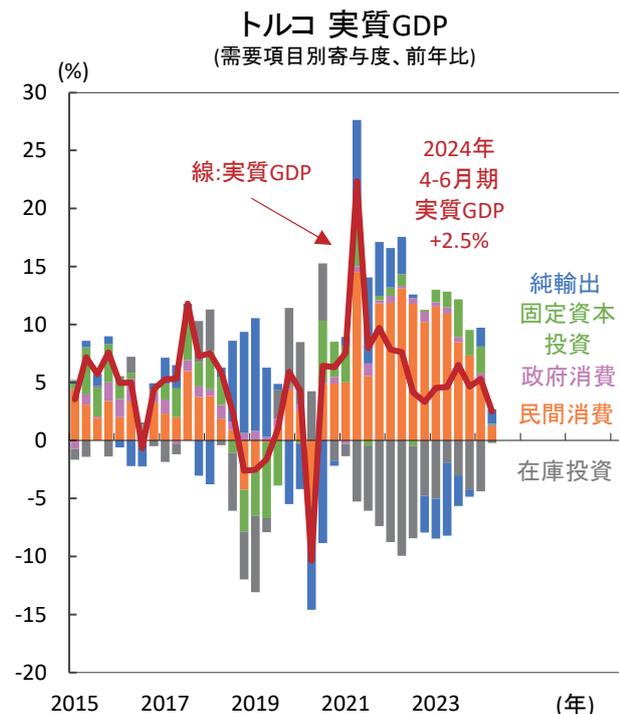


出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ②トルコ: 積極的な金融引き締め政策を受けて景気は急速に鈍化

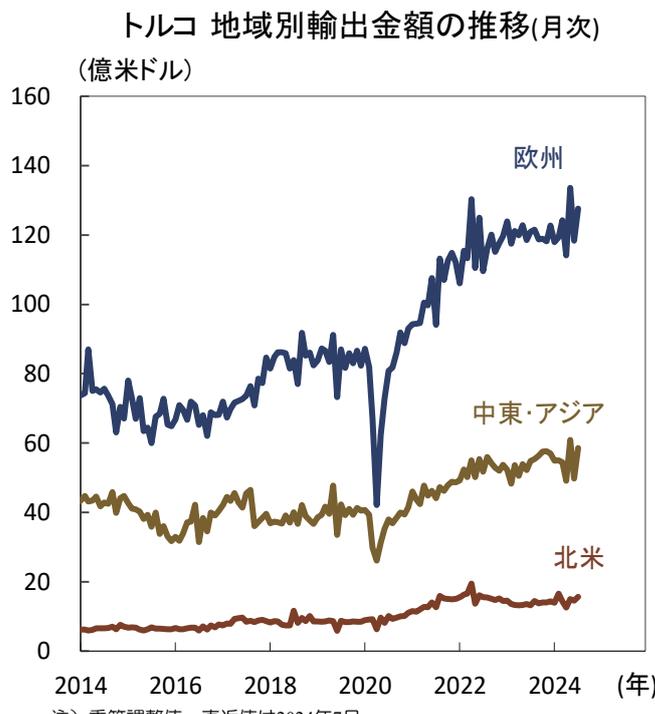
- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+2.5%(1-3月期同+5.3%)と鈍化。急速な政策金利引き上げが景気に影響を及ぼした模様です。7月には最低賃金引き上げが見送られており、先行きの家計消費抑制が懸念される状況。グローバルな景気減速に伴う輸出鈍化なども景気を下押しする見込みです。
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+52.0%(7月同+61.8%)と大きく鈍化。しかし、水準自体は依然高いことから物価の安定化に向けて当局は当面積極的な金融引き締め姿勢を維持する見込みです。

### ● 景気は大きく鈍化(左)、輸出の伸び悩みなどが景気の重しとなる想定(右)



注) 直近値は2024年4-6月期。

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



注) 季節調整値、直近値は2024年7月。

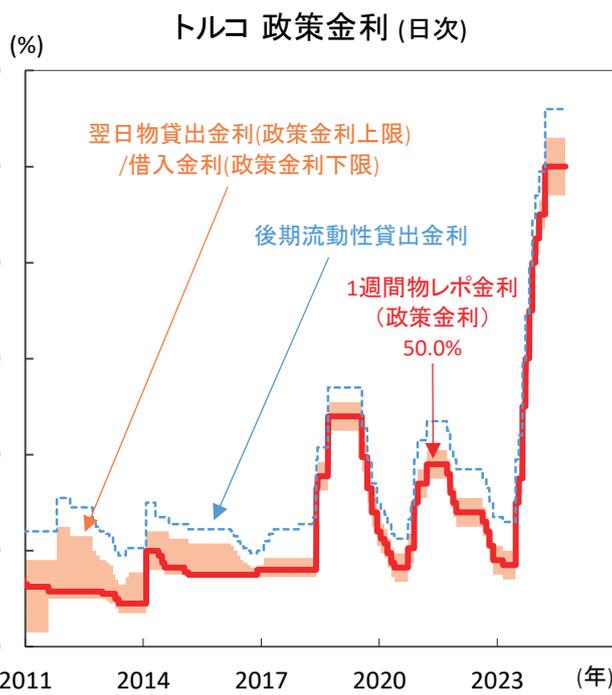
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 物価が急速に鈍化(左)、安定化に向け金融引き締め姿勢を維持する見込み(右)



注) コアは燃料、飲料、たばこ、金を除く、直近値は2024年8月。

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



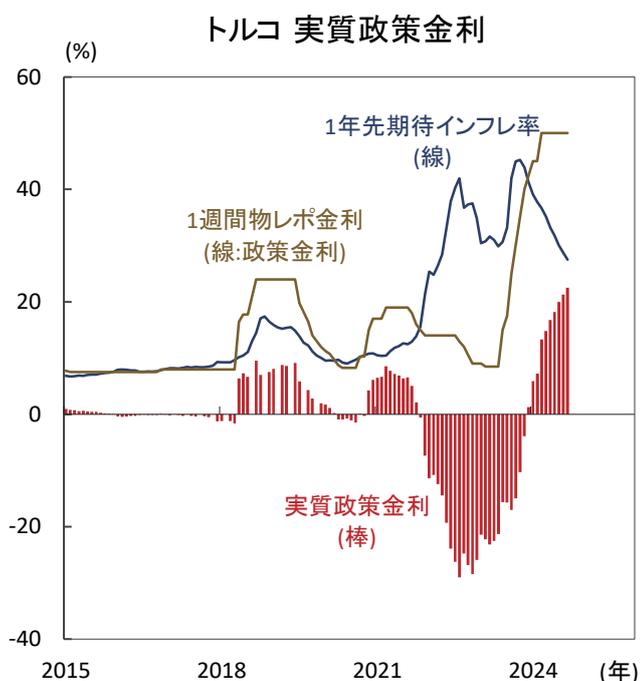
注) 直近値は2024年9月24日。

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

## 投資環境改善への期待からトルコに資金が流入

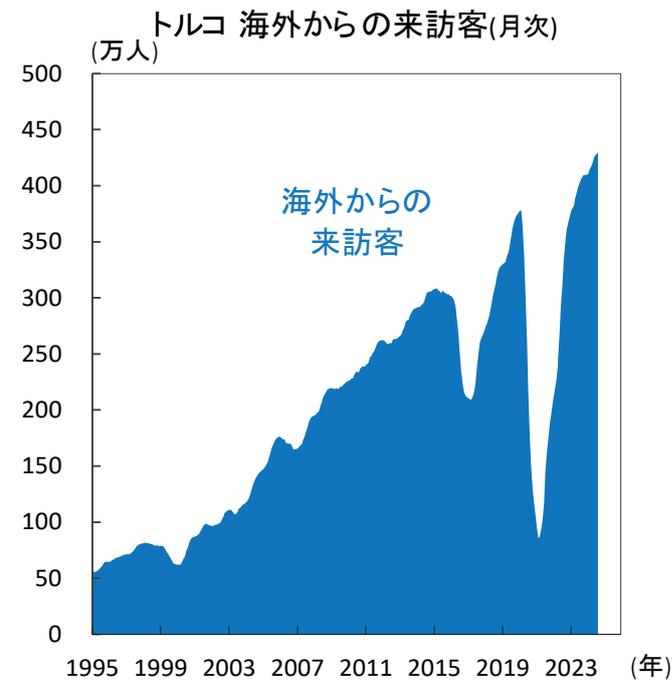
- ◆ 金融引き締め姿勢を維持する中、期待インフレの鈍化に伴い、実質政策金利は上昇を続けています。また、コロナ禍以降、海外からの来訪客が安定的に増加。旅行収支の改善が見込まれます。
- ◆ 海外投資家からの資金流入は継続。9月には厳格な金融政策や外貨準備積み上げなどを理由に大手格付会社が今年2度目(1度目は3月)の外貨建て長期国債の格上げを発表。金融引き締め姿勢の維持が想定されるなか、高い実質金利にも後押しされトルコ・リラ相場の転換が期待されます。

### ● 実質政策金利は上昇継続(左)、海外からの来訪客は安定的に増加(右)



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9月会合、1年先期待インフレ率:同年9月。

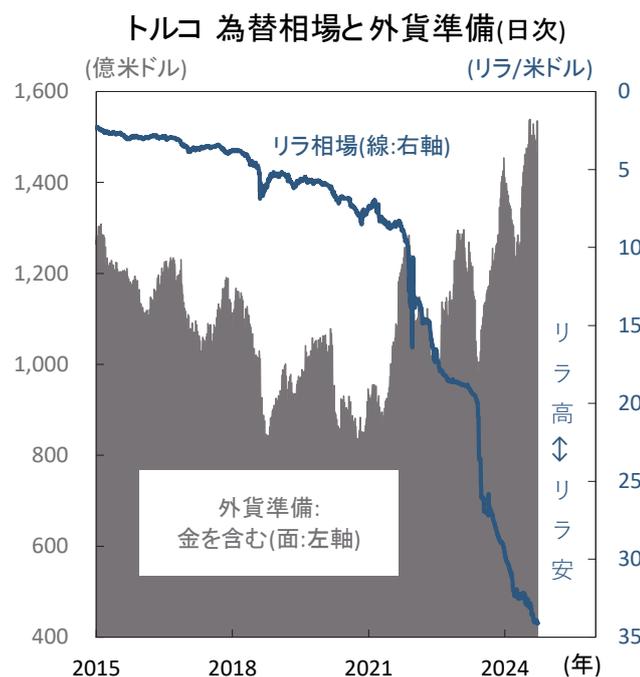
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年8月期、12ヵ月移動平均値。

出所) トルコ文化観光省、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9月24日、外貨準備: 同年9月13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



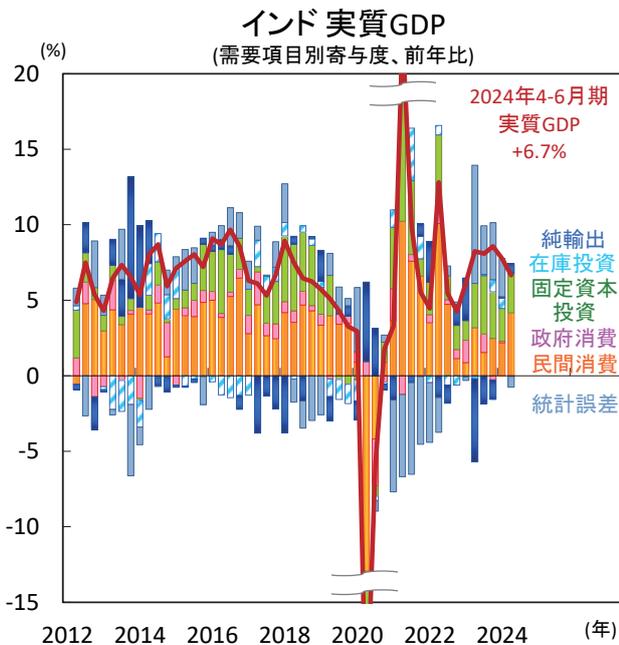
注) 直近値は2024年8月。

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、消費者物価は足元で鈍化

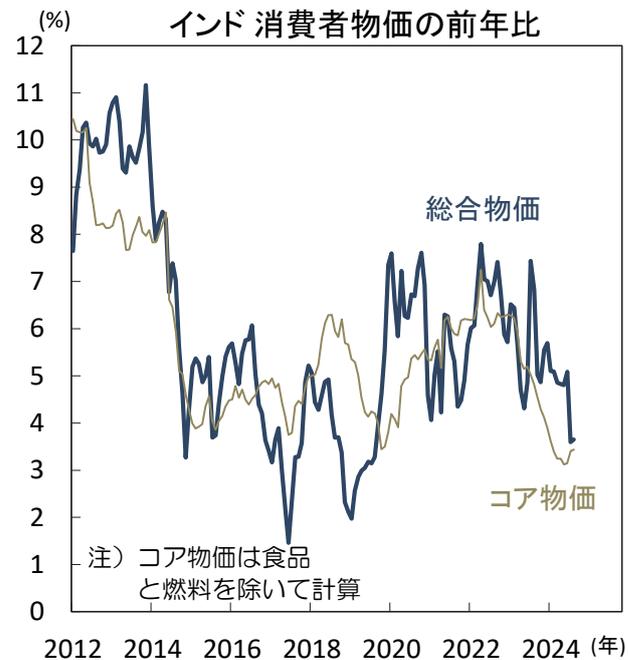
- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+6.7%(前期+7.8%)拡大。一時的な押し上げ要因がはげ落ち、成長率は実態に近い水準に落ち着きました。需要側では民間消費が加速。雨季の降雨量の回復もあり農村部家計の消費が堅調でした。2024-25年度の成長率は+6.8%前後となると予想されます。
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+3.7%(7月+3.6%)と低位。前年同期の食品物価高騰からの反動が前年比を一時的に押し下げており、9-10月には+5%弱へと同物価の上昇率は再加速するでしょう。

#### ● 農村部を中心に民間消費が加速(左)、足元では消費者物価上昇率が鈍化(右)



注) 期間は2012年4-6月期から2024年4-6月期。

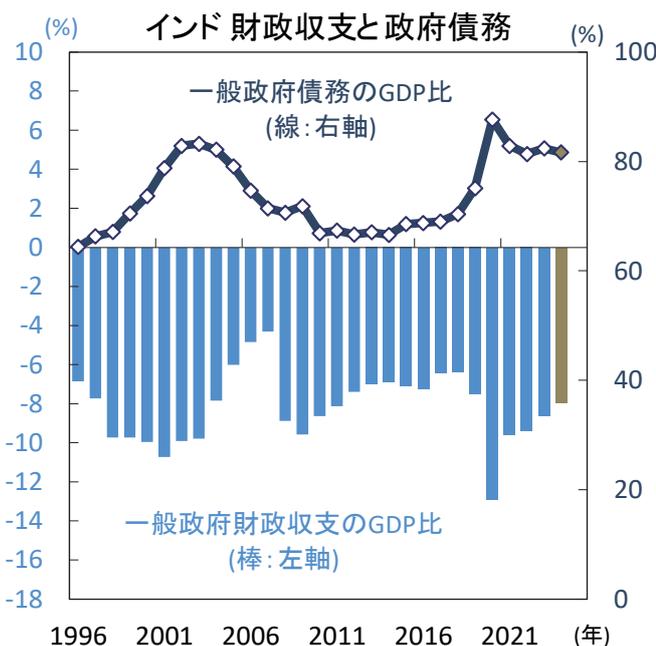
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2024年8月。

出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

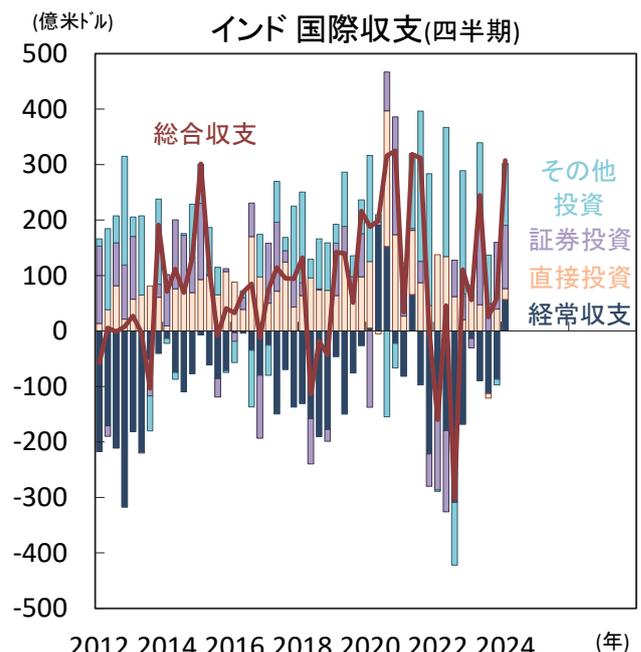
#### ● 急上昇した政府債務の水準は足元で低下(左)、経常赤字は縮小中(右)



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



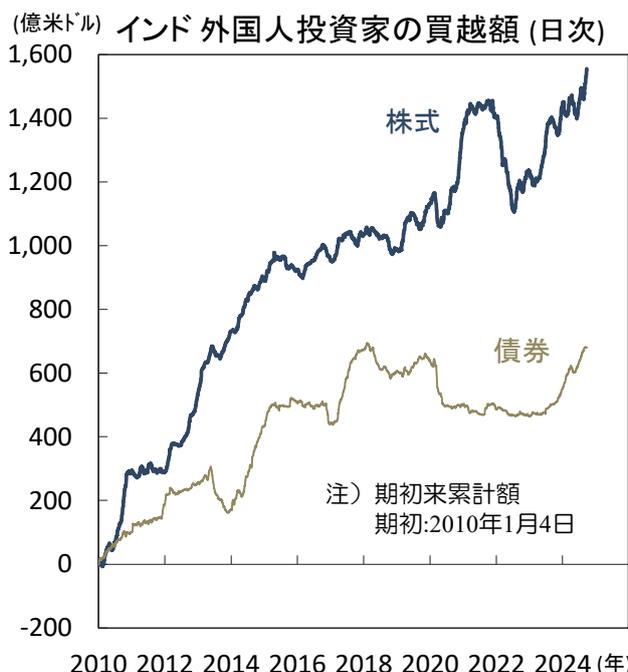
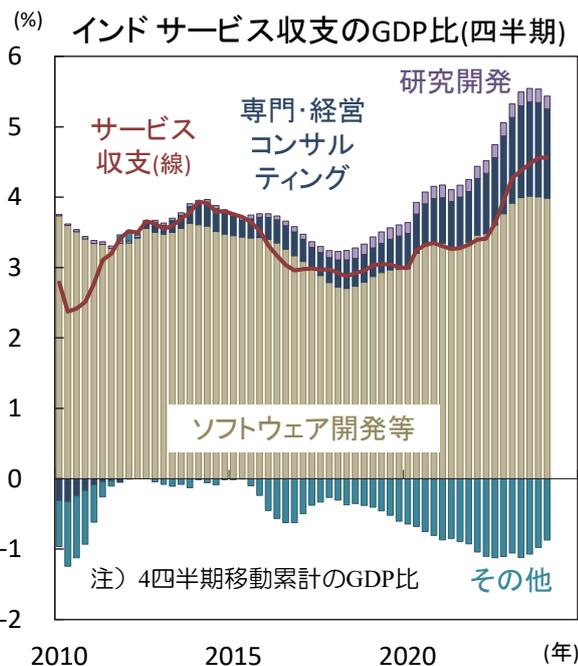
注) 直近値は、2024年1-3月期。

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

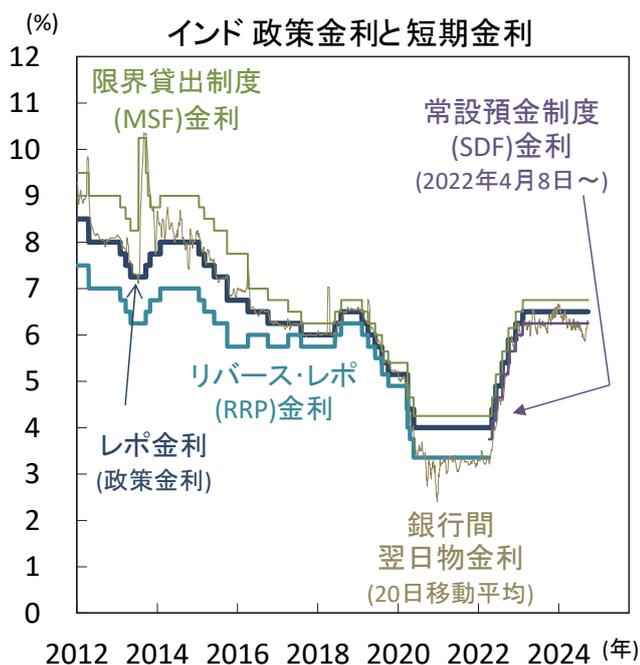
## 国際収支は黒字基調だが、ルピー相場は横ばい

- ◆ 当局は8月まで9回連続で政策金利を6.5%に据え置き。物価の低下を粘り強く待つ構えです。雨季の降雨量は平年を上回り作付けも進展。今後は食品物価の沈静化が利下げ開始を促すでしょう。
- ◆ 近年、サービス収支の黒字が拡大。足元では株式市場と債券市場に資本が流入し国際収支は黒字基調です。しかし、当局はルピーの対ドル相場安定を重視しており、米ドル買い介入を行ってルピーの上昇を抑制。ルピー相場が横ばいで推移する一方、外貨準備が増加しています。

### ● サービス収支黒字が近年拡大(左)、株式市場と債券市場に資本が流入(右)



### ● 8月まで9回連続で金利を据え置き(左)、ルピー相場は横ばい、外貨準備が増加(右)



## 9. 為替相場：急速な円安は一巡

- ◆ 2024年夏場以降、急速な円安米ドル高から一転して円高米ドル安が進みました。「日本の利上げと米国の利下げで日米金利差が縮小」という当初のテーマが再び焦点化した点が挙げられます。
- ◆ 日銀の金利正常化姿勢と米FRB(連邦準備理事会)の景気減速阻止に向けた強い決意が確認された、投機的な円売りの動きが修正を迫られた印象です。日本の利上げ、米国の利下げが当面続くとの見方が変わらない間は、それまでの一本調子の円安米ドル高の再開は容易ではないとみます。

### ● 米ドル円相場：2024年7月の1米ドル161円で円安米ドル高は一巡か

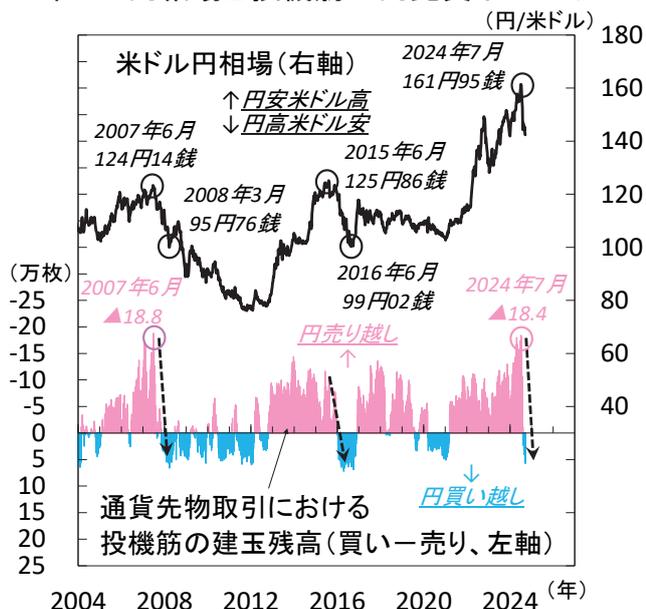


注) 凡例は節目となった円安値(赤字)と円高値(青字)(Bloomberg集計のザラハベース)。赤枠は節目の円安値から次の円安値までのおおよその年数を表す。直近値は2024年9月20日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 投機的な円売りが巻き戻され、米ドル円相場は再び日米金利差を反映する流れに

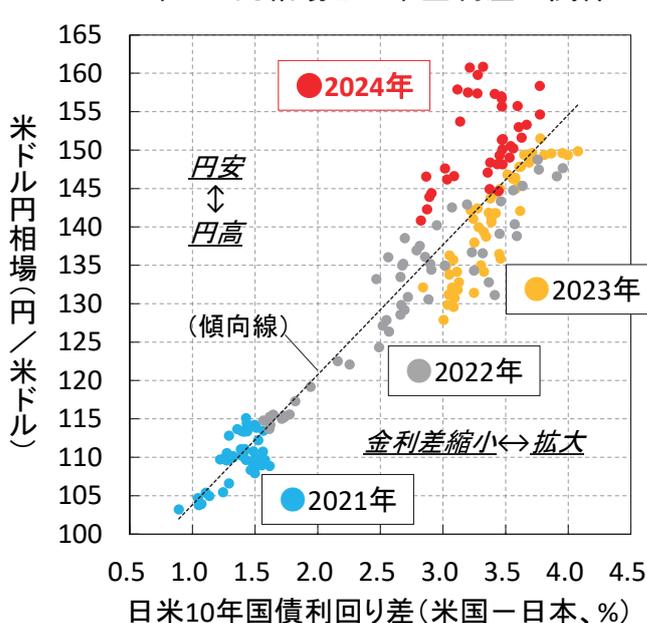
#### 米ドル円相場と投機筋の円売買ポジション



注) 米ドル円相場の凡例はザラハベースの円高安値(Bloomberg集計)。投機筋の建玉残高はCFTC(米商品先物取引委員会)集計値。直近値は2024年9月17日(週次)。

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

#### 米ドル円相場と日米金利差の関係



注) 対象期間は2021年初以降(週次)。点線は単回帰直線。直近値は2024年9月20日。

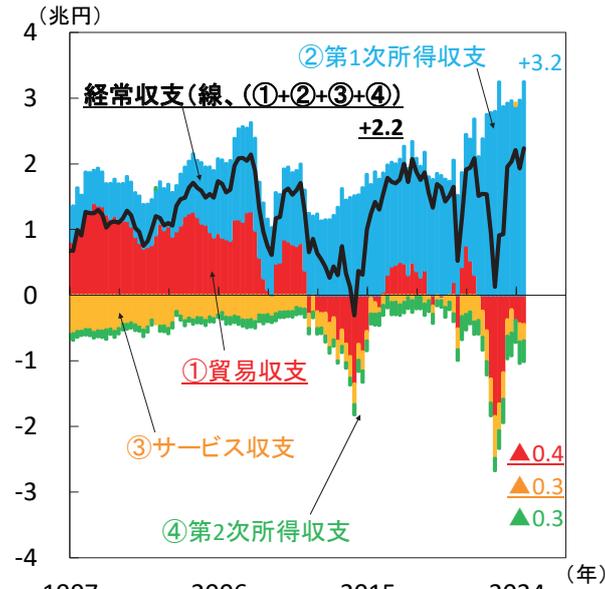
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 変化する日本の国際収支構造

- ◆ 日本は今なお経常黒字国ですが、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中心です。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傾向があるため、経常黒字は額面ほど円買い需要をもたらさないという評価もあります。
- ◆ 足元の本邦貿易赤字は原油安で縮小しました。サービス収支ではインバウンド活況で観光関連の黒字が拡大も、イノベーションの遅れなどを反映したデジタル関連項目の赤字も目立っています。

## ● 経常黒字国の日本だが、実際の円買い規模は額面ほど大きくないとの評価も

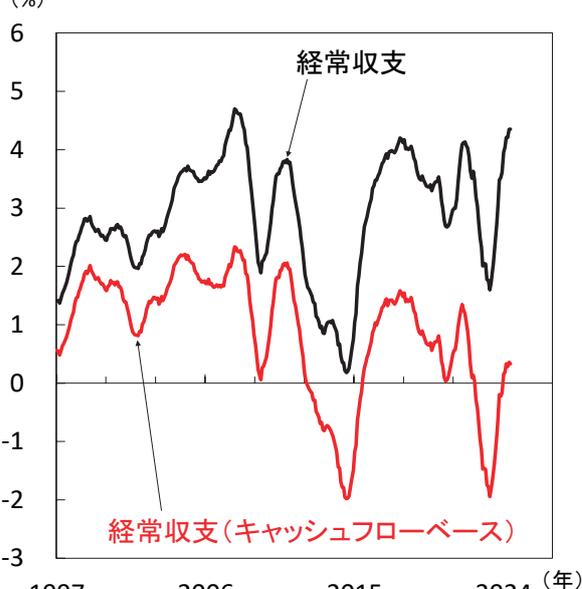
### 日本 経常収支(四半期平均、季調値)



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2024年4-6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 経常収支(対名目GDP比)

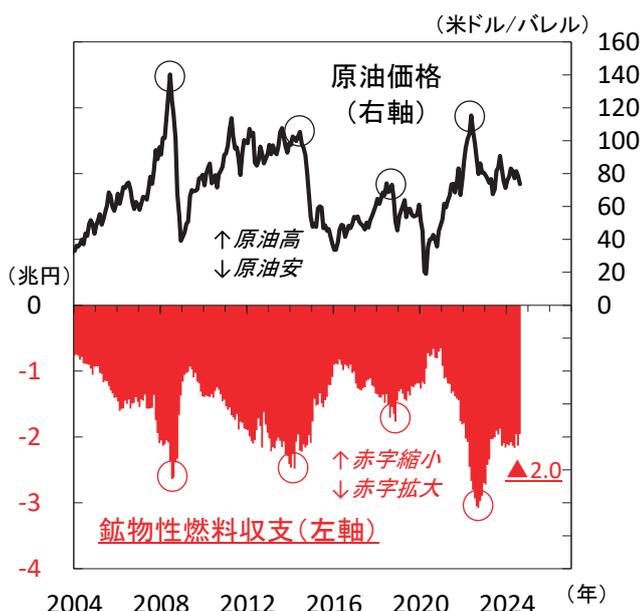


注) 経常収支(キャッシュフローベース) = 経常収支 - 直接投資収益(うち再投資収益) - 証券投資収益(うち債券利子)、で算出。直近値は2024年6月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● エネルギーなど原材料分野の赤字体質に加え、近年はデジタル関連赤字も目立つ

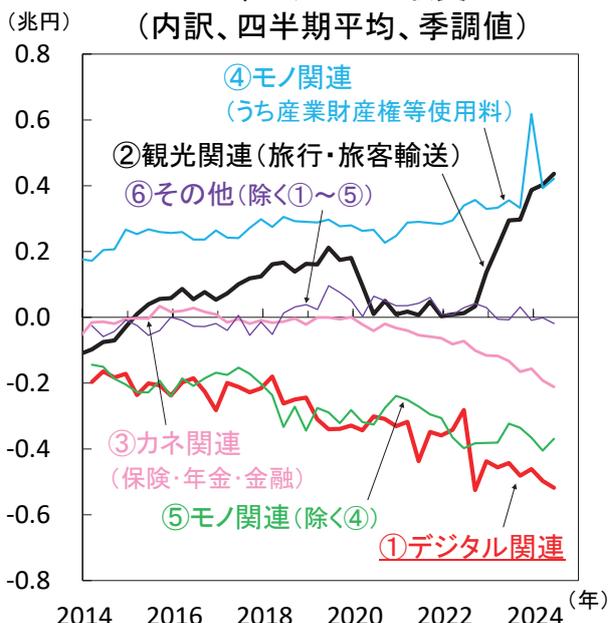
### 日本 鉱物性燃料収支と原油価格



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8月。

出所) 財務省、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 日本 サービス収支(内訳、四半期平均、季調値)



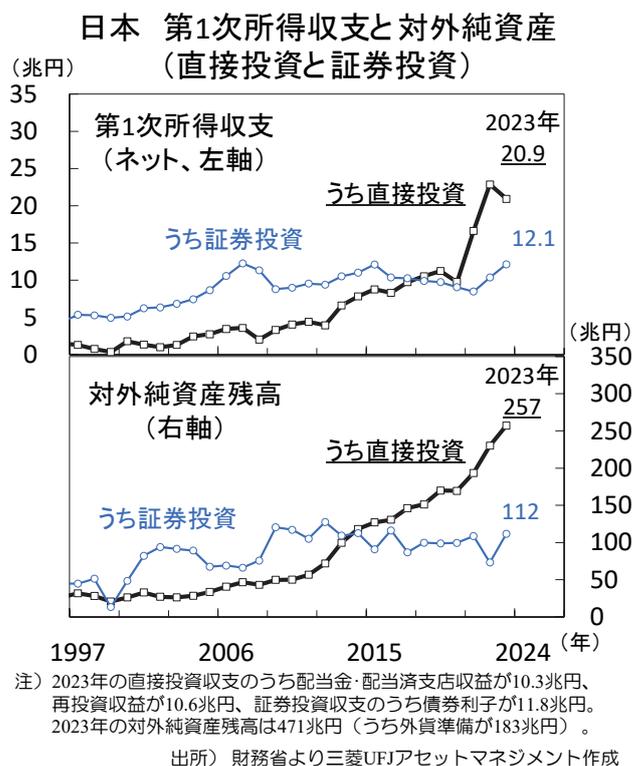
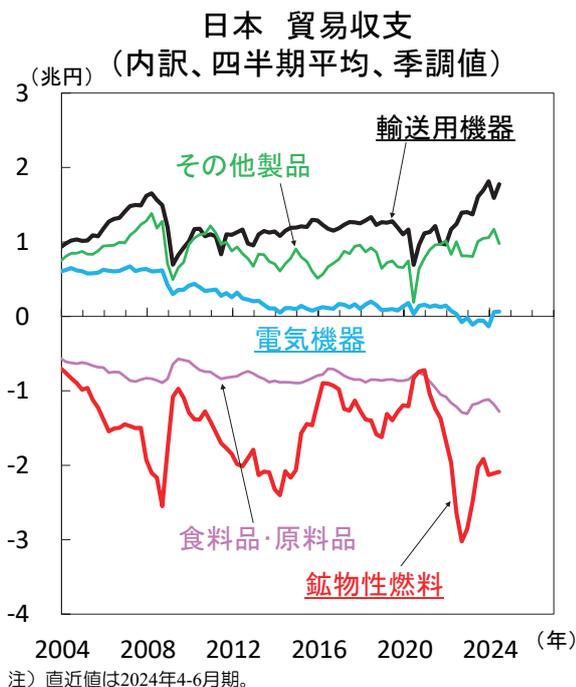
注) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」(2023年8月10日)を参考に分類。①は著作権等使用料、通信・情報・コンピュータ、専門・経営コンサルティング。⑤は貨物輸送、委託加工、維持修理、研究開発、技術・貿易関連・その他業務。直近値は2024年4-6月期。

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

## 企業に続き家計の内向き志向に変化が生じるか？

- ◆ 長期円高で国内製造業の国際競争力が低下、主力であった工業品の貿易黒字が停滞しています。国内低成長を反映し、企業の積極的な海外進出・投資が続き、海外で稼ぐモデルに変貌しました。
- ◆ 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」が加速するとの見方があります。家計は近年のインフレを受け資産防衛意識を強めている模様です。特にNISAを主導する若い世代は、円安または株高が身近なこともあり、株式を含む海外投資に積極的な面もありそうです。

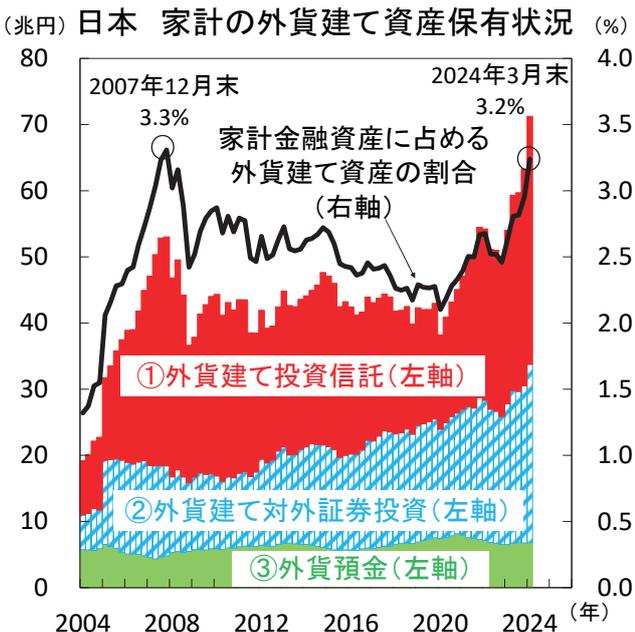
### ● 本邦企業は国内生産・海外輸出から海外現地生産・販売(第三国輸出)に転換



出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 円安・株高が身近な若い世代主導で、海外積極投資傾向が強まるかも注目



### 日本 家計金融資産とNISA口座数の構成

①金融資産構成	兆円	%
現金・預金	1,118	50.9
債務証券	29	1.3
投資信託	119	5.4
株式等	313	14.2
保険・年金・定型保証	541	24.6
その他	79	3.6

②貯蓄 (年齢別構成比、%)	20代以下	30代	40代	50代	60代	70代以上
通貨性・定期性預貯金	0.8	4.6	11.8	16.4	23.5	42.8
債券	0.0	1.8	5.2	13.4	29.9	49.7
投資信託	0.5	10.4	10.6	21.5	21.8	35.3
株式	0.3	3.5	11.0	17.7	21.6	46.0
生命保険など	0.5	4.1	12.1	23.4	25.3	34.7
貸付・金銭信託	0.0	2.2	3.7	8.3	31.5	54.4

③NISA口座数 (年齢別構成比、%)	13.7	20.6	20.7	17.5	11.7	15.9
---------------------	------	------	------	------	------	------

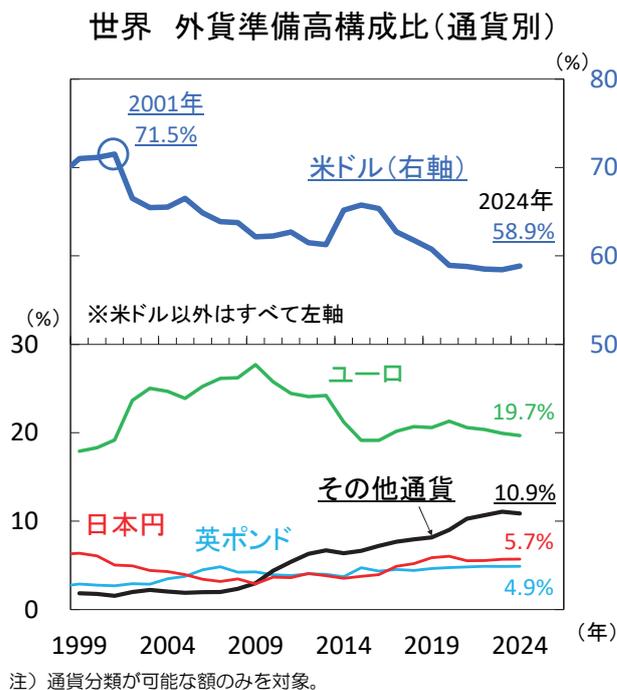
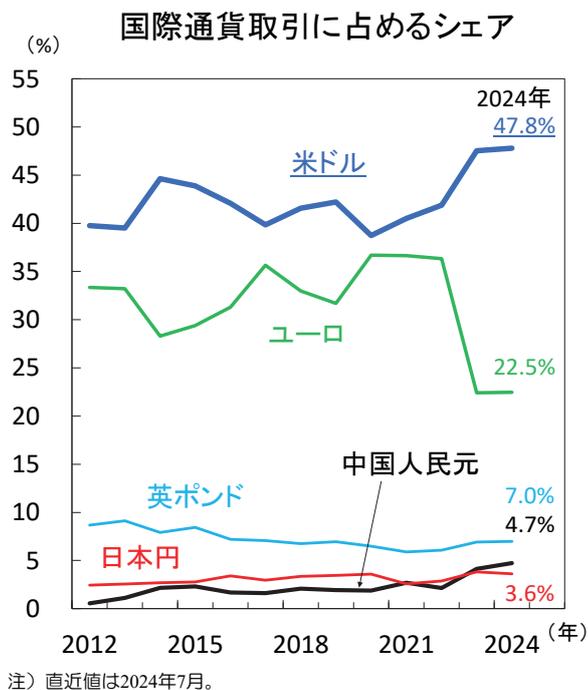
注) ①の合計は2,199兆円、②の対象は二人以上世帯(年齢は世帯主)。値は①が2024年3月末、②が2024年1-3月期、③が2024年3月末。

出所) 日本銀行、総務省、日本証券業協会より三菱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・金融政策や市場のリスク許容度、中長期では基軸通貨としての信用度、に左右されるとみます。今のところ、米ドルの圧倒的優位は揺らいでいない印象です。
- ◆ 2023年の米国債格下げが示すように、米政府が野放図な財政運営を続けれ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。中国などの台頭で、米国の相対的地位が弱まるなか、米ドル覇権を盾に強権的な経済・金融制裁を繰り返せば、米ドル離れを助長するリスクもあります。

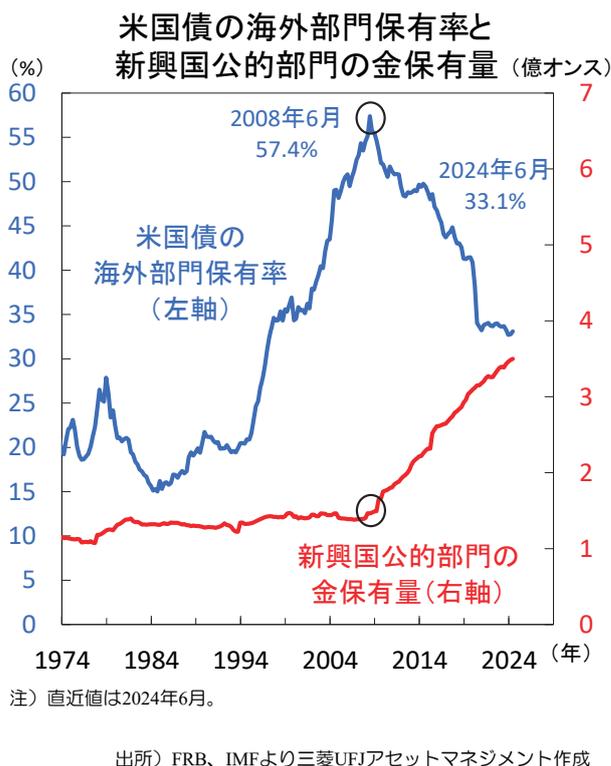
## ● 為替市場で、いまだ絶対的地位を有する米ドル



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

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 米国の財政ガバナンス低下に懸念の声も、新興国の金保有増加はその表れか



## 新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

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

### ● 近年、新興国通貨の反発は短命かつ限定的にとどまる傾向

(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



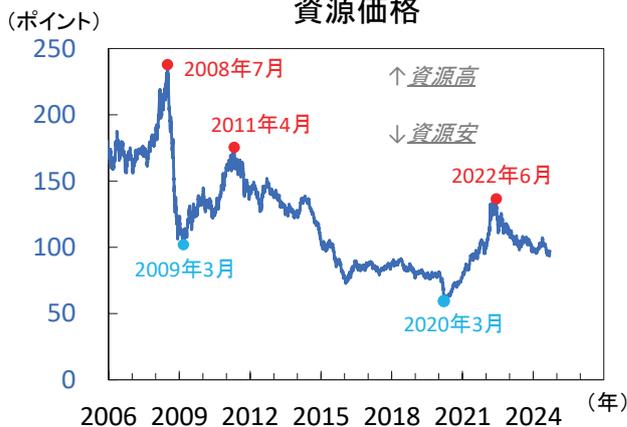
(%) 中国 実質GDP成長率



(%) 新興国 実質GDP成長率(対米比較)



資源価格



(%) 新興国 経常収支・財政収支



(%) 世界 貿易取引量(前年比)



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。  
 左中段・下段の値はIMF World Economic Outlook (2024年4月)に基づく。2024-2026年はIMF予測。  
 直近値は新興国通貨・資源価格が2024年9月16日(日次)、中国GDPが2024年4-6月期(四半期)、世界貿易取引量が2024年6月(月次)。  
 出所) FRB、中国国家统计局、CPB(オランダ経済分析局)、IMF、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

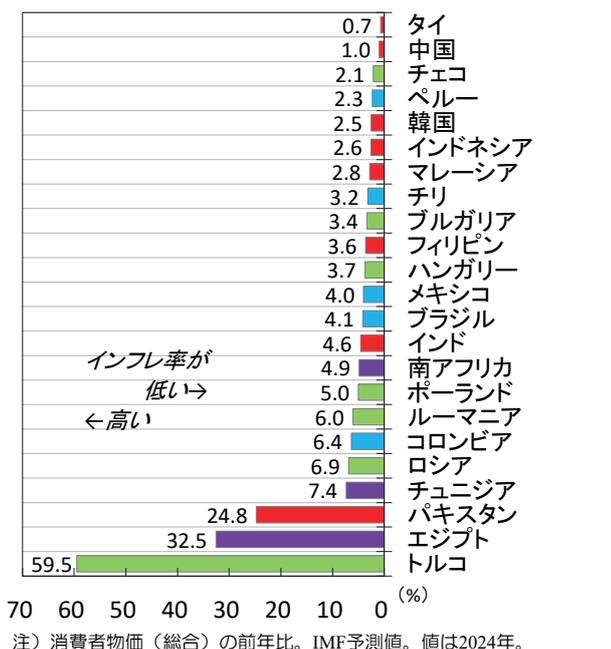
## 新興国では健全な経済運営なくして、中長期的な通貨安定が困難に

- ◆ 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、高インフレかつ外貨が手薄なトルコやエジプトなどぜい弱さの目立つ国には要注意です。

### ● 国際金融市場を意識した、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



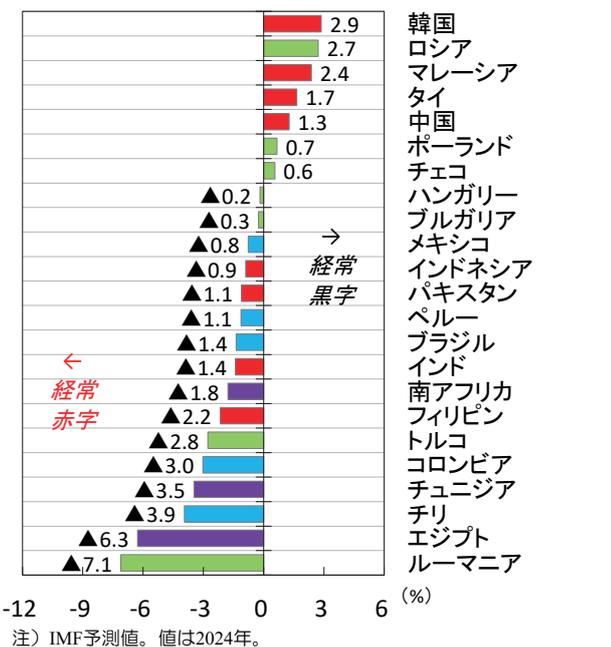
出所) IMF World Economic Outlook (2024年4月)より  
三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ②財政収支(GDP比)



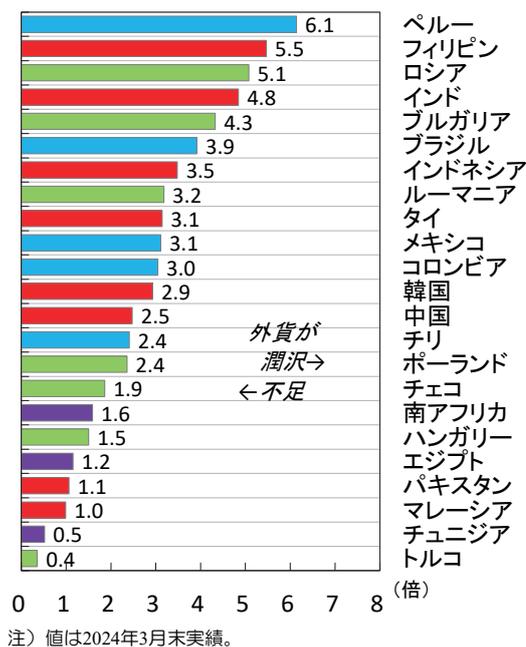
出所) IMF World Economic Outlook (2024年4月)より  
三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ③経常収支(GDP比)



出所) IMF World Economic Outlook (2024年4月)より  
三菱UFJアセットマネジメント作成

#### ④外貨準備(対外短期債務比)



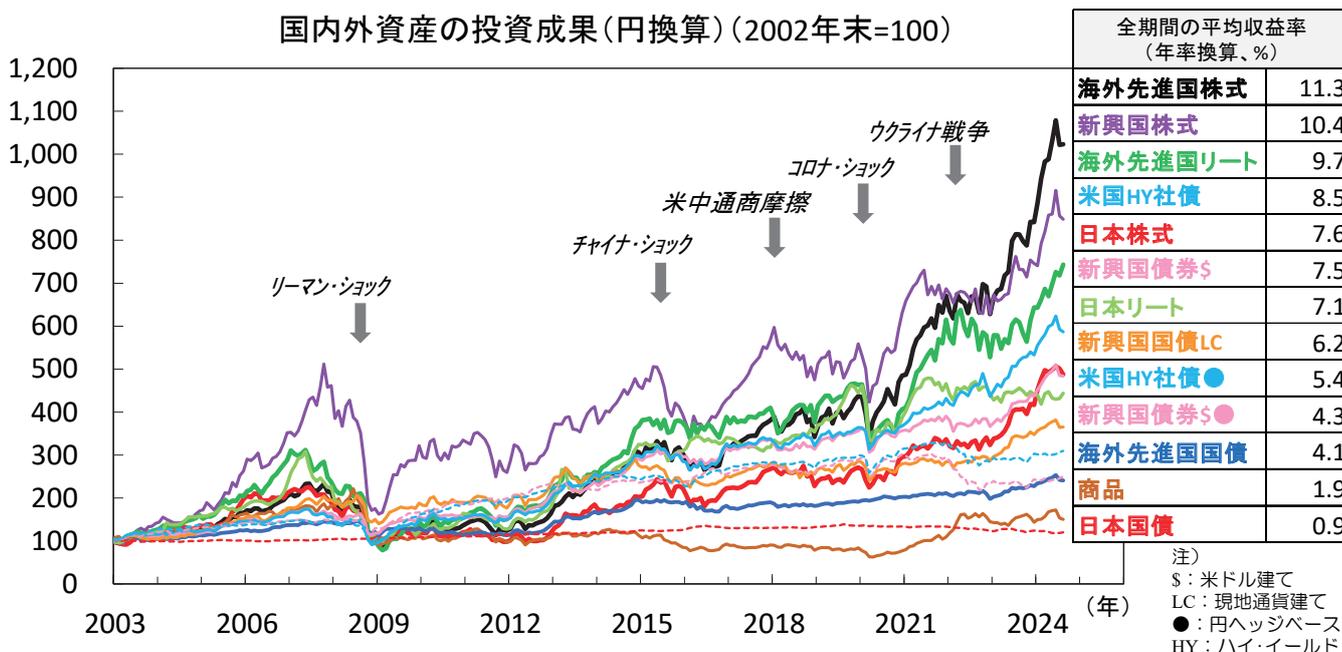
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 10. 投資戦略：政策転換による価格変動リスクに備えを

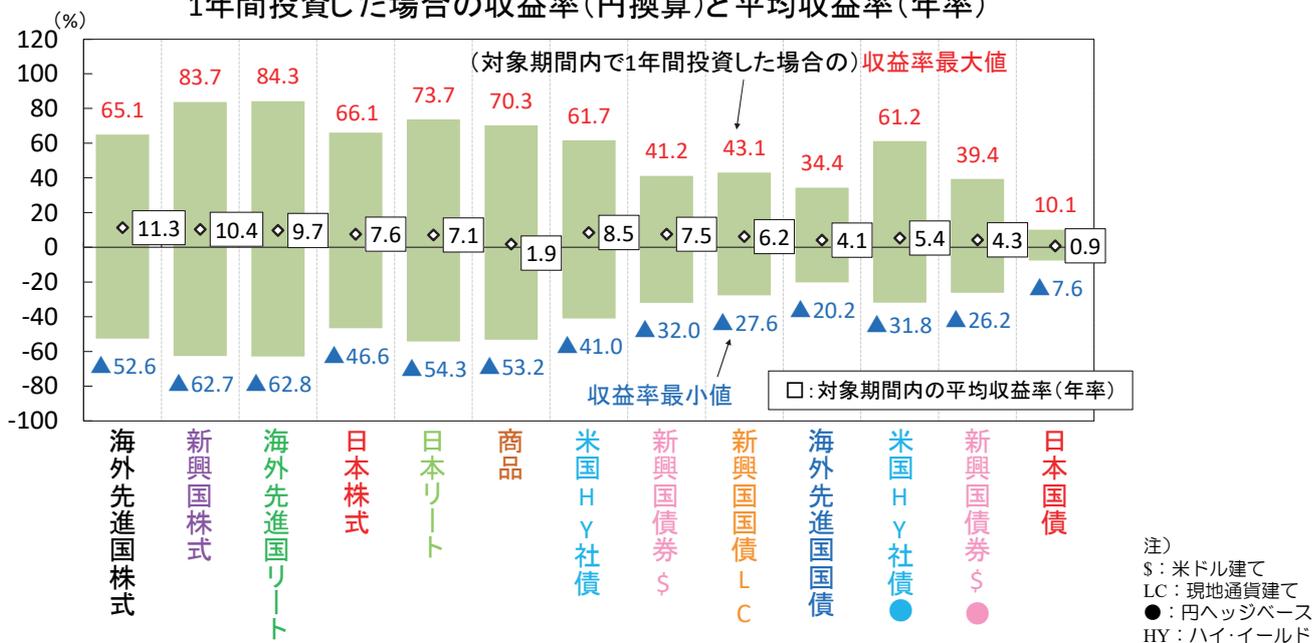
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

### ● 2024年は利下げ局面入りを見越し、リスク資産は堅調を維持

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8月末。

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

## 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。
- ◆ その後の相場は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ました。2023年後半からは米利上げ終了を経て、2024年には米国などの先進国が金融引き締め局面から利下げに転換し、目まぐるしく変動しています。

### ● 世界的な景気の堅調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	海外先進国株式 21.6
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	日本株式 16.9
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	海外先進国リート 15.5
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	新興国株式 13.9
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	新興国債券\$ 10.6
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	米国HY社債 10.2
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	海外先進国国債 5.7
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	新興国国債LC 5.2
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	商品 4.6
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	新興国債券\$● 2.5
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● 2.2
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	日本リート 0.7
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	日本国債 ▲ 3.0

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8月末。

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

## 景気・物価の循環から株式市場を占う

- ◆ 景気・物価から株式市場を考えてみます。経済環境の変化に伴い、相場環境も金融相場（金融緩和で景気回復を先取り）→業績相場（景気回復定着で幅広く業績改善）→逆金融相場（景気過熱・インフレの抑制に向け金融引き締め）→逆業績相場（景気・業績が悪化）、と変化するとみられます。
- ◆ 米国では、2024年前半にインフレ率の高止まりと景気の堅調が続いたものの、4-6月期以降はインフレ沈静化と労働市場の鈍化からようやく利下げが実施され、金融緩和への舵が切られました。

### ● 2024年は金融引き締め局面転換への期待とAI(人工知能)ブームが相場をけん引

米国株式(S&P500) 期間別リターン(業種・スタイル別、%)

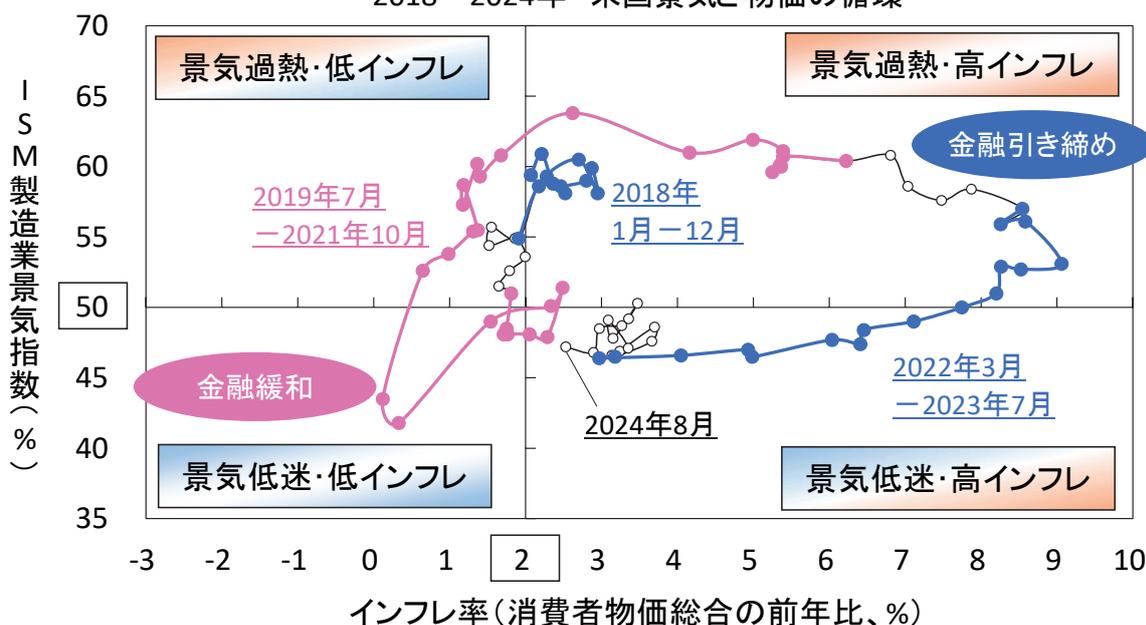
2020年		2021年		2022年		2023年		2024年1-8月	
IT	43.9	エネルギー	54.6	エネルギー	65.7	IT	57.8	IT	27.1
グロース株	33.5	不動産	46.2	公益	1.6	通信サービス	55.8	グロース株	24.6
一般消費財・サービス	33.3	金融	35.0	生活必需品	▲0.6	一般消費財・サービス	42.4	通信サービス	23.1
通信サービス	23.6	IT	34.5	ヘルスケア	▲2.0	大型株	32.9	金融	22.6
大型株	21.5	グロース株	32.0	バリュー株	▲5.2	グロース株	30.0	公益	22.5
素材	20.7	大型株	29.4	鉱工業	▲5.5	総合	26.3	大型株	22.4
総合	18.4	総合	28.7	安定増配株	▲6.2	バリュー株	22.2	総合	19.5
ヘルスケア	13.4	素材	27.3	金融	▲10.5	鉱工業	18.1	生活必需品	17.7
小型株	11.3	小型株	26.8	素材	▲12.3	小型株	16.1	ヘルスケア	16.3
鉱工業	11.1	ヘルスケア	26.1	小型株	▲16.1	素材	12.5	鉱工業	16.3
生活必需品	10.7	安定増配株	26.0	総合	▲18.1	不動産	12.3	バリュー株	14.1
安定増配株	8.7	バリュー株	24.9	大型株	▲20.9	金融	12.1	安定増配株	11.4
バリュー株	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	エネルギー	11.3
公益	0.5	通信サービス	21.6	IT	▲28.2	ヘルスケア	2.1	素材	11.2
金融	▲1.7	鉱工業	21.1	グロース株	▲29.4	生活必需品	0.5	不動産	11.1
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	小型株	8.4
エネルギー	▲33.7	公益	17.7	通信サービス	▲39.9	公益	▲7.1	一般消費財・サービス	6.4

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

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 景気過熱・高インフレと景気低迷・低インフレの狭間を彷徨う

2018~2024年 米国景気と物価の循環



注) 縦軸はISM製造業景気指数50%を景気過熱・低迷、横軸はインフレ率2%を高・低インフレの境目、青:金融引き締め(継続的なFF金利引き上げ)、ピンク:金融緩和(継続的なFF金利引き下げまたは資産買入れ拡大)局面とした。対象期間は2018年1月~2024年8月。

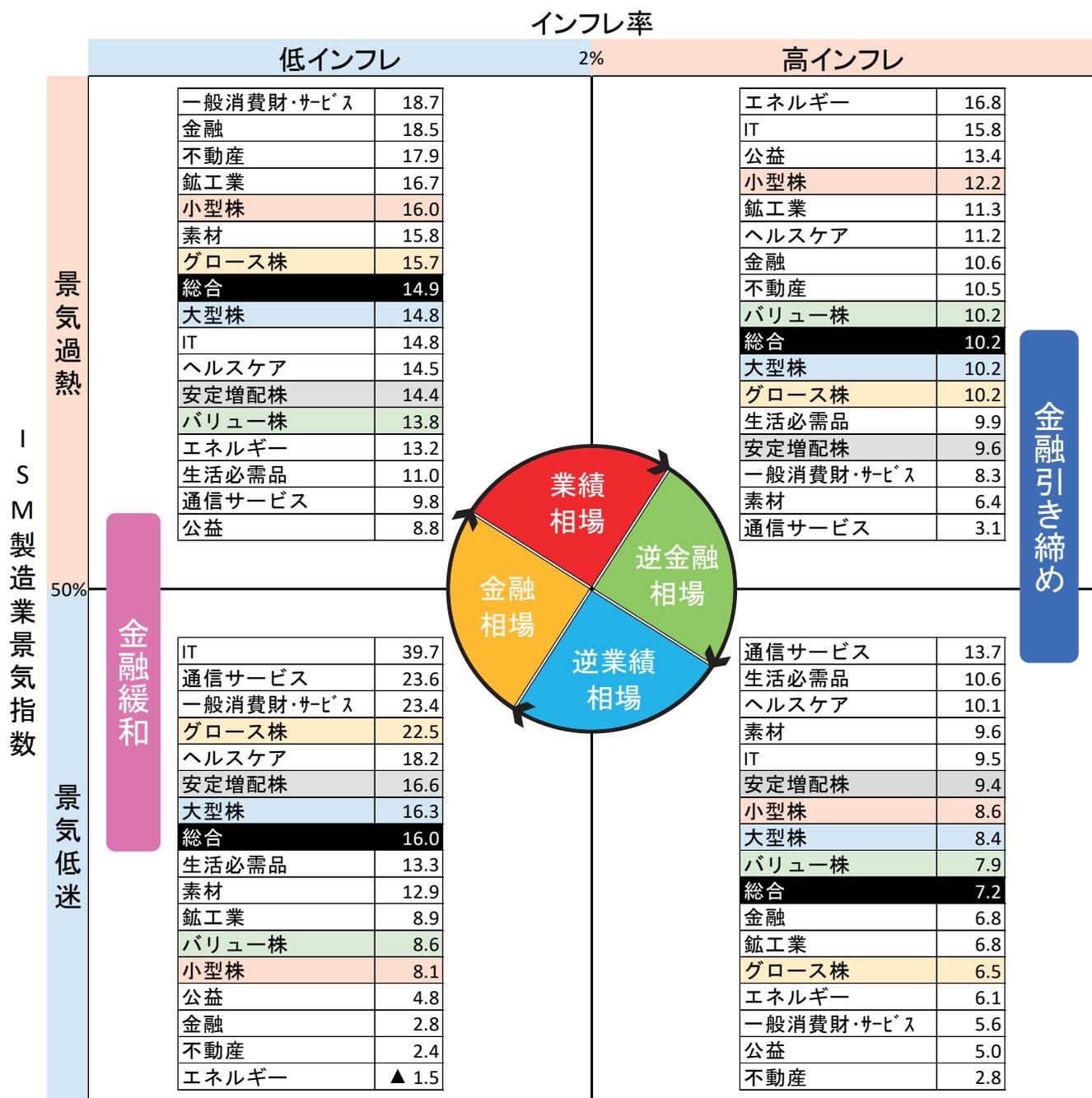
出所) 米ISM、米労働省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2024年後半は金融相場の様相に

- ◆ 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イト エンシブ系が優位に、(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。

### ● 金融緩和で景気の低迷を浅く留められれば、株式パフォーマンスは良好か

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8月(安定増配株は1996年1月、不動産は2011年11月以降)。縦軸の景気は、ISM製造業景気指数を基準に50以上を景気過熱、50未満を景気低迷、横軸のインフレ率は、消費者物価総合の前年比を基準に、2%以上を高インフレ、2%未満を低インフレ、とし4つの局面に分類。各局面での月平均リターン(年率換算)を高い順から表示。

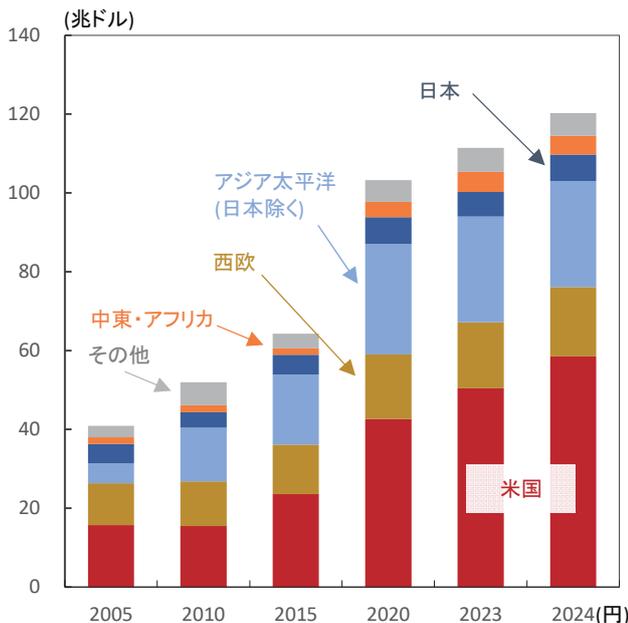
出所) 米ISM、米労働省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 株式市場で際立つ米国の存在感

- ◆ 世界の株式市場は2005年から2024年にかけて時価総額が3倍に成長。特に米国やアジアの躍進が著しく、2024年時点では世界の株式市場に占める米国の比率は約半分を占めています。
- ◆ 世界時価総額上位5銘柄をみると市場の栄枯盛衰が垣間みられます。2010年の時価総額首位は米エネルギー大手エクソンモービルでしたが、2015年にはアップルが首位についています。現在は米巨大テック企業がランキングを席卷するも、常に入れ替わりの可能性を見越す必要があります。

### ● 株式市場で米国一強の構図が鮮明、世界の時価総額の約半分を占める

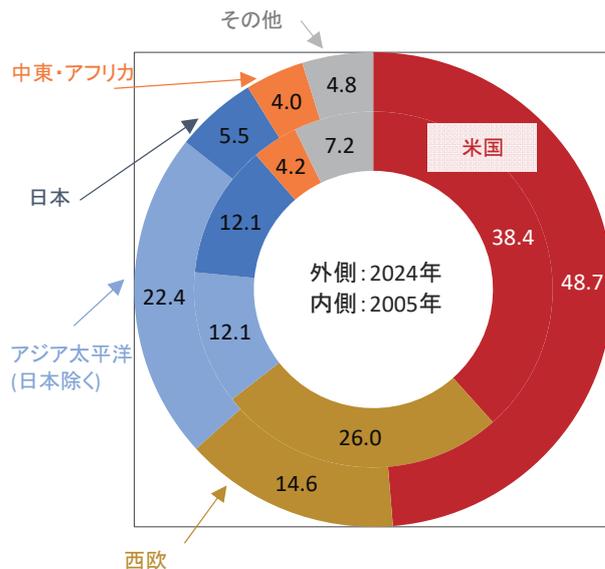
世界の株式市場の時価総額(国・地域別)



注) 米ドルベースで換算。2024年は9月20日時点のデータ。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界の株式市場の国・地域別比率



注) 米ドルベースで換算。2024年は9月20日時点のデータ。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 世界の時価総額上位5社は米国が独占。ただし、栄枯盛衰の面も。

世界の株式市場の時価総額上位5社

#### ① 2010年

1 エクソンモービル	米	エネルギー
2 アップル	米	情報技術
3 マイクロソフト	米	情報技術
4 ネスレ	スイス	生活必需品
5 GEエアロスペース	米	資本財・サービス

#### ② 2015年

1 アップル	米	情報技術
2 マイクロソフト	米	情報技術
3 エクソンモービル	米	エネルギー
4 GEエアロスペース	米	資本財・サービス
5 ジョンソン・エンド・ジョンソン	米	ヘルスケア

#### ③ 2020年

1 アップル	米	情報技術
2 マイクロソフト	米	情報技術
3 アマゾン・ドット・コム	米	一般消費財
4 メタ・プラットフォームズ	米	コミュニケーション
5 アルファベット	米	情報技術

#### ④ 現在(2024年8月)

1 アップル	米	情報技術
2 エヌビディア	米	情報技術
3 マイクロソフト	米	情報技術
4 アマゾン・ドット・コム	米	一般消費財
5 メタ・プラットフォームズ	米	コミュニケーション

注) 各年末におけるMSCIワールドの構成銘柄上位5銘柄を記載。業種はGICS業種分類の基準による。網掛けはその年に初めてランクインした企業。

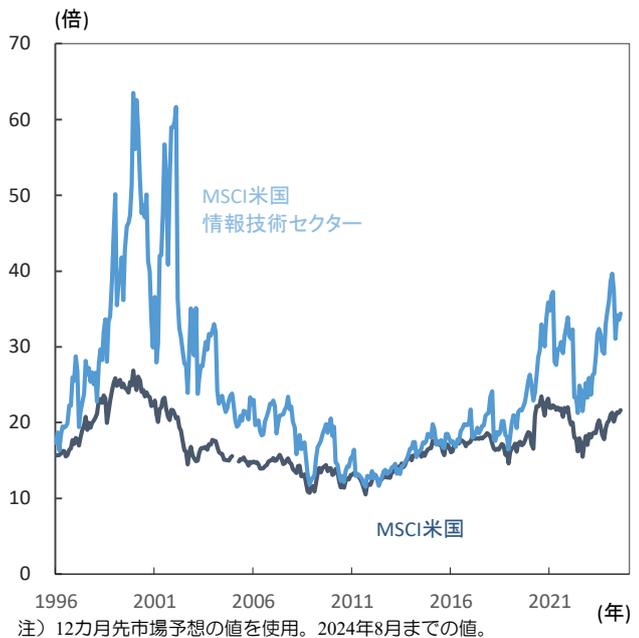
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 米国株式はバブルか

- ◆ 米国を筆頭に株式市場は上昇相場が続いています。市場関係者の一部では株価収益率が情報技術セクターなどで2000年のドットコムバブルに近い水準まで上昇していることなどからバブルを危惧する見方もありますが、2000年と比較して米国企業の現金創出力は大きく増えています。
- ◆ 米国企業は経営効率を高め高成長を維持、株式の基礎的な成長率が相対的に秀でています。株式市場の割高・割安を判断することは難しいものの、実力並みの成長曲線にあるといえるでしょう。

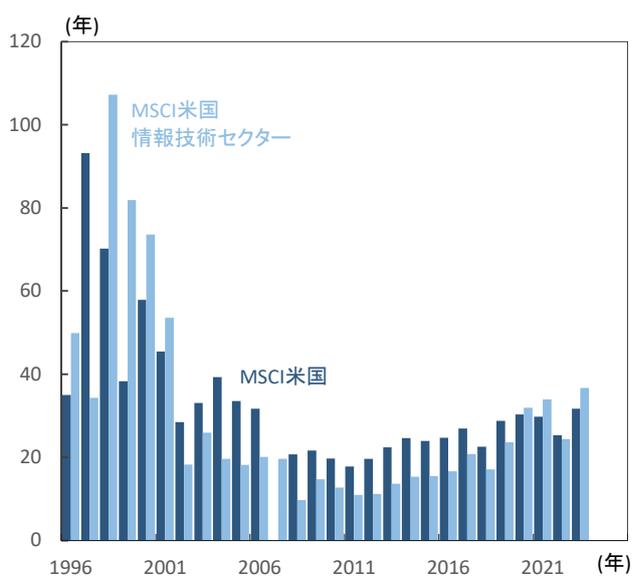
## ● 企業の現金創出力が向上し、2000年のドットコムバブルと異なる様相

### 米国 株価収益率



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 米国 企業価値/フリーキャッシュフロー

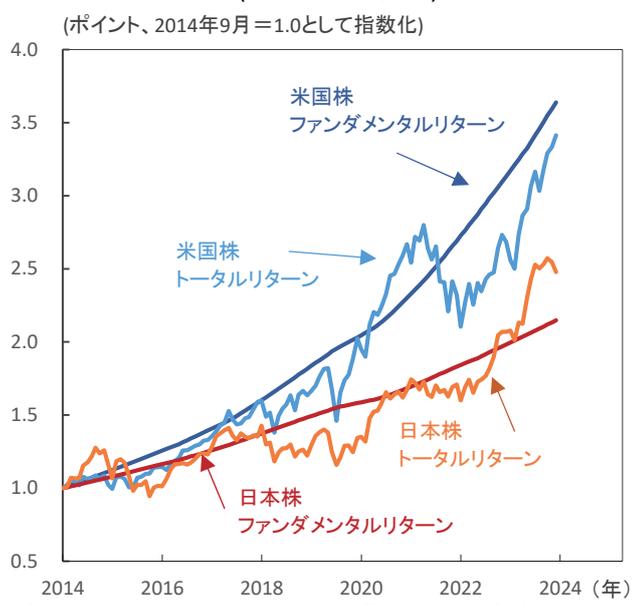


注) フリーキャッシュフローとは企業が日々の活動から得た損益のうち、自由に活用することのできる現金資産を指す。直近値は2023年、年次データ。

出所) Bloombergのデータより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 米国株の好調は企業の基調的な成長力の高さに裏打ちされる

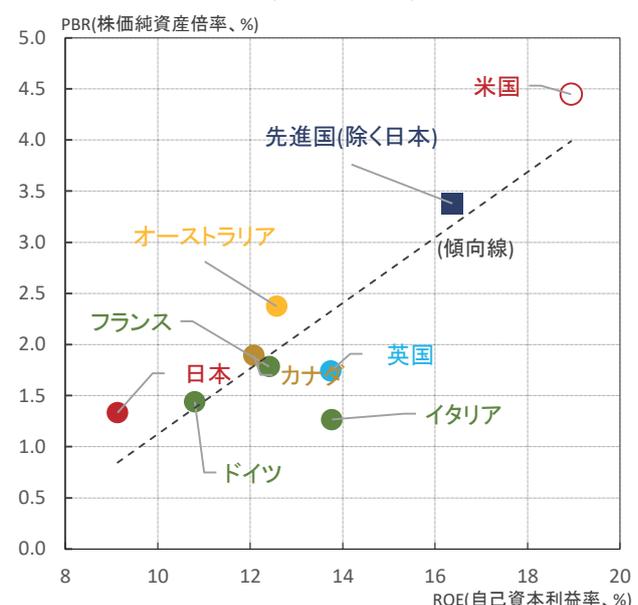
### 日米株式 トータルリターンとファンダメンタルリターン (基調的な成長率)



注) ファンダメンタルリターンは内部成長率や自己資本利益率(ROE)を考慮した株式市場の基調的な成長率。期間は2014年8月～2024年8月。日米株のトータルリターンは配当込みの指数。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### 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9月20日時点。

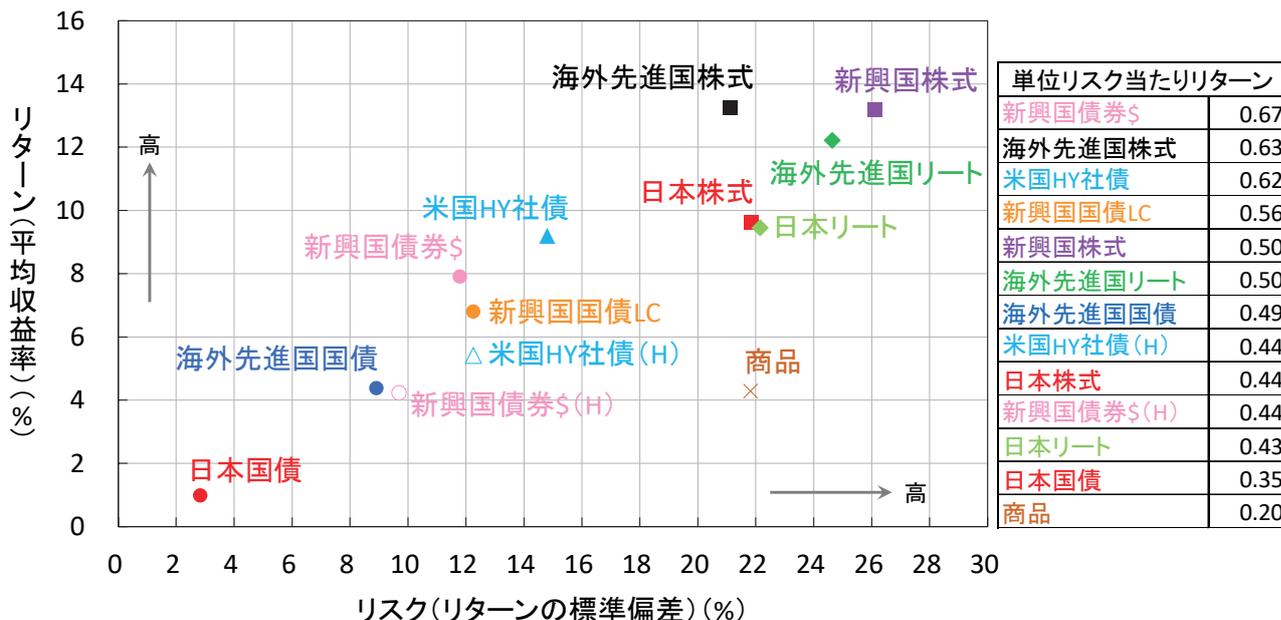
出所) MSCI、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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



主な内外金融資産ポートフォリオの一例(1年間投資した場合)

	ウェイト(%)							(%)			
	日本株式	海外先進国株式	新興国株式	日本国債	海外先進国国債	新興国債券\$	日本リート	海外先進国リート	米国HY社債	平均リターン	単位リスク当たりリターン
① 国債中心型	15	15		60	10					4.5	0.68
② 株式・国債均等型	25	25		35	15					6.7	0.60
③ 内外株式・国債均等型	25	25		25	25					7.1	0.59
④ 債券分散型				50	30	10			10	3.5	0.72
⑤ 株式・リート分散型	20	20	20				20	20		11.5	0.56

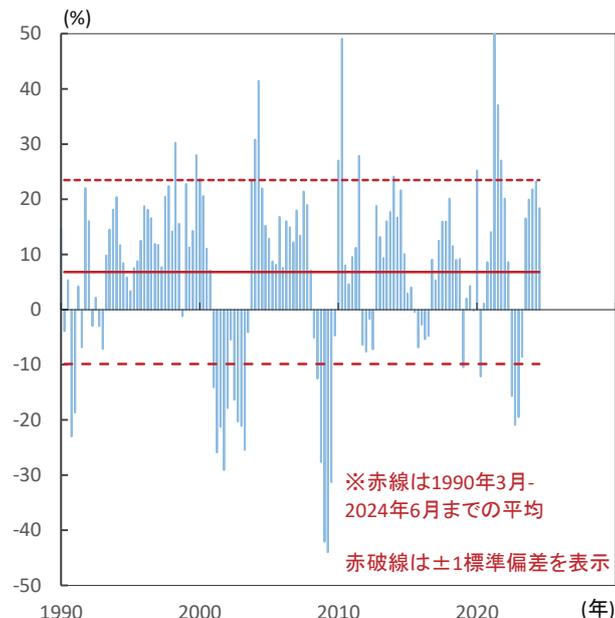
注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド、(H)は円ヘッジあり。データ対象期間は2003年1月～2024年8月。  
 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI（配当込み）、日本株式はMSCI JAPAN（配当込み）、新興国株式はMSCI EM（配当込み）、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）、日本リートはS&P日本REIT指数（配当込み）、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券\$（米ドル建て）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$(H)（米ドル建て、円ヘッジあり）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）、新興国国債LC（現地通貨建て）はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債(H)（円ヘッジあり）はICE BofAML US High Yield Index（円ヘッジベース）、にそれぞれ基づく。日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$(H)（円ヘッジあり）、米国ハイ・イールド社債(H)（円ヘッジあり）は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。リターンは対象期間内で1年間投資した場合の変動率、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。

## 資産形成は急がば回れの精神で

- ◆ 資産形成を考えるにあたり、どのような考え方で投資を行うかが重要になります。短期間では投資成果が投資タイミングによって大きくばらつきますが、長期間で投資を考えれば投資成果のブレは大きく軽減することができます。資産形成には短期の変動に動じない大局的な目線が重要です。
- ◆ 一括投資は足下までの米国相場のように右肩上がりの場合大きく資産を増やすことができますが、日本株のように伸び悩む期間がある場合は積み立て投資も有効です。まさに継続は力なりでしょう。

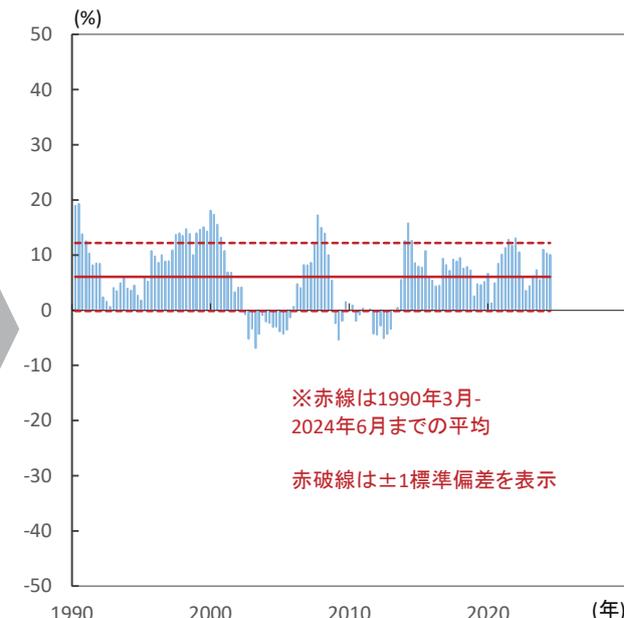
### ● 5年程度の投資を考えれば大幅損失の可能性が著しく減少

#### 世界株 1年間投資した場合の年率リターン



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 世界株 5年間投資した場合の年率リターン



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 積み立て投資は一括投資に比べてもみ合いの相場でも有利に

#### 米国株 S&P500の投資シミュレーション



出所) Bloombergのデータより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 日本株 日経平均の投資シミュレーション

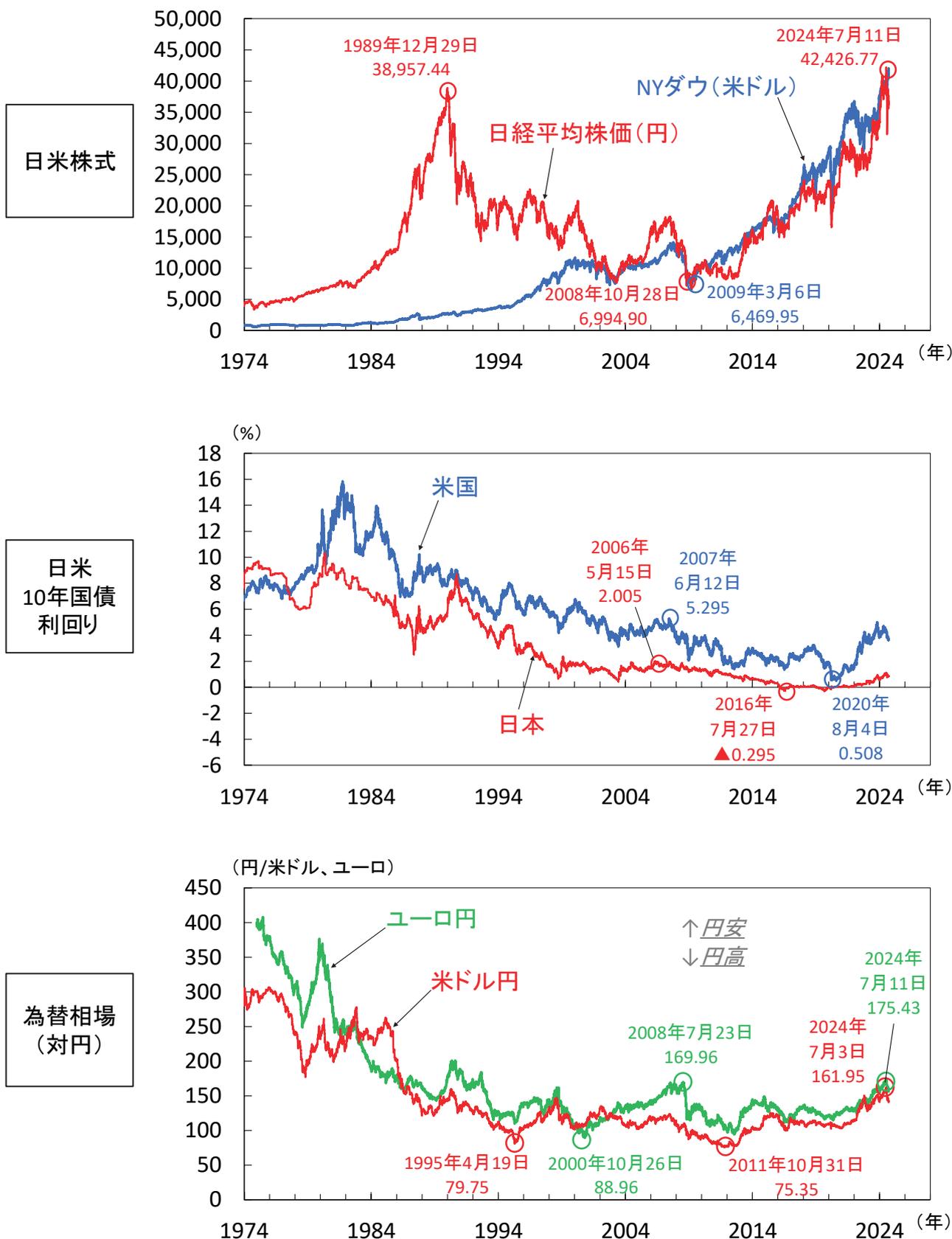


出所) Bloombergのデータより三菱UFJアセットマネジメント作成

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(Bloomberg集計)。直近値はすべて2024年9月20日。

出所) LSEG、Bloomberg、LSEG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9月30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、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。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 Index<sup>SM</sup>)およびブルームバーグ(Bloomberg<sup>®</sup>)は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)およびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>)は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー(UBS Securities LLC)の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社(以下「UBS」と総称します。)のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity Index<sup>SM</sup>)に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

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<sup>®</sup>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<sup>®</sup>はNational Association of Real Estate Investment Trusts(以下「NAREIT」)が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行っておらず、さらにはいかなる形においても本商品に関わっておらず、一切の責務を負うものではありません。インデックスの価格および構成リストにおける全ての知的所有権はFTSEとNAREITに帰属します。

## 三菱UFJ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/>