

アジアのマクロ経済: 2024年の見通し

アジア太平洋経済

Philip Wyatt, Economist; Yifan Hu, Regional CIO and Head Macroeconomics APAC; Daiju Aoki, Regional CIO Japan;
Hiromu Uezato, Strategist; Kathy Li, CFA, Analyst; Wayne Gordon, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist;
Devinda Paranathanthri, Analyst; Kayden Lee, Equity Strategist; Wen Ching Lee, Analyst

● **アジアの循環的上昇が始まる:** 輸出と生産活動は最悪期を脱し、台湾、韓国およびシンガポールといったハイテク産業の盛んな国・地域で回復が進行している。受注の回復とサプライチェーンの逼迫は、製造業の好転と国内総生産(GDP)上昇を示唆する。

● **政策金利引き下げが視野に:** 米連邦準備理事会(FRB)が利下げを開始し、米ドルが下落に転じれば、アジア地域のインフレ率が3%近辺に鈍化し、一部の国では政策金利を50~100ベーシスポイント(bp)引き下げる余地が生じる。金利低下の一方で、外貨準備は増加するとみられる。

● **中国の成長率は4%半ばに定着:** 長引く不動産不況を受け、預金準備率(RRR)や中期貸出制度(MLF)金利の引き下げに加えて、1級都市における住宅購入規制のさらなる緩和、担保付き補完貸出(PSL)の拡大、城中村(都市部の農村)再開発や公営住宅の整備のための特別国債発行、地方債務の再編といった追加の政策支援の導入が見込まれる。FRBのハト派転換は人民元を安定させるだろう。

● **日本は低成長から脱却:** 旺盛な国内需要ならびに企業の値上げと賃上げの機運を受けて、2024年は日本の名目GDPが2%に上昇すると予想する。物価上昇を受けて、日銀は2024年上期に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)とマイナス金利政策を終了し、金融政策の正常化に踏み切るだろう。

● **台湾・韓国の復活:** ハイテク分野が循環的回復局面を迎え、生産活動と輸出を後押ししている。低インフレへの回帰と米国金利の低下に伴い、2024年4-6月期(第2四半期)以降、アジア圏の政策金利の引き下げ余地が生じるだろう。

● **東南アジアとインド:** 貿易拡大と政策金利の低下に加えて、タイで第2四半期から始まるデジタルマネー給付による消費喚起が功を奏し、東南アジア諸国連合(ASEAN)は緩やかな景気回復を遂げるとみている。インドは、総選挙前の一時的な景気の鈍化がリスクとなる以外は、底堅く推移するだろう。海外および国内投資は、インドとインドネシアを中心に比較的堅調だ。



出所: Getty Images

● **ハイイールド債よりも投資適格債を選好:** アジアの投資適格債は2024年に6~7%のリターンを予想する。ハイイールド債のリターンは6~8%とみているが、投資適格債に比べてボラティリティ(相場の変動)が大きくなるだろう。投資適格債のうち、特に一部の金融機関とインドネシアの債券を選好する。

● **アジア通貨の押し目買い:** 我々はFRBの5月以降の年内の利下げ幅を100bpと予想する。これが第2四半期以降の米ドル下落要因となるだろう。我々は豪ドルを選好する。韓国ウォン、台湾ドル、シンガポール・ドルなど景気感応度の高い通貨や、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソといった高利回り通貨の押し目買いも勧める。

アジア太平洋地域のGDPとインフレ率予想

年間成長率(%)

	GDP				CPI			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
Australia	3.8	2.0	1.5	2.1	6.6	5.7	3.6	3.0
New Zealand	2.4	0.8	1.3	2.5	7.2	5.7	3.1	2.3
China	3.0	5.2	4.4	4.6	2.0	0.3	1.2	1.6
Indonesia	5.3	5.0	4.8	5.1	4.2	3.7	3.0	2.8
Malaysia	8.7	4.3	4.0	4.3	3.4	2.6	2.2	2.2
Philippines	7.6	5.1	5.3	5.8	5.8	6.0	3.6	3.1
Thailand	2.6	2.4	3.4	3.3	6.1	1.3	1.7	1.6
South Korea	2.6	1.3	2.0	2.2	5.1	3.7	2.3	2.0
Taiwan	2.4	1.1	3.1	2.9	2.9	2.5	2.2	1.9
India	7.2	6.7	6.2	6.2	6.7	5.5	4.8	4.5
Singapore	3.6	1.0	2.0	3.0	6.1	4.8	3.0	1.7
Hong Kong	-3.5	3.6	2.5	2.8	1.9	1.8	1.8	2.1
Japan	1.0	2.0	0.6	1.0	2.5	3.3	2.3	1.5
Asia ex-Japan	4.2	5.1	4.6	4.8	3.6	2.2	2.3	2.4
APAC	3.9	4.7	4.2	4.4	3.6	2.4	2.3	2.3

*E...予想、CPI...消費者物価指数

出所: CEIC、UBS

アジア太平洋経済

APAC経済の重要ポイント

1. 上昇トレンドを形成

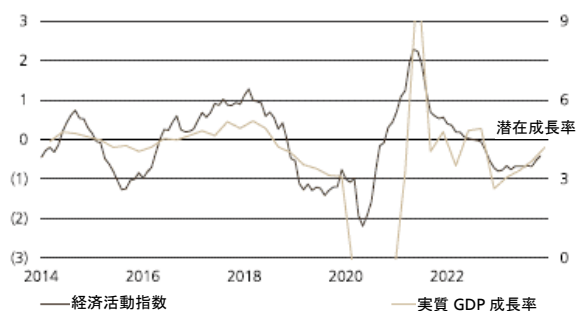
2023年は、アジアにとって転換の年だった。コストのインフレ圧力は低下したが、金利水準は高止まりした。よって家計は支出を控え、小売売上高は低迷した。製造業では、輸出からの収益が伸び悩む一方、需要の低迷とやや過剰な在庫が価格決定力の重石となった。大半の期間で実質GDPが潜在成長率を下回り、銀行融資の伸びはさらに低下した。

成長率は回復するも、潜在成長率を依然下回る

左軸: アジア(日本除く)の経済活動指数、Zスコア

(平均を0とした標準偏差)

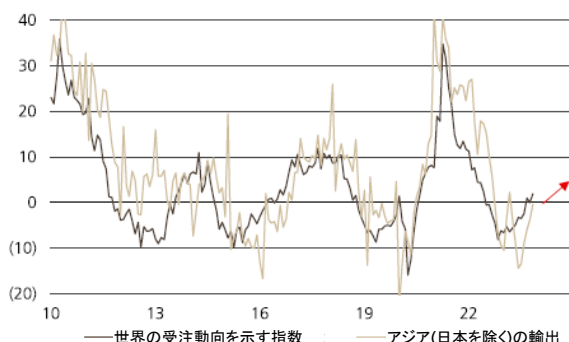
右軸: アジア(日本除く)の実質GDP成長率(前年比、%)



2024年は、こうしたマイナス要因が好転し、下期にはアジアの実質GDP成長率は約50~100bp上昇して5.5%に達するとみている。注目すべき材料は、ハイテクセクター主導の輸出回復と政策金利の引き下げだ。FRBが昨年12月に発表したドットチャートでは2024年に75bpの利下げが示唆されており、我々はアジア(中国本土と日本を除く)でも同様に政策転換が起これと考えている。

受注は堅調、輸出の回復を示唆

前年比(%)



循環的上昇が始まった

注目すべき主な先行指標の1つは鉱工業受注だ。もう1つは、中国のハイテクおよび資本財セクターの輸入額だ。これら指標は昨年第4四半期に安定したとみられ、ハイテクセクターの需要増加とそれに関連する設備投資の拡大が主因となって、2024年は上昇するとみている。

需給環境の大幅な逼迫を支えに、アジアの製造業は好転すると予想している。すでに台湾と韓国では**出荷／在庫比率が上昇傾向にある**。よって、今後生産高の伸びが加速し、製造業の価格決定力が高まると見込まれるからだ。製造業の回復は今年いっぱい続き、その他アジア地域に波及すると予想する。

韓国、台湾では経済活動が勢いづいている

経済活動動向指数(実質輸出、鉱工業生産、実質小売売上高) Zスコア(平均を0とした標準偏差)

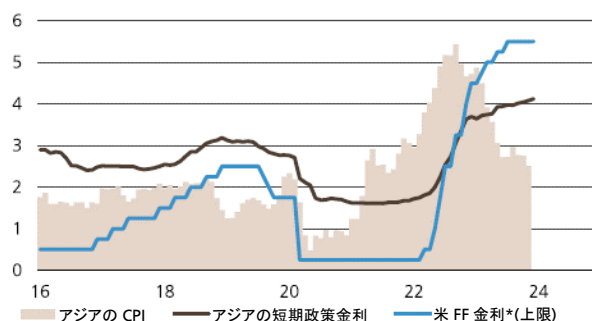


アジアの金融緩和は第2四半期から開始を見込む

アジア各国の中央銀行は、金利サイクルの頂点で利上げを一時停止しており、いまだタカ派コメントを発している。だが、インフレ率は概ねコロナ前の水準に戻っており、マネーサプライ(通貨供給量)と信用動向は景気サイクルの底まで低下している。金融緩和の準備は整ったと我々は考える。

インフレ率の低下は利下げ要因の1つ

%, CPIは前年同月比の上昇率、アジアは日本除く



*FF金利…フェデラル・ファンド金利(米国の短期政策金利)

出所: CEIC, UBS

アジア太平洋経済

アジアの利下げタイミングは、FRBの利下げ、米ドル相場、原油価格といった複数の異なる要因に影響されるだろう。一部の東欧・中東・アフリカ(EMEA)諸国はすでに利下げを開始しているが、アジアはまだその段階にない。インフレが鈍化しているとしても、性急な金融緩和は通貨下落をもたらす可能性がある。我々は現在、FRBが利下げに踏み切るタイミングは、米ドル全面高が解消する第2四半期になる可能性が高いとみている。よって第2四半期は、アジアの各国・地域でも政策金利が引き下げられるか、その期待が高まることで、大きな動きが予想される。

アジアの利下げ幅は国・地域によって異なると予想され、特に「高金利」のアジア新興国ではその傾向がより顕著だろう。インフレ率がコロナ前の水準近辺に戻っているからといって、必ずしも政策金利がコロナ前の水準に戻るわけではない。

最終利下げは為替の強さ次第：利下げは2段階になると考える。最初に資本流入が戻り通貨上昇の圧力がかかり、外貨準備が再度積み上げられる。この時に、政策金利の引き下げが開始されるだろう。その後、資本流入が続くと、さらなる利下げの可能性がでてくる。

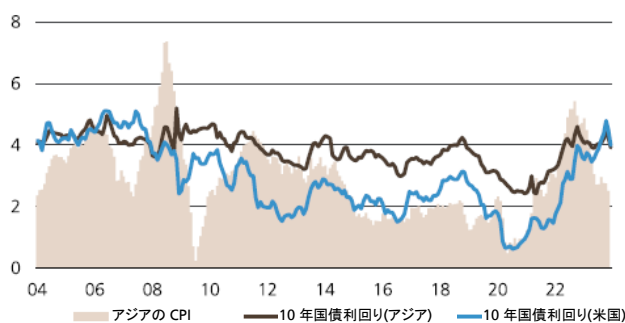
輸出の影響が大きい台湾と韓国では、2024年に複数回利下げが行われる可能性が高く、韓国ではおそらく100bp近い利下げになるだろう。ASEANとインドの利下げ幅はそれより小さいだろう。フィリピンとインドは、対外赤字と旺盛な国内需要から、通貨安定策を再導入しない限り利下げ余地は小さく、どちらも最大で75bpの利下げを見込む。インドネシアの追加利下げ幅は100bpで、政策金利がそれほど高くないタイとマレーシアの利下げ幅は50~75bp程度と予想する。

アジア地域の長期金利は低下に向かう

日本を除くアジア地域では、インフレ率と米国金利の低下を受けて長期金利も低下するとみられる。中国以外の金利は50~100bp低下するとみている。中国は、追加的な金融緩和により10年金利が2.5%を下回る余地がある。

長期金利はピークアウト

%、CPIは前年同月比の上昇率、アジアは日本除く



出所：CEIC、UBS

アジア太平洋地域のインフレ率と金利見通し

インフレ率			金利予想				
2024 年末時点の予想			Latest	Mar'24	Jun'24	Sep'24	Dec'24
AU	3.2%	cash rate	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.10%
		10Y	4.15%	4.40%	4.15%	3.90%	3.90%
NZ	2.2%	cash rate	5.64%	5.50%	5.50%	5.25%	4.50%
		10Y	4.56%	4.90%	4.65%	4.40%	4.40%
JP	1.8%	OIS	-0.03%	0.07%	0.13%	0.23%	0.23%
		10Y	0.58%	1.00%	1.00%	0.90%	0.80%
CN	1.1%	7D repo	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
		10Y	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
HK	1.9%	3m	4.8%	5.0%	4.8%	4.6%	4.6%
		10Y	3.4%	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%
IN	4.8%	3m	7.0%	6.6%	6.6%	6.4%	6.1%
		10Y	7.2%	7.0%	6.5%	6.3%	6.3%
ID	2.9%	7D repo	6.0%	6.0%	5.8%	5.3%	4.5%
		10Y	6.7%	6.5%	6.3%	6.0%	6.0%
SK	1.2%	3m	3.7%	3.5%	3.3%	2.8%	2.3%
		10Y	3.3%	3.3%	3.0%	2.5%	2.5%
MY	2.4%	3m	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
		10Y	3.8%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
PH	3.7%	3m	6.4%	6.4%	6.4%	5.9%	5.4%
		10Y	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
SG	2.8%	3mSORA	3.7%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%
		10Y	2.8%	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%
TW	1.8%	3m	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%
		10Y	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
TH	2.8%	3m	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%
		10Y	2.7%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%

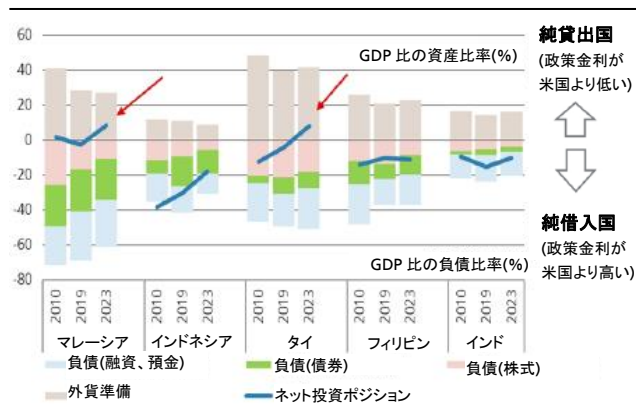
出所：ブルームバーグ、CEIC、UBS

2. 世界経済の脆弱性がアジア経済に与える影響とは？

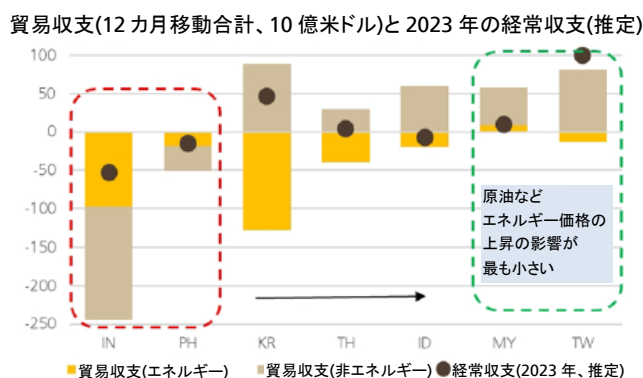
循環的成長の恩恵を受ける国々：世界の貿易サイクルの拡大や縮小から最も影響を受けるアジア諸国は、**韓国、台湾、マレーシア、タイ**である。昨年の製造業の落ち込みで最も打撃を受けたこれらの国々は、世界経済成長の底打ちに伴う回復の勢いがより大きいとみられる。対照的に、インドネシア、フィリピン、インドは、世界経済成長の循環的鈍化による影響をさほど受けにくい低付加価値品の輸出国であることが、昨年、世界の経済成長が鈍化する中でも相対的に高いリターンを上げることができた一因になっている。

米国金利の感応度：フィリピン、インドネシア、インドは**米国金利の変動に対する感応度が非常に高い**。これらの国の通貨は米ドルに連動しているわけではないが、純借入国のため、米金利が大きく動くと、これらの国々の調達コストが変動し為替にさらに圧力がかかる。その場合、最初は中央銀行が為替取引で吸収するが、昨年はそれだけでは十分ではなく、為替と物価を安定させるために政策金利の引き上げが必要となった。今年は、**米国のイールドカーブが低下するにつれて、純借入国の為替圧力は大きく緩和されるだろう**。また、昨年のような追加利上げの必要性が後退し、利下げ転換が可能になるとみている。

アジア太平洋経済



原油価格の変動による影響: 原油価格の上昇は貿易収支に打撃となる。インド、フィリピン、インドネシアは影響が大きく、台湾とマレーシアでは影響が最も軽微で、その他の国々はその中間だろう。インドネシアは、石炭、天然ガス、パーム油価格が原油価格と同様に上昇すれば、原油コストの上昇を相殺できる。台湾は製造業による巨額の貿易黒字が原油の輸入費用をある程度相殺するため、影響が小さいと考える。



原油や食料など、コモディティ価格の上昇はインフレ圧力にもつながり、支出に影響を及ぼす。アジアの小売売上高と消費は昨年わずかな打撃で済んだが、**地政学的事象が一時的にエネルギー価格の高騰をもたらした、消費の回復を遅らせかねない。**

1人当たりGDPが比較的低いインド、フィリピン、インドネシアでは消費者物価指数(CPI)に占める食料品と燃料のウェイトが高い傾向にある。だが、こうした国々は家計保護のため、価格転嫁の影響を緩和する財政措置を強化している。対照的に、台湾・韓国、シンガポールとタイでは、コモディティ価格の上昇がインフレに転嫁されるスピードが速い。エルニーニョ現象は、穀物の卸売価格への影響は今のところ小さいものの、依然としてリスクであり、政府による追加的な緩衝在庫計画や食料輸出制限といった対応策が図られる可能性がある。

3. アジア地域に関する質問事項

インフレ率——一時上昇も低位で推移: 中国を除くアジア地域の今年のインフレ率は、概ね3%を中心に低位で推移すると考える。中国では経済再開が供給を上回るサービス需要の増加につながり、デフレ脱却の兆しが見られるだろう。インフレ率の低下で実質所得は上昇し、支出が増加して、各国中央銀行は借入コストを引き下げ、消費を緩やかに押し上げることができる。

金融緩和——転換点: FRBに先立ち、一部の東欧・中東・アフリカ(EMEA)諸国はすでに金融緩和を開始している。欧州およびアジアの中央銀行はそれに追随し、おそらく今年第2四半期から50~100bpの利下げを行う可能性がある。米ドルの下落により、自国通貨に対する国際収支の圧力が和らぐにつれて、韓国やインドネシアなどがいち早く利下げに転じ、その他の国々が続くだろう。インドネシア、タイ、フィリピンで昨年行われた利上げは、自国の物価上昇対策だけではなく、**米ドル全面高の中、追加的なプレミアムを提供して自国通貨を安定させる目的もあった。**こうしたプレミアムは、米ドルの下落に伴って剥落するだろう。

日本——経済活動再開後に迎える2024年: 2024年の日本は堅調な個人消費と企業の設備投資を受けて、**長きにわたるデフインフレと経済成長の停滞から脱却し、2%の名目GDP成長率を達成すると予想する。**企業の前向きな価格・賃金設定行動が物価上昇へとつながり、これにより日銀は金融政策の正常化に踏み切るとみられる。我々は、2024年上期に日銀がYCCを撤廃し、マイナス金利を解除すると予想する。

中国本土——成長を促す政策対応: 中国の経済成長の足取りはまだ重い。我々は、**2024年のGDP成長率は4%半ば近辺で落ち着くと予想する。**不動産不況が長引いていることから、**今年の財政刺激策は昨年よりも成長促進を重視するだろう。**引き続き緩和的な金融政策がとられ、不動産支援策が拡充されるとみられる。我々は担保付き補完貸出(PSL)、城中村(都市部の村落)の再開発や公営住宅の整備を目的とした特別国債の発行、地方債務の再編に向けたさらなる動きなど、中央政府主導の金融支援が増えると予想する。FRBの政策転換は人民元安の圧力を弱め、人民銀行が**追加利下げを行う余地**が生まれる公算が大きい。

韓国と台湾——回復: 2023年第4四半期に鉱工業受注、輸出ならびにハイテクおよび石油化学セクターの回復が始まった。2024年は、輸出主導で経済成長率が上昇し、GDPが潜在成長率水準に回復するとみている。輸出が増加するにつれて、こうした経済の成長が景気循環の影響を受けやすい通貨を下支えし、その後、中央銀行は大幅な利下げに踏み切るだろう。**企業業績の力強い回復も予想される。**韓国企業の利益成長率は2023年に40%減と急速に落ち込んだのち、2024年はDRAM(半導体メモリの一種)価格の復調が特に追い風となり、60%の急回復を遂げると予想している。一方、台湾はファウンドリー(半導体の製造受託企業)の工場稼働率が通常の水準に回復するにつれて、2024年は企業利益が25%増と大きく回復すると予想する。

アジア太平洋経済

ASEANはソフトランディング: 今年度は貿易拡大と政策金利の低下見通しとともにASEANの経済が回復し、少なくとも9%増の企業利益が見込まれる。マレーシア、インドネシア、フィリピンでは国内需要が底堅く推移し、タイでは第2四半期に開始予定の支援策「デジタルウォレット」により経済が押し上げられるだろう。ASEAN通貨は米ドル安の恩恵を受けるとみている。主な貿易恩恵国はマレーシアとタイだ。インドネシアは引き続き金利収入の機会を提供するだろう。ASEAN諸国は、FRBの利下げ開始後しばらくの間、外貨準備を再度積み上げて、政策金利を50~100bp引き下げると予想する(マレーシアとタイは利下げ余地が最も小さい)。

インドー底堅い成長ストーリー: インド国内の需要は依然として底堅い。建設およびインフラ活動が旺盛な中、下支えの中心は引き続き設備投資だ。現政権の足元の支持率の高さを考えると、4~5月に行われる総選挙での政権交代リスクは低いと思われる。最近見られた自動車販売台数や物品・サービス税(GST)収入の落ち込みのような、選挙前の景気鈍化はリスクだが、公共投資の拡大がこれを相殺するだろう。

選挙以外では、**インドの構造的な消費拡大、海外直接投資(FDI)といった投資による成長ストーリー**は続くともっている。また、FRBと足並みをそろえて年後半には**緩やかな金融緩和が始まるだろう**。ただし、インフレと対外債務は大幅緩和の足かせになるとみられる。米ドル/インド・ルピーは短期的に83~83.5近辺で推移する可能性が高く、株式のバリュエーションも一見割高に見えるものの、2桁の安定的な企業利益成長を背景に、足元の水準が持続すると予想される。我々は今後12カ月のリターンを12~13%とみており、さらに上振れ余地もあると予想する。

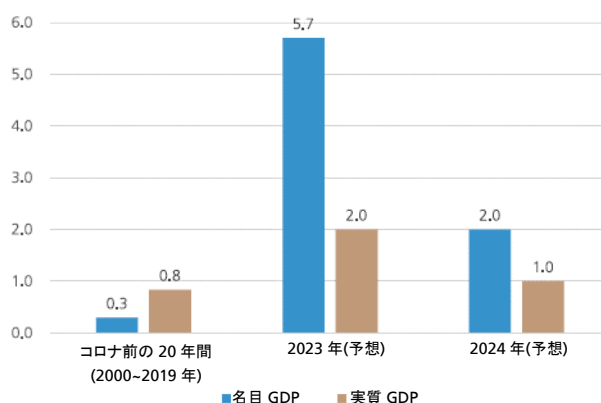
オーストラリア/ニュージーランドー対照的なランディング: オーストラリア経済は世界経済が減速傾向にある中でも持ちこたえてきた。経済成長率は、移民の増加と積極的な公共投資による後押しにより、潜在成長率こそ下回るものの、今後も底堅く推移するだろう。対照的に、ニュージーランドは、金融引き締め政策、農産物価格の変動、そして財政健全化を優先する動きなどを受けて一時景気後退入りするなど景気の低迷が続いている。インフレ率が公式目標を下回るのに伴い、ニュージーランドの方が(年央を目途に)先に利下げに踏み切るとみられる。一方、オーストラリアではインフレ率が高止まりしているため、中央銀行は当面タカ派姿勢を維持するとみられ、利下げ開始は9月になると見込まれる。

日本: 経済の新たな夜明け

我々は、日本が長期にわたるデフレーションと経済成長の停滞からようやく脱却しつつあると考えている。日本の名目国内総生産(GDP)成長率は2024年に2%に達し、コロナ禍前の20年平均である0.3%を大幅に上回る可能性がある。個人消費と企業の設備投資は堅調に推移すると予想される。企業の価格および賃金設定行動が徐々に変化しているため、賃金が上昇してインフレが定着する環境がつくられるだろう。これにより日銀が金融政策を正常化する下地が整う。日銀は2024年上期に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を撤廃し、マイナス金利政策を解除する可能性が高い。財政政策は、「財政の崖」(公的支出の急激な減少)に陥るのを回避し、景気を下支えし続けるだろう。

GDP成長率はコロナ禍前を上回る見通し

年平均成長率(%)



出所: ブルームバーグ、UBS

2024年は、堅調な内需、円安によるインフレ圧力の継続、および深刻な労働力不足に支えられ、足元の**インフレと賃金上昇の好循環**が持続すると我々は考えている。総合インフレ率は2023年を通して2%を上回り、大企業による前年比賃上げ率は1995年以降で最も高い2.1%となった。中小企業では、2023年の前年比賃上げ率が0.4%にとどまったが、2024年には中小企業にも賃上げの動きが波及すると予想する。輸出の落ち込みによる逆風が多少あるものの、企業の設備投資計画も依然として力強い。政治状況は安定を維持する見通しで、日銀の措置を含む経済政策は2024年に正常化した後も経済成長を引き続き下支えするとみられる。

2024年は堅調な賃上げが見込まれる

2023年は、日本の妥結賃金の前年比伸び率が3.6%と30年ぶりの高水準を記録した。しかし、月次基本給伸び率は妥結賃金伸び率と比べて小幅なものとなっている。その最大の理由は、大企業・中堅企業と中小企業との間の賃金格差だと我々は考えている。2024年に賃金が増えると見込む理由は2つある。第1に、中小企業の2023年7-9月期(第3四半期)の利益成長率が非常に高水準だったことが挙げられる。このことは中小企業による価格転嫁も順調に進捗していることを示唆している。第2

アジア太平洋経済

に、日本労働組合総連合会(連合)が現在「5%以上」の賃上げを要求しているからだ。

インフレ環境がようやく定着しつつある

我々は日本でインフレ環境がようやく定着しつつあると考えている。日本の消費者物価指数(CPI)は、コスト・プッシュ型インフレが次第に弱まり、経済再開に関連する品目の価格も鈍化しているため、2024~2025年に減速する見通しだ。生鮮食品を除いたコアCPIは2024年末まで2.0%近辺で推移し、2025年末までに1.5%前後まで低下するとみているものの、ここ数十年と比べれば依然として高い。中小企業を含む企業の価格設定行動が進捗しており、今後は堅調な賃金の伸びがサービス価格を下支えする見込みだ。

インフレ環境が賃金上昇の下支えに

左軸: 営業利益率予想、右軸: コアCPI



出所: ブルームバーグ、UBS

金融政策は中立化されるだろう

日銀はインフレと賃金の好循環に焦点を当てている。2024年に高いインフレ率と堅調な賃上げが実現すれば、日銀が2024年第1四半期にYCCを撤廃し、同第2四半期にマイナス金利政策を解除して政策金利を-0.1%から0%に引き上げる可能性は高い。我々の見解では、政策転換の目的は景気やインフレを冷ますことではなく、景気を下支えする方法で金融政策を中立化することだ。利上げ幅が10bpにとどまれば、日本経済への悪影響はないと我々はみている。また、我々は、日銀がすぐに利上げサイクルを開始するとは予想していない。日本の中立金利は1.5%前後とみられるが、日銀が今サイクルにおいて政策金利を中立金利の水準まで引き上げる可能性は低く、政策金利が0%から大きく乖離することはないだろう。前述したように、我々の見解では、日本が2%のインフレ率を持続可能なものにするのは依然としてハードルが高く、賃金を日銀の2%インフレ目標に見合った水準にするには、賃上げを予想以上に大幅に加速させる必要がある。

財政リスクは限定的

一部の投資家は日本の財政の持続可能性を懸念しているかもしれない。日本国債の利回りが上昇している局面ではなおさらだ。だが、我々は以下に挙げる理由から、短期的には日本の財政収支が市場のリスク要因になるとは考えていない。第1に、日本の財政ニーズは概ね国内金融機関によって満たされており、日本の国債発行残高の50%以上は日銀が保有している。

第2に、10年国債利回りの変化が緩やかであれば、日本政府の利払い費に直ちに影響はない。引き上げ後の新たな利率は新規発行証券のみに適用されるからだ。日本国債の平均償還年限(現在は9年6カ月)が長期化するなかで、平均利払い費の増加も緩やかとなるだろう。第3に、日本がデフレ/ディスインフレ経済から、緩やかなインフレが定着する経済へ移行しつつあり、名目GDPが堅調に伸びれば税収増につながると予想される。

市場へのインプリケーション

- **為替:** ドル円は過去3カ月間で152円前後から140円近辺まで急落したあと、目先は145円前後の水準で落ち着くと予想する。この予想では、足元で市場はFRBよりも大幅な利下げを織り込んでいるとみられることと、投機的な円ショートポジションはもはや積み上がっていないことを考慮している。しかし中期的には、FRBが利下げに踏み切ると予想される4-6月期(第2四半期)以降、ドル円は徐々に下落すると予想する。大半の主要中央銀行が政策金利引き下げを示唆または開始する可能性が高い状況では、日銀によるさらなる政策正常化もG10通貨に対する円相場を下支えするだろう。
- **金利:** 2024年上期にYCCとマイナス金利政策が解除された場合、10年国債利回りは上昇圧力を受け、上期に1.0%に達する可能性があると考えている。だが、今後は米国金利の低下が日本国債利回りの上昇を抑える可能性が高いため、現在のサイクルで中立金利に到達する可能性は低い。2024年下期については、日銀がマイナス金利政策解除後に政策金利を据え置く可能性が高いことを踏まえ、10年国債利回りはやや低下して2024年末までに0.8%まで緩やかに低下すると予想している。
- **株式:** 銀行株など高クオリティのバリュー株を推奨する。銀行株は金利上昇と株主還元の拡充が追い風になる。価格設定に競争力のある一般消費財などの内需セクターも有望とみる。こうした業種は緩やかなインフレと賃金の上昇から恩恵を受けると考えられるからだ。高クオリティのバリュー株以外では、出遅れているグロース株も動める。米国10年国債利回りがピークを付けたとみられるなか、2024年度の利益成長見通しが市場全体の予想を上回っているからだ。

中国: 成長率予想引き上げには追加の政策が必要

モメンタム失速で求められるより強力な刺激策

中国経済の足取りはまだ弱い。最近の経済指標は、特に不動産販売の勢いが再び失速していることを示唆する。2023年10-12月期(第4四半期)のGDP成長率は前年比のベース効果によって押し上げられ、年間では引き続き公式目標の「5%前後」を達成する見通しだ。だが、我々は長引く不動産セクターの軟調さと経済再開による景気底上げ効果の剥落を踏まえ、2024年のGDP成長率は4%台半ば前後に落ち着くと予想する。

2024年の中国のGDP成長率は4%台半ばで落ち着くとみられる

GDP成長率に対する寄与度



出所: CEIC、UBSによる推計

成長を促進するスタンスは政策支援の継続を示唆

中国の2024年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议が12月に開催された。会議では、実体経済で「需要不足」が起きているという現状認識が示され、成長を促進するスタンスを取ることが確認されたものの、大きなサプライズはなく、不動産および地方政府の債務問題に対処するための新たな具体策の詳細も明らかにされなかった。次に注目すべきイベントは3月5日に開催される全国人民代表大会(全人代)だ。全人代では政府活動報告が行われ、2024年の具体的な経済および政策目標が公表される。中国政府が今年の経済成長率を5%に近づけたのであれば、不動産と地方政府の債務リスク解消に向けて金融と財政の両面から政策対応を強化すると予想される。

金融緩和政策と財政拡張政策の強化

中国政府は2023年10月に追加財政支出として1兆人民元規模の特別国債の発行を発表した。これは、政府が景気の下支えに本格的に乗り出した可能性を示唆している。2024年度は、国債発行が増額され、財政赤字の対GDP比率は約3.5%程度となり(2023年度の比率は3.8%に上方修正、それ以前は約3%)、一方で地方政府への債券発行の割り当て水準は2023年と同程度となる可能性がある。こうした財政支出の拡大と昨年末に発表された特別国債の発行から、今年は財政が昨年よりも成長を後押しするとみられる。金融政策は、長引くデフレ圧力と不動産市場の軟調さに鑑みると、緩和的な政策が維持される可

能性が高い。ハト派姿勢を強めるFRBと先月の中国の一部の銀行による預金金利引き下げを受けて、中国人民銀行(中央銀行)には今後数カ月以内に中期貸出制度(MLF)と預金準備率(RRR)を通じたさらなる政策金利引き下げに踏み切る余地が生まれたとみられる。最初の預金準備率引き下げは春節(旧正月、2024年は2月10日)の前に実施され(注: 中央銀行は既に預金準備率を2月5日に0.5ポイント引き下げる計画を発表)、MLF金利は2024年1-3月期(第1四半期)に10~20bp引き下げられる可能性が高い。

不動産市場のテコ入れと地方政府債務再編を継続

不動産セクター(中国の対GDP比率は約25%)の低迷と地方政府傘下の投資会社「融資平台」の債務(対GDP比率は約48%)問題は、中国経済が抱える二つの大きな課題だ。消費者と投資家の信頼感を回復させるためには、これら2つの重要分野における政策が鍵を握る。我々は、より積極的な金融緩和、1級都市における住宅購入規制のさらなる緩和、担保付き補完貸出(PSL)による政策銀行への融資の拡大、城中村(都市部の農村)の再開発および公営住宅の整備のための特別国債の発行、地方政府の債務の再編推進といった追加の政策支援の導入が見込まれる。中国人民銀行は昨年12月に3,500億人民元規模のPSLを再開した。PSLの純増は昨年2月以来のことであり、この資金は城中村の再開発、公営住宅の提供、平時・災害時両用の公共インフラの建設という「3つの主要プロジェクト」への資金調達支援に充てられると考えられる。

市場へのインプリケーション

- **為替:** 昨年12月12日に閉幕した中央工作会议は全体的に成長促進重視の姿勢がみられ、米連邦公開市場委員会(FOMC)がハト派姿勢に転じたことで中国人民銀行が緩和バイアスを維持して経済を下支えする道が開かれた。米ドルに大きな変動がなければ、米ドル/人民元は7~7.30のレンジ内で推移すると我々はみている。
- **金利:** 我々は、中国人民銀行が不動産市場のテコ入れのため、預金準備率とMLF金利の追加引き下げに踏み切ると予想している。一方、追加金融緩和を受けて国債利回りは2.5%を割り込む可能性があるが、需給要因によってイールドカーブ(利回り曲線)がスティープ化する余地が生まれる。政策金利の引き下げは金利に下押し圧力を加えるだろうが、全体的な利回りは高水準に維持される債券供給量によって引き続き下支えされる見通しだ。
- **株式:** 保有する中国株式の中のディフェンシブ株の配分を引き続き高め、生活必需品、公益、一部の大手国有銀行、電気通信などのセクターに注目することを勧める。より成長を促進する政策が打ち出された場合は、インターネットや消費財セクターなどのマクロ環境の回復に敏感なグロース株と、資本財および素材セクターなどの景気敏感株を推奨する。中長期的には、経済成長が減速する環境下での中国の新たな投資の牽引役となるセクターを勧める。具体的には、高付加価値化、グローバル市場における存在感の高まり、テクノロジー・サプライチェーンの強化という3つの牽引役から恩恵を受ける自動車、消費財、ヘルスケア、テクノロジー、そしてオンラインゲーム・セクターを推奨する。

アジア太平洋経済

インド: 世界の成長リスクへのヘッジ手段

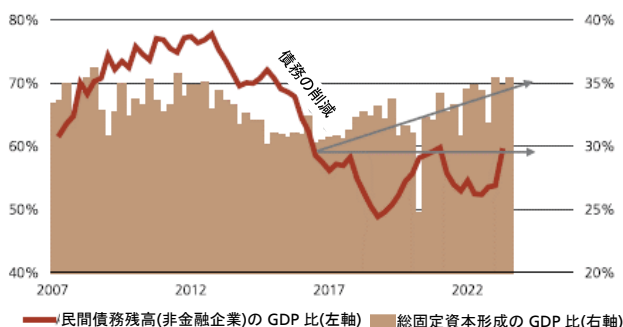
インドは、世界経済が減速する中でも急成長を遂げており、ここ数四半期のGDP成長率は7.5%超えと驚異的なペースとなっている。足元の内需は堅調だ。総選挙前の景気鈍化はリスクだが、それを除けば、構造的な消費拡大や海外直接投資(FDI)といった投資の成長ストーリーが継続すると我々はみている。また、FRBに追従して、2024年下期には金融政策がやや緩和されると予想する。ただし、インフレと対外債務が制約要因となる。

堅調な経済: 2023年は建設およびインフラストラクチャーの整備が活発化したように、総固定資本形成は7-9月期(第3四半期)は11%増、4-6月期(第2四半期)は8%増と、引き続き景気を下支えする重要な柱となっている。鉄鋼、セメント、電力の月間生産伸び率は2桁台を安定的に維持しており、過去6カ月間の資本財輸入は前年同期比で約20%増加している。GDP成長率に対する総固定資本形成の寄与度は35%と5年平均をやや上回っており、安定的な利益トレンドと民間セクターにおける比較的低いレバレッジ(資産に対する負債の比率)水準によってしっかりと景気が下支えされている。

インド経済のレバレッジは相対的に低水準、投資は活発

左軸: 民間債務残高(非金融企業)のGDP比

右軸: 総固定資本形成のGDP比

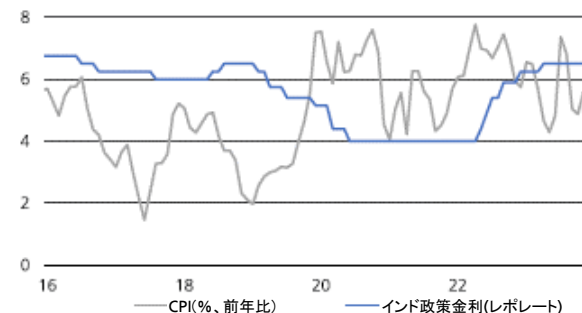


出所: CEIC、国際決済銀行(BIS)、UBS

金利が上昇するなかでも個人消費はよく持ちこたえている。センチメントは都市部と農村部の両方で良好だが、裁量的支出は都市部の方が相対的に好調だ。第3四半期の個人消費の前年同期比伸び率は前四半期を下回る3%強にとどまったものの政府の景気刺激策に支えられて過去4四半期並みとなった。

限定的な金融緩和政策: 政策金利はピーク水準にあるが、利下げに踏み切る説得力のある根拠は国内には見当たらないと我々はみている。根強いインフレ、好調な銀行融資、そして長期にわたり拡大してきた貿易赤字を背景に、利下げは2024年下期またはFRBの利下げ開始後に先送りされる見通しだ。今後12カ月については、消費者物価指数(CPI)の前年比上昇率が4~5%となり、政策金利(レポレート)は50~60bp引き下げられるとする市場のコンセンサス予想と我々の予想は概ね一致する。

インド 金融緩和の余地は限定的



出所: CEIC、UBS

構造的な下支え要因: インドは新型コロナ禍の中、年間500億~600億米ドルと潤沢なFDIを呼び込むことに成功した。FDIは広範な産業基盤の構築を支え、こうした動向は次の3つの鍵となる要因により加速するだろう。具体的には、1)特定のセクター(半導体、自動車・自動車部品、鉄鋼、電子機器など)において、売上高の増加分に対し補助金が付与される生産連動型優遇策(PLI)制度などの国内改革、2)世界の製造業サプライチェーンの分散化を招いた米中間の緊張、3)実質貿易加重ベースでみたインド・ルピーの相対的な安さが挙げられる。

リスク: モディ政権に対する現在の支持率に鑑みると、4~5月に行われる総選挙での政権交代リスクは低いと思われる。民間投資が滞ったとしても、公共投資の拡大がそれを相殺するだろう。原油価格の上昇が続けば、貿易赤字幅がさらに拡大すると考えられる。それによって経済成長見通しが押し下げられることはないだろうが、インド・ルピーを不安定化させ、政策金利引き下げを制限する可能性はある。比較的新しい決済プラットフォームの利用拡大によって銀行口座を持つ家計の数が増加しているため、銀行融資は堅調に推移している(3カ月比変化率は年率10~15%)が、信用リスクも高まっている。よって、資産の健全性を保つために規制が強化されると我々は予想する。

市場へのインプリケーション

- **為替:** インド準備銀行(中央銀行)がインド・ルピーを厳格に管理するなか、米ドル/インド・ルピーは2023年9月以降、82.7~83.5のレンジで推移している。2024年はキャリートレードを後押しする環境が整っているとみており、対米ドルで83.3~83.5のレンジでインド・ルピーの押し目買いを勧める。
- **金利:** インドの長期債利回りは7~7.5%のレンジで高止まりしており、暫定予算案発表に伴い市場のボラティリティ(変動性)はあるものの、2024年後半に米国金利低下および米ドル安と足並みを揃えて100bp低下するだろう。最大50bpの政策金利引き下げは2024年後半にずれ込む可能性が高い。
- **株式:** 総選挙への関心は高く、早期の世論調査の結果が判明すれば株式市場のセンチメントは下支えされるだろう。ただし、着実かつ緩やかに上昇している株式相場の本当の牽引役は依然として高い2桁台の利益成長率だ(2024年度は18.5%、2025年度は11.6%)。バリュエーションは一見割高に見えるものの、利益成長率の高さから、現在の水準は維持されると我々は考える。2024年の株価の上昇率は12~13%とみているが、さらに上振れる可能性がある。

アジア太平洋経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・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3233号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

アジア太平洋経済

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AG およびUBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649 号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会