

グローバル時代の投資戦略

利下げサイクル本格化へ

三菱UFJアセットマネジメント

Introduction

I. 海外先進国は本格的な利下げサイクルへ

2024年、世界的にインフレの安定化が続くなか、主要国中央銀行（以下中銀）は利下げに動き始めました。今年3月にスイス、5月にスウェーデン、6月にカナダとユーロ圏が利下げを開始、今年終盤には米国や英国、来年はオーストラリアなどが続くと想定されています。

とはいえ、各国インフレ率は安定しつつも下げ渋りの動きが見られます。直近の総合インフレ率（前年比）を見ると、米国（個人消費支出（PCE）デフレーター）が4月:+2.7%、ユーロ圏（消費者物価）が5月:+2.6%で昨年終盤からほぼ横ばいと、中銀が目標とする2%を前に足踏み状態にあります。原油などエネルギーや食品価格下落によるインフレ率押し下げ効果が一巡したこと一因ですが、最大の要因はサービス物価の高止まりが続いている点です。

その背景として賃金上昇があります。各国の失業率は依然低水準で、労働市場が引き締まった状態にあり、企業は人材確保に向けた賃上げ圧力にさらされています。また家賃の高止まりも指摘されます。金利上昇一巡による住宅需要回復やコロナ・ショック後の慢性的な供給不足感が残るなか、先行指標となる住宅価格は再び上昇に転じています。こうした粘着質なインフレ圧力が残る間、中銀は利下げを慎重に進めざるを得ない環境にあるといえます。

II. 予防的利下げで、世界経済軟着陸シナリオが実現するか

2024年前半の株式市場は、米国中心に高値圏を維持しましたが、今後については主要国の利下げ転換で世界経済の軟着陸が実現するとの期待が保たれるかが焦点です。市場は景気・物価ともに安定が続く「適温経済」を前提に、予防的な利下げが行われるとみていますが、米国FOMC（連邦公開市場委員会）が2024年の利下げ幅予想（中央値）を0.75%（今年3月）→0.25%（6月）に修正するなど、利下げのタイミングや幅を計りかねている節があります。市場では今後の経済データをにらみつつ、利下げ軌道を探る神経戦が続くと想定されます。

景気面ではやはり米国と中国が焦点です。米国は良好な雇用やインフレ収束で消費が堅調、製造業が底固めの兆しを見せており景気安定持続が期待されます。注意すべきは11月大統領選挙を控えた内政混乱や、巨大IT企業の業績動向とそれを支える半導体ブームの持続性に懸念が生じた場合でしょう。中国では不動産不況克服に向け、今年5月に総合的な不動産支援策が発表され、年後半の景気回復期待が高まっています。ただし、株価・不動産価格低迷やデフレ懸念で家計・企業活動が保守化、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が細るなど、中長期的な潜在成長力低下への懸念が絶えず意識されそうです。

III. 世界経済の不透明感が渦巻く環境下では、より冷静な目で資産選別を

2022年のウクライナ戦争に続き、2023年にはパレスチナ紛争が勃発、国際情勢が混迷の度合いを増すなか、主要国内政も揺れています。6月欧州議会選挙での極右勢力台頭を受け、フランスで急遽総選挙（6月30日、7月7日）が決定、英国では総選挙（7月4日）後の政権交代が濃厚です（6月20日時点の情報に基づく）。また4-6月に相次いだインド、南アフリカ、メキシコの国政選挙では、結果判明後に金融市場が乱高下する場面も見られました。9月には日本で岸田首相の信任を問う自民党総裁選、景気低迷に苦しむドイツで主要州の議会選挙、11月には米国大統領選挙を控えるなか、結果次第で市場に動揺が広がる可能性もあります。

人権などの価値観、国際紛争や移民への対処、経済安全保障政策などを巡り、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。新NISAを機に投資への関心が高まっていますが、短期的な景気循環にとらわれず、国際情勢の混迷が深まるなかでも、中長期目線でしっかり成長できる国や企業の選別が重要です。

Contents

1. 世界経済

景気軟着陸の実現に前進

P3 – 10

2. 注目点

くすぶる火種

P11 – 16

3. 日本経済

GDP成長率は低迷、日銀の利上げタイミングに注目

P17 – 22

4. 米国経済

利下げへのカウントダウン

P23 – 32

5. 欧州経済

景気停滞から脱却へ

P33 – 36

6. オーストラリア（豪州）経済

豪中銀は中立姿勢を維持

P37 – 38

7. 中国経済

住宅不況が長引き景気を下押し

P39 – 42

8. 新興国

高い政策金利水準が景気を抑制か

P43 – 50

9. 為替相場

円安は定着するか？

P51 – 56

10. 投資戦略

政策転換による価格変動リスクに備えを

P57 – 65

1. 世界経済：景気軟着陸の実現に前進

- ◆ 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年後半には米欧の金融引き締めが一巡、2024年に入り、景気面では米国の安定が続くなか、中国や欧州の持ち直しを背景に、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	3.2	3.1	3.2	中国	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	4.5
米国	▲2.2	5.8	1.9	2.5	2.2	1.5	インド	▲5.8	9.7	7.0	8.2	7.0	6.5
ユーロ圏	▲6.1	5.9	3.4	0.5	0.7	1.4	インドネシア	▲2.1	3.7	5.3	5.0	5.2	5.3
日本	▲4.1	2.6	1.0	1.9	0.3	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	0.6	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	▲2.2	5.5	3.9	2.0	1.2	2.3	ロシア	▲2.7	5.9	▲1.2	3.6	2.7	1.5
							トルコ	1.9	11.4	5.5	4.5	3.0	3.5
							南アフリカ	▲6.4	5.3	1.8	0.7	1.0	1.5

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6月17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

● 利上げ終了かつ金利上昇一巡を好感し、株式市場は堅調地合い保つ

2019-2024年 米国株式・金利



注) 直近値はすべて2024年6月14日。

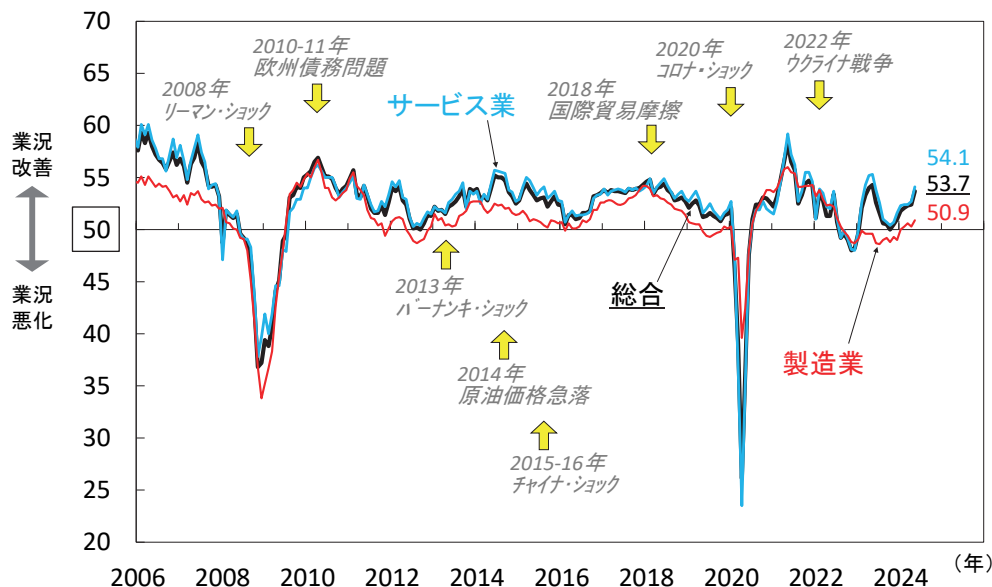
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

サービス業は底堅く、製造業は底固めの兆し

- ◆ 2021年に入り、各国で新型コロナ感染が収束し、経済活動制限が緩和され、業況改善の流れが製造業からサービス業へ広がりました。ただし、世界的な供給不足やウクライナ戦争発生で資源高に拍車がかかり、2022年に入りコスト高に直面した企業部門は、製造業中心に減速感を強めました。
- ◆ 2023年に入りインフレが鈍化、ゼロコロナを解除した中国も含めサービス業主導で景気は回復基調を保っています。他方、苦境にあえいでいた欧州や各国製造業も持ち直しの兆しが見られます。

● 足腰の強いサービス業が景気全体を支えるなか、製造業で持ち直しの動きも

世界 業種別PMI(購買部担当者指数)



注) 直近値は2024年5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

● 業況の回復が続く米国、安定感を高める中国、苦境を脱しつつある欧州

主要国 製造業・サービス業PMI

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
製造業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ロシア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
サービス業	日本	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
	米国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	ドイツ	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	フランス	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	イタリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	英国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	オーストラリア	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	中国	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	インド	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
	ブラジル	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	
ロシア	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5月。

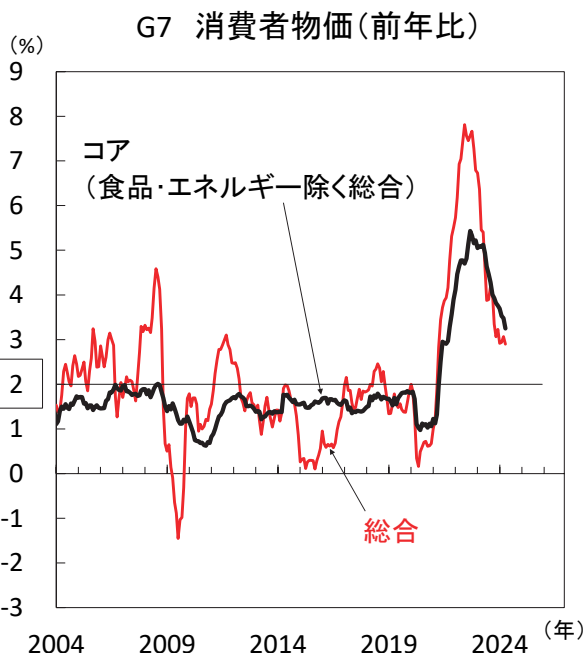
表内の色
数値範囲 38 42 45 47 49 50 51 52 53 55 57 59 62

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

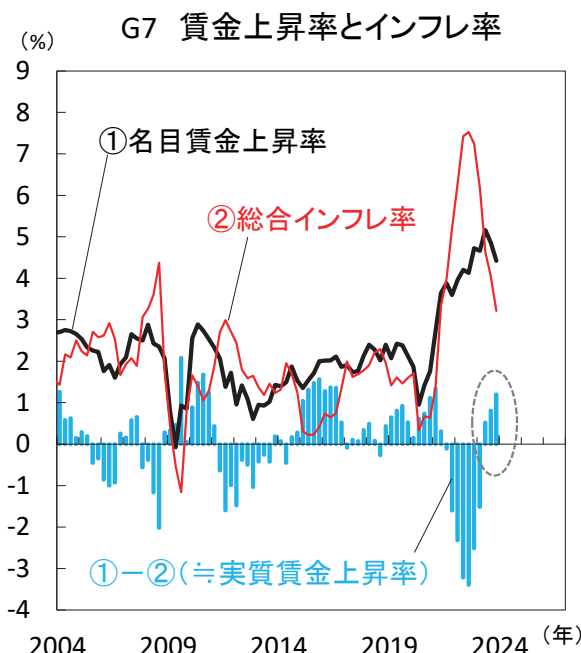
インフレ低下ペースが緩慢に

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

● インフレ沈静化で家計の購買力が改善、ただしインフレ目標達成にはあと一歩



注) G7は米国・日本・ドイツ・フランス・イタリア・英国・カナダ。各国インフレ目標はいずれも+2%。直近値は2024年4月。

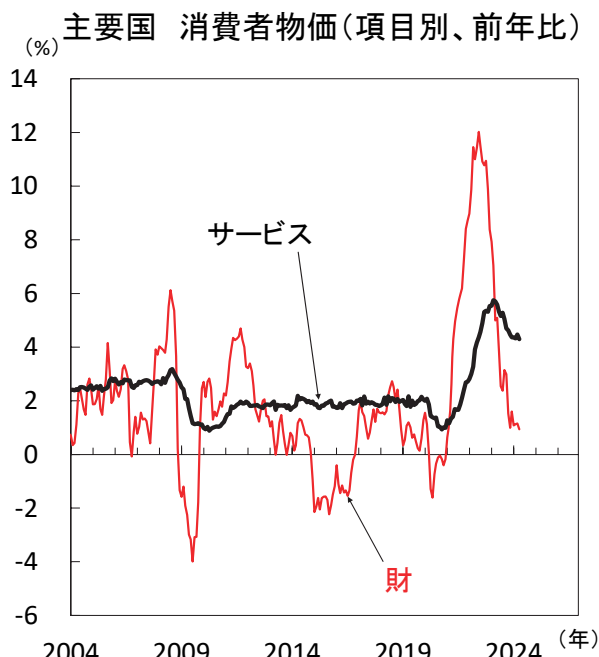


注) 賃金上昇率は製造業週給、総合インフレ率は消費者物価の前年比。直近値は2023年10-12月期（総合インフレ率は2024年1-3月期）。

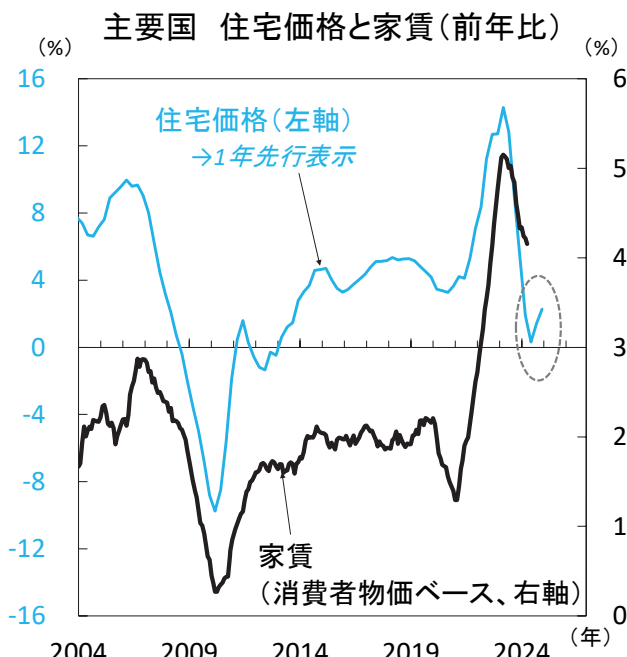
出所) OECD（経済協力開発機構）より三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 財に比べ鈍化ペースが緩やかなサービス価格、家賃の動向も焦点に



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国消費者物価を期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は2024年4月。
出所) 各国統計局、IMF（国際通貨基金）より三菱UFJアセットマネジメント作成



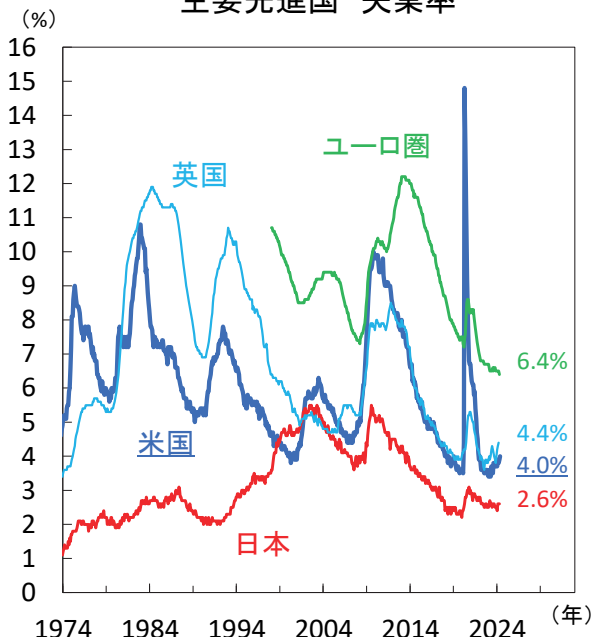
注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国住宅価格を期間内の名目GDP（購買力平価ベース）で加重平均。直近値は住宅価格が2023年10-12月期、家賃が2024年4月。
出所) BIS（国際決済銀行）、各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ収束に向け、労働需給ひっ迫感の解消が必要に

- ◆ 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、2023年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いまだ根強い

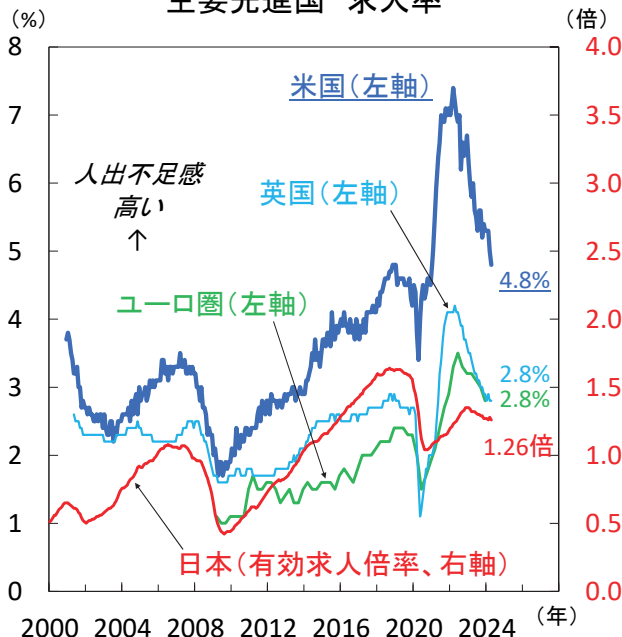
主要先進国 失業率



注) 直近値は米国が2024年5月、ユーロ圏・日本が同年4月、英国が同年3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

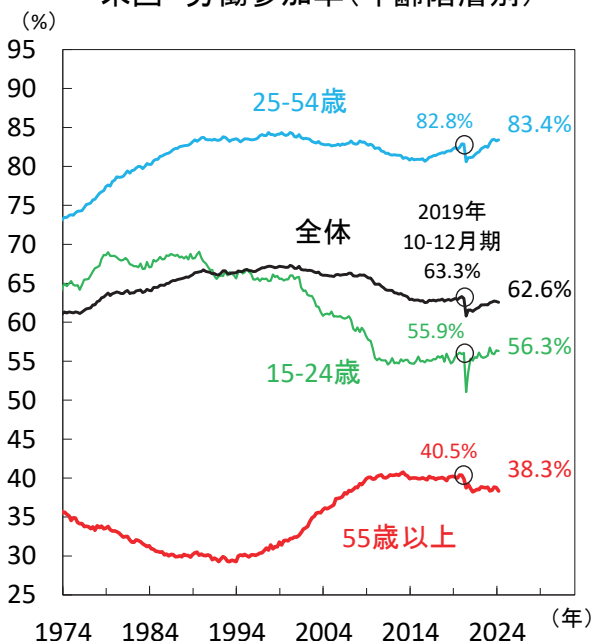


注) 求人率=求人件数÷(雇用者数+求人件数)。日本のみ有効求人倍率。直近値は2024年4月(ユーロ圏のみ2023年10-12月期)。

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)

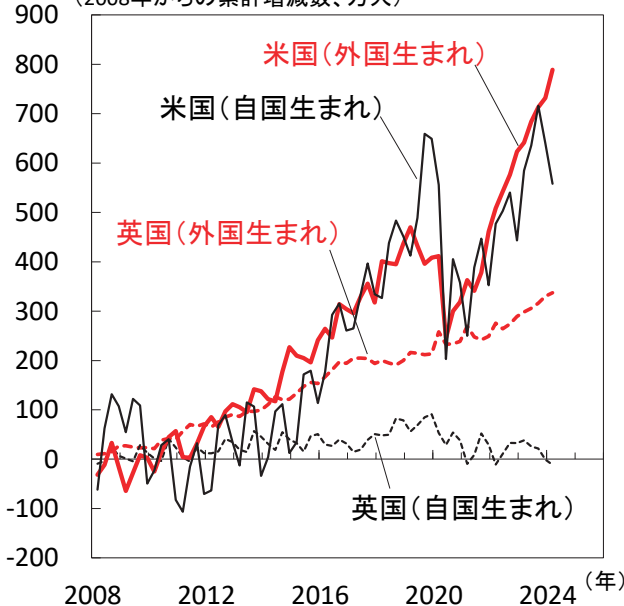


注) 労働参加率=労働力人口(=就業者+失業者)÷生産年齢人口。直近値は2023年10-12月期。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国・英国 労働力人口(出生地別)

(2008年からの累計増減数、万人)



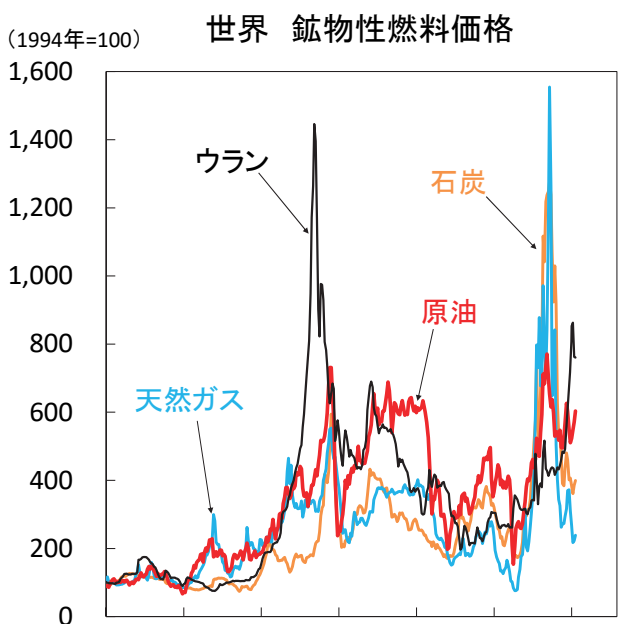
注) 対象は16歳以上、値は2008年からの累計増減数。直近値は2024年1-3月期(四半期)。

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

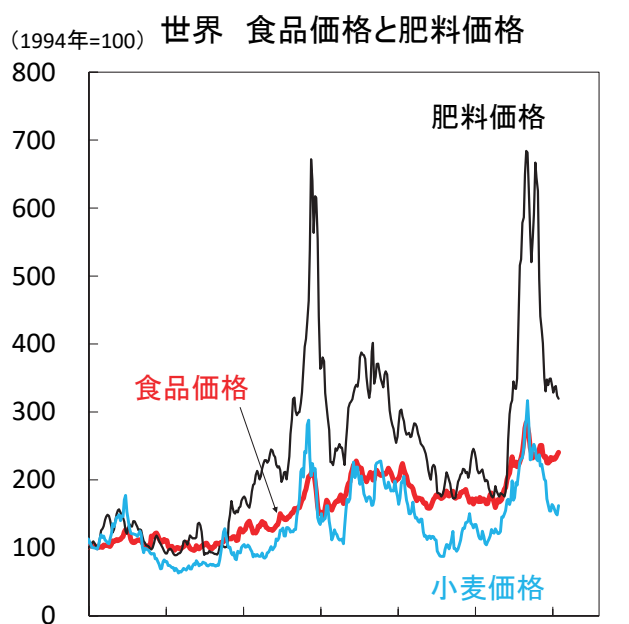
- ◆ ウクライナ戦争後のエネルギー価格急騰(米欧のロシア制裁で、同国からの原油・天然ガス供給途絶リスクを意識)は一巡も、戦争が長期化するなか食品を含む原材料価格の先行きは不透明です。
- ◆ 2023年からはイスラエルのパレスチナ紛争を機に中東情勢も不安定化するなか、国際物流網混乱を通じたコスト高圧力にも要注意です。また中長期的には、世界的なデジタル化や脱炭素に向けたクリーンエネルギー推進(電気自動車(EV)など)に不可欠な鉱物資源市場の動きも注目されます。

● 2023年以降のインフレ鈍化に大きく寄与した食品・エネルギー価格の下落



注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年4月。

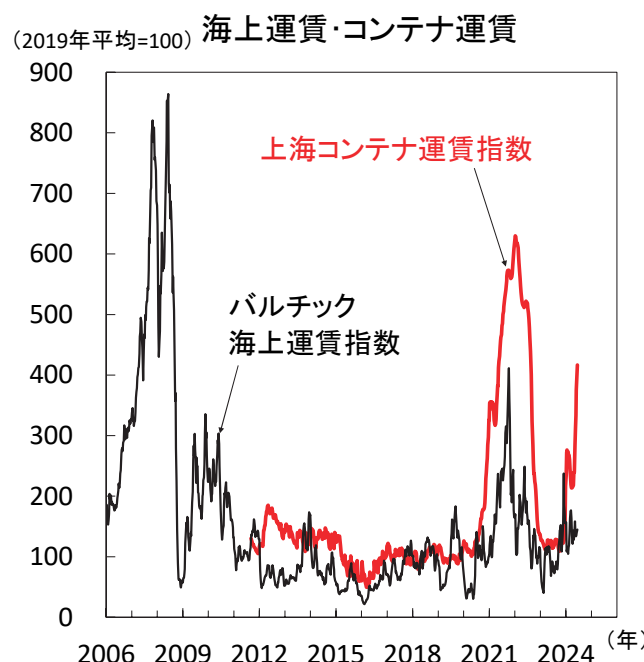
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年5月。

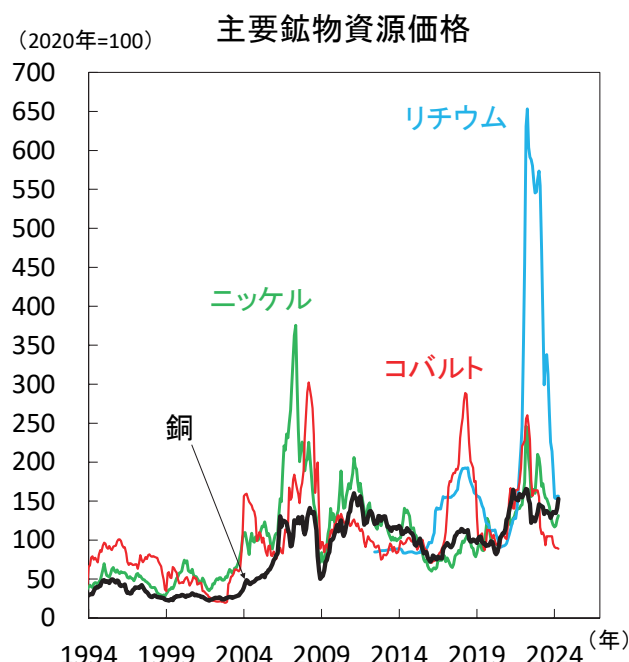
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 国際紛争発の供給網への影響や、脱炭素関連資源の動向に注意



注) 上海コンテナ運賃指数は2011年9月以降。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年6月14日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



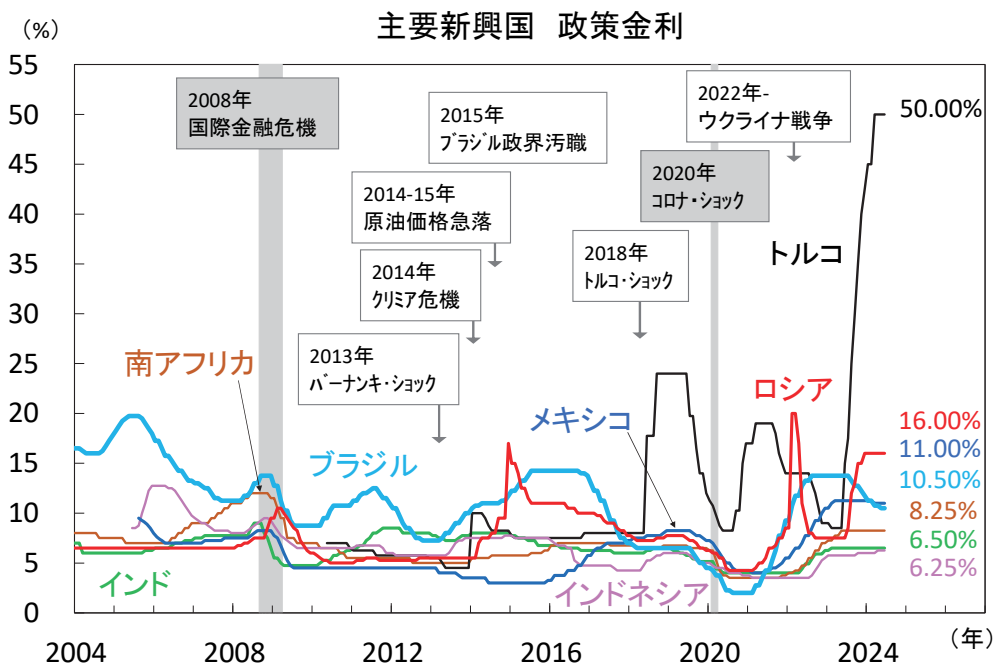
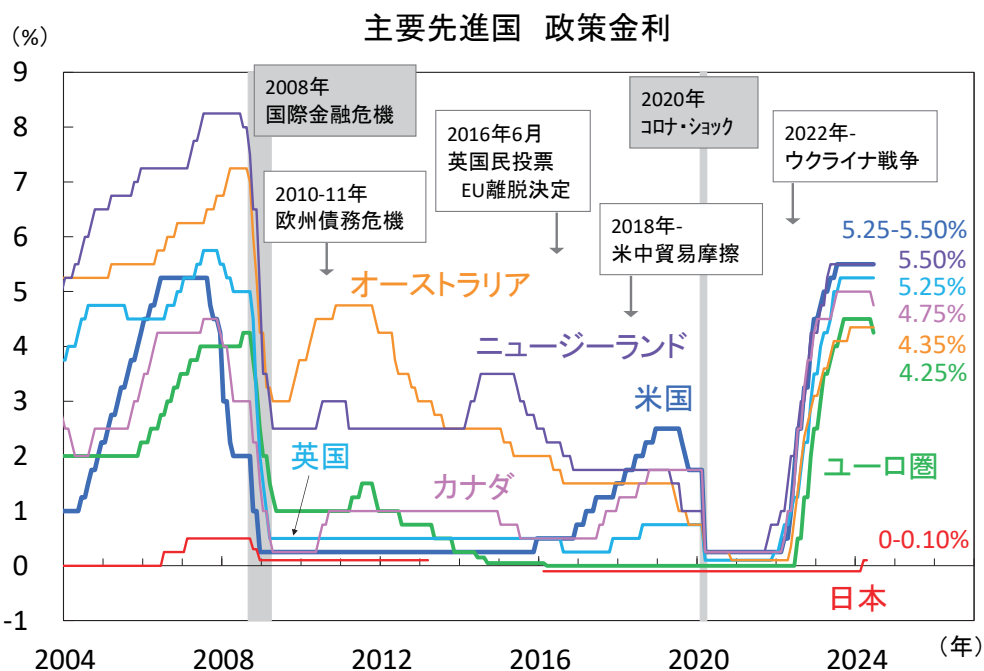
注) すべてIMF集計値(米ドルベース)。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年4月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年6月にカナダとユーロ圏が利下げに転換

- ◆ 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していましたが、世界的なインフレ鈍化を受け、2023年後半に利上げを休止、これまでの累積的な利上げの効果を見極めようとしています。海外先進国の中銀はインフレ警戒姿勢を残しつつ、景気下支えに向け利下げを模索する段階へ移行しています。

● 2024年終盤の利下げ開始が予想される米国や英国



注) 米国はFF目標金利(レンジ上限値で図示)、日本は無担保コール翌日物金利(マネタリーベースが政策目標となった2013年4月4日から2016年1月28日まではデータなし、2016年1月29日から2024年3月20日までは政策金利残高適用金利)、ユーロ圏はリファイナンス金利、英国はバンクレート、カナダは翌日物貸出金利、オーストラリアとニュージーランドはキャッシュレート、インドと南アフリカはレボ金利、メキシコは翌日物金利、インドネシアは7日物リバース・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6月17日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年後半の利下げが予防的措置にとどまるかが焦点

- ◆ 2024年後半の株式市場にとって、米国の利下げが最大の焦点ですが、その幅や期間により、市場の捉え方は変わるとみています。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、利下げが予防的対応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、利下げが一時的かつ小幅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6月開催時点の値。直近値は2024年6月14日。

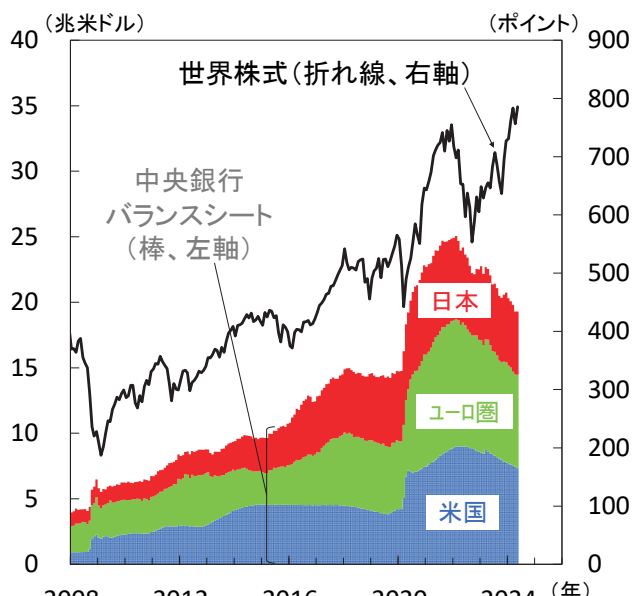
出所) FRB(連邦準備理事会)、NBER(全米経済研究所)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

楽観相場に死角はないか

- ◆ 金融政策面で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、米国大統領選挙を軸とした政治動向も要注意です。
- ◆ 株式市場は利下げ期待に伴う金利上昇一服を好感し、特に巨大IT企業を筆頭にグロース株好調が際立ちます。業績堅調という裏付けはあるものの、生産の先行指標となる半導体は在庫調整一巡で増産基調にあるとはいえ、米中対立や台湾情勢緊張など不安要素もあり楽観は禁物です。

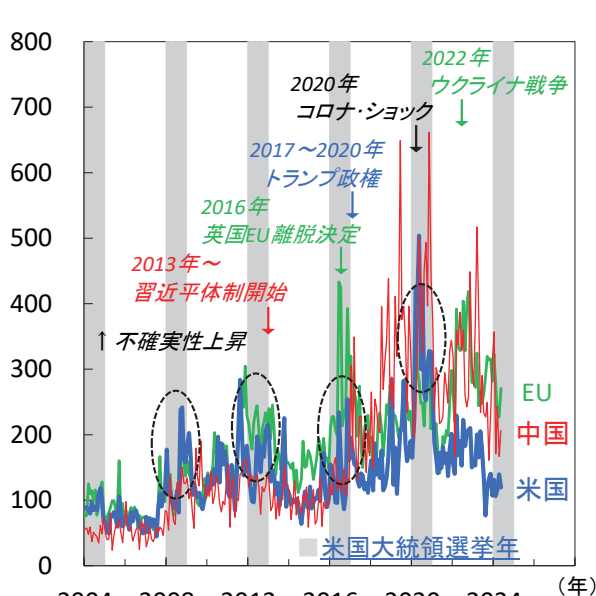
● 資産買入れなどの金融政策変更や国際政治発の予期せぬ悪材料には要注意

日米欧 中央銀行バランスシートと世界株式



注) 世界株式はMSCI ACWI (米ドル)。日本・ユーロ圏のバランスシートは各月末時点の為替相場で米ドル換算。直近値は2024年5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

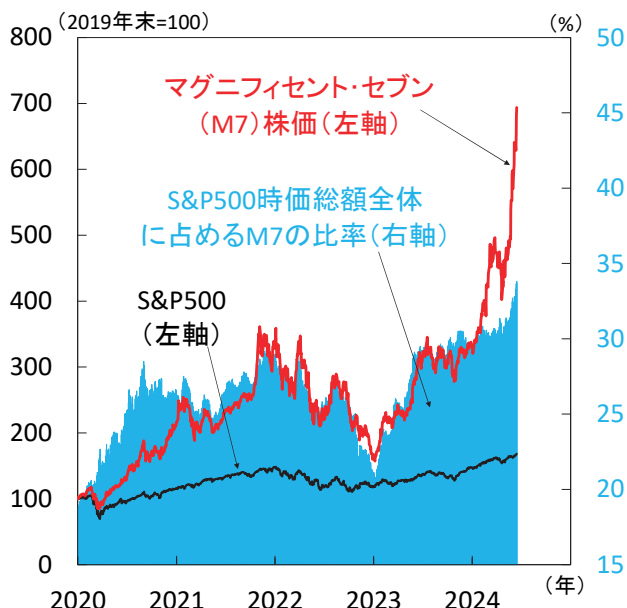
米欧中 経済政策不確実性指数



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5月。
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

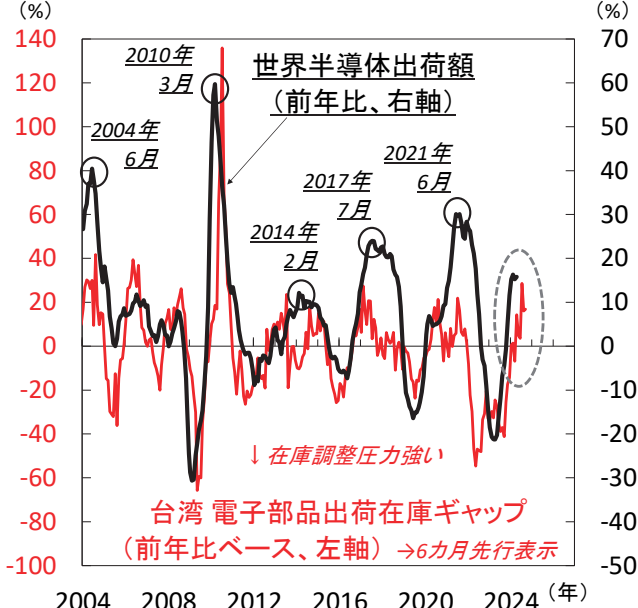
● 株式市場を席卷する巨大IT株、官民一体で進む半導体ブームの持続性も焦点か

米国 S&P500と超大型株



注) マグニフィセント・セブンはアップル、アマゾン・ドットコム、マイクロソフト、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ、エヌビディア。各企業の株価を時価総額で加重平均し算出。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年6月14日。
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界半導体出荷と台湾電子部品市況



注) 世界半導体出荷額は3カ月移動平均、直近値は2024年4月。台湾電子部品出荷在庫ギャップは出荷-在庫(ともに前年比)、直近値は2024年3月。
出所) SIA (半導体工業会)、台湾經濟部より三菱UFJアセットマネジメント作成

2. 注目点：くすぶる火種

- ◆ 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、米中摩擦も続き、国際協調に程遠い環境にあります。7月に英国やフランスで国政選挙が終了、9月に日本が自民党総裁選、ドイツが州議会選挙、11月に米国が大統領選挙と、主要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。

● 米国が大統領選挙モードに突入し、国際協調の旗振り役不在となる懸念も

2024年後半～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	7月	30-31日	FOMC	30-31日	日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	18日	ECB理事会		
	8月	22-24日	ジャクソンホール会合					5-6日	金融政策決定会合
	9月	17-18日	FOMC(+経済見通し)	19-20日	日銀金融政策決定会合	12日	ECB理事会(+経済見通し)	23-24日	金融政策決定会合
	10月			30-31日	日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	17日	ECB理事会		
	11月	6-7日	FOMC					4-5日	金融政策決定会合
	12月	17-18日	FOMC(+経済見通し)	18-19日	日銀金融政策決定会合	12日	ECB理事会(+経済見通し)	9-10日	金融政策決定会合
2025年	1月	未定	FOMC	未定	日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	30日	ECB理事会		
	2月							未定	金融政策決定会合
	3月	未定	FOMC(+経済見通し)	未定	日銀金融政策決定会合	6日	ECB理事会(+経済見通し)	未定	金融政策決定会合
	4月	未定	FOMC	未定	日銀金融政策決定会合(+展望レポート)	17日	ECB理事会		
	5月							未定	金融政策決定会合
	6月	未定	FOMC(+経済見通し)	未定	日銀金融政策決定会合	5日	ECB理事会(+経済見通し)	未定	金融政策決定会合

		米国		日本		欧州		その他	
2024年	7月	11日	不倫口止め料裁判でトランプ氏へ量刑宣告	3日	新紙幣発行開始	1日	ハンガリーがEU議長国に英国総選挙	9-11日	NATO首脳会議(ワシントンD.C.)
		15-18日	共和党大会	3日	春闘最終回答集計公表	4日	フランス総選挙(決選)	28日	ベネズエラ大統領選挙
		未定	副大統領候補者討論会	7日	東京都知事選挙	7日	パリ:オリンピック開幕	未定	中国 三中全会
	8月	19-22日	民主党大会	月末	2025年度予算概算要求	26日	ウクライナ戒厳令・総動員令期限		
2024年	9月	10日	大統領候補者討論会	30日	岸田首相の自民党総裁任期	1日	独ザクセン州、チューリッゲン州議会選挙	3-6日	東方フォーラム(ロシア)
		月末	2025年度予算成立期限	30日	泉立憲民主党政代表任期	22日	独フランクフルト州議会選挙	30日	ロシアのウクライナ東・南部4州併合から2年
				未定	山口公明党代表任期	29日	オーストリア総選挙	6-11日	ASEAN首脳会議、東アジア首脳会議(ラオス)
				未定	連合が2025年春闘基本構想発表	6日	リトアニア総選挙実施期限	22-24日	BRICS首脳会議(ロシア)
				未定	エネルギー基本計画(第7次)策定	20日	モルドバ大統領選挙、EU加盟可否の国民投票	未定	中国四中全会
						31日	フィン・デア・ライン EU首脳会議		
2024年	11月	5日	大統領・議会選挙			未定		11-22日	COP29(アゼルバイジャン)
		未定	財務省為替報告書					18-19日	G20首脳会議(ブラジル)
	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	EU首脳会議	未定	APEC首脳会議(ペルー)
				未定	2025年度予算案・税制改正大綱閣議決定			1日	OPECプラス関係会合
								未定	中国中央経済工作会議
2025年	1月	1日	連邦債務上限対応期限	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
		6日	選挙人投票集計結果公表					1日	ブラジルがBRICS議長国に
		20日	大統領・副大統領就任式					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
									未定
									未定
	3月	未定	大統領一般教書演説	未定	春闘集中回答日	未定	ルーマニア総選挙実施期限	未定	中国全人代
		未定	2026年度予算教書発表				未定	EU首脳会議	未定
									未定
									未定
									未定
									未定
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	未定	G7首脳会議(カナダ)
8月				月末	2026年度予算概算要求			未定	フィリピン議会選挙
9月	月末	2026年度予算成立期限						未定	OPECプラス関係会合
10月				21日	衆議院議員任期満了	未定	ドイツ総選挙実施期限	未定	カナダ・トルドー政権存続合意期限
						未定	EU首脳会議	未定	G20財務相・中銀総裁会議(南アフリカ)
								未定	中国全人代
								未定	G7首脳会議(カナダ)
								未定	フィリピン議会選挙
								未定	OPECプラス関係会合
								未定	カナダ・トルドー政権存続合意期限
								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	チリ大統領・議会選挙
								未定	OPECプラス関係会合
								未定	中国中央経済工作会議

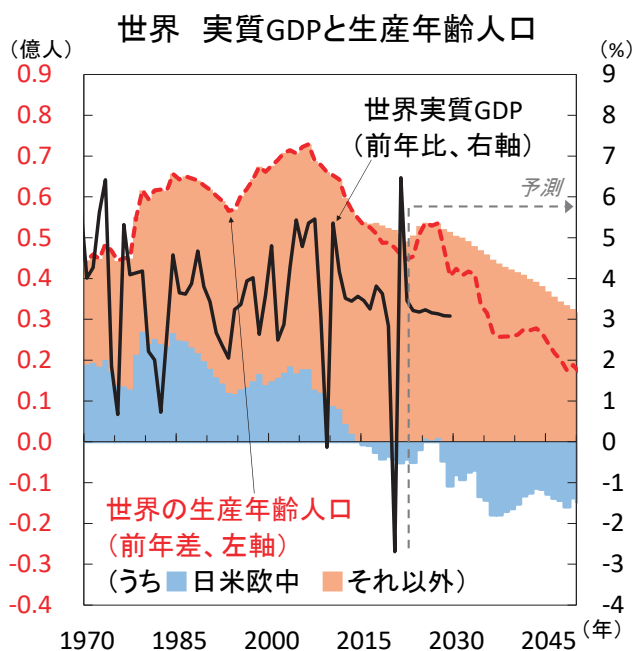
注) FOMC:連邦公開市場委員会、ECB:欧州中央銀行、EU:欧州連合、OPEC:石油輸出国機構、G7:主要7カ国、G20:20カ国・地域、NATO:北大西洋条約機構、ASEAN:東南アジア諸国連合、APEC:アジア太平洋経済協力、COP:国連気候変動枠組条約締結国会議、BRICS:ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカの総称。予定は変更される場合があります。

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

①国際分断：安定成長構造を脅かすリスクも

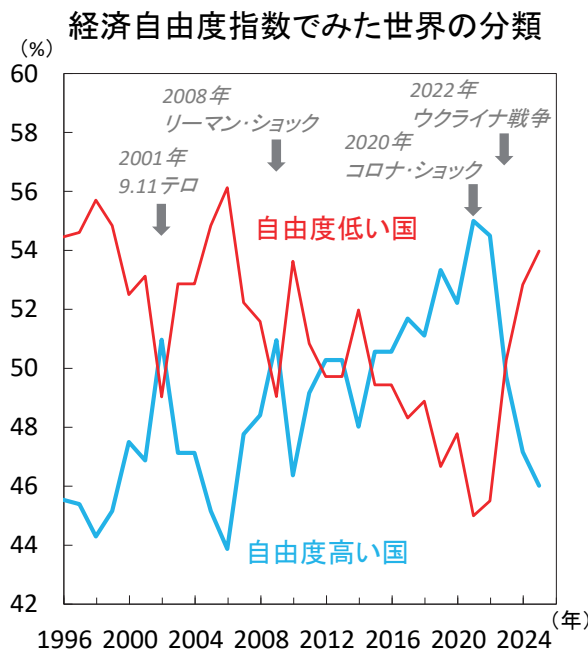
- ◆ 東西冷戦終結後の世界経済は、ヒト・モノ・カネが国境を越え自由に動くグローバル化が進展、中国などの新興国も加わり、経済効率性を重視した国際分業体制が確立され安定成長が続きました。
- ◆ 米欧はウクライナ侵攻のロシアを非難も、ガザ侵攻のイスラエルを擁護、こうした姿勢は先進国で共有も、多くの新興国とは温度差もあります。米欧西側諸国と中露など反米勢力の間では、グローバル・サウスなど新興国を自陣営に取り込むべく、水面下で激しい政治的駆け引きが続いています。

●世界経済の成長力低下傾向が続くなか、国際分断の火種がくすぶる



注) 実質GDPは1979年までが世界銀行、1980年以降がIMFの集計値(2023年までが実績、2024-2029年がIMF予測)、生産年齢人口は国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。1970～2021年が推計、2022～2050年が予測。

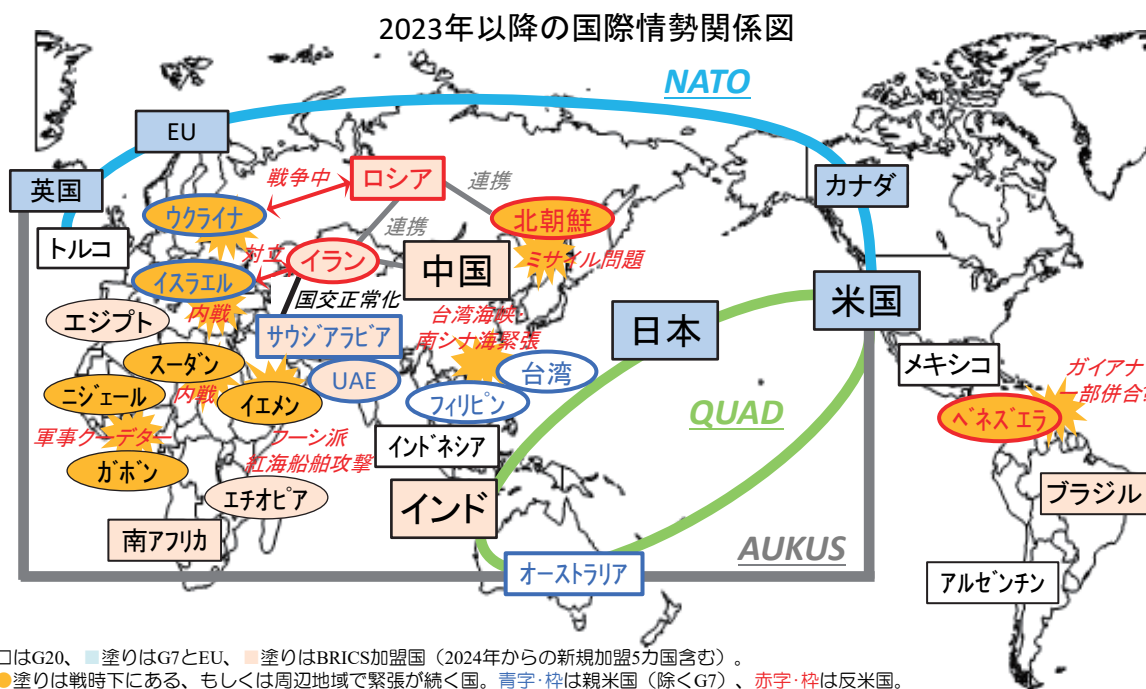
出所) IMF、世界銀行、国連より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 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

●ウクライナ、イスラエルだけにとどまらない国際情勢の不安定化要因



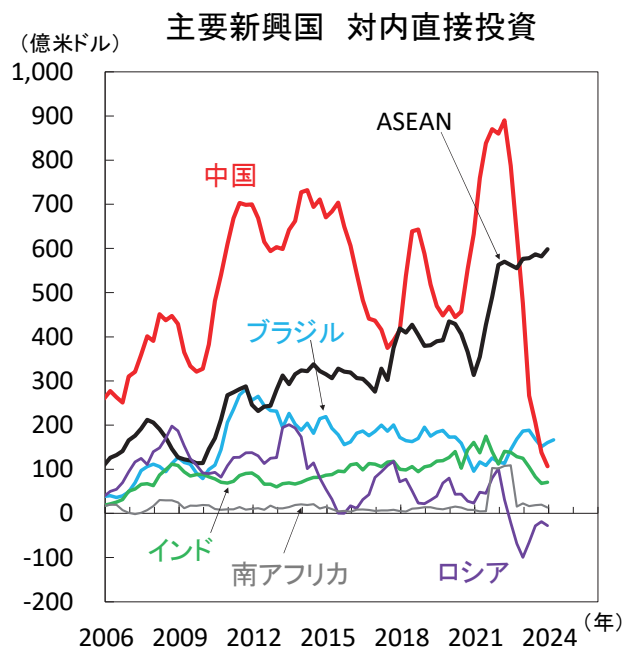
注) 口はG20、塗りはG7とEU、塗りはBRICS加盟国(2024年からの新規加盟5カ国含む)。
 ●塗りは戦時下にある、もしくは周辺地域で緊張が続く国。青字・枠は親米国(除くG7)、赤字・枠は反米国。
 NATO: 北大西洋条約機構、QUAD(クワッド): 日米豪印4カ国の安全保障・経済協議の枠組み、
 AUKUS(オーカス): 米英豪3カ国の新たな安全保障の枠組み。

出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

米中対立を軸に、周辺国や重要市場の囲い込み激化も

- ◆ 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の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。
- ◆ 経済覇権を握る上では、国数や人口で勝る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。

● 国際分断は経済・金融市場における資金の流れに歪みをもたらす懸念も



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2023年10-12月期(ブラジルのみ2024年1-3月期)。

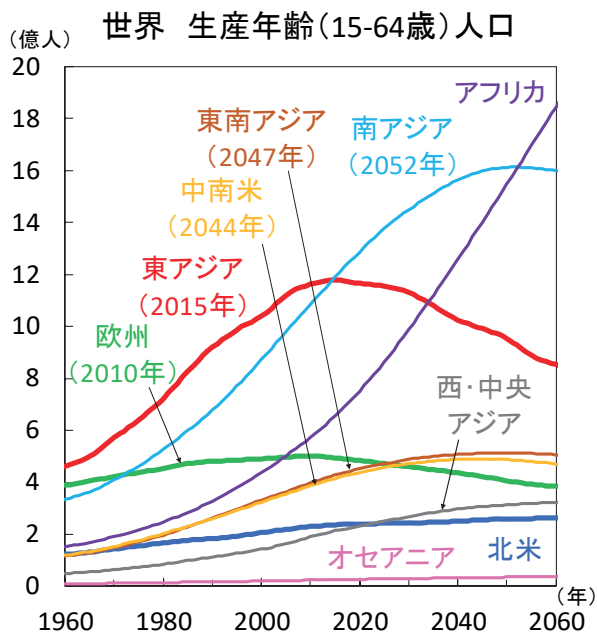
出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) MSCI ACWI国別指数に基づく。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2024年5月。

出所) MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 高い成長ポテンシャルや重要資源を有する国・地域の争奪戦が続く可能性



注) 国連世界人口推計(2022年)中位推計に基づく。1950~2021年が推計、2022~2060年が予測。()内は期間内ピーク年(ピークを迎える地域のみ表示)。

出所) 国連より三菱UFJアセットマネジメント作成

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%

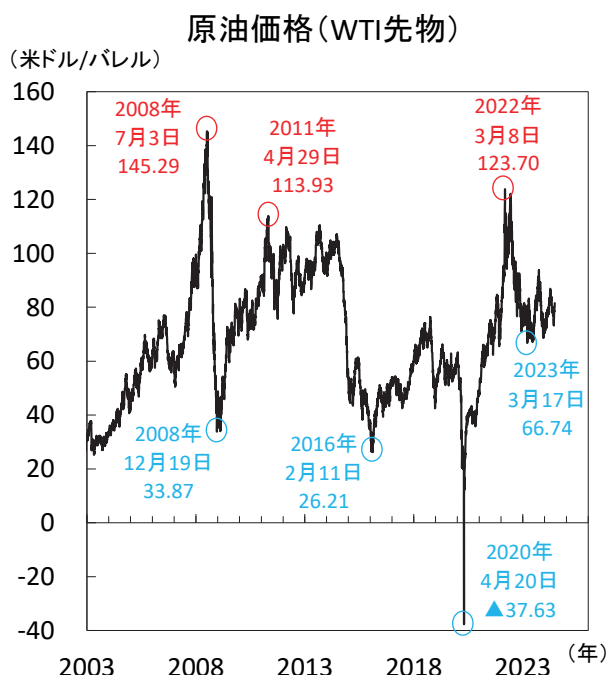
コバルト	リチウム	レアアース
コンゴ 73.9%	オーストラリア 47.8%	中国 68.6%
インドネシア 7.4%	チリ 24.4%	米国 12.3%
ロシア 3.8%	中国 18.3%	ミャンマー 10.9%
オーストラリア 2.0%	アルゼンチン 5.3%	オーストラリア 5.1%
マダガスカル 1.7%	ブラジル 2.7%	タイ 2.0%

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

②原油：価格上昇圧力は残る見通し

- ◆ 原油価格は一進一退も底堅く推移しています。背景として、底堅い米国・中国の景気を背景とした需要増加期待や、中東情勢緊迫化を背景とした供給不安への意識が挙げられます。6月に石油輸出国機構(OPEC)プラスは協調減産や一部加盟国の自主減産計画を継続することで合意しました。
- ◆ 今後の焦点は、需要面では米中景気回復の持続性、供給面では中東の政情不安・紛争の行方です。また、米国大統領選挙前後のシェール開発・生産動向やOPECプラスの動向なども要注意です。

● 原油価格は一進一退、米中景気回復を背景とした需要増加期待高まる



注) 期近物ベース。凡例は転換点となった高安値(終値)。直近値は2024年6月19日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 石油の消費(国・地域別内訳)

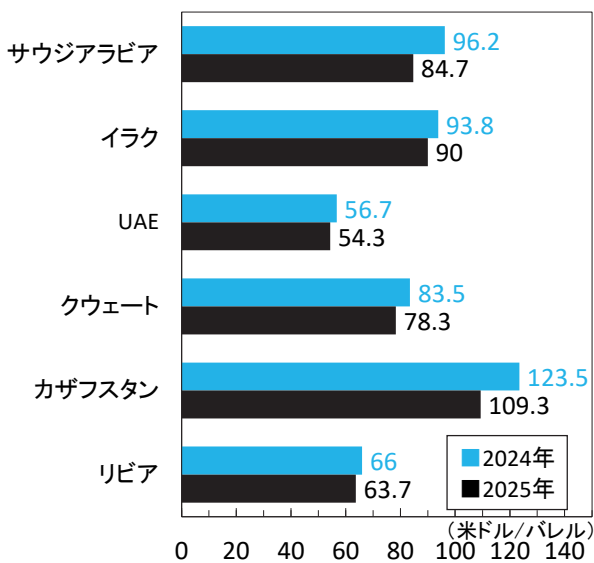
	日量 (万バレル)	比率 (%)
全体	10,204	100.0
北米	2,425	23.8
米国	2,002	19.6
アジア	3,828	37.5
中国	1,654	16.2
インド	579	5.7
日本	292	2.9
欧州	1,375	13.5
旧ソ連	482	4.7
中南米	668	6.5
中東	961	9.4
アフリカ	464	4.5

注) データは2024年5月。EIA Short-term Energy Outlook (2024年6月)に基づく。

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

● OPECの協調減産による供給懸念に要注意

主要産油国 財政収支均衡の原油価格



注) 価格は北米(WTI)・北海ブレント・ドバイ原油の平均。財政収支の均衡に必要な価格を表す。IMF Regional Economy Outlook (2024年4月)より作成。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

OPECプラスと米国の原油生産量



注) ここでのOPECプラスはバーレーン、ブルネイ、スーダン、南スーダン除くベース。実績・予測(2024年6月以降)ともにEIA Short-term Energy Outlook (2024年6月)に基づく。

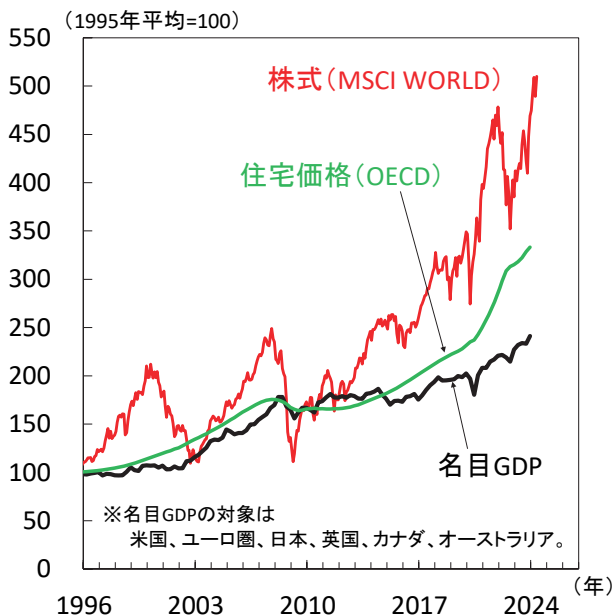
出所) 米EIAより三菱UFJアセットマネジメント作成

③金融緩和の弊害：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。さらに、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。

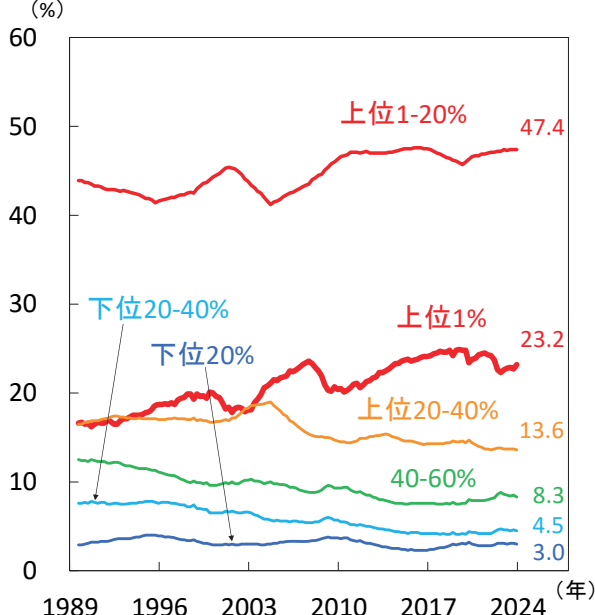
● 経済成長を超える速度で上昇した資産価格、だがその恩恵は富裕層に集中

主要先進国 GDPと資産価格



注) 株式はMSCI WORLD。名目GDP、株式ともに米ドルベース。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は住宅価格と名目GDPが2023年10-12月期、株式が2024年5月。
出所) OECD、MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

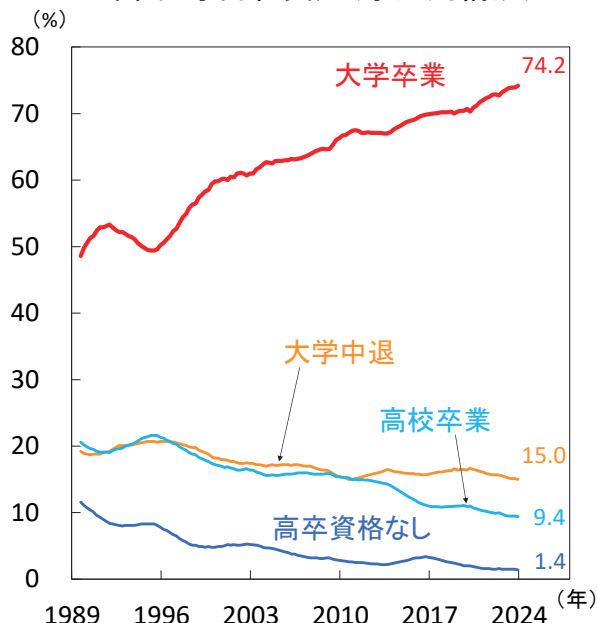
米国 家計純資産(所得階層別構成)



注) データは四半期(1989年9月以降)。直近値は2023年12月。
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

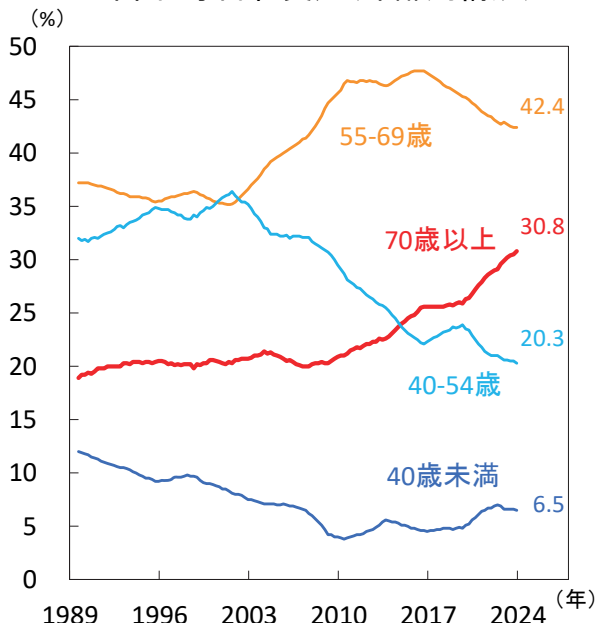
● 学歴や年齢別でも顕著な富の格差、高齢層の購買力は軽視できないレベルに

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2023年12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)

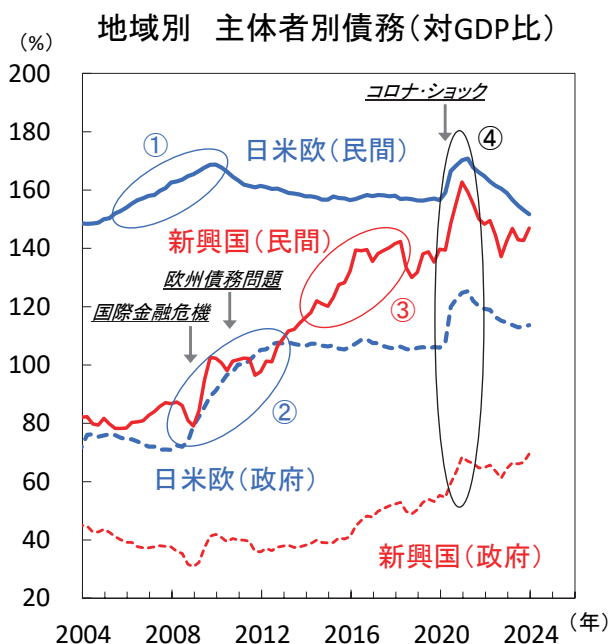


注) データは四半期(1989年9月以降)。直近値は2023年12月。
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

膨張した債務の後始末に苦慮

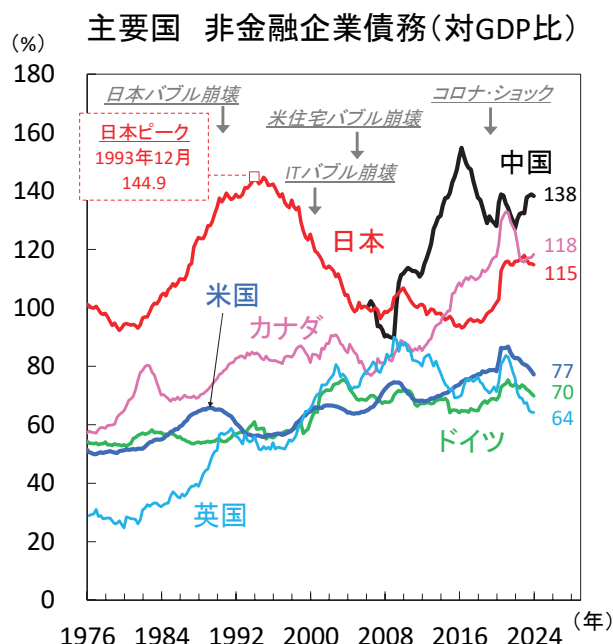
- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の中心は、国際金融危機後に先進国民間から政府（左上図①→②）、欧州債務問題などを経て新興国へと移り（③）、コロナ・ショック後は世界全体へ広がりました（④）。
- ◆ 金融引き締めを機に表面化するのには、信用供与された側の資金繰り能力の優劣です。相対的に経済力や金融システムが弱い新興国が外貨（特に米ドル）調達難に直面、または、過去の日米のように、資産バブル崩壊で民間部門が債務返済に窮し景気が失速、などのリスクがあります。

● 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。
日米欧は日本・米国・ユーロ圏・英国の合算値。
直近値は2023年12月（四半期）。

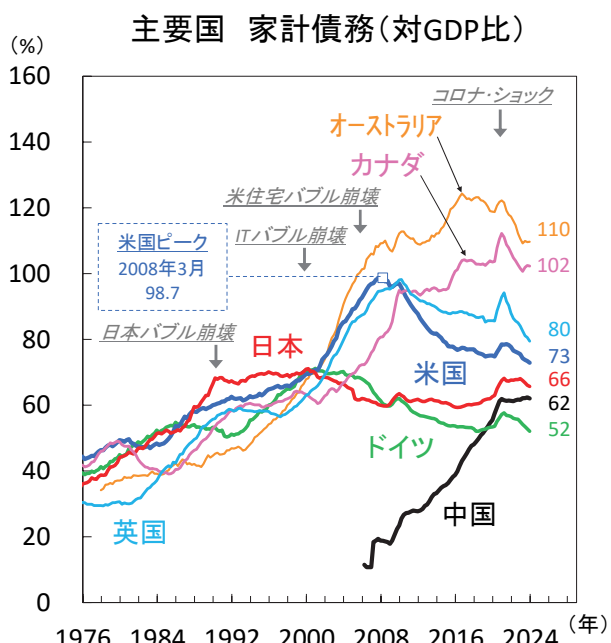
出所) BIS (国際決済銀行) より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) データは中国が2006年3月以降。
直近値は2023年12月（四半期）。

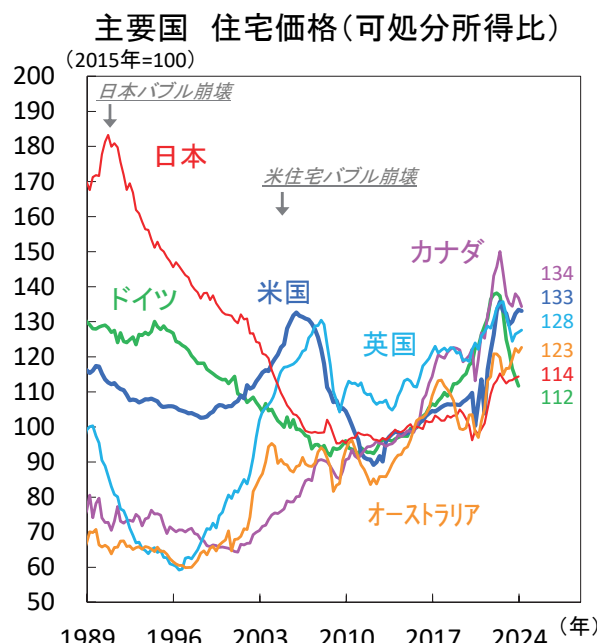
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 住宅価格高騰もあり、家計の債務が持続可能な水準を超えている可能性も



注) 家計は非営利団体含む。
値はオーストラリアが1977年12月、中国が2006年3月以降。
直近値は2023年12月（四半期）。

出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成



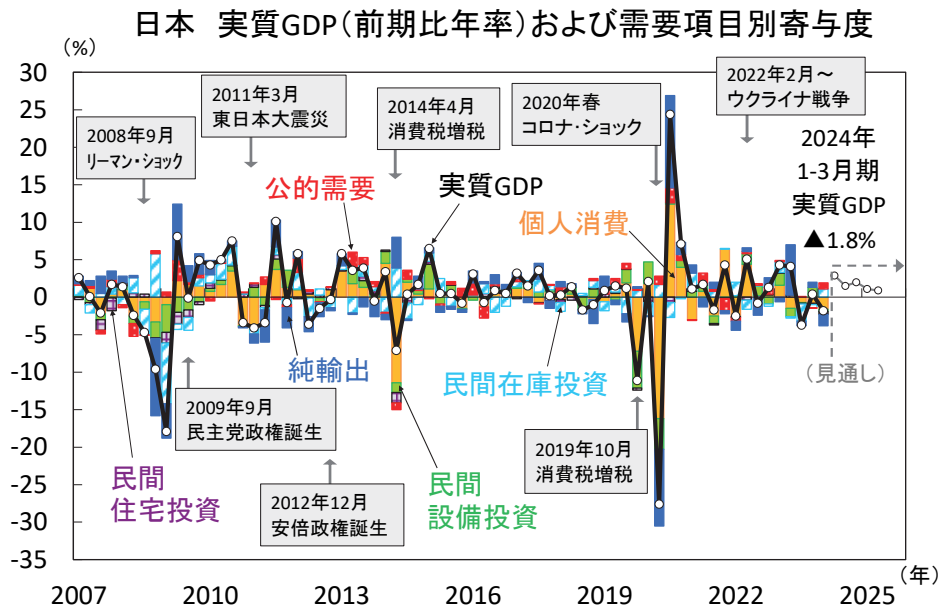
注) 直近値は2024年1-3月期（日本・ドイツは2023年10-12月期）。

出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

3. 日本経済：GDP成長率は低迷、日銀の利上げタイミングに注目

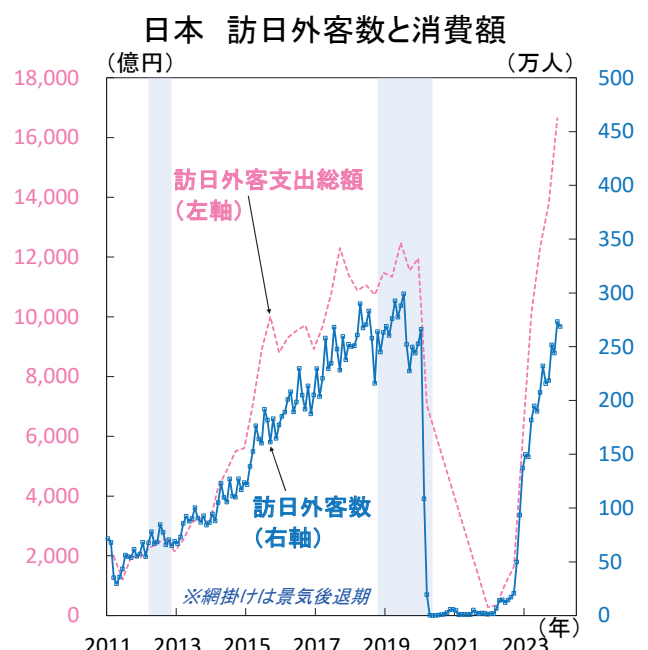
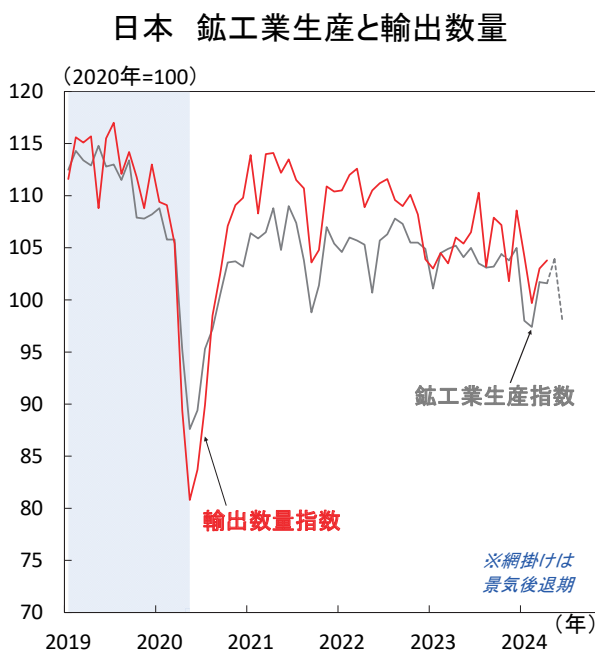
- ◆ 2024年1-3月期の実質GDPは2四半期ぶりにマイナス成長となりました。需要項目別にみると、民間需要は、個人消費、設備投資、住宅が減少した一方、公的需要は増加しました。認証不正が発覚した自動車メーカーが減産を強いられたことが影響し、純輸出の寄与度はマイナスとなりました。
- ◆ インバウンド需要は訪日外客数の増加や円安進行から増加しています。鉱工業生産は4-6月期の持ち直しが期待されましたが、依然として軟調な動きとなっています。

● 2024年1-3月期は民需の弱さが目立ち、実質GDP成長率は2四半期ぶりマイナス



注) 実績の直近値は2024年1-3月期(2次速報値)。2024年4-6月期～2025年4-6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

● 鉱工業生産は軟調だった一方、インバウンド需要は好調



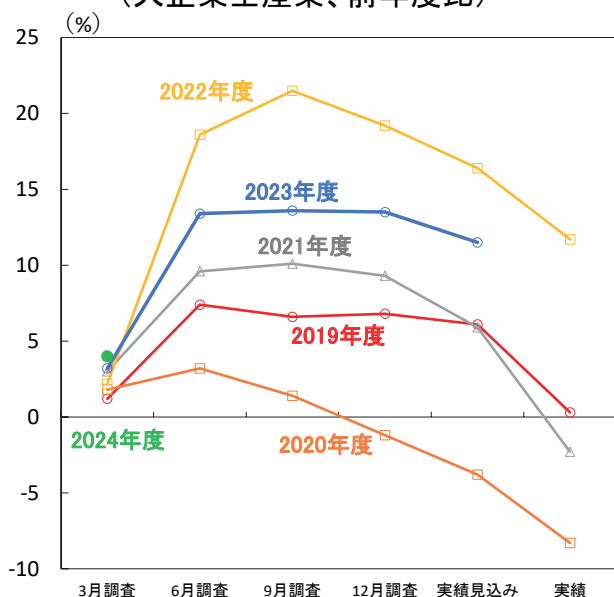
注) 直近値は2024年4月。鉱工業生産は同年5-6月の製造工業生産予測の伸び(5月は経済産業省補正值)で延長。訪日外客数は2024年4月、訪日外国人消費額が2024年1-3月。
出所) 財務省、経済産業省より三菱UFJアセットマネジメント作成

設備投資上振れへの期待高まる中、成長率が上向くかが焦点

- ◆ 企業は今年度も強気な設備投資計画を打ち出しており、設備投資が計画通り実施されるのかが注目されます。企業の人手不足感が強まる中、省力化投資が積極化する公算が大きいため、先行きの設備投資は増加が予想され、GDP成長率を押し上げることが期待されます。
- ◆ 日本経済の潜在成長率はゼロ%台前半と低水準にとどまっていると考えられます。15歳以上人口が減少傾向にある中、持続的な改善には企業の生産性向上と労働参加率の上昇が必要とみられます。

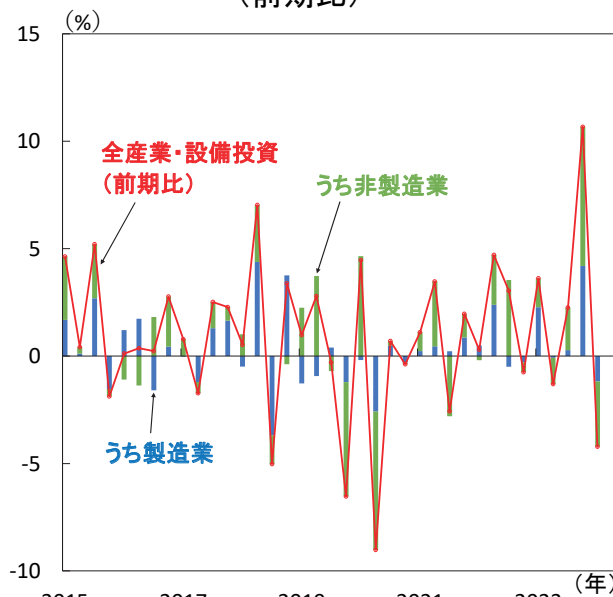
● 設備投資は強気な計画に実績が伴うか

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)

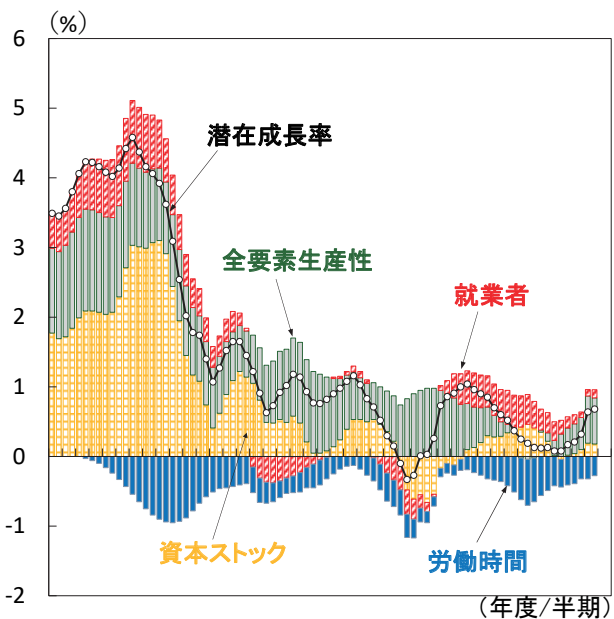


注) 直近値は2024年1-3月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 生産性が向上し、潜在成長率が上向くかに注目

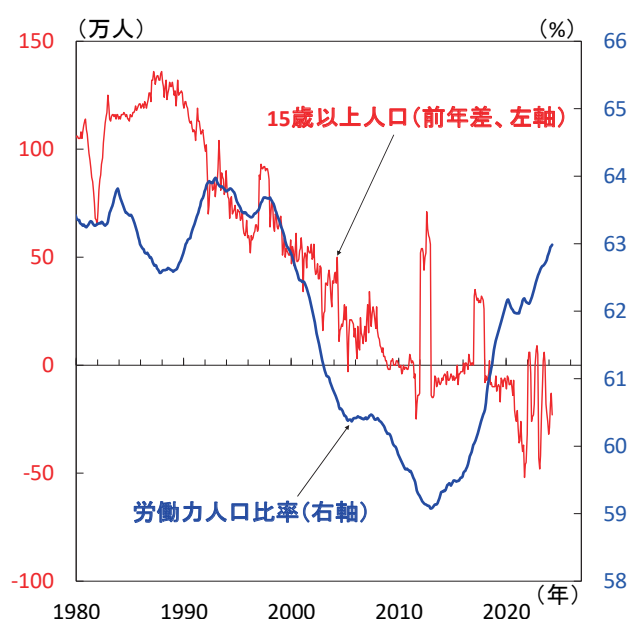
日本 潜在成長率と要因分解



注) 直近値は2023年度下半期。日本銀行による推計値。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 15歳以上人口と労働力人口比率



注) 直近値は2024年4月。

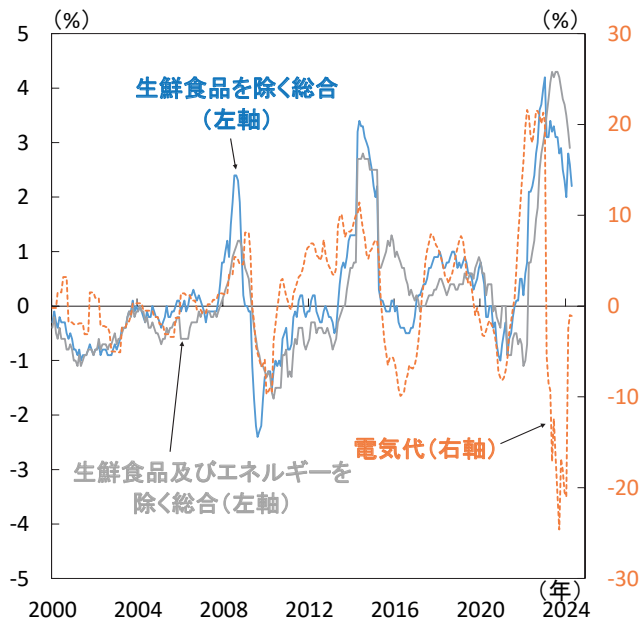
出所) 総務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日銀が目標とする物価と賃金の好循環が生じるか

- ◆ 消費者物価前年比コア(生鮮食品除く総合)は依然高止まりしています。政府によるエネルギー価格激変緩和措置が減額され、エネルギー、電気代が上昇していることが背景として挙げられます。
- ◆ 高水準の春闘賃上げ率を背景に、今後賃金を実質ベースで上向くことが期待されます。日銀の目標とする物価と賃金の好循環が生じる環境となれば、日銀が早期の利上げや大規模な国債買入れ額縮小を行う可能性が高まりそうです。日本がデフレ脱却に向かっていくかにも注目です。

● 政府の物価対策期限切れにより電気代を中心にインフレ率は高止まりする見込み

日本 消費者物価前年比



注) 直近値は2024年4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

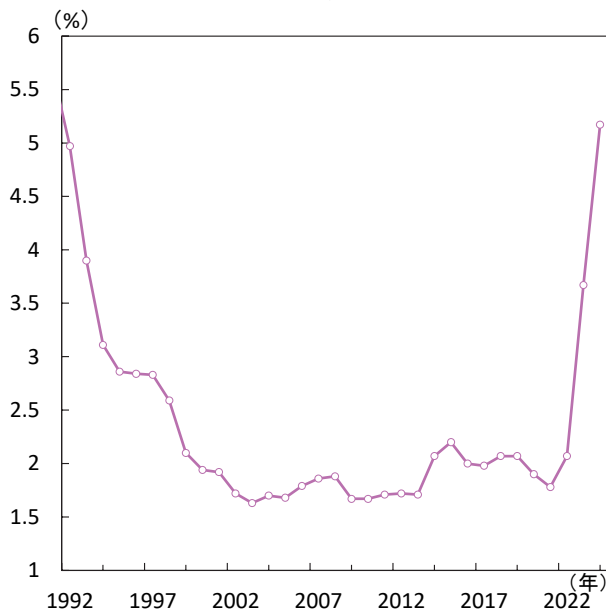
日本 エネルギー価格激変緩和対策の概要

政策	内容
電気・ガス価格激変緩和対策事業	<ul style="list-style-type: none"> ・2023年1月～8月使用分: 電気代は7円/kWh、都市ガス代は30/m³補助 ・2023年9月～2024年4月使用分: それぞれ3.5円/kWh、15/m³に補助金を減額 ・2024年5月分は1.8円/kWh、7.5円/m³に減額され、その後は補助撤廃
燃料油価格激変緩和補助金	<ul style="list-style-type: none"> ・2022年1月にガソリン、灯油等の小売事業者への補助開始 ・2023年6月から補助率引き下げ ・2023年9月以降、新制度によりガソリン小売価格が175円/L程度に抑制
再生可能エネルギー発電促進賦課金	<ul style="list-style-type: none"> ・2022年度には1kWhあたり3.45円の負担→2023年度は1.4円に減額 ・2024年度は再び3.49円へ負担増加(5月以降)

注) 「エネルギー価格激変緩和対策事業」より。
出所) 経済産業省より三菱UFJアセットマネジメント作成

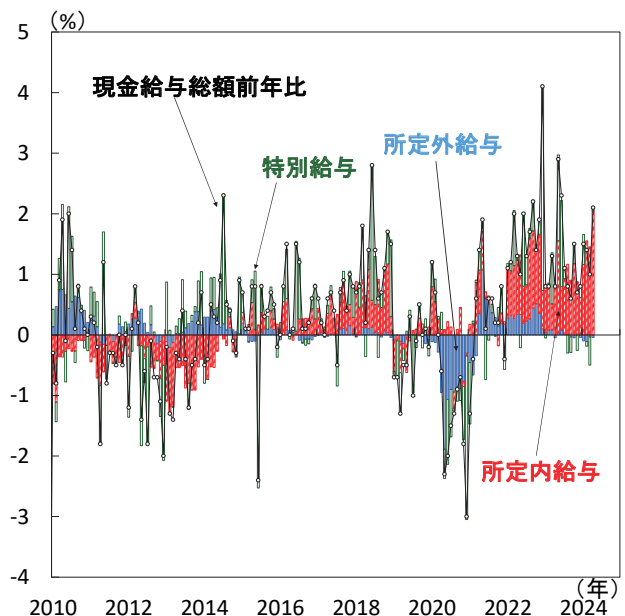
● 高水準の春闘賃上げ率を背景に実質賃金が上向くかに注目

日本 春闘賃上げ率



注) 直近値は2024年6月時点。
出所) 連合より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 現金給与総額前年比と要因分解



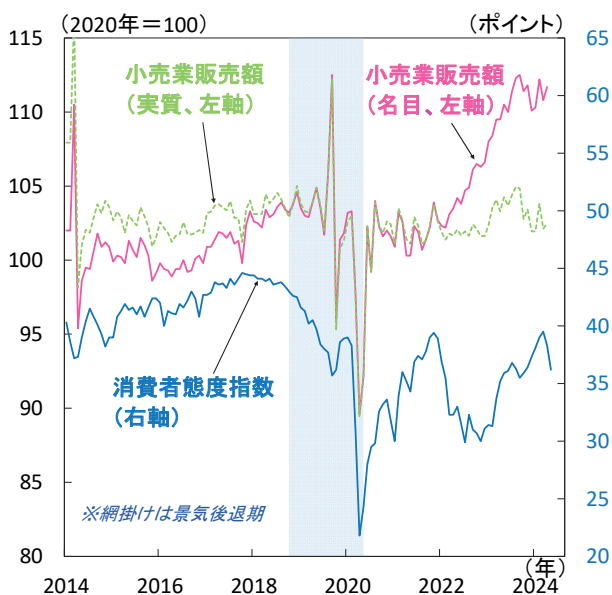
注) 直近値は2024年4月。
出所) 厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

政府の経済対策によって個人消費が上振れるか

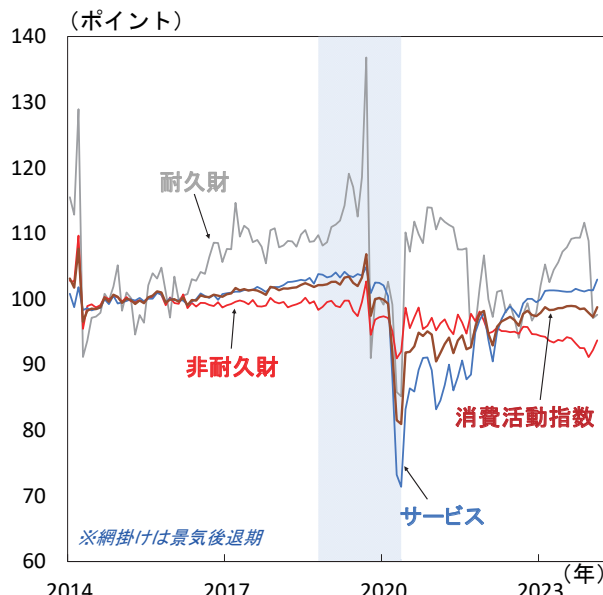
- ◆ 小売業販売額は頭打ちとなり、消費支出はサービスを中心に上向いています。個人消費が上向き、GDP成長率を押し上げることが期待されます。ただし、消費者態度指数は下落基調にあり、消費者マインドが悪化傾向にあるため、今後の消費支出の動向に注意が必要とみています。
- ◆ 岸田政権による給付金・定額減税一体措置が6月から施行されます。消費が押し上げられ、岸田政権の支持率が上昇するのか注目されます。秋に解散総選挙が行われるかが焦点になりそうです。

● 賃金の上昇に伴う消費の上振れが生じるかが焦点

日本 小売業販売額と消費者態度指数



日本 消費活動指数と項目別内訳



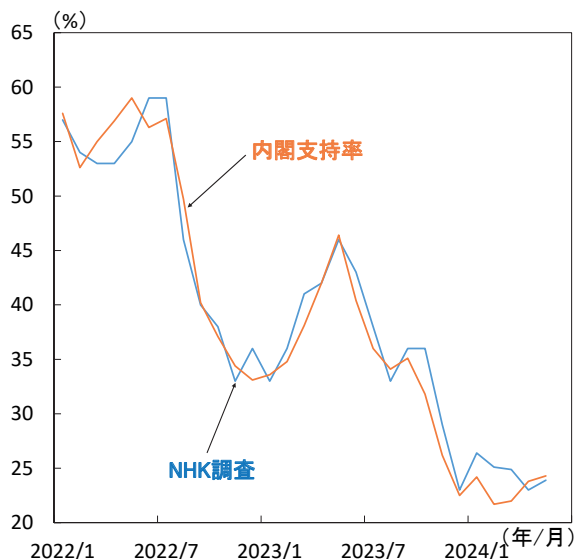
● 政府が定額減税を施行する中、岸田政権の支持率に注目

日本「新たな経済に向けた給付金・定額減税一体措置」

政策	主な内容
2023年度住民税非課税世帯への給付金	1世帯当たり7万円給付
2023年度住民税均等割のみ課税世帯への給付金	1世帯当たり10万円給付
子ども加算	低所得子育て世帯の18歳以下の児童1人当たりにつき5万円給付
2024年度個人住民税において、新たに非課税等となる世帯への給付金	1世帯当たり10万円給付
定額減税	納税者及び同一生計配偶者又は扶養親族1人につき、所得税額から3万円・個人住民税所得割額から1万円(計4万円)の定額減税額が控除

注) 2023年11月「デフレ完全脱却のための総合経済対策」より。
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 岸田政権支持率



日銀は6月に政策金利据え置き、7月会合で国債購入の削減計画を決定

- ◆ 日銀は6月の金融政策決定会合で政策金利を維持することを決定しました。長期国債の買入れに関しては、3月会合で決定した方針を継続しましたが、7月の会合にて、長期金利がより自由な形で形成されるよう今後1-2年程度の具体的な国債購入減額計画を決定する旨を発表しました。
- ◆ 日銀の植田総裁は国債買入れ減額は相応の規模になり状況確認した上で方針を決定すると発表。利上げを織り込み長期金利が2011年以来の高水準となる中、今後の利上げタイミングに注目です。

● 長期金利が2011年以来の高水準となる中、日銀は7月会合での国債買入れ減額へ

日本 国債利回り



注) 直近値は2024年6月19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

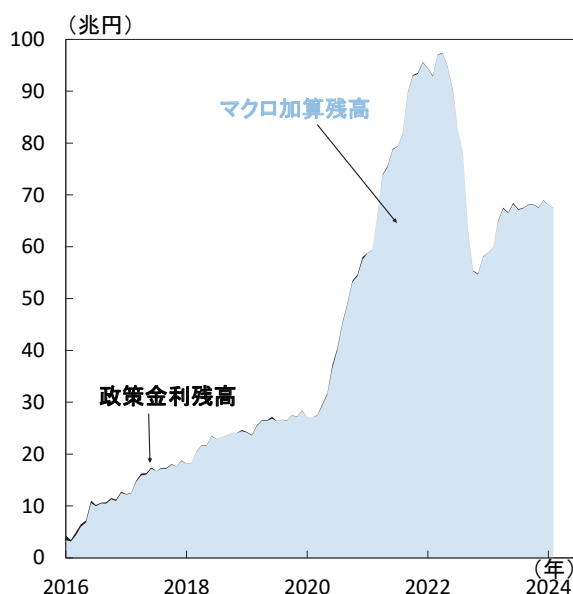
1995	短期市場金利を誘導するオペレーション(公開市場操作)
1998	「誘導目標である無担保コールレート(オーバーナイト物)」を具体的に定める
1999	「ゼロ金利政策」開始(～2000)
2001	「量的緩和政策」開始。主な操作目標は、無担保コールレートから当座預金残高に変更
2006	量的緩和政策解除
2010	「包括的な金融緩和と政策」のもとで、金融市場調節方針は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」と定める
2013	「量的・質的金融緩和」が開始。金融市場調節の主な操作目標は、無担保コールレートからマネタリーベースに変更
2016.1	「マ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
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

注) 2024年6月19日時点。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 日銀の今後の国債購入減額の枠組みや規模に注目

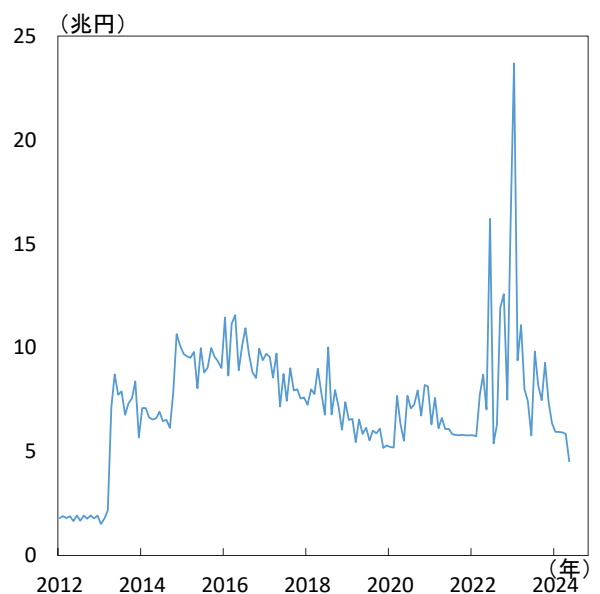
日本 地銀+第二地銀の日銀当座預金残高



注) 直近値は2024年2月。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 日銀の国債購入額



注) 直近値は2024年5月。

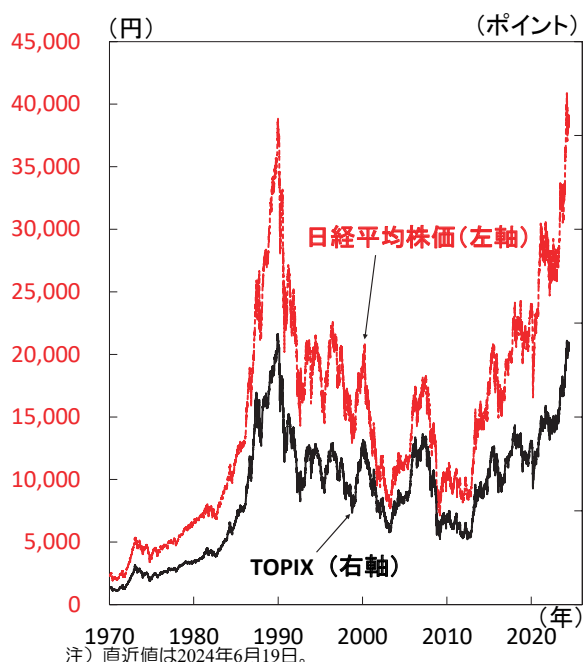
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

株価は年末にかけて史上最高値を更新するか

- ◆ 日経平均株価は堅調に推移するも、長期金利の上昇や外国人投資家の日本株売り越しを背景に上値の重い展開となっています。また、為替相場の変動が株価の攪乱要因である点に要注意です。
- ◆ TOPIXの予想一株当たり純利益(EPS)は拡大し、リビジョン・インデックスは上昇基調です。予想株価収益率(PER)はバブル期は70倍近辺まで上昇しましたが、年初から足元にかけて15倍前後で推移しており、割高感が高まっています。年末にかけて、株価は上昇余地があるとみています。

● 日経平均株価は堅調に推移も、グロース株を中心に上値重い

日本 日経平均株価とTOPIX



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 バリューストック株



出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

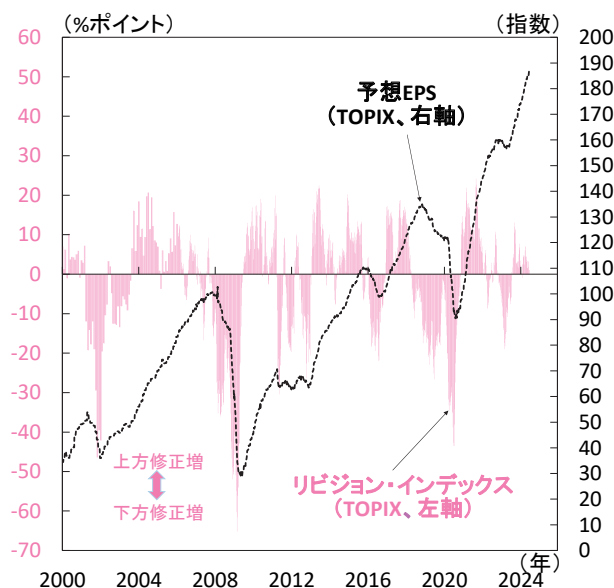
● 予想EPSが拡大する中、株価は年末にかけて史上最高値を更新するか

TOPIXと予想PER



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



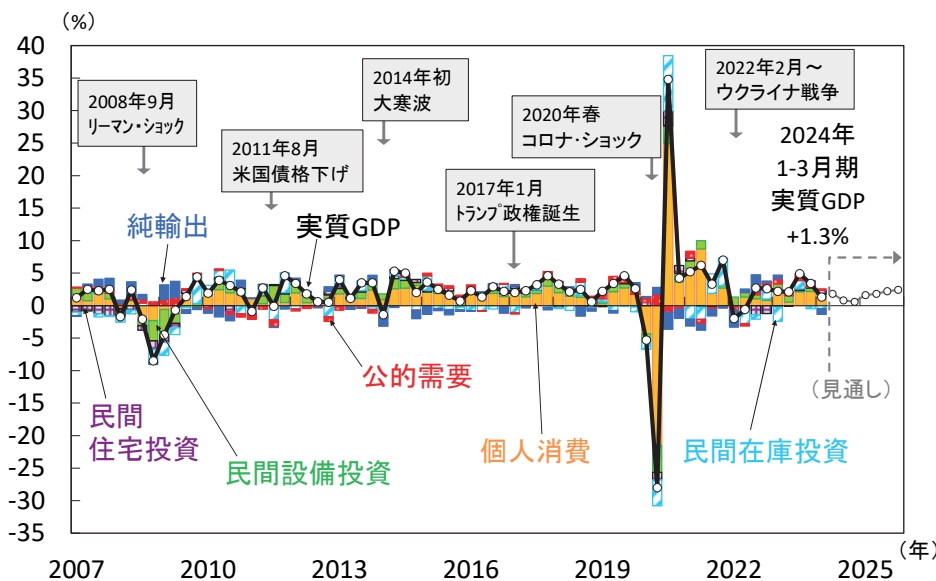
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

4. 米国経済：利下げへのカウントダウン

- ◆ 2023年10-12月期実質GDP成長率は前期比年率+1.3%と7四半期連続でプラスとなり、GDPの7割を占める個人消費は堅調を保っています。緩やかに労働市場が鈍化する一方、企業の投資需要は底堅く推移。米経済が先行き失速に陥らず、適温経済を維持できるとの見方が台頭しています。
- ◆ ただし、底堅い製造業の景況感も先行きは低調に推移すると予想されます。本格的な景気後退はなくとも、経済成長のペースダウンは余儀なくされ、物価鈍化と共に利下げが現実味を帯びます。

● 米景気は7四半期連続でプラス成長も、景気拡大ペースは緩やかに鈍化へ

米国 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度



注) 2024年4-6月期~2025年4-6月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

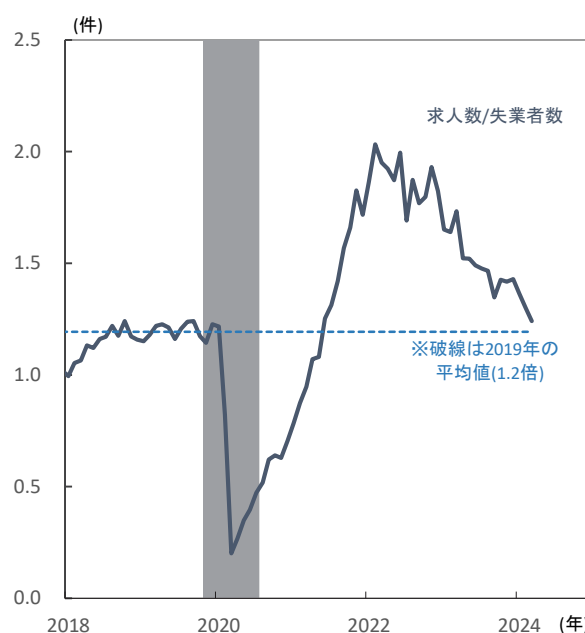
米国 ISM製造業景気指数と受注在庫指数



注) 網掛け部分は景気後退期を示す。受注在庫は新規受注/在庫水準で計算し、6カ月先行させて表示。直近値は2024年5月。

出所) ISM、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 失業者あたり求人数



注) 網掛け部分は景気後退期を示す。直近値は2024年4月時点。

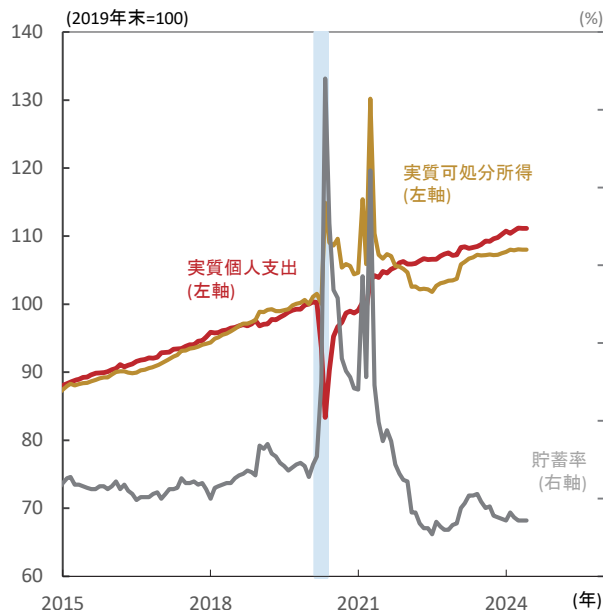
出所) 米BLS、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

個人消費は底堅く、金融引き締めの影響は局所的に留まる

- ◆ 個人消費は底堅さをみせています。賃金が鈍化するなか実質可処分所得の伸びを上回る消費が続いていますが、株高などの資産効果が消費を強力に後押ししているとみます。金融引き締めによる信用環境の悪化は若年層などで顕著になりつつあるものの、局所的な影響に留まっています。
- ◆ コロナ禍以降の旺盛な個人消費を支えた賃金上昇と株高には息切れ感もみられます。今後、個人消費は大幅な落ち込みこそ想定されないものの、今後は伸び率が鈍化していくと見込みます。

● 資産効果や過剰貯蓄による消費の後押しはエネルギー切れが近づきつつあるか

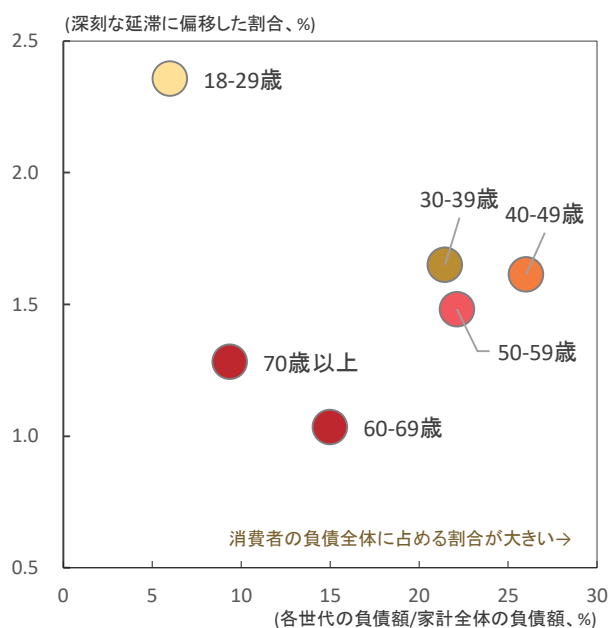
米国 実質個人支出・所得、貯蓄率



注) 直近値は2024年4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

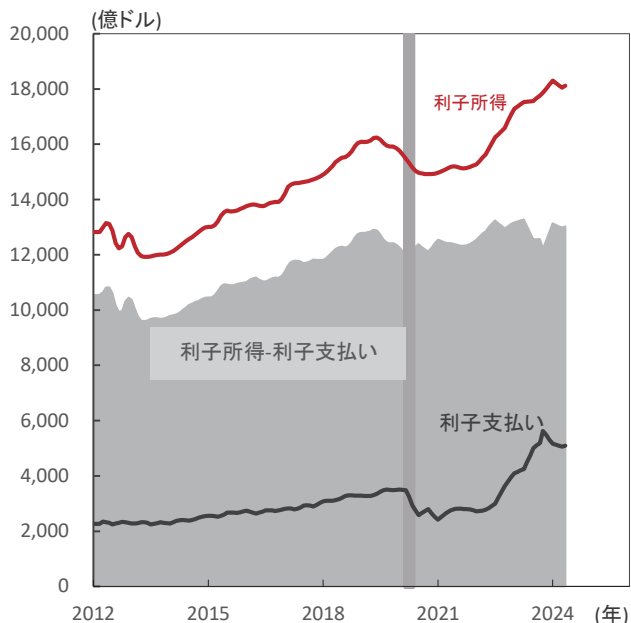
米国 世代別の負債割合と深刻度



注) 深刻な延滞とは90日以上延滞状況を指す。
負債の割合は住宅ローンや学生ローンなどの各種負債を含める。
2024年1-3月期のデータに基づいて算出。

出所) NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

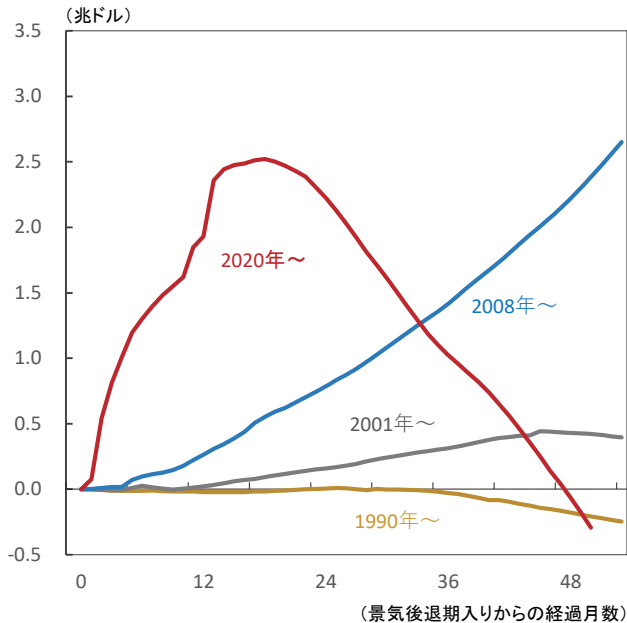
米国 家計部門の利子所得と利子支払い



注) 直近値は2024年4月。

出所) 米経済分析局より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 景気回復局面の過剰貯蓄



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

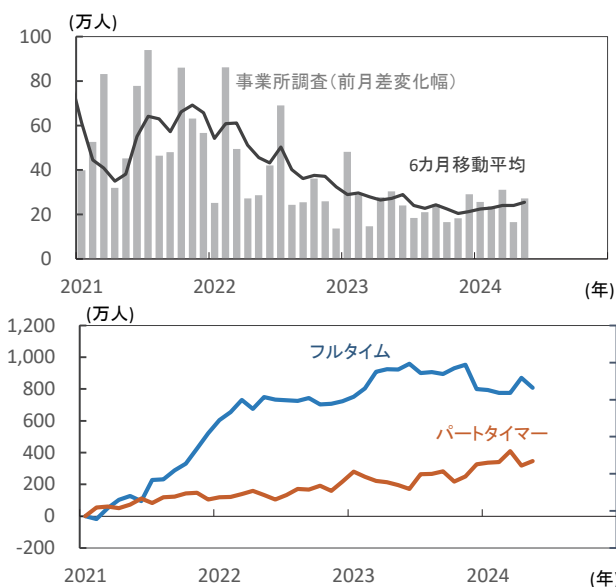
出所) 米BEA、サンフランシスコ連銀、NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

労働市場は着実に鈍化

- ◆ 労働市場では需給ひっ迫感が和らいでいます。雇用者増加ペースは依然堅調ですが、フルタイム雇用者はピークアウト、労働需要の伸びも頭打ちとなるなど、労働市場鈍化の兆候が見られます。
- ◆ コロナ禍後の労働市場を支えた要因として移民の流入拡大が挙げられます。2023年にはコロナ前の平均のおよそ3倍にもなる年間330万人が流入。ただし、足元では移民増加による治安の悪化などから移民流入の抑制が図られつつあり、労働供給が急激に鈍化するリスクにも注意が必要です。

● 労働需給は移民流入でひっ迫緩和が継続、質的な面では劣化がみられる

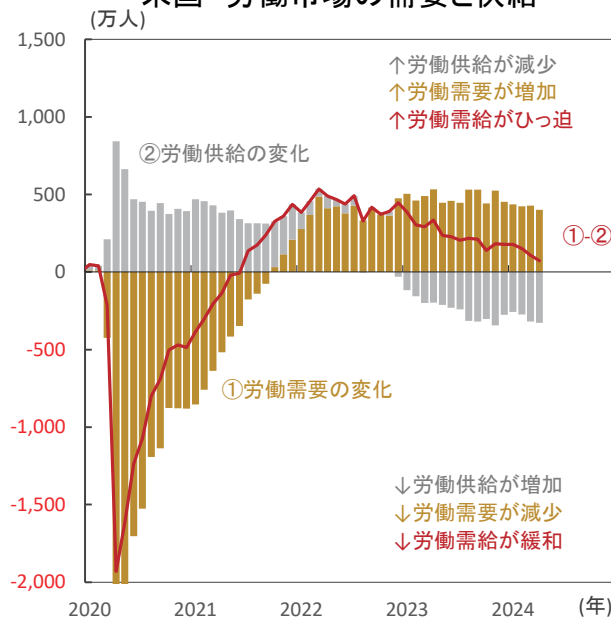
米国 事業所調査・雇用形態別の増減



注)直近値は2024年5月。雇用形態別(フルタイム・パートタイム)の変化は2021年1月を基点に累積的な変化を表示。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

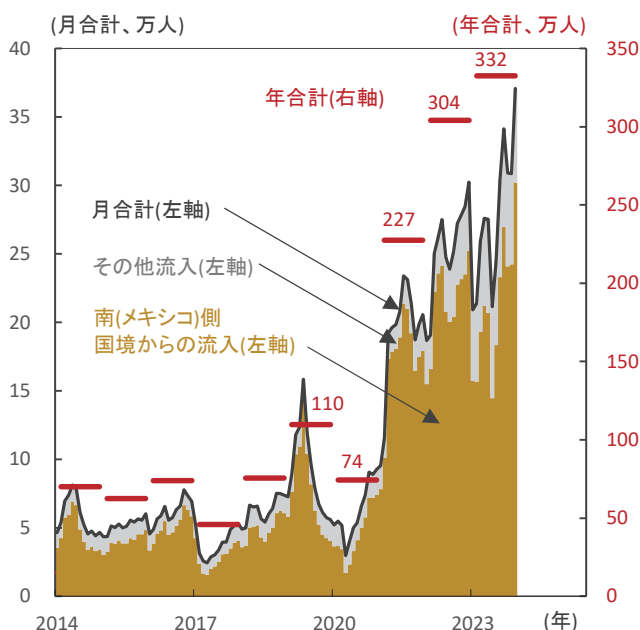
米国 労働市場の需要と供給



注) 労働需要は就業者数と求人件数の和、労働供給は労働力人口。2020年1月を基点に累積的な変化を表示。直近値は2024年4月までの値。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 移民の流入状況



注) 直近値は2023年12月。

出所) 米国土安全保障省 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 賃金・労働コストの趨勢



注) 離職率は6か月先行して表示。直近値は平均時給が2024年5月、JOLTSが同4月、雇用コスト指数が同1-3月期。

出所) 米BLSより三菱UFJアセットマネジメント作成

民間固定投資はコロナ禍直後の低金利環境による恩恵が息切れか

- ◆ 米国企業の利払い負担率は、コロナ禍直後の低金利環境下で企業が借入れを増加させたことで、異例の低水準です。金融引き締め下でも利払い負担が低く抑えられたことで、企業の設備投資計画は力強い水準を保っていましたが、先行きは借り換え等により抑制されると見込まれます。
- ◆ 住宅市場では、住宅価格の上昇や、借り換えによるローン金利上昇を嫌気し、低調な取引が継続しています。長期金利が相応の水準に低下するまでは、住宅需要の伸び悩みが続くでしょう

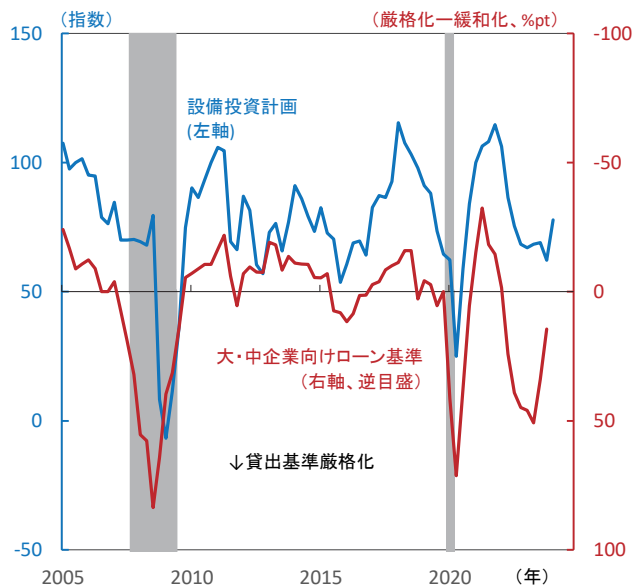
● 企業活動は低い利払い水準が下支えも、今後は恩恵が剥落する見通し

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6月。利払い負担率は2024年1-3月期、純支払利息÷(税引き前利益+純支払利息)、非金融機関を対象に集計。網掛け部分は米景気後退期。
出所) 米FRB、米BEA、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 設備投資計画・ローン基準

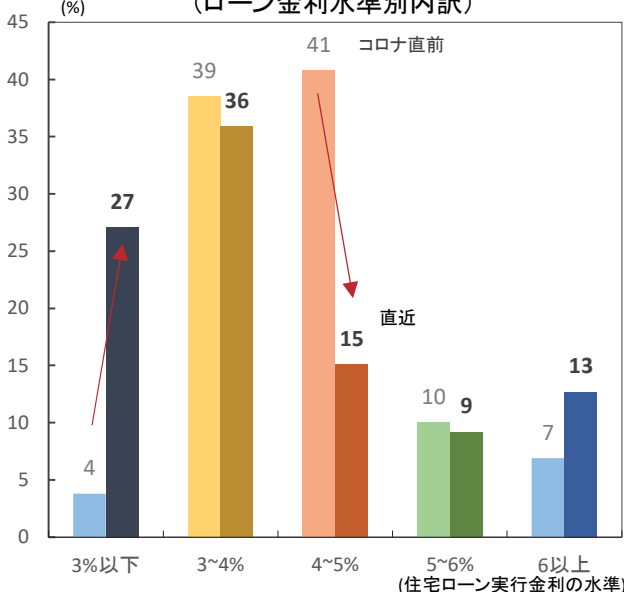


注) 直近値は設備投資計画(米ビジネスラウンドテーブルCEO調査)、大・中堅企業向けローン基準(銀行上級貸出担当者調査)が2024年1-3月。設備投資計画は今後6カ月間を対象、50以上が景気拡大を示す。網掛け部分は米景気後退期。

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

● 米消費者は低い金利水準で契約したローンを手放せず、住宅市場は伸び悩み続く

米国住宅ローン借入れ実行金額 (ローン金利水準別内訳)



注) 住宅ローンの借入金利の水準別に借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2023年10-12月期。

出所) 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 中古住宅販売件数(年率)



注) 直近値は2024年4月。網掛け部分は景気後退期を示す。

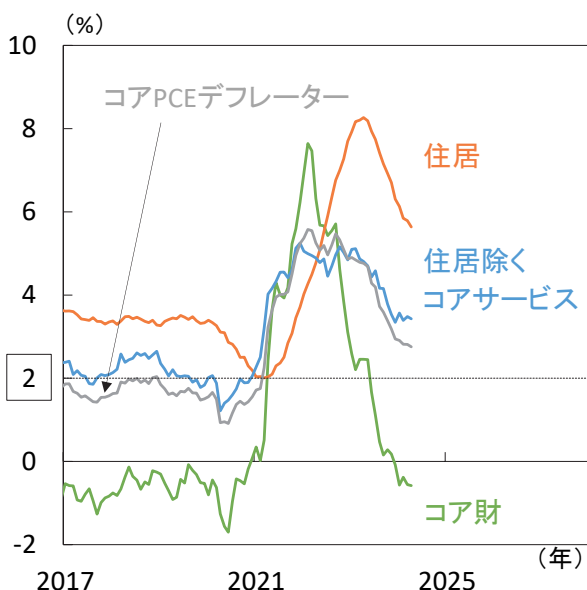
出所) 全米不動産業協会(NAR)、NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国物価：サービスインフレの鈍化継続が焦点

- ◆ 4月コアPCEデフレーターは前年比+2.8%と住居や住居除くコアサービスなどサービス物価が高止まっています。今年1-3月のインフレ率上振れを受け、同前年比は年末にかけて下げ渋る見通しです。
- ◆ 先行きはサービスインフレの鈍化が続くかが注目されますが、米景気減速が続く中で労働市場軟化は賃金の影響を受けやすいサービス物価の伸びを抑えるとみまます。他方、住居費は先行指標の市場賃料が減速示唆も、高止まる住宅価格がペースを遅らせる可能性に注意が必要です。

● 基調的なインフレ率は鈍化傾向もサービス物価が高止まる

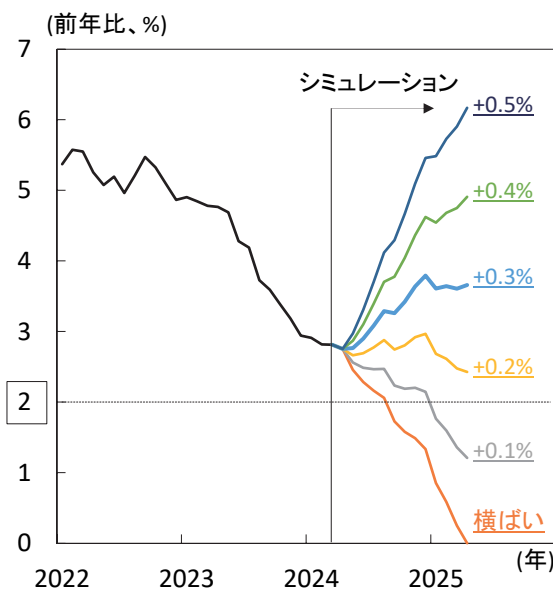
米国 コアPCEデフレーター(前年比、項目別)



注) 直近値は2024年4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

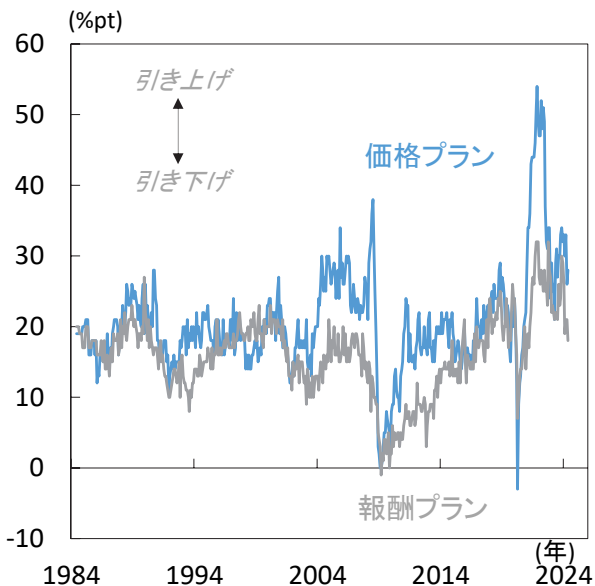
米国 コアPCEデフレーター
前月比一定の場合のシミュレーション



注) 直近値は2024年4月。
コアPCEデフレーターが一定の前月比で推移した場合の前年比を三菱UFJアセットマネジメントが推計、期間は2024年5月～2025年4月まで。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

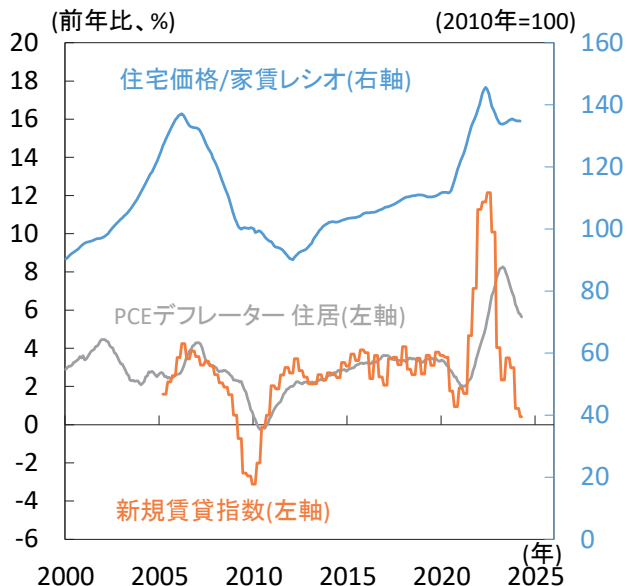
米国 中小企業の価格・報酬プラン(今後3カ月)



注) 直近値は2024年5月。

出所) 米NFIBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 住居関連指標



注) PCEデフレーターは2024年4月、新規賃貸指数(新規入居物件を対象とした市場賃料)は同年1-3月期。住宅価格/家賃レシオは同年3月、S&Pコアロジック ケースシラー住宅価格指数をPCEデフレーター住居費で割って当社経済調査室が算出。

出所) 米S&P、米BEA、米クリブランド連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国金融政策：6月FOMCはタカ派色強めるも、先行きはデータ次第

- ◆ 6月米連邦公開市場委員会(FOMC)では、FOMC参加者による今年末の政策金利予測が前回から引き上げられ、年内の利下げ回数予測が3回→1回に縮小するなどタカ派的な内容が示されました。
- ◆ パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長はインフレ率の2%目標に向けた持続的な改善を見たいと発言しており、利下げはデータ次第と言えます。ただし、金融環境が緩めば資産効果でインフレ率が下がり過ぎる可能性があり、インフレ率の鈍化継続を確認するまではハト派転換も見込み難いでしょう。

● 6月FOMCでは参加者の政策金利予測が上方シフト、早急な利下げ開始に慎重な姿勢

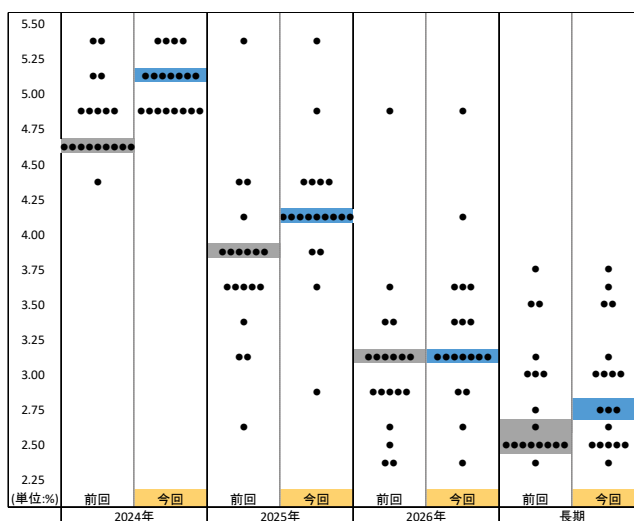
FOMC参加者の経済見通し

	2024	2025	2026	長期
実質GDP	2.1 (-)	2.0 (-)	2.0 (-)	1.8 (-)
市場予想	1.70	1.90	-	-
コアPCE デフレーター	2.8 (+0.2)	2.3 (+0.1)	2.0 (-)	
市場予想	2.80	2.20	-	-
失業率	4.0 (-)	4.2 (+0.1)	4.1 (+0.1)	4.2 (+0.1)
市場予想	4.10	4.10	-	-

注) 2024年6月FOMCにおけるFOMC参加者の予想値とBloomberg集計の市場予想データを使用。
 どちらも各年第四半期(10-12月期)の前年同期比の値。
 FOMC参加者の値の下段は前回FOMCからの変化幅を記載。
 市場予想は同年6月14日時点。

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

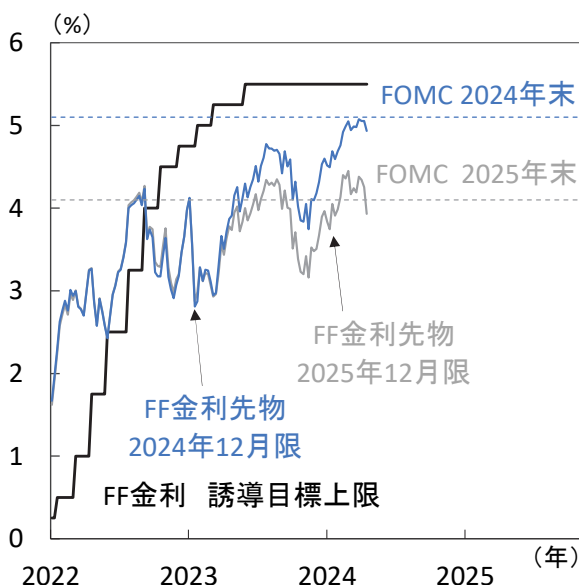
FOMC参加者の政策金利予測



注) 前回は2024年3月FOMC、今回は同年6月FOMC。網掛け部分は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

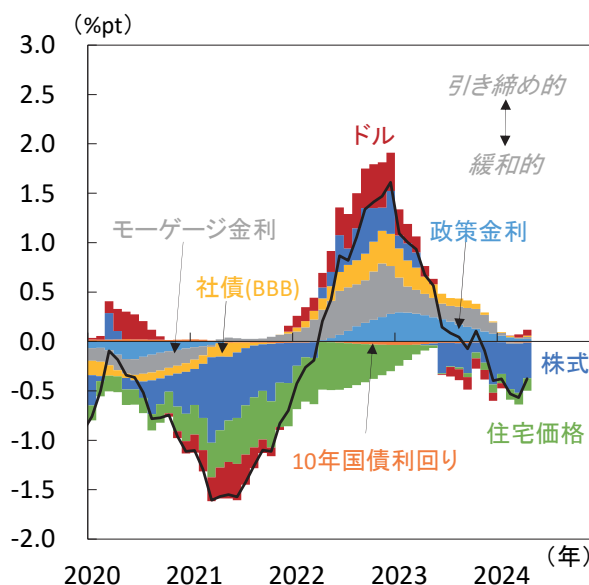
米国 政策金利と見通し



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6月14日時点。
 チャート内の点線は2024年6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4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。

出所) 米FRB、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：地方銀行への懸念は晴れず

- ◆ 2023年の商業用不動産(CRE)ショックは依然として根深く、都市銀行に比べCRE向けローン比率が高い米地方銀行の株価は軟調が継続しています。銀行全体でみた収益環境は良好ですが、2008年金融危機の苦い記憶がよぎり、投資家は見えざるリスクに敏感になっている模様です、
- ◆ 商業用不動産の不調はコロナ禍後の人流変化による影響が大きいものの、都市により影響はまちまちです。全体で見ればCREローンの支払い延滞率は低く、局所的な問題に留まっています。

● 商業用ローンへの地合い悪化は改善の見通し立たず

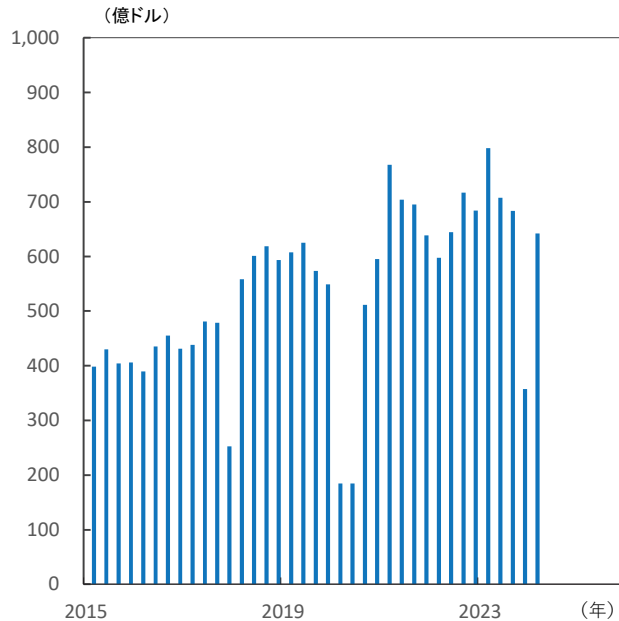
米国 S&P500銀行セクターパフォーマンス



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6月17日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

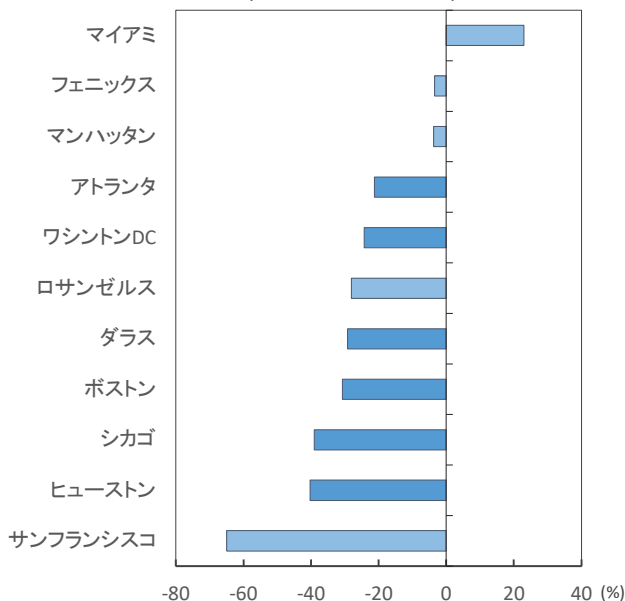
米国 FDIC加盟銀行の純利益



注) 直近値は2023年10-12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。被支配株主帰属分の控除前の値を使用。

出所) 米FDIC「FDIC Quarterly Banking Profile」より三菱UFJアセットマネジメント作成

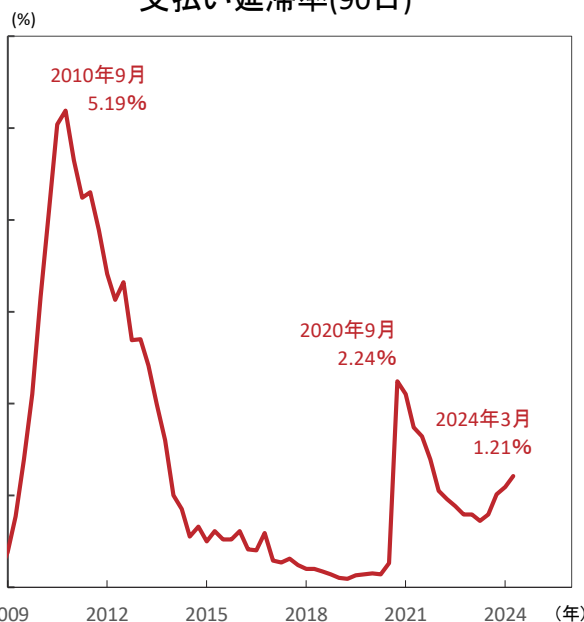
主要都市のオフィス価格変化率
(コロナ前との比較)



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、マイアミ・フェニックス・マンハッタン・ロサンゼルス・サンフランシスコが2024年1月、その他の地域が2024年4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

米国 商業用不動産ローンの
支払い延滞率(90日)



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

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米大統領選の候補者争いが本格化

- ◆ 11月米大統領選の候補者は4年前の再戦となり、6月大統領候補討論会を皮切りに本格化します。支持率ではドナルド・トランプ前大統領(共和党)がジョー・バイデン現大統領(民主党)に対してやや優勢な状況にあり、上院議長など重責を担う副大統領の候補者争いにも注目が集まります。
- ◆ 同時に行われる議会選挙が政策運営の鍵を握るとみまます。選挙予測では上下両院とも共和党が僅差で優勢との見方もあり、トランプ再選かつ共和党の両院奪還のリスクには注意が必要です。

● 2024年大統領選に向けた動きが本格化、議会選挙が政策運営を占う上でキーに

米大統領選 主なスケジュール

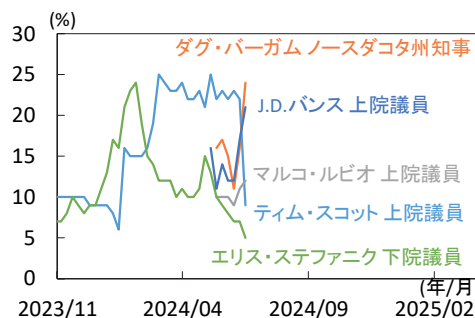
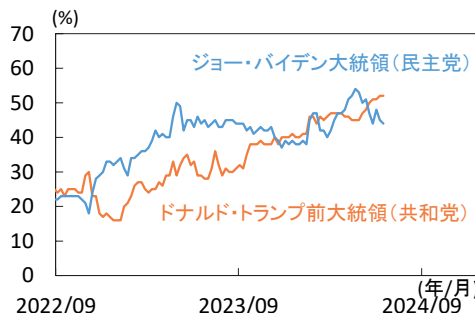
6月	党員集会(ヴァージン諸島、グアム準州) 予備選挙(ニュージャージー州、モンタナ州など) 大統領候補討論会(CNN主催、27日)
7月	トランプ前大統領の刑事裁判での量刑巡る審理開始(女性問題の口止め料に関する文書偽造、11日) 共和党全国大会(15~18日)
8月	バイデン米大統領の大統領候補指名手続き(民主党、7日) 民主党全国大会(19~22日)
9月	大統領候補討論会(ABC主催、16日) 副大統領候補討論会(大統領候補討論会委員会主催、25日)
11月	大統領・議会選挙(5日)
12月	選挙人団による大統領選挙の公式投票(16日)
2025年	大統領選挙人投票の集計・結果公表(6日)
1月	次期大統領・副大統領の就任式(20日)

注) スケジュールは現時点のもので、変更される可能性があります。

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

米大統領選候補者支持率

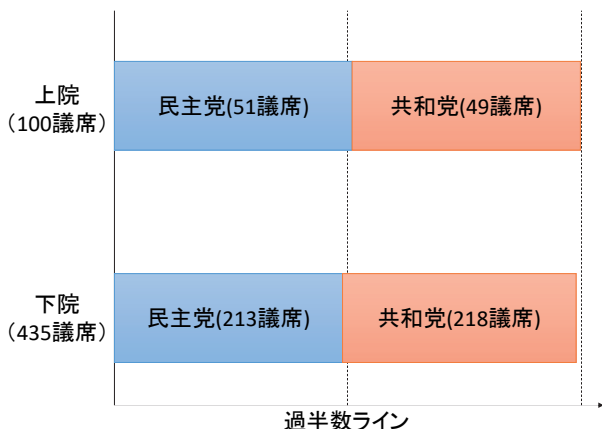
(上: 大統領候補、下: 共和党副大統領候補)



注) 直近値は2024年6月16日。

出所) PredictItより三菱UFJアセットマネジメント作成

米連邦議会 2大政党の保有議席

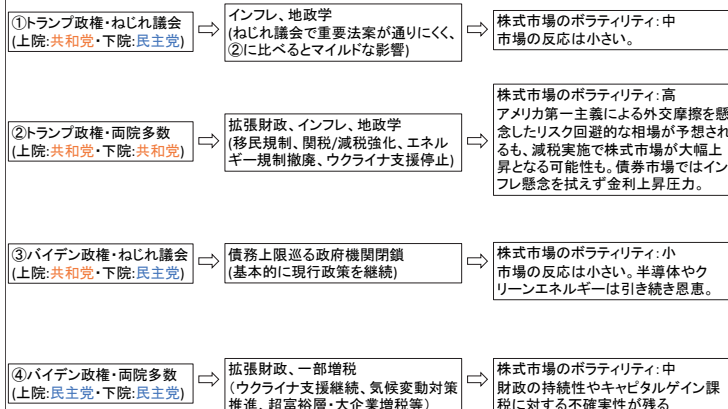


注) 上院議会(100議席)は2年毎に議会の1/3が改選、今回は34議席が改選対象(民主党が23議席、共和党が11議席)。下院議会(435議席)は2年毎に全議席が改選、現在は4議席が空席。

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

米大統領選 シナリオ別の市場反応

実現可能性: 大



実現可能性: 小

注) 三菱UFJアセットマネジメントが特に可能性が高いと判断した選挙結果パターンを4つに絞り、その結果に基づいたシナリオと市場反応を記載。

出所) 各種資料より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国債券: 利下げが視野に入れば緩やかな金利低下へ

- ◆ 米連邦準備理事会(FRB)が現行水準の政策金利を維持する中、米長期金利は4%台で下げ渋っています。インフレ鈍化で利下げが視野に入れば、利下げ期待主導で長期金利低下が見込まれます。
- ◆ 金融引き締め環境にも関わらず底堅い米景気が続き、一部の米FRB高官は経済構造の変化等で政策金利の均衡水準が上昇した可能性を指摘しています。米FRBのバランスシート縮小や財政赤字など需給面の不透明感もあり、米長期金利がコロナ前比で高止まる可能性に注意が必要です。

● 利下げが視野に入れば金利低下も、政策金利の均衡水準や需給面には不透明感

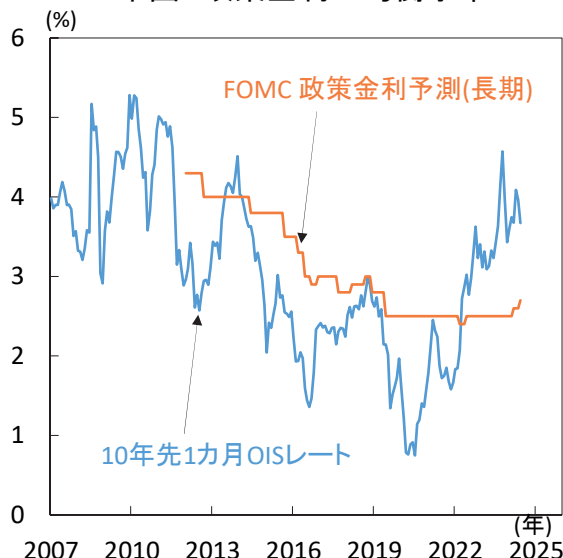
米国 10年国債利回り(要因分解)



注) 直近値は2024年6月12日時点。10年国債利回り=(a)政策金利予想+(b)タームプレミアム。タームプレミアムは、流動性リスクや金利変動リスクなどに対して投資家が要求するプレミアム。

出所) 米NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

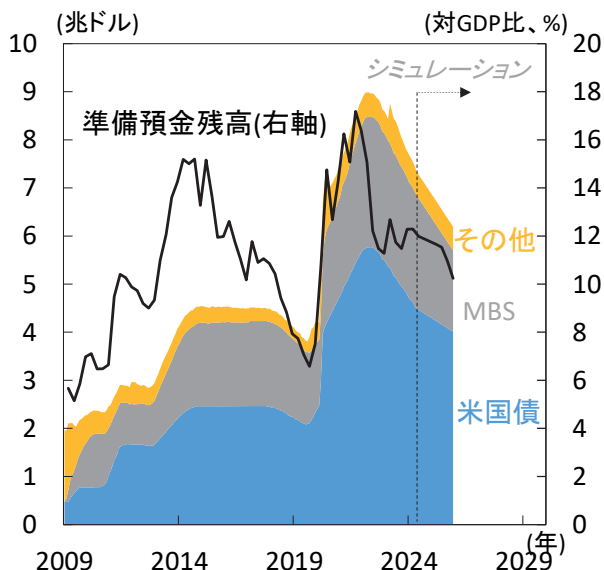
米国 政策金利の均衡水準



注) FOMC参加者が予想する政策金利予測(長期)は2024年6月FOMC時点。10年先1カ月OISレートは政策金利の均衡水準の代理指標として使用、2024年6月14日時点。

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

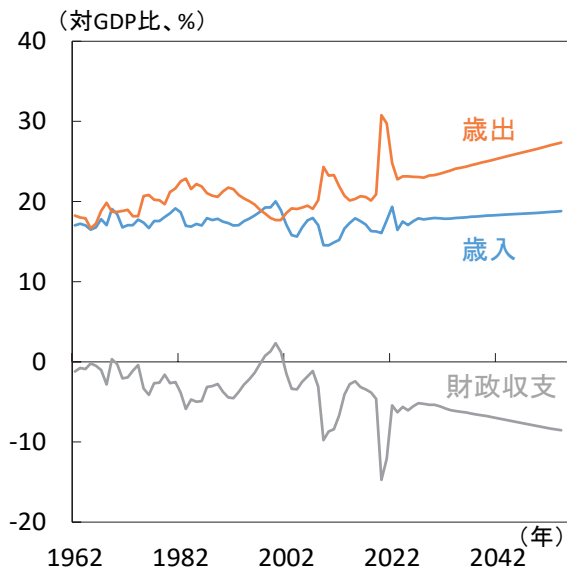
米国 米FRBのバランスシート シミュレーション



注) 直近値は2024年6月14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6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

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。

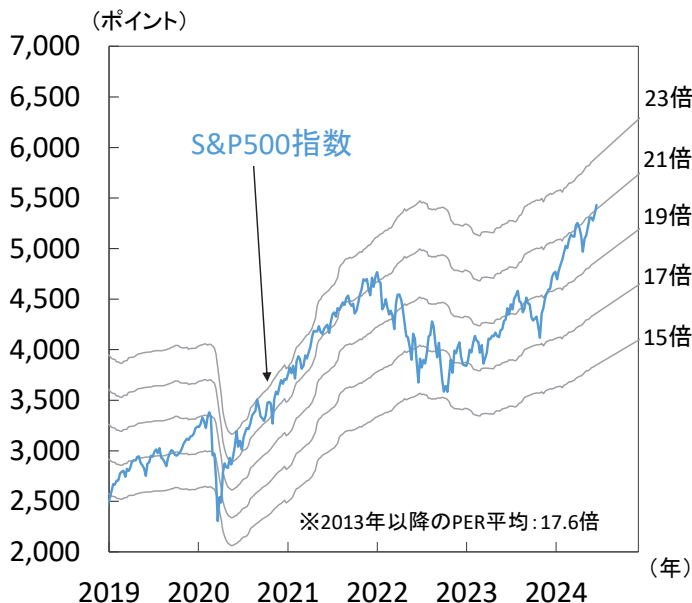
出所) 米CBOより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国株式・リート:ハイテク株主導の相場は続くか

- ◆ 米国株式はS&P500が最高値を更新するなど堅調です。人工知能向け半導体需要や米連邦準備理事会(FRB)の利下げへの期待が背景にあります。景気抑制的な金利環境で売上高が伸び悩む中、営業利益率の改善が相応に織り込まれているため上値が重くなる可能性に注意が必要です。
- ◆ 米国リーートの稼働率はオフィスが低迷も、商業施設やアパート等は高水準を維持しています。先行きは利下げで米長期金利が低下に向かえば、配当利回りの面で投資妙味が高まるとみえています。

● 株式市場はハイテク株主導で上昇基調、リート市場は利下げ待ちで我慢の展開

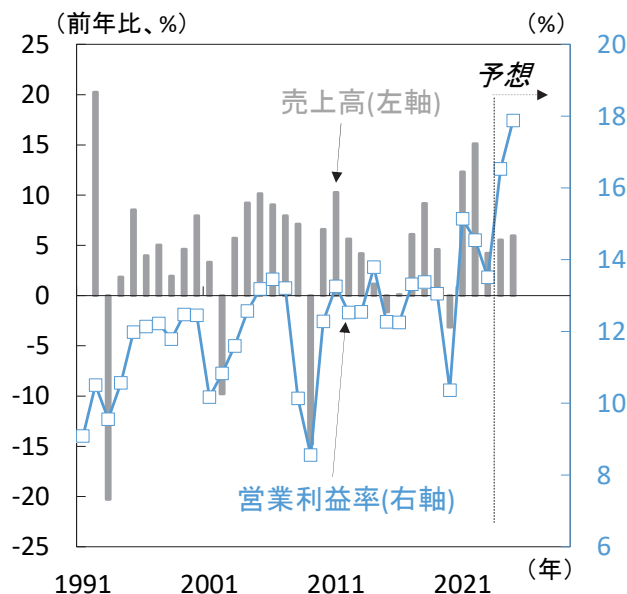
S&P500株価指数 PER水準別に見た推計値



注) PERのレンジは12カ月先ブレンド予想EPS(1株当たり利益)を基に計算、2024年末は2025年末予想EPSを使用。過次データ、直近値は2024年6月14日。

出所) S&P、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

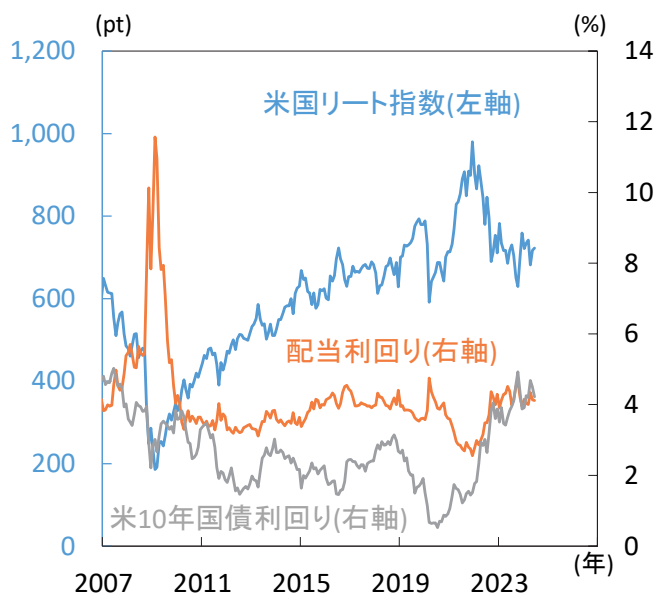
S&P500株価指数 売上高と営業利益率



注) 直近値は2024年6月14日時点、カレンダーベース。データは2023年までが実績、2024年と2025年はBloomberg実績。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

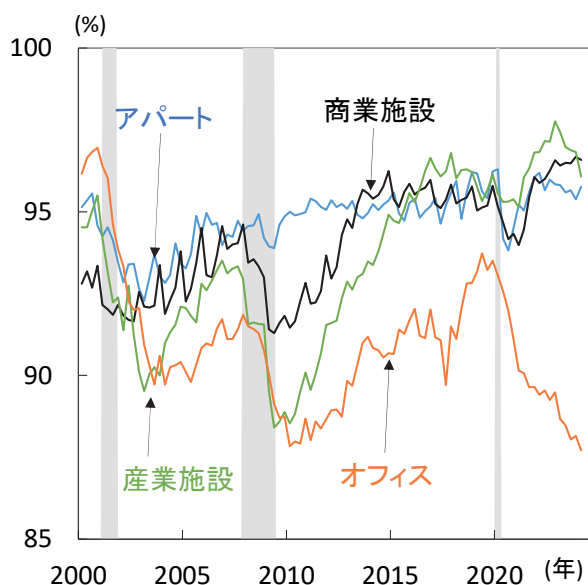
米国リート 配当利回りと米10年国債利回り



注) 月次ベースのデータ、直近値は2024年6月14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 用途別の稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2024年1-3月期。対象はNAREIT All Equity REITS。網掛け部分は景気後退期を表示。

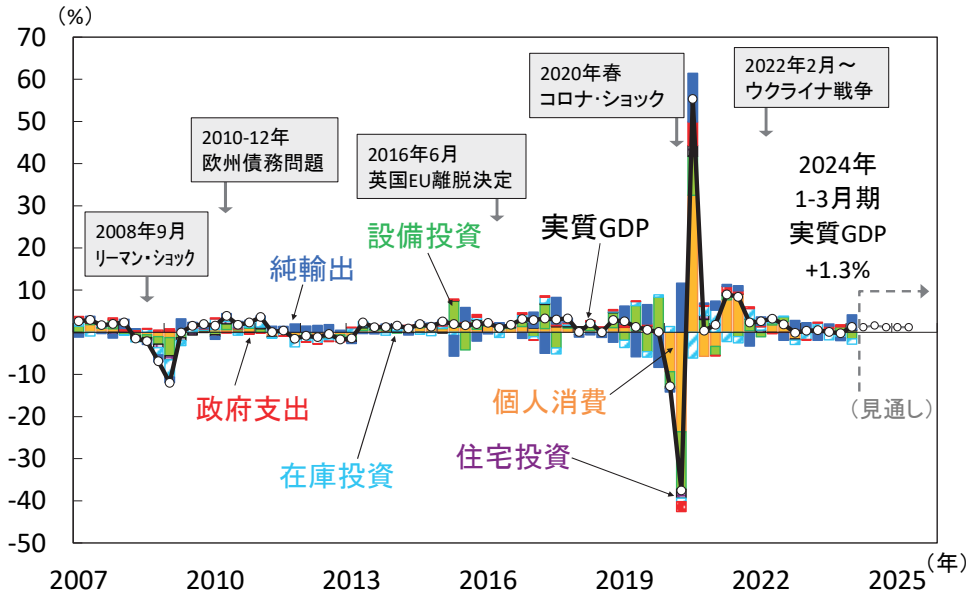
出所) NAREIT、米NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

5. 欧州経済：景気停滞から脱却へ

- ◆ ユーロ圏の2024年1-3月期実質GDPは前期比年率+1.3%と、ようやく景気停滞脱却の兆しをみせました。需要項目別では、対外純輸出が景気回復をけん引し、内需の回復は依然として弱い弱です。
- ◆ 域内4大経済国は1-3月期にそろってプラス成長。ユーロ圏の企業景況感是一段と改善し、足元では景気拡大を示唆する水準に浮上しています。好調なサービス業が成長をけん引する構図は変わらず、製造業部門は弱さが続きつつも持ち直し基調がより鮮明となり、明るさが増えています。

● 2024年1-3月期のユーロ圏景気は事前予想を上回って回復

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

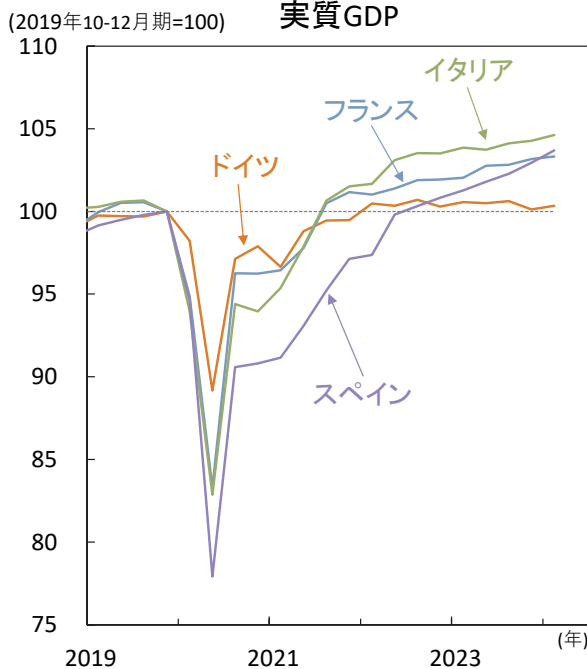


注) 実績の直近値は2024年1-3月期(確定値)。
2024年4-6月期~2025年4-6月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

● 主要国はそろってプラス成長となり、4-6月期は一段の景気回復に期待

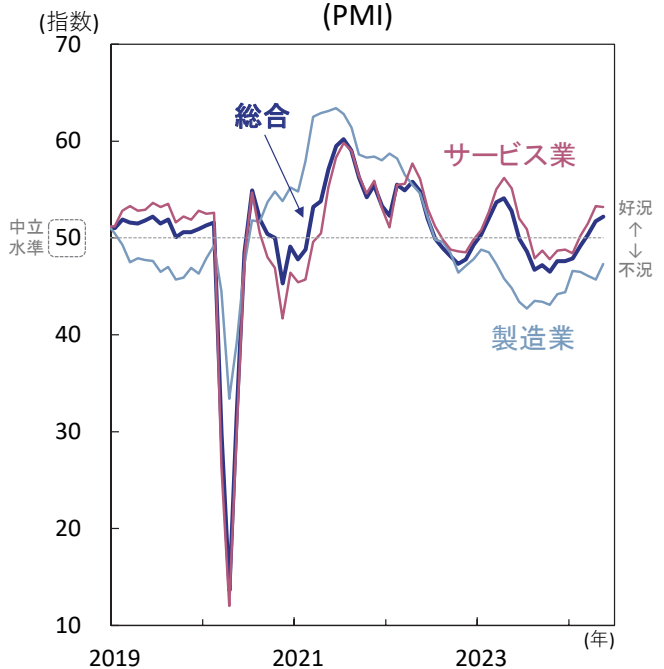
ユーロ圏主要国 実質GDP



注) 直近値は2024年1-3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)



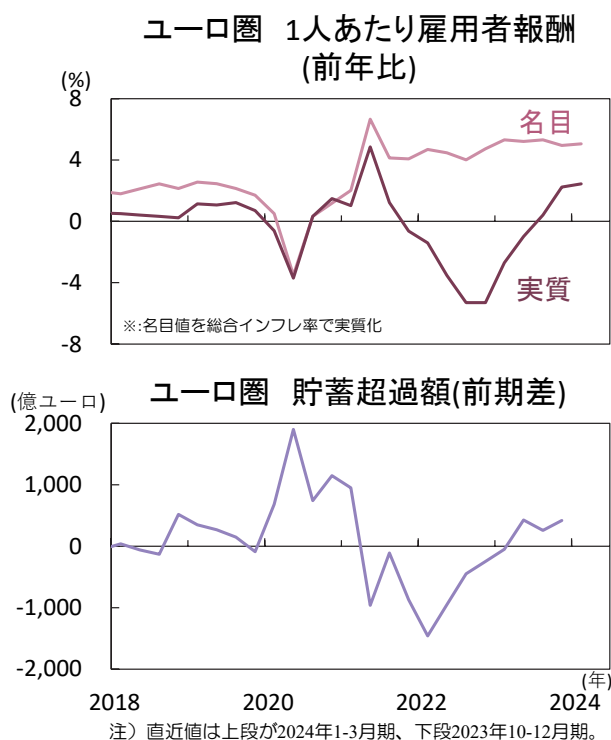
注) 直近値は2024年5月。

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

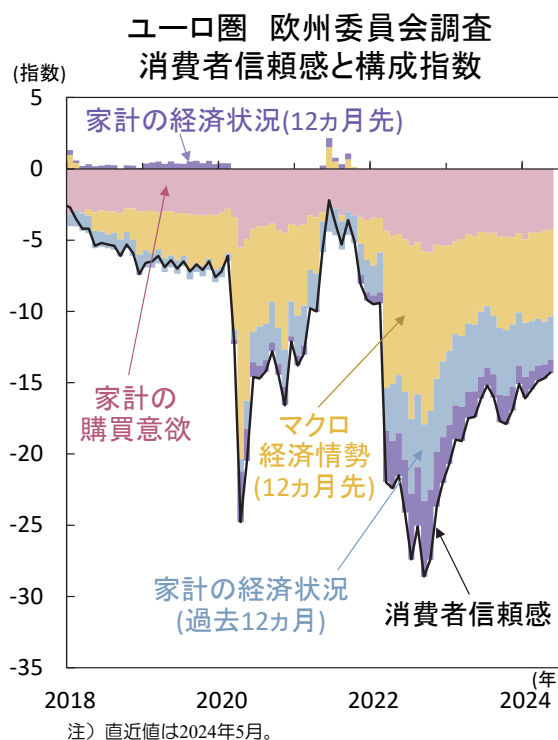
消費主導で緩やかな回復が継続か

- ◆ インフレ減速や賃金上昇を背景に、家計の実質所得環境は昨年後半以降着実に改善する一方、先行き不透明感への懸念から家計は貯蓄を優先。金融政策が金融緩和に舵を切る中、実質所得の改善は家計心理を好転させ、時間をかけ消費の回復へと繋がるのが期待されます。
- ◆ 企業部門は、受注動向の改善は朗報も需要全体の回復は依然として鈍く、生産活動や設備投資に慎重な姿勢を維持。今後、消費回復が生産・投資の回復に繋がるか注目されます。

● 所得環境は着実に改善、家計心理は緩やかに回復を続け、消費回復に期待

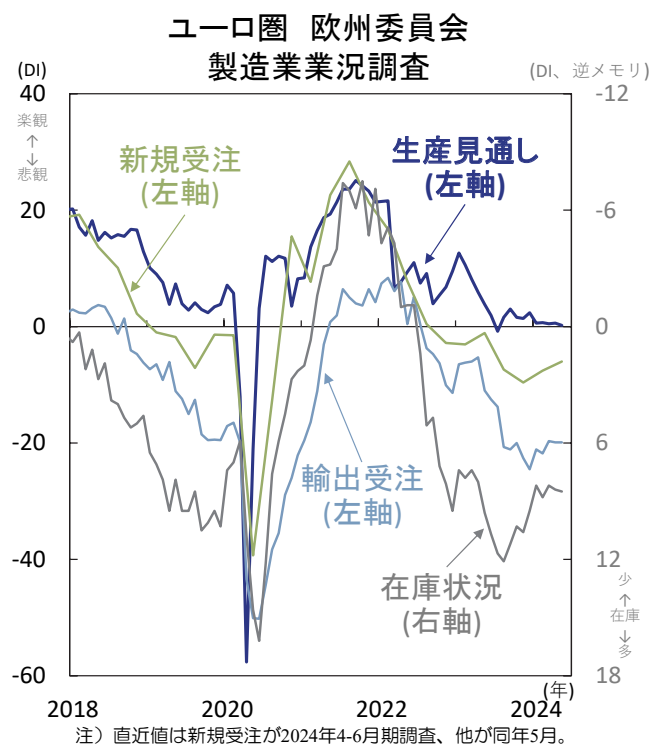


出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

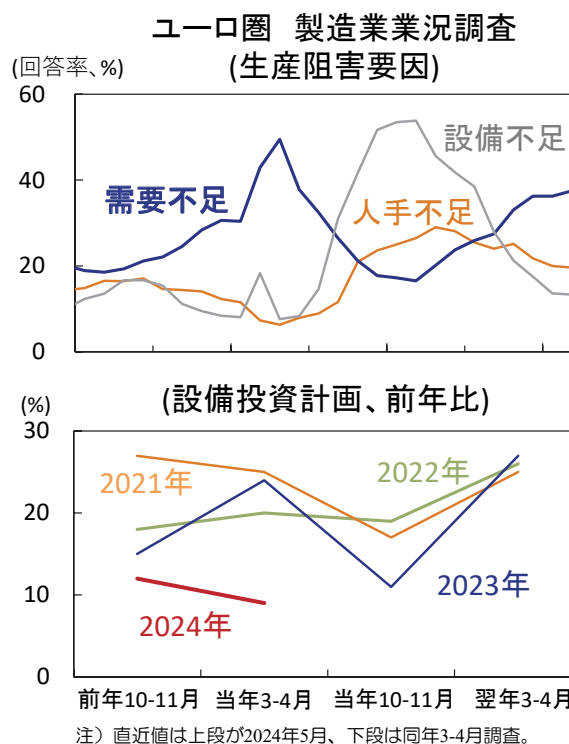


出所) 欧州委員会(EC)より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 生産活動は依然として弱含みに推移し、企業の設備投資姿勢は慎重



出所) ECより三菱UFJアセットマネジメント作成

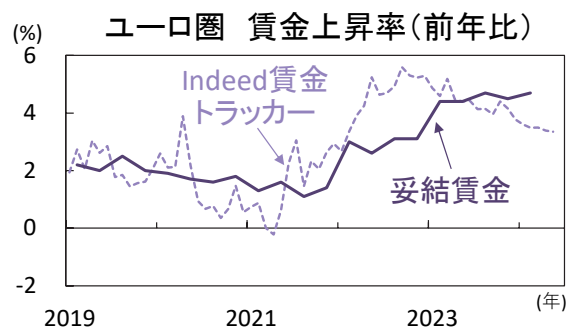
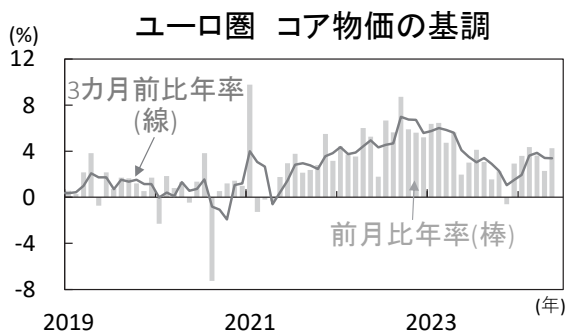
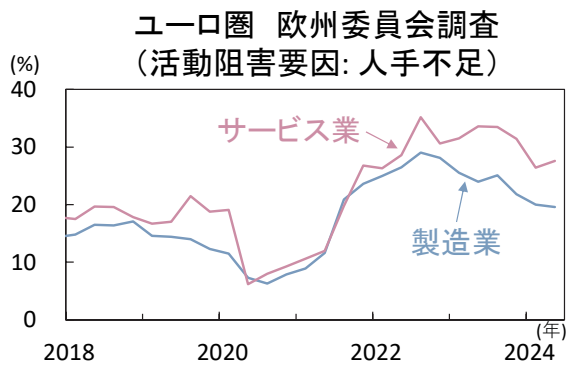
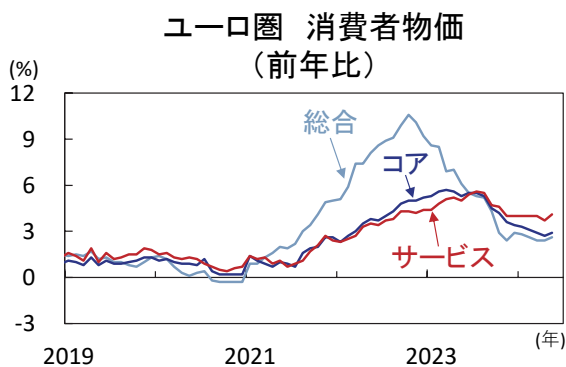


出所) ECより三菱UFJアセットマネジメント作成

ECBは利下げを開始も、サービス・賃金インフレへの懸念は拭えず

- ◆ ユーロ圏では、サービス業を中心とした労働需給のひっ迫継続を背景に、賃金上昇圧力は根強く、コアインフレ率は高止まり。賃金・サービスインフレ下げ渋りへの懸念は未だ拭えずにいます。
- ◆ 欧州中央銀行(ECB)は6月に利下げを実施も、サービス・賃金インフレへの警戒は強いことから過度な金融引き締め修正とし、先行きはデータ次第との慎重姿勢を維持。最新の経済・物価見通しでは、成長率・インフレ率見通しを上方修正するなど、利下げペースは緩慢となりそうです。

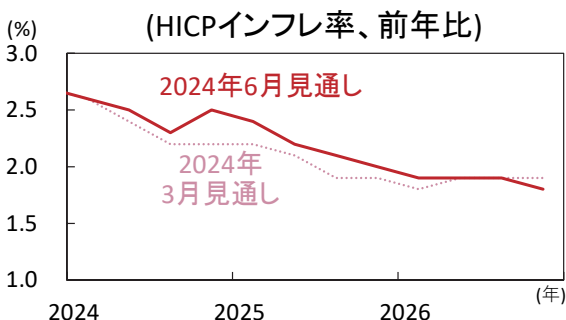
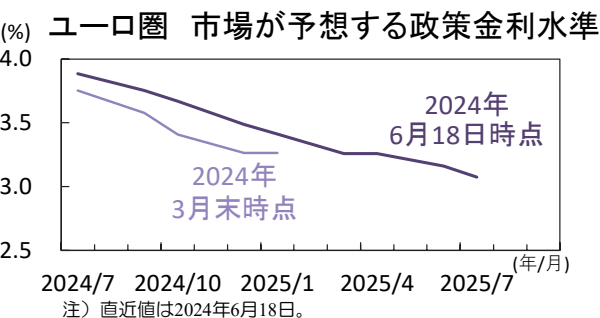
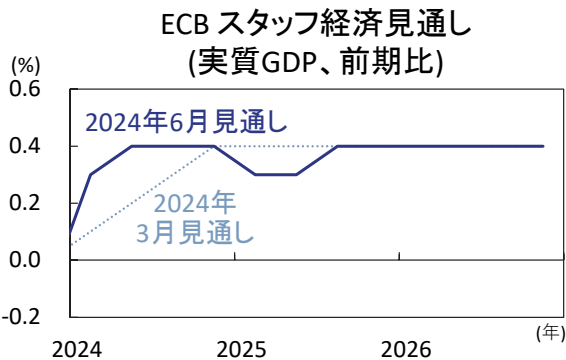
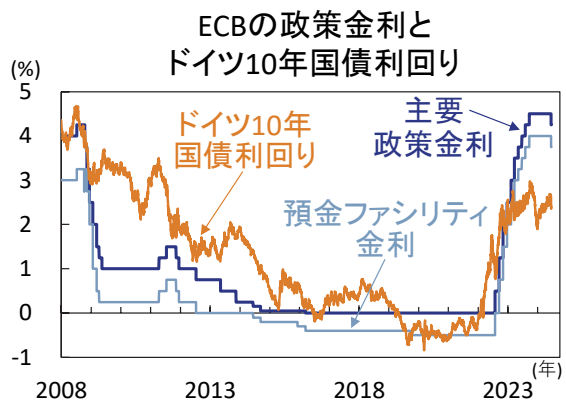
● サービスインフレの下げ渋りや賃金上昇圧力の根強さに懸念



注) 直近値は2024年5月。
コア: 除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ。
出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

注) 直近値は上段が2024年5月、下段は妥結賃金が2024年1-3月期、Indeed賃金トラッカーが2024年5月。
出所) Eurostat, EC, Indeedより三菱UFJアセットマネジメント作成

● ECBの慎重な利下げ姿勢は変わらず、年内は残り2回程度の利下げに留まるか



注) 直近値は2024年6月18日。

出所) 欧州中央銀行(ECB)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

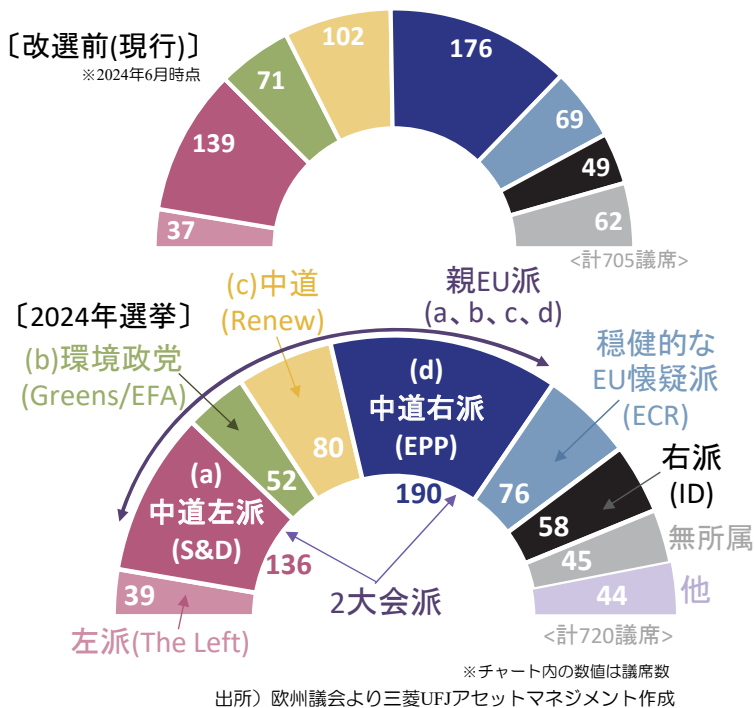
出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

極右勢力の強まりや政治不安への懸念強まる

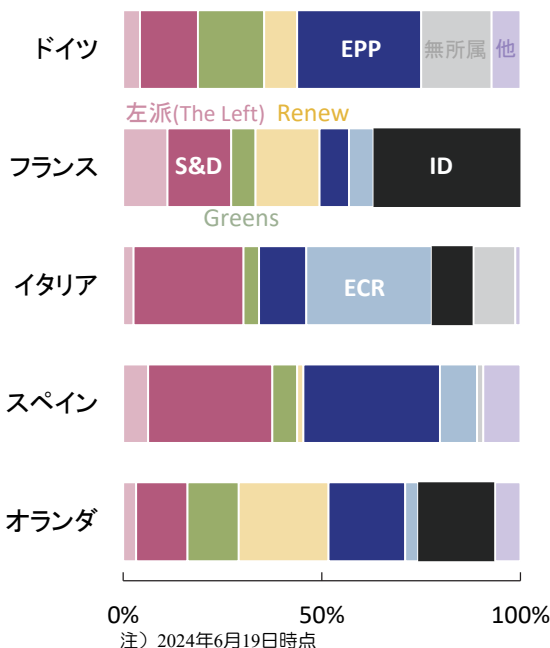
- ◆ 欧州議会選挙では親EUの2大会派が過半数を維持も極右勢力が伸長。ドイツやフランスでは政権与党勢力が敗北し、フランスが解散総選挙に踏み切ったことから政治不安への懸念が強まりました。国別では右傾化の流れにバラツキはあるものの、域内の政治分断の深まりが引き続き不安視されます。
- ◆ パンデミック・エネルギー危機を経て、ドイツを筆頭に欧州の対外競争力は大きく低下。構造的な成長力への懸念は高まっており、欧州議会選挙後の新たな成長戦略の動向も注視されます。

● 欧州議会選挙で、極右勢力が伸長。独仏与党は苦戦し、政治不安への懸念高まる

欧州議会 会派別議席数

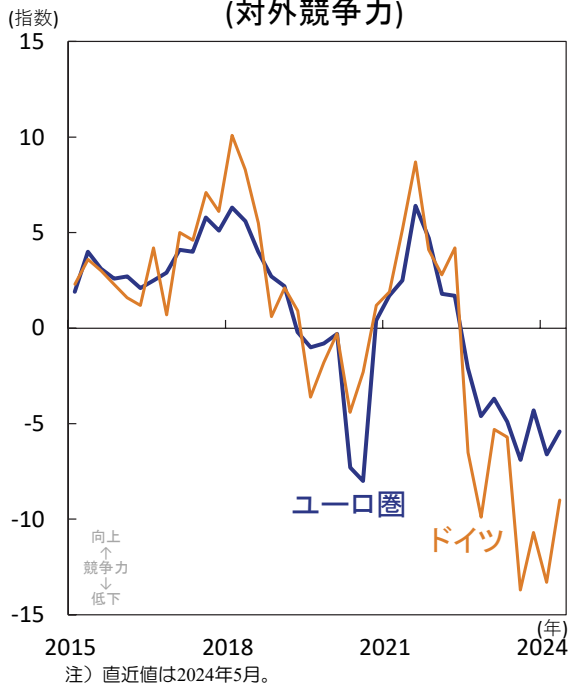


欧州議会選挙 国別の会派別議席獲得率

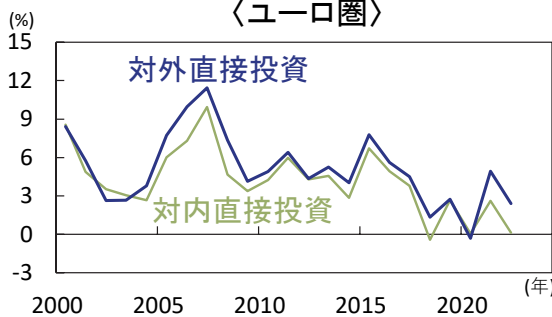


● パンデミック・エネルギー危機を経て、域内競争力は大きく低下

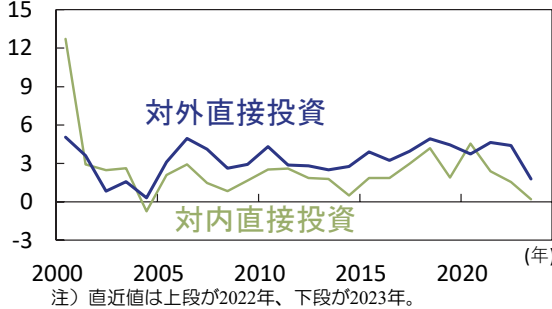
欧州委員会 製造業業況調査 (対外競争力)



対内対外直接投資(対GDP比) <ユーロ圏>



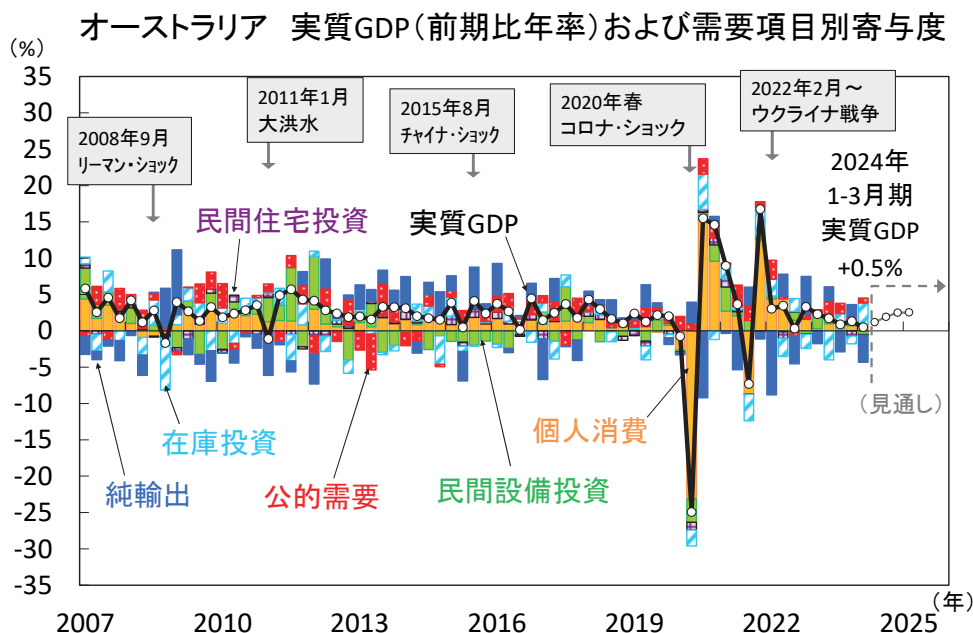
<ドイツ>



6. オーストラリア（豪州）：豪中銀は中立姿勢を維持

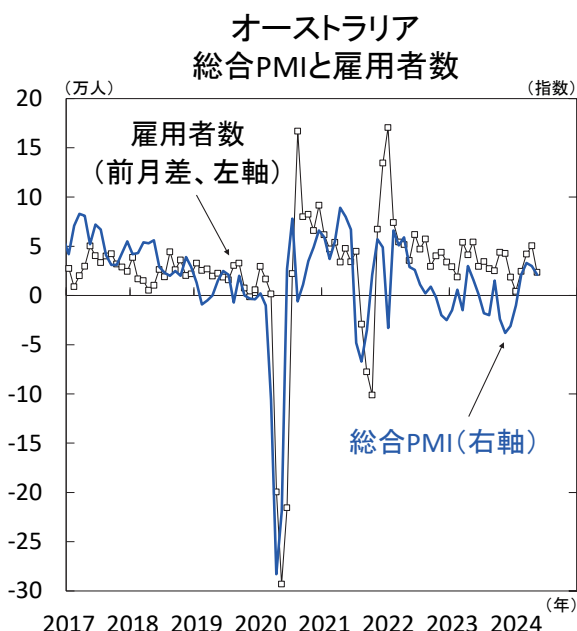
- ◆ 1-3月期の実質GDPは前期比年率+0.5%と成長率は鈍化しました。個人消費の弱さや設備投資、純輸出減少による押し下げが要因です。民間最終需要は減速しており脆弱な状態と言えます。先行きについては、インフレ率の減速により消費は徐々に回復しGDP成長率は持ち直すとみています。
- ◆ 総合PMIIは景気判断基準の50を超え雇用者数も増加している事から、足元の景気は底堅いとみています。また、インフレ減速期待から消費者マインドは低水準ながらも少しずつ上向いています。

● 1-3月期の実質GDP成長率は一段と減速、先行きは緩やかに回復へ

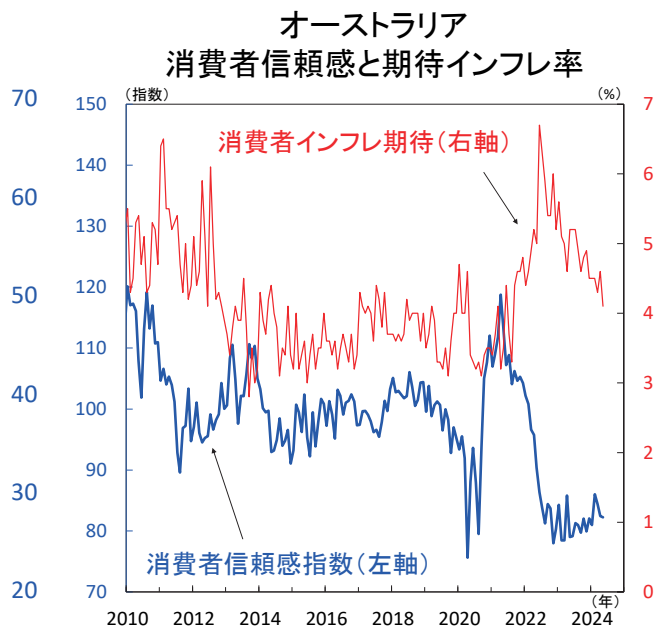


注) 実績の直近値は2024年1-3月期。2024年4-6月期～2025年1-3月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。
出所) オーストラリア統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 景気は底堅い動き、消費者マインドは低水準ながらも上向きに



注) 直近値は2024年5月。雇用者数は前月差の3カ月移動平均。
出所) オーストラリア統計局、CBAより
三菱UFJアセットマネジメント作成



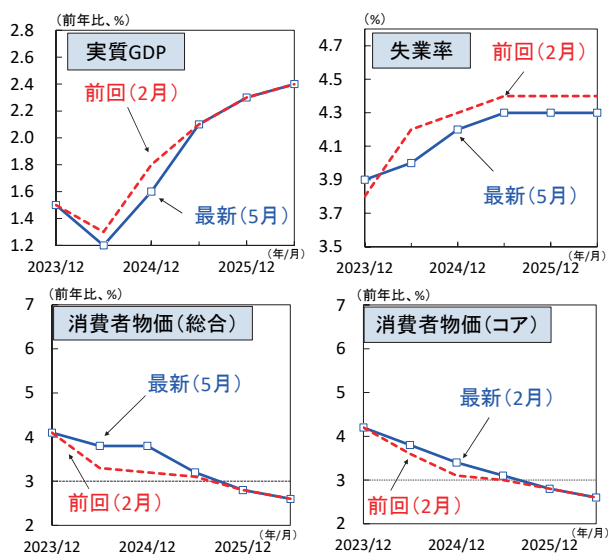
注) 直近値は2024年5月。
出所) ウェストバック銀行、メルボルン応用経済社会研究所より
三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年内の豪利下げ観測は大きく後退

- ◆ 豪中銀は今後の金融政策について中立的な姿勢を維持しており、インフレ率は2026年年央に物価目標レンジ中心付近まで低下、政策金利は2025年前半から引き下げられる見通しを示しています。
- ◆ 金融市場の豪利下げ観測は年初に比べ大きく後退し、足元では年内一回の利下げをも十分に織り込んでいない状況です。豪10年国債利回りは政策金利の水準近辺でもみ合いが続いています。為替市場では、利下げ観測が後退した事で豪ドルは強含んでおり、対円で大きく上昇しています。

● 豪中銀はインフレ率予想を上方修正するも、2025年末に物価目標圏内へ収束予想

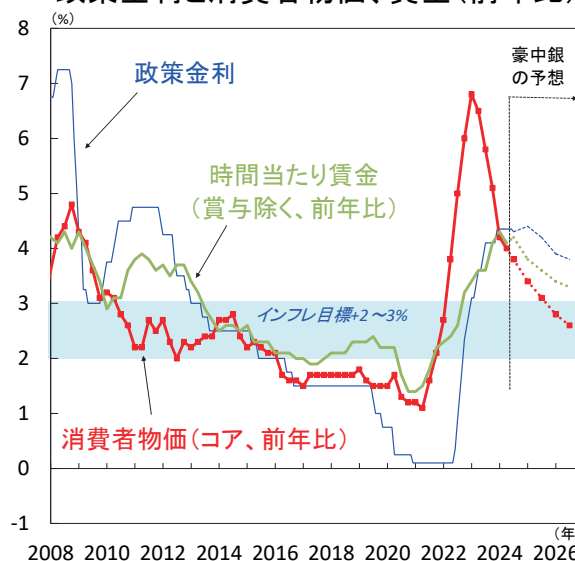
豪中銀の経済・物価見通し(基本シナリオ)



注) 金融政策報告(2024年5月)より作成。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀のインフレ目標は2~3%。

出所) 豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

オーストラリア 政策金利と消費者物価、賃金(前年比)

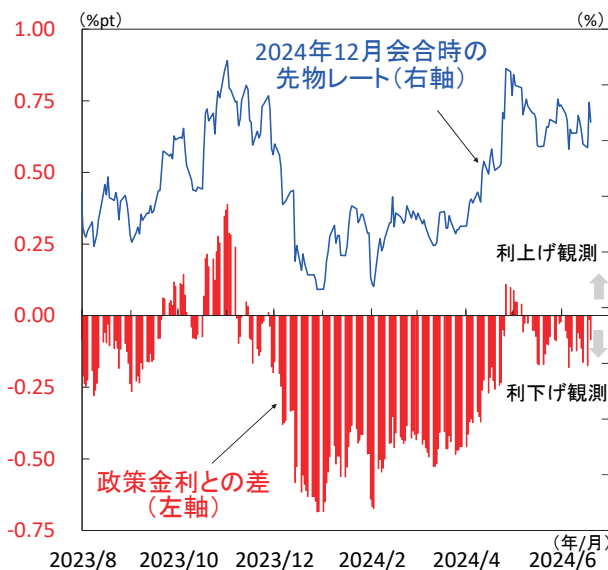


注) 直近値は政策金利が2024年6月、その他は同年1-3月期。消費者物価コアはトリム平均。豪中銀予想は金融政策報告(2024年5月)の基本シナリオ。

出所) オーストラリア統計局、豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 年内の豪利下げ観測は大きく後退、豪ドルは対円で上昇基調

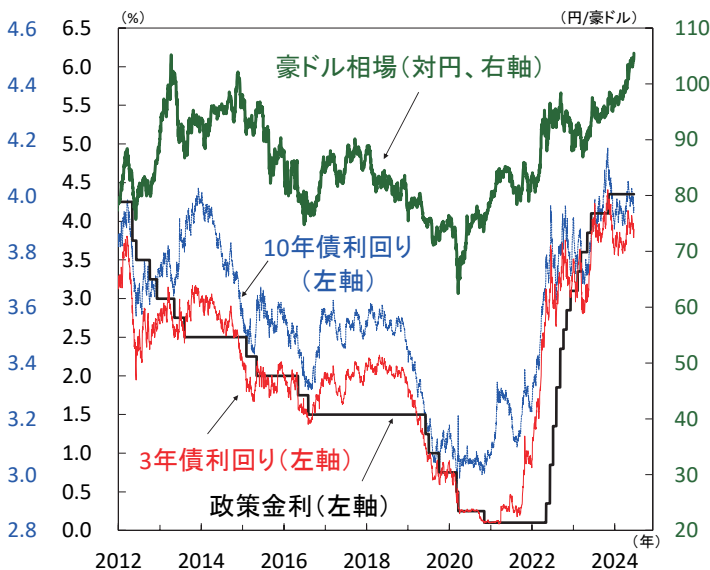
オーストラリア 金利先物市場が織り込む政策金利



注) 直近値は2024年6月19日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

オーストラリア 豪ドル、政策金利、国債利回り



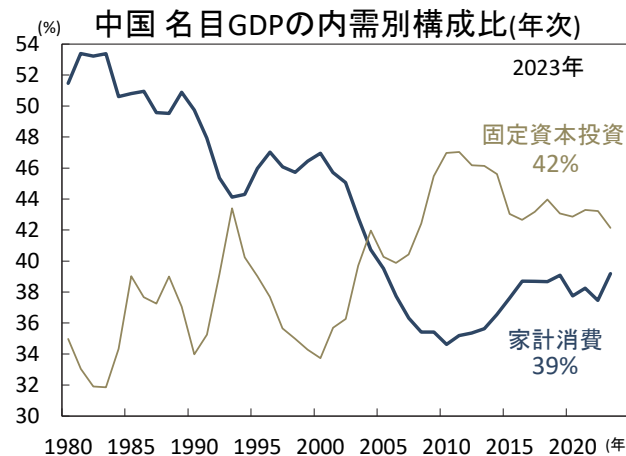
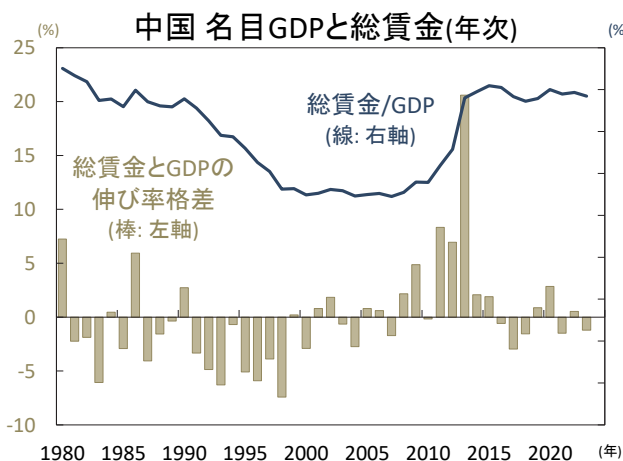
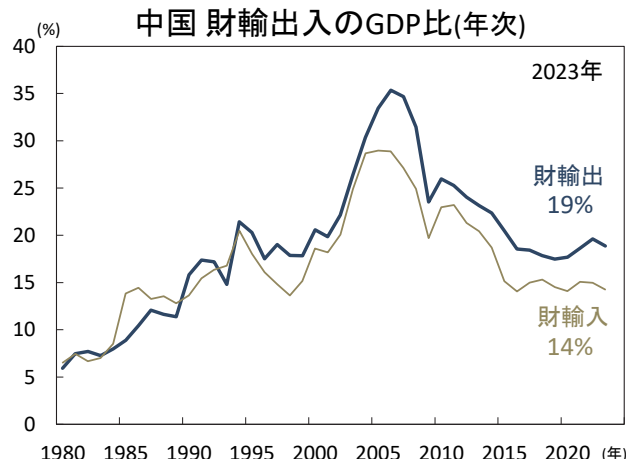
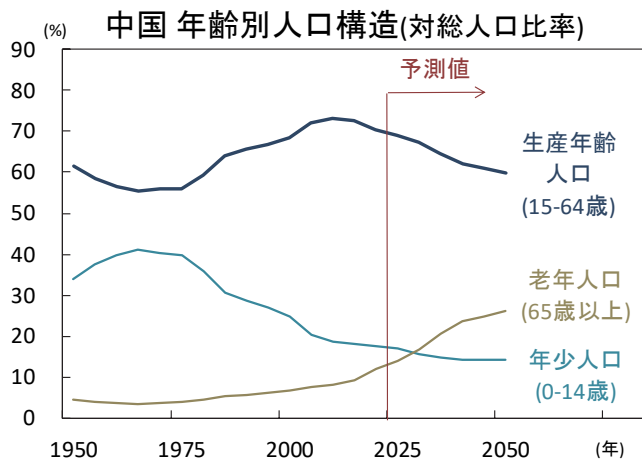
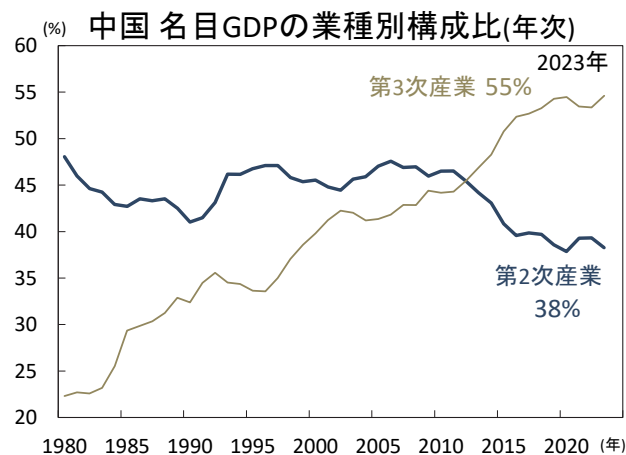
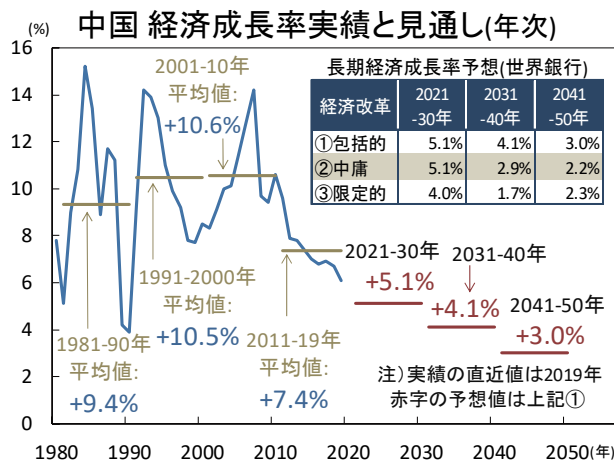
注) 直近値は2024年6月19日。

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：住宅不況が長引き景気を下押し

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

● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造



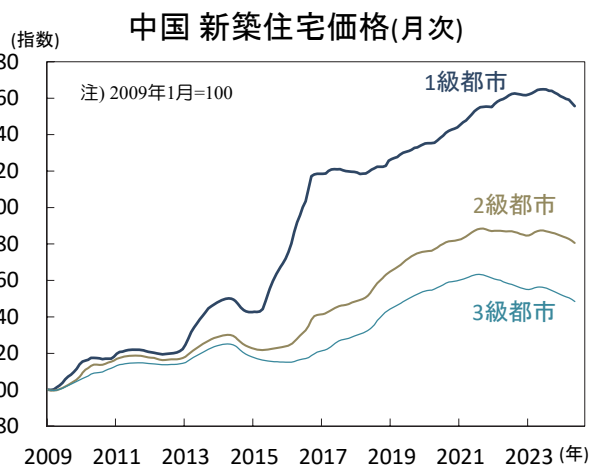
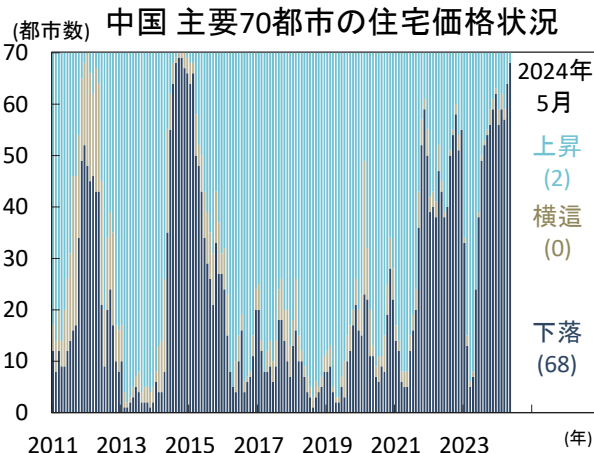
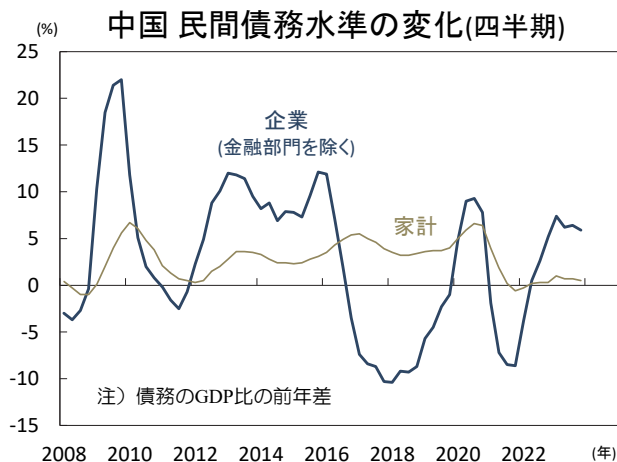
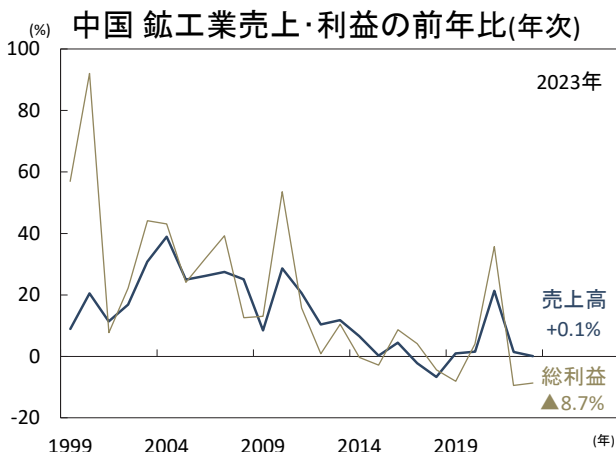
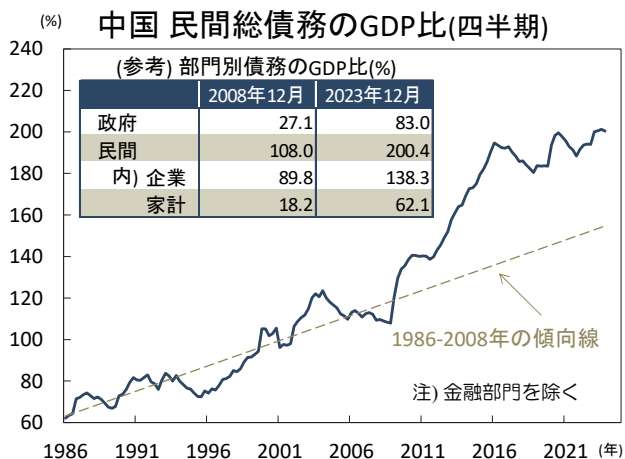
注) 上段：予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, “Innovative China, New Driver of Growth”による。
中段：左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025～2050年は同予測値(World Population Prospects, 2022による)。
下段：左図の直近値は2023年。

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

住宅市場の低迷は更なる政府の支援策導入を促すのか

- ◆ 2009年の大規模な景気刺激策の結果、企業は過剰な債務と設備を抱えたものの、2017-18年には政府がその削減を推進。現指導部は経済の安定性を重視し2020年より不動産規制を強化しました。
- ◆ 規制強化に伴って民間不動産開発会社の資金調達環境は悪化。土地購入や建設着工が落ち込み住宅建設の中断も増え、竣工前物件の購入も低迷しています。当局は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に



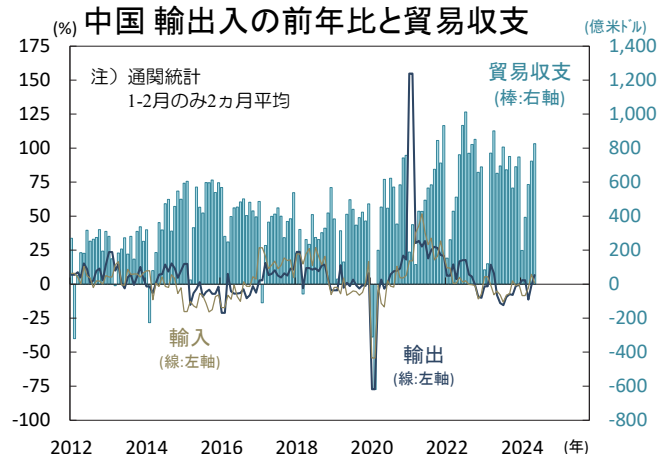
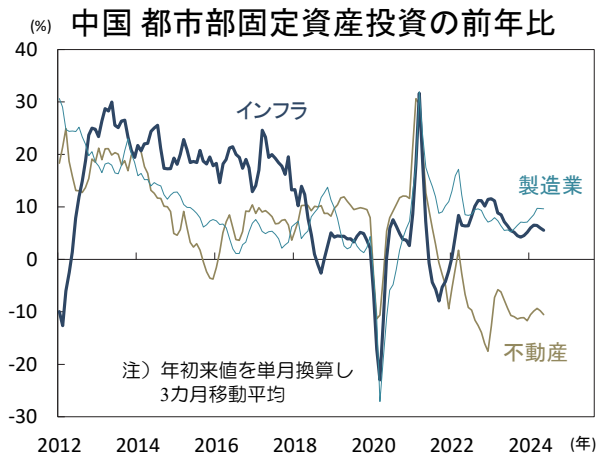
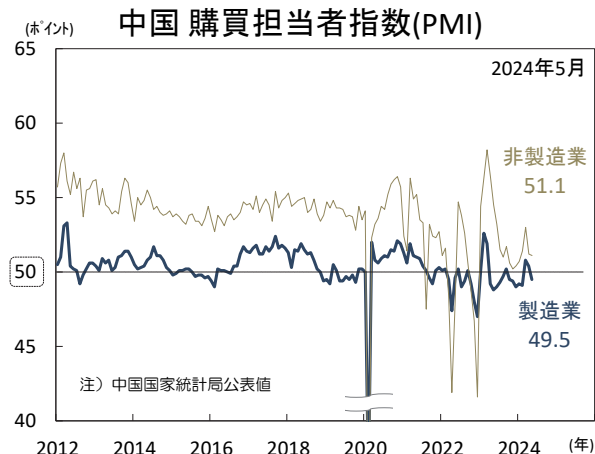
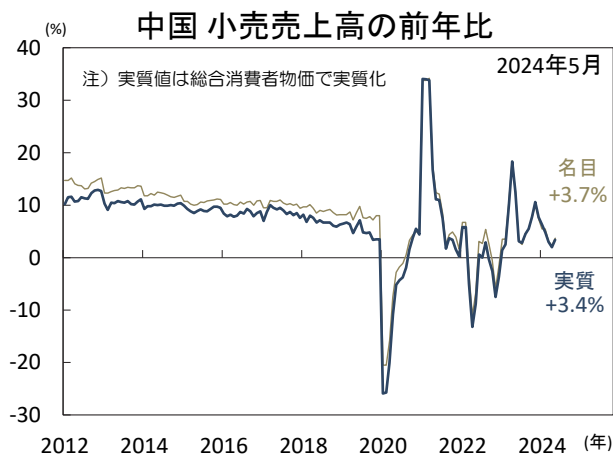
注) 上段: 左図の直近値は2023年12月。
中段: 左図の直近値は2023年12月。
下段: 右図の直近値は2024年5月。

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

低迷する不動産投資と加速する製造業投資

- ◆ 2024年1-3月期の実質GDPは前年比+5.3%(10-12月期+5.2%)拡大。同年5月には輸出や製造業投資が加速したものの、住宅不況から不動産投資の低迷が続き、鉱工業生産も鈍化しました。
- ◆ 当局は住宅市場を支援するために国有企業による住宅在庫買入推進策等を導入。政策の効果は徐々に経済に浸透するであろうものの、住宅市場の回復には時間がかかるでしょう。2024年通年のGDP成長率は+5.0%(前年+5.2%)前後、2025年は+4.5%前後と景気は勢いを欠くと予想されます。

● 低迷する住宅販売と不動産投資、足元では製造業投資や輸出が加速



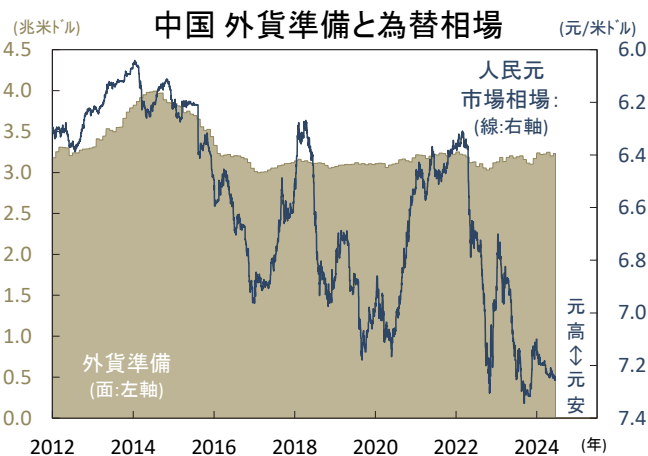
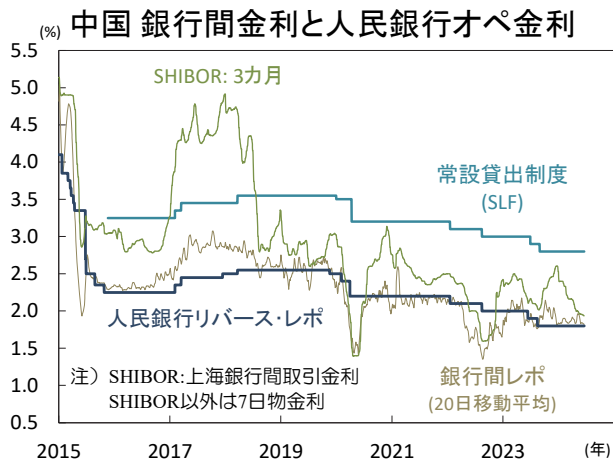
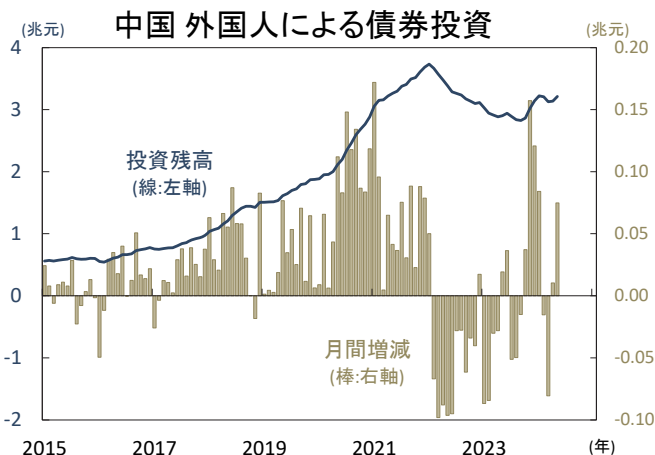
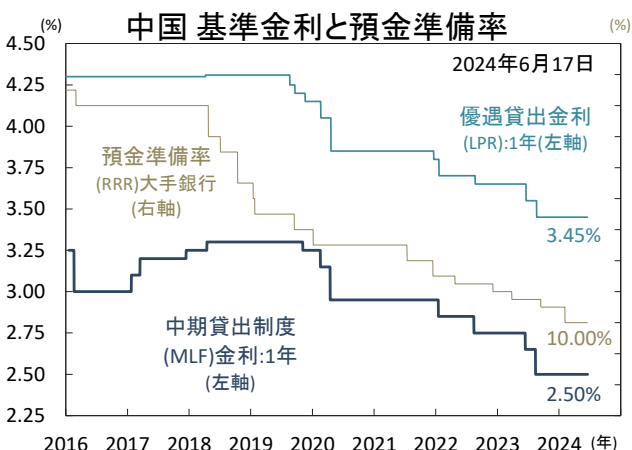
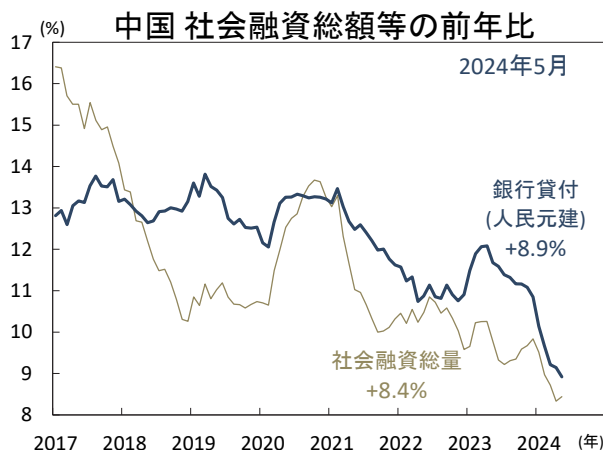
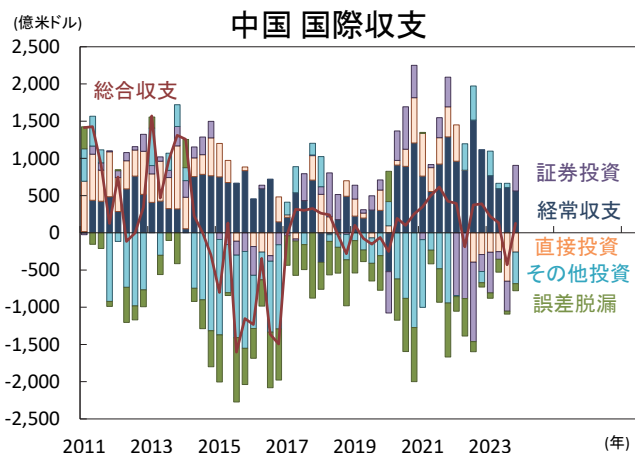
注) 上段: 右図の直近値は2024年5月。
下段: 直近値は左図が2024年5月、右図が同年5月。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

金融緩和を続ける当局と上値の重い人民元相場

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

●足元では直接投資収支赤字が拡大、債券投資資本の流入は一巡



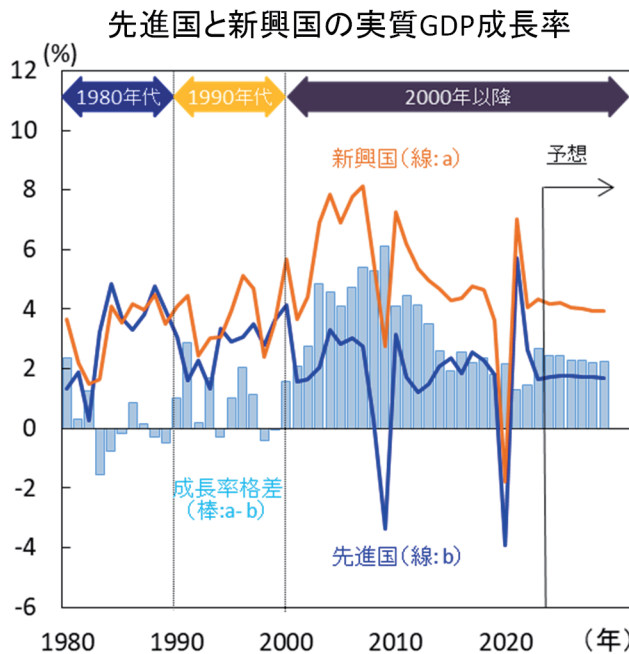
注) 上段: 直近値は、左図: 2023年10-12月期。中段: 直近値は、右図: 2024年5月。下段: 直近値は、左図: 2024年6月18日、右図: 為替相場は2024年6月18日、外貨準備は2024年5月。

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：高い政策金利水準が景気を抑制か

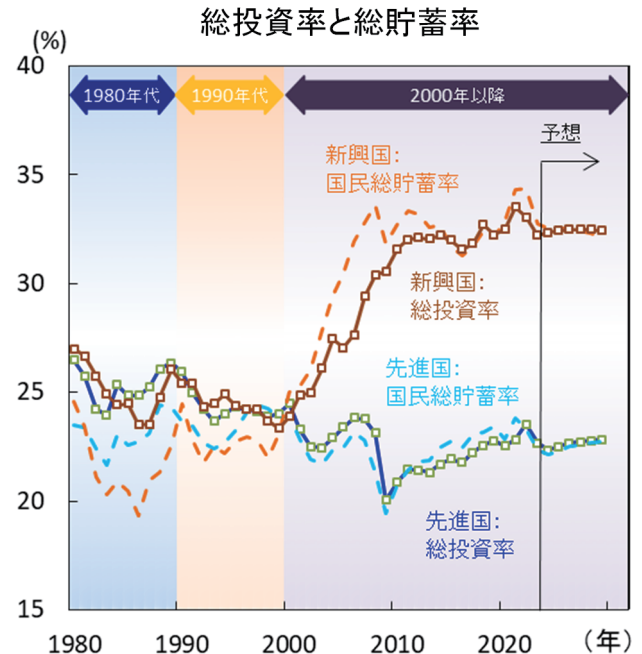
- ◆ 2000年代以降、多くの新興国で物価が鈍化し経常収支が改善するなど経済が安定化。豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2010年代より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、その成長力が先進国を上回る構図は不変です。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国



注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。

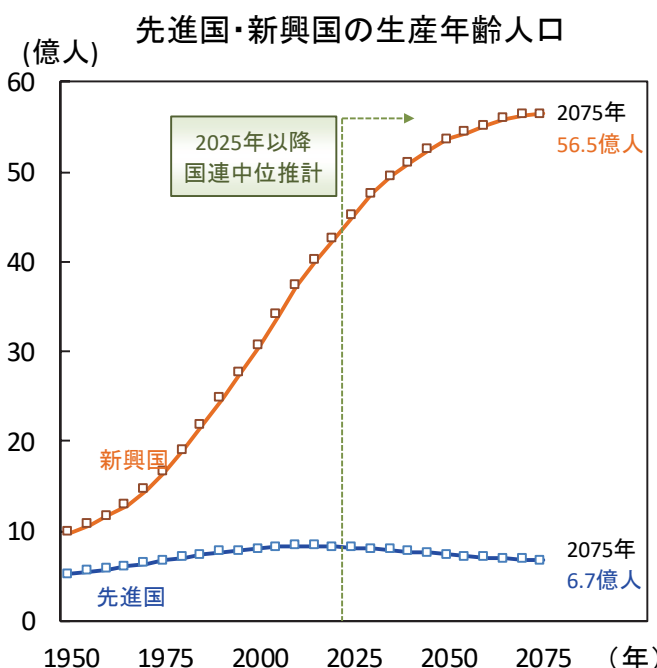
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成



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。

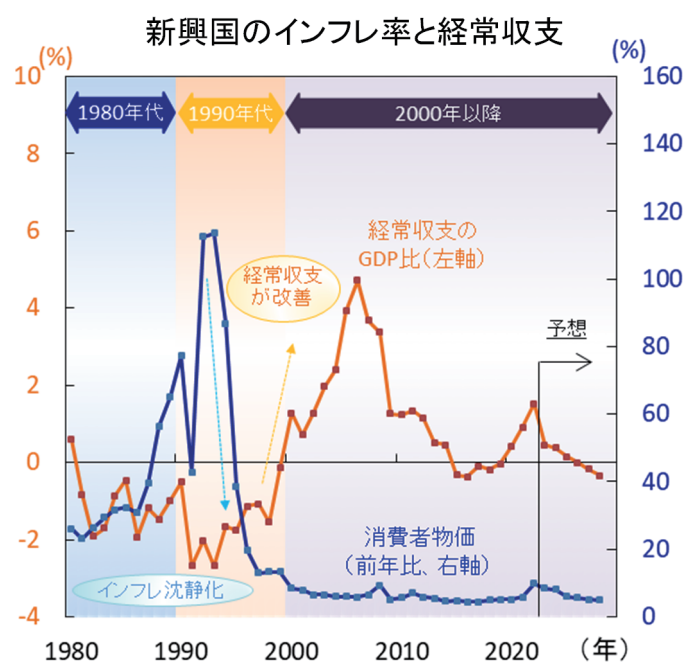
出所) IMF World Economic Outlookより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 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



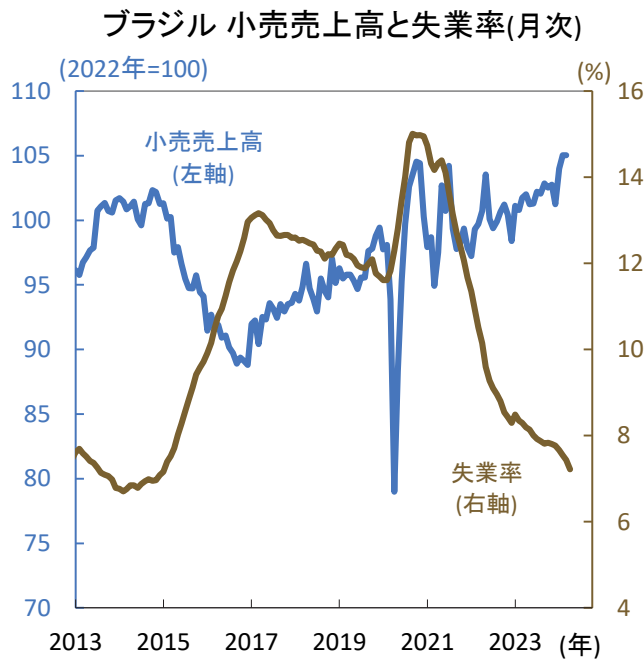
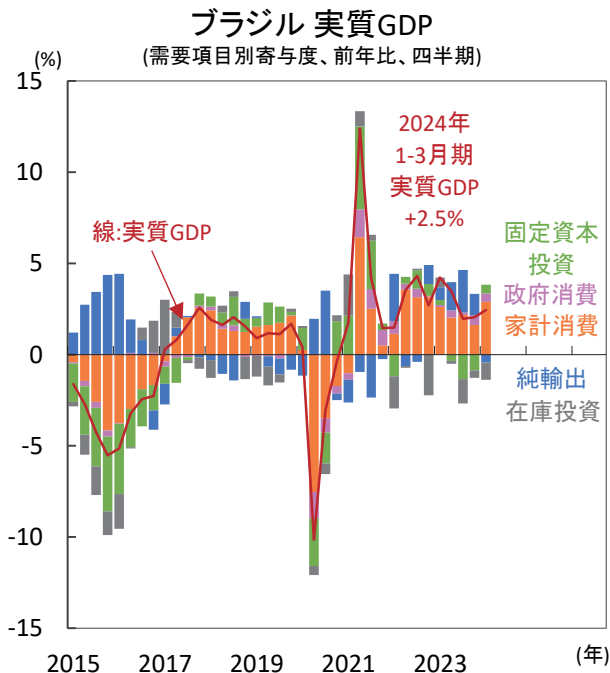
注) 先進国・新興国の分類はIMFによる。2024年以降はIMFによる予想値。

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

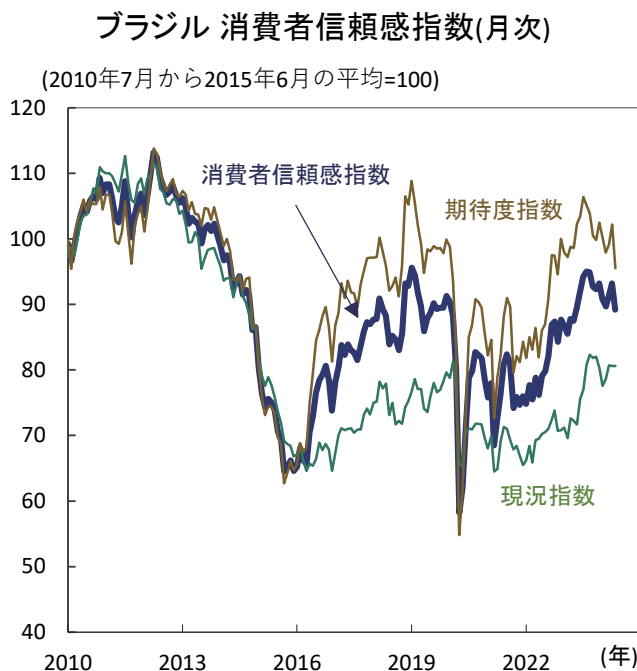
①ブラジル: 家計消費が景気を牽引も、財政悪化懸念が重しに

- ◆ 労働市場の堅調さに伴う家計消費が支えとなり、2024年1-3月期の実質GDPは前年比+2.5%(2023年10-12月期同+2.1%)と加速しました。しかし今後は、高い政策金利水準を背景とした投資の抑制、主要輸出先である中国の不動産市場の低迷に伴う景気減速懸念が景気を下押しする想定です。
- ◆ 2023年8月を境に消費者マインドはピークアウトしています。財政悪化が懸念される中、積極的な財政支援策も打ち出しにくく、2024年のGDP成長率は+1.4%程度の成長に留まるものとみられます。

● 実質GDPは加速継続(左)、労働市場の引き締まりを背景に家計消費が堅調(右)



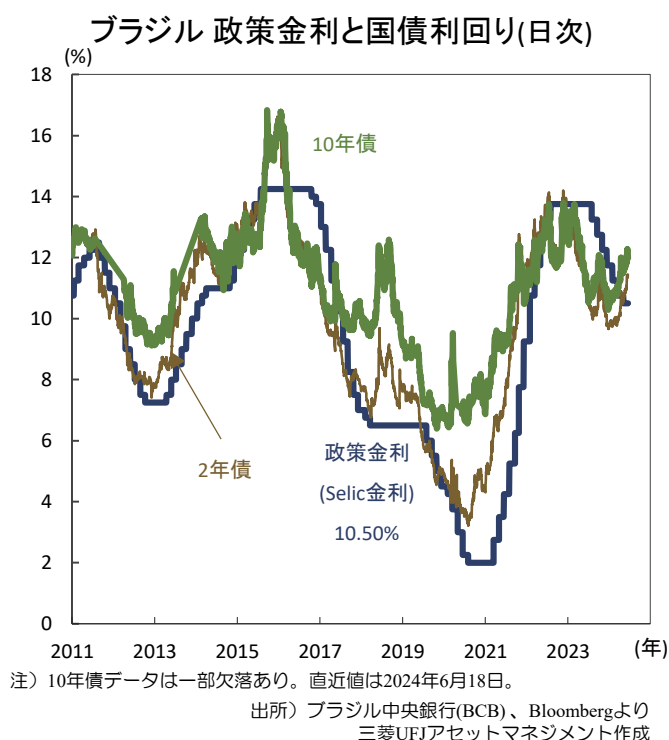
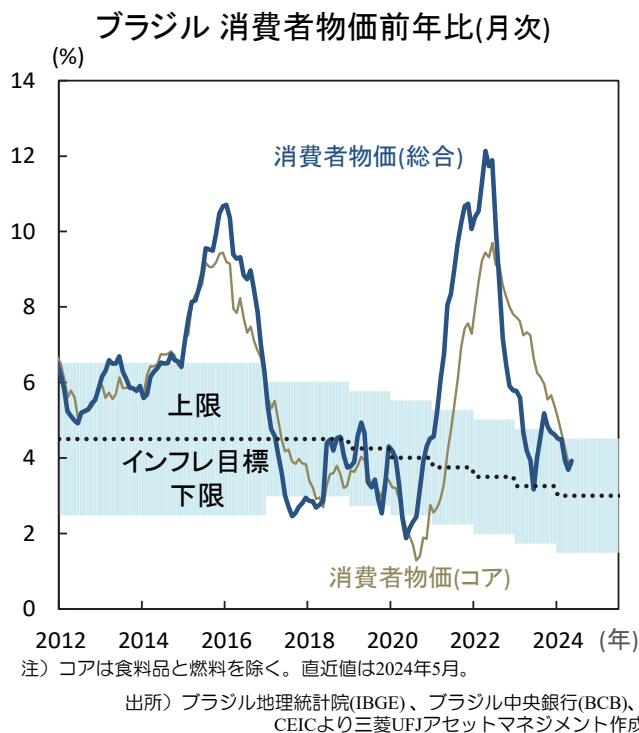
● 消費者マインドは鈍化(左)、財政悪化懸念から積極的な政策は打ち出しにくい(右)



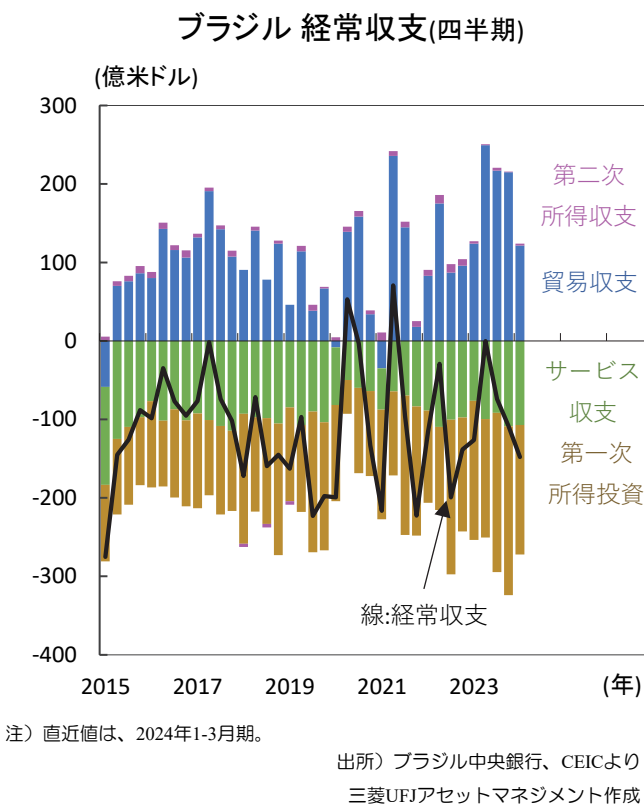
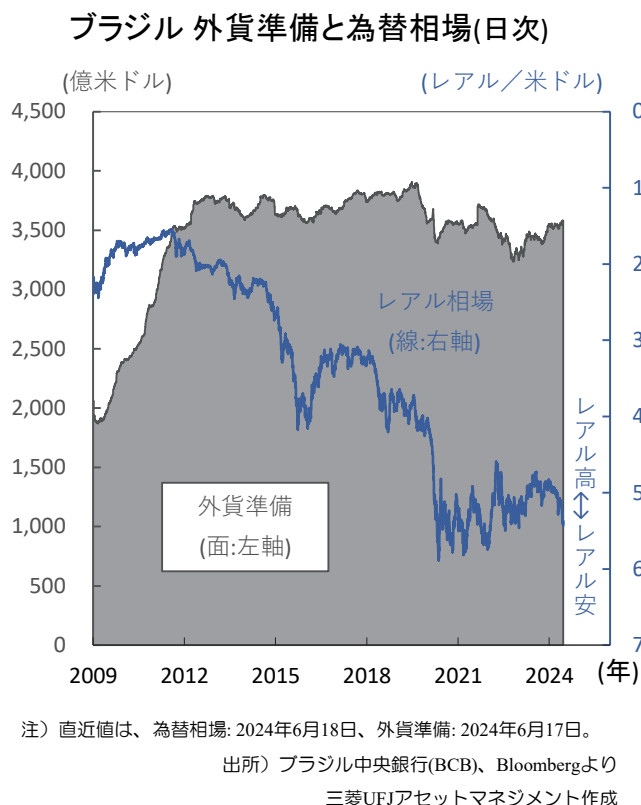
利下げ幅縮小も、中国景気減速に伴いブラジル・リアルは伸び悩みか

- ◆ 5月の総合消費者物価は南部で発生した洪水の影響もあり前年比+3.9%(4月+3.7%)と再加速。当局は財政悪化懸念やインフレ見通しの不確実性から利下げ幅を縮小しました(0.50%pt→0.25%pt)。
- ◆ 当局は利下げ幅を縮小したものの、リアル相場の軟調推移が続いています。今後も主要農産物の生産地域での洪水被害を背景とした穀物輸入量の拡大、中国景気減速による輸出の伸び悩みなどを受けて貿易収支の悪化が懸念されることからブラジル・リアルの上値は重くなる見込みです。

● 総合消費者物価は再加速(左)、中銀は財政悪化懸念などから利下げ幅縮小(右)



● ブラジル・リアルは軟調(左)、中国景気減速などによる貿易黒字縮小も重しに(右)

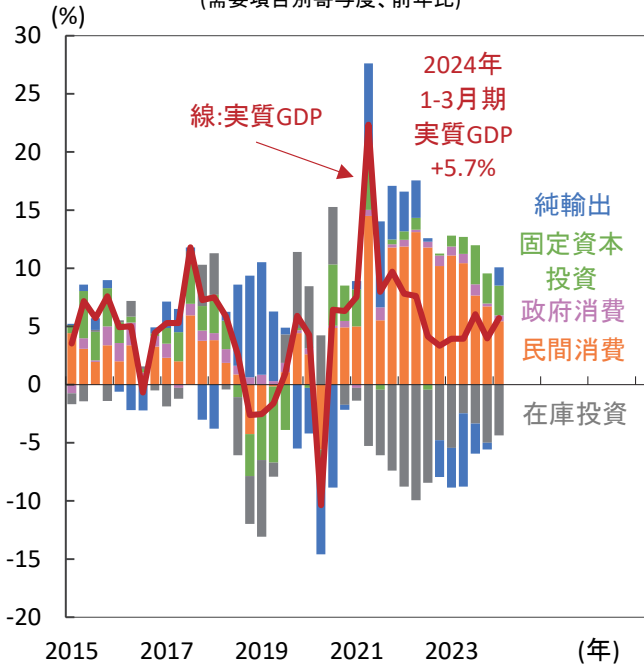


②トルコ: 積極的な金融引き締め政策と激しい物価高のせめぎ合いが続く

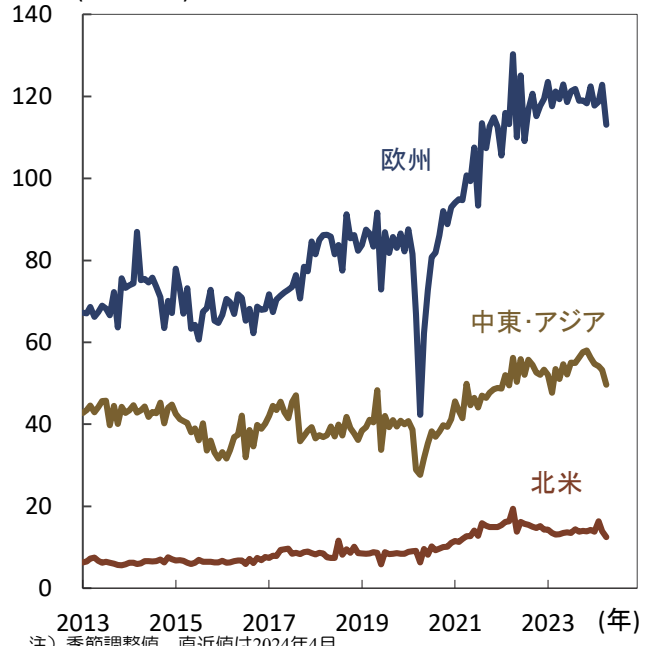
- ◆ 2024年1-3月期の実質GDPは前年比+5.7%(2023年10-12月期同+4.0%)と大きく加速。今年1月に最低賃金を+49%引き上げたことが消費を支えた模様です。ただし、先行きは政策金利引き上げによる投資の抑制、グローバルな景気減速に伴う輸出の鈍化などが景気の重しとなる見込みです。
- ◆ 2024年5月の総合消費者物価は前年比+75.5%と4月の+69.8%から加速が継続。最低賃金引き上げが物価加速に追い打ちをかける中、積極的な金融引き締め姿勢が維持されるものとみられます。

● 民間消費が景気を下支えも(左)、輸出の伸び悩みが景気の重しとなる見込み(右)

トルコ 実質GDP
(需要項目別寄与度、前年比)



トルコ 地域別輸出金額の推移(月次)
(億米ドル)

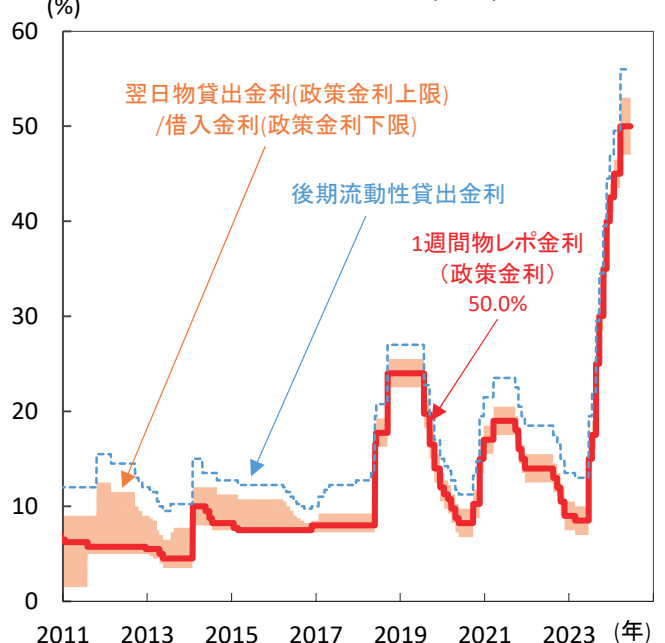


● 物価上昇が継続(左)、物価抑制に向け金融引き締め政策の維持が想定される(右)

トルコ 消費者物価の前年比(月次)



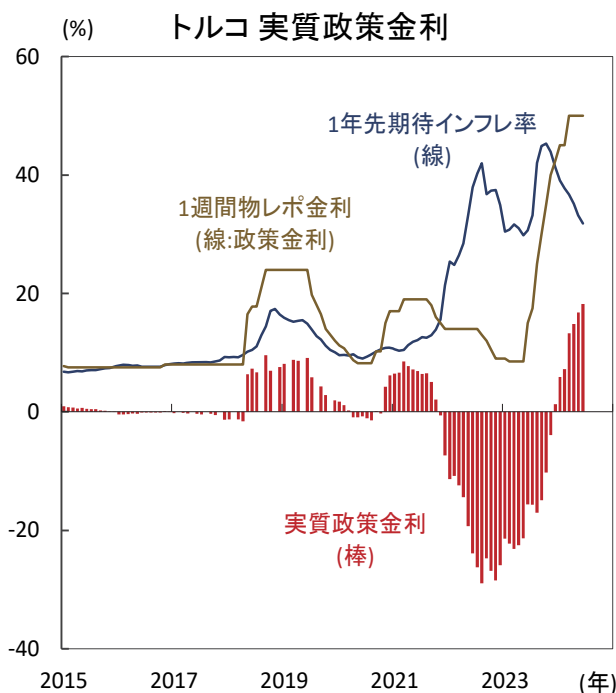
トルコ 政策金利(日次)



インフレ高進是正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、夏場の繁忙期には海外からの来訪客増加による旅行収支の改善が見込まれます。
- ◆ 海外投資家からの投資に復活の兆しです。5月には昨年6月以降の政策転換に伴う金融・財政・所得政策の連携改善を理由に大手格付会社がトルコの外貨建て長期国債の格上げを発表しました。高い実質金利水準、旅行収支の改善などにも後押しされトルコ・リラ相場の転換が期待されます。

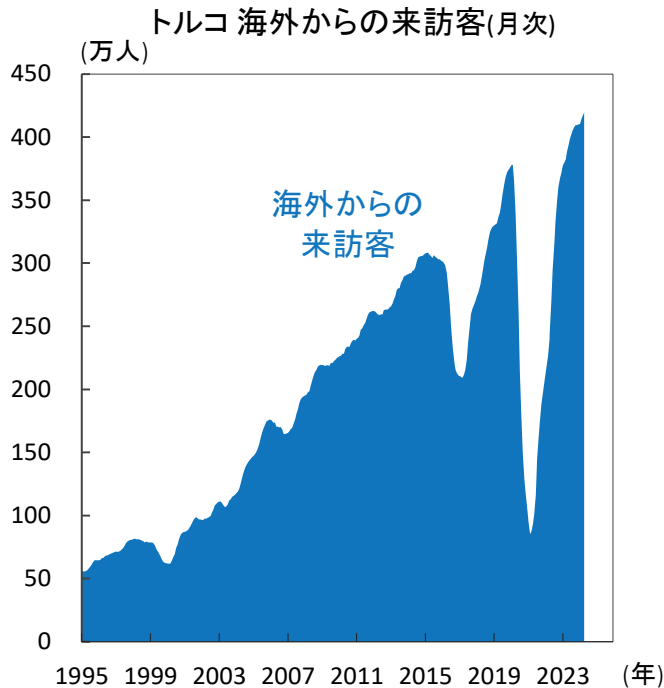
● 実質政策金利は上昇継続(左)、夏場には海外からの来訪客増加が期待される(右)



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5月会合、1年先期待インフレ率:同年6月。

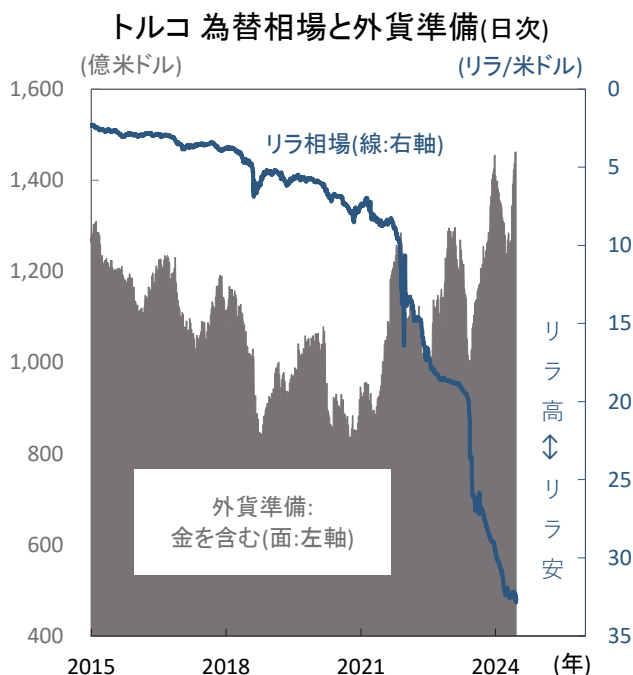
出所) トルコ中央銀行(TCBM)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年4月期、12カ月移動平均値。

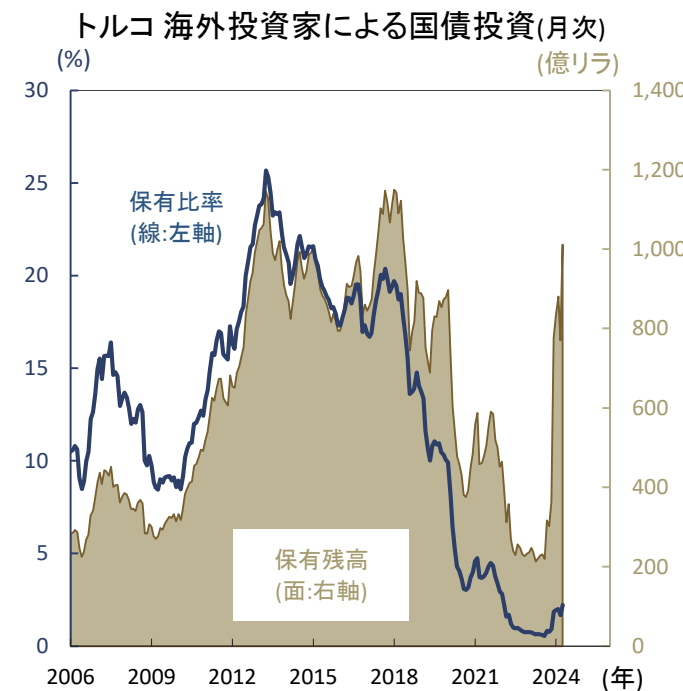
出所) トルコ文化観光省、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 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6月18日、外貨準備: 同年6月7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



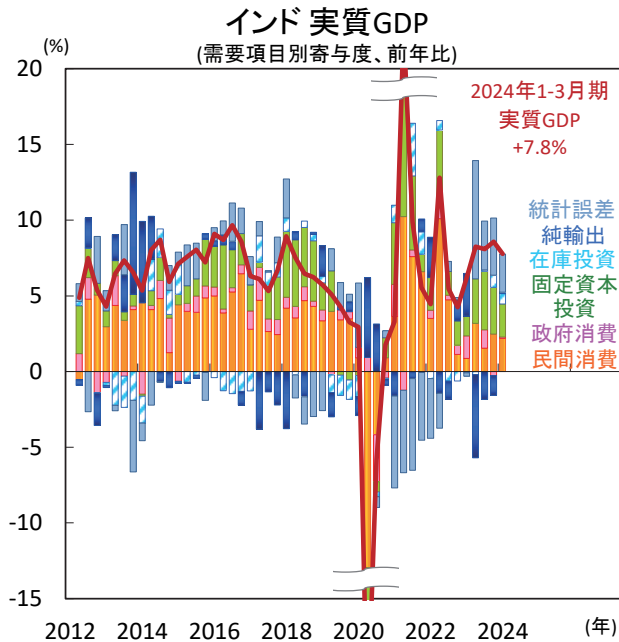
注) 直近値は2024年4月。

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

③インド: 堅調に拡大する景気、下げ渋る総合消費者物価

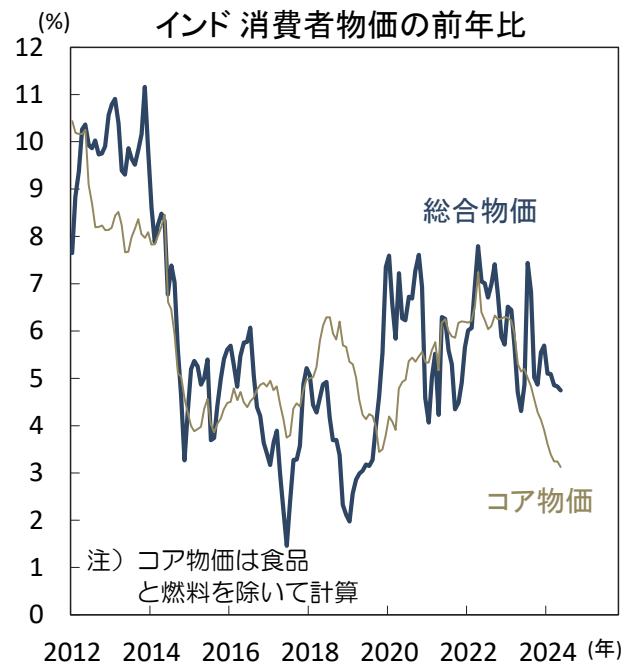
- ◆ 1-3月期の実質GDPは前年比+7.8%(10-12月期+8.6%)拡大。民間消費が勢いを欠く一方、インフラ投資や住宅投資等が好調でした。なお+8%弱の成長率は前年の低迷からの反動や一次産品価格低下など一時的な押し上げによるもの。2024-25年度の成長率は+7.0%前後となると予想されます。
- ◆ 5月の総合消費者物価は前年比+4.7%(4月+4.8%)上昇。食品と燃料を除くコア物価が6カ月連続で+3%台へ低下したものの、変動の大きい野菜や豆類の価格が総合物価の低下を妨げています。

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



注) 期間は2012年4-6月期から2024年1-3月期。

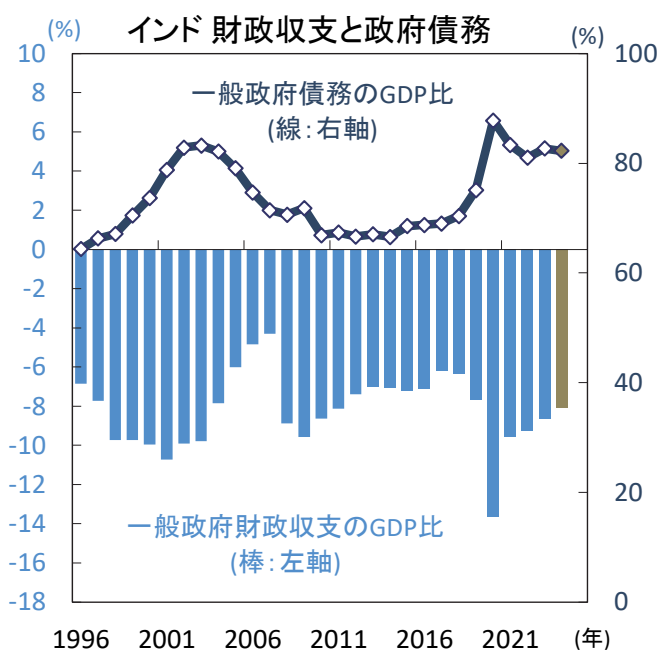
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2024年5月。

出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

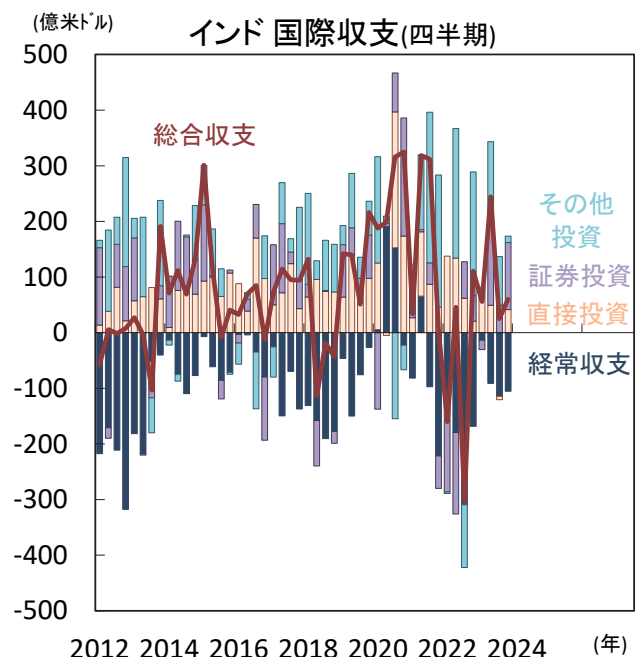
● 高止まる政府債務の水準(左)、経常赤字は足元で縮小(右)



注) Fitch Ratingsによる集計値。

2023年までは実績、2024年は同社による予測。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成



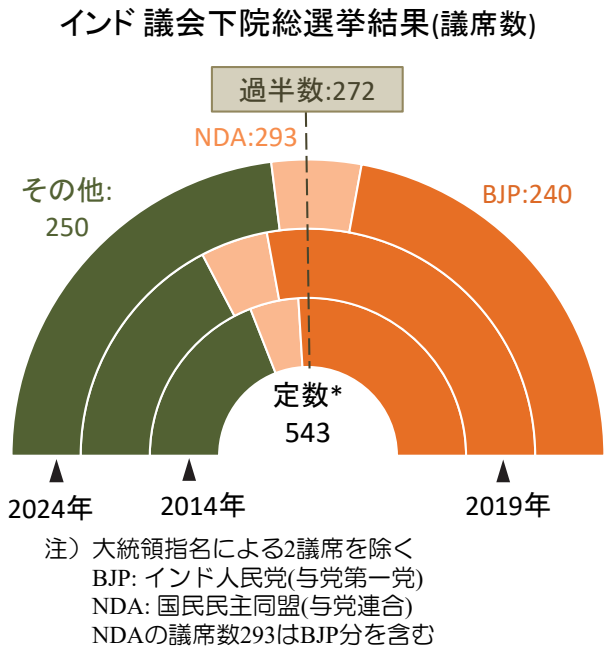
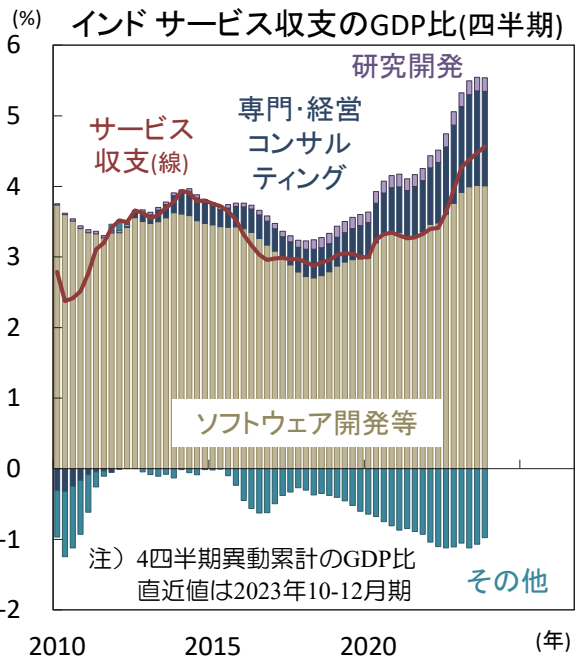
注) 直近値は、2023年10-12月期。

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

総選挙で与党が過半数議席を失い金融市場は一時動揺

- ◆ 4-6月の総選挙では与党BJP(インド人民党)の議席が10年ぶりに過半数を割り込み、株価が一時急落。しかし、連立政権が成立すると市場は落ち着きを取り戻しました。今後は連立政権が円滑に運営されるのか、社会保障関連歳出を積み増しつつ財政赤字を縮小させられるか等が注目されます。
- ◆ 当局は6月まで8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。相対的に高い実質金利、安定化する経常収支、債券投資資本流入等が通貨ルピーを支えています。

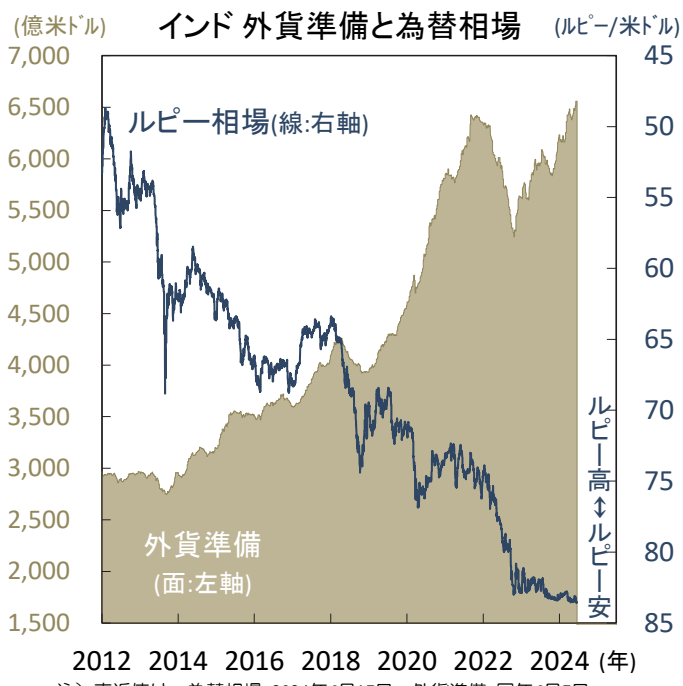
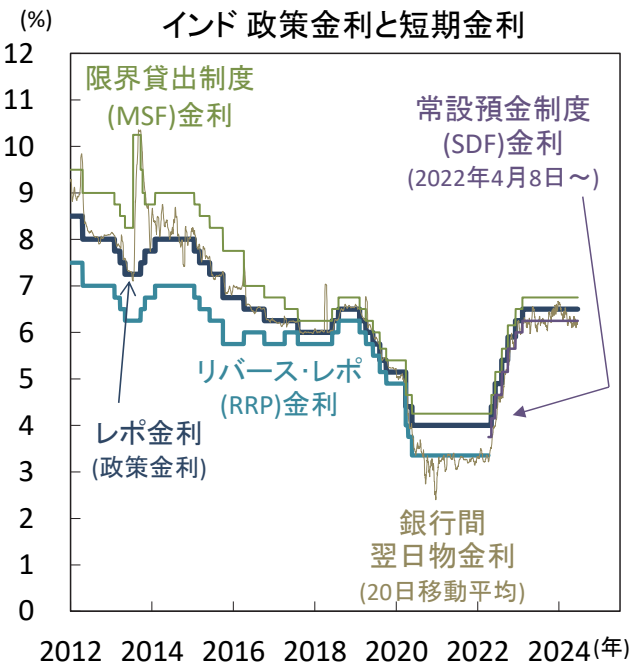
● サービス収支黒字が近年拡大(左)、与党BJPの議席は10年ぶりに過半数割れ(右)



注) 直近値は、2023年10-12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

出所) インド選挙管理委員会、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 6月まで8回連続で金利を据え置き(左)、ルピーは2022年10月よりほぼ横ばい(右)



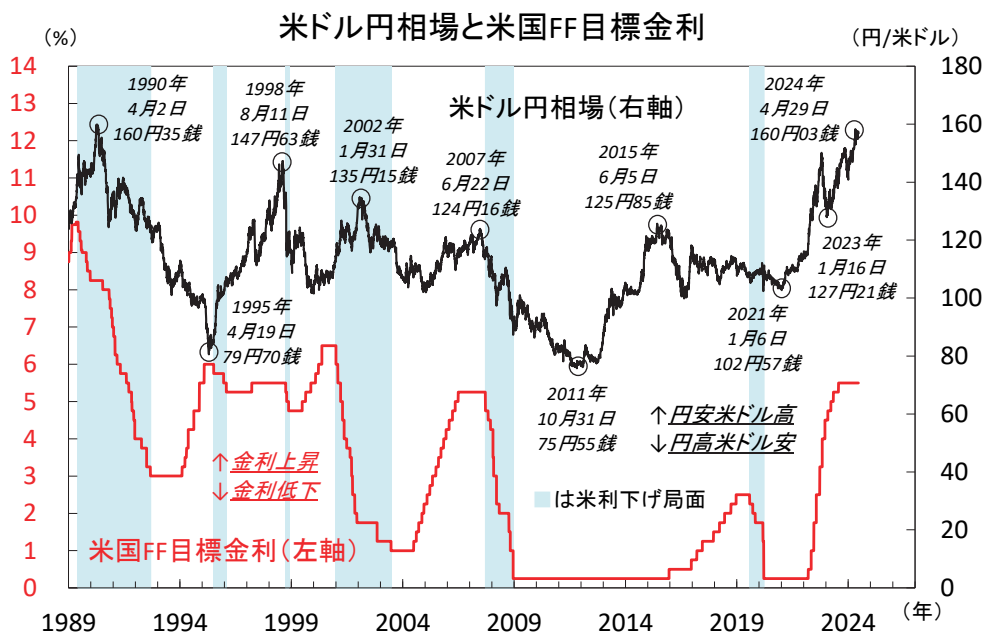
出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

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

9. 為替相場：円安は定着するか？

- ◆ 2024年前半も、米ドル円相場は円安米ドル高地合いが続きました。3月に日銀がマイナス金利解除に踏み切った一方、FRB(米連邦準備理事会)の利下げ先送り観測が高まったことが一因です。
- ◆ FRBは景気が底堅くインフレ警戒を緩めづらいため利下げに慎重、日銀は国内景気と物価の好循環実現が道半ばのため利上げに慎重な姿勢を保っています。米国の利下げ、日本の利上げの軌道がはっきりと見通せるようになるまでは、円安米ドル高地合いが続く可能性が高いと考えます。

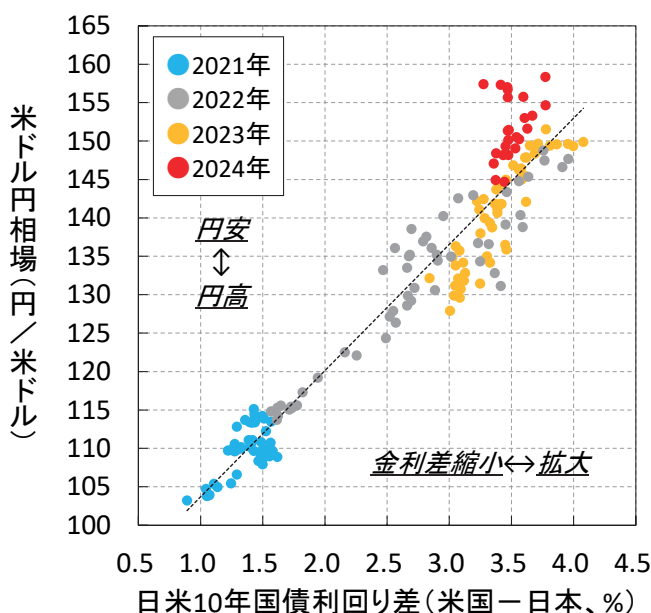
● 米ドル円相場：円安加速し、円相場は一時1米ドル160円台に



出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2024年の円安米ドル高は、日米金利差だけで説明しづらい様相に

米ドル円相場と日米金利差の関係



米ドル円相場の年間変動幅

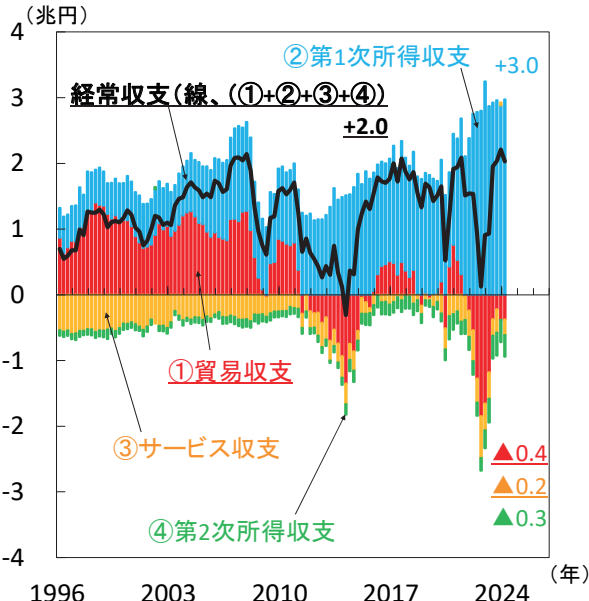


変化する日本の国際収支構造

- ◆ 日本の経常収支は依然黒字ですが、本邦企業の積極的な海外進出・投資が生み出した、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次所得収支黒字が中心です。獲得した外貨の円転を促す貿易黒字と違い、再投資に回しやすい(円買い材料になりにくい)傾向があります。
- ◆ 資源を輸入に依存する日本は、燃料・食料面では常に赤字です。近年は国際競争力低下やイノベーションの遅れが響き、電機など工業品の黒字停滞やデジタル関連の赤字拡大なども目立ちます。

● 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

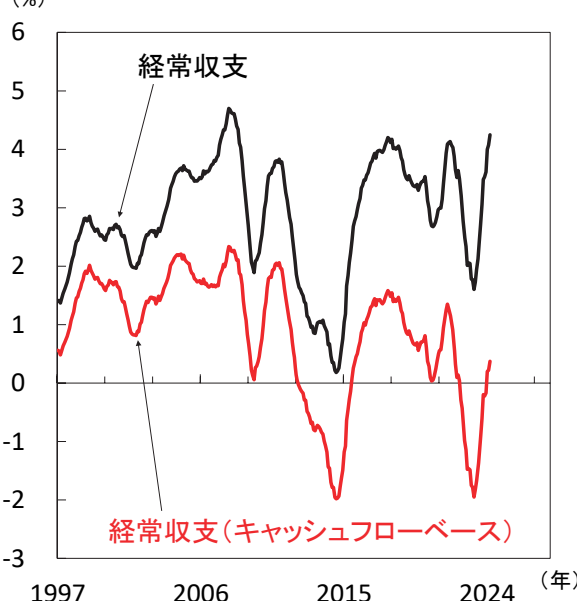
日本 経常収支(四半期平均、季調値)



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1-3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)



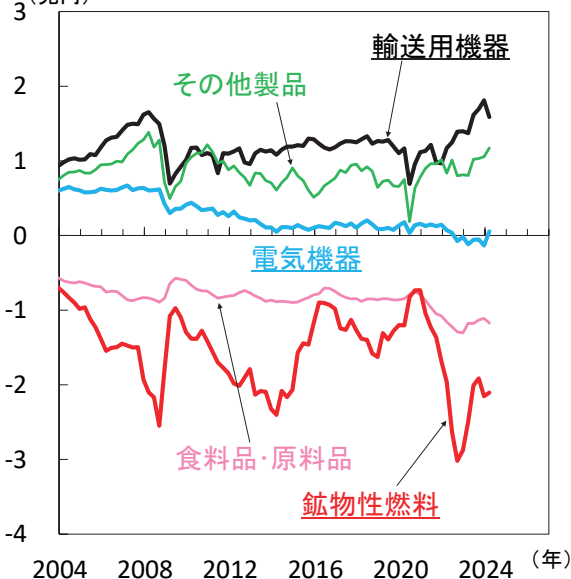
注) 経常収支(キャッシュフローベース) = 経常収支 - 直接投資収益
(うち再投資収益) - 証券投資収益(うち債券利子)、で算出。
値は12ヵ月累計。直近値は2024年1-3月期。

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 貿易収支

(兆円) (内訳、四半期平均、季調値)

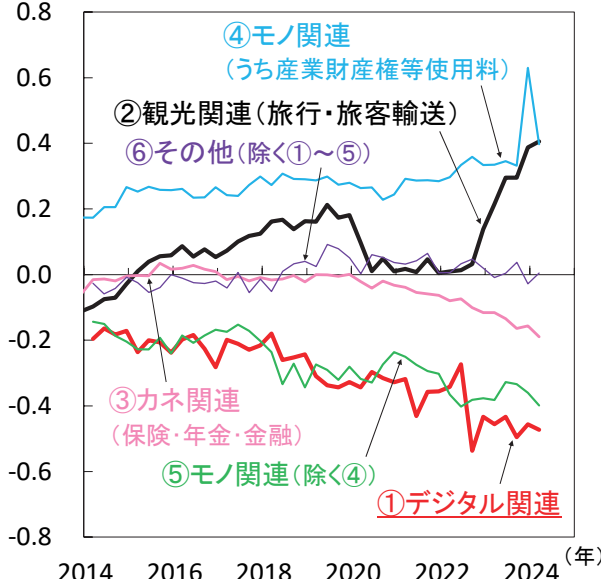


注) 直近値は2024年1-3月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 サービス収支

(兆円) (内訳、四半期平均、季調値)



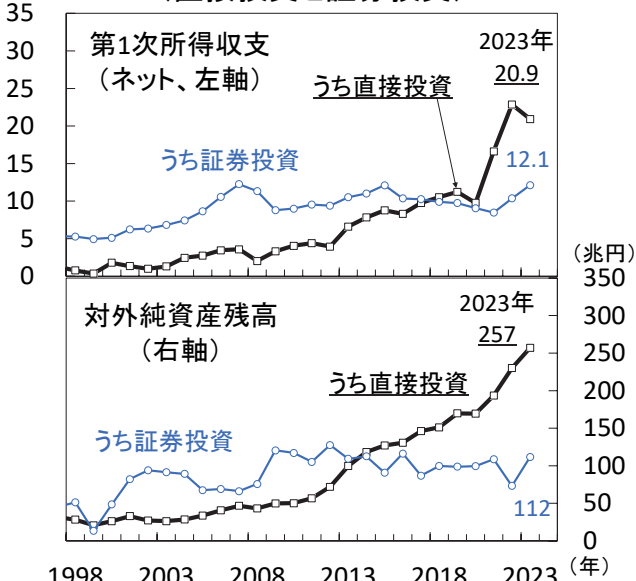
注) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」
(2023年8月10日)を参考に分類。①は著作権等使用料、通信・情報
・コンピュータ、専門・経営コンサルティング。⑤は貨物輸送、委託加工、
維持修理、研究開発、技術・貿易関連・その他業務。直近値は2024年1-3月期。
出所) 財務省、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

国内家計の内向き志向に変化は？

- ◆ 2024年の新NISA(少額投資非課税制度)開始を機に、「貯蓄から投資」の流れが加速するとの見方があります。近年の円安やインフレで、家計の資産防衛意識が強まり、外貨建て資産への関心も高まっていますが、2023年末時点の金融資産全体(約2,100兆円)に占める割合は限定的です。
- ◆ NISAは若い現役世代が主導しているようです。特に、デフレ・円高時代になじみの薄い20-30代は、むしろ円安や株高が身近なこともあり、株式を中心とした海外投資に前向きな可能性もあります。

● 本邦企業に続き、国内家計による積極的な海外投資の流れは強まるか？

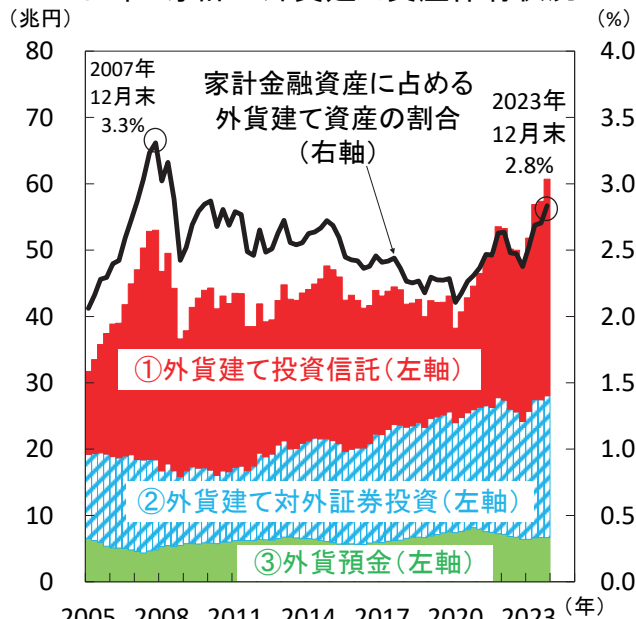
日本 第1次所得収支と対外純資産
(直接投資と証券投資)



注) 2023年の直接投資収支のうち配当金・配当済支店収益が10.3兆円、再投資収益が10.6兆円、証券投資収支のうち債券利子が11.8兆円。2023年の対外純資産残高は471兆円(うち外貨準備が183兆円)。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 家計の外貨建て資産保有状況



注) ①は投資信託受益証券×契約型公募投信純資産額の対外建て比率、②は対外証券投資×証券投資残高の円以外比率、として三菱UFJアセットマネジメントが簡便的に試算。直近値は2023年12月。

出所) 日本銀行、財務省、投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 新NISAが海外投資活性化の契機となるか注目、株式ではその兆候も

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	1,127	52.6
債務証券	28	1.3
投資信託	106	5.0
株式等	276	12.9
保険・年金・定型保証	537	25.1
その他	66	3.1

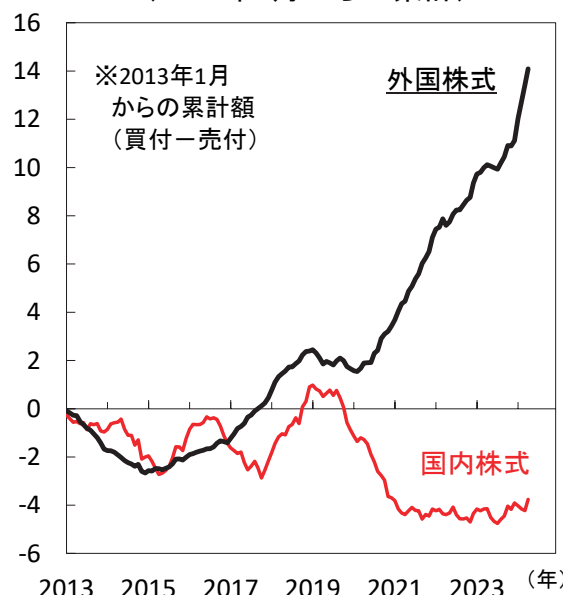
②貯蓄構成 (世帯主年齢別、%)						
	20代以下	30代	40代	50代	60代	70代以上
通貨性・定期性預貯金	0.3	4.7	11.4	15.8	24.5	43.3
債券	0.1	1.8	3.8	13.1	26.5	54.7
投資信託	0.5	5.7	11.4	16.3	25.3	40.8
株式	0.1	3.6	9.9	14.7	22.6	49.1
生命保険など	0.2	4.1	12.2	20.3	25.2	38.0
貸付・金銭信託	0.3	0.0	1.8	14.9	32.1	50.9

③NISA口座数 (年齢別、%)						
	13.1	20.7	20.2	16.5	11.8	17.7
20代以下						
30代						
40代						
50代						
60代						
70代以上						

注) ②は二人以上世帯、③は一般NISAとつみたてNISA勘定設定口座数の合計。値は①が2023年末、②が2023年平均、③が2023年9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

日本 投資信託の株式売買(買付一売付)
(2013年1月からの累計)



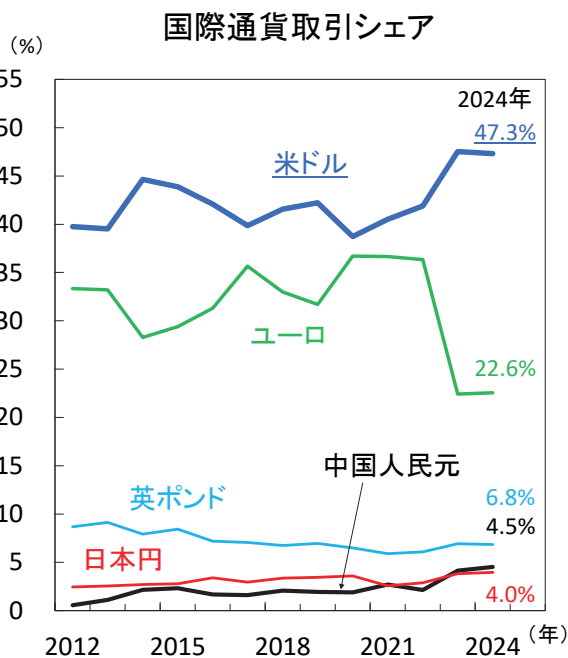
注) 直近値は2024年4月。

出所) 投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

米ドル覇権は揺らいでいるか？

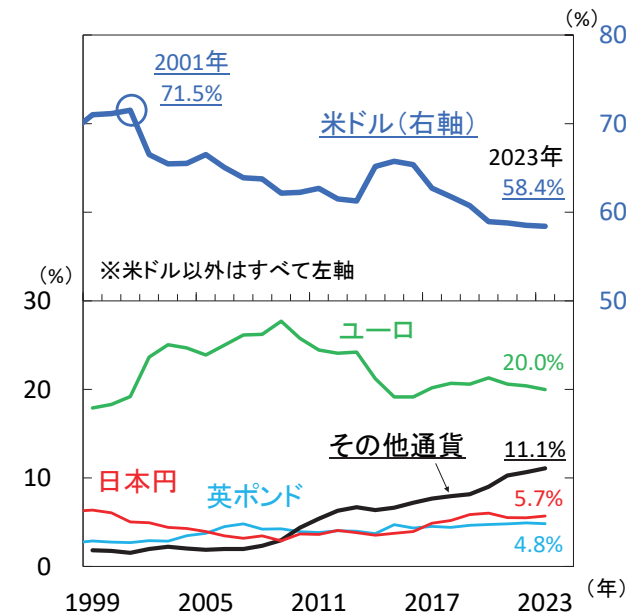
- ◆ 米ドルの方向性は、短期では米景気・金融政策や市場のリスク許容度、中長期では基軸通貨としての信用度、に左右されるとみます。今のところ、米ドルの圧倒的優位は揺らいでいない印象です。
- ◆ 2023年の米国債格下げが示すように、米政府が野放図な財政運営を続ければ国債への信用が失われ潜在的な米ドル安材料となりえます。中国などの台頭で、米国の相対的地位が弱まるなか、米ドル覇権を盾に強権的な経済・金融制裁を繰り返せば、米ドル離れを助長するリスクもあります。

● 為替市場で、いまだ絶対的地位を有する米ドル



注) 直近値は2024年5月。

世界 外貨準備高構成比(通貨別)



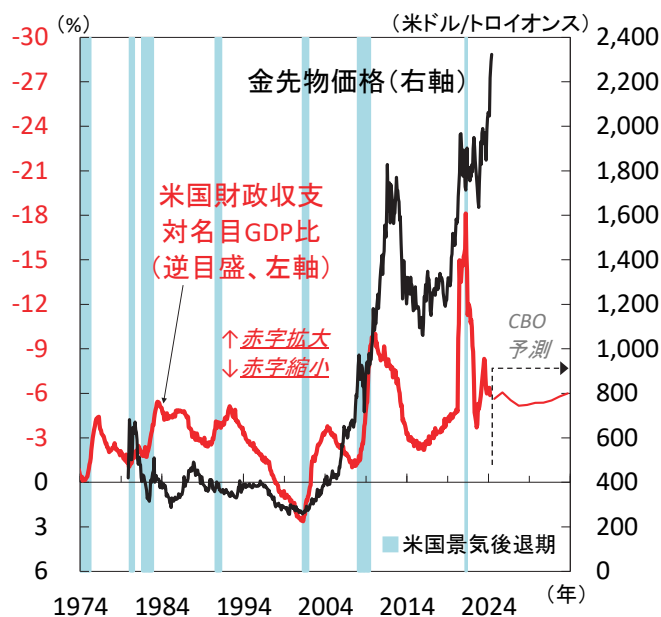
注) 通貨分類が可能な額のみを対象。直近値は2023年12月末。

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

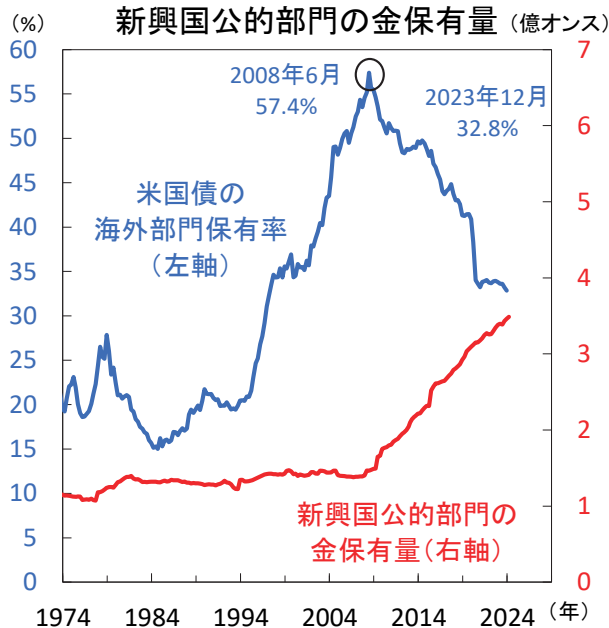
米国財政収支と金価格



注) 財政収支は12ヵ月累計値。CBO予測 (2024~2033年度) は2024年3月時点。直近値は財政収支が2024年3月、金先物価格が同年5月。

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

米国債の海外部門保有率と新興国の公的部門の金保有量



注) 直近値は2023年12月。

出所) FRB、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

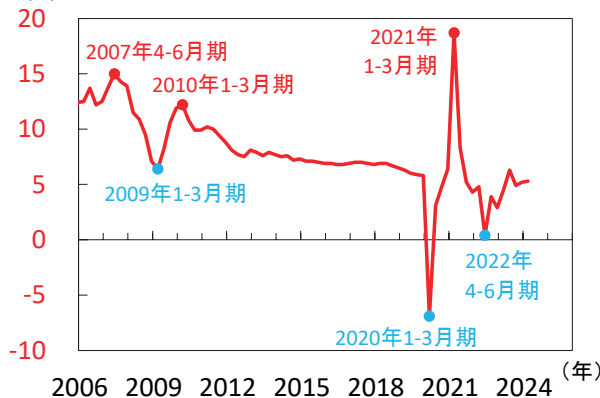
- ◆ 新興国は2013年のバーナンキ・ショック、2014-15年の資源安、2015年の中国景気不安、2018年の米金利上昇や国際貿易摩擦、2020年のコロナ・ショックなど、外部ショック発生の際に通貨安に直面してきました。通貨安が続けば、金融財政政策や国内政治の不安定化を招くリスクもあります。
- ◆ 新興国通貨は世界的景気回復や資源高で、一時的に反発する場面が多々ありますが、近年は相対的高成長の期待が弱まり、財政・経常収支悪化も進むなか、通貨高が長続きしない印象です。

● 近年、新興国通貨の反発は短命かつ限定的にとどまる傾向

(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



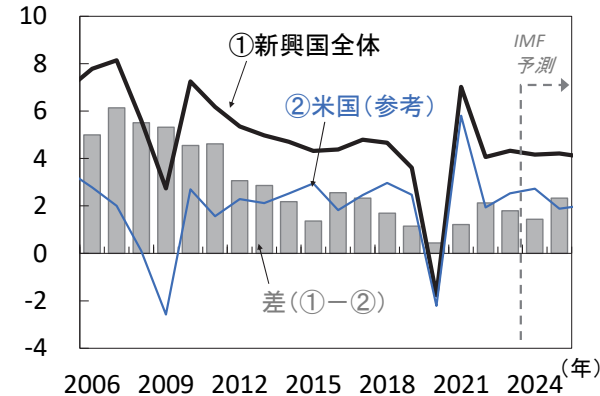
(%) 中国 実質GDP成長率



(ポイント) 資源価格



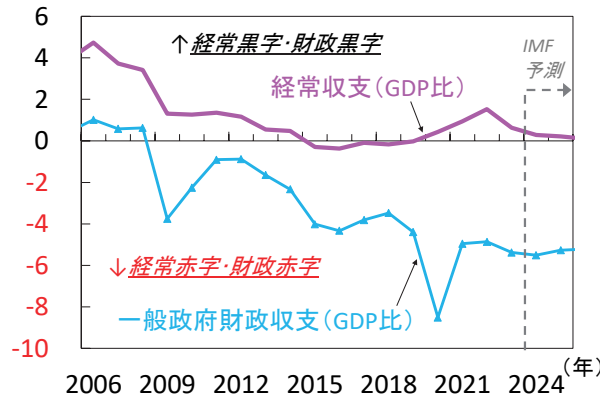
(%) 新興国 実質GDP成長率(対米比較)



(%) 世界 貿易取引量(前年比)



(%) 新興国 経常収支・財政収支



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index (名目値)の逆数を三菱UFJアセットマネジメントが指数化した値。資源価格はブルームバーグ商品指数(米ドル)。世界貿易取引量は3カ月移動平均値。新興国通貨、中国実質GDP、資源価格、世界貿易取引量は期間内の転換点となった年月を表示。右中段・下段の値はIMF World Economic Outlook (2024年4月)に基づく。2024-2025年はIMF予測。直近値は新興国通貨・資源価格が2024年6月14日(日次)、中国GDPが2024年1-3月期(四半期)、世界貿易取引量が2024年3月(月次)。

出所) FRB、中国国家統計局、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

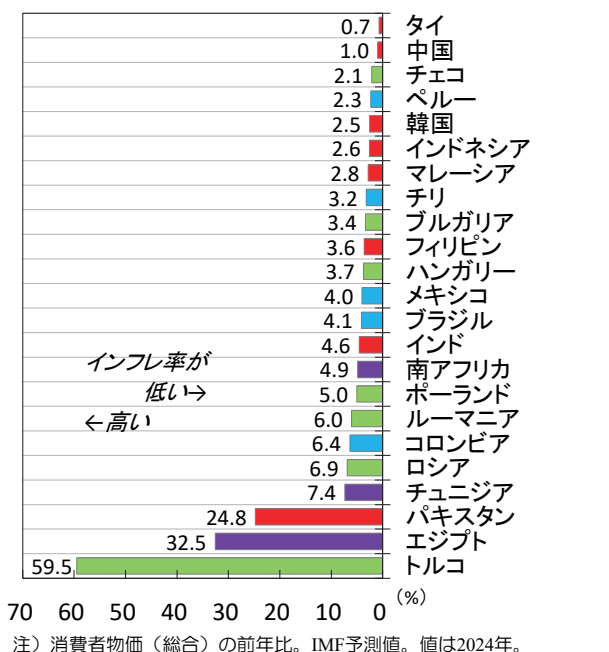
新興国では健全な経済運営なくして、中長期的な通貨安定が困難に

- ◆ 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

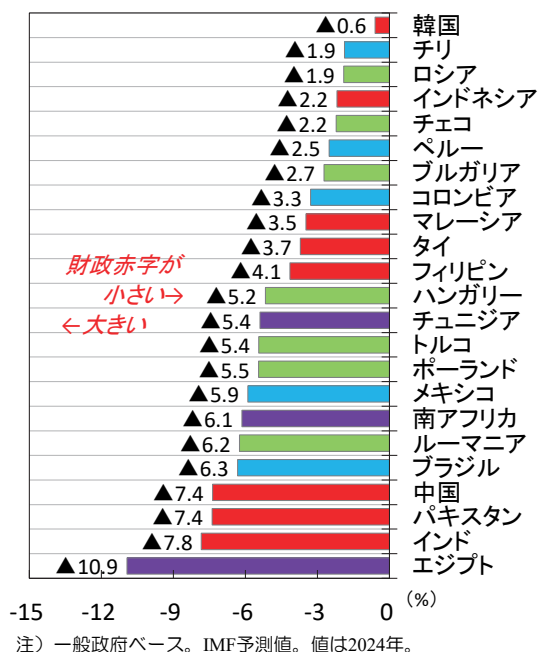
主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

①インフレ率



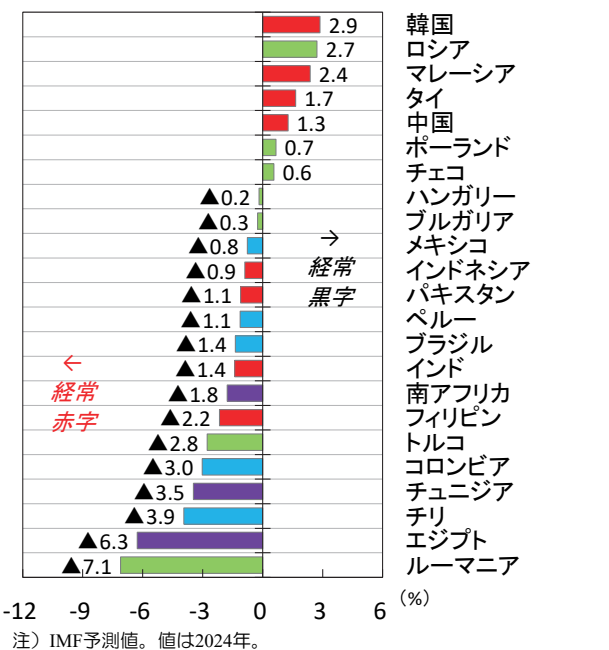
出所) IMF World Economic Outlook (2024年4月)より
三菱UFJアセットマネジメント作成

②財政収支(GDP比)



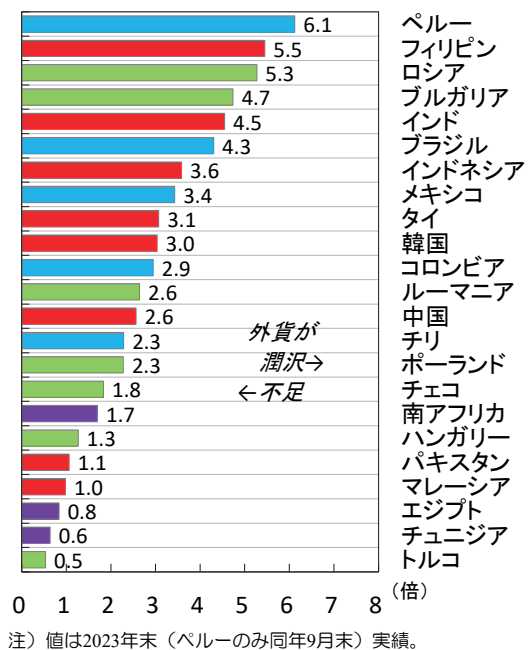
出所) IMF World Economic Outlook (2024年4月)より
三菱UFJアセットマネジメント作成

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)



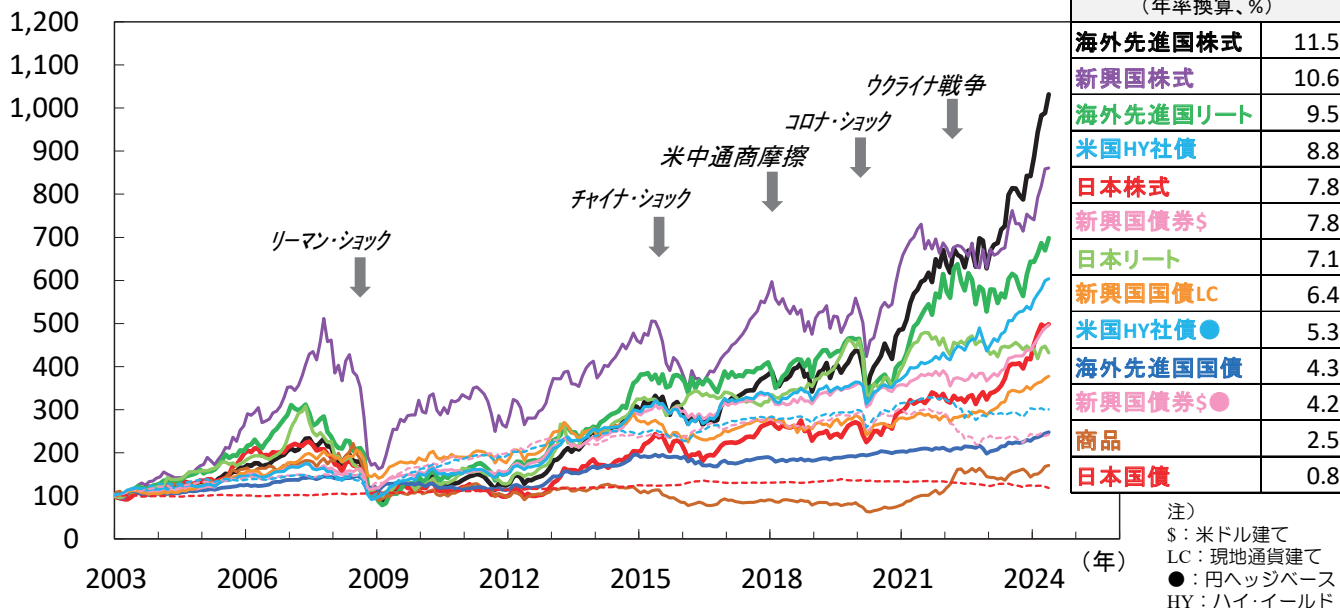
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

10. 投資戦略：政策転換による価格変動リスクに備えを

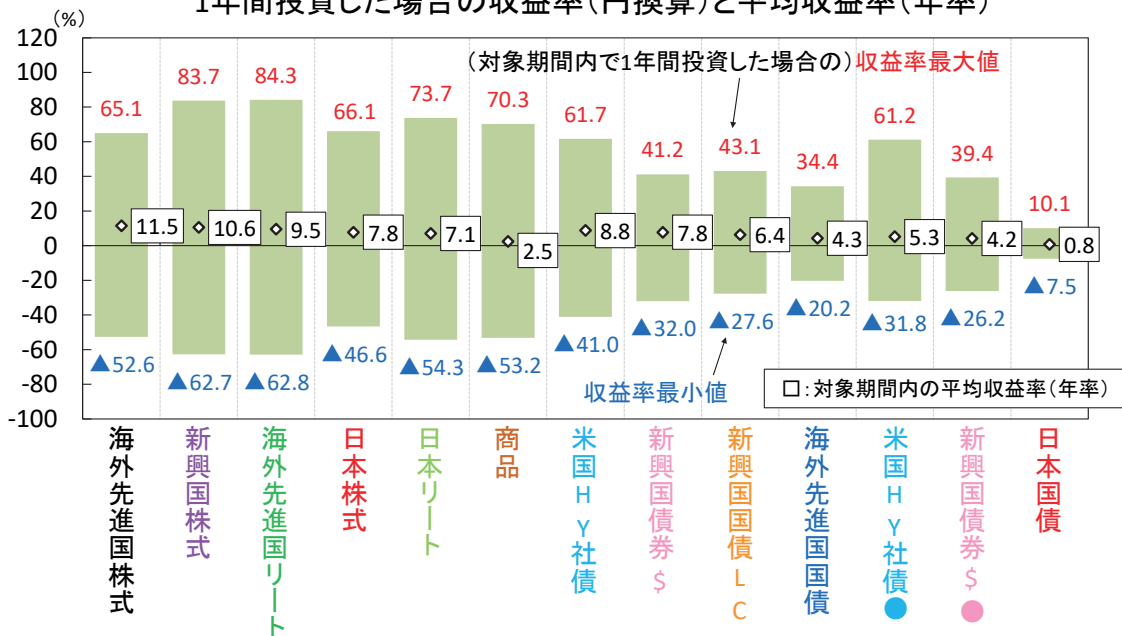
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

● 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5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。
- ◆ 2019年、米欧金融緩和などからリスク選好優勢だった相場は、2020年春のコロナ・ショックで一変。2021年はリスク選好へ復帰も、2022年は米金融引き締めで再びリスク資産は軟調となり、2023年後半からは米利上げ終了を経て、利下げ観測からリスク選好復活と目まぐるしく変動しています。

● 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 22.6
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 19.5
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	商品 19.1
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 15.5
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\$ 13.5
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 13.4
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 8.7
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 8.6
9	日本リート ▲ 4.9	海外先進国株式 5.7	海外先進国国債 4.5	新興国国債LC ▲ 8.7	新興国債券\$● 11.8	日本国債 ▲ 1.1	米国HY社債● 5.0	日本国債 ▲ 7.4	米国HY社債● 6.7	海外先進国リート 8.5
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\$● ▲ 0.7
11	新興国株式 ▲ 14.3	海外先進国リート 3.4	日本国債 0.2	商品 ▲ 13.6	商品 6.6	商品 ▲ 7.9	新興国国債LC 1.7	米国HY社債● ▲ 14.0	日本国債 0.5	米国HY社債● ▲ 0.8
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 ▲ 1.8
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 ▲ 4.7

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5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。
- ◆ 2024年前半の米国では、インフレ率の高止まりが続くなか、製造業景況感も底堅く推移しており、金融政策の次の一手が緩和か、引き締めか、方向感が定まりにくい時間帯が続いています。

● 2024年は利下げへの期待と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、%)

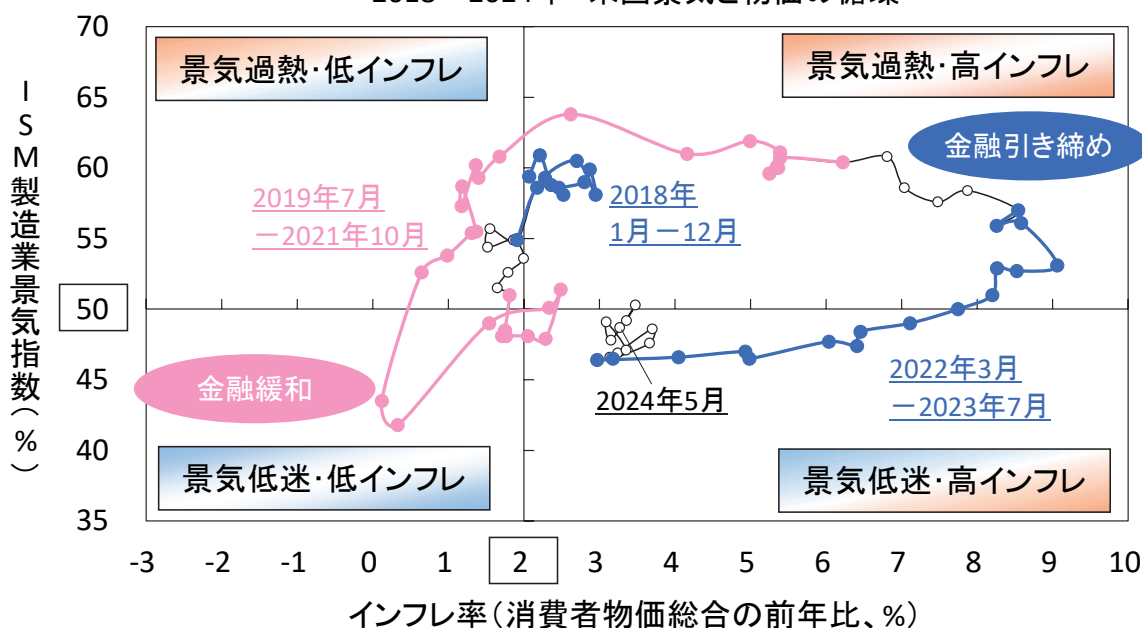
2020年		2021年		2022年		2023年		2024年1-5月	
IT	43.9	エネルギー	54.6	エネルギー	65.7	IT	57.8	通信サービス	20.9
グロース株	33.5	不動産	46.2	公益	1.6	通信サービス	55.8	IT	17.3
一般消費財・サービス	33.3	金融	35.0	生活必需品	▲0.6	一般消費財・サービス	42.4	公益	15.8
通信サービス	23.6	IT	34.5	ヘルスケア	▲2.0	大型株	32.9	グロース株	15.5
大型株	21.5	グロース株	32.0	バリュース株	▲5.2	グロース株	30.0	大型株	13.4
素材	20.7	大型株	29.4	鉱工業	▲5.5	総合	26.3	エネルギー	12.4
総合	18.4	総合	28.7	安定増配株	▲6.2	バリュース株	22.2	総合	11.3
ヘルスケア	13.4	素材	27.3	金融	▲10.5	鉱工業	18.1	金融	11.2
小型株	11.3	小型株	26.8	素材	▲12.3	小型株	16.1	生活必需品	9.2
鉱工業	11.1	ヘルスケア	26.1	小型株	▲16.1	素材	12.5	鉱工業	8.8
生活必需品	10.7	安定増配株	26.0	総合	▲18.1	不動産	12.3	素材	7.3
安定増配株	8.7	バリュース株	24.9	大型株	▲20.9	金融	12.1	バリュース株	6.5
バリュース株	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	ヘルスケア	5.8
公益	0.5	通信サービス	21.6	IT	▲28.2	ヘルスケア	2.1	安定増配株	3.6
金融	▲1.7	鉱工業	21.1	グロース株	▲29.4	生活必需品	0.5	小型株	1.6
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	一般消費財・サービス	0.7
エネルギー	▲33.7	公益	17.7	通信サービス	▲39.9	公益	▲7.1	不動産	▲4.1

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、バリュース株: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

● 米利下げが見込まれるも、景気・物価次第では再び金融引き締めのリスクも

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5月。

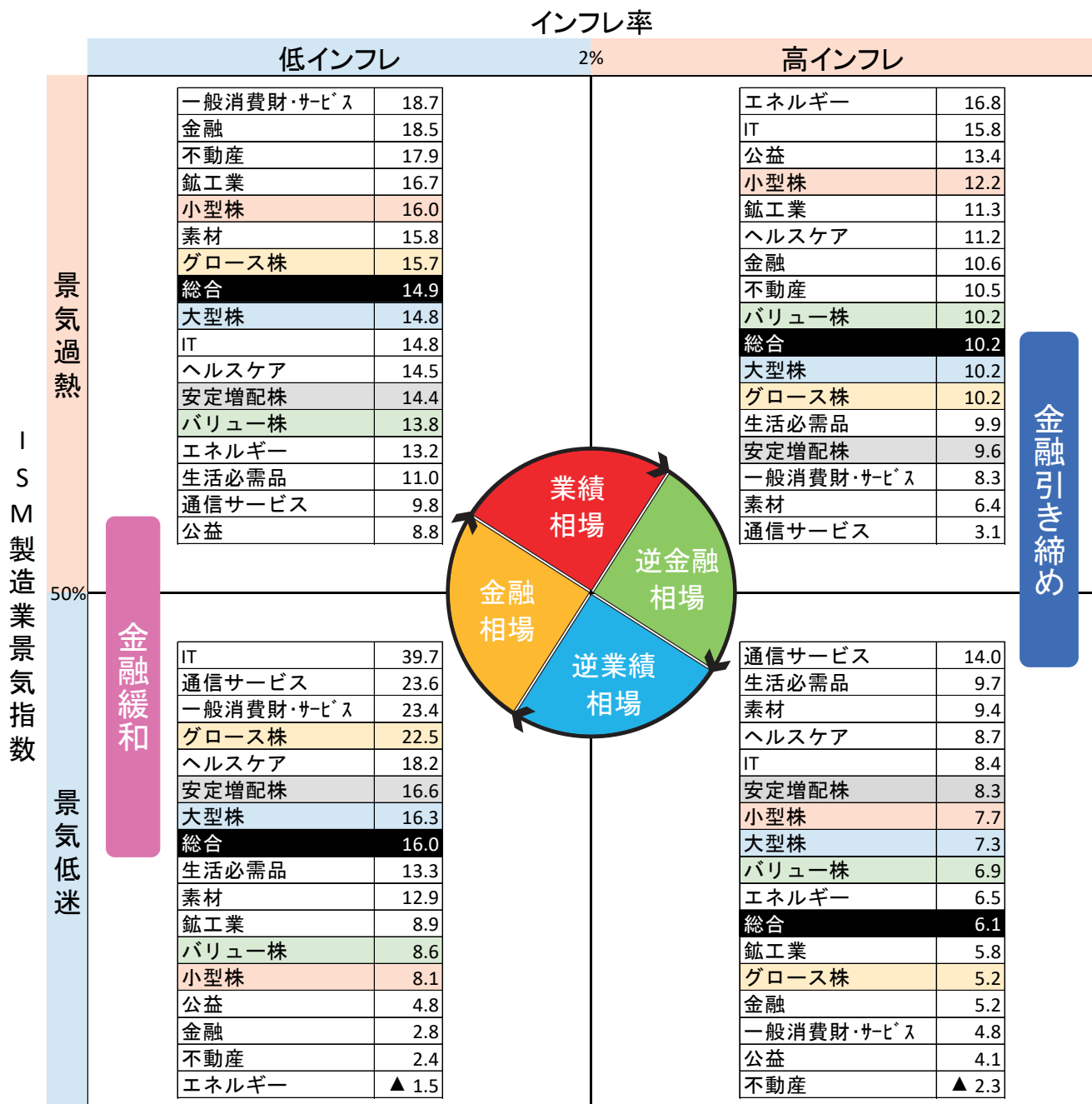
出所) 米ISM、米労働省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

2024年前半は金融相場を先取りしたが、年後半も継続できるか

- ◆ 1995年以降の株式市場を景気と物価で見た4局面に分け振り返ります。(左上)景気が回復も低インフレで金融緩和色が残るため全面高、(右上)好景気で相場全体は堅調も、インフレで金融引き締め色が強まり増勢は鈍化、(右下)景気減速に向かえば業種別の温度差がより鮮明になります。
- ◆ 景気悪化が目立ち業績不安が意識されやすくなればディフェンシブ系が優位に、(左下)インフレ収束で利下げ再開がより確実になれば、グロース株や景気敏感株主導の株高が続くといえそうです。

● 金融引き締めから緩和へ、景気の軟着陸が実現するかがポイント

景気・物価の局面別に見た米国株式(業種別)の平均リターン(年率%)



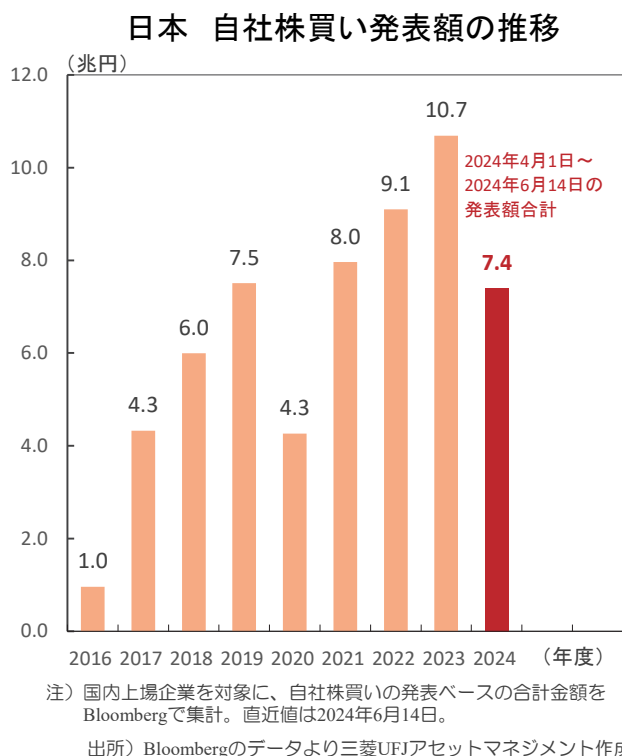
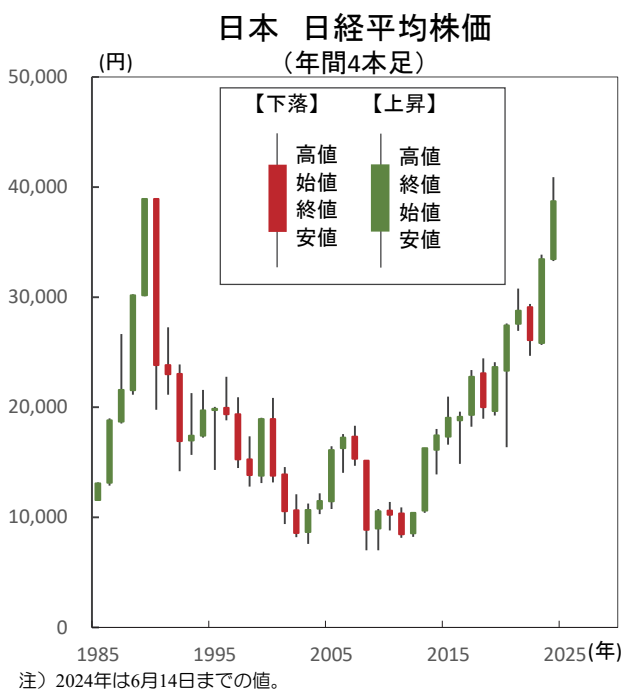
注) 対象インデックスは、総合(および11業種別)：S&P500、グロース株：S&P500 Growth、バリュー株：S&P500 Value、大型株：S&P100、小型株：S&P600、安定増配株：S&P500配当貴族指数(S&P500構成銘柄のうち少なくとも25年連続で増配を続けている銘柄で構成)。すべてトータル・リターン・インデックス(米ドル)に基づく。
 データ対象期間は1995年1月～2024年5月(安定増配株は1996年1月、不動産は2011年11月以降)。
 縦軸の景気は、ISM製造業景気指数を基準に50以上を景気過熱、50未満を景気低迷、横軸のインフレ率は、消費者物価総合の前年比を基準に、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

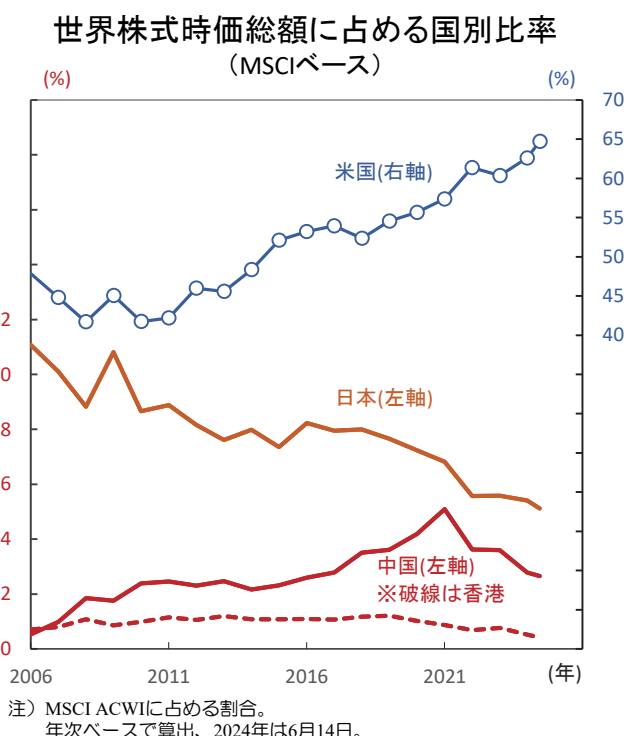
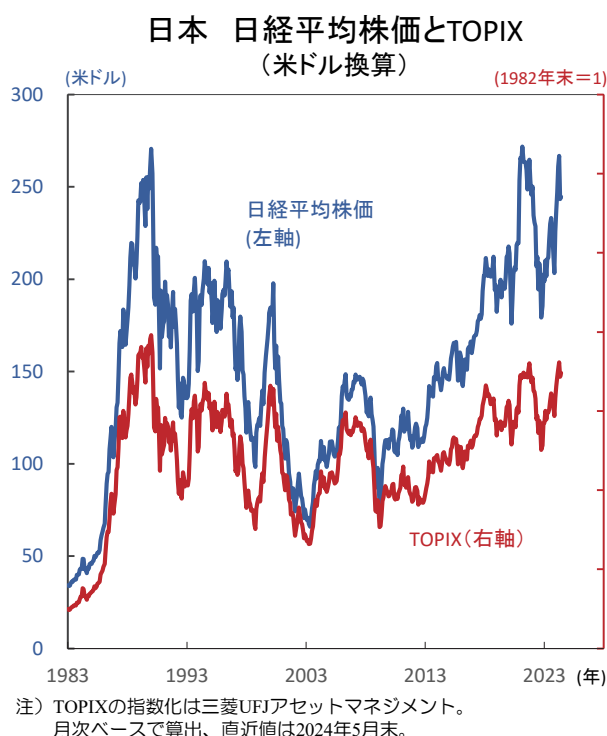
日本株の夜明けは本物か

- ◆ 日本株の堅調が続いています。日経平均株価は2024年2月、1989年の大納会でつけた史上最高値(3万8,915円)を更新。その後も3万円台後半を維持し、30余年ぶりの潮目の変化が期待されます。
- ◆ 日本株が高値圏にある中でも自社株買い発表額は年々増え続けており、日本企業の経営マインドが変わりつつある様子がうかがえます。先進国で脱中国依存がテーマ化するなか、地政学的な日本の重要性が再認識され始め、海外投資家の日本株に対する評価も変化しつつあるとみられます。

● 日経平均は34年ぶり高値も、自社株買い発表額の増加は記録的ペースを維持



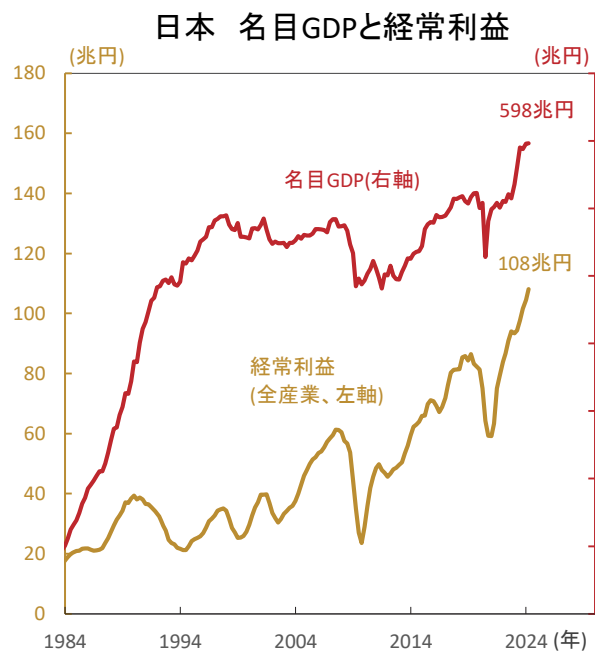
● 中国リスクへの意識も中長期的な日本の再評価につながる可能性



経済の好循環実現に向け一歩前進

- ◆ 2012年12月に第2次安倍政権が誕生、2013年3月に黒田日銀が発足、大胆な金融緩和を軸としたアベノミクスがデフレ脱却への扉を開きました。その後、菅→岸田政権、日銀は植田体制へと変わりましたが、物価が持続的に上昇し名目GDPが増える、当たり前の経済を取り戻しつつあります。
- ◆ 株価堅調の背景の一つとして、東証の市場改革による国内企業の経営マインド変化への期待があるでしょう。国内企業が高成長に向け積極姿勢に転換できるかが株高持続の鍵を握っています。

● 名目GDPは過去最高水準に増加、デフレ脱却宣言となるか注目



注) 値は年換算値。経常利益は金融・保険業除く。直近値は2024年1-3月期。

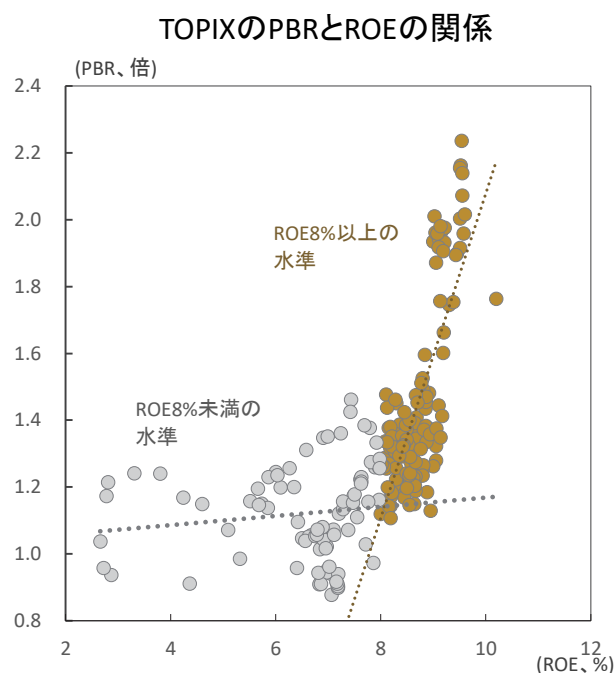
出所) 内閣府、財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は公示地価が2024年1月1日、GDPデフレーターが2024年1-3月期。

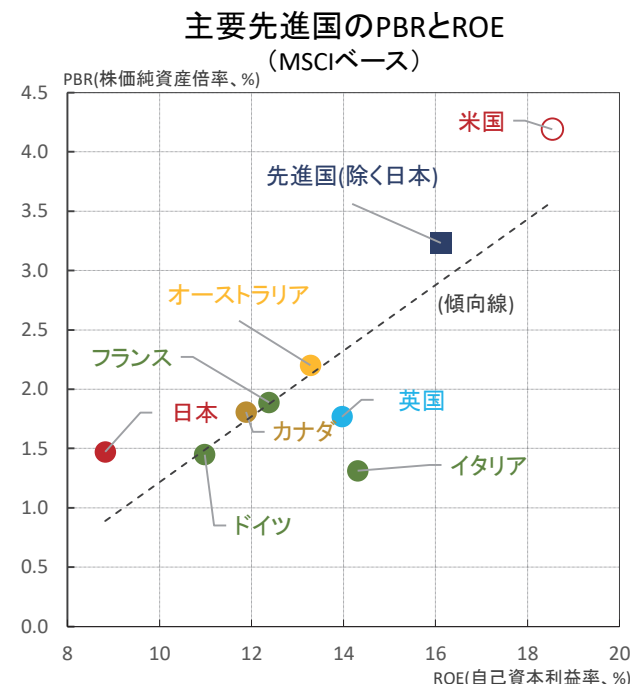
出所) 内閣府、国土交通省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 永遠の割安株から脱皮できるか、経営改革の本気度が問われる国内企業



注) ROEは自己資本利益率、PBRは株価純資産倍率。ROEは12カ月先予想値を使用。2005年8月から2024年5月までの月次データで算出。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



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5月末。

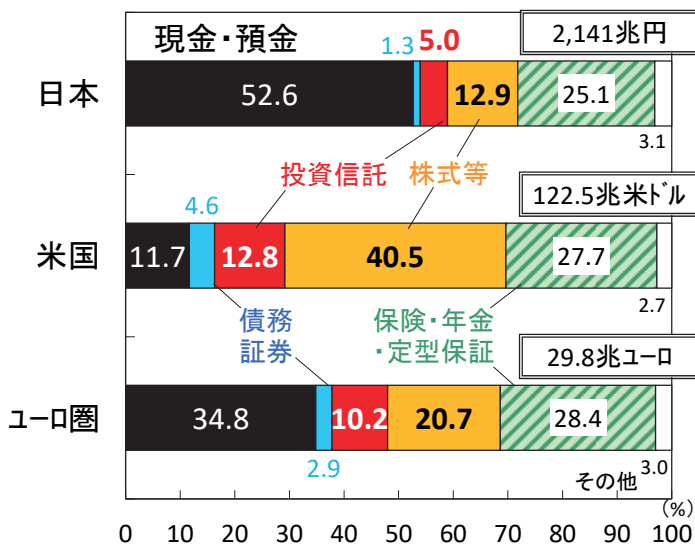
出所) MSCI、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

インフレ定着を前提に、資産防衛の意識にも変化の芽が

- ◆ 日本の家計の金融資産構成を見ると、現預金が半分以上と安全志向の高さを反映しています。ただし、長期にわたって続いたデフレから脱却し、インフレのある世界への転換が現実味を帯びたことで資産防衛の意識も生まれつつあるようです。NISA口座の活用も急速な拡大がみられています。
- ◆ 日本の賃金所得の伸びは先進国比で低く、現預金偏重のままでは効率的な資産形成は望みにくい環境です。若年層においても時間を味方に、少額からでも資産運用の必要性が高まっています。

● 現預金中心の資産構成が資産収益率低迷の主因

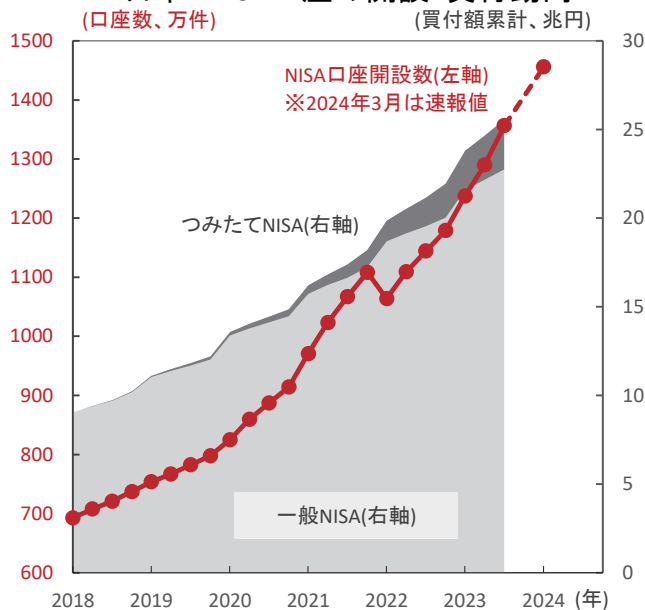
日米欧 家計金融資産構成



注) 囲みは総額。
日本とユーロ圏が2023年12月末、米国が2024年3月末。

出所) 日本銀行、FRB、ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 NISA口座の開設・買付動向

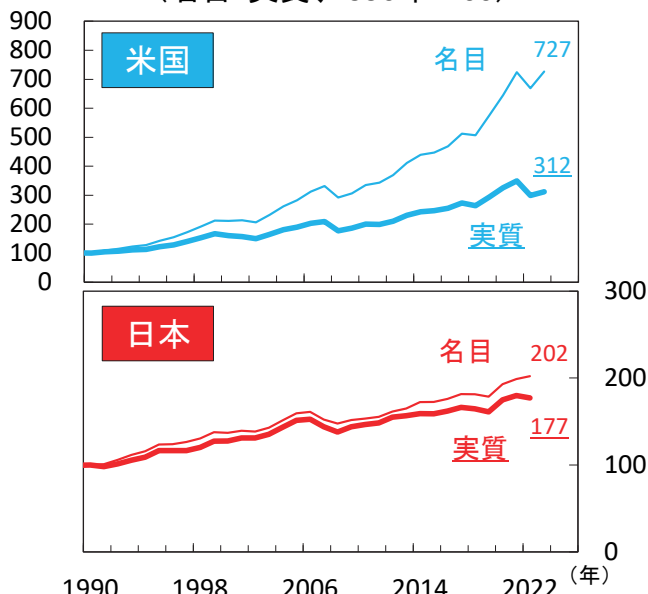


注) 2018年から2023年7-9月期のデータはNISAを取り扱う全証券会社が集計対象。2024年3月のNISA口座開設数は、大手証券10社のヒアリングベースの速報値。

出所) 日本証券業協会「NISA口座の開設・利用状況」より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 長期デフレで金融資産の実質目減りを回避した国内家計だが今後はどうか？

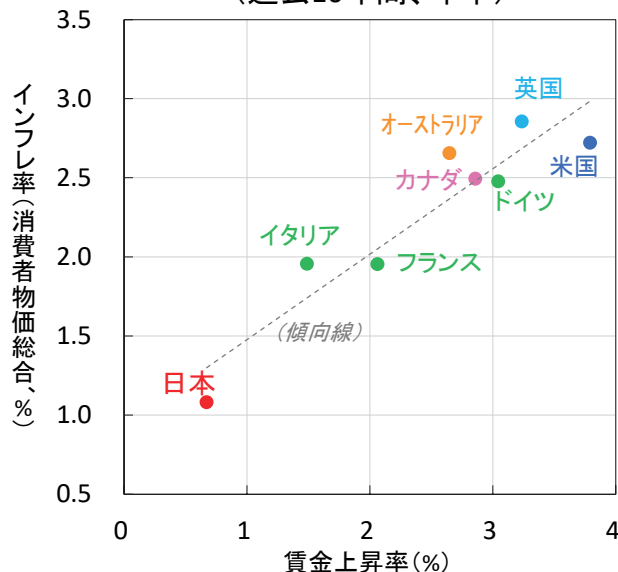
米国・日本 家計金融資産残高 (名目・実質、1990年=100)



注) 日本は年度。消費者物価総合で実質化。直近値は米国が2023年、日本が2022年度。

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

主要国 賃金と消費者物価の上昇率 (過去10年間、年率)



注) OECD Economic Outlook (2024年5月)に基づく。2023年の対2013年比(年率換算)。

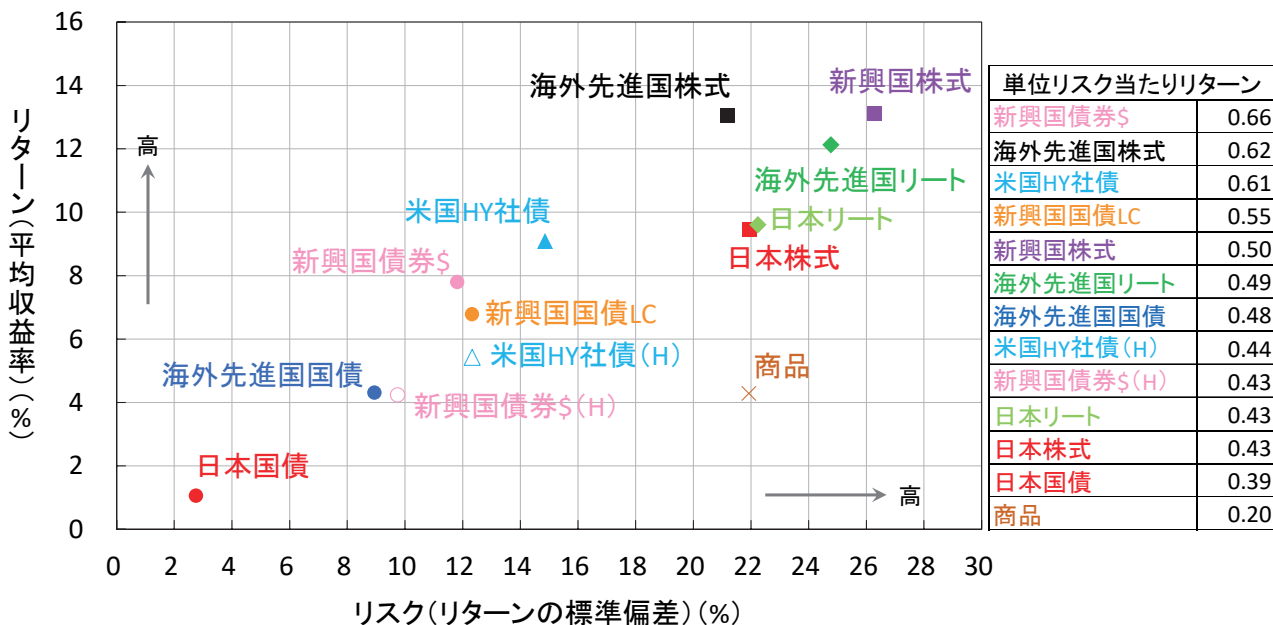
出所) OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

資産選択のヒントとなりうるリスク・リターンの関係

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

● 各金融資産が持つ価格変動の特徴を踏まえた冷静な資産選択が重要に

国内外資産(円換算)に1年間投資した場合のリスクとリターン



主な内外金融資産ポートフォリオの一例(1年間投資した場合)

	ウエイト(%)							(%)			
	日本株式	海外先進国株式	新興国株式	日本国債	海外先進国国債	新興国債券\$	日本リート	海外先進国リート	米国HY社債	平均リターン	単位リスク当たりリターン
① 国債中心型	15	15		60	10					4.4	0.67
② 株式・国債均等型	25	25		35	15					6.6	0.59
③ 内外株式・国債均等型	25	25		25	25					7.0	0.58
④ 債券分散型				50	30	10			10	3.5	0.71
⑤ 株式・リート分散型	20	20	20				20	20		11.5	0.56

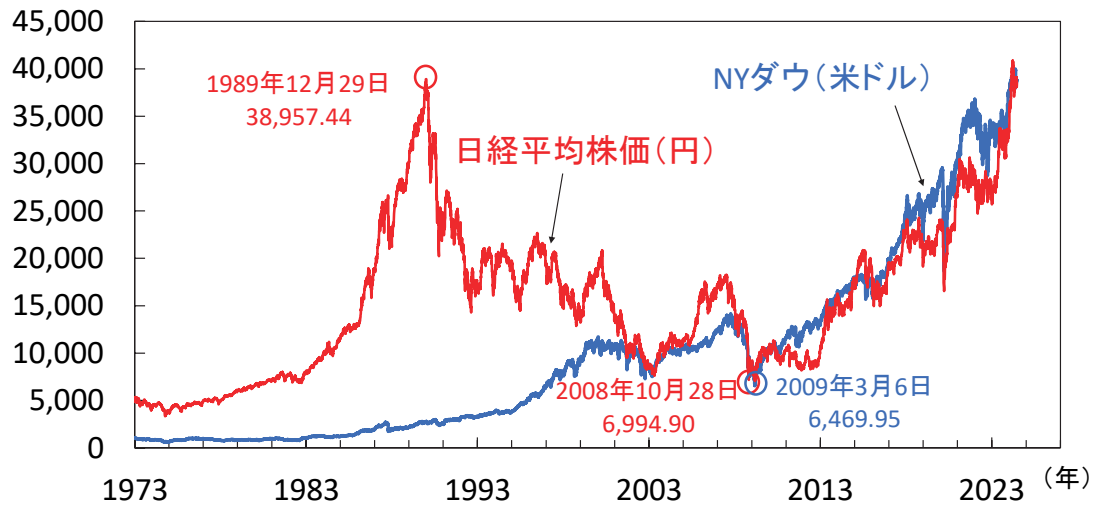
注) \$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド、(H)は円ヘッジあり。データ対象期間は2003年1月～2024年5月。
 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数 (除く日本、配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$ (米ドル建て)はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$(H) (米ドル建て、円ヘッジあり)はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LC (現地通貨建て)はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債(H) (円ヘッジあり)はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、にそれぞれ基づく。日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$(H) (円ヘッジあり)、米国ハイ・イールド社債(H) (円ヘッジあり)は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。リターンは対象期間内で1年間投資した場合の変化率、リスクはリターンの標準偏差、として単位リスク当たりリターンを算出。

【ご参考】金融市場の動向

日米株式・長期金利と円相場

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

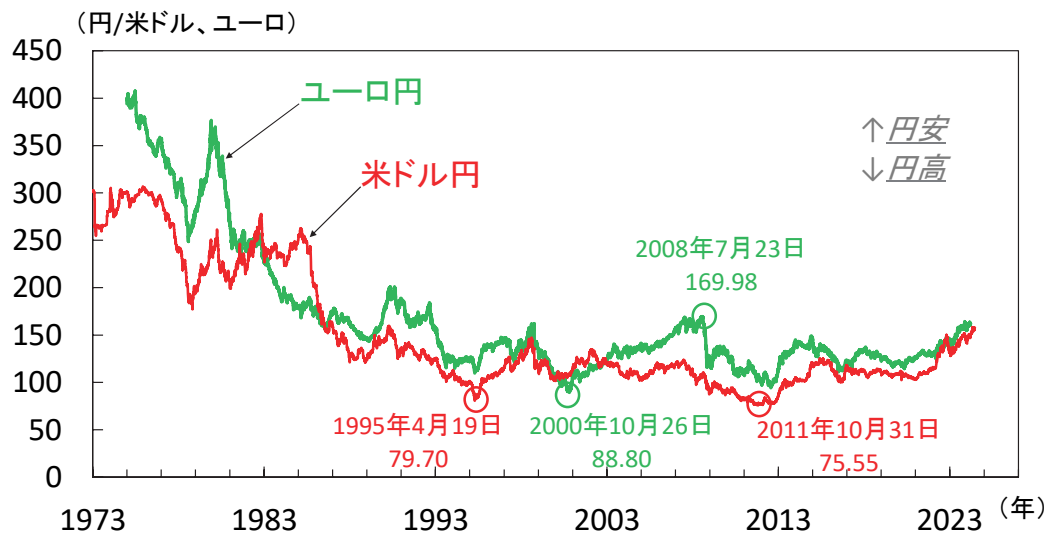
日米株式



日米10年国債利回り



為替相場 (対円)



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 (LSEG集計)。直近値はすべて2024年6月18日。

出所) LSEG、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。(作成基準日:2024年6月20日)
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

日経平均株価、日経500種平均株価に関する著作権、知的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 IndexSM)およびブルームバーグ(Bloomberg[®])は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)およびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー(UBS Securities LLC)の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社(以下「UBS」と総称します。)のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

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

VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。

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

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