

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

11

NOV. 2022

Page

- 01 見通しサマリー
- 03 世界経済・金融市場見通し
- 04 早見表 主要資産の見通し
- 05 早見表 主要国 - 予想値
- 06 早見表 その他の国々 - 予想値
- 07 各国経済・金融市場見通し
07. 米国/ 11. ユーロ圏/ 14. 英国/ 15. 日本
19. カナダ/ 21. 豪州/ 23. 中国/ 25. ブラジル
27. その他の新興国等
- 31 商品市場見通し
31. 原油/ 32. 金
- 33 付録 データ集
33. 当面のリスク要因
34. 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率
35. 株価指数・リート指数 - 推移
36. 為替レート・商品価格 - 推移
37. 経済指標 - 過去3年実績値・各国金融政策
38. タイムテーブル

循環か逸脱かの両睨み

- IMFは10月に公表した世界経済見通しで（世界経済の）「最悪の事態はこれからだ」と指摘した。当社も同様の考えであり、今回のハウスビューでは多くの国で来年のGDP成長率の見通しを下方修正した。
- 経済の「最悪の事態」がこれからやって来るのであれば、株価も一段と軟調になるのかというと、それはまた別のお話だろう。「最悪の事態」を織り込む形で過去数カ月の株価が調整したとも言えるからだ。現在、当社が特に注視しているのは、①循環か逸脱か、②ショックの火種、の2つである。



- 経 … 中立金利を大幅に上回る利上げにより、景気は2023年にマイナス成長に転落へ。
- 株 … 企業業績の悪化が当面のリスク要因も、利上げ停止時期を徐々に意識へ。
- 債 … 来年初に5.25%へ利上げ。当面の長期金利は高止まる一方、来年半ばから低下へ。
- リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
- 為 … 金利上昇による米ドル高圧力は後退しても、リスクオフによる米ドル高圧力が存続。



- 経 … 物価高騰や金利上昇を主因に当面は停滞も、2023年後半以降は景気回復軌道に。
- 株 … 英国への警戒は後退も、天然ガス調達リスクなど不確実性は依然高い。
- 債 … ECBは10月以降、計1.5%ポイントの追加利上げへ。ドイツの長期金利は早晚低下へ。
- 為 … 利上げがユーロ高要因、エネルギー不足とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因。



- 経 … 経済活動再開本格化やインバウンド回復期待の一方、輸入物価上昇が重しに。
- 株 … 円安や水際対策の緩和、緩和的な金融政策が株価をサポート。
- 債 … 金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。
- リ … 公募増資の増加が需給面での懸念材料も、割安感から緩やかに上昇。
- 為 … 金融緩和継続が円安要因も、世界景気減速懸念によるリスクオフや金利低下が円高要因。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 積極的な利上げの効果が経済全体に波及し、実質GDP成長率は徐々に減速へ。
- 債 … カナダ銀行はインフレ抑制に向けて利上げを継続。政策金利は来年1月までに4.25%へ。
- 為 … 米国の利上げに追随しきれず、目先は対米ドルで上値の重い展開。米ドル高の一巡待ち。



豪州

- 経 … 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファに。
- 債 … RBAは景気に配慮しながら利上げを継続し、政策金利は来年3月に3.6%へ。
- 為 … インフレ高止まりでRBAの利上げは長期化し、米ドル高一服の局面で買われやすい。



中国

- 経 … 11月以降経済正常化が徐々に進み、景気回復のペースが幾分速まる可能性が高い。
- 株 … 緩やかな経済正常化、金融緩和環境の中、上下に振れながらレンジを切り上げると予想。
- 債 … 安定的な推移を見込むが、海外の金利上昇を受け、相対的な投資妙味が幾分薄れる。
- 為 … 米中長期金利の逆転や割高感などが逆風も、経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。



ブラジル

- 経 … 積極的な財政政策や供給制約の緩和、インフレ沈静化が高金利の悪影響を和らげる。
- 債 … 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇も想定される。
- 為 … インフレ鈍化や高金利などを背景とした海外からブラジル証券市場への資金流入が支え。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

最悪の事態はこれから

過去1カ月の株価は、世界的に軟調に推移した。IMFは10月に公表した世界経済見通しで（世界経済の）「最悪の事態はこれからだ」と指摘。確かにその通りだろう。実際に今回、当社ハウスビューでも多くの国で来年のGDP成長率の見通しを下方修正した。例えば米国の場合、前年比▲0.4%（従来は同+0.7%）と、マイナス成長になると予想している。

株式市場のバリュエーションは割安圏に

ただ、経済の「最悪の事態」がこれからやって来るのであれば、株価も一段と軟調になるのかというと、それはまた別のお話だろう。「最悪の事態」を織り込む形で過去数カ月の株価が調整したとも言えるからだ。主要株式市場のバリュエーションは割安圏に入りつつあり、今後の「景気循環的」な企業業績の悪化リスクはある程度織り込まれている印象だ。

金融市場

循環か逸脱か

現在、当社が特に注視しているのは、①循環か逸脱か、②ショックの火種、の2つである。今後の景気の落ち込みが想定される範囲内のものか（景気循環）、それともその範囲を逸脱するのか。逸脱の場合には現在の市場の織り込み（調整）では「不足」ということになる。そして、逸脱をもたらす要因として考えられるのが何らかの「ショック」である。

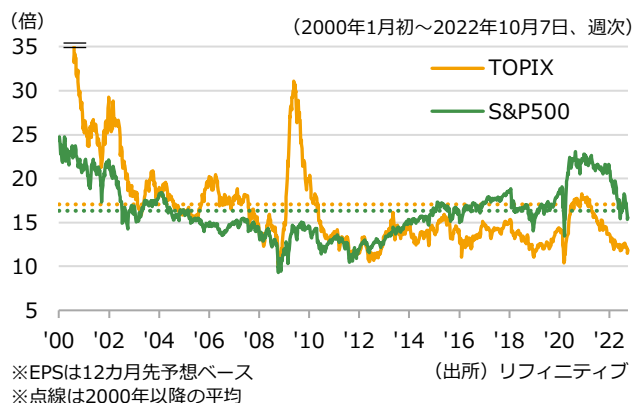
未知のリスクか既知のリスクの想定外か

IMFは世界経済見通しで、各国の金融政策が間違える（引き締めすぎる）等の下振れリスクを指摘した（右図参照）。ただ、これらは全て既知のリスクであり、同様に市場はある程度織り込んでいると考えられる。未知のリスク（ショックの火種）がどこかに潜んでいるのか、あるいは既知のリスクが想定以上のショックとなるのか否か。「循環からの逸脱リスク」を意識している。

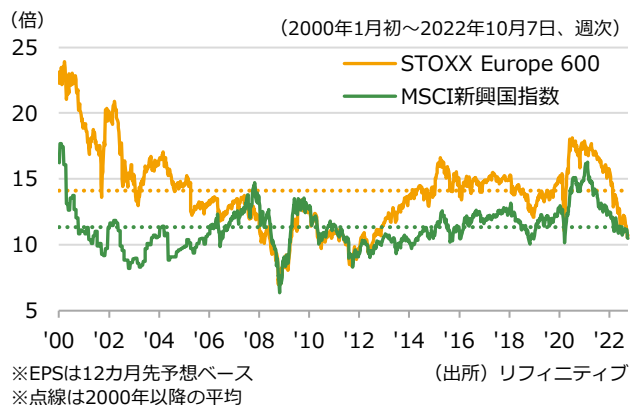
世界株式



日本・米国株式市場のPER



欧州・新興国株式市場のPER



IMFが世界経済見通しで指摘した下振れリスク

金融政策が間違える可能性
米ドルが一段と強くなり国家間の緊張につながる可能性
エネルギーと食料価格のショックによるインフレの長期化
世界的な金融環境のタイト化と新興国の過剰債務
天然ガス不足による欧州経済の落ち込み
新型コロナの再燃
中国の不動産部門の悪化と中国国内外への波及
地政学的な分断化による気候政策での遅れ

※世界経済見通し2022年10月号

（出所）IMF

早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

… 見通し変更前

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				中立金利を大幅に上回る利上げにより、景気は2023年にマイナス成長に転落へ。 物価高騰や金利上昇を主因に当面は停滞も、2023年後半以降は景気回復軌道に。 経済活動再開本格化やインバウンド回復期待の一方、輸入物価上昇が重しに。 積極的な利上げの効果が経済全体に波及し、実質GDP成長率は徐々に減速へ。 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファーに。 11月以降経済正常化が徐々に進み、景気回復のペースが幾分速まる可能性が高い。 積極的な財政政策や供給制約の緩和、インフレ沈静化が高金利の悪影響を和らげる。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				企業業績の悪化が当面のリスク要因も、利上げ停止時期を徐々に意識へ。 英国への警戒は後退も、天然ガス調達リスクなど不確実性は依然高い。 円安や水際対策の緩和、緩和的な金融政策が株価をサポート。 緩やかな経済正常化、金融緩和環境の中、上下に振れながらレンジを切り上げると予想。 目先は、原油価格の調整を好感し、買戻しが進みやすい地合いに。 順調な景気回復や、インフレ圧力が乏しいこと、資源輸出国であることが支え。 目先は、インフレの高止まりや大幅利上げの影響を受け、一時的に調整しやすい地合いに。 目先は、金融引き締めや大手企業の不祥事に警戒が必要だが、海外勢の買いが支え。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
	ベトナム				

債券	米国				来年初に5.25%まで利上げ。当面の長期金利は高止まる一方、来年半ばから低下へ。 ECBは10月以降、計1.5%ポイントの追加利上げへ。ドイツの長期金利は早晩低下へ。 金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。 カナダ銀行はインフレ抑制に向けて利上げを継続。政策金利は来年1月までに4.25%へ。 RBAは景気に配慮しながら利上げを継続し、政策金利は来年3月に3.6%へ。 安定的な推移を見込むが、海外の金利上昇を受け、相対的な投資妙味が幾分薄れる。 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇も想定される。 BOEは年内3.5%まで利上げして打ち止め。財政政策の見直しで長期金利は低下へ。 原油価格の下落、世界債券インデックス入りへの期待などが支えとなり、選好されやすい。 海外のリスク回避の影響を受けやすく、目先は金利上昇しやすい地合いに。 インフレ動向や米国の金融引き締めペースをにらみながら利上げを継続。 ※脚注参照 高インフレにもかかわらず、目先はエルドアン大統領の意向に従って利下げを継続。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				金利動向や賃料上昇の継続性に注目。 公募増資の増加が需給面での懸念材料も、割安感から緩やかに上昇。
	日本				

商品	原油				供給は下支え要因、需要は上値抑制要因で、WTIの想定レンジは80～100米ドル。 インフレ懸念と金融引き締めの闘いは後者に重配。買いポジション解消の動きに要注意。
	金				

※現地通貨建ての期待リターン・リスク・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

為替	米ドル				金利上昇による米ドル高圧力は後退しても、リスクオフによる米ドル高圧力が存続。 利上げがユーロ高要因、エネルギー不足とインフレによる景気悪化懸念がユーロ高要因。 金融緩和継続が円高要因も、世界景気減速懸念によるリスクオフや金利低下が円高要因。 米国の利上げに追随しきれず、目先は対米ドルで上値の重い展開。米ドル高の一巡待ち。 インフレ高止まりによりRBAの利上げは長期化し、米ドル高一服の局面で買われやすい。 米中長期金利の逆転や割高感等が逆風も、経常黒字を支えにレンジ推移を予想。 インフレ鈍化や高金利などを背景とした海外からブラジル証券市場への資金流入が支え。 追加利上げが債券高要因も、景気悪化や財政収支悪化への懸念が債券高要因に。 中銀がルピーを買い支えているが、貿易収支の悪化が懸念され、ルピー安が進みやすい。 海外のリスク回避の流れに注意も、資源輸出増による経常収支の改善が通貨の支えに。 貿易収支の悪化が引き続き懸念され、ペソ高要因に。 堅調な輸出が下支えも、目先は米ドル高で減価が進みやすく、米ドルベッグ制の行方に注視。 米国に歩調を合わせた金融政策により、対米ドルでは方向感に乏しい展開が続こう。 ※脚注参照 通貨防衛策にもかかわらず、インフレ動向を軽視した利下げにより、リラの減価傾向は継続。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2021年	予想値 2022年	2023年	2024年	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末
米国	5.7	1.5	-0.4	0.5	0.00 ~ 0.25	4.50 ~ 4.75	5.00 ~ 5.25	4.25 ~ 4.50	1.51	4.0	3.6	3.0
ユーロ圏*1	5.2	3.3	0.2	1.2	0.00 -0.50	2.50 2.00	2.75 2.25	2.25 1.75	-0.18	2.0	1.6	1.2
日本	1.7	1.6	1.6	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.3	0.3	0.5
カナダ	4.5	3.3	0.5	1.0	0.25	4.00	4.25	3.50	1.43	3.2	2.9	2.6
豪州	4.9	3.9	1.5	1.8	0.10	3.10	3.60	3.10	1.67	3.8	3.5	3.0
中国	8.1	3.8	5.4	5.0	2.95	2.75	2.75	2.85	2.78	2.8	3.0	3.2
ブラジル	4.6	2.9	1.2	1.8	9.25	13.75	10.75	8.00	10.94	12.0	10.0	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末		実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末
米国 NYダウ	36,338 18.7%	29,700 -18.3%	30,900 4.0%	33,200 7.4%	米ドル	115.08円 11.5%	144円 25.1%	135円 -6.3%	128円 -5.2%
米国 S&P500	4,766 26.9%	3,720 -22.0%	3,820 2.7%	4,110 7.6%	ユーロ	130.90円 3.7%	140円 7.0%	132円 -5.7%	127円 -3.8%
欧州 STOXX 50	4,298 21.0%	3,300 -23.2%	3,470 5.2%	3,740 7.8%	カナダ・ドル	91.08円 12.3%	105円 15.3%	100円 -4.8%	98円 -2.0%
日本 日経平均株価	28,792 4.9%	29,000 0.7%	31,500 8.6%	33,000 4.8%	豪ドル	83.68円 5.3%	94円 12.3%	95円 1.1%	93円 -2.1%
日本 TOPIX	1,992 10.4%	2,070 3.9%	2,210 6.8%	2,350 6.3%	中国人民元	18.09円 13.9%	20.0円 10.6%	19.9円 -0.5%	19.7円 -1.0%
中国 MSCI	84.29 -22.4%	80 -5.1%	90 12.5%	110 22.2%	ブラジル・レアル	20.65円 3.8%	28.2円 36.5%	28.7円 1.8%	27.2円 -5.2%

	リート			
	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末
米国 NAREIT指数	26,561 43.2%	24,000 -9.6%	25,900 7.9%	28,000 8.1%
日本 東証REIT指数	2,066 15.8%	2,000 -3.2%	2,050 2.5%	2,050 0.0%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2021年	予想値 2022年	2023年	2024年	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末
英国	7.5	4.4	-0.2	1.2	0.25	3.50	3.50	3.00	0.97	3.5	3.0	2.5
インド*1	8.7	7.2	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.6	7.0	7.0
インドネシア	3.7	5.7	5.4	5.2	3.50	5.00	5.50	5.00	6.38	7.5	7.8	7.5
フィリピン*2	5.7	6.8	5.5	5.3	2.00	5.00	5.00	4.50	2.18	4.4	4.2	3.5
ベトナム	2.6	7.2	6.2	6.5	4.00	6.00	6.50	6.00	-	-	-	-
メキシコ	4.8	2.0	1.0	1.5	5.50	10.50	10.75	9.00	7.57	10.0	9.0	8.0
ロシア*4	4.7	-	-	-	8.50	-	-	-	8.44	-	-	-
トルコ	11.4	4.5	3.5	4.0	14.00	9.00	12.00	15.00	23.18	11.0	14.0	16.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末		実績値 2021年末	予想値 2022年末	2023年末	2024年末
インド MSCI	2,037 27.3%	2,200 8.0%	2,300 4.5%	2,350 2.2%	英ポンド	155.74円 10.3%	161円 3.4%	152円 -5.6%	145円 -4.6%
インドネシア MSCI	6,696 1.5%	7,800 16.5%	8,200 5.1%	7,900 -3.7%	インド・ルピー	1.55円 9.5%	1.71円 10.4%	1.69円 -1.2%	1.60円 -5.3%
ベトナム VN指数	1,498 35.7%	1,200 -19.9%	1,400 16.7%	1,500 7.1%	インドネシア・ルピア*3	0.807円 9.3%	0.911円 12.8%	0.931円 2.2%	0.853円 -8.4%
					フィリピン・ペソ	2.26円 5.2%	2.38円 5.4%	2.41円 1.3%	2.42円 0.4%
					ベトナム・ドン*3	0.504円 12.7%	0.59円 17.0%	0.563円 -4.6%	0.542円 -3.7%
					メキシコ・ペソ	5.61円 8.0%	7.20円 28.4%	6.92円 -3.9%	6.74円 -2.6%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円 9.7%	- -	- -	- -
					トルコ・リラ	8.6円 -38.5%	7.2円 -15.8%	6.3円 -12.5%	5.5円 -12.7%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

サービス業中心に底堅い足元の实体经济

实体经济は2022年前半にマイナス成長を記録したが、足元の景気モメンタムは本来の底堅さを取り戻している。アトランタ連銀算出の7-9月期のGDPナウキャストは10月14日時点で前期比年率+2.8%と、マイナス成長だった前期の反動もあり潜在成長率を上回る加速を示唆している。製造業のモメンタムは低下基調にあるものの、サービス業の想定以上の底堅さが景気を下支えしている。

求人件数減少も労働需要は超過状態

労働需給に改善機運はみられるものの、労働需要（雇用者数と求人件数の合計）が労働供給（労働力人口）を上回った状態に変わりない。8月求人件数は1,005万件と前月から大幅減少を記録。他方、9月雇用者数は前月比+26万人と堅調に増加したほか、労働参加率低下の影響もあり、失業率は3.5%と前月の3.7%から低下。超過需要状態が継続する限り、賃金上昇率は高い伸びを継続する公算が大きい。

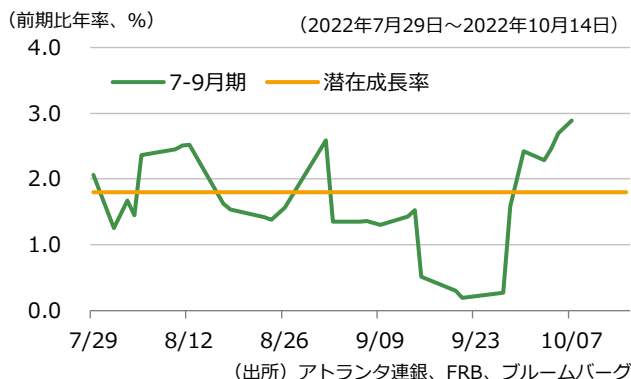
インフレ目標実現への遠い道

食品・エネルギーを除くコアCPIは2カ月連続の上振れを記録。住居費が力強く上昇し続けているほか、賃金上昇がサービス価格を全般的に押し上げた。サービス価格上昇を相殺するような財価格の弱さも依然顕在化せず。利上げペース減速の前提となるインフレ鈍化は一向に確認されない状況のままであり、利上げペース減速の先送り及び利上げ到達点の再引き上げの可能性が高まっている。

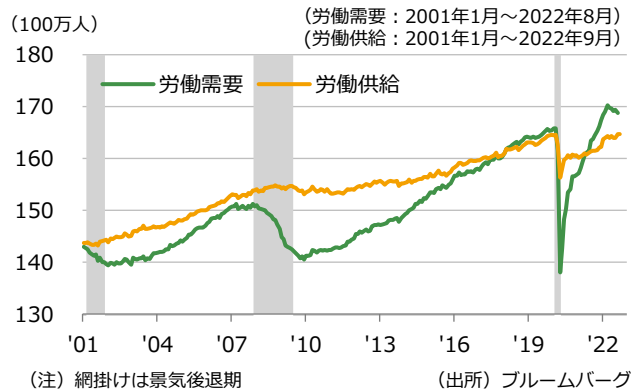
高金利政策を受けて景気後退の可能性

10年実質金利が潜在成長率に迫りつつあるなど、中立金利を大幅に上回る高金利政策の直接・間接的な下押し圧力を受け、景気モメンタムは中期的に悪化すると予想。2023年実質GDP成長率見通しを前年比▲0.4%のマイナス成長へと下方修正した。他方、インフレ抑制の進展とともに金融引き締め段階的な緩和を踏まえ、2024年実質GDP成長率を前年比+0.5%と想定、マイナス成長継続は見込まず。

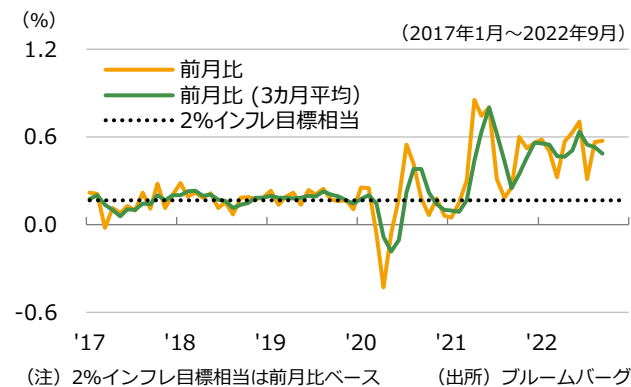
7-9月期のGDPナウキャスト



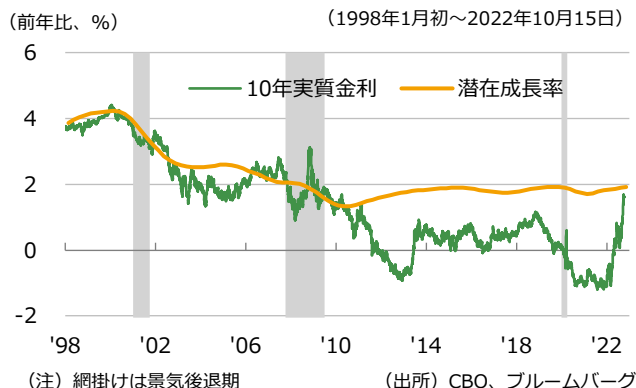
労働市場の需給バランス



コアCPIに見る物価上昇モメンタム



10年実質金利と潜在成長率





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。CPIの上振れなどによりFF金利先物が織り込む最終的な政策金利水準の見通しは、この1カ月間で4.9%台まで上昇した。一部の財で需要減退が明確になるなど、景気悪化は顕在化しつつある。利上げ停止時期への確度が高まれば、市場センチメントの改善が期待されるものの、目先はまだ企業業績悪化による株価の下振れリスクを警戒する局面にあると考える。

実質金利は一段と上昇

S&P500のPERは15倍台とヒストリカルに見ればやや割安な水準にある。しかし、実質金利とPERの相関を考えると、株価の調整リスクは残るとみる。それでも2023年後半に入れば2024年の利下げ開始時期が株式市場の焦点となり、この局面ではバリュエーションの切り上がり相場を支える展開になると予想する。当面は、利上げ停止時期と最終的な政策金利水準の市場織り込みの変化を注視したい。

企業業績は下振れリスクが残る

当社では、政策金利見通しの引き上げを反映し、23年の実質GDP成長率予想を▲0.4%に下方修正した。GDPと米国の企業業績には一定の相関性があり、23年のEPS伸び率が1桁台後半となっている現在のコンセンサス予想は下方修正余地があると考え。利上げ停止時期への注目により、時間の経過と共に株価は徐々に下値耐性を示すと考えているものの、目先の業績悪化リスクには注意が必要だろう。

雇用関連統計は一部で軟化

人手不足の程度を示す求人率は8月が6.5%と7月の7.2%から低下した。雇用関連統計の一部で軟化が見られたことは、インフレ抑制という面でポジティブと考えている。ただし、低下した求人率も過去と比べれば高く、インフレ圧力低下のためには更なる軟化が求められる。雇用関連統計の軟化がより顕著となれば、株式市場のセンチメント改善が期待されるため、同統計には引き続き注目したい。

S&P500の推移

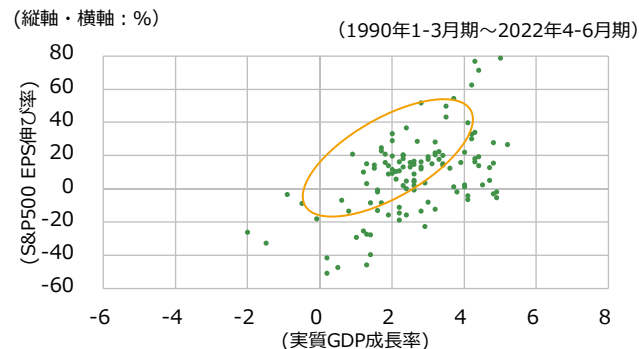


米実質金利とS&P500のPER



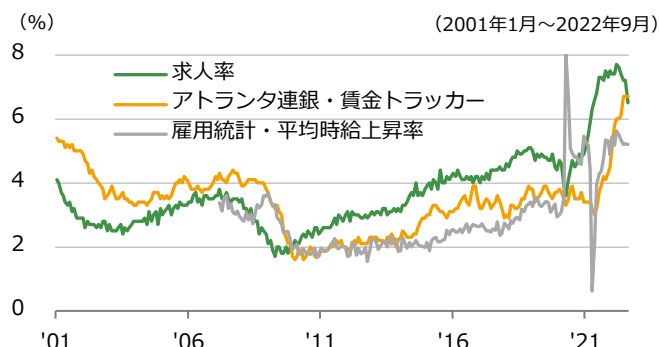
※PERは12カ月先予想EPSベース
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

GDP成長率と米国企業業績



※EPS伸び率はS&P500四半期EPSの4四半期移動平均・前年同期比
※GDPは実質GDPの前年同期比
(出所) ブルームバーグ、S&Pより大和アセット作成

求人率と賃金伸び率



※求人率は求人数/(雇用者数+求人数)で直近は2022年8月
※賃金指数は共に前年同月比、平均時給上昇率は2007年3月から
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

政策金利・長期金利見通しを上方修正

CPIの上振れを受けて、2023年末の政策金利見通しを5.25%、長期金利見通しを3.6%へと上方修正。利上げ幅縮小は来年初へと持ち越される一方、「前倒し利上げ」である以上、来年初での利上げ打ち止めとの見方に変更なし。物価指標次第では利上げ到達点が揺れ動く可能性が十分ある。2024年半ばから利下げ開始を想定、2024年末の政策金利見通しを4.50%、長期金利見通しを3.0%と想定。

ショックに近い状態にある債券市場

英財政懸念の高まりもあり、長期金利は4%台へと上昇。金利が単に上昇しているに留まらず、米国債の予想変動率であるMOVE指数はコロナショック時の水準へと上昇している。度重なる利上げが債券の需給環境を大幅に悪化させていた中、債券市場での不安心理が一段と強まった格好。利上げ停止時期へと一段と接近するまで金利上昇圧力が燦るだろう。

リート

金融引き締めを背景に下落

米国リート市場は、9月半ばから10月半ばにかけて、根強いインフレ圧力を背景とした継続的な金融引き締め政策や、それに伴う金利の上昇が嫌気され下落。不動産賃料はおおむね堅調に推移しているものの、金利上昇を受けてのバリュエーション低下が続いている。10月後半から7-9月期の決算発表が始まるが、2023年の見通し、特に金利上昇の業績面への影響について注目したい。

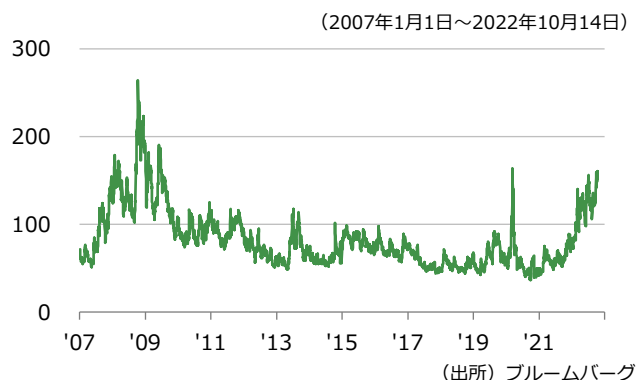
バリュエーションは割安水準に

業績動向は堅調な一方で株価は下落し、バリュエーションは低下が続いている。予想配当利回りでも過去と比較して高水準になりつつある。短期的には金融政策や金利動向に左右される展開が続こうが、金利上昇に落ち着きが見られれば、米国リートが持つ長期的なキャッシュフローの成長性などが再評価されると考える。

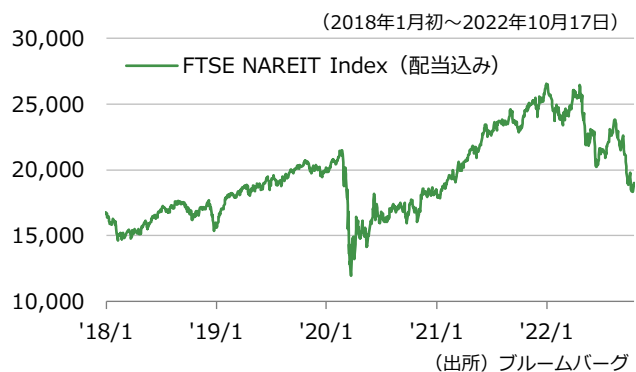
米国政策金利・長期金利の推移：実績と予想



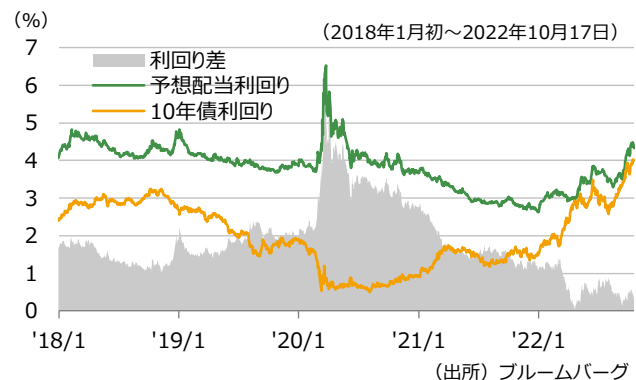
米国債の予想変動率：MOVE指数



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドル円は基本的に日米金利差と連動

一時的に日米金利差と米ドル円の連動性が薄れた局面では、日銀の金融緩和修正期待の反動による円安、欧州景気悪化懸念によるユーロ安・米ドル高、円買い介入による円高が、連動性低下の要因となった。ただ、日米5年国債金利差と米ドル円の連動性がなくなったわけではない。日米金利差のわりに米ドル円が高めの水準にはなりつつも、日米5年国債金利差と米ドル円は基本的に連動を続けている。

米ドル円の上昇余地は限定的か

日米5年国債金利差が4.0%なら米ドル円は145.2円を中心に139.6～150.8円（推計値±標準誤差×2）、4.4%なら150.0円を中心に144.4～155.6円に収まりやすい。また、米金利上昇・リスクオフの局面では米ドル円が上昇しやすいとはいえ、推計値（中央値）を上回りにくい傾向もある。日米5年金利差が4.4%までの拡大にとどまれば、米ドル円は150円程度までの上昇となりやすいと見ている。

米ドル高を促した米実質金利上昇

米国の名目金利の上昇のわりに米ドル円の上昇が速くなった原因の一つに、実質金利の上昇がある。FRBがインフレ抑制へ金融引き締め姿勢を強めたことにより、期待インフレ率が抑えられる一方で実質金利が上昇した。名目金利よりも実質金利の上昇幅が大きくなり、米ドル高を促した。ただ、5年実質金利は2009年以降のピークである2%弱まで上昇し、さらなる実質金利上昇と米ドル高は限定的と見る。

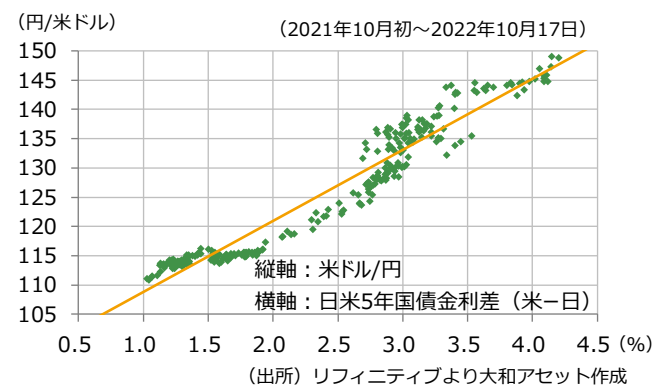
米経済指標が米ドル円下落に働く可能性

米国の経済指標が市場予想を上回るケースが増え、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇した。米ドル高が景気に与える悪影響が一時的に緩和したことが一因と見られる。ただ、11月にかけては米ドル高の悪影響が再び拡大して米経済指標を悪化させる要因になると考えられる。米経済指標が市場予想を下回るケースが増えてESIが低下に転じ、米金利低下と米ドル円下落に働く可能性があるだろう。

日米5年国債金利差と米ドル円



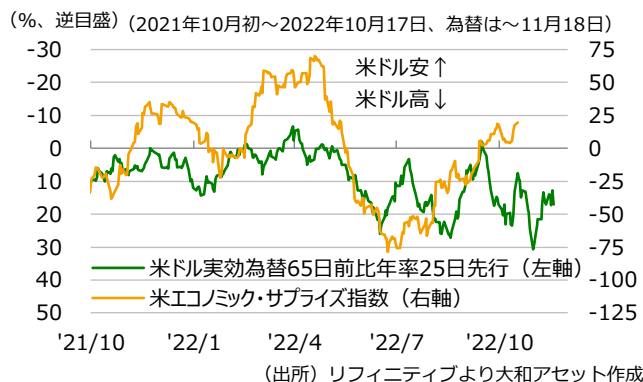
日米5年国債金利差と米ドル円



米実質金利と米ドル円



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





経済

2023年後半以降は再び景気回復軌道に

実質GDPは2021年4-6月期以降、2022年4-6月期まで5四半期連続のプラス成長で、2022年前半に至っても年率3%弱と好調であったが、物価高騰に伴う実質購買力の低下や金利上昇を主因に、2022年後半はゼロ成長、2023年前半は若干のマイナス成長を見込む。しかし、各国の物価急騰対策もあり、天然ガス価格の下落を前提に、2023年後半以降は景気回復軌道に復すると想定する。

景況感は着実に悪化も程度は緩やか

PMIは9月に製造業が8カ月連続、サービス業が5カ月連続で低下し、かつ製造業は3カ月連続、サービス業は2カ月連続で50を下回った。着実に悪化しているが、新型コロナウイルス発生直後の様な極端な下振れではない。水準的にも、金融政策対応で制御可能な、通常の景気減速から浅い景気後退を示唆する程度で、「危機」は予見されず。輸出の寄与が剥落したドイツの悪化が相対的に大きい。

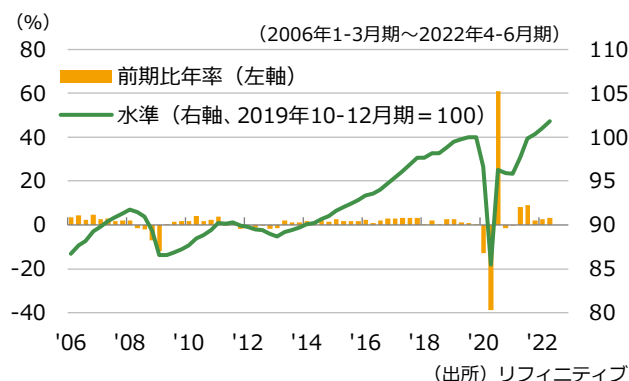
個人消費の回復は物価動向次第

失業率は4月から3カ月連続で6.7%の後、7、8月は6.6%と、労働需給は依然ひっ迫している。にも拘らず、実質小売売上高が昨年6月をピークに減少基調に転じ、今年の6月以降3カ月連続で減少しているのは、インフレ率が昨年7月に2%を上回ってから上昇基調にあり、特に最近の一段の上昇が家計を直撃しているためと考えられる。個人消費の回復はインフレ率の低下を待つしかない。

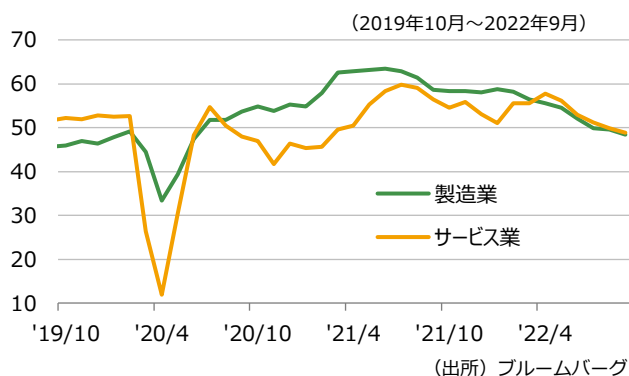
2桁に達したインフレ率も早晚低下へ

9月消費者物価指数は総合で前年同月比10.0%、コアで同4.8%と、何れも99年のユーロ発足来最大の伸びを更新中。うちエネルギー価格は同40.8%もの上昇に及ぶ。しかし、代替先からの調達等で、天然ガスの在庫率は順調に上昇し、天然ガス価格は8月下旬のピークから半値以下に下落していることや、商品市況全般は6月をピークに下落基調にあることなどから、インフレ率は早晚低下に転じよう。

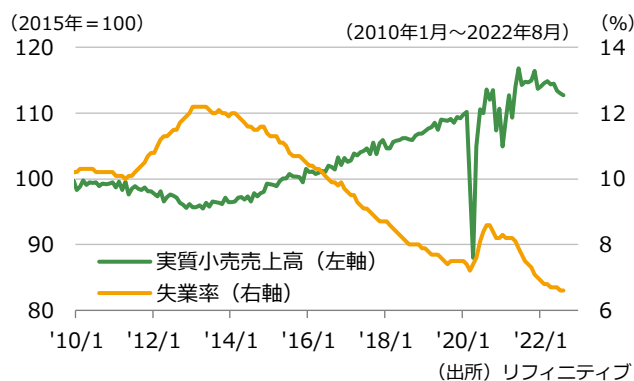
実質GDP



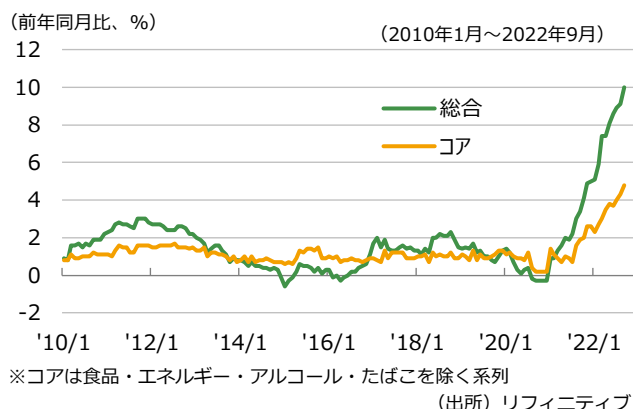
PMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

やや弱気スタンスを継続

17日に英国政府が減税策のほぼ全てを撤回すると表明したことで、不安定な動きとなっていた英国の金融市場は今後、落ち着きを取り戻すことが期待される。しかし、欧州全体で見ればエネルギー調達リスクなど相対的に不確実性が高い状況に変わりはない。Euro STOXX 50の22年末予想値は3,300pを継続するものの、リスク材料が顕在化した際の下振れリスクを考慮し、やや弱気の判断は継続する。

相対的に不確実性が高い状況は変わらず

Euro STOXX 50のボラティリティ指数は30程度と不確実性が高い状況が継続。欧州の景況感指数は悪化が顕著であり、今後はECBの利上げの影響も懸念される。消費抑制や代替調達により欧州の天然ガス貯蔵率は高位であるものの、調達リスクが欧州の固有リスクである状況に変わりはない。欧州が相対的に不確実性が高い状況は続いていると考える。

債券・金利

ECBの利上げは市場予想よりも緩やかに

ECBは7月に0.5%ポイントの利上げで約8年振りにマイナス金利を脱した。9月はインフレの加速で利上げ幅を0.75%ポイントに拡大。何回かの追加利上げが必要とラガルド総裁は明言しており、10月以降0.75%、0.5%、0.25%ポイントの連続利上げを実施し、打ち止めと想定する。市場予想よりも緩やかな利上げで、ドイツの長期金利は早晩低下に転じよう。2024年には小幅な利下げを見込む。

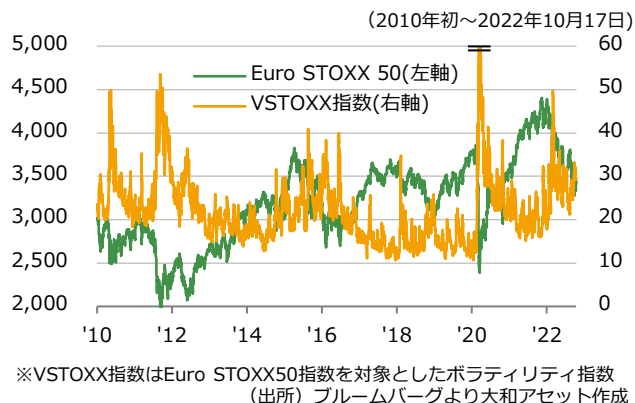
ECBは今年末にも証券の再投資を停止へ

ECBはPEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）、APP（従来の資産購入プログラム）による新規の資産購入をそれぞれ3月末、7月初に終え、現在は保有証券の償還分の再投資のみ実施している。PEPPについては少なくとも2024年末までの再投資が謳われているが、APPについては今年末にも再投資の停止を見込む。

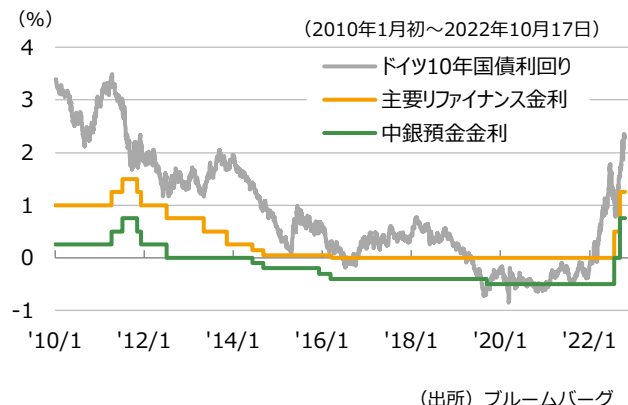
Euro STOXX 50の推移



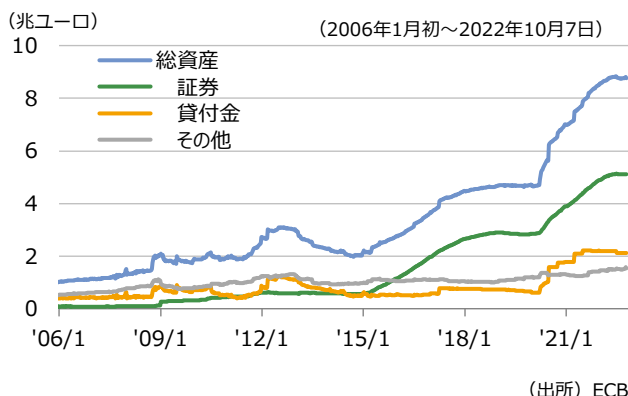
株価指数とボラティリティ指数



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの資産残高





為替

ユーロ高・円安が進行

相対的金利上昇（低下）やリスクオン（オフ）はユーロ高（ユーロ安）に働く。ユーロ圏の金利が日本に比べ上昇したことから、ユーロは対円で上昇し、英政府の減税撤回方針もポンド高とともにユーロ高に作用した。ただ、ECBの利上げ織り込みが進んだので、金利上昇余地は限定的と考えられる。ユーロ圏の景気後退懸念やインフレ・ピークアウトが金利低下につながると、ユーロ安・円高に転じるだろう。

金利動向に反したユーロ安・米ドル高

8月以降はECBの利上げ観測の高まりによりドイツ金利が米国に比べ上昇し、ユーロ高・米ドル安要因となったが、リスクオフによりユーロ安・米ドル高が進行してきた。ドイツ金利は米国に比べ低水準であり、相対的な低下余地は限定的と考えられる。リスクオフが続くとユーロ安要因とはなるが、ドイツ金利が米国に比べ大幅に低下しないようであれば、ユーロは対米ドルで底堅く推移するだろう。

リスクオフがユーロ安要因に

米国などの株価は今年、金利上昇を受けて下落してきた。一方、原油価格は年前半に供給減少懸念で上昇したが、年後半には需要減退懸念で下落した。8月から9月にかけては株価と原油価格がともに下落しており、リスクオフ傾向が強まったと言える。相対的な金利上昇にもかかわらずユーロ安・米ドル高が進んだのもリスクオフによる。リスク許容度の動向が、ユーロ相場を左右する一因となるだろう。

予想比での経済指標改善はユーロ高要因

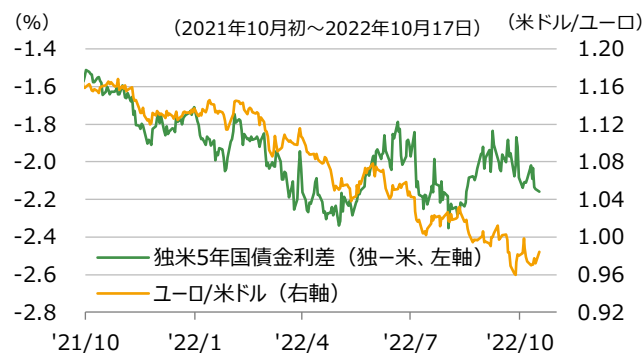
市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、米国、ユーロ圏、日本のいずれも上向きで、相対比較からはユーロが米ドルや円に対して変動しにくい状況にある。ただ、先進国の指数が上昇を続けるようなら、全体観からはリスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高の要因となる。なお、新興国全体のサプライズ指数は中国の影響で低下し、ゼロ近辺で横ばいで推移している。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



(出所) リフィニティブ

独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



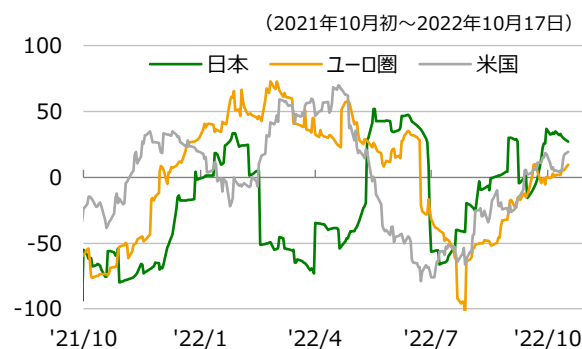
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

原油価格と株価指数



(出所) リフィニティブ

日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



(出所) シティグループ、リフィニティブ



経済

2023年前半まで景気後退局面の公算

実質GDPは2022年4-6月期に前期比0.2%（前期比年率0.8%）と、5四半期連続のプラス成長に。しかし、7-9月期は特殊要因もあり、マイナス成長の可能性が高く、10-12月期以降も物価高騰に伴う実質購買力の低下や金利上昇を主因にマイナス成長の継続を見込む。2023年後半以降はインフレ率の低下を受けて景気は緩やかな回復を想定するが、GDPの水準がコロナ前を上回るのは2024年半ば。

政策対応と需要減でインフレ率は低下へ

消費者物価指数は総合で前年同月比10%前後まで上振れている。エネルギー価格の高騰に加えてポンド安も要因。しかし、家計・企業を対象に半年で600億ポンドものエネルギー価格抑制策が講じられるため、インフレ率は全体としてまもなく低下に転じよう。供給制約は継続も、需要の減少が大きく、インフレ率はその後も低下基調での推移を見込む。

為替

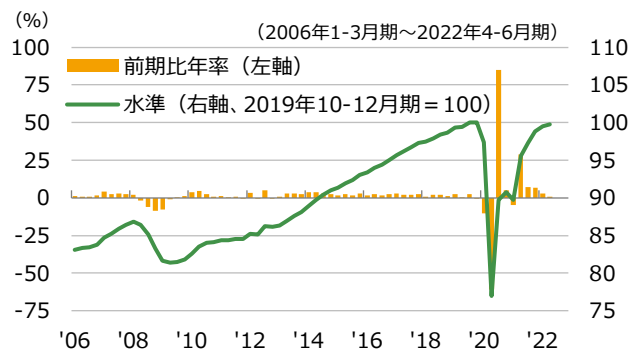
BOEは責務に忠実に金融引き締めを遂行

BOEは昨年12月から継続的に利上げを実施している。財政政策とポンド安を考慮し、利上げ幅を8、9月の各0.5%ポイントから11月は0.75%ポイントへ拡大し、12月の0.5%ポイントで打ち止めと想定する。減税策の大幅な見直しで過度な利上げは不要に。2024年には小幅な利下げを見込む。BOEはインフレ目標の達成の責務に忠実に金融引き締めを遂行し、保有証券の売却も11月初から開始しよう。

金利上昇・ポンド安が反転

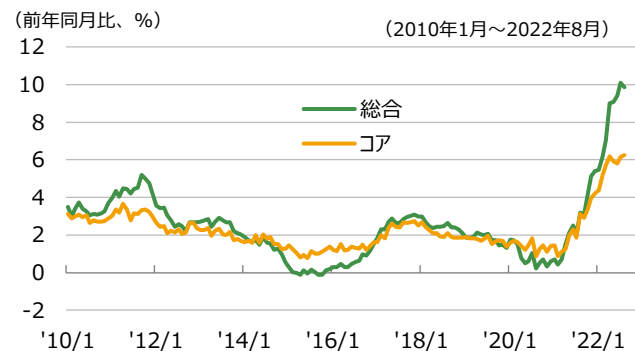
英国の長期金利がドイツに比べ大幅に上昇するなかで、ポンドは米ドルやユーロに対し下落した。トラス政権の大型減税計画が財政赤字拡大や利上げ幅拡大の見通しを通じ、金利を上昇（国債価格を下落）させるとともにポンド安に作用したため。ただ、政府は減税計画をほぼ全て撤回するとしたため、相対的に長期金利が反落し、ポンドが反発している。

実質GDP



(出所) リフィニティブ

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・たばこを除く系列

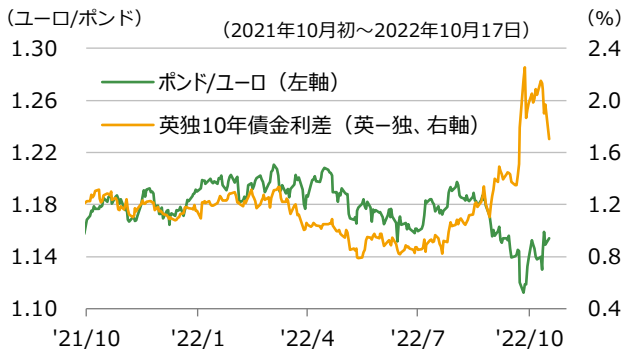
(出所) リフィニティブ

政策金利と長期金利

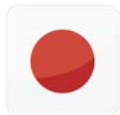


(出所) ブルームバーグ

ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

経済活動再開と輸入物価上昇の綱引き

IMFが発表した2022年10月世界経済見通しでは日本の2023年実質GDP成長率見通しは前回比0.1%ポイント引き下げられ1.6%となったが、他地域の見通しも下方修正されたため、主要先進国の中では最も高い成長が見込まれている。遅れていた新型コロナウイルス影響からの回復が進んでいるが、為替の大幅な円安進行による輸入物価上昇のマイナス影響により、成長が加速する状況とはなっていない。

インバウンドの復活に期待

10月11日より入国者数の上限が撤廃され個人旅行者の入国が解禁された。日本の入国制限緩和は諸外国に比べ大きく遅れており、為替の大幅な円安の進行もあって訪日観光客の急回復が期待される。また、同日から「全国旅行割」や「イベント割」も開始されるほか、11月からは住民税非課税世帯等への5万円の臨時特別給付が開始されるなど、日本の内需回復の本格化が期待される状況にある。

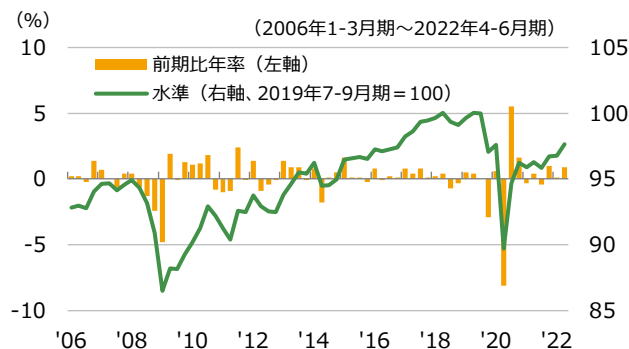
自動車生産回復基調も電子部品生産調整

8月の鉱工業生産指数は前月比で+2.7%と3カ月連続で上昇し新型コロナウイルス感染拡大前である2020年1月を上回った。自動車生産が回復傾向にあるほか半導体製造装置など生産用機械が好調であった。一方、生産調整の影響から電子部品・デバイスが大幅なマイナスとなった。米中分断の影響などから半導体製造装置の生産拡大が続いており、将来の供給過剰要因とならないかが懸念される。

コストプッシュによる物価上昇

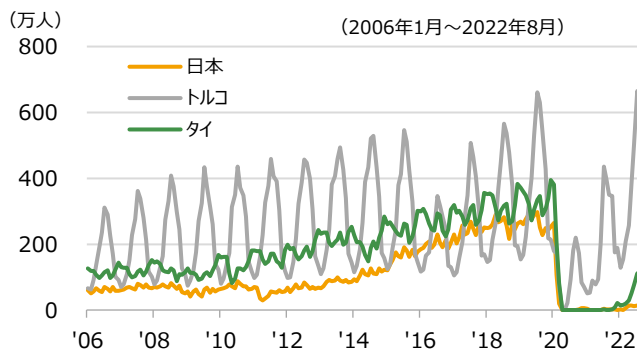
9月の東京都区部の消費者物価指数（前年比、以下同じ）は、2.8%上昇となった。エネルギーが24.2%上昇したほか、食料も4.2%上昇した。大幅な円安による輸入物価上昇の価格転嫁が進んでいる。一方、住居やサービス等は小幅な上昇に留まり物価上昇に広がりは見られない。物価上昇を考慮した実質賃金も低下傾向にあり、日銀の目指す物価目標の達成には依然時間を要するものと思われる。

実質GDP



(出所) 内閣府より大和アセット作成

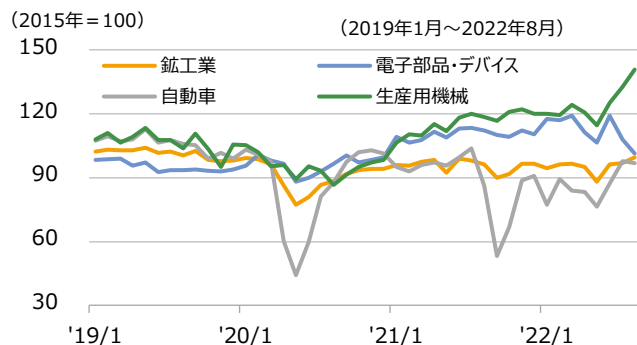
各国の月間外国人入国者数



※日本：訪日外客数、トルコ：外国人観光客数、タイ：入国者数

(出所) ブルームバーグ

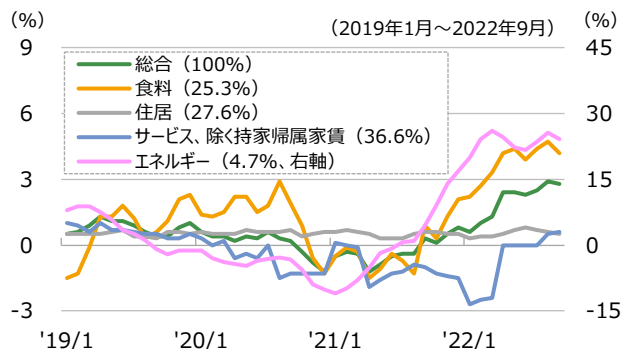
鉱工業生産指数



※季節調整値

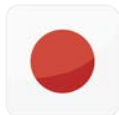
(出所) 経済産業省

消費者物価指数（東京都区部、前年比）



※2020年=100、エネルギーのみ右軸。括弧内は指数の構成比

(出所) 総務省



株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気を継続する。直近1カ月の株価は先進国内で中位も、米国株対比では底堅い動きとなった。世界的な利上げやインフレ高進により金融市場のリスクセンチメントは悪化している。このような環境下、日本株は水際対策の緩和によるインバウンド回復期待など分かり易い独自のプラス要因があり、世界的に景気後退リスクが警戒される中において、選好され易い状況にあると考える。

PBRの観点では下値余地あり

TOPIXのPERは12倍程度と低位な一方、PBRは1.2倍弱。ISM製造業景況感指数が明確に50を下回り、景気後退が強く意識される局面では、PBRは1倍を目指す展開が予想され、PBRの観点からは株価に一定の下値リスクはあるとみる。しかし、円安による外需企業の利益押し上げや、水際対策緩和による内需企業の業績改善期待がある中では、下落は一時的なものに留まる可能性が高いと考える。

日本人の国内旅行に回復余地

インバウンドの改善に注目がある集まる一方、政府支援の寄与などが期待される国内旅行にも改善余地があると考え。日本人の国内旅行に関する統計を見ると、2019年対比で宿泊回数が1割前後、直近が6月である旅行消費額も足元で2019年を2割前後下回る水準にあると推測される。新型コロナ禍で抑制されていた需要には回復余地が残ると考えており、内需企業の業績に寄与することが期待される。

緩和的な金融政策は株価のサポート材料

金融引き締めが景気に与える影響が世界的に警戒される中、日本と欧米の金融政策の差は意識され易い状況が続いている。過去を見ても、欧米が利上げを実施し、日本が金融政策を据え置いている期間の日本株のパフォーマンスは相対的に良好となり易い。インフレ高進により、米国の最終的な政策金利水準見通しの市場織り込みに変化が見られる中、金融政策の差がより意識され易い環境にあると考える。

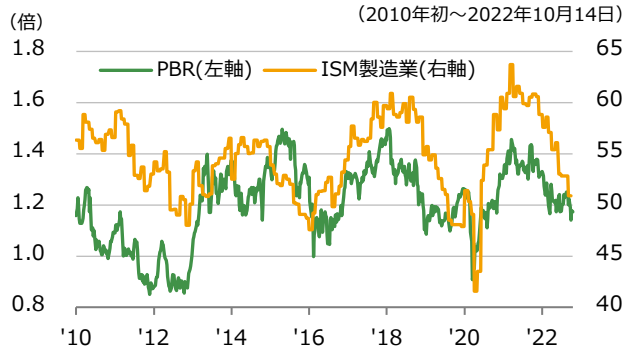
TOPIXの推移

(2019年初～2022年10月17日)



TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

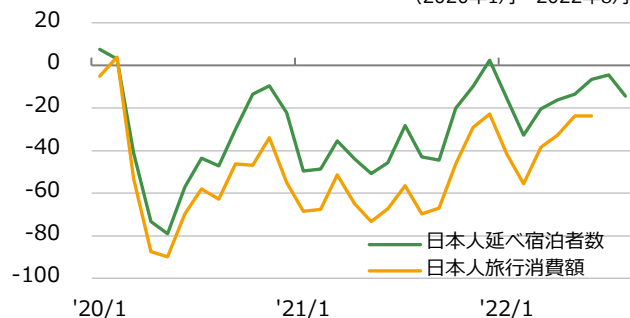
(2010年初～2022年10月14日)



日本人国内旅行の動向

(2019年同月比・%)

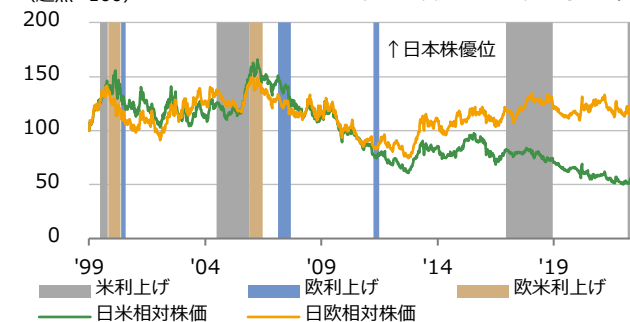
(2020年1月～2022年8月)



欧米金融引き締めと日米欧株

(起点=100)

(1999年初～2022年10月14日)





債券・金利

日銀が物価に対する記述を修正

9月金融政策決定会合の声明文にて、日銀は物価に関する記述を「基調的な物価上昇圧力は高まっていくと考えられる」と修正。物価上昇に対して踏み込んだ表現となった。10月の展望レポートなど今後の日銀の物価に対する見方は注意が必要と考える。その一方、同行が重視している賃金伸び率は依然1%程度のプラスに留まっている。金融政策が早期に修正される可能性は引き続き低いとみる。

新総裁就任直後の政策修正は予想せず

10年国債利回りは22年末、23年末は0.25%、24年末を0.50%と予想する。新総裁の下で日銀は、金融政策の修正を進めていくことになるかとみる。その際、日銀は21年3月に行ったような金融政策の効果に関する検証を実施する可能性が高いと考える。上記、物価に対する見方の修正は留意点であるものの、新総裁就任直後の政策変更は予想していない。

リート

米国長期金利が上昇するなか下落

9月下旬以降、J-REIT市場は下落した。欧米を中心とした金融引き締めによる景気後退リスクが投資家に強く意識され、米国の長期金利が上昇するなか、他のリスク資産と同様にJ-REIT市場も下落した。加えて、10月に入り、J-REIT市場では公募増資の発表が相次いだことによる需給悪化も下落の一因となった。目先は公募増資の増加が需給面での懸念材料も、先行きは割安感から緩やかに上昇を想定。

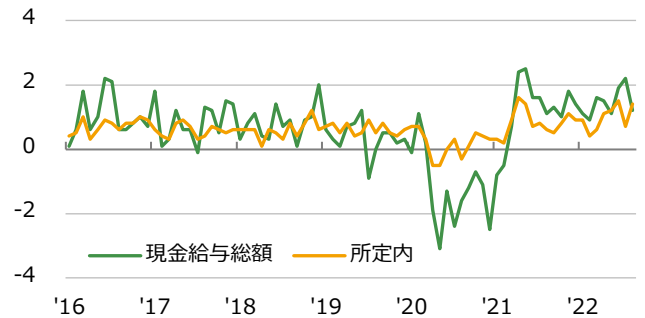
見通しを修正

東証REIT指数の予想値を2022年末2,000pt、2023年末2,050pt、2024年末2,050ptとした。新型コロナウイルスの経済活動への影響の長期化や、インフレによるコスト増加などにより収益の回復が後ろ倒しとなったため、見通しを引き下げた。ただ、現値比ではキャピタルゲインと配当が期待できるため投資スタンスはやや強気を維持する。

賃金伸び率の動向

(前年同月比、%)

(2016年1月～2022年8月)



※共通事業所ベース

(出所) INDB Accelより大和アセット作成

10年国債利回り

(%)

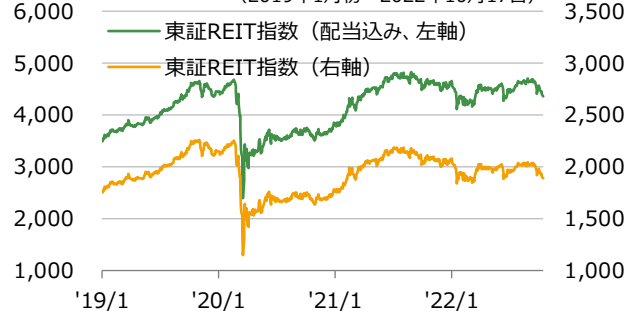
(2019年1月初～2022年10月17日)



(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移

(2019年1月初～2022年10月17日)



(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移

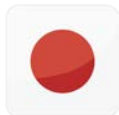
(%)

(2019年1月初～2022年10月17日)



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

米ドル高は継続も、円安は鈍化の兆し

米ドル円は150円台に上昇し1990年8月来の高値を更新した。ただ、9月までは米金利上昇による米ドル高と、海外金利上昇による円安が進んできたが、その後は円安進行（クロス円上昇）が鈍っている。金利上昇に伴うリスクオフの円高効果が、海外金利上昇の円安効果を相殺するようになったためだ。米金利上昇による米ドル高と、リスクオフによる円高の強弱関係が、米ドル円の行方を左右しそうだ。

米ドル円はクロス円と順相関

クロス円と米ドル円は安定的に順相関の関係にある一方で、米ドル為替と米ドル円の相関は比較的不安定であり、逆相関となる局面もある。このことから、米ドル円にとって、米ドルの強弱も変動要因とはなるものの、それ以上に円の強弱が変動を左右しやすいと言える。米ドル高傾向が続いても、クロス円の下落（円高）が強まった場合には、米ドル円が下落する可能性が高まることになりそうだ。

2年より10年金利との相関高い米ドル円

米ドル円との順相関は、米国の2年国債金利よりも5年や10年の国債金利の方が安定的に高い。最近是为替介入の影響で米ドル円と米金利の相関が低下しているが、長めの金利との相関が相対的に高いことに変わりはなく、今後も中長期の米金利動向が米ドル円を左右しそうだ。FRBが追加利上げを進める中で米2年金利が上昇しても、5年や10年の金利が上昇しないと米ドル円は上昇しにくいと言える。

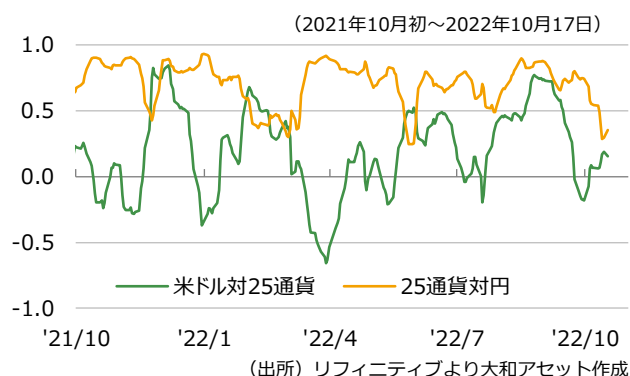
貿易収支悪化と円安は変化するか

為替と貿易収支は相互に影響し合いながら、円高→日本の貿易収支悪化→円安→貿易収支改善→円高という循環を形成しやすい。最近資源高による輸入増の影響もあり貿易収支が悪化し円安に作用してきた。ただ、米ドル円は日米購買力平価からの円安方向への乖離率（実質的円安）が過去最大を更新しており、貿易収支の改善要因になる。実際に貿易収支が改善に転じると円高に転じやすくなるだろう。

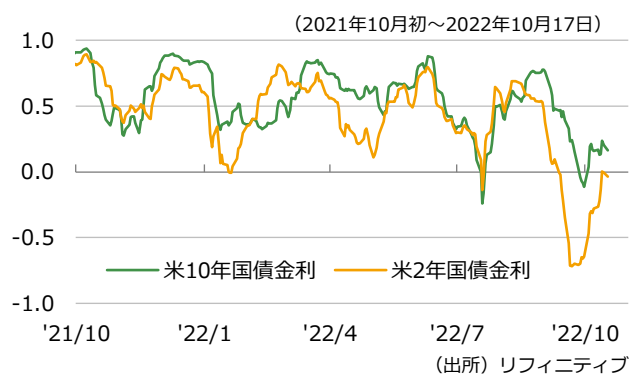
米ドル・円・他通貨の為替



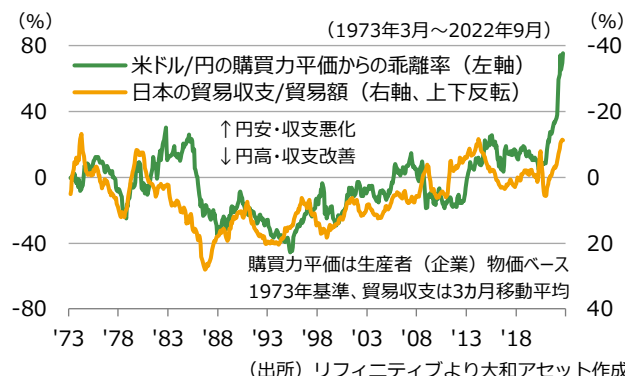
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米ドル円の購買力平価乖離率と日本の貿易収支比率





経済

2023年前半に小幅なマイナス成長へ

これまでの金融引き締めにより、足元で経済の減速感が強まっている。しかし、高インフレが続く中で、通貨安の進行がインフレ沈静化を遅らせないように、カナダ銀行は通貨防衛のためにも利上げを続けると見込まれる。今回、政策金利予想を引き上げたことで（次項参照）、2023年の実質GDP成長率予想を+1.0%から+0.5%に下方修正したほか、同年前半には小幅なマイナス成長に陥ると想定。

金利に敏感な住宅市場の軟化が続く

コロナ禍の拡張的な財政政策からの転換や金融引き締めにより、通貨供給量（M2）の伸びは急速に鈍化した。その影響が顕著に表れているのが住宅市場であり、住宅価格指数は前月比で3月から9月まで7カ月連続下落。前年同月比では、+30%を超えていた今年1月のピークから、直近では+3%に急減速しており、早晚マイナスに転じよう。インフレ抑制の観点では、良い方向に進んでいると言える。

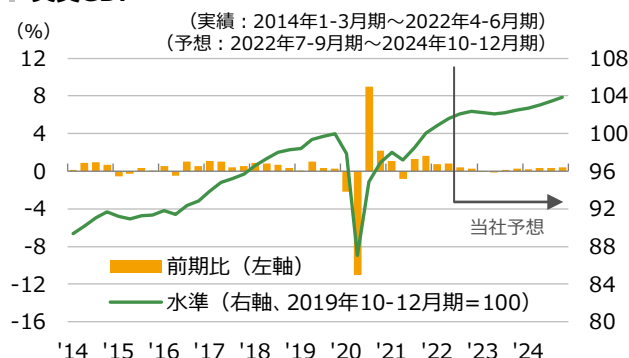
インフレ率はピークアウトの様相

消費者物価指数・前年同月比は、6月の+8.1%から9月の+6.9%へ3カ月連続で鈍化し、ピークアウトの様相を呈している。また、カナダ銀行の調査によると、今後1年の販売価格の上昇率が過去1年の上昇率を下回ると想定している企業数は、上回ると想定している企業の数よりも格段に多くなっている。これは、少なくともこれまでのような高いインフレ率は持続しないことを示唆する。

労働市場にも減速の兆し

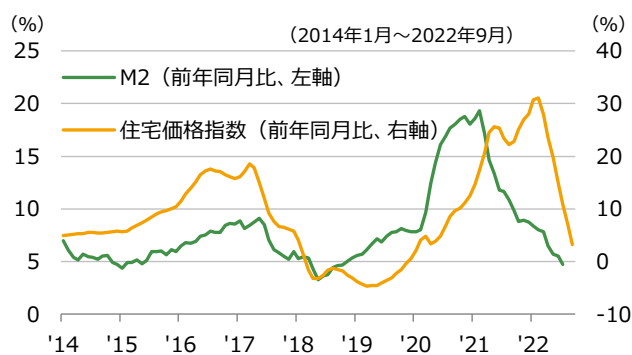
雇用者数は9月に前月比2.1万人増加したが、6月から8月の計13.4万人減の一部しか回復していない。ただし、足元では主に季節的な要因により、教育サービス業が8月の前月比5.0万人減の後に9月は4.6万人増と、全体の数値を左右するほど振れが大きくなっている点には注意が必要。それでも、全体としては労働市場の拡大ペースが鈍っている模様であり、インフレ沈静化に向けては良い兆候である。

実質GDP



（出所）カナダ統計局、大和アセット

通貨供給量（M2）と住宅価格指数



※M2は2022年7月まで

（出所）ブルームバーグ、カナダ不動産協会

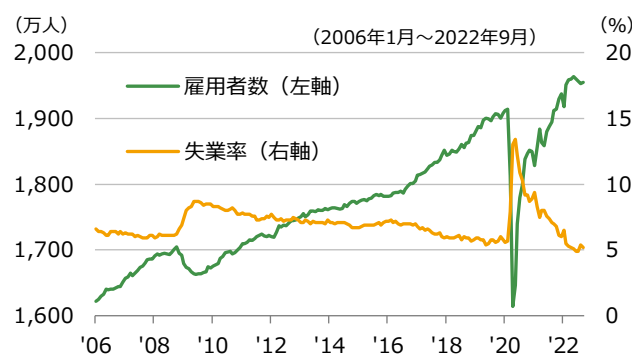
消費者物価指数と企業の販売価格DI



※販売価格DIは今後1年の販売価格の上昇率が過去1年の上昇率を上回ると回答した企業の割合から下回ると回答した企業の割合を引いた値

（出所）カナダ統計局、カナダ銀行より大和アセット作成

雇用者数と失業率



（出所）カナダ統計局



債券・金利

利上げサイクルの到達点を上方修正

従前の想定より米国が高い水準まで利上げすると見込まれることで、米ドルに対するカナダ・ドル安圧力が強まった。カナダ銀行のマクレム総裁は、通貨安がインフレ沈静化を阻害することに懸念を示しており、ある程度は米国の利上げに追従せざるを得なくなりそうだ。政策金利は現状の3.25%から年内に4%まで引き上げられるとの予想を維持するが、2023年末の予想を4%から4.25%に引き上げた。

2024年の利下げ転換を見込む

当面の政策金利予想には依然として上振れリスクを伴うが、景気減速懸念が強まることで長期金利の上昇余地は限定的になると見込む。また利上げ一巡後は、将来の利下げを織り込むように、長期金利が横ばいから低下傾向で推移すると考えられる。なお、インフレ沈静化の確信が得られることで、2024年に計0.75%ポイントの利下げが実施されると予想。

為替

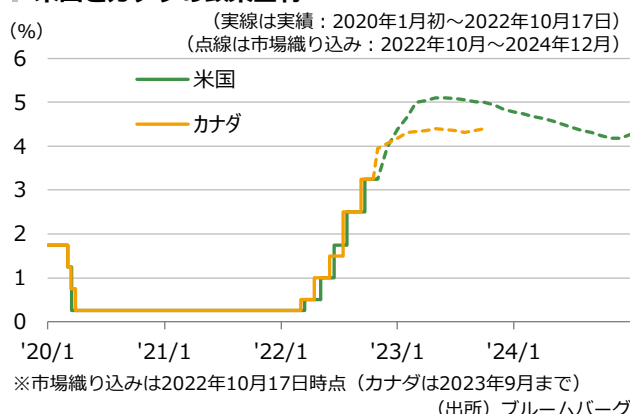
対米ドルでのカナダ・ドル安が進行

米国の利上げにカナダが追従できなくなるとの見方から、相対的に米国の金利が上昇することで、カナダ・ドル安圧力が強まった。当面、米国はインフレ沈静化の確信が得られるまで米ドル高を容認する姿勢を続けるとみられる。ただし、米国のインフレ率が鈍化し、FRBの利上げ打ち止めから利下げ転換が意識される局面では、米ドル高圧力が和らぎ、カナダ・ドルが増価に転じると見込む。

金利差とカナダ・ドル円の連動性が戻る

2021年以降、カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差におおむね連動してきた。9月22日に日本が円買いの為替介入を実施したことで円売り圧力が和らぎ、5年国債金利差の拡大に比べてカナダ・ドル円の上昇は鈍くなった。だが、日本の為替介入は持続性が乏しいとみられる中、カナダ・ドル円は5年国債金利差との連動性を取り戻している。

米国とカナダの政策金利



政策金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル (対米ドル)



日本との5年国債金利差とカナダ・ドル円



経済

経済は欧米対比で堅調に推移する見込み

実質GDPの水準はおおむねコロナ前のトレンドに回帰。好調な労働市場や潤沢な過剰貯蓄が、インフレや金利上昇に対するバッファとなるほか、RBAが景気に配慮しながら利上げを進めることで、欧米に比べて経済は堅調に推移すると見込まれる。もっとも、従前の想定より利上げサイクルが長引くことやその到達点が高まることで、2023年の実質GDP成長率予想を+2.3%から+1.5%に下方修正した。

金利に敏感な住宅市場は軟化

RBAは今年5月に利上げを開始し、政策金利は10月までに0.10%から2.60%へ引き上げられた。金利に敏感な住宅市場は軟化している。コアロジック住宅価格指数は前月比で9月まで5カ月連続下落したほか、住宅価格に半年程度先行する新規住宅融資額は足元で明確に減少しており、更なる価格下落を示唆する格好。もっとも、住宅市場の軟化はインフレ沈静化に向けた良い兆候ととらえることもできる。

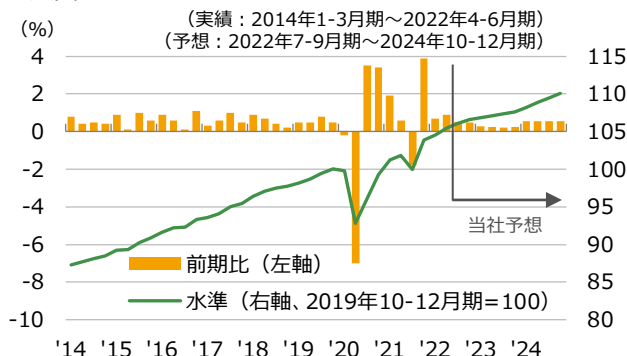
好調な労働市場と潤沢な過剰貯蓄

豪州は米国などに比べて住宅ローンにおける変動金利の割合が大きく、固定金利の期間が短い。そのため、利上げで月々の返済額が増え、消費への影響も出やすい構造にある。ただし、元々繰り上げ返済の規模が大きかったほか、今回は好調な労働市場や潤沢な過剰貯蓄が金利上昇のバッファとなるだろう。マクロで見た家計のバランスシートは健全で、個人消費が腰折れする可能性は低いとみられる。

インフレ率は高止まり

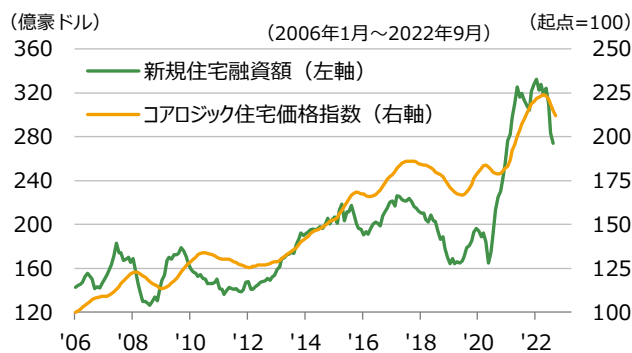
上記の通り、住宅市場などで一部で利上げの効果が表れているが、個人消費は堅調で、また労働市場のひっ迫によりこれから賃金上昇率が加速すると見込まれる。インフレ率は年内に一段の加速が予想されることに加え、RBAが10月に利上げペースを緩めたことで通貨安が進行しているため、インフレ見通しの上振れリスクが高まった。インフレ沈静化に向けた道筋は未だ描けず、利上げは継続されよう。

実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット

新規住宅融資額とコアロジック住宅価格指数



※新規住宅融資額は2022年8月まで

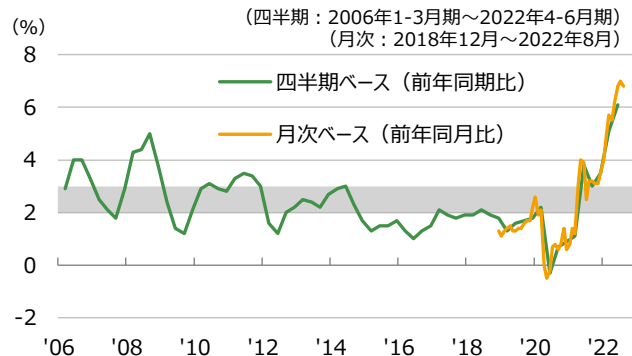
(出所) 豪州統計局、ブルームバークより大和アセット作成

失業率と家計の貯蓄率



(出所) 豪州統計局

消費者物価指数



※陰影部はRBAのインフレ目標レンジ

(出所) 豪州統計局、RBA



債券・金利

RBAは早くも利上げ幅を縮小

RBAは10月の理事会で、当社を含め大半の市場参加者が予想していた0.5%ポイント（以下%pt）ではなく0.25%ptの利上げを決定。これは景気にとってポジティブだが、米国との金融政策スタンスの乖離が意識されて豪ドル安が進行しており、これらが相まって高インフレが長期化するリスクが高まったと言える。そのため、市場は米国に比べて緩やかな利上げが「長引く」ことを織り込んでいる。

利上げサイクルの到達点を上方修正

今回、2022年末の政策金利予想を3.35%から3.10%に引き下げたが、利上げサイクルが長期化し、その到達点も高くなる可能性を考慮し、2023年末の予想を3.35%から3.60%へ引き上げた。具体的には今年11月から来年3月まで0.25%ptの利上げを続けると想定。インフレ沈静化の確信が得られることで、2024年は計0.5%ptの利下げを予想する。

為替

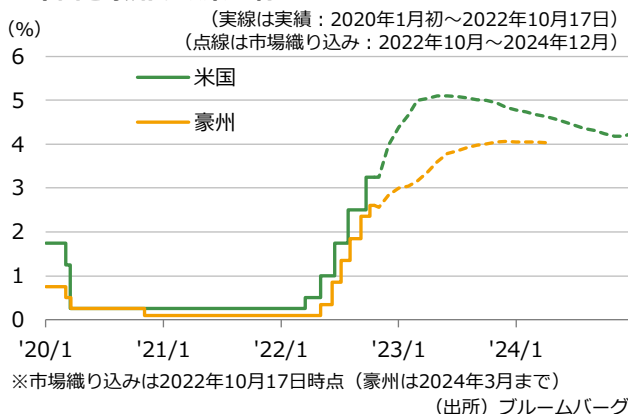
金融政策スタンスの乖離が豪ドル安圧力

FRBが0.75%ptの大幅な利上げを続けると見込まれる中、RBAが利上げ幅を0.25%ptに縮小したことで、両者の金融政策スタンスが乖離。これにより、相対的に米国の金利が上昇することで、豪ドルが米ドルに対して減価した。しかし、これでRBAの利上げサイクルは長期化する可能性が高まった。向こう1年程度を見通せば、金利差の観点から豪ドルが対米ドルで反発に向かう可能性が高いとみられる。

米ドル高の一巡を待つ時間帯

豪州は主要先進国の中で相対的に景気後退の可能性が低いと予想されている。これはRBAが景気に配慮しながら利上げしていることも一因。だが、高インフレが長期化し、利上げサイクルが長引くことや、利下げ転換が遅れることにつながろう。米国のインフレ率が沈静化し、米国が通貨安政策に転換する局面では、豪ドルは買われやすい通貨になると見込む。

米国と豪州の政策金利



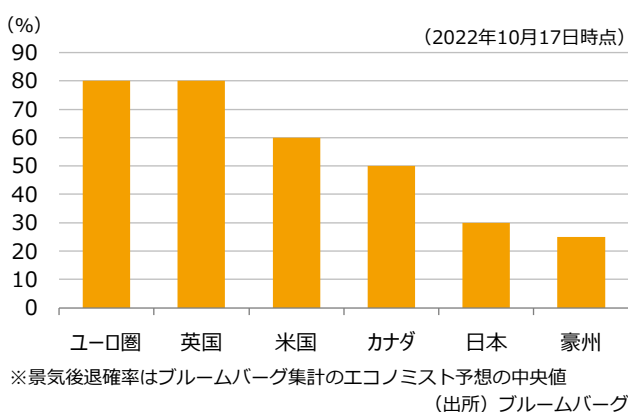
政策金利と10年国債利回り



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



向こう1年以内の景気後退確率





経済

強弱入り交じる景気回復

9月の経済指標の公表が延期されたが、10月の指標も含めて緩慢で強弱入り交じる景気回復が続いていることは変わらないだろう。景気けん引役として期待されているインフラ投資や、裾野の広い自動車生産の前年同月比伸び率は高水準を維持する一方、不動産業では販売・投資ともに不振が長引こう。政府は不動産販売へのテコ入れ策を強化したが、不動産販売が改善するかを注視する必要がある。

共産党大会後にゼロコロナ政策を緩和か

中国共産党大会をはじめ一連の政治イベントが10月に開催される中、当局はゼロコロナ政策を一段と強めた格好。一方、香港の入境規制緩和、11月以降の習近平国家主席のASEAN歴訪やマカオの本土観光客の受け入れ開始等を受け、党大会後はゼロコロナ政策が徐々に緩和される可能性がある。その場合、景気回復ペースも幾分加速しよう。

株式

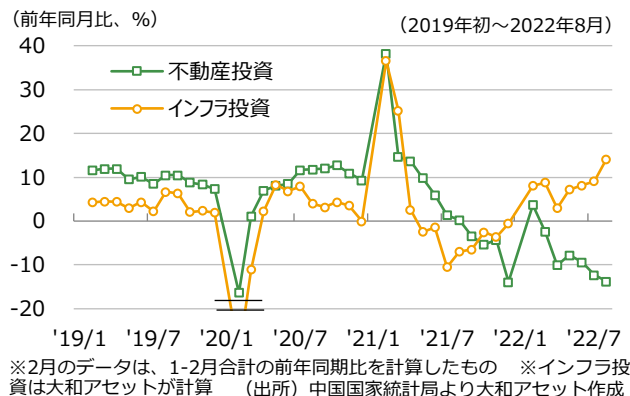
徐々にレンジを切り上げる見通し

海外のリスク回避の流れや、米政府の半導体関連の対中制裁強化を受け、海外上場株を中心に下落。注目度が高かった中国共産党大会開幕式（16日）での習近平総書記の演説については目新しい材料は乏しい。引き続き不動産市場等を注視する必要があるが、ゼロコロナ政策の緩和期待、緩和的な金融環境や景気支援策などを背景に、上下に振れながらも徐々にレンジを切り上げて行くと予想。

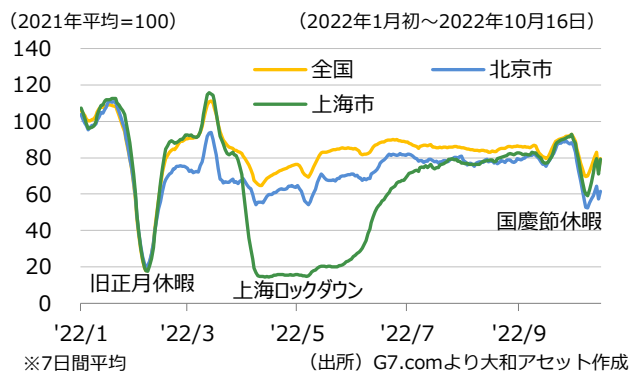
バリュエーションの観点で投資妙味あり

MSCI中国指数の12カ月先の予想PERは、厳格なゼロコロナ政策等による景気下振れリスクがあるために、低水準に留まっている。今後半年程度を見通せば、ゼロコロナ政策が緩和方向に進むと考えられる中でセンチメントが改善し、割安感が意識されやすいだろう。景気回復に伴う企業業績の回復も期待され、バリュエーションが押し上げられる展開を予想。

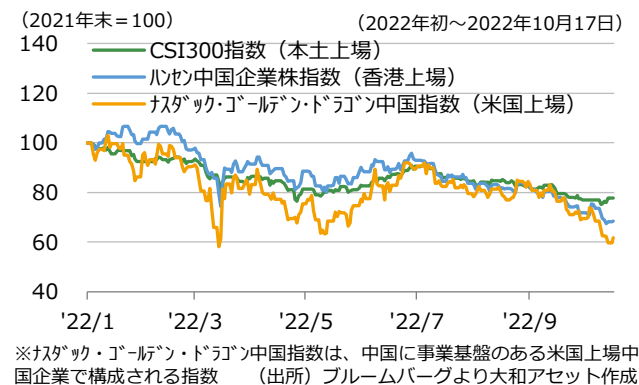
インフラ投資と不動産投資の推移



トラック貨物運輸指数



各種株価指数の推移



MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移





債券・金利

追加利下げで景気回復を支える

通貨供給量（M2）は加速したものの、社会融資総量でみられた投資需要不足を背景に、中銀は8月に追加利下げを行った。準政策金利である1年物MLF金利、市中銀行の企業貸出／住宅ローン金利の参照金利となる1年物LPR／5年物LPRをそれぞれ引き下げ、投資と消費を促進。但し、これでもって需要不足や深刻な不動産販売の落ち込みが改善するのか、追加緩和の必要性を含め、引き続き注視が必要。

長期金利はレンジ推移を継続

米長期金利の上昇が進んだにも拘らず、中国国債利回りはレンジ推移を継続。金利上昇要因は海外での金融引き締めによる、中国国債の相対的な魅力度の低下。金利低下要因は国内での金融緩和に加え、海外マネーの流出額が7～8月には縮小に転じたこと。先行きの長期金利も海外の利上げと国内の金融緩和の綱引きの中、レンジ推移が続くと予想。

為替

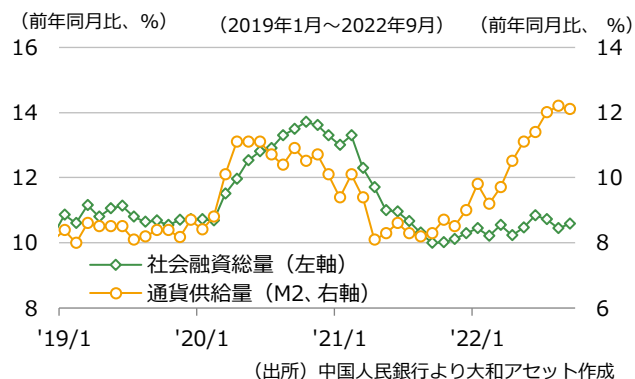
実効レート of 安定推移を図る中銀

通貨当局は7.2元/米ドルの近辺で人民元安阻止の姿勢を強め、外貨先物取引に対して20%のリスク準備金の積み立てを課す資本規制を導入。その影響もあり、当面は対米ドルで下げ渋ると見込む。但し、米ドル円で150円を超えるような一段の米ドル高円安があれば、中銀が割高な人民元の実効レートを抑制すべく、再び人民元の対米ドルでの減価を容認する可能性も。

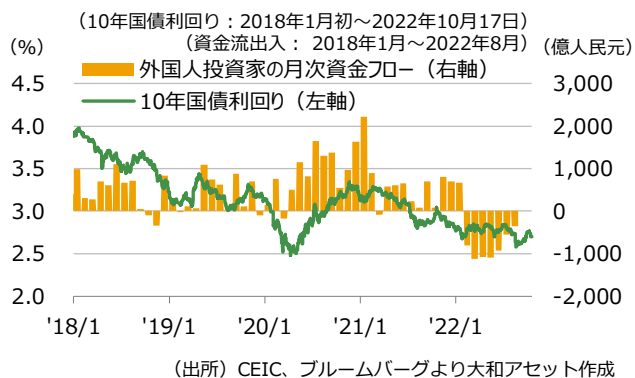
人民元空売りの動きは乏しい

2015年の中銀の人民元切り下げ時は、投機筋による人民元を狙った先物ポジションが積み上がっていたこともあり、大幅な人民元安を招いた。しかし、今年は大規模な貿易黒字を背景に、先物ポジションはほぼ均衡した水準にある。基調的な人民元安が進む可能性は限定的とみられ、米ドル高の巻き戻しが進む場合は、人民元も対米ドルで増価に転じよう。

マネー関連指標



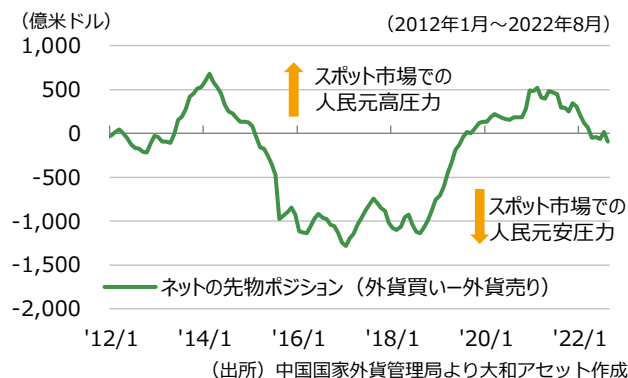
長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートと実効レートの推移



米ドル等外貨のネットの先物ポジションの状況





経済

高金利でも景気は底堅く推移

これまでの急速な利上げの効果が始まっており、目先は成長率が鈍化すると見込む。ただし、労働市場の回復や財政政策、インフレ沈静化によって景気は下支えされ、深刻な景気後退は免れよう。そして、2023年半ば以降の利下げにより、成長率は再び加速すると見込む。実質GDP成長率の予想は、2022年の+2.9%、2023年の+1.2%を維持する。今回新たに追加した2024年の予想は+1.8%とする。

利上げの効果が徐々に表れ始める

企業・消費者信用残高（前年同月比）は、利上げに遅行して鈍化する傾向がある。足元では+10%台後半で高止まり状態だが、ブラジル中銀は今年末に+14.2%、来年末に+8.2%へ鈍化すると予想。特に、消費者の信用創造に減速の兆しが出ている。ただし、減税や低所得者向け現金給付の拡充など政府による景気対策もあり、利上げが景気抑制にどこまで効果を及ぼすかは未だに不透明な部分が大い。

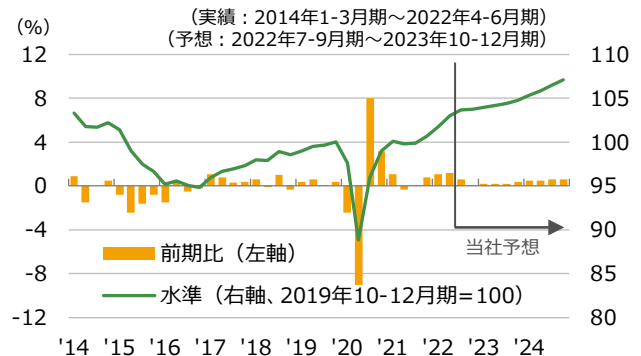
インフレ率は更なる鈍化へ

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、ピークの+12.13%（今年4月）から+7.17%（9月）へ急減速。引き続き、電気料金とガソリンの2品目だけでインフレ率の押し下げに大きく寄与しているが、他の品目にも波及しており、コア指数もピークアウトの様相を示している。景気対策による需要の強さなど不確実性は依然として高いが、今後もインフレ率は鈍化傾向で推移すると見込まれる。

財政悪化への過度な懸念が和らぐ

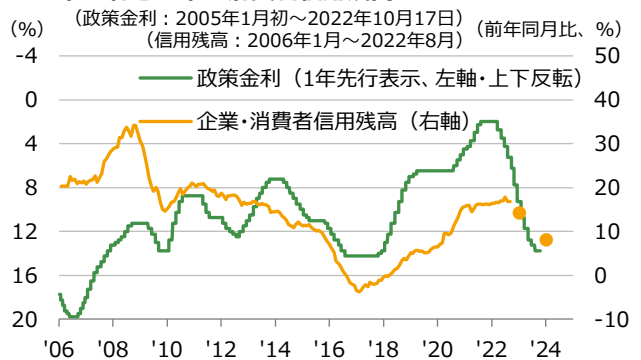
大統領選挙の第1回投票（10月2日実施）では大方の予想通りルラ氏（左派・元大統領）が最多の票を獲得したが、議会は中道～右派の政党が大部分を占めることになった。そのため、ボルソナロ氏（右派・現大統領）との決選投票（10月30日実施予定）でルラ氏が勝利しても、歳出上限法の撤廃など財政悪化への懸念を強めかねない政策がそのまま議会を通過する可能性は低くなったと言える。

実質GDP



（出所）ブルームバーグ、大和アセット

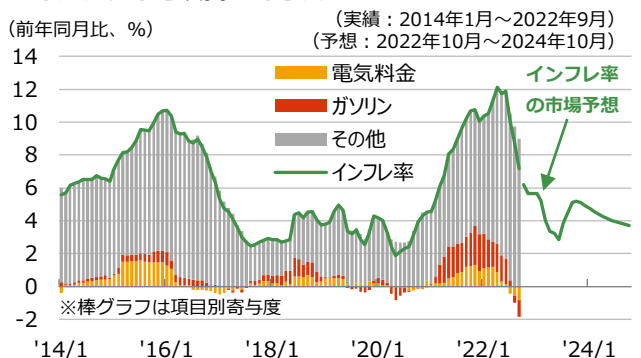
政策金利と企業・消費者信用残高



※●はブラジル中央銀行による企業・消費者信用残高の予想（2022年末、2023年末）

（出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

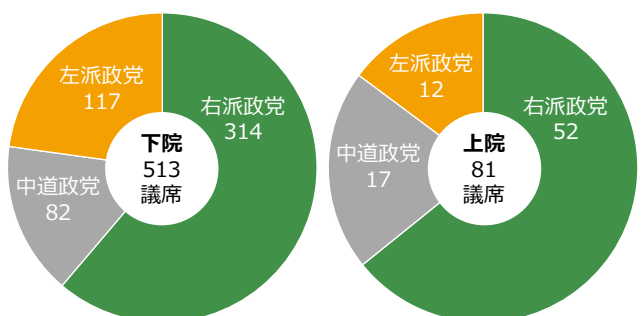
インフレ率と項目別寄与度



※市場予想はブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく

（出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

2022年連邦議会選挙の結果を受けた上下院議席数



※議席を有する23政党を各種情報に基づき大和アセットが分類

（出所）ブラジル上下院、ブラジル高等選挙裁所等より大和アセット作成



債券・金利

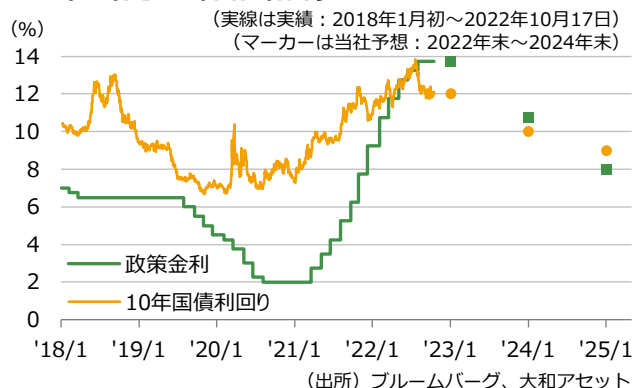
利下げ開始時期を探る時間帯に

ブラジル中銀は9月の金融政策決定会合で政策金利を13.75%に据え置くことを決定し、昨年3月から続いた利上げサイクルはひとまず終了。インフレ抑制の確信が得られると思われる来年の半ばから利下げサイクルが始まると見込む。その時期は後ずれするリスクが残るものの、追加利上げの可能性は低いため、10年国債利回りは上昇余地が限定的で、基本的に横ばいから低下傾向での推移を想定する。

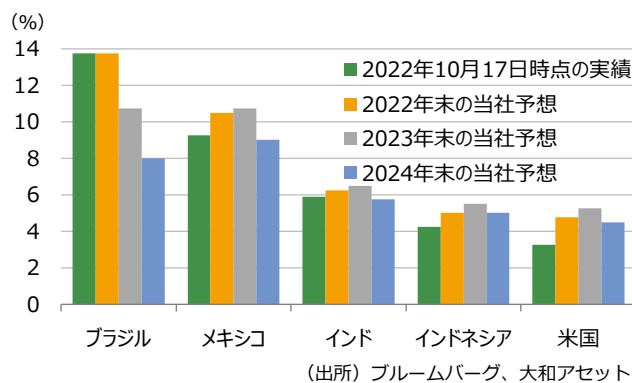
ブラジル債券の「強気」見通しを継続

年内、更には来年も利上げが予想される国が多い中、先行して大幅な利上げを進めたブラジルは相対的に金利水準が高く、かつ追加利上げの可能性も低い。また、来年以降の利下げ余地も大きい。ブラジル国債指数が他の国債指数をアウトパフォームする状況は続きやすいと言えるだろう。ブラジル債券の今後1年程度の見通しは「強気」を継続する。

政策金利と10年国債利回り



各国の政策金利



為替

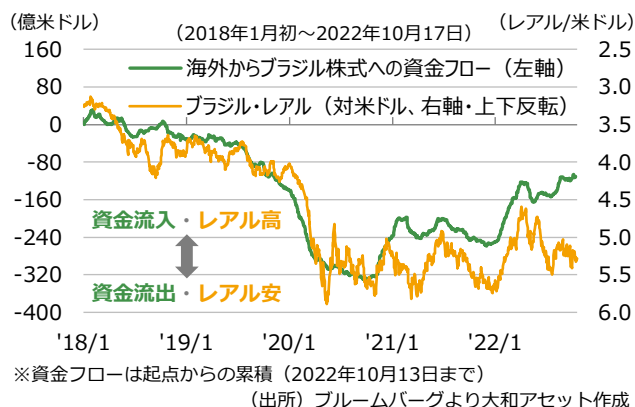
大統領選挙の通過で海外資金が流入か

足元では、インフレ沈静化への期待、利上げサイクルの終了、成長率見通しの上方修正と、ブラジルの株や債券を買いやすい理由が並んでいるが、大統領選挙の決着前という不透明感の高さや世界経済の減速懸念が買いづらくしているようだ。特にブラジル・レアル（対米ドル）は、海外からブラジル株式市場への資金フローと連動性が高いため、大統領選挙を通過して資金流入の傾向となるか注目したい。

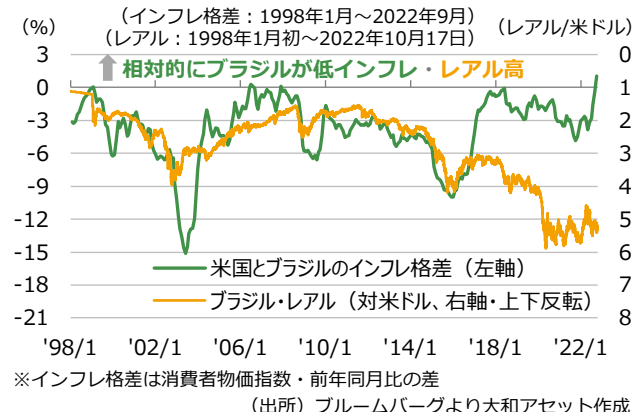
相対的な低インフレがレアルの追い風

9月消費者物価指数・前年同月比は、ブラジルの+7.2%に対して米国は+8.2%。2007年11月以来の「ブラジルの方が低インフレ」という状態に。ブラジルのインフレ率が相対的に低下する局面ではレアルが対米ドルで増価する傾向がある。今後もブラジルの方が速やかにインフレ率が鈍化する可能性が高いことは、レアルの追い風になると言えそうだ。

ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



米国とブラジルのインフレ格差とブラジル・レアル





経済

際立つASEAN・インドの高成長

IMFの10月の世界経済見通しをみると、2022年だけでなく、2023年にかけてもASEANとインドの実質GDP成長率見通しが概ね高水準を維持し、世界経済が不調な中で際立つ存在となっている。構造改革等を背景に、製造業の輸出競争力の高まり、インフラ投資をはじめ内需が強いこと、一部は資源高の恩恵も受けること、などが背景にあり、持続的な高成長の好循環に入っているとみられる。

資源価格の下落がPMIの支え

9月の製造業PMIはまちまちな結果。資源価格の下落を好感し、高成長が見込まれるASEAN、インドなどは上昇、もしくはおおむね50を上回る高水準を維持。ラテンアメリカの国も50近辺で底堅い推移。一方、東欧、アフリカの国々は冴えない状況が続いている。先行きは引き続き資源価格の下落が支えとなり、東欧を除き、企業マインドは高水準を維持する国が多いと予想。

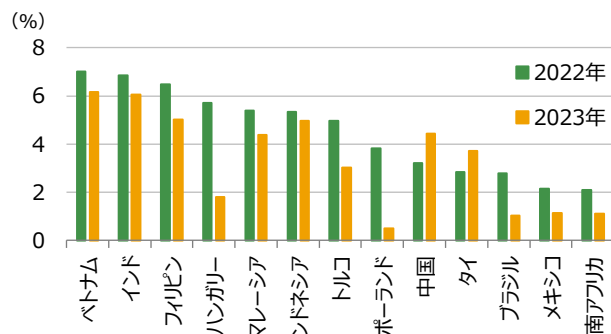
商品価格の下落は新興国にとって朗報

6月下旬以降の商品価格の調整は新興国にとって朗報と言えよう。原油価格の下落とともに、食品価格も下落傾向を強めた。依然として予断を許さない状況であるが、商品価格が再び大幅に上昇しない限り、前年の比較ベースが高まるため、前年同期比の伸び率でみた商品市況は鈍化を継続しよう。そのため、インフレ率がピークをつけた国が増える可能性が高く、新興国の政策運営の柔軟性は高まろう。

インフレのピークアウトが見込まれる

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、インフレが低位で推移している中国を除き、多くの国で今年10-12月期の物価上昇率の予測値が直近の数値より低く、7-9月まででインフレがピークアウトする見通し。インフレの観点からは、これまで積極的に利上げした国において、今後利上げ幅が縮小すると期待される。一方で、東欧諸国ではインフレ圧力が依然として強く、警戒が必要。

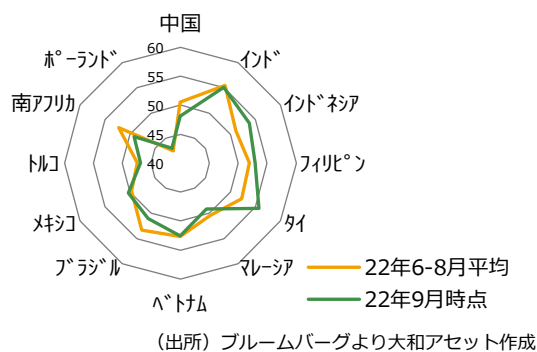
IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで

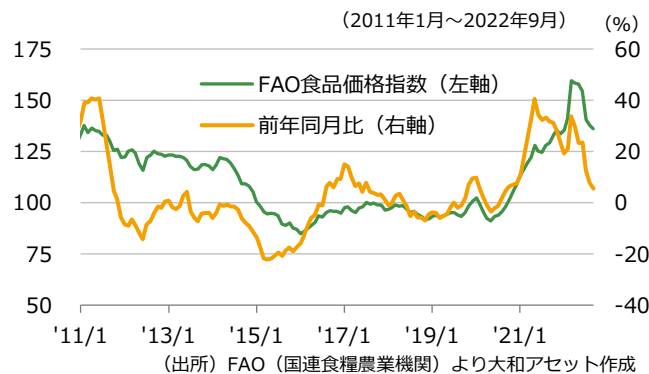
(出所) IMFの2022年10月世界経済見通し

新興国の製造業PMI



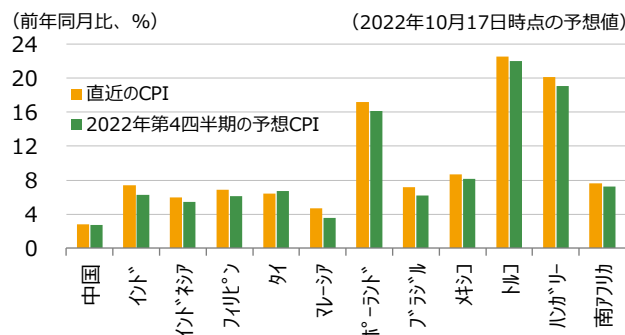
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

世界の食品価格の状況



(出所) FAO (国連食糧農業機関) より大和アセット作成

新興国の直近のCPIと10-12月期予想CPIの比較



※ブルームバーグ集計のエコノミスト予測

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

目先は米ドル高の影響に警戒が必要

過去1カ月は、米ドル高や英市場の混乱によるリスク回避の流れを受け、一部の新興国は下落幅を拡大。それでも、インド・ASEANの一部やラテンアメリカの国では、下落幅が限定的。下落幅を拡大したのは、米政府の対中制裁の影響を受ける中国、台湾、韓国他、個別要因のベトナム等。目先は、一段の米ドル高が新興国のセンチメントを悪化させるリスクに引き続き注意。

短期的には米ドル高の行方を警戒

米国の利上げ幅拡大の懸念が強まる中で、目先は米ドル指数の一段の上昇を警戒する必要がある。特に8月以降は、米ドル高の幅ほど新興国のバリュエーション（PER）の調整は進んでおらず、PERの急速な切り下げの可能性を警戒したい。但し、米ドル指数が反落する場合には新興国株式のバリュエーションが割安なこともあり、切り上がりの余地も大きいと考えられる。

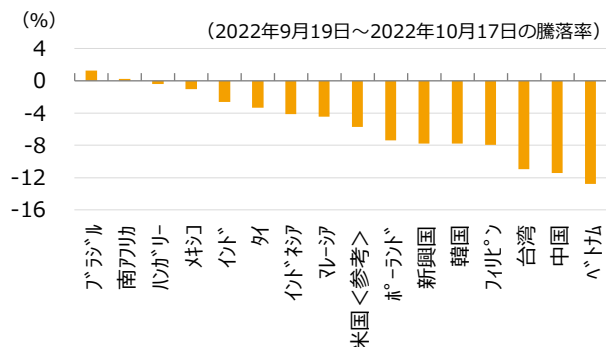
個別国のバリュエーションは魅力的

新興国の国別のバリュエーション（PER）をみると、過去5年平均近辺、もしくは平均以下の水準にあり、割高感は見られず。ASEAN諸国の一部はコロナ禍からの景気回復に出遅れたこともあり、EPSの上方修正余地も比較的大きいと考えられる。グローバル・アセットアロケーションで各国の予想EPSやPERで比較する場合には、相対的にASEANや中国の株価指数に上昇余地があることが示唆される。

インド版投信積立が同国株市場の支え

インドでは、コロナ以降インド版のつみたてNISAとも言える投信積立制度「SIP（Systematic Investment Plan）」が人気を博している。口座数は、9月末時点で5,837.7万口に上り、新規の資金流入額も一段の拡大が期待され、存在感を高めている。海外の不安定なリスクセンチメントの中で株価が一時的に調整に見舞われても、SIPからの資金流入が下支えになると期待される。

直近1カ月間の新興国株式市場の変化



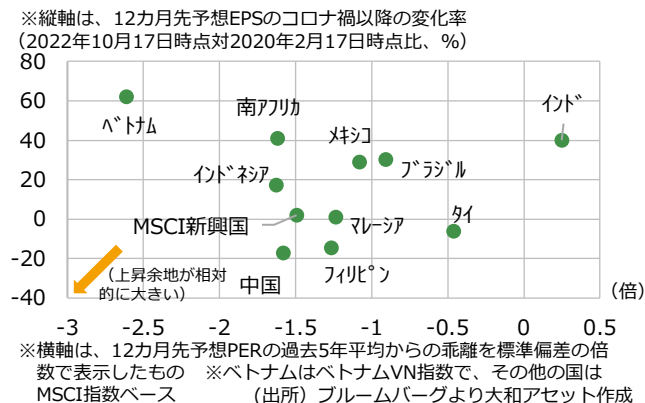
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドル指数と新興国株のバリュエーション

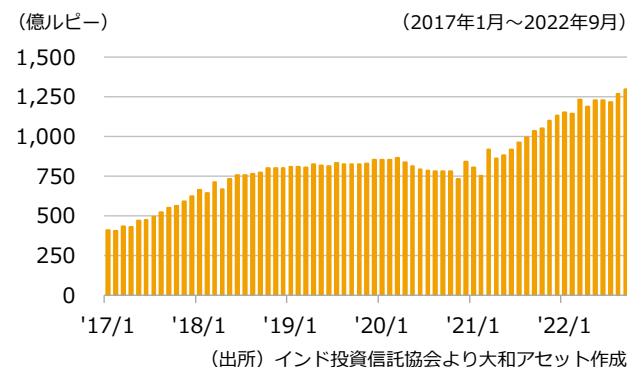


※PERはMSCI新興国指数ベース
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の12カ月先予想EPSおよびPER



インドSIP制度によるインド株市場への資金流入





債券・金利

外的ショックへの耐性を示す

直近1カ月の新興国の現地通貨建て債券市場は米国長期金利が大きく上昇した中で、引き続き東欧を除き金利上昇幅は比較的小さく、外的ショックへの耐性が示された。①インフレ懸念が限定的、もしくは弱まったASEANやブラジル、②金融緩和サイクルにある中国等、は小動き。今後は多くの新興国でインフレがピークアウトする可能性が高く、利上げ幅の縮小、金利上昇圧力の弱まりを予想する。

インド、主要債券指数への組み入れ期待

インド現地通貨建て国債の世界主要債券指数への組み入れ可否が注目されている。10月上旬に今年のJP Morgan GBI-EM Indexへの組み入れについて見送りが発表されたが、11月以降The Bloomberg Global Aggregate Indexへの組み入れ検討結果が発表される。高金利に加えて、海外からの投資増加を背景に通貨変動幅が抑制され、注目度が高まろう。

リート（アジア先進国含む）

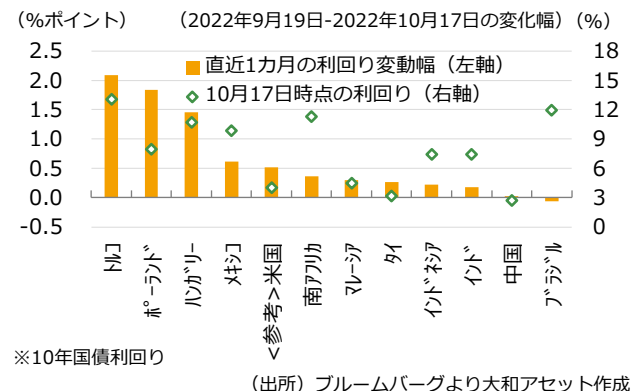
金利上昇などを背景に下落傾向

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、9月半ばから10月半ばにかけて先進国を中心とした金利上昇などを背景に下落傾向。米国の金融政策の影響を受けて、各国の金利にも上昇圧力がかかるが、アジアは比較的にインフレが落ち着いており、中央銀行に政策余地を残そう。国・地域ごとに異なるマクロ環境や金融政策の多様性に注目したい。

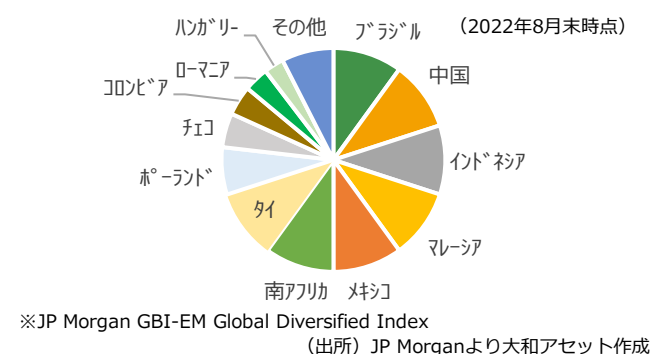
相対的に魅力的なバリュエーション

アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は先進国を中心に上昇傾向となったが、シンガポールリートなどの配当利回りは長期金利と比較しても依然高い水準にあり、魅力的なバリュエーション水準と考える。今後は金利上昇の経済やリート業績への影響、およびそれぞれの国・地域での金融政策の変化に注目したい。

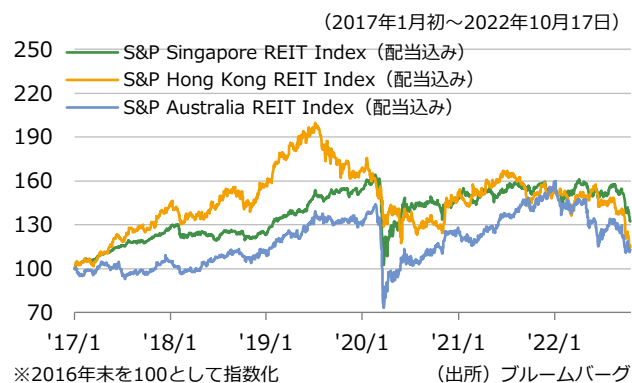
直近1カ月間の新興国の現地通貨建て国債利回りの変化



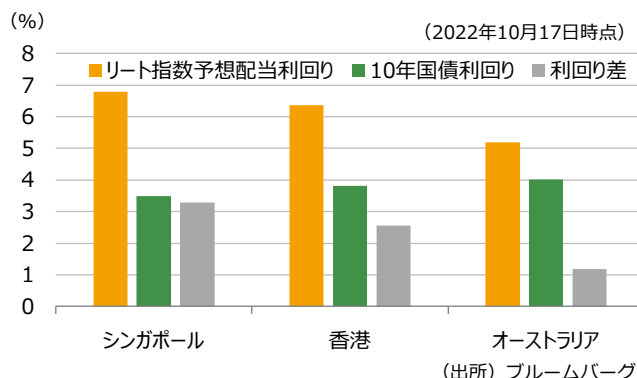
JP Morgan GBI-EM Indexの国別割合



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

目先は、一段の米ドル高を警戒

直近1カ月間の新興国通貨は、米ドル高や英市場の混乱を受け、対米ドルで減価。トルコや、フィリピン、インド、マレーシア、ベトナム、ポーランド、ハンガリー等は過去最安値を更新。自国通貨の買い介入を行った国が多いが、その効果は限定的な模様。目先は、引き続き米ドルの動向に振られやすいが、アジアをはじめ、多くの新興国の対外脆弱性は低下したため、通貨危機の可能性は低いと考える。

新興国からの資金流出入はまちまち

リスク回避の流れが強まったにも拘らず、新興国からの資金流出入はまちまち。資金流出に見舞われたのはハイテクの割合の高い台湾や政治イベントを控える南アフリカ等。一方、ASEAN株式市場は横ばいで、ブラジルには総選挙の途中結果を受け資金が流入。目先は、個別国において引き続き一段の米ドル高を警戒する必要があるが、耐性を見せているASEAN等においては、大幅資金流出は想定しない。

貿易収支の動向は依然通貨選別に影響

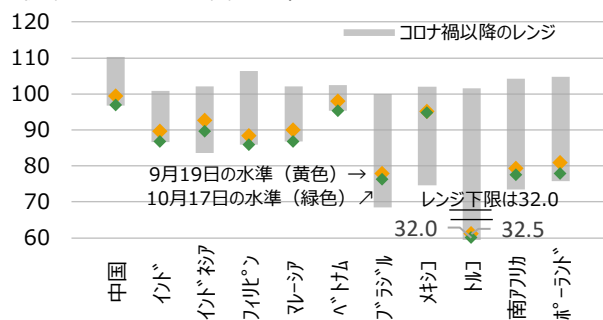
足元の資源価格は下落したものの、水準自体はコロナ禍前より高く、資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化は当面続くと予想。資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は貿易黒字を確保する一方で、資源輸入国のインド、トルコ、フィリピン等においては高水準な貿易赤字が続く可能性が高い。引き続き貿易収支の動向、観光業の回復状況等により通貨の選別が続こう。

外貨準備の状況はおおむね良好

足元は、急速な通貨安を阻止するために、アジア諸国などが為替介入に踏み出したと観測され、外貨準備高が十分であるかが注目される。月次輸入額の倍数からみた外貨準備の状況に関しては概ね良好。ただ、目安とされる3カ月を下回るトルコやハンガリー、米ドルへのクロールペッグ制を採用しているベトナムなどには、一段と米ドル高が進む場合に幾分警戒が必要。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ASEAN株式市場への海外マネーの流出入

(億米ドル)

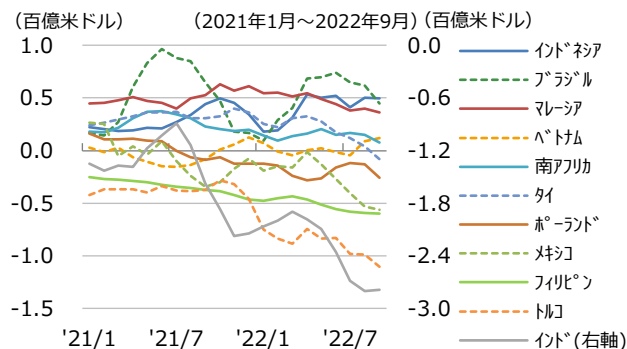
(2020年初～2022年10月17日)



※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

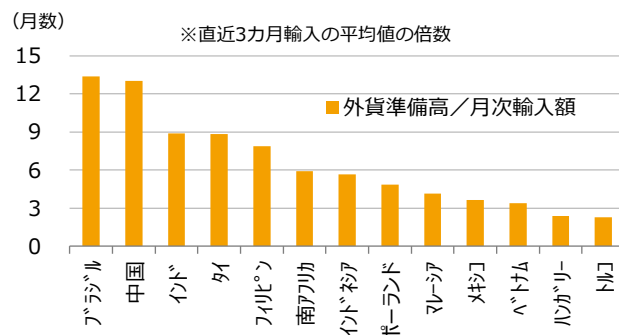
主要新興国の貿易収支



※3カ月移動平均

(出所) CEICより大和アセット作成

月次輸入額の倍数からみた外貨準備の状況



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



原油

2024年末の予想値は100米ドル

原油価格は、供給要因で下値が支えられやすい一方、需要要因で上値が抑えられやすい状況にある。当面のWTI原油先物価格は80～100米ドルを中心に推移しやすく、2022年末と2023年末の予想値はいずれも90米ドルで据え置く。構造的な供給不足への懸念が続く中、米ドル安や世界的な景気回復で原油価格の下押し圧力が和らぐと想定し、今回新たに追加した2024年末の予想値は100米ドルとする。

供給要因により下値は80米ドルを意識

OPECプラスは協調減産における11月からの生産枠を、8月より日量200万バレル引き下げた。実際の産油量が生産枠を大幅に下回る国が多いため、実質的な減産幅は8月の産油量から110万バレル程度になると試算される。それでも需給バランスに及ぼす影響は大きい。また、原油価格が80米ドルを下回れば米国がSPR（戦略石油備蓄）を積み上げる可能性も意識されやすく、供給要因が下値を支えよう。

需要要因により上値は100米ドルを意識

IMFは最新の見通しで2023年の世界の成長率予想を7月時点の+2.9%から+2.7%に引き下げた。成長率に連動する原油需要の伸びを抑制する要因になる。米国を中心にIMFの見通しは当社より楽観的で、下方修正余地がありそうだ。また、仮にWTIが再び象徴的な水準である100米ドルを超えれば、金融引き締め強化→成長率下方修正→原油需要減退との連想が強まり、上値も抑えられやすくなるだろう。

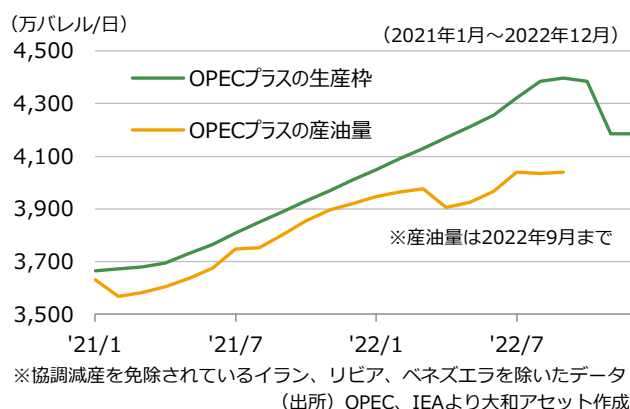
今後1年程度の見通しを「中立」に戻す

先月、原油の見通しを「やや弱気」に引き下げたが、「中立」に戻す。想定以上の景気減速は引き続き価格予想の下振れリスクだが、OPECプラスの団結がそのリスクを低減させた。また、EUは12月5日から海上輸送によるロシア産原油の輸入を禁止し、来年2月5日には石油製品の輸入も禁止するため、供給不足懸念が再燃するリスクも残る。流動性の低下により、値動きが大きくなる可能性に注意したい。

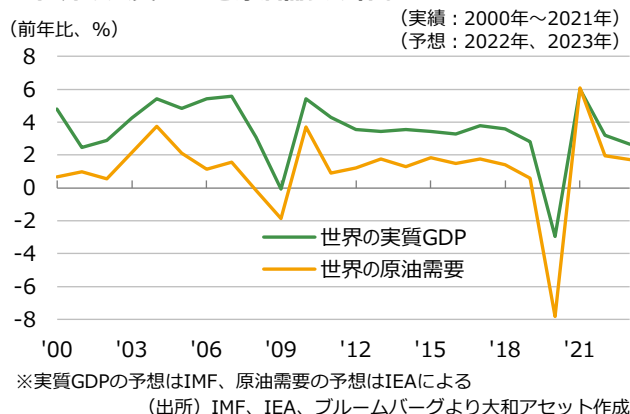
原油価格と原油在庫



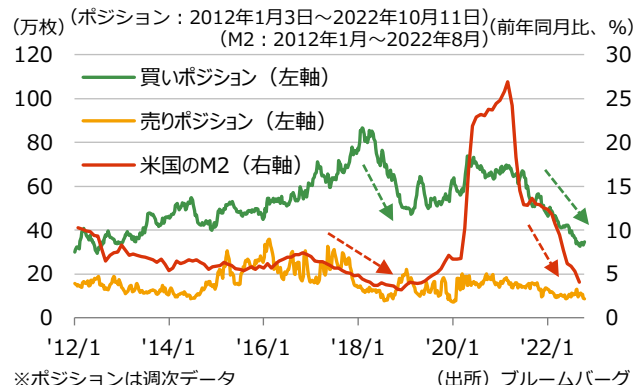
OPECプラスの協調減産



世界の実質GDPと原油需要の伸び



投機筋のNY原油先物ポジションと米国の通貨供給量





金

下値模索の時間帯から2024年は上昇へ

今回、米国の政策金利と10年国債利回りの予想値を上方修正したことにより、金価格の予想値は2022年末を1,620米ドルから1,550米ドルへ、2023年末を1,650米ドルから1,500米ドルへ引き下げた。今後1年程度の見通しは「やや弱気」を継続。ただし、米国の利下げ転換が近づき、実質金利が低下する局面では上昇が期待できるため、今回新たに追加した2024年末の予想値は1,650米ドルとする。

金ETFの残高が示す通りトレンドは下方

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。金価格は短期的に先物主導の売買に振らされる場面もあるが、金ETFからの資金流出傾向が続いており、依然として下落トレンドにあると言える。米国を中心とした各国・地域の大幅な利上げによって、無リスク資産の金利が上昇する中、金利・配当の付かない金は相対的な魅力が低下している。当面、金ETFからの資金流出は継続すると考えられる。

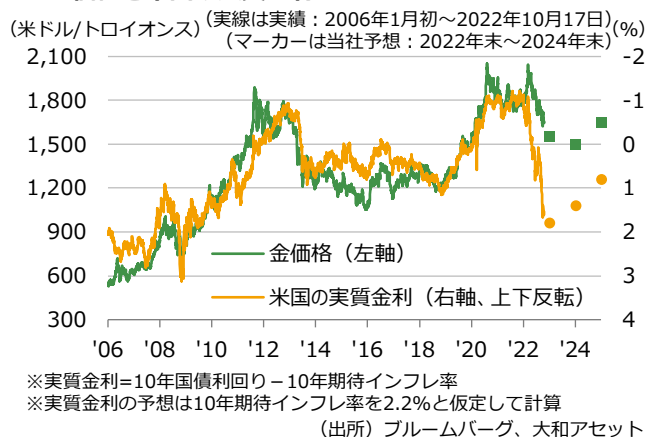
やり遂げるまでやり続けるFRBの決意

パウエルFRB議長は8月のジャクソンホール会議で、インフレ抑制に向けた金融引き締めについて「やり遂げるまでやり続けなければならない」と発言。早すぎる金融緩和への転換でインフレ抑制に失敗した1970年代ではなく、1980年代のような徹底した金融引き締めを続ける決意を示した。インフレ再加速による金価格の上昇は期待し難く、1980年代前半のような軟調推移を警戒すべき局面が続こう。

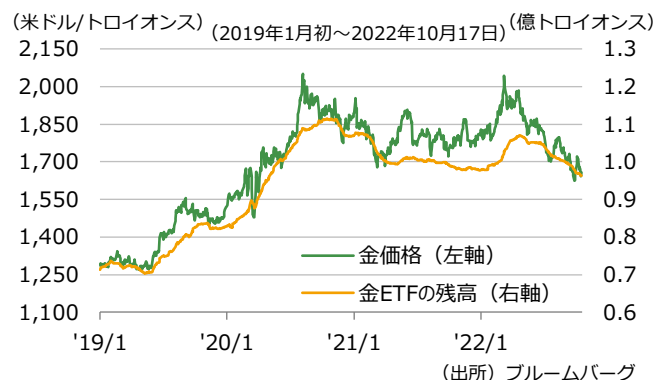
6カ月連続下落は何を示唆するか

金価格は月次ベースで9月まで6カ月連続の下落となり、1971年以降の最長記録に並んだ。過去は、6カ月連続下落後に大幅上昇したケース（4回）と下落トレンドが継続したケース（2回）に分かれる。前者の特徴は直近高値からの下落率が大きかったこと（月次ベースで35～52%下落）。日柄調整だけでなく値幅調整が相場転換の条件だとすれば、今回の連続下落が上昇相場の起点になるとは考えづらい。

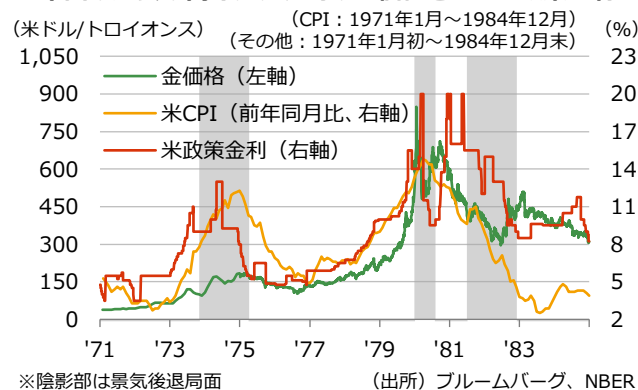
金価格と米国の実質金利



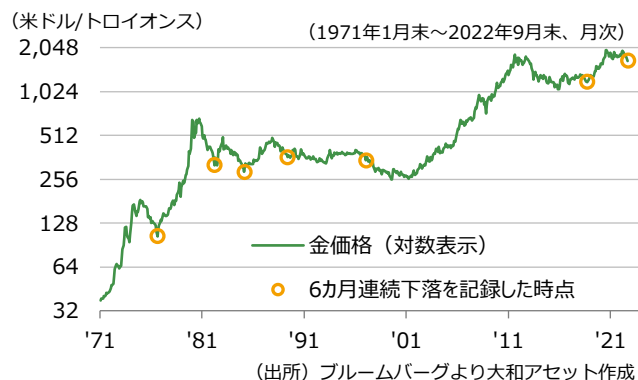
金価格と金ETFの残高



米国の過去の高インフレ時の金価格とCPI・政策金利



金価格の推移と6カ月連続下落を記録した時点



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
インフレ上振れの継続と過度な利上げによる景気の腰折れ	中	大	大	9月米CPIは事前予想比上振れで、市場では再びCPIショックが発生。原油価格や中古車価格、住宅価格などの動向からは、今後のCPI伸び率鈍化が予想されるが、ロシアによるウクライナのインフラ攻撃や気候（寒波など）によっては、エネルギー価格の上昇がインフレ上振れの継続を招く恐れがある。一方、インフレ抑制のためには景気下振れもやむなしとの姿勢で各国がハイペースの利上げを実施しているため、金融引き締めによる景気腰折れリスクは増している。今後、世界的に景気・業績が急速に悪化する恐れがある。
米ドル高の過度な進行とその後の米ドル安への急反転	中	中	中	足元は米ドルの独歩高といっても良い状況になりつつある。確かに相対的な景気の強弱や金利差などを考慮すれば、米ドル高の方向に違和感はない。ただし、水準的には一部の通貨に対して行き過ぎもみられる。一段と米ドル高が進むようであれば、自国通貨を米ドルにある程度連動させている国では経済実勢以上の通貨高となり、景気等に悪影響が及ぶ恐れがあるほか、新興国などを中心に米ドル建て債務の実質的な膨張が問題視されるリスクもある。その一方2023年まで見れば、米国の利上げ打ち止め観測などを背景に米ドル安基調に転じる可能性も十分にありう。その場合、溜まった米ドル買いポジションが一気に解消することで、予想以上に急激な米ドル安が進み、そのボラティリティの高さが金融資産全般の保有抑制につながる恐れもある。
英国金融市場の混乱の波及、あるいは他国での同様の混乱発生	中	中	中	英国ではインフレに対抗するための金融引き締めと財政拡大というブレーキとアクセルを同時に踏むような政策ミックスが国債利回りの急上昇を招き、世界的に金融市場を不安定にするとともに、英国内では就任したばかりのトラス首相が辞任を表明するなど、政治的混乱をもたらしている。英政局の動揺が続けばそれ自体が世界の金融市場にマイナスの影響を与えかねないほか、インフレに対する金融引き締めと財政拡大という政策ミックスは、世界的にポピュリズムがまん延しつつある現状では他国でも選択され得る政策ミックスと考えられるため、英国同様の混乱が他国でも発生する恐れがある。
中間選挙等での米国政治情勢の混迷	中	中	中	米国中間選挙で民主党の苦戦が予想されている。そのこと自体は市場も織り込み済みだろうが、選挙を通じて米国の分断がより一層進み、その結果、米国の政治・政策や社会の先行きに対し不透明感が強まるおそれがある。仮に、共和党が上下院とも大きく過半数を上回れば、良くも悪くも次期大統領選挙に向けて流れが出来ようが、上院で民主党が踏みとどまれば、トランプ氏の共和党内での求心力も低下し、混迷が一層深まる恐れがある。中間選挙が近づいてくるにつれ、そのような不透明感が様々な市場で投資家のリスク回避姿勢の強まりをもたらす恐れがある。
新型コロナウィルス問題のほぼ完全な収束あるいは著しい深刻化	中	小	小	先進国を中心に強い行動制限は行わないウィズコロナが常態化しつつあり、以前に比べると経済活動への影響は小さくなっている。このまま市場の関心がコロナからフェードアウトする展開も期待できなくはない。しかし、重症化率は低くとも医療の供給を上回るような感染拡大が生じれば、再び行動制限に踏み切らざるを得なくなる恐れは残る。また、中国では引き続きゼロコロナ政策が強力に実施されており、且つ断続的・局地的に感染拡大が発生しているため、状況次第では国内だけでなく、海外景気の下押し要因になり得る。
ウクライナでのロシアによる非人道的攻撃の拡大	小	大	大	9月以降、ウクライナ軍の反攻が続いている。このままウクライナ領内でのロシア軍の排除が進み、ロシア軍が撤退すれば地政学リスクは大きく低下し、金融市場にとっては上振れ要因となろう。しかし、ウクライナからの撤退はプーチン大統領のロシア国内での立場を危うくするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。その結果、ロシアにとって戦闘が不利になればなるほど、ロシアが核兵器の使用を含む非人道的な攻撃を実施するリスクが高まると考えることもできる。その場合、NATOが関与を強めざるをえなくなり、結果として第三次世界大戦リスクを市場が意識する展開も考えられる。
米中対立の深刻化による世界経済の分断	小	大	大	ベロシ下院議長の訪台を受けて、米中の緊張が一段と高まった。元々ウクライナ情勢における中国のロシア支援で緊張が高まっていたが、追加で台湾問題が焦点になったことで、米中とも妥協の余地が小さくなっている。中国は新指導部発足にあたり、政治・経済・社会の安定を図るためにも本来は対外的な緊張を避けたいとみられるが、それ以上に国内から対外的に弱腰とみられることを避ける必要があるため、緊張緩和は容易ではない。米国上場中国株の上場廃止問題では妥協が成立しつつあることから、米中両国が必ずしも全面対決を望んでいないことは窺われるが、中間選挙後の米国で民主党と共和党が足並みを揃えやすい数少ない分野の1つが中国バッシングと考えられるため、楽観はできない。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		10/17	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	3.25%	0.75	3.00	1.25
ユーロ圏	中銀預金金利	0.75%	0.00	1.25	1.25
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	3.25%	0.00	3.00	1.50
豪州	キャッシュ・レート	2.60%	0.25	2.50	1.85
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.20	-0.55
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	7.50	8.25
英国	バンク・レート	2.25%	0.50	2.15	1.50
インド	レポ金利	5.90%	0.50	1.90	0.75
インドネシア	7日物借入金金利	4.25%	0.50	0.75	-1.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	9.25%	0.75	4.50	1.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	0.75	0.50
トルコ	1週間物レポ金利	12.00%	-1.00	-6.00	-4.50

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		10/17	1カ月	1年	3年
米国		4.01%	0.56	2.44	2.26
ドイツ		2.27%	0.51	2.44	2.68
日本		0.26%	0.00	0.17	0.41
カナダ		3.42%	0.28	1.84	1.86
豪州		4.02%	0.30	2.37	2.92
中国		2.70%	0.02	-0.29	-0.46
ブラジル		12.01%	-0.15	0.65	5.19
英国		3.98%	0.84	2.87	3.30
インド		7.41%	0.18	1.08	0.91
インドネシア		7.44%	0.23	1.35	0.29
メキシコ		9.82%	0.65	2.37	2.95
ロシア*		---	---	---	---
トルコ		11.70%	0.96	-7.46	-3.05

*継続的なデータの取得ができないため未記載

		直近値	期間別変化率		
株価指数		10/17	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	30,186	-2.1%	-14.5%	11.7%
	S&P500	3,678	-5.0%	-17.7%	22.7%
ユーロ圏	STOXX 50	3,442	-1.7%	-17.7%	-4.1%
日本	日経平均株価	26,776	-2.9%	-7.9%	19.3%
	TOPIX	1,880	-3.0%	-7.1%	15.7%
中国	MSCI中国	54.59	-12.4%	-41.4%	-30.3%
インド	MSCIインド	2,005	-2.1%	-5.7%	52.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,296	-2.8%	5.4%	5.0%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,052	-14.8%	-24.5%	6.2%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		10/17	1カ月	1年	3年
米ドル		149.04	4.3%	30.5%	37.2%
ユーロ		146.65	2.4%	10.7%	21.3%
カナダ・ドル		108.65	0.9%	17.7%	31.4%
豪ドル		93.76	-2.4%	10.6%	26.4%
人民元		20.67	1.2%	16.4%	34.8%
ブラジル・リアル		28.20	3.6%	34.8%	8.1%
英ポンド		169.29	3.7%	7.8%	20.9%
インド・ルピー		1.81	0.7%	18.6%	18.3%
インドネシア・ルピア		0.96	0.7%	18.5%	25.3%
フィリピン・ペソ		2.52	0.9%	12.0%	18.9%
ベトナム・ドン		0.61	1.2%	21.7%	30.6%
メキシコ・ペソ		7.45	4.5%	32.5%	31.7%
ロシア・ルーブル		2.40	1.6%	49.2%	41.7%
トルコ・リラ		8.03	2.6%	-34.9%	-56.9%

		直近値	期間別変化率		
リート		10/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	18,342	-13.4%	-23.8%	-10.1%
日本	東証REIT指数	1,891	-7.1%	-9.8%	-15.6%

		直近値	期間別変化率		
商品		10/17	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	85.46	0.4%	3.9%	58.5%
金	COMEX金先物価格	1,657	-0.9%	-6.2%	11.0%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

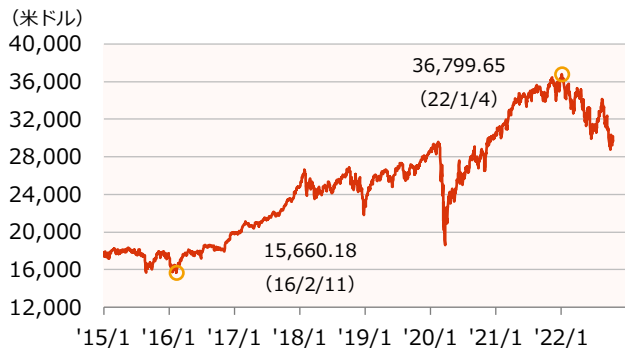
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



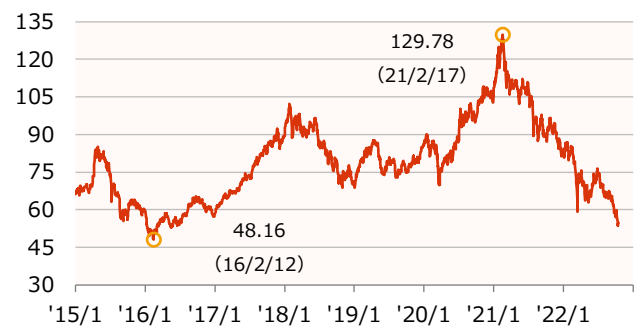
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



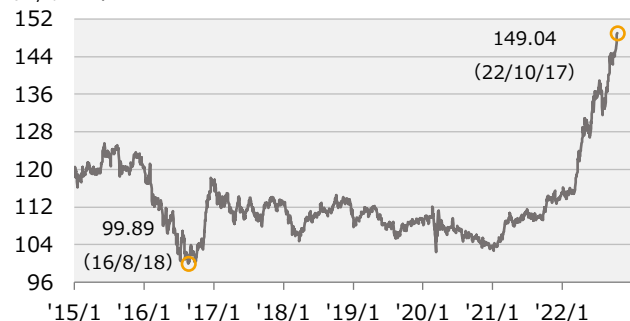
※グラフの期間は2015年1月初～2022年10月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

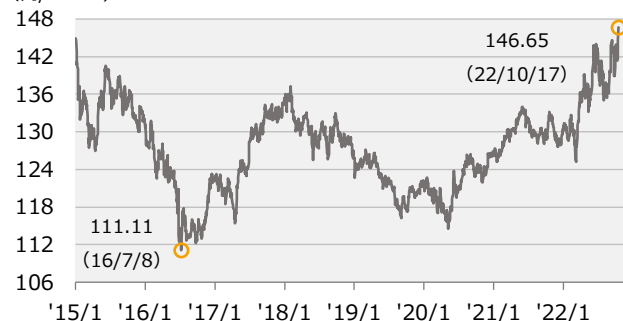
米ドル

(円/米ドル)



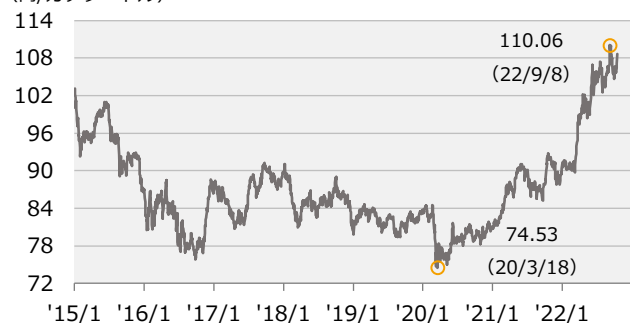
ユーロ

(円/ユーロ)



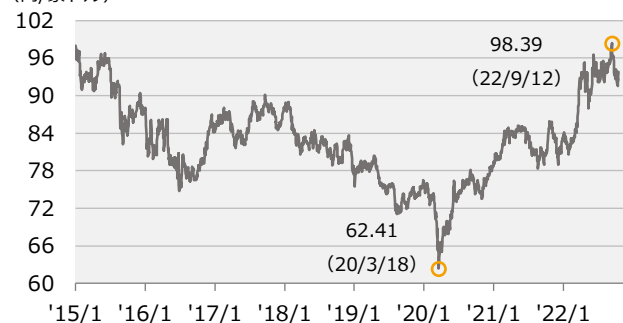
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



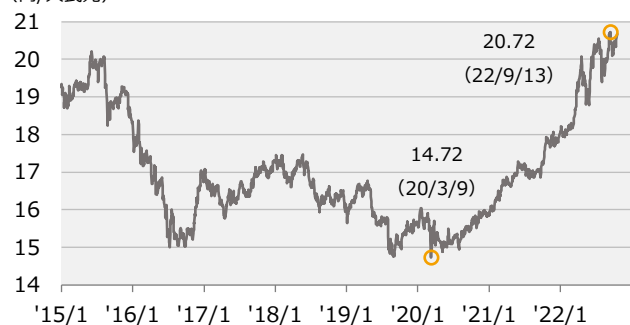
豪ドル

(円/豪ドル)



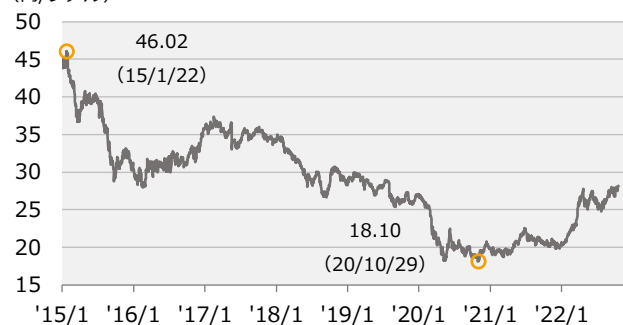
中国人民元

(円/人民元)



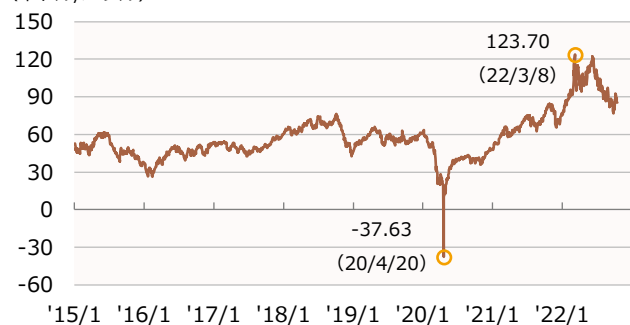
ブラジル・レアル

(円/レアル)



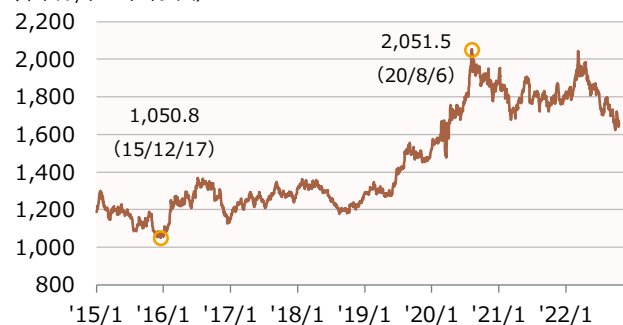
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2022年10月17日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2019年	2020年	2021年
米国	2.3	-3.4	5.7
ユーロ圏	1.6	-6.1	5.2
日本	-0.4	-4.6	1.7
カナダ	1.9	-5.2	4.5
豪州	2.0	-2.1	4.9
中国	6.0	2.2	8.1
ブラジル	1.2	-3.9	4.6
先進国	1.7	-4.4	5.2
新興国	3.6	-1.9	6.6

消費者物価	前年比		
	2019年	2020年	2021年
米国	1.8	1.2	4.7
ユーロ圏	1.2	0.3	2.6
日本	0.5	0.0	-0.2
カナダ	1.9	0.7	3.4
豪州	1.6	0.9	2.8
中国	2.9	2.4	0.9
ブラジル	3.7	3.2	8.3

政策金利		年末値		
		2019年	2020年	2021年
米国	FFレート（上限）	1.75	0.25	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-0.50	-0.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	1.75	0.25	0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.75	0.10	0.10
中国	1年物MLF金利	3.25	2.95	2.95
ブラジル	セリック・レート	4.50	2.00	9.25

失業率	年末値		
	2019年	2020年	2021年
米国	3.6	6.7	3.9
ユーロ圏	7.5	8.2	7.0
日本	2.2	3.0	2.7
カナダ	5.8	8.9	6.0
豪州	5.1	6.6	4.2
中国	3.6	4.2	4.0
ブラジル	11.1	14.2	11.1

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ（縮小）	短期金利操作 資産買入れ（縮小）	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2023年末の予想値	5.00～5.25%	2.75% (中銀預金金利2.25%)	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	22年11・12月に各0.75%、23年2月に0.50%ポイントの追加利上げ。 - 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小。 2024年は累計0.75%ポイントの利下げ。	2022年10月に0.75%、12月に0.5%、2023年2月に0.25%ポイントの利上げ。 - APPでの償還債券の再投資を2022年末にも停止。 - PEPPでの償還債券の再投資は2024年末までは継続。	- 新総裁誕生直後に政策修正は行わず2023年まで金融政策は据え置き。 2024年にマイナス金利の撤廃と10年国債利回り目標の切り上げやレンジ拡大を実施へ。

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2022年	11月	●FOMC (1-2日) ●米中間選挙 (8日)	●イスラエル総選挙 (1日) ●RBA理事会 (1日) ●COP27: 国連気候変動枠組条約第27回締約国会議 (エジプト、7-18日) ●ASEAN首脳会議 (カンボジア、11-13日) ●G20首脳会議 (インドネシア、15-16日) ●APEC首脳会議 (タイ、18-19日) ●サッカー・ワールドカップ (カタール、21-12月18日) ●マレーシア総選挙 (月内)
	12月	●日銀金融政策決定会合 (19-20日) ●FOMC (13-14日) ●ECB理事会 (15日) ●EU首脳会議 (15-16日)	●OPECプラス会合 (4日) ●RBA理事会 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (7日) ●中国中央経済工作会议 (月内)
2023年	1月	●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (17-18日)	●FOMC (31日-2月1日) ●カナダ金融政策決定会合 (25日) ●中華圏旧正月 (22日)
	2月		●ECB理事会 (2日) ●RBA理事会 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内) ●中国共産党二中全会 (月内) ●インド予算案発表 (月内)
	3月	●雨宮日銀副総裁任期 (19日) ●若田部日銀副総裁任期 (19日) ●日銀金融政策決定会合 (9-10日)	●ECB理事会 (16日) ●FOMC (21-22日) ●EU首脳会議 (23-24日) ●米一般教書演説 (月内) ●中国全人代 (上旬) ●RBA理事会 (7日) ●ラマダン開始 (22日) ●タイ総選挙 (月内) ●カナダ金融政策決定会合 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	4月	●黒田日銀総裁任期 (8日) ●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●RBA理事会 (4日) ●ラマダン終了 (20日) ●カナダ金融政策決定会合 (12日)
	5月	●G7首脳会議 (広島、19-21日)	●ECB理事会 (4日) ●FOMC (2-3日) ●RBA理事会 (2日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	6月	●日銀金融政策決定会合 (15-16日)	●ECB理事会 (15日) ●FOMC (13-14日) ●EU首脳会議 (29-30日) ●RBA理事会 (6日) ●トルコ総選挙 (18日) ●ハッジ開始 (28-7月3日) ●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	7月	●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●FOMC (25-26日) ●ECB理事会 (27日) ●RBA理事会 (4日) ●カナダ金融政策決定会合 (12日)
	8月		●米ジャクソンホール会議 (月内) ●RBA理事会 (1日)
	9月	●日銀金融政策決定会合 (21-22日)	●ECB理事会 (14日) ●FOMC (19-20日) ●RBA理事会 (5日) ●カナダ金融政策決定会合 (6日) ●上海協力機構サミット (インド、中旬) ●シンガポール大統領選挙 (月内)
	10月	●日銀金融政策決定会合 (30-31日)	●ECB理事会 (26日) ●FOMC (31日-11月1日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●RBA理事会 (3日) ●カナダ金融政策決定会合 (25日) ●中国共産党3中全会 (月内)

当資料のお取り扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は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・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2022年10月17日）

（発行日：2022年10月21日）