

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

2024年4月



01 世界経済・金融市場見通し

27 市場データ一覧

03 各国経済見通し

28 主要金融資産のパフォーマンス

17 市場見通し

29 主要な政治・経済日程

① 世界経済・金融市場見通し

2024年4月

世界経済

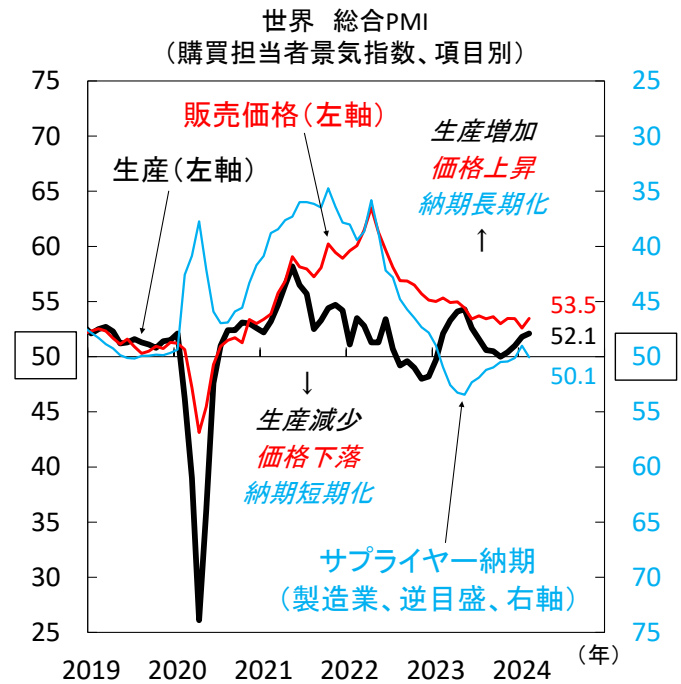
米欧は景気・物価ともに安定する適温経済に

主要国経済は適温経済と言える状態にあります。景気面では、直近3月総合PMI（業況改善・悪化の境目は50）を見ると米国52.2、英国52.9と安定、ユーロ圏も3カ月連続で上昇し49.9と底堅さを増している様子が確認されます。物価面では、2月消費者物価総合の前年比で見たインフレ率は米国+3.2%、ユーロ圏+2.6%、英国+3.4%と目標の+2%を上回っているものの安定化傾向にあります。

インフレ再燃リスクは完全に消えたのか

2022年の資源高がもたらしたコストプッシュ・インフレが一巡し景気は回復に転じましたが、需要の堅調が続けばダイヤモンドブル・インフレをもたらす可能性もあります。足元のインフレ率下げ止まりや納期長期化の兆候は需給引き締まりの持続を反映した動きとも言えます（図1）。ウクライナやイスラエル戦争など地政学問題も抱えるなか、インフレ再燃リスクには要注意です。（瀧澤）

【図1】 持ち直しの動きを見せる世界経済、再びインフレリスクが高まらないか注視



注) 50が生産増加・減少、価格上昇・低下、納期長期化・短期化の境目。直近値が2024年2月。

出所) S&Pグローバルより当社経済調査室作成

金融市場

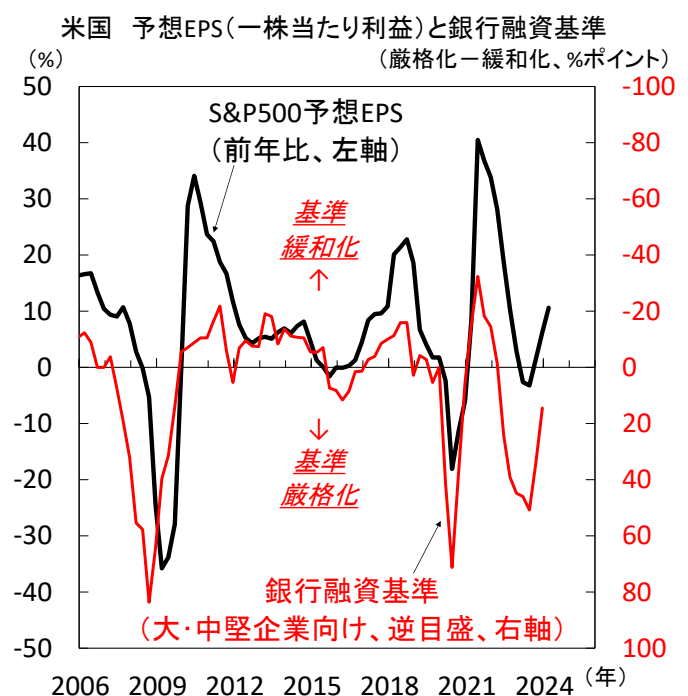
3月の金融市場もリスク選好の勢い弱まらず

3月の金融市場は世界的な株高が示すようにリスク選好の流れでした。緩やかながらもインフレ安定化傾向が続くなか、昨年後半まで減速感もうかがえた景気面も、米国が変わらず安定、中国や欧州で持ち直しの動きがみられ、世界経済軟着陸シナリオへの確度が高まっている印象です。焦点となる米国の利下げ期待は当初に比べ後退したものの根強く、市場の楽観論を下支えています。

金融緩和を先取りした動きが株式の下支えに

金融市場は今年央以降の米欧利下げ開始を織り込んでいますが、すでに金融緩和的な動きも確認できます。昨年終盤から米欧長期金利はピークアウト、銀行融資基準も緩和方向にあります（図2）。こうした金融引き締め圧力の弱まりは、民間の消費・投資活動の追い風となりえる材料です。金融緩和再開の思惑が根強い間は、景気・業績回復期待がリスク選好相場を支えるとみます。（瀧澤）

【図2】 引き締め色が薄まる金融環境、企業業績の復調につながる可能性も



注) 予想EPSは12カ月予想ベース。銀行融資基準は年間売上高5,000万米ドル以上の企業を対象。直近値は銀行融資基準が2023年10-12月期、予想EPSが2024年3月。

出所) FRB、Refinitivより当社経済調査室作成

① 世界経済・金融市場見通し

2024年4月

● 実質GDP（前年比）見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
日本	1.0	1.9	0.6	1.2
米国	1.9	2.5	1.9	1.5
ユーロ圏	3.4	0.5	0.5	1.4
オーストラリア	3.7	1.8	1.3	2.4

	2022年	2023年	2024年	2025年
中国	3.0	5.2	4.8	4.5
インド	7.0	7.6	6.8	6.5
ブラジル	3.0	3.1	1.4	2.0
メキシコ	3.9	3.4	1.8	2.2

注) 2022-2023年は実績・推計（インドのみ同国統計値より当社経済調査室が算出）、2024-2025年が当社経済調査室見通し。

● 金融市場（6カ月後）見通し

株式

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 日経平均株価(円)	40,369	36,500-42,500
TOPIX	2,769	2,500-2,900

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 NYダウ(米ドル)	39,807	37,000-43,000
S&P500	5,254	4,800-5,600
欧州 ストックス・ヨーロッパ600	513	460-540
ドイツDAX®指数	18,492	16,000-18,800

債券
(10年国債利回り)

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
日本	0.726	0.7-1.3
米国	4.206	3.1-4.5

(単位:%)	直近値	6カ月後の見通し
欧州(ドイツ)	2.293	1.5-2.5
オーストラリア	4.001	3.5-4.5

為替(対円)

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
米ドル	151.31	135-149
ユーロ	163.32	147-163
オーストラリアドル	98.70	91-101
ニュージーランドドル	90.46	84-94

(単位:円)	直近値	6カ月後の見通し
インドルピー	1.8152	1.65-1.85
メキシコペソ	9.129	7.90-9.10
ブラジルレアル	30.176	27.5-31.5

リート

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
日本 東証REIT指数	1,795	1,650-1,950

(単位:ポイント)	直近値	6カ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数	1,680	1,450-1,750

原油

(単位:米ドル/バレル)	直近値	6カ月後の見通し
WTI先物(期近物)	83.17	70-90

注) 見通しは当社経済調査室。直近値および見通しは2024年3月29日（直近日休場の場合は前営業日の値）。

出所) S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しー日本

2024年4月

日本経済

2023年10-12月期GDP成長率はプラス
日銀は大規模金融緩和解除に踏み切る

2023年10-12月期GDP成長率はプラス転換

2023年10-12月期の実質GDP（二次速報）は前期比年率+0.4%と一次速報の▲0.4%からプラスに転じました（図1）。需要項目別で見ると、個人消費は下方修正され3四半期連続でマイナスとなった一方、設備投資は法人企業統計の結果を受け上方修正されました。テクニカルリセッションは回避したものの、力強さを感じられない結果となりました。また、消費者態度指数は上昇し消費者マインドは改善傾向にあるものの、消費支出は非耐久財を中心に弱含んでいます（図2）。物価が高止まる中で節約志向が高まり選択的支出が鈍化する傾向があり、個人消費の下振れが1-3月期のGDP成長率を押し下げる可能性に注意が必要です。2月の鉱工業生産は前月比▲0.1%（1月同▲6.7%）と減少しました。経済産業省は基調判断を「一進一退ながら弱含み」に据え置き。生産がGDP成長率を押し下げる可能性にも警戒が必要と見えています。

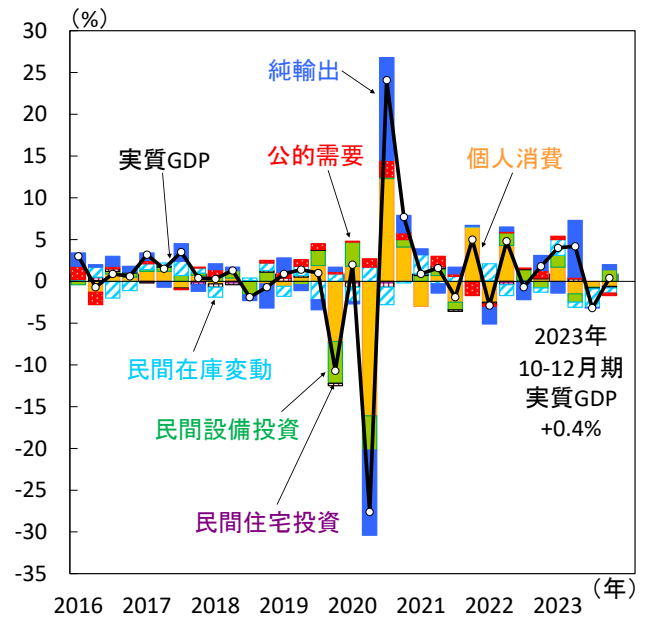
日銀はマイナス金利を解除、17年ぶり利上げ

日銀は3月18-19日の金融政策決定会合で大規模金融緩和策の解除を決定しました。マイナス金利を解除し17年ぶりに利上げを実施（図3）。政策金利には無担保コールレートを0-0.1%で設定。また長短金利を操作するイールドカーブ・コントロール（YCC）の撤廃、ETF及びJ-REITなどのリスク性資産の新規買入れの終了を決定。日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）には0.1%の付与金利を適用（図4）。8年間続いた異例のマイナス金利政策に終止符が打たれ、金融政策正常化に向けての大きな歴史的転換点となりました。

会合の声明では、賃金と物価の好循環の強まりが確認されたと示されました。2月の消費者物価コア（生鮮食品除く総合）は前年比+2.8%と、前月の同+2.0%から伸び率が加速しました（図5）。インフレは緩やかに減速しているものの依然高水準です。連合は3月22日、2024年春闘の第二回回答の集計結果を公表。賃上げ率は+5.25%と高水準となりました（図6）。春闘の結果から実質賃金の上振れが期待されます。今後も賃金と物価の好循環が継続し政府によるデフレ脱却宣言が行われるのか、日銀が断続的な利上げを行うのが注目されます。（本江）

【図1】 GDP成長率はプラス転換も、
勢いのない結果に

日本 実質GDP前期比年率と需要項目別寄与度

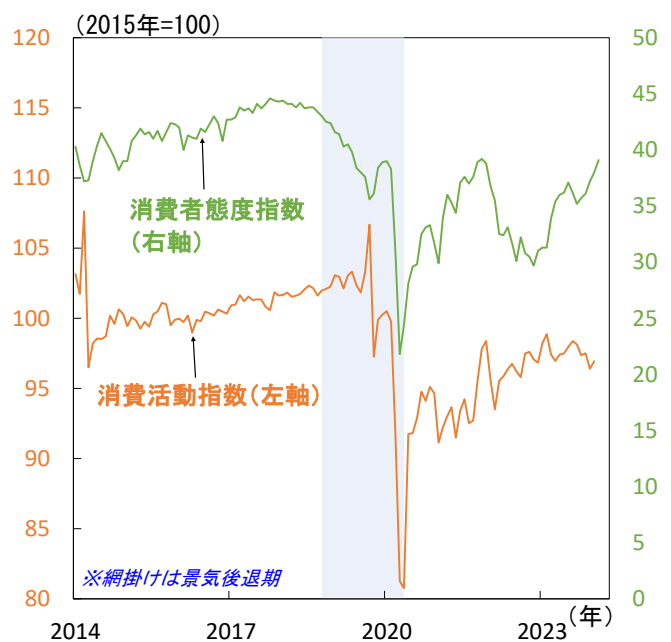


注）直近値は2023年10-12月期（二次速報）。

出所）内閣府より当社経済調査室作成

【図2】 消費者マインドは改善する一方、
消費支出は低迷

日本 消費活動指数と消費者態度指数



注）直近値は消費活動指数は2024年1月。消費者態度指数は同年2月。

出所）日本銀行、内閣府より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しー日本

2024年4月

【図3】日銀はマイナス金利解除を決定
8年間に及ぶマイナス金利政策に終止符

日本 日銀の金融市場調査方針の変遷

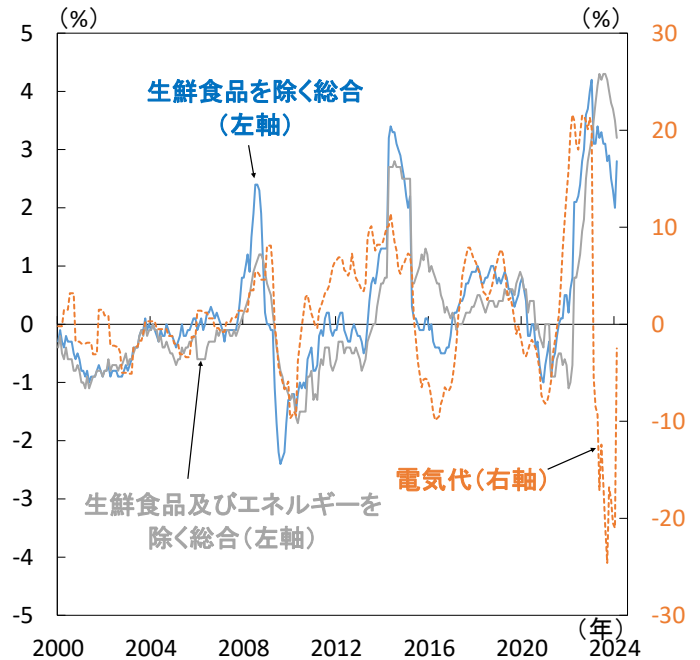
1995	短期市場金利を誘導するオペレーション(公開市場操作)
1998	「誘導目標である無担保コールレート(オーバーナイト物)」を具体的に定める
1999	「ゼロ金利政策」開始(～2000)
2001	「量的緩和政策」開始。主な操作目標は、無担保コールレートから当座預金残高に変更
2006	量的緩和政策解除
2010	「包括的な金融緩和政策」のもとで、金融市場調節方針は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」と定める
2013	「量的・質的金融緩和」が開始。金融市場調節の主な操作目標は、無担保コールレートからマネタリーベースに変更
2016.1	「マイ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

注) 直近値は2024年3月19日時点。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

【図5】消費者物価コア(生鮮食品を除く総合)の伸び率は加速

日本 消費者物価前年比

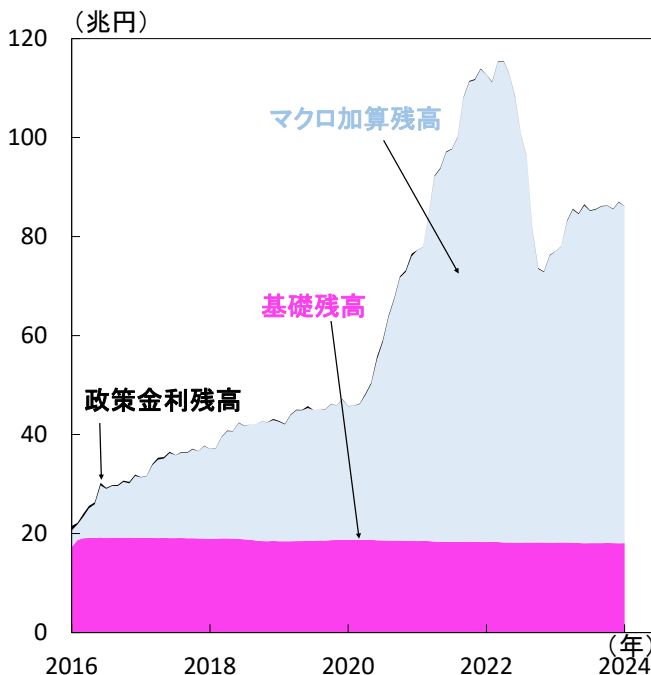


注) 直近値は2024年2月。対象は全国。

出所) 総務省より当社経済調査室作成

【図4】日銀の当座預金残高への付利は一律0.1%へ

日本 地銀+第二地銀の日銀当座預金残高

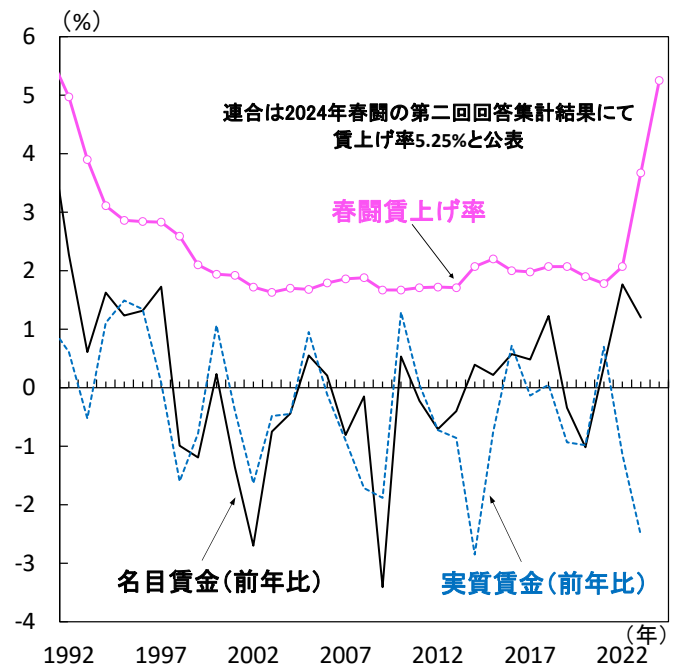


注) 直近値は2024年1月。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

【図6】春闘の賃上げ率は高水準

日本 春闘賃上げ率と賃金前年比



注) 直近値は春闘賃上げ率が2024年3月22日。賃金の直近値は2023年。

出所) 連合、厚生労働省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2024年4月



米国経済

FOMCは年内の利下げ方針を堅持も、底堅い米景気下で利下げ判断には慎重

2024年内の3回利下げがメインシナリオ

3月米連邦公開市場委員会(FOMC)は、5会合連続の政策据え置きを決定しました。四半期公表の経済見通しでは、実質GDPが全般的に引き上げられ、基調インフレ率のコアPCEデフレーターは2024年のみ上方修正されました(図1)。米FRBは昨年後半にみられた移民流入や供給網改善による「高成長・インフレ減速」が続くと想定しています。政策金利見通しは前回同様に2024年の3回利下げを示唆も(図2)、FOMC参加者の見方を映すドットは全体的に上方シフトしました。景気見通しは楽観的ながら、金利見通しからは底堅い景気下では利下げ判断を慎重に行いたい思惑もうかがえます。3月FOMC後にはウォラー米FRB理事が「直近データに応じ、利下げ予想の回数削減もしくは利下げ先送りが適切」と発言するなど、年内の3回利下げがメインシナリオではあるものの、データ次第では利下げ見通しが引き下がる可能性も残ります。

インフレ率は起伏のある軌道が続くか

米FRBが重視するコアPCEデフレーターは、1月:前年比+2.9%→2月:同+2.8%(前月比:+0.5%→+0.3%)と年初の上振れが一時的である可能性を示唆しました。住居費や住居費除くコアサービスは2%物価目標を上回るも(図3)、先行きは住居費の先行指標(新規住宅向け家賃)の伸び鈍化や労働需給のひっ迫緩和を背景に、ディスインフレが続くとみまます。2月米雇用統計では非農業部門雇用者数が前月差+20万人超を維持も、兼業者を二重計上しない家計調査では就業者数が減少傾向です(図4)。過熱した労働市場が正常化に向かう中、4-6月期以降は景気減速とインフレ鈍化を見込み、6月FOMCでの利下げ開始を予想します。

他方、実質個人支出は1月:前年比+2.0%→2月:同+2.4%(前月比▲0.2%→同+0.4%)とサービス中心に堅調です(図5)。過剰貯蓄が枯渇する中でも貯蓄率は低く、株高に伴う資産効果が家計心理を支えています。3月下旬には貨物船衝突による橋崩落で米ボルティモア港が閉鎖されるなど、取引量の多い自動車や石炭等で輸送混雑が生じる恐れもあります(図6)。底堅い景気と供給制約といったインフレ上振れ要因が残存する中、市場では起伏あるインフレ軌道に一喜一憂する展開が続くそうです。(田村)

【図1】実質GDP見通しが全般的に引き上げられた一方、コアPCEデフレーターは2024年のみ上方修正

米国 FOMC参加メンバーの経済見通し

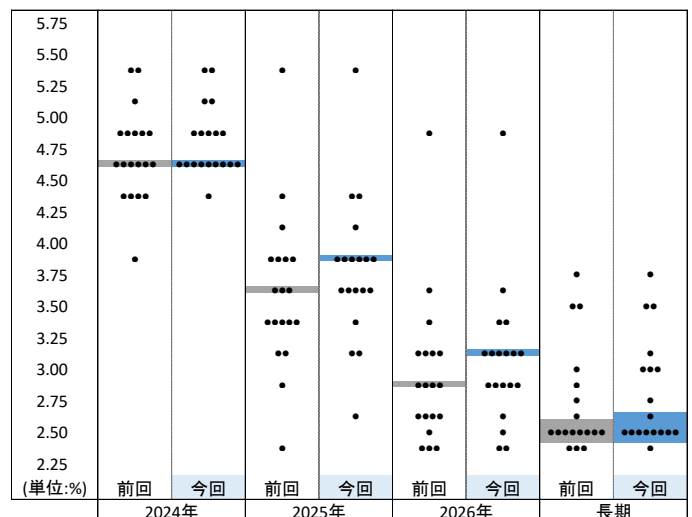
	2024	2025	2026	長期
実質GDP	2.1 (+0.7)	2.0 (+0.2)	2.0 (+0.1)	1.8 (-)
市場予想	1.40	1.90	-	-
コアPCE デフレーター	2.6 (+0.2)	2.2 (-)	2.0 (-)	-
市場予想	2.40	-	-	-
失業率	4.0 (▲0.1)	4.1 (-)	4.0 (▲0.1)	4.1 (-)
市場予想	4.10	-	-	-

注) 直近値は2024年3月FOMC。データはFOMC参加メンバーの見通し中央値、各年第四半期の値。PCEは個人消費支出、コアは食品・エネルギー除く。実質GDP、コアPCEデフレーターは前年比。青字は昨年12月FOMC見通しからの修正幅。市場予想はBloomberg集計予想。

出所) 米FOMC、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】2024年は前回同様に3回利下げを示唆も、ドットは全体的に上方シフト

米国 FOMC参加メンバーの政策金利見通し



注) 前回は2023年12月FOMC、今回は2024年3月のFOMC開催時。色付き部分は投票者の中央値を示す。長期は投票者数が偶数のため、中央値に該当する2つのデータがあるセルに色を付けた。

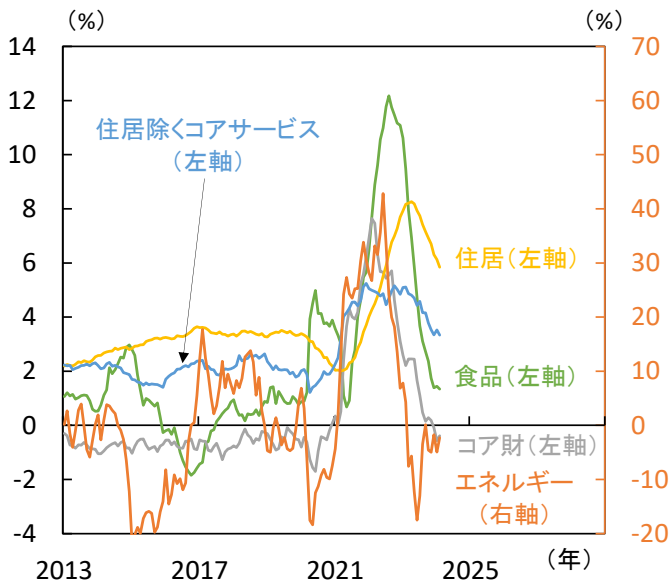
出所) 米FOMCより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2024年4月

【図3】1月はインフレ再加速懸念が高まるも、
2月はその上振れが一時的である事を示唆

米国 PCEデフレーター(前年比、項目別)

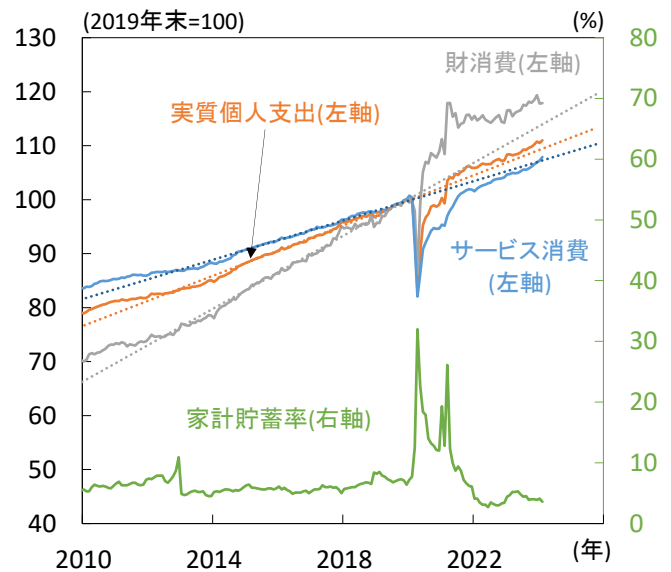


注) 直近値は2024年2月。

出所) 米BEAより当社経済調査室作成

【図5】財消費は伸び鈍化もサービス消費が依然堅調、
家計貯蓄率は低水準で推移

米国 実質個人支出(内訳)、家計貯蓄率

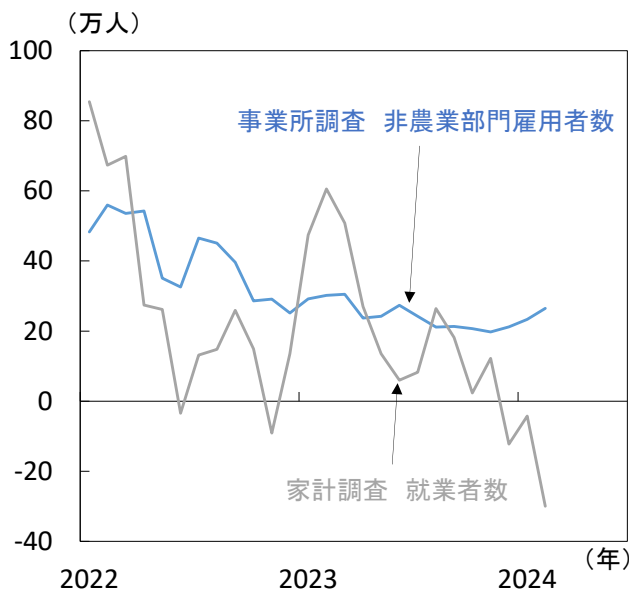


注) 直近値は2024年2月。家計貯蓄率は名目ベース、名目個人支出÷名目可処分所得。図内の点線は、コロナ前(2015-2019年)の傾向線。

出所) 米BEAより当社経済調査室作成

【図4】非農業部門雇用者数は20万人超を保つも、
家計調査の就業者数は減少傾向

米国 雇用者数(調査別、前月差の3カ月移動平均)

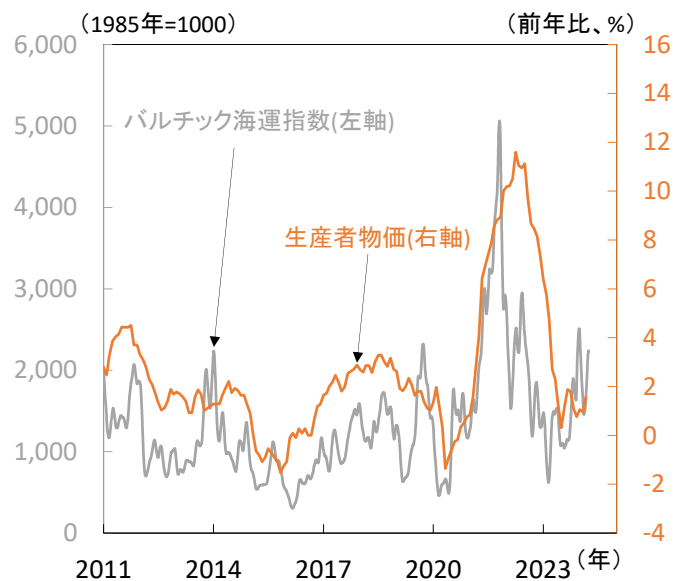


注) 直近値は2024年2月雇用統計。

出所) BLSより当社経済調査室作成

【図6】3月下旬にボルティモア港が閉鎖され、
輸送コスト上昇などインフレ上振れ要因が残存

バルチック海運指数、米生産者物価



注) 直近値はバルチック海運指数が2024年3月29日、生産者物価が同年2月。

出所) BLS、Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

2024年4月

欧州経済

ユーロ圏景気はごく緩やかな持ち直しへ、
賃金上昇圧力の根強さに懸念

景況感指標はユーロ圏景気の持ち直しを示唆

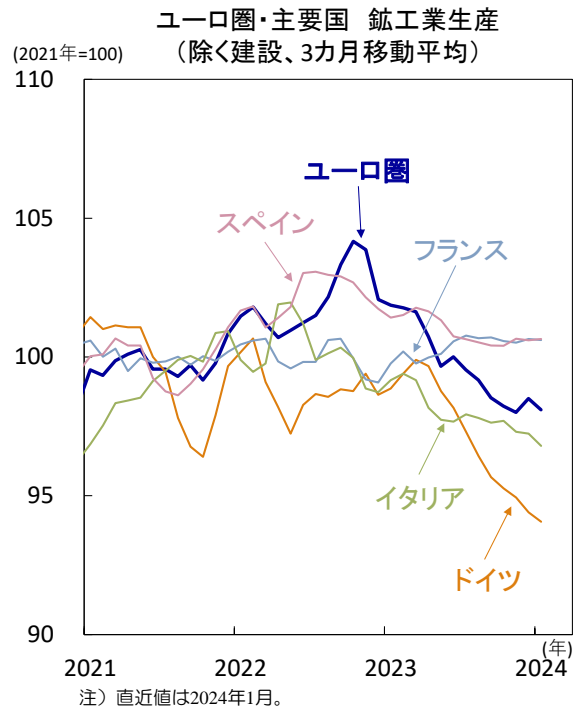
ユーロ圏の経済活動は年明け1月も低調に推移。1月の鉱工業生産は前月比▲3.2%と事前予想を大きく下回り、昨年12月値も下方修正され、縮小傾向が続いています(図1)。域内最大経済国ドイツは小幅増産となるも、直近3カ月平均では依然不振が際立ち、フランスやイタリアは減産。1-3月期も生産活動の弱さが域内景気の足かせとなっている模様です。また、金融引き締めや高インフレが続く中、財消費の抑制も続きました。ユーロ圏の1月実質小売売上高は前月比+0.1%と2カ月ぶりに増加したものの、自動車燃料を除く非食料品は減少が継続(図2)。生産活動同様に財消費を巡ってもドイツの弱さが際立ちました。

一方、景気先行きを巡る明るさは増えています。ユーロ圏の3月総合購買担当者景気指数(PMI、速報値)は49.9と改善して中立水準である「50」に接近し、欧州委員会調査の3月経済信頼感指数も改善(図3)。ユーロ圏景気はごく緩やかながら、持ち直しに向かいつつある模様です。

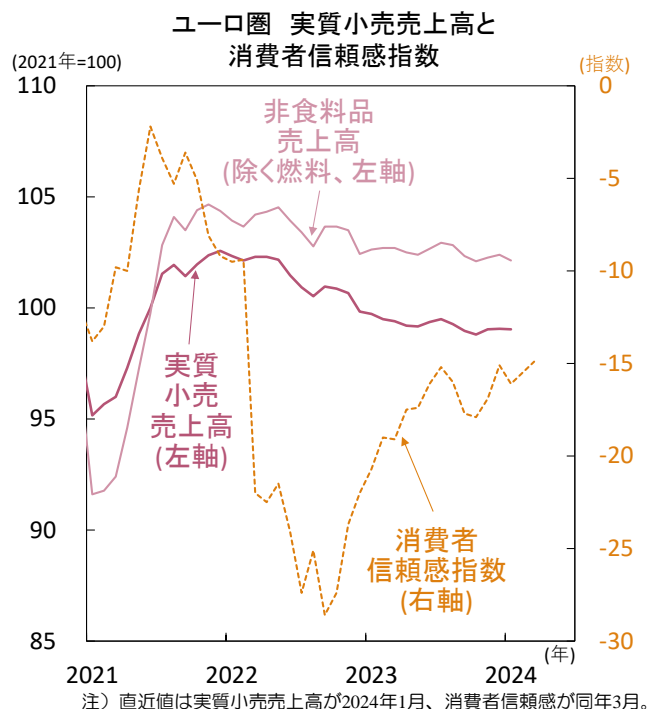
ECBによる6月利下げ開始観測強まる

また、ユーロ圏のインフレ減速は継続。2月総合消費者物価指数は前年比+2.6%と伸び率が更に鈍化し、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除くコア物価も同+3.1%と伸び率が着実に減速しました。しかし、サービス価格は同+4.0%と4カ月連続で横ばいに留まり、依然下げ渋っています(図4)。サービス業企業の販売価格見通しは慎重化しつつも高水準で推移し、下げ渋り継続への懸念が残ります。加えて、域内の雇用情勢は引き続き底堅く(図5)、主要各国では賃上げ要求の根強さは不変。賃金・サービスインフレ動向を注視する展開は続いています。

欧州中央銀行(ECB)は、3月政策理事会でインフレ基調は更に緩和していると評価。物価見通しを下方修正し(図6)、物価目標回帰への自信を強めました。一方、強い賃金上昇圧力への警戒感に残し、利下げ判断にはより多くのデータが必要との見解を明示。より多くの賃金データが確認できる6月会合での利下げ開始の可能性が高まっています。しかし、賃金・サービスインフレの下げ渋りに伴って、利下げペースがより緩慢となる可能性も意識され、焦点は利下げペースに移りつつあります。(吉永)

【図1】ユーロ圏 生産活動の弱さが続き、
ドイツの低迷が深刻

出所) 欧州統計局(Eurostat)より当社経済調査室作成

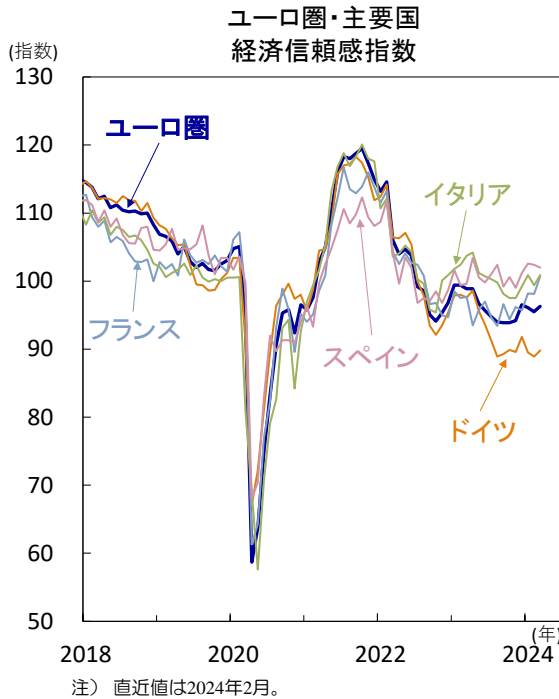
【図2】ユーロ圏 家計は依然として財消費を抑制、
消費者信頼感は緩やかに回復

出所) Eurostat、欧州委員会(EC)より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－欧州

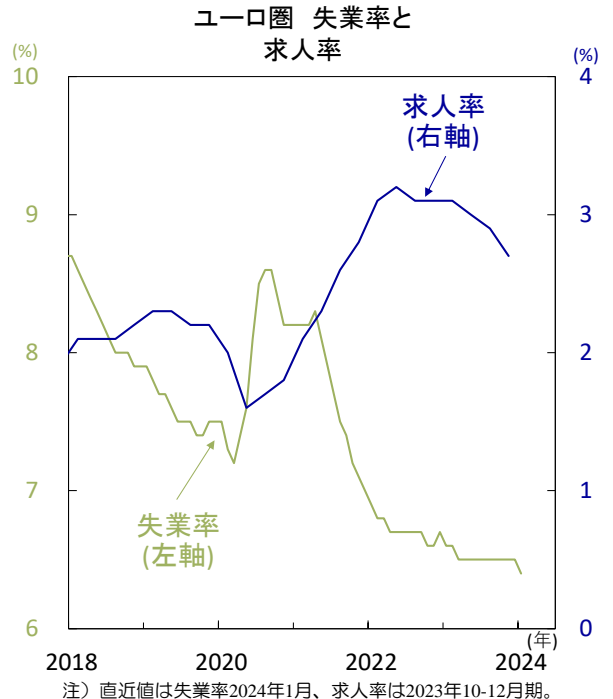
2024年4月

【図3】ユーロ圏 経済信頼感指数は緩慢な景気回復を示唆 際立つドイツ景気の弱さ



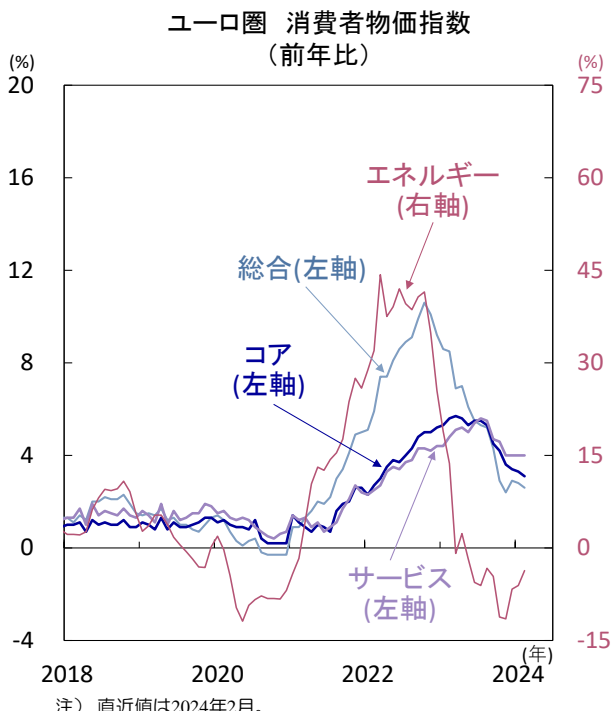
出所) ECより当社経済調査室作成

【図5】ユーロ圏 労働需給は緩和の兆しを示しつつも 依然としてひっ迫



出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 インフレ減速は着実に進展も、 サービスインフレは高止まり



出所) Eurostatより当社経済調査室作成

【図6】ユーロ圏 ECBは物価見通しを下方修正し、 予測期間内での物価目標回帰を予想

ECB スタッフ経済見通し

	2024年	2025年	2026年
実質GDP成長率(前年比、%)			
2024年3月	+0.6 ↓	+1.5	+1.6 ↑
(2023年12月)	+0.8	+1.5	+1.5
消費者物価(前年比、%)			
2024年3月	+2.3 ↓	+2.0 ↓	+1.9
(2023年12月)	+2.7	+2.1	+1.9
コア消費者物価(前年比、%)			
2024年3月	+2.6 ↓	+2.1 ↓	+2.0 ↓
(2023年12月)	+2.7	+2.3	+2.1
単位労働コスト(前年比、%)			
2024年3月	+4.4 ↑	+2.3 ↓	+1.7 ↓
(2023年12月)	+4.1	+2.6	+2.0

※ ↓: 下方修正、↑: 上方修正
※ コア: 除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ

出所) 欧州中央銀行(ECB)より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年4月



オーストラリア(豪)経済

豪中銀は3会合連続で政策金利据え置き タカ派バイアスを修正

10-12月期の実質GDPは低調

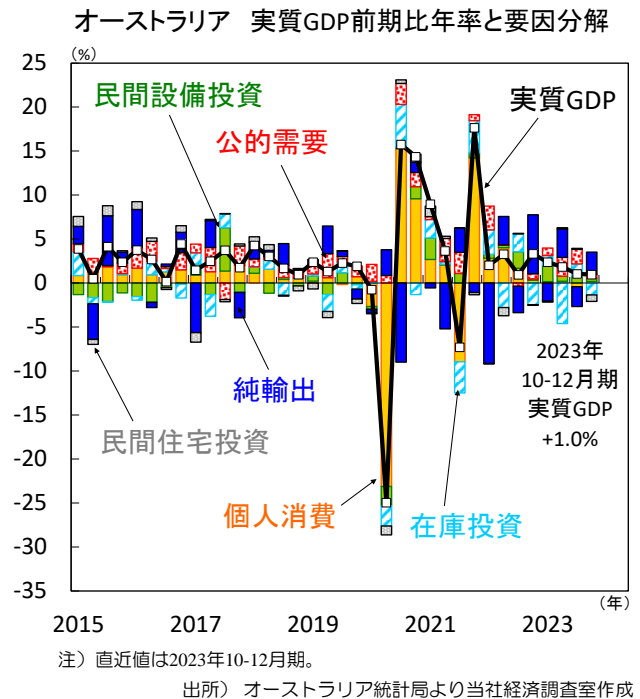
昨年10-12月期の実質GDPは前期比年率で+1.0%と、7-9月期の同+1.0%と同程度の伸びとなりました(図1)。輸入の大幅な減少に伴って純輸出はプラス寄与となるも、輸出の減少が続いたほか、個人消費や設備投資も低調でした。個人消費は裁量的支出が5四半期連続で減少するなど消費意欲の弱さを示しており、家計貯蓄率は低水準となっています。物価高や金融引き締めによる住宅ローンの利払い負担増など、生活コストの増加が消費の足かせになっていると考えられます(図2)。2024年前半は低調な個人消費により景気は低迷が続く見込みです。ただし、年後半には利下げ期待で消費者心理が一段と改善し(図3)、実質GDP成長率は上向くとみています。

豪中銀はタカ派よりのバイアスを修正

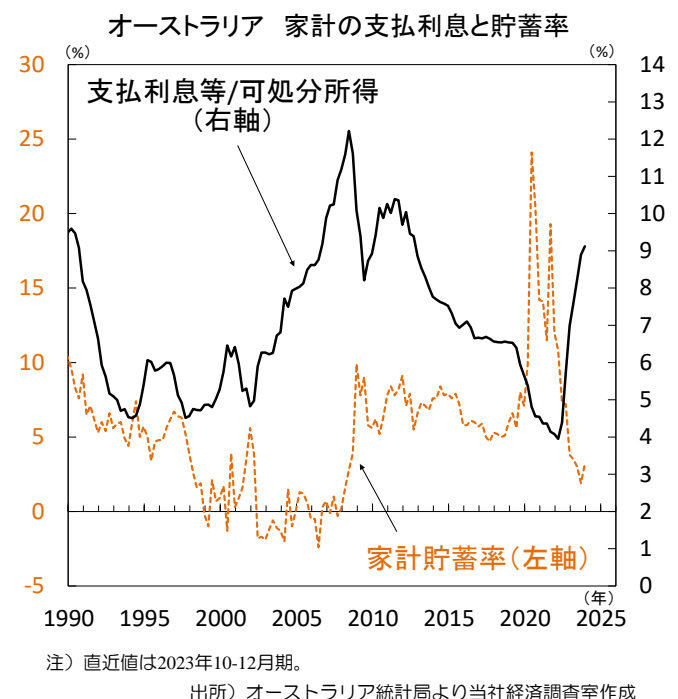
豪中銀は3月19日の金融政策決定会合において、政策金利を4.35%で3会合連続据え置きました。最大の焦点は、追加利上げの可能性を示す政策指針が維持されるかどうかでしたが、声明文では先行きの政策決定についていかなる選択肢も排除しないと、利上げには言及せず中立的なスタンスが示されました。経済情勢については、インフレ鈍化傾向が継続しているほか、個人消費は弱く、労働市場も徐々に軟化しているとの見方が示されました。物価については、月次消費者物価の上昇率はインフレの継続的な弱まりを示し、賃金の伸びはピークに達したようだ指摘(図4)。インフレ鈍化は財価格で順調な一方でサービス価格は遅れており、賃金鈍化が見通せる状況になる事が利下げの条件となります。インフレ鈍化の持続性を確認するために、4-6月期までの消費者物価動向を精査した上で、新たな金融政策報告が公表される8月会合で利下げは開始される可能性が高いとみています。

金融市場は今年1~2回の利下げを織り込み(図5)、長期金利は低下局面にあります。株価は増益期待を背景に3月に過去最高値を更新しリスク志向は強まっています(図6)。金融政策の先行きを占う上で4月24日公表の1-3月期消費者物価が注目です。2月消費者物価は落ち着いた動きとなり、今後よほど大きなサプライズが生じない限り金融市場の見方は維持されるとみています。(向吉)

【図1】 内需が弱く成長率は低調、
個人消費の弱さ目立つ

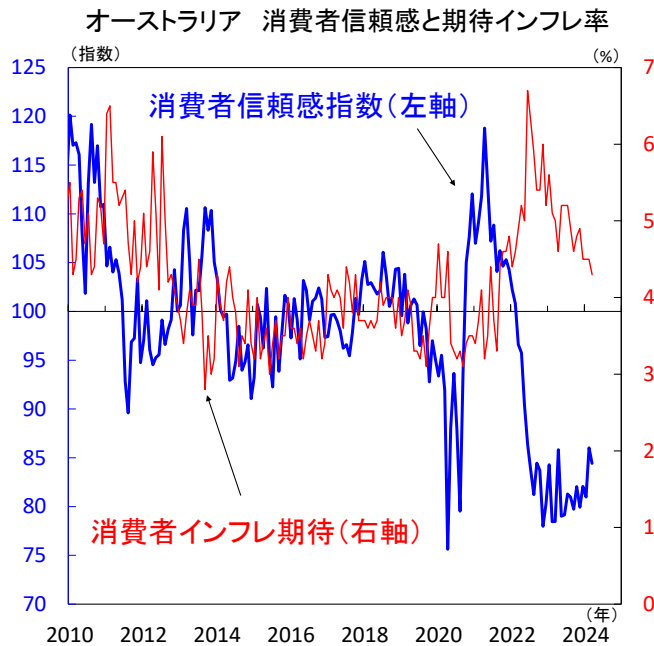
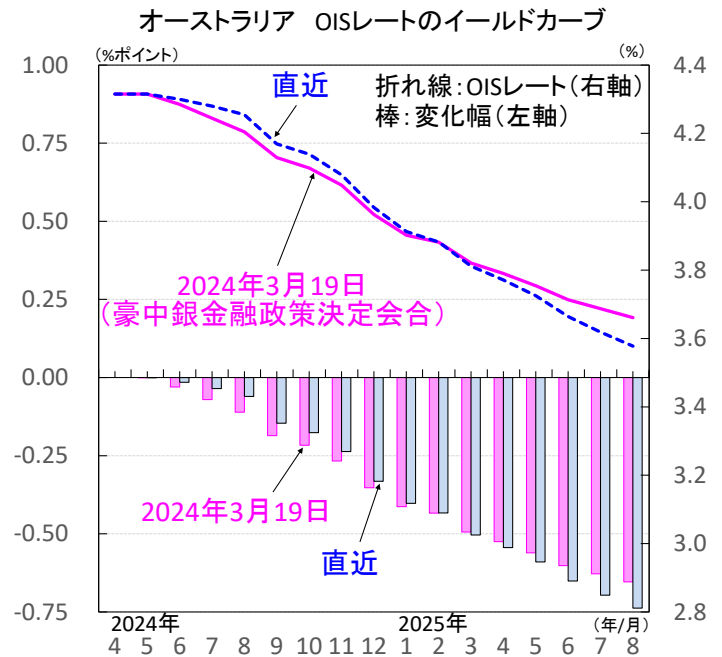
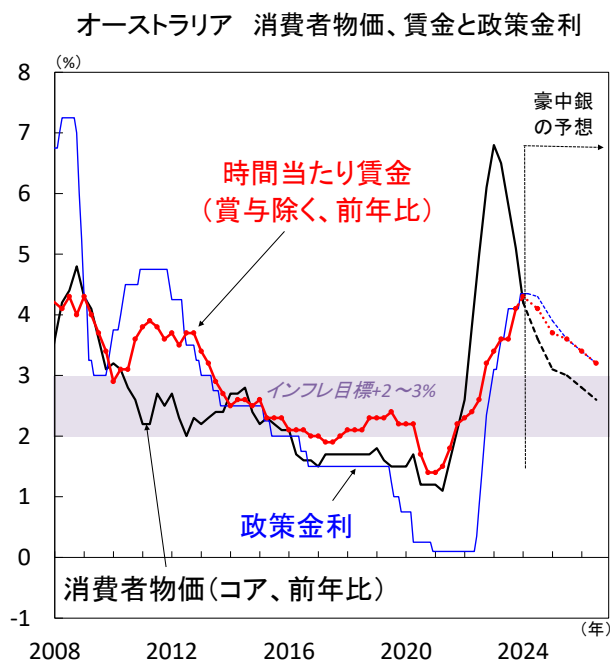


【図2】 支払利息の増加が家計の大きな負担、
貯蓄率は低水準



② 各国経済見通しーオーストラリア

2024年4月

【図3】 消費者信頼感指数は低水準ながら改善、
インフレ率の低下や利下げ期待を反映【図5】 金融市場は豪中銀の利下げを織り込む、
2024年後半以降緩やかな利下げを予想【図4】 インフレ率は2025年後半に豪中銀の目標圏内へ、
政策金利は2024年後半から引き下げへ【図6】 利下げを織り込む金融市場、
金利低下、増益期待で株価は最高値更新

② 各国経済見通し－中国

2024年4月

中国経済

2024年の中国経済は無難なスタート、
今後も機動的な財政・金融支援は不可欠

2024年の中国は5%成長達成に向け好発進

中国政府は3月5-11日開催の全人代（日本の国会に相当）で2024年の経済成長率目標を前年と同じ+5.0%前後に設定しました（図1）。その他項目を含め昨年から目立った変更はないものの、地方政府特別債券発行額の増額や超長期国債発行（今後数年継続の方針）など、積極的な財政政策で景気を下支える姿勢を示しています。

直近の月次統計では景気安定化の兆候も見られます。鉱工業生産は昨年12月:前年比+6.8%→1-2月:+7.0%と加速、堅調な外需（輸出額は同+2.3%→+7.1%）も追い風でした（図2）。他方、小売売上高は同+7.4%→+5.5%と減速も、昨年終盤の強い伸びはゼロコロナ撤廃後の反動増が影響していたこともあり、消費の基調は底堅いと評価されます。国家統計局の3月購買担当者景気指数（PMI）でも製造業が50.8と6カ月ぶり、うち中小企業が50.3と1年ぶりに業況改善の節目50を超え、非製造業は4カ月連続上昇の53.0と、回復のすそ野が広がっている印象です。

不動産不況とデフレ懸念の抜本対策が課題

また都市部固定資産投資（年初来）も昨年12月:前年比+3.0%→1-2月:+4.2%と加速、政府の資金繰り支援を背景に堅調なインフラ投資（同+5.9%→+6.3%）も下支え材料です（図3）。業種別ではコンピューター・通信機器などの好調が目立ちます。半導体や先端技術を巡る米国との摩擦が激しさを増すなか、ハイテクの内製化など産業の自立自強を目指す国家戦略に沿った動きと推察されます（図4）。生産面で見ると、これらハイテク関連に加え、素材関連もインフラ投資安定の効果もあり堅調です。

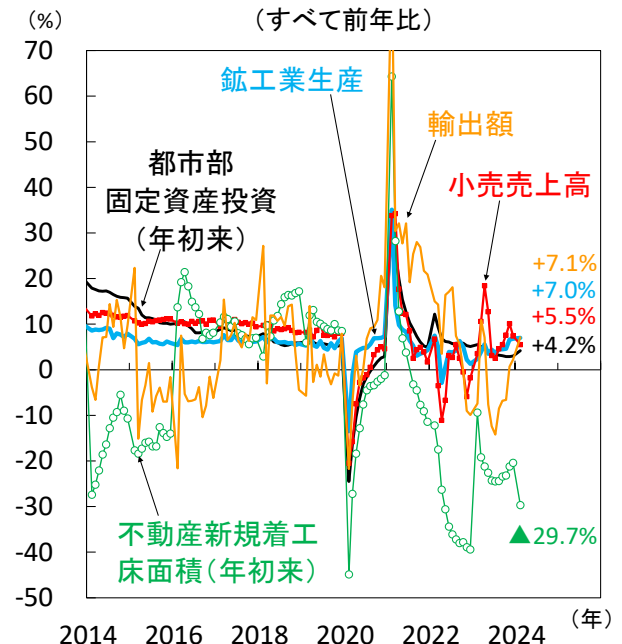
ただし、幾度も繰り返された需要刺激策は、中長期的な景気減速感の打破につながっていません。近年の景気低迷を招いた不動産不況が続くなか（図2）、家計が所得・雇用不安を抱えた状態では、消費低迷が長引きデフレ圧力が増す悪循環に陥る懸念は残ります（図5・6）。政府が目指す投資依存の脱却、消費主導型経済への転換には、より大胆な金融・財政政策が求められます。（瀧澤）

【図1】2024年も5%成長を掲げた政府、
積極財政で景気安定を目指す方針を示唆

中国 全人代での経済目標比較

	2022年	2023年	2024年
実質GDP成長率	+5.5%前後	+5.0%前後	+5.0%前後
インフレ率 （消費者物価）	+3.0%前後	+3.0%前後	+3.0%前後
都市部 新規就業者数	1,100万人 以上	1,200万人 前後	1,200万人 以上
都市部 調査失業率	5.5%以下	5.5%前後	5.5%前後
財政赤字 （対GDP比）	2.8%前後	3.0%前後	3.0%前後
マネーサプライ 社会融資総量 増加率	名目 成長率 に一致	名目 成長率 に一致	経済成長率 と 物価目標 に一致
地方政府 特別債券発行額	3.65兆元	3.8兆元	3.9兆元
超長期特別国債	---	---	1.0兆元
国防費（前年比）	+7.1%	+7.2%	+7.2%

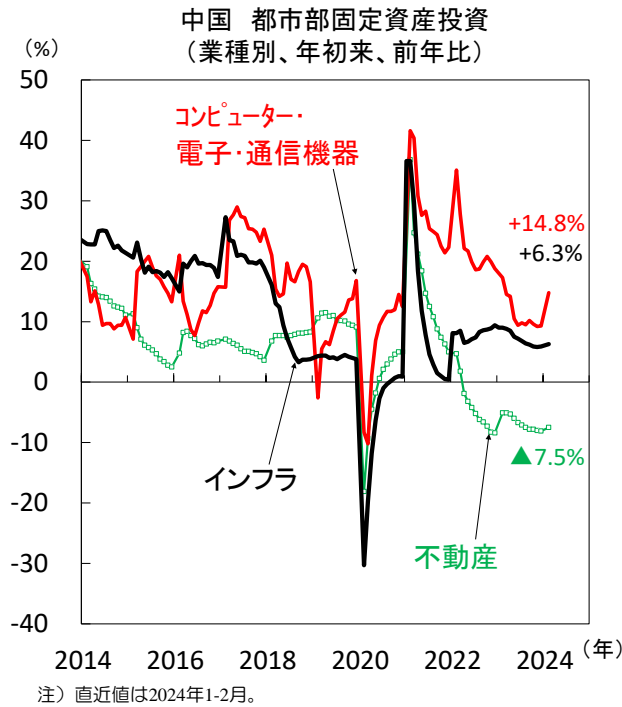
出所）中国国務院より当社経済調査室作成

【図2】2024年初の生産・投資・消費は安定基調、
一方、不動産不況脱却の兆しは全く見えず中国 主要景気指標
（すべて前年比）注）鉱工業生産以外は名目ベース。
直近値は2024年1-2月。

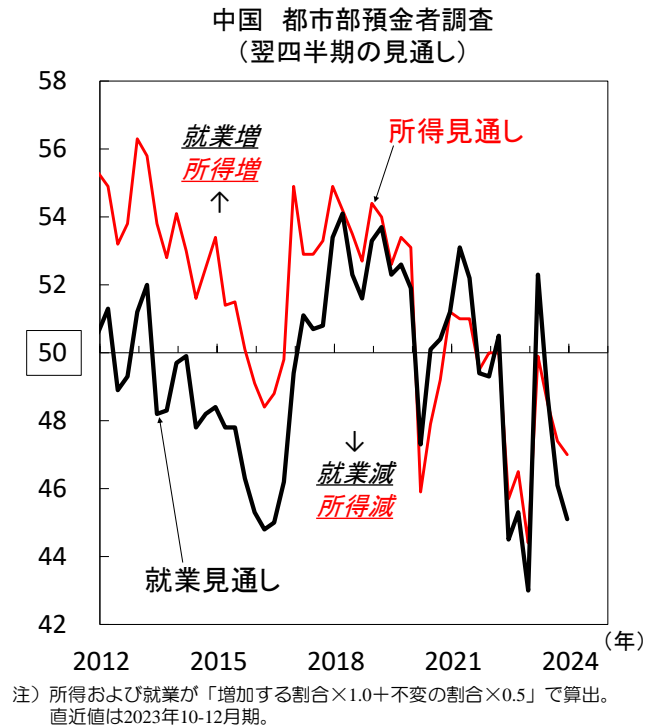
出所）中国国家統計局、中国海関総署より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

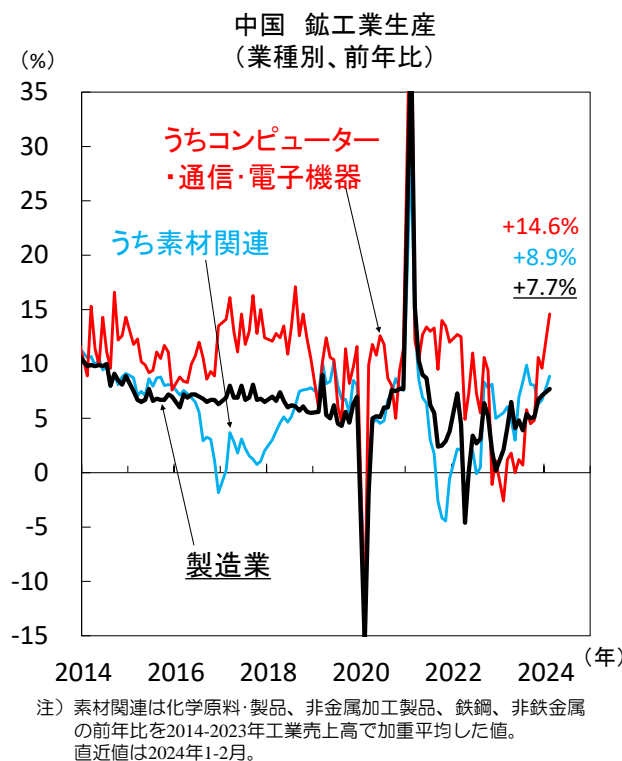
2024年4月

【図3】政府主導で加速するハイテク投資、
インフラ投資も財政支援で当面安定か

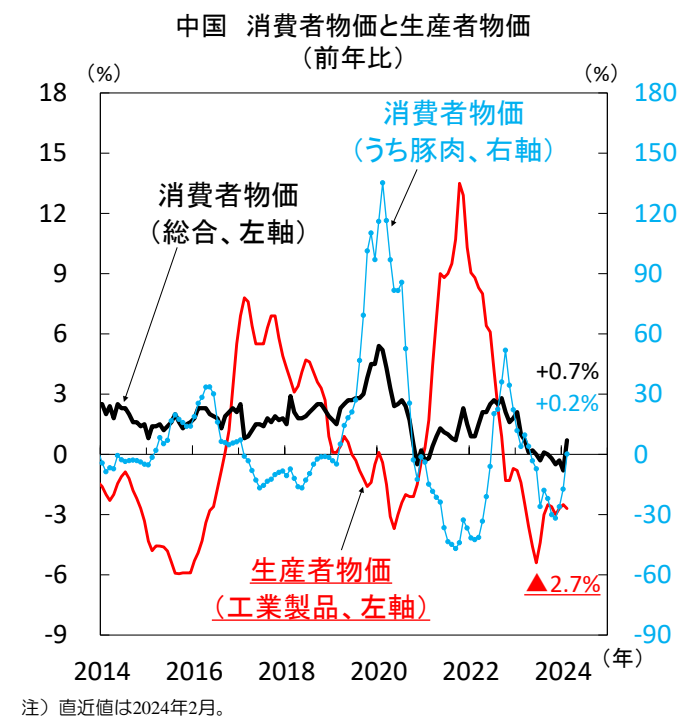
出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

【図5】中国景気の安定化が見られるも、
家計は雇用・所得面の先行き不安めぐえず

出所) 中国人民銀行より当社経済調査室作成

【図4】米中摩擦激化も製造業生産は堅調、
けん引役を担うハイテクと素材分野

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

【図6】消費者物価は上昇も生産者物価は低迷、
中国がデフレリスクにさらされる現状を示唆

出所) 中国国家統計局より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—インド

2024年4月



インド経済

投資にけん引され景気は底堅く拡大

■ 実際の経済成長率は+6.5%前後の模様

インドの景気は堅調に拡大。昨年10-12月期の実質GDPが前年比+8.4%(7-9月期+8.1%)へ加速しました(図1)。もっとも、+8%台の成長率は一時的な要因でかさ上げされています。生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は同+6.5%(同+7.7%)へ鈍化。これが実際の景気拡大速度に近い模様です。GDPはGVAに純付加価値税(NIT)を加えて算出。GDPは変動の大きいNITによって押し上げられました。NITは間接税収から補助金を引いて計算。2022年のウクライナ紛争に伴う一次産品価格の高騰から拡大した補助金支出がその後縮小したためNITが同+32.0%(同+12.8%)拡大し(図2)、GDPを+1.9%pt押し上げました。

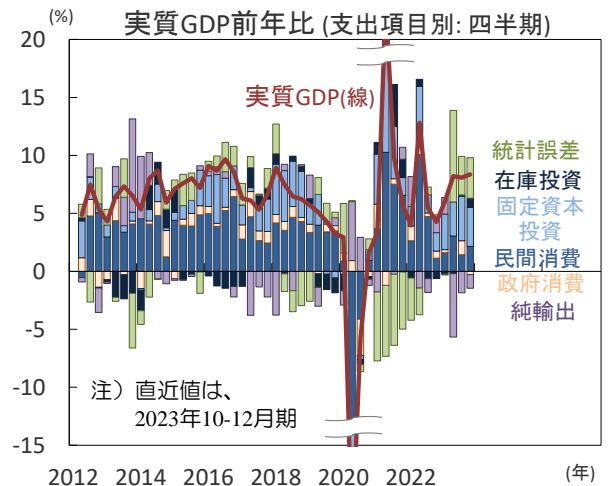
GDP統計の需要側では、民間消費が軟調な一方、固定資本投資が好調でした。民間消費は同+3.5%(同+2.4%)とやや軟調。天候不順による農業所得の低迷や食品物価の上昇による低所得家計の購買力の低下等によります。

■ 今年度のGDP成長率は+6.8%前後の見込み

固定資本投資は同+10.6%(同+11.6%)と好調。インフラ投資や民間住宅建設の伸びによります。外需では総輸出が同+3.4%(同+5.3%)、総輸入も同+8.3%(同+11.9%)へ鈍化しました。生産側では、農林漁業が同▲0.8%(同+1.6%)へ反落(図3)。雨不足から雨季作物の収穫が低迷しました。製造業は同+11.6%(同+14.4%)と好調。一次産品価格の低迷による投入コスト低下が付加価値を押し上げ、デフレーターへの過小評価も実質生産の水準を押し上げました。建設業は同+9.5%(同+13.5%)拡大。インフラ投資の拡大等によります。サービス部門は同+7.0%(同+6.0%)と好調。流通・宿泊・運輸・通信や金融・不動産等が加速しました。

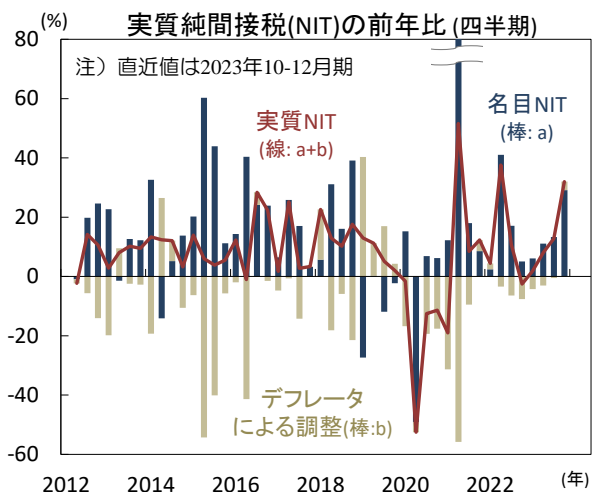
今後も都市部の高所得家計の消費は堅調に伸び、足元で低迷する農村部家計の消費も天候条件の正常化に伴って緩やかに回復する見込み。一方、これまで景気をけん引してきた公共投資は前倒し執行からの反動と4-5月の総選挙前の新規投資見合わせによって鈍化するでしょう。また、補助金支出の減少によるNITの押し上げは今後はく落し、実質GDPの伸びは実質GVA(≒景気の実態)に近い水準に低下する見込み。昨年度(～2024年3月)のGDP成長率は+7.8%前後(前年度+7.0%)、今年度は+6.8%と、景気は底堅い拡大を続けると予想されます。

【図1】 +8.4%の成長率は景気の実態を過大評価か



出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図2】 実質純間接税(NIT)が急伸しGDPをかさ上げ



出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより当社経済調査室作成

【図3】 農林漁業が軟調な一方、製造業は堅調に拡大



出所) インド中央統計局、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—インド

2024年4月

物価抑制を重視し金利を据え置く当局

2月の総合物価上昇率は+5.1%と横ばい

足元では物価が下げ渋っています。2月の総合消費者物価は前年比+5.1%(1月+5.1%)上昇(図4)。食品と燃料を除くコア物価が同+3.3%(同+3.6%)へ鈍化したものの、野菜が同+30.2%(同+27.1%)へ加速しました(図5)。

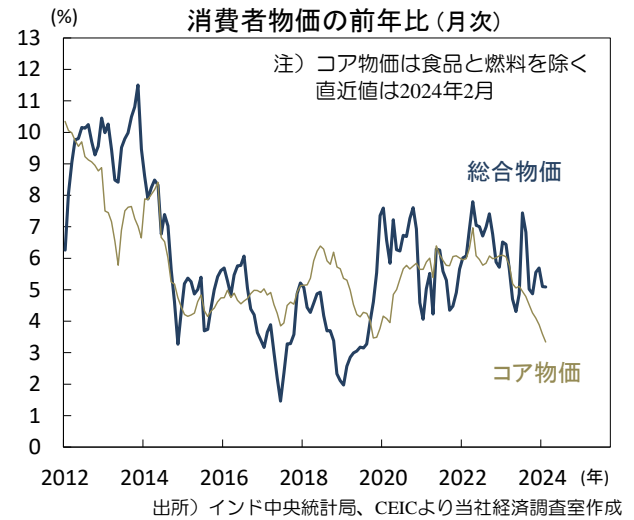
野菜を除く総合物価は同+3.7%(同+3.9%)と2カ月連続で+3%台へ鈍化。変動の大きい野菜物価の上昇が総合物価の低下を妨げています。野菜の内訳では、ニンニクが同+264.3%(同+223.6%)、トマトが同+42.0%(同+38.3%)へ加速しました。コア物価は同+3.3%(同+3.6%)と、3カ月連続で+3%台で推移。酒・タバコ等、衣服・履物、住居関連、その他(家庭関連、保健、運輸通信、娯楽、教育、理美容)など全ての主要項目の伸びが鈍化しました。足元のコア物価はコロナ感染拡大前の平均(2017-19年)の+4.9%より大きく低下。一次産品価格の低下に伴って投入価格の下がった企業は産出価格を抑えています。10-12月期の実質民間消費は同+3.5%(同+2.4%)と軟調。相対的に弱い内需もコア物価の伸びを抑えているとみられます。

当局は今年8月より小幅な利下げを開始か

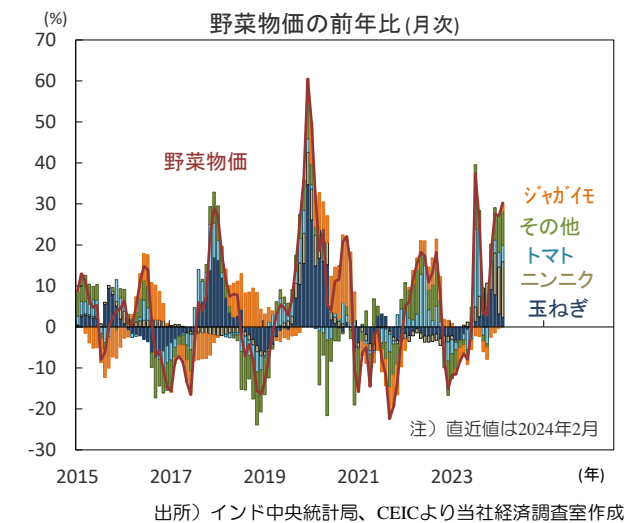
コア物価が低下を続ける中でも、インド準備銀行(RBI)は総合物価の抑制を重視し、市場の早期利下げ期待をけん制。2月8日の政策会合で政策金利を6.5%に据え置き(図6)、政策スタンスを「金融緩和の縮小」で維持しました。RBI総裁は、利上げ効果の浸透でコア物価が鈍化し総合物価も鈍化しているものの、その動きは繰り返して起こる食品物価の上昇によって中断させられていると発言。天候不順等から変動する食品物価が期待インフレ率を押し上げるリスクを警戒しているとみられます。

もっとも、コア物価が鈍化を続ける中で実質政策金利(政策金利-コア物価)が高まり、景気を下押しするリスクも意識され始めています。今回の据え置きは5対1で決定。外部委員1人が利下げを主張しました。また、2月22日に公表された会合の議事録では、もう1人の外部委員も今回の据え置きに賛成票を投じつつも、今後物価が鈍化し実質金利が上昇しすぎるリスクを指摘したことが明らかになりました。RBIは不安定な野菜物価の動向を注視し同物価が期待インフレ率を押し上げることがないことを確認しつつ、利下げ開始の時期を慎重に探るでしょう。同行は今年8月から今年末にかけて政策金利を累計0.5%pt引き下げると予想されます。(入村)

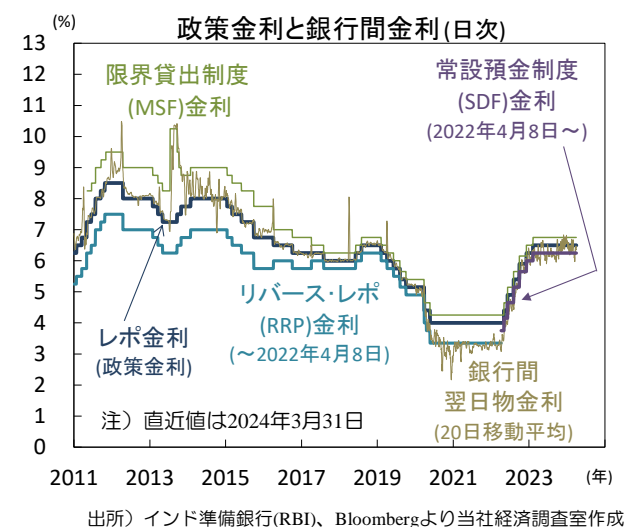
【図4】コア物価の伸びは3カ月連続で+3%台へ低下



【図5】足元ではニンニクやトマトの物価が上昇



【図6】昨年4月より6回連続で政策金利を据え置き



② 各国経済見通し—トルコ

2024年4月

トルコ経済

利上げ効果で景気は鈍化の兆候、
中銀総裁交代の影響は限定的

2023年10-12月期実質GDPは鈍化

激しい物価高においても堅調さを保ってきたトルコ景気に減速の兆候が見られます。2023年10-12月期実質GDPは前年比+4.0%(7-9月期+6.1%)と鈍化(図1)。トルコ中央銀行(TCMB)による昨年6月以降の大幅利上げ(8.5%→50.0%)の影響が波及しつつある模様です。

需要側は民間消費(非営利法人消費除く)が同+9.3%(同+11.1%)と鈍化しつつも堅調。昨年2度にわたる最低賃金引き上げ(1月+55%、7月+34%)や年金受給対象者の拡大政策が消費を下支えた模様です。また、今年1月には最低賃金を更に+49%引き上げ。家計消費は当面底堅く推移しそうです。一方、固定資本投資は同+10.7%(同+14.8%)と2桁の伸びを維持しつつも、大きく鈍化。昨年、トルコ南東部で発生した大地震を受けた復興需要の一巡や借入金利の上昇を受けて投資が抑制されました。その他、総輸出が同+0.2%(同+1.2%)と減速。通貨リラの減価という追い風はあったものの、主要輸出先である欧州の景気減速が重しとなりました(図2)。一方で総輸入も同+2.7%(同+14.5%)と大きく減速。結果、純輸出(寄与度)のマイナス幅が縮小し、実質GDPを下支えしました。

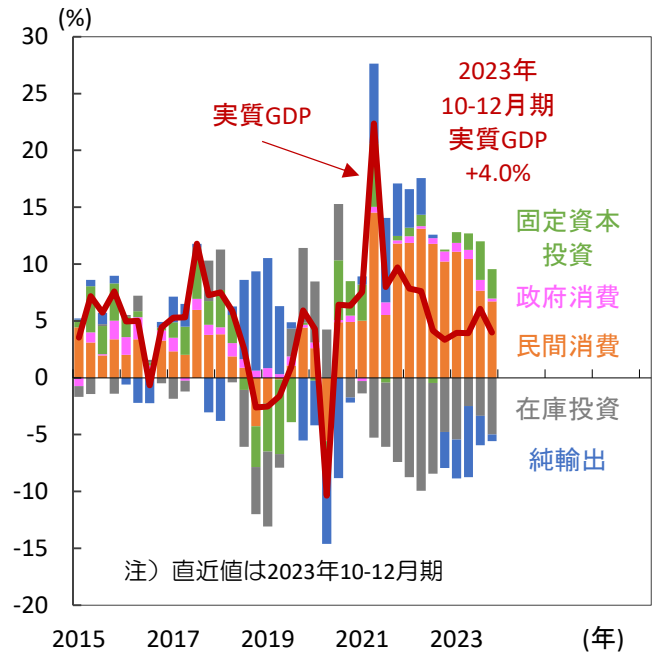
今後は、(1)大幅な最低賃金の引上げや地震からの復興需要などの景気押し上げ要因が一巡すること、(2)物価を抑制するために相対的に高い実質金利を維持せざるを得ないこと、(3)主要な輸出先である欧州の景気が冴えないことから景気は徐々に減速する想定です。

カラハン新総裁も金融引き締め姿勢を踏襲

2月初旬、昨年6月にTCMBの総裁に就任し、積極的な金融引き締め政策を実施していたエルカン氏の辞任が報じられました。エルカン氏を巡っては一部現地メディアが「エルカン氏の父親が不当に中央銀行の業務に深く関与している」などと報道。同報道の真偽の程は定かではないものの、同氏は家族を守るために辞任を表明した模様です。エルカン氏辞任の直後には金融緩和姿勢への転換が懸念されたものの、杞憂に終わりそうです。エルドアン大統領は後任に副総裁のカラハン氏を任命。同氏は米ニューヨーク連銀やアマゾンのエコノミストを務めた後に昨年TCMBの副総裁に就任、総裁昇格後には「中銀の主な目的と優先事項は物価の安定を達成することにある」と強調しました。エルカン氏が押し進めてきた積極的な金融引き締め政策は踏襲される見込みです。

【図1】 高い政策金利を受けて固定資本投資が減速

トルコ 実質GDP前年比と寄与度(四半期)



出所) トルコ統計局、CEICより当社経済調査室作成

【図2】 主要輸出先の欧州地域への輸出が伸び悩み

トルコ 主要地域別輸出金額(月次)



出所) トルコ統計局、CEICより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し—トルコ

2024年4月

金融政策転換による経済正常化期待で
リラ相場は下げ止まりか

積極的な利上げを受けても物価高は継続

昨年6月以降、累計41.5%ptの利上げを実施しているTCMBですが、インフレ加速の勢いは留まることを知りません。直近2月の総合物価指数は前年比+67.1%(1月+64.9%)と加速。食料品・飲料が同+71.1%(同+69.7%)と堅調であったことや中東地政学リスクの高まりを背景に輸送機器用の燃料・潤滑油が同+91.6%(同+79.9%)と大きく加速したことが影響しました。1月に実施された+49%の最低賃金引き上げもサービス物価を押し上げた模様です。コア物価指数も同+72.9%(同+70.5%)と加速。主に娯楽が同+65.4%(同+61.8%)、教育が同+91.8%(同+79.8%)とサービス業が堅調で、サービス業全体では同+94.4%(同+89.7%)と過去最高水準を記録しました。一方、コア財価格は同+54.0%(同+53.4%)と小幅な加速に留まりました。

引き続き激しい物価高に苦戦するトルコですが、政策金利の大幅引き上げを受けて景気減速の兆候が見られることから物価は徐々に鈍化方向に向かう見込みです。

外人投資家からの資金流入が拡大

前回2月の会合で政策金利の据え置きを発表したTCMBですが、激しい物価高の抑制に向けて再度利上げに踏み切りました。TCMBは3月に実施された金融政策決定会合で政策金利を5%pt(45.0→50.0%)引き上げ。声明文では「サービス価格にけん引され予想を上回る物価上昇となった」と指摘。国内需要が堅調であったとの認識を示しました。また、今後の金融政策に関しては「インフレ基調の明確で持続的な低下が確認されるまで金融引き締め姿勢を維持する」と記述。「インフレ見通し悪化時には金融政策スタンスを引き締める」と、必要があれば追加利上げもためらわない姿勢を示しました。

1月会合での利上げ停止から2ヵ月程度しか経過していなかったこともあり、今回の利上げはサプライズでした。減価が続いていたリラ相場は会合後に反発。インフレ抑制に向けた当局の姿勢が好感された模様です。また、足元では海外投資家からの投資復活の兆しが見られます(図3)。3月上旬、大手格付け会社(Fitch)がトルコの外貨建て長期国債の格上げ(B→B+)を発表。昨年6月以降の金融政策転換を受けた経済脆弱性の低下などを理由としており、見通しも「ポジティブ」としました。(1)政策金利から1年先期待インフレ率を差し引いた実質政策金利がプラスに転じたこと(図4)、(2)格付け引き上げなどを受けて海外投資家からの資金流入が期待できることからリラ相場の減価には歯止めが掛かる見込みです。(北村)

【図3】金融政策転換による経済正常化期待から
外人投資家による資金流入が拡大

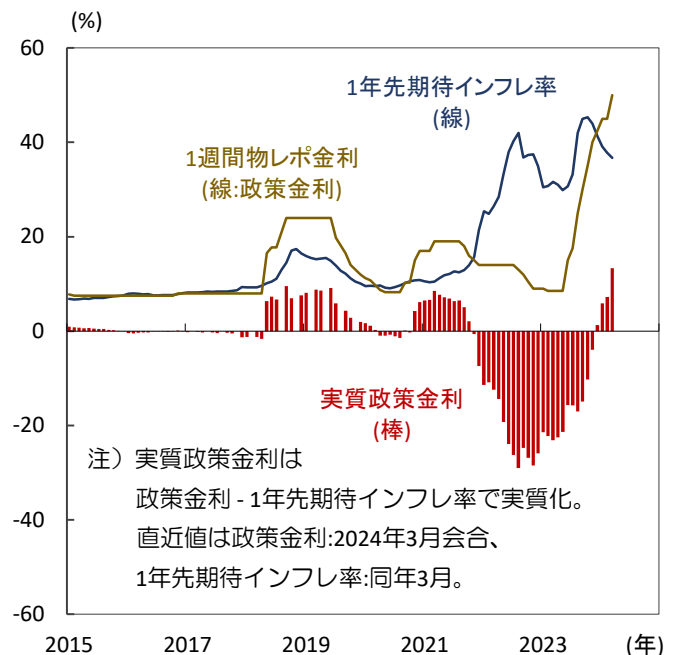
トルコ 外人投資家保有比率と保有残高(月次)



出所)トルコ中央銀行(TCMB)、CEICより当社経済調査室作成

【図4】政策金利から1年先期待インフレ率を差し引いた
実質政策金利はプラスに転換

トルコ 外人投資家保有比率と保有残高(月次)



出所)トルコ中央銀行(TCMB)、CEICより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2024年4月

世界

3月の株式市場は主要国主導で増勢強める

3月の株式市場は世界的に堅調でした（図1上・下）。世界的なインフレ収束を背景とした海外先進国の利下げ期待が相場を支える展開にあります。新興国では台湾の好調が目立ちました。米半導体大手エヌビディアが人工知能（AI）向けの新たな半導体を発表、また同大手マイクロン・テクノロジーの売上高見通しが市場予想を上回ったことなど、半導体活況が好材料となった模様です。

1-3月期決算から製造業復調が感じとれるか

4月には日米主要企業の1-3月期決算発表が本格化します。足元、サービス業に比べ苦戦していた製造業で底固めの気配も見られますが、好調な半導体などハイテク関連とそれ以外の業種で温度差も感じられます。米中の景気が安定感を高め、各国でインフレ収束が進み、民間心理の改善も続くなか、製造業の業績見通しに明るさが見られれば、物色の動きが広がるとみています。（瀧澤）

日本

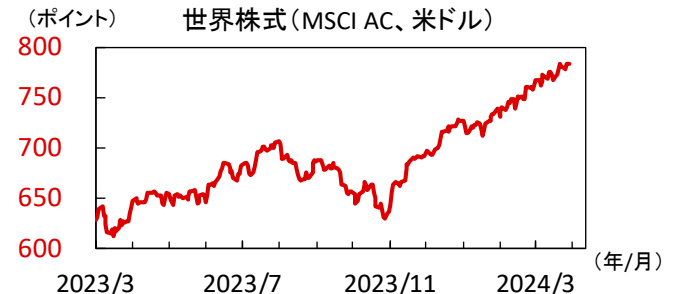
日経平均は終値で40,000円台の大台へ

3月の日経平均株価は+3.1%上昇。4日、終値基準で4万109円と史上最高値を更新し4万円の大台に乗りました。18-19日の日銀金融政策決定会合の声明にて、金融緩和環境が継続すると示されたことから為替市場にて円安が進行したことも、株価の押し上げ要因となりました。22日には1ドル=151円台まで円安が進み、日経平均株価は終値で4万888円となり再び史上最高値を更新しました。

今後も底堅い動きが期待される

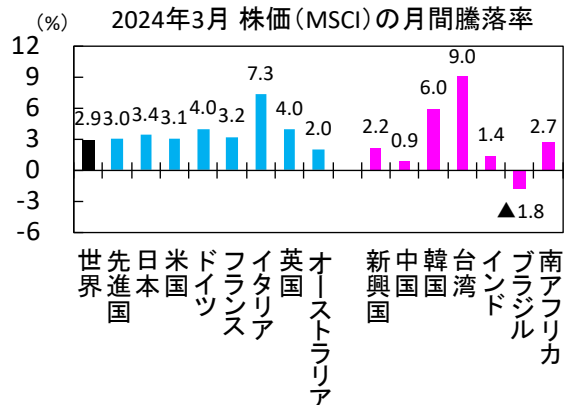
米国株がハイテク株を中心に高騰し過去最高値を更新し、それに追随する形で国内株も上昇しています。また、円安進行や外国人投資家の買い越しも株価を押し上げています。自己資本利益率（ROE）の上昇が期待される中、株価純資産倍率（PBR）は足元上昇基調にあります。今後も上場企業の経営改革の進展や業績の改善予想が株価を押し上げることが期待されます。4月も株価は堅調な地合いが継続すると見えています。（本江）

【図1】3月の株式市場も世界的に堅調維持



注) 直近値は2024年3月29日。

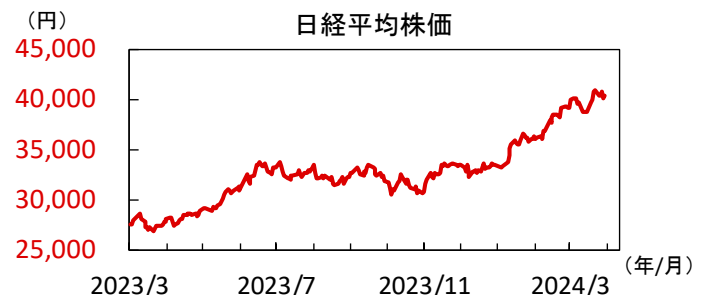
出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成



注) 現地通貨（地域別は米ドル、中国は香港ドル）ベース。値は2024年3月29日。

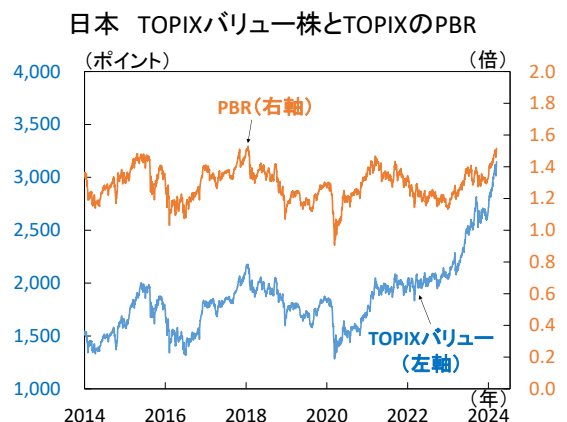
出所) MSCI、Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】経営改革の進展期待からバリュー株が大きく上昇



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2024年4月



米国

NYダウは最高値更新が続く

3月のNYダウは前月比+2.08%と上昇しました。3月米連邦公開市場委員会(FOMC)でFOMC参加者の見込む2024年の予想利下げ回数(中央値)が、前回2023年12月会合と同じく3回で据え置かれたことや、パウエルFRB議長の記者会見がハト派に捉えられたことなどから株式市場は楽観姿勢が続きました。米国の主要株式指数は高値更新の動きが続き、NYダウは40,000ドル目前に迫っています。

業績堅調は織り込み済み、上値は重いか

米国株は底堅い展開を予想も上値は重くなる見込みです。3月FOMCでは2024年の利下げ回数が中央値で3回と示されたものの、FOMC後の要人発言では堅調な労働市場を背景に景気が底堅さを保つなか、インフレ鈍化が継続するか慎重に見極めたいとの思惑が散見されています。景気の堅調は企業収益拡大の面から株価にプラスではあるものの、今後、米連邦準備委員会(FRB)がタカ派に転じれば株価の上値は重くなると見込まれます。(清水)



欧州

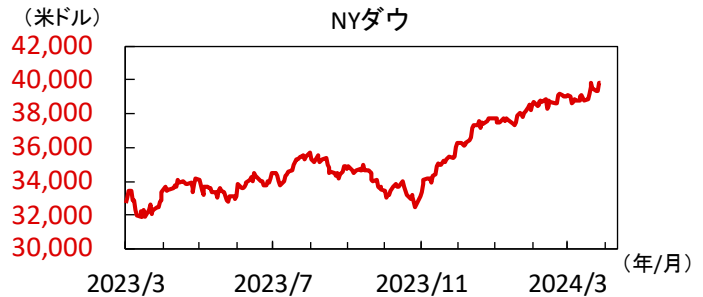
米欧中銀による利下げ開始への期待強まる

3月のストックス・ヨーロッパ600指数は+3.7%(~29日)と上昇基調を強め、史上最高値の更新を継続。米欧主要中央銀行のハト派的な姿勢を受けて、利下げ開始への期待が高まり、市場のリスク選好姿勢が強まりました。欧州中央銀行(ECB)は物価見通しを下方修正し、米連邦準備理事会(FRB)は年内に3回利下げとの予想を堅持。スイス国立銀行(中銀)は予想外の利下げに踏み切りました。

域内景気の持ち直し期待も株式市場を下支えか

市場ではECBの6月利下げを見込む確率が、足元で概ね8割程度に達し、ECBが年央より利下げに着手するとの見方が強まっています。また、ユーロ圏の景況感指標は、ごく緩やかながらも、景気持ち直しの兆しを覗かせ、利下げ開始や景気回復への期待は引き続き株式相場の下値を支える見込みです。加えて、米国株と比した欧州株の割安感への意識も好調さ維持に寄与しそうです。(吉永)

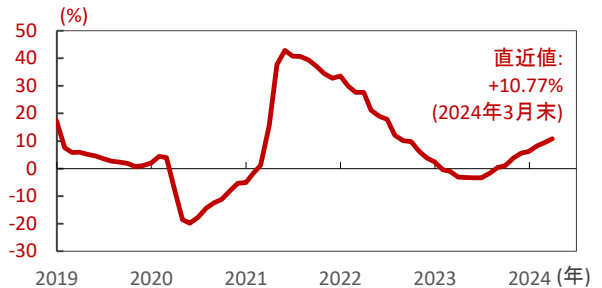
【図3】業績予想は堅調な利益拡大を織り込み済



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

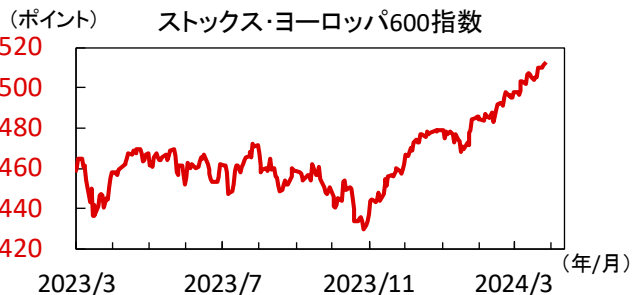
S&P500 12カ月先EPS予想(前年比)



注) EPS(Earning Per Share)は1株当たり収益。月次データ、Bloombergの集計ベース。直近値は2024年3月29日。

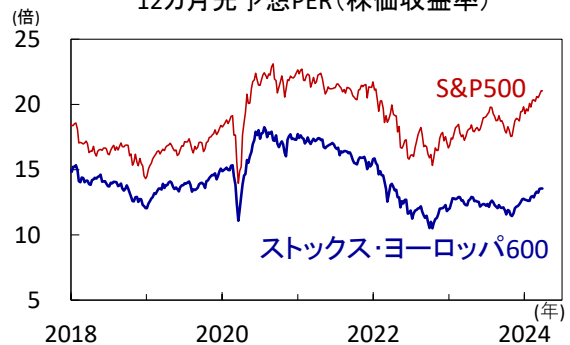
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】米国株と比した欧州株の割安感にも意識



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米S&P500・ストックス・ヨーロッパ600指数
12カ月先予想PER(株価収益率)

注) 2024年3月28日時点。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2024年4月

世界

3月の債券市場は概ね底堅く推移

3月の債券市場は概ね堅調でした（図1上・下）。海外先進国では、各国でインフレ収束が確認されるなか、年央以降の利下げ期待を背景に金利がやや低下、国債が底堅く推移しました。またリスク選好地合いを背景に米欧社債市場も良好でした。他方、日本は年内の追加利上げ観測が根強く、新興国は景気が底堅さを増すなか、金利上昇に押され現地通貨建て債券は軟調となりました。

利下げ観測の変化に伴う金利不安定化に注意

直近の昨年10-12月期実質GDP（前期比）は、米国・カナダ（加）・オーストラリア（豪）がプラス、ユーロ圏がゼロ、英国がマイナスと温度差があります。足元の利下げ観測は、ユーロ圏が6月、米・加が6月か7月、英・豪が8月開始で、利下げ幅は年末まで3回（累計0.75%）程度とほぼ同等ですが、景気・物価次第で利下げ観測が揺れ動き、金利が不安定化するリスクに要注意です。（瀧澤）

日本

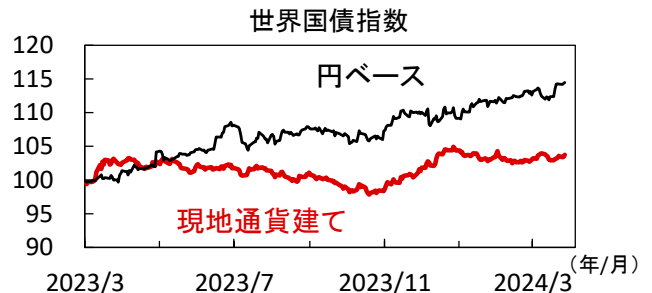
長期金利は横ばい圏で推移

3月の10年国債利回りは0.01%pt上昇とほぼ横ばい。月の前半は、18-19日の日銀金融政策決定会合にて大規模な金融緩和策の解除が行われるとの観測やその後の利上げを織り込む形で、長期金利は0.7%台後半まで上昇しました。しかし、会合後は一転、日銀が緩和的な金融環境を継続する方針を発表したことから、長期金利は低下。月を通してみると、ほぼ横ばいの推移となりました。

今後の日銀による利上げが焦点に

日銀は18-19日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の解除を決定しました。マイナス金利を解除し17年ぶりに利上げを実施。政策金利には無担保コールレートを0-0.1%で設定しました。また、日銀当座預金に一律0.1%の付与金利の適用を決定。会合後のイールドカーブは短期金利の上昇から平坦化しました。金融市場が追加の利上げを織り込む中、日銀による年内の断続的な利上げが行われるかに注目です。（本江）

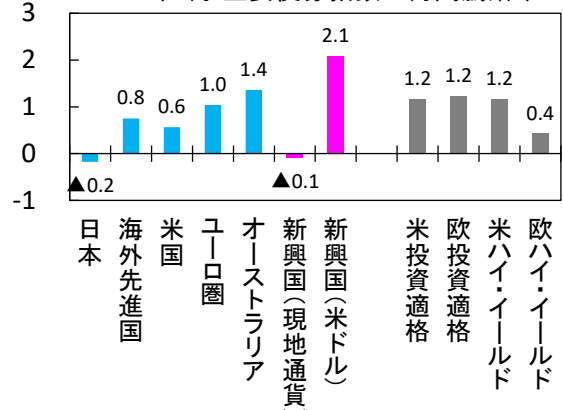
【図1】3月の債券市場は米欧金利低下もあり底堅い



注) 対象指数はFTSE世界国債インデックス。
直近値は2024年3月29日。

出所) FTSE、Bloombergより当社経済調査室作成

2024年3月 主要債券指数の月間騰落率



注) 現地通貨ベース。対象指数は28頁をご参照。値は2024年3月29日。

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

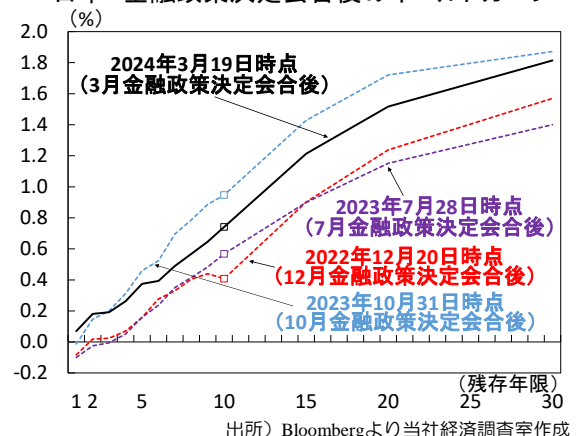
【図2】年内に断続的な利上げが行われるかに注目



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 金融政策決定会合後のイールドカーブ



③ 市場見通し－債券

2024年4月



米国

米長期金利はもみ合い推移

3月の米10年国債利回りは前月末とほぼ同水準で取引を終えています。物価指標が市場予想比で上振れ気味に推移するなか、米金融政策がタカ派に傾斜するとの警戒感が高まったものの、3月米公開市場委員会(FOMC)では2024年の利下げ軌道が概ね維持されたことで、10年国債利回りは4.2%台で横ばい水準となっています。市場の織り込む年内の利下げ回数も概ね3回程度で安定しています。

労働市場の需給ひっ迫解消進むか

米金利はもみ合う展開を予想します。市場の年内利下げ織り込みは米連邦準備理事会(FRB)の目線と同じ3回程度で安定しています。複数のFRB高官が指摘するように今後のインフレ鈍化の軌道は上下に振れやすくなることが想定され、米港湾事故によるコストプッシュのインフレなども新たなかく乱要因になり得るでしょう。ただし、インフレの根底には労働市場の需給ひっ迫があり、今後のひっ迫解消の度合いが改めて注目されます。(清水)



欧州

強まるECBの6月利下げ観測

3月の欧州主要国金利は小幅に低下。ドイツ10年国債利回りは2.3%台を挟んだ推移を続けました。欧州中央銀行(ECB)は3月政策理事会で、物価見通しを引き下げ、物価目標回帰への自信を強める一方、利下げ判断にはより多くのデータを見極めたいとして慎重姿勢を維持。ラガルドECB総裁が6月利下げの可能性を示唆しことから、市場の見込む利下げ開始時期は概ね6月に収れんしました。

焦点はECBによる利下げペースへ

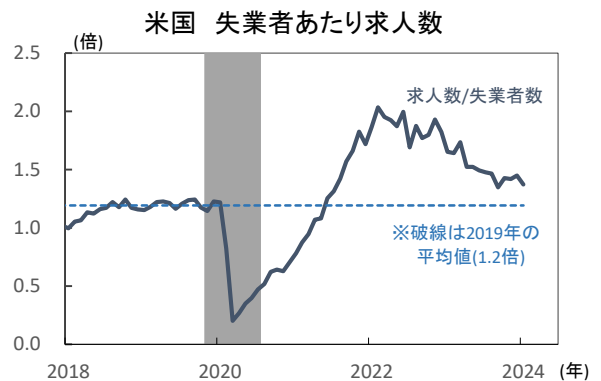
ユーロ圏のインフレ鈍化は着実に進展しつつも、賃金・サービス価格の下げ渋りリスクは残り、4月政策理事会でECBは引き続き、データ重視の従来姿勢を維持するとみられ、市場の6月利下げ開始観測は保たれる見込みです。一方、ドイツの3月妥結賃金は一時金も影響して急伸し、賃上げ要求の根強さを反映。予想以上に賃金上昇率が高止まりした際は、ECBの利下げペースがより緩慢となる可能性もあり、その動向を見極める一進一退の展開は続き、域内金利への下押し圧力は限られそうです。(吉永)

【図3】需給ひっ迫の解消は未だ道半ば



注) 直近値は2024年3月29日。

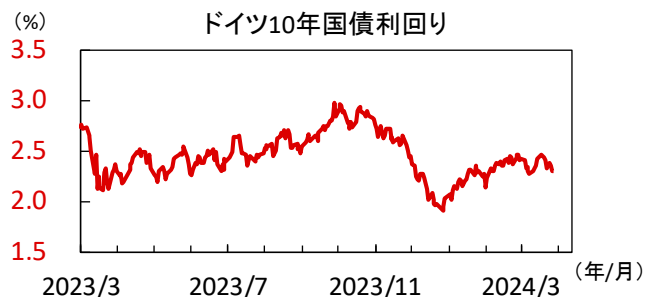
出所) Refinitivより当社経済調査室作成



注) 網掛け部分は景気後退期を示す。直近値は2024年2月時点。

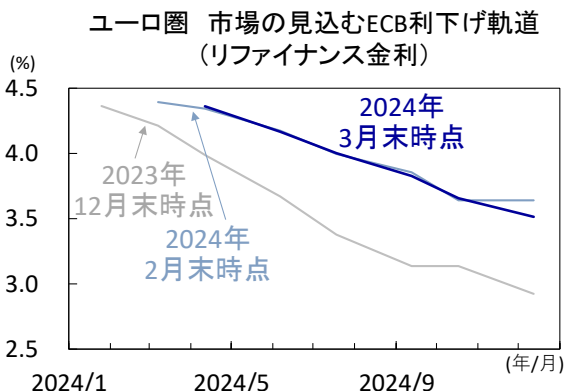
出所) 米BLS、米NBERより当社経済調査室作成

【図4】市場の利下げ開始時期予想は概ね6月に収れん



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2024年4月

世界

3月の為替市場は資源国通貨が底堅く推移

3月の米ドル指数（対主要6通貨）は2月末比+0.4%となりました（図1上・下）。堅調な米景気や米連邦準備理事会（FRB）高官の利下げに慎重な発言などが背景にあります。また原油高もありカナダドルやメキシコペソなども底堅く推移しました。他方、NZドルは軟調。10-12月期の同国実質GDPが2四半期連続の前期比マイナスとなり利下げ前倒し観測が浮上したことが重しとなりました。

世界経済回復続けば資源・新興国通貨安定へ

1-3月の為替市場は米ドル優位も、足元に向け米ドル一人勝ちの様相は弱まった印象があります。やはり米国に続き、中国の景気が安定してきたことで、世界経済軟着陸シナリオの蓋然性が増したことが、その他通貨の底固めに寄与したと言えそうです。市場の想定通りに米欧が利下げに転換すれば、資源・新興国通貨は相対的な高金利通貨を中心に安定感を増す展開もありえます。（瀧澤）

米ドル

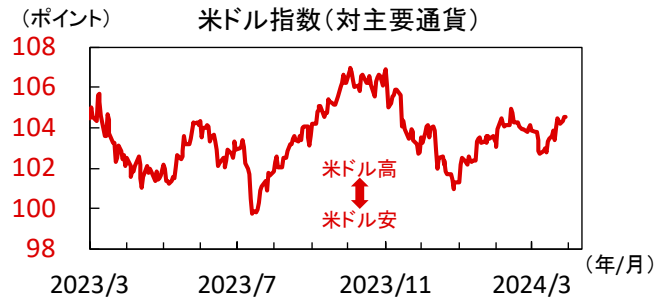
米ドル上昇、円安基調も介入警戒がくすぶる

3月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート）は上昇、米ドル円は151円台後半で推移しました。米国の物価指標が市場予想を上振れ気味に推移し、米連邦準備理事会（FRB）が利下げに踏み切る時期が見通し難い一方、欧州や英国等の金融政策が着実に利下げに向かいつつあり、日銀は利上げ実施も追加引き締めめに慎重姿勢を示すなど、各国の金融政策姿勢の差からドル高が進行しています。

円安米ドル高は一服するか

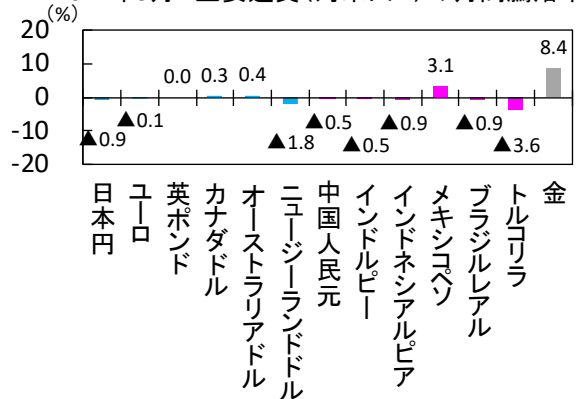
米ドルは底堅い展開を予想します。底堅い米景気や米連邦準備理事会（FRB）の早期利下げに対する慎重姿勢が米ドルを下支えすると見込みます。一方、米ドル円は円安一服となるか注目されます。市場では日本からの為替介入を警戒し151円台後半の推移が続いているものの、早晚円安に振れる展開が予想されます。2022年の円安局面では複数回の為替介入が実施されており、しばらく円安傾向は続くと思われるものの、金利差でみればその後は140円台に回帰する展開も見込まれます。（清水）

【図1】3月の為替市場は方向感見えづらい展開に



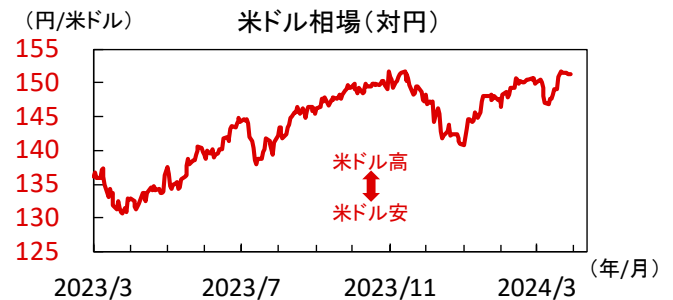
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

2024年3月 主要通貨(対米ドル)の月間騰落率



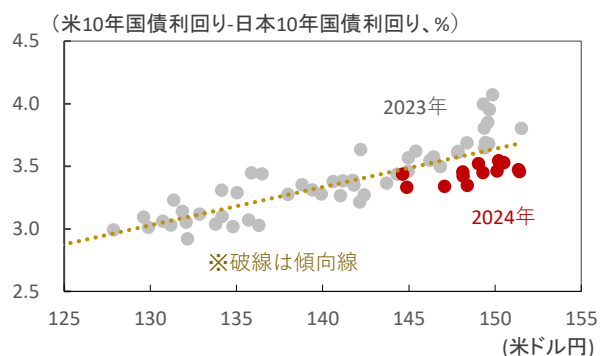
出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図2】金利差の観点からは円高水準へ回帰の見込みも



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日米長期金利差と為替水準



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2024年4月

ユーロ

米欧ともに年央からの利下げ開始観測強まる

3月のユーロ(～29日)は対ドルで▲0.1%とわずかに下落しました。3月政策理事会の結果を受けて、欧州中央銀行(ECB)が6月に利下げを開始するとの観測が強まり、対ドルで一時上昇したものの、中旬以降、相次ぐ市場予想より強い米経済指標を受けてドル買いが進み、上昇分を概ね相殺。一方、日銀が緩和的な金融政策を維持する方針を示したことから、対円では+0.8%と上昇しました。

ドル高圧力は再度強まるか

欧州景気への回復期待や、域内経常収支・貿易収支の高水準な黒字維持等は、引き続き目先のユーロ相場を下支えするとみられます。一方、堅調な米経済指標を受けて市場では、米連邦準備理事会(FRB)の利下げ開始時期の後ずれや、年内の利下げ幅がECBと比して小幅に留まる可能性も意識されつつあり、米物価指標等の強含みが続いた際のドル高圧力の強まりには注意が必要です。(吉永)

オーストラリア(豪)ドル

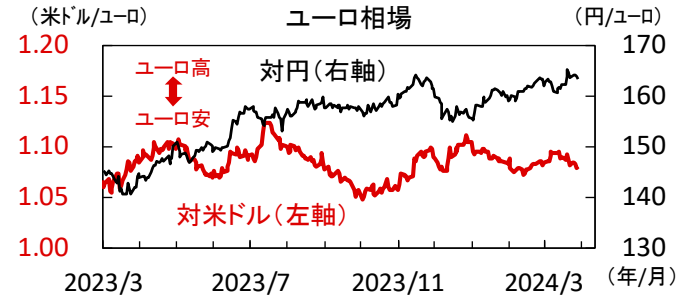
米利下げ期待の変化の影響で大きく変動

3月の豪ドルは対米ドルで+0.4%と上昇しました。上旬に日銀のマイナス金利解除の思惑が強まると、円高・米ドル安とともに豪ドル高に。中旬には米2月インフレ指標が上振れ米ドル買い優勢となり軟化。20日の米FOMC結果がハト派的と受け止められた事による米ドル売りや、21日の豪2月雇用者増を受けた豪ドル買いから急反発。その後は上昇幅を縮め、一進一退の動きとなりました。

豪ドルは対円で底堅い動きへ

豪ドルは豪中銀のタカ派バイアスの修正を受けて対米ドルで軟化後、一進一退の動きとなっています。一方、大幅な円安を受けて対円では上昇しました。米国は豪州よりも先にインフレ鎮静化が進み、利下げ開始時期は豪州より早いとみられます。政策金利における豪米金利差の拡大局面は豪ドル高に影響する公算が大きく、年後半に豪ドルは強含むとみています。当面は円安要因によって豪ドル/円は底堅く推移する見通しです。(向吉)

【図3】ユーロ圏の経常・貿易黒字は高水準で推移



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

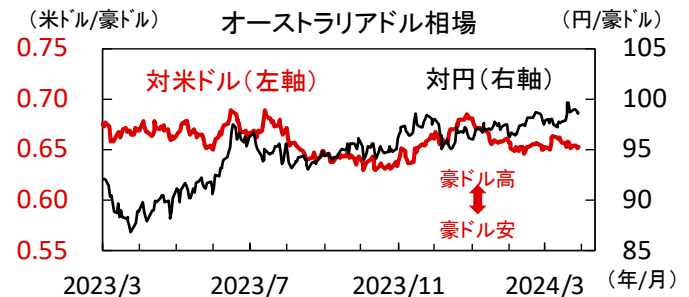
ユーロ圏 貿易収支・経常収支



注) 直近値は2024年1月。

出所) Eurostatより当社経済調査室作成

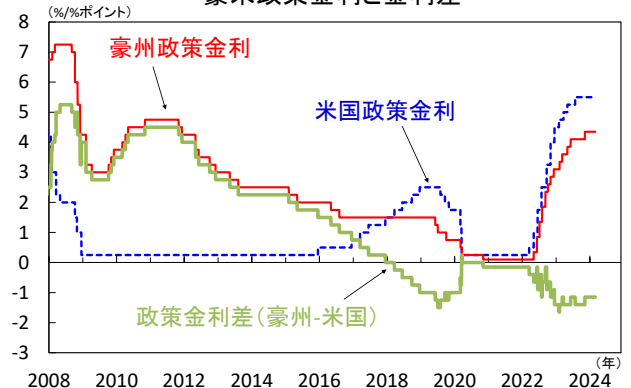
【図4】政策金利における豪米金利差に注目



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

豪米政策金利と金利差



注) 直近値は2024年3月29日。政策金利差の単位は%ポイント。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2024年4月


 ニュージーランド(NZ)ドル

景気悪化による利下げ期待でNZドル軟調

3月のNZドルは対米ドルで▲1.8%と下落しました。NZのラクソン首相は18日に閣議後の記者会見で、「NZ経済情勢は悪化している」と発言。21日に公表された昨年10-12月期の実質GDPは予想に反しマイナス成長となり、昨年下半年の景気後退入りを示唆。金融市場では利下げ観測が強まり、金利は低下、NZドルは大きく下落しました。その後もNZドル相場は上値の重い動きが続きました。

NZ中銀の年内利下げ転換の可能性高まる

昨年10-12月期の実質GDPは前期比で減少し、2四半期連続のマイナス成長となりました。輸入の減少により純輸出は成長率を押し上げるも、個人消費の弱さや固定資本形成の減少が抑制要因となりました。NZ経済は金融引き締めの影響を大きく受けているとみられます。NZ中銀は2025年半ばまで政策金利を現行水準で維持する方針を示すも、2024年内に利下げに転じる可能性は高いと言え、NZドルは売られ易い展開が予想されます。(向吉)


 インドルピー

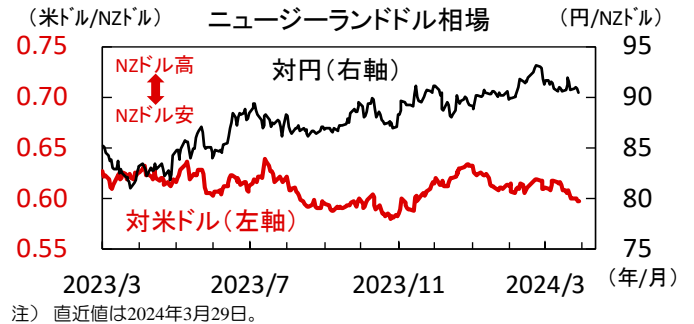
3月のルピーは新興国通貨平均並みの騰落率

ルピーは3月に対米ドルで▲0.5%下落と主要新興国平均並みの騰落率でした。(a)3月上旬のルピーは他の新興国通貨に比べて対米ドル上昇率が限定的で、(b)以降3月末までの期間は同下落率が限定的。(a)米ドル安局面では当局がドル買い介入を、(b)米ドル高局面ではドル売り介入を行ってルピーの対米ドル相場を安定化するという従来どおりの相場運営が行われた模様です。

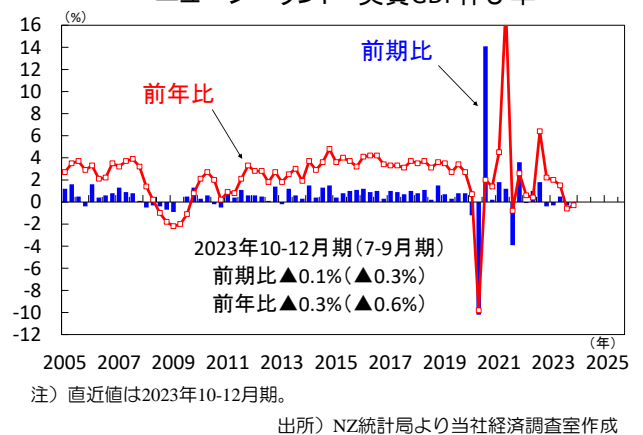
市場介入の規模が縮小し相場は底堅く推移か

3月初より27日にかけて、株式市場に34億ドル、債券市場に17億ドルの資本が流入。外貨準備残高は3月22日に6,426億ドルと過去最高を更新しました。更なる増加があれば、貿易相手国による為替操作の例として米財務省に注目される可能性も否定できません。また、相場が安定化する中で企業の為替ヘッジ比率が低下し始めたことを当局は懸念。今後は介入の規模が縮小するとみられます。相対的に高い金利と改善する国際収支に支えられ、ルピーは当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

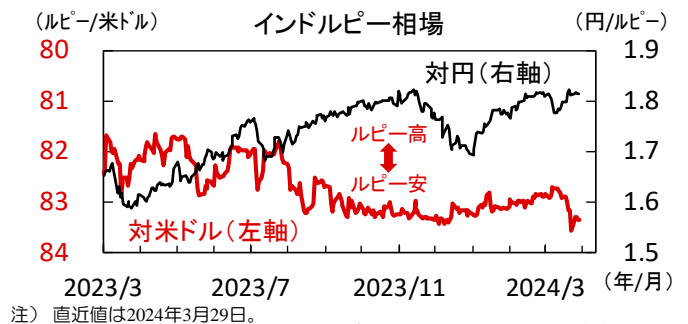
【図5】NZ経済は2四半期連続のマイナス成長



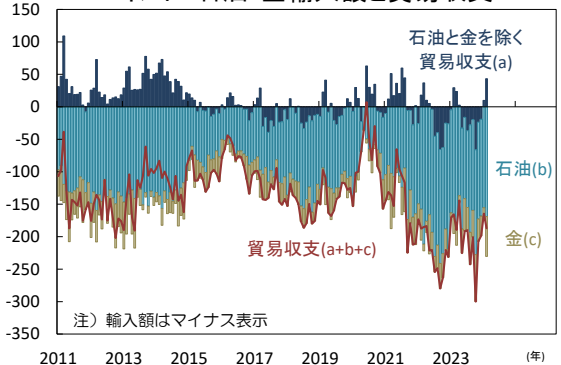
ニュージーランド 実質GDP伸び率



【図6】ルピーは3月に対米ドルで▲0.5%下落



インド: 石油・金輸入額と貿易収支



③ 市場見通し－為替

2024年4月

メキシコペソ

メキシコ中銀は利下げ実施もペソ相場は堅調

ペソは3月に対米ドルで+3.1%上昇。高い実質金利を背景としたキャリー取引(低金利通貨調達/高金利通貨運用)がペソ相場を支えました。メキシコ中銀は3月会合で政策スタンスを金融緩和方向へと転換し、0.25%ptの利下げ(11.25%→11.00%)を実施しました。しかし、今後の政策について声明文では「入手可能な情報に基づいて決定」との表現に留めており柔軟性を担保。インフレリスクも上振れ方向に偏りがあると指摘しました。政策金利据え置きの可能性も含めた緩やかな利下げペースになるとの見方が強く、会合後もペソ相場は堅調でした。

米大統領選挙でのトランプ氏再選リスクに警戒

2021年2月以来の利下げ局面入りとはなりませんが、利下げは緩やかなペースで進むと想定される中、引き続き高い実質金利がペソを下支えする見込みです。ただし、米国大統領選挙におけるトランプ氏再選リスクの高まりは不法移民の取り締まり強化を理由とした経済制裁などを通じたメキシコ景気への打撃が懸念されることから、ペソ相場の重しになると想定します。(北村)

ブラジルリアル

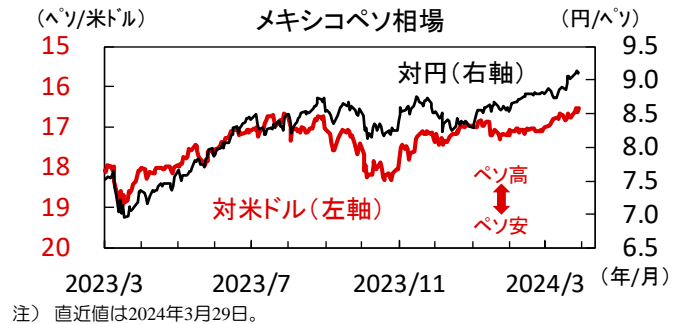
米国との金融政策姿勢の違いが意識され軟調

リアルは3月に対米ドルで▲0.9%と軟調。ブラジル中銀(BCB)は3月の金融政策委員会(COPOM)で6会合連続となる0.5%ptの利下げを実施した一方、米国は消費者物価上振れなどを受け早期利下げ観測が後退。中銀の政策姿勢の違いがリアル相場の重しとなった模様です。声明文では「シナリオが見通し通り進めば次回会合でも同規模の引き下げが全会一致で実施される見込み」としており、次回会合(5月)も0.5%ptの利下げ実施を想定します。

政策金利引き下げ幅縮小観測がリアルの支えに

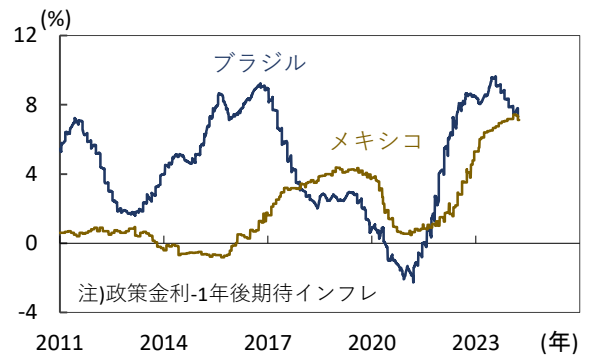
声明文における次回会合での利下げ示唆に関しては前々回(1月)会合と同様でしたが、1月会合で「次回会合(in the next meetings)」と複数形で表記されていた箇所が今回の会合で「次回会合(in the next meeting)」と単数形に変更された点が注目されました。BCBはインフレ高止まりを警戒しており、次々回(6月)会合での利下げ幅縮小に含みを持たせた模様です。米国との金融政策格差がリアルの重しとなる中、インフレ指標上振れなどによる利下げ幅縮小観測はリアルの下支えとなる想定です。(北村)

【図7】3月にペソは対米ドルで+3.1%上昇



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

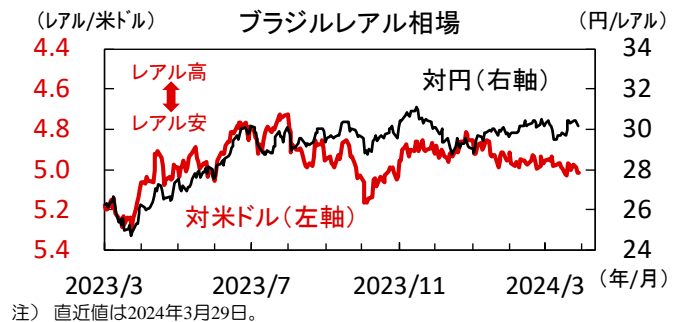
メキシコ・ブラジル 実質政策金利の推移



注) 直近値はメキシコは2024年4月1日、ブラジルは2024年3月22日。

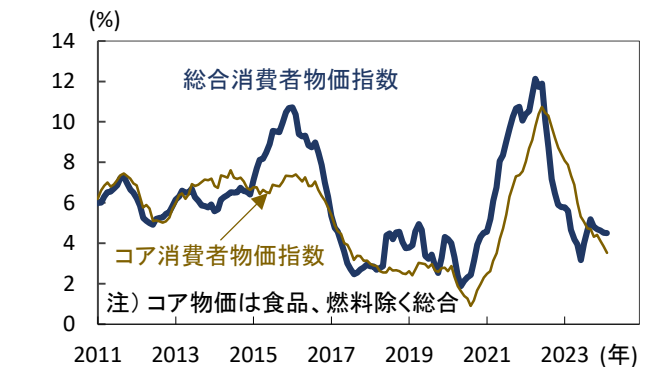
出所) メキシコ中央銀行、ブラジル中央銀行、Bloombergより当社経済調査室作成

【図8】3月にリアルは対米ドルで▲0.9%下落



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

ブラジル 消費者物価(前年比)



注) 直近値は2024年2月。

出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行、CEICより当社経済調査室作成

③ 市場見通しーリート

2024年4月

日本

日本リートは急騰

3月の東証REIT指数は前月比+5.7%と急騰しました。日銀の金融正常化前倒し観測や春闘での昨年を上回る水準での賃上げ回答を受け、日銀金融正常化への警戒感が高まる場面もみられました。その後、3月日銀政策決定会合ではマイナス金利政策など主要な非伝統的金融政策が撤廃されたものの、市場では事前報道通りでサプライズに乏しいと受け止められ、リート価格は急反発しました。

日銀の追加利上げを見極める展開

当面は日銀の追加利上げを見極める展開が予想されます。J-REITの物件稼働率はオフィス中心に上昇し、ファンダメンタルズ面では底堅いとみます。他方、海外投資家は2023年以降で継続的な買い越しを行っておらず、日銀金融正常化への不透明感等を背景に相場の牽引役が欠けた状況が続いています。4月日銀政策決定会合で公表される展望レポートでは、先行きの日銀政策スタンスを占う上で政策委員の物価見通しが注目されます。(田村)

米国

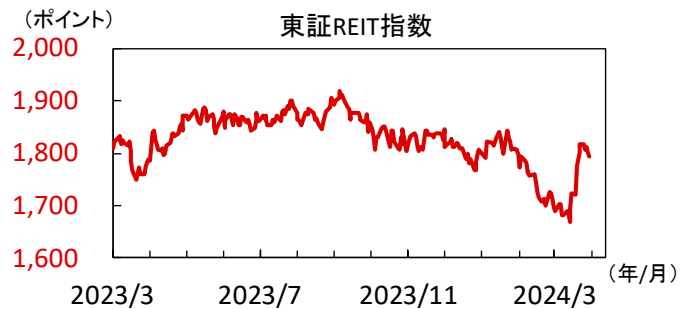
3月FOMCで利下げ期待維持されリートは堅調

3月のS&P米国リート指数は前月比+1.2%と上昇し、用途別では特殊施設やオフィス・住宅など幅広く上昇しました。3月米連邦公開市場委員会(FOMC)にて2024年の予想利下げ回数の中央値が前回12月の見通しと同じ3回に据え置かれたことが好感されたことや、住宅ローン金利の低下により不動産市場の景況感が改善しつつあることもリート市場の追い風になったとみています。

インフレ再燃なければ下値堅いと予想

米国リートは上値の重い展開を予想します。3月FOMC後の記者会見でパウエル米連邦準備委員会(FRB)議長は年初から市場予想を上振れ気味で推移しているインフレ率に対して動向を見守る姿勢を示したものの、その後のFRB高官らの発言では、米景気的好調から利下げ時期の後ズレや2024年中の利下げ回数圧縮が示唆されています。米国リーートの事業環境や収益性は好転しつつあるとみられるものの、配当利回り面などの投資妙味が高まりにくく、先行きは横ばいの推移を想定します。(清水)

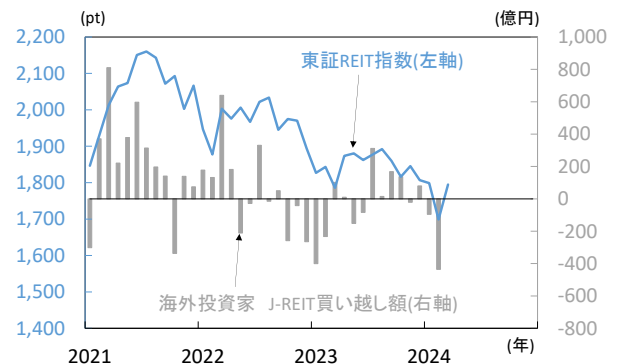
【図1】海外投資家の買い控えが続く



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

日本 海外投資家の売買動向(J-REIT)



注) 直近値は東証REIT指数が2024年3月29日。海外投資家のJ-REIT買い越し額は同年2月、「買い」-「売り」の金額。

出所) Bloomberg、東京証券取引所より当社経済調査室作成

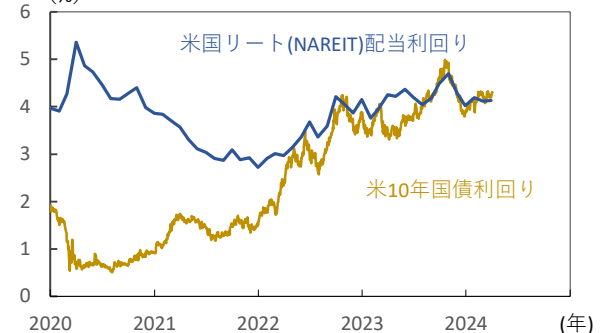
【図2】配当利回り面の投資妙味は高まらず



注) 直近値は2024年3月29日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

米国リート配当利回りと米10年債利回り



注) 米国リーートの配当利回りは、FTSE US NAREITの月次データ。直近値はリート配当利回りが2024年3月末、米10年国債利回りは2024年3月29日。

出所) 米NAREIT、Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－原油

2024年4月



原油

地政学的緊張の高まりで原油価格上昇 世界的な景気回復で価格上昇圧力残る

地政学的緊張の高まりから原油価格上昇

3月の原油価格(WTI先物)は、月初に1バレル80米ドル近辺でスタートしました(図1)。月前半はイラクの生産が石油輸出国機構(OPEC)の生産枠を上回ったことから、原油価格は小幅に下落し77米ドル台となりました。

13日にウクライナがロシアの国営石油会社ロスネフチの製油所を攻撃しました。ロシア・ウクライナの地政学的な緊張の高まりから原油の供給懸念が高まり、原油価格は80米ドル付近まで上昇しました。14日には、米エネルギー情報局(EIA)が発表した原油在庫が7週ぶりに減少したことが、価格を81米ドル台まで押し上げました(図2)。月の後半は、18日に発表された中国の1-2月の工業生産、固定資産投資が堅調だったことから、同国景気回復期待による需要増加観測が高まり、原油価格は上昇。月末は83米ドル台まで上昇しました。

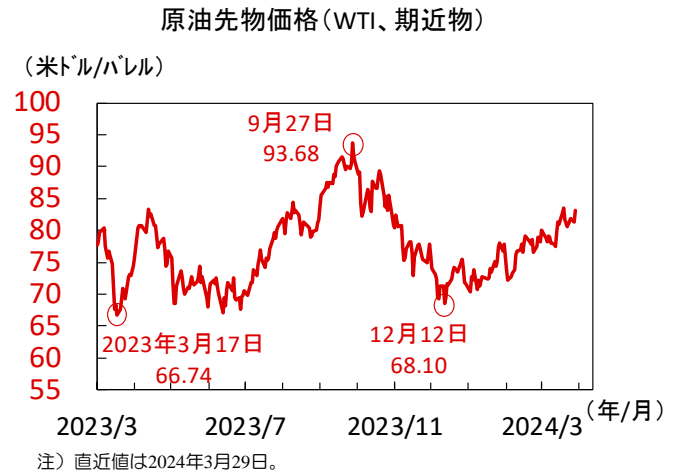
4月も原油価格上昇圧力が残る見通し

米国では景気回復が続く中、原油の需要増加期待が上昇しています。3月の米ミシガン大学消費者信頼感指数は79.4と2021年7月以来の高水準となり、今後の景気の上振れ観測が強まりました。中国については、3月の全国人民代表大会(全人代)にて、2024年の実質GDP成長率目標が「5%前後」に設定され、景気刺激策が打ち出されるとの期待から、石油需要増加への思惑が高まりました。底堅い米中景気に支えられ、世界経済が軟着陸に向かう確度が高まるなか、原油価格は上昇基調が続くとみえます。

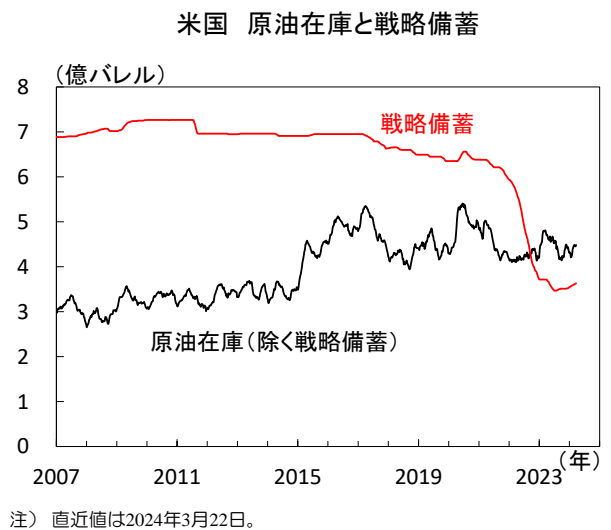
他方、中東の地政学リスクは先月よりも和らいだ感があるものの未だ継続、中東情勢が不安定化し再び供給懸念が意識された場合、価格上昇圧力が高まるでしょう。ロシア・ウクライナの動向にも警戒が必要とみえます。

原油の需要増加期待が強まる一方、地政学リスクなどで供給懸念が高まり、需給の引き締まりが緩やかに続くとみられるなか、価格上昇圧力は残るとみえます。4月3日にOPECプラスによる合同閣僚監視委員会(JMMC)が行われます。6月の閣僚級会合を前に、協調減産や加盟国による自主減産計画が継続されるかも注目です。(本江)

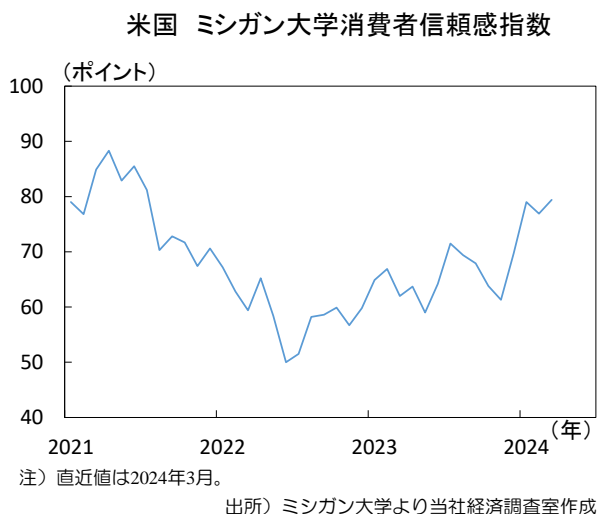
【図1】地政学リスクの高まりから原油価格上昇



【図2】米原油在庫は減少



【図3】米国の景気回復期待高まる



④ 市場データ一覧

2024年4月

注) 直近値は2024年3月29日

株式		(単位:ポイント)	直近値	2月末	騰落率%	為替(対円)		(単位:円)	直近値	2月末	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		40,369.44	39,166.19	3.07	米ドル		151.31	149.98	0.89	
	TOPIX		2,768.62	2,675.73	3.47	ユーロ		163.32	162.02	0.80	
米国	NYダウ(米ドル)		39,807.37	38,996.39	2.08	英ポンド		191.03	189.32	0.90	
	S&P500		5,254.35	5,096.27	3.10	カナダドル		111.76	110.43	1.20	
	ナスダック総合指数		16,379.46	16,091.92	1.79	オーストラリアドル		98.70	97.41	1.32	
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		512.67	494.61	3.65	ニュージーランドドル		90.46	91.29	▲0.91	
ドイツ	DAX®指数		18,492.49	17,678.19	4.61	中国人民元		20.956	20.861	0.46	
英国	FTSE100指数		7,952.62	7,630.02	4.23	インドルピー		1.8152	1.8087	0.36	
オーストラリア	S&P/ASX200指数		7,896.90	7,698.70	2.57	インドネシアルピア(100ルピア)		0.9543	0.9541	0.02	
香港	ハンセン指数		16,541.42	16,511.44	0.18	タイバーツ		4.1591	4.1777	▲0.45	
中国	上海総合指数		3,041.17	3,015.17	0.86	マレーシアリングギ		32.022	31.581	1.39	
インド	S&P BSE SENSEX指数		73,651.35	72,500.30	1.59	ブラジルリアル		30.176	30.164	0.04	
ブラジル	ボベスパ指数		128,106.10	129,020.02	▲0.71	メキシコペソ		9.129	8.792	3.84	
先進国	MSCI WORLD		3,437.76	3,337.20	3.01	南アフリカランド		8.016	7.804	2.72	
新興国	MSCI EM		1,043.20	1,020.94	2.18	トルコリラ		4.66	4.80	▲2.89	
新興アジア	MSCI EM ASIA		557.13	543.73	2.46	ロシアルーブル		1.6348	1.6390	▲0.26	

国債利回り		(単位:%)	直近値	2月末	騰落幅%	政策金利		(単位:%)	直近値	2月末	騰落幅%
日本	10年物		0.726	0.713	0.013	米国	FF目標金利		5.50	5.50	0.00
米国	10年物		4.206	4.254	▲0.048	ユーロ圏	リファイナンスレート		4.50	4.50	0.00
ドイツ	10年物		2.293	2.401	▲0.108	英国	バンクレート		5.25	5.25	0.00
英国	10年物		3.946	4.126	▲0.180	カナダ	オーバーナイト・レート		5.00	5.00	0.00
カナダ	10年物		3.467	3.493	▲0.026	オーストラリア	キャッシュレート		4.35	4.35	0.00
オーストラリア	10年物		4.001	4.150	▲0.149	ニュージーランド	キャッシュレート		5.50	5.50	0.00
ニュージーランド	10年物		4.614	4.768	▲0.154	中国	1年物優遇貸付金利		3.45	3.45	0.00
インド	10年物		7.052	7.078	▲0.026	インド	レポレート		6.50	6.50	0.00
インドネシア	10年物		6.692	6.606	0.086	インドネシア	7日物リバース・レポ金利		6.00	6.00	0.00
ブラジル	10年物		10.977	10.771	0.206	ブラジル	SELIC金利誘導目標		10.75	11.25	▲0.50
メキシコ	10年物		9.264	9.164	0.100	メキシコ	オーバーナイト・レート		11.00	11.25	▲0.25
南アフリカ	10年物		10.615	10.140	0.475	南アフリカ	レポレート		8.25	8.25	0.00
トルコ	10年物		25.240	25.260	▲0.020	トルコ	1週間物レポ金利		50.00	45.00	5.00
ロシア	10年物		13.930	12.860	1.070	ロシア	1週間物入札レポ金利		16.00	16.00	0.00

リート		(単位:ポイント)	直近値	2月末	騰落率%	商品		(単位:ポイント)	直近値	2月末	騰落率%
日本	東証リート指数		1,794.97	1,698.87	5.66	原油	WTI先物(米ドル)		83.17	78.26	6.27
米国	S&P米国REIT指数		1,680.31	1,648.33	1.94	金	COMEX先物(米ドル)		2,227.10	2,054.70	8.39
欧州	S&P欧州REIT指数		770.65	710.61	8.45	工業用金属	ブルームバーグ商品指数		139.75	137.91	1.34
オーストラリア	S&P豪州REIT指数		1,219.74	1,112.98	9.59	穀物	ブルームバーグ商品指数		36.49	35.75	2.09

注) 株式は現地通貨(MSCIは米ドル)ベース、リートは現地通貨ベース(米国・欧州・オーストラリアは配当込み指数)、商品は米ドルベース。
 FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。
 直近値および前月末値のデータがない場合(休場など)、それぞれ前営業日の値を表示。

出所) MSCI、S&P、Refinitivより当社経済調査室作成

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2024年4月

● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、%）

注）基準日：2024年3月29日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	1か月	3か月	1年	年初来
株式	国・地域別	日本	4.3	19.3	43.5				4.3	19.3	43.5	19.3
		海外先進国	3.4	9.7	25.7	3.3	8.9	25.7	4.2	16.2	39.6	16.2
		米国	3.2	10.4	30.3	3.2	10.4	30.3	4.1	17.7	44.2	17.7
		ユーロ圏	4.5	10.3	17.6	4.3	7.9	16.9	5.2	15.2	30.8	15.2
		新興国	3.1	4.6	11.1	2.5	2.4	8.6	3.4	9.7	22.5	9.7
	業種別	IT(情報技術)	1.7	12.7	42.0	1.7	12.1	41.3	2.6	19.5	55.2	19.5
		エネルギー	8.9	9.8	12.9	8.8	8.8	12.9	9.7	16.1	26.8	16.1
		素材	6.2	4.8	10.3	5.9	2.6	9.0	6.8	9.9	22.9	9.9
		ヘルスケア	2.3	8.2	12.4	2.1	7.0	11.8	3.0	14.3	25.8	14.3
		金融	4.9	11.4	28.2	4.7	9.9	27.1	5.6	17.2	41.0	17.2
リート	先進国				2.9	▲ 1.0	8.7	3.8	6.4	22.6	6.4	
	日本	5.9	0.6	4.8				5.9	0.6	4.8	0.6	
	米国	1.9	▲ 0.4	10.4	1.9	▲ 0.4	10.4	2.9	7.0	24.3	7.0	
	新興国				▲ 1.7	0.7	8.4	▲ 0.8	8.0	22.3	8.0	
国債	円ヘッジなし	日本	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 3.5				▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 3.5	▲ 0.7
		海外先進国	0.8	▲ 0.6	1.7	0.6	▲ 1.7	1.4	1.6	5.6	15.3	5.6
		米国	0.6	▲ 1.0	0.0	0.6	▲ 1.0	0.0	1.5	6.3	13.9	6.3
		ユーロ圏	1.0	▲ 0.6	3.9	0.8	▲ 2.8	3.2	1.8	4.5	17.2	4.5
		オーストラリア	1.4	0.9	0.1	1.6	▲ 3.5	▲ 2.5	2.5	3.8	11.4	3.8
		新興国(現地通貨)				▲ 0.0	▲ 2.1	4.9	0.9	5.2	18.8	5.2
		新興国(米ドル)				2.1	2.0	11.3	3.0	9.3	25.2	9.3
	円ヘッジあり	海外先進国							0.3	▲ 1.8	▲ 3.4	▲ 1.8
		新興国(米ドル)							1.7	0.6	4.7	0.6
	物価連動国債	先進国				1.1	▲ 1.6	▲ 0.5	2.0	5.8	13.4	5.8
新興国					▲ 0.3	▲ 2.7	6.0	0.6	4.7	19.9	4.7	
社債	投資適格	先進国				1.1	▲ 0.7	5.1	2.0	6.6	19.0	6.6
		日本	0.2	0.1	0.4				0.2	0.1	0.4	0.1
		米国	1.2	▲ 0.1	4.7	1.2	▲ 0.1	4.7	2.1	7.2	18.6	7.2
		欧州	1.2	0.5	6.8	1.0	▲ 1.8	6.2	2.0	5.3	20.2	5.3
		新興国(米ドル)				0.9	1.1	6.0	1.8	8.4	19.9	8.4
	ハイ・イールド	先進国				1.0	1.4	11.1	1.9	8.7	25.0	8.7
		米国	1.2	1.5	11.0	1.2	1.5	11.0	2.1	8.8	24.9	8.8
		欧州	0.4	1.5	10.9	0.2	▲ 0.7	10.2	1.2	6.4	24.2	6.4
新興国(米ドル)				1.1	4.4	9.9	2.0	11.7	23.9	11.7		
転換社債	先進国				1.5	2.8	10.9	2.4	10.1	24.8	10.1	
	新興国				5.3	4.1	19.1	6.2	11.4	33.0	11.4	
商品	総合				3.3	2.2	▲ 0.6	4.2	9.5	13.4	9.5	
	金				8.3	7.4	12.1	9.2	14.7	26.0	14.7	
	原油				7.8	17.7	21.8	8.7	25.0	35.7	25.0	
他	MLP				4.5	13.9	38.5	5.4	21.2	52.4	21.2	
	バンクローン				0.8	2.4	12.4	1.7	9.7	26.3	9.7	

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場との合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。
 株式 日本: MSCI JAPAN、海外先進国: MSCI KOKUSAI、米国: MSCI USA、ユーロ圏: MSCI EMU、新興国: MSCI EM（全て配当込み）、業種別: MSCI WORLD
 リート 先進国・日本・米国: S&P先進国（または日本・米国）REIT指数、新興国: S&P新興国REIT指数（全て配当込み）
 国債（円ヘッジなし） 日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア: FTSE世界国債インデックス（国・地域別）、海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本）、
 新興国（現地通貨建て）: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国（米ドル建て）: J.P. Morgan EMBI Global Diversified
 国債（円ヘッジあり） 海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）、新興国: J.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）
 物価連動国債 先進国: ブルームバーグ・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーグ・バークレイズ新興国物価連動国債インデックス
 社債（投資適格） 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、
 欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index
 社債（ハイ・イールド） 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、
 欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index
 転換社債 先進国: ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国: ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index
 商品・金・原油: ブルームバーグ商品（または金・原油）指数、MLP: Alerian MLP Total Return Index、バンクローン: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index
 出所）MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより当社経済調査室作成

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

Mitsubishi UFJ Asset Management

⑥ 主要な政治・経済日程

2024年4月

● 2024年4月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
4/1 (日) 日銀短観(3月調査) (米) 2月 建設支出 (米) 3月 ISM製造業景気指数 (中) 3月 製造業PMI(財新)	2 (日) 3月 マネタリーベース (米) 2月 製造業受注(確報)	3 (米) 3月 ADP雇用統計 (米) 3月 ISMサービス業景気指数 (伯) 2月 鉱工業生産	4 (米) 2月 貿易収支 (英) 3月 新車登録台数 (豪) 2月 住宅建設許可件数	5 (日) 2月 景気先行指数 (日) 2月 家計調査 (米) 3月 労働省雇用統計 (独) 2月 製造業受注 (仏) 2月 鉱工業生産
8 (日) 2月 毎月勤労統計 (日) 2月 経常収支 (日) 3月 景気ウォッチャー (欧) 4月 Sentix投資家信頼感指数 (独) 2月 貿易統計	9 (日) 3月 消費者態度指数 (日) 3月 工作機械受注 (米) 3月 NFIB中小企業楽観指数 (豪) 3月 NAB企業景況感指数 (豪) 4月 消費者信頼感指数	10 (日) 3月 銀行・信金貸出動向 (日) 3月 国内企業物価 (米) FOMC議事録 (3月19日-20日分) (米) 2月 卸売在庫(確報) (米) 3月 消費者物価 (米) 3月 月次財政収支 (加) 金融政策決定会合 (伯) 3月 消費者物価(IPCA) (他) 日米首脳会談	11 (日) 3月 マネーストック (米) 3月 生産者物価 (欧) 欧州中銀(ECB)理事会 (欧) ラガルドECB総裁記者会見 (伊) 2月 鉱工業生産 (英) 3月 RICS住宅価格 (中) 3月 生産者物価 (中) 3月 消費者物価 (伯) 2月 小売売上高	12 (米) 3月 輸出入物価 (米) 4月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (英) 2月 鉱工業生産 (中) 3月 貿易統計 (印) 2月 鉱工業生産
15 (日) 2月 機械受注 (米) 3月 小売売上高 (米) 4月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 4月 NAHB住宅市場指数 (欧) 2月 鉱工業生産	16 (米) 3月 鉱工業生産 (米) 3月 住宅着工・許可件数 (独) 4月 ZEW景況感指数 (英) 2月 失業率(ILO基準) (中) 1-3月期 実質GDP (中) 3月 鉱工業生産 (中) 3月 小売売上高 (中) 3月 都市部固定資産投資	17 (日) 3月 貿易統計 (米) ページブック (地区連銀経済報告) (英) 3月 消費者物価 (英) 3月 生産者物価 (豪) 3月 景気先行指数	18 (日) 2月 第3次産業活動指数 (米) 3月 中古住宅販売件数 (米) 3月 景気先行指数 (豪) 1-3月期 NAB企業景況感指数 (豪) 3月 雇用統計	19 (日) 3月 消費者物価(全国) (英) 3月 小売売上高
22 (欧) 4月 消費者信頼感指数	23 (日) 4月 製造業PMI (日) 4月 サービス業PMI (米) 3月 新築住宅販売件数 (米) 4月 製造業PMI(速報) (米) 4月 サービス業PMI(速報) (欧) 3月 サービス業PMI(速報)	24 (日) 3月 企業向けサービス価格 (米) 3月 耐久財受注 (米) 3月 製造業受注(速報) (独) 4月 ifo景況感指数	25 (日) 日銀金融政策 決定会合(～26日) (米) 1-3月期 実質GDP (1次速報) (米) 3月 卸売在庫(速報) (米) 3月 中古住宅販売 仮契約指数 (独) 5月 GfK消費者信頼感指数	26 (日) 植田日銀総裁定例記者会見 (米) 3月 個人所得・消費 (米) 4月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (英) 4月 GfK消費者信頼感指数
28 (日) 衆議院議員補欠選挙	30 (日) 3月 鉱工業生産(速報) (日) 3月 労働関連統計 (日) 3月 小売売上高 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、～5月1日) (米) 2月 S&Pコアブティック/ ケース・スター住宅価格指数 (米) 4月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	29 (米) 4月 シカゴ購買部協会 景気指数 (欧) 1-3月期 実質GDP(速報) (独) 1-3月期 実質GDP(速報) (独) 4月 失業者数 (中) 4月 製造業PMI(政府) (中) 4月 非製造業PMI(政府) (中) 4月 製造業PMI(財新)		
29 (欧) 4月 ユーロ圏景況感指数				

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

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2024年4月2日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



三菱UFJアセットマネジメント

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

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY