



TOKIO MARINE
ASSET MGT

世界経済・金融市場見通し

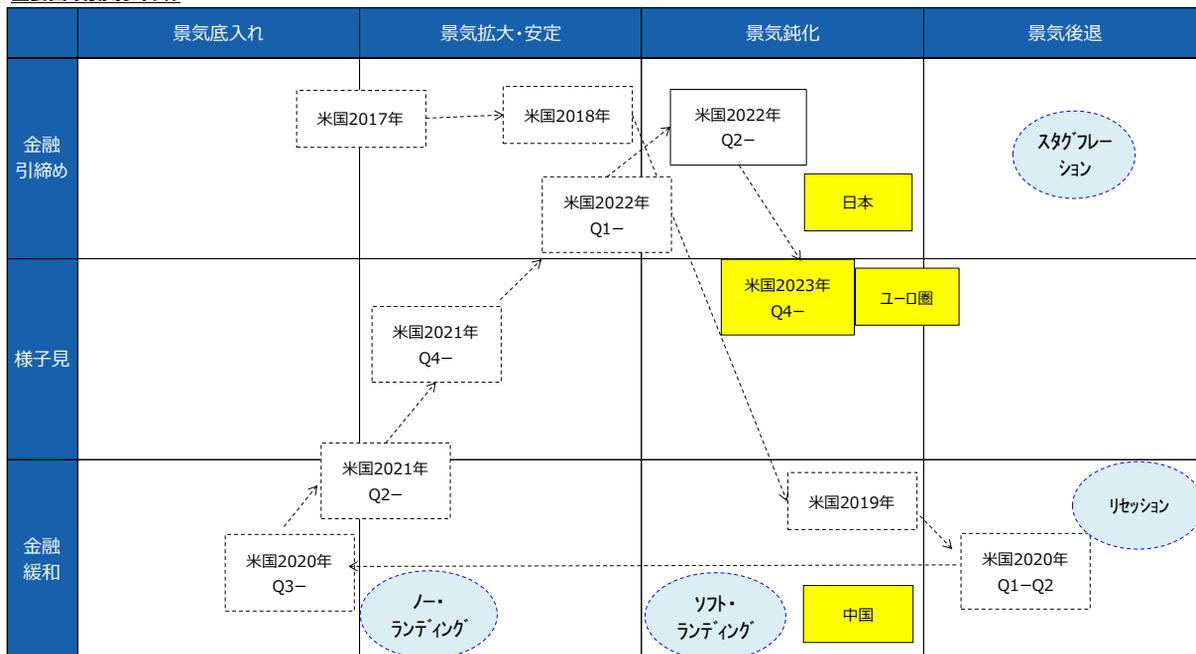


運用戦略部 エコノミスト
大澤 俊平

【要約】

- ◆ グローバル経済は、先進国の中央銀行による金融引き締めなどを背景として、緩やかな鈍化基調にある。2024年中ごろにかけて、米国は緩やかな鈍化、欧州経済は低迷が継続、日本および中国にはやや停滞感が漂うもその後は安定局面に入ると想定する。インフレ率も供給制約の解消に加えて需要の減退から減速基調が更に継続する展開を見込む。
- ◆ 米国及び欧州における利上げ局面は終了、当面は様子見姿勢を継続し、更なるインフレ鈍化などを確認後、2024年中ごろに利下げへ転じる展開を想定している。日銀は、3月に異次元緩和を解除、持続的・安定的な物価目標達成に対する確信度のさらなる高まりから、年後半での追加利上げを見込む。中国では景気下振れ回避を意図した金融緩和姿勢の継続を想定する。
- ◆ 上記環境のもと、米欧長期金利は緩やかに低下する一方、日本の長期金利は緩やかな上昇を想定。為替は金利動向の違いから、緩やかな円高基調を見込む。株価については、グローバル景気や金融政策の不透明感、米国大統領選の不透明感などから一時的に上値は重くなる局面はあるものの、米欧金融政策の利下げ転換や、景気回復期待などから、上昇基調を想定する。

主要国の景気サイクル



出所：TMAM作成

【経済見通し】

■ 年後半は安定成長へ

米国経済は、金利高や過剰貯蓄の減少、銀行貸出態度の厳格化等を背景に足下では小幅に減速するも、その後は金利低下効果等も寄与し、安定的な成長を想定する。欧州経済も同様の展開を見込む。中国経済は、経済リオープン効果の一巡や不動産問題から低成長が続くと予想する。日本経済は、自動車出荷停止等から足下では減速も、賃上げ等も背景に回復基調を想定している。2024年後半から各国・地域経済での景気回復を見込む。

成長率見通し（前期比年率、中国は前年比）

	2023		2024				2025	
	Q3	Q4	Forecast				Q1	Q2
米国	4.9%	3.4%	1.5%	1.0%	1.5%	1.9%	1.9%	2.0%
日本	▲3.2%	0.4%	▲0.3%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
ユーロ圏	▲0.2%	▲0.2%	0.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
中国	4.9%	5.2%	3.6%	4.1%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%

出所：TMAM作成 2024年Q1以降はTMAM予測

■ インフレ率は鈍化が更に継続

米欧インフレ率は、供給制約の解消や利上げ効果に伴う需要の減速を背景に鈍化基調が継続し、2%台に回帰する展開を想定する。日本のインフレ率は、欧米と同様に鈍化が継続も、賃上げのサービス物価への反映から、年後半まで2%を超える水準での推移を見込む。中国のインフレ率は、景気低迷を映じて低水準での推移を想定する。

物価見通し（前年比）

	2023		2024				2025	
	Q3	Q4	Forecast				Q1	Q2
米国コアCPI	4.4%	4.0%	3.8%	3.2%	3.0%	2.6%	2.1%	2.0%
日本コアCPI	3.0%	2.5%	2.6%	2.4%	2.2%	1.9%	1.8%	1.7%
ユーロ圏HICP	5.0%	2.7%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
中国CPI	▲0.1%	▲0.3%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%

出所：TMAM作成 2024年Q1以降はTMAM予測

【金融政策見通し】

■ FRBは2024年央に利下げへ

FRBは1月と3月のFOMCで共に政策金利を据え置いた。1月会合では金融政策のバイアスを明確に中立化させた。3月会合では景気・物価の見通しを上方修正したものの、2024年中の3回の利下げ予想は据え置いた。FRBは物価の強含みを認めつつも、年央からの利下げシナリオを維持し、追加的な材料待ちと思料。FRBは様子見姿勢を継続し、2024年中ごろから四半期に1度のペースでの利下げを想定する。

■ ECBは様子見姿勢に転換、2024年央に利下げへ

ECBは1月及び3月理事会でともに政策金利を据え置いた。3月の理事会では、金融政策に対するタカ派的なスタンスを表に出しつつも、2024年の景気・物価の見通しを下方修正し、声明文で2%の物価目標への到達が視野に入るとの表現や、記者会見における利下げタイミングに関する具体的な発言など、実質的に様子見姿勢に転換した。ECBも賃金動向の落ち着きを確認した2024年中ごろに利下げに転じる展開を予想する。

■ 日銀はマイナス金利を解除しYCCを撤廃、年後半に追加利上げへ

日銀は1月会合において金融政策を維持した一方、3月会合において2%物価達成への確信度が高まったことを背景に、マイナス金利政策・YCC政策を解除、ETFおよびJ-REIT新規買入停止を明示し、短期金利を0.1%へ引き上げた。一方で、先行きの金融政策については、当面、緩和的な金融政策が継続すると声明文に記載し、金融市場への配慮も見せた。本年の春闘の結果が賃金・物価に反映されると考えられる中、日銀は賃金・物価の好循環および持続的・安定的な2%物価目標の達成への確信度の高まりを背景に、2024年後半に追加的な利上げを実施すると見込む。

金融政策見通し

	2023		2024				2025	
	Q3	Q4	Q1	Forecast			Q1	Q2
FF金利	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%
日本短期金利	▲0.10%	▲0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.25%	0.25%
10年金利レンジ	0%±100bp	0%±100bp	-	-	-	-	-	-
ユーロ預金ファシリティ	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%
中国	3.45%	3.45%	3.45%	3.35%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%

出所：TMAM作成 2024年Q2以降はTMAM予測

【先行きのリスク要因】

上述のメインシナリオに対するリスクバランスは上振れリスクと下振れリスクが拮抗していると認識。上下の主なリスク要因は下記の通り。

■ 上振れリスク

欧米を中心とした金融引締め姿勢の後退とそれに伴う市場環境の改善、グローバル製造業活動の底入れや中国・欧州景気の強まり、日本経済のデフインフレ脱却に伴う上振れ、米中関係改善といったグローバルな政治情勢の不透明感の後退など。

■ 下振れリスク

欧米での信用収縮や米国の利下げの遅れ、中国及び欧州景気の更なる下振れ、大統領選といった米国における政治イベントリスク、ウクライナ・中東・台中などのグローバル政治情勢の不透明感。

【金融市場見通し】

上述のシナリオを前提とした金融市場の見通しは下表の通り。欧米10年債利回りはインフレの減速から中央銀行が利下げへ向かうことを背景に緩やかに金利低下する見込み。日本は追加的な利上げを織り込む形で緩やかな金利高を見込む。為替相場は、欧米と日本の金融政策方向の違いを背景に、円高方向での推移を予想する。経済の下振れリスクからドル対比較調な推移を想定。米国株は2024年中ごろから金融政策や景気、政治動向の不透明感が上値を抑えるものの、その後の利下げ期待や景気回復から上昇していく展開を見込む。日本株も、2024年央にかけて米国の景気減速懸念や政治動向、円高リスクなどから上値が重いものの、その後は米国株と同様に上昇基調を想定する。

金融市場見通し

	2023		2024				2025	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
米国10年国債	4.57%	3.88%	4.20%	4.20%	4.10%	4.00%	3.95%	3.90%
日本10年国債	0.77%	0.61%	0.73%	0.85%	0.90%	0.95%	0.95%	0.95%
ドイツ10年国債	2.84%	2.02%	2.30%	2.30%	2.20%	2.10%	2.05%	2.00%
ドル円	149.37	141.04	151.35	149	147	145	144	143
ユーロドル	1.06	1.10	1.08	1.08	1.07	1.07	1.06	1.06
S&P500	4,288	4,770	5,254	5,100	5,100	5,200	5,300	5,400
TOPIX	2,323	2,366	2,769	2,750	2,750	2,800	2,900	2,950

出所：TMAM作成 2024年Q2以降はTMAM予測

投資一任におけるリスクについて

内外株式運用、内外債券運用、オルタナティブ運用は、主に国内外の債券・株式、また、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産等に投資する複数の投資証券等を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

投資一任における運用報酬について

受託資産残高に1.10%（税抜き、1.0%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等 TOPIX に関するすべての権利・ノウハウおよび TOPIX にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIX の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE世界国債インデックスは、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。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）
以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2023年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。