

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

12

DEC. 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

夜明け前が一番暗いとわかっているならば

- Ⅰ 過去1カ月の特徴の1つは、金利と株価の相関が低下していること。金融政策の運営スタンスに変化が見られ、市場でのテーマは「逆金融相場」から「逆業績相場」へとシフトしたと言える。
- Ⅰ 先行き、景気が悪化することが確実視されるが、その景気悪化は「人為的」であることに留意すべき。景気が悪化してインフレを抑制できれば、この意図的な金融引き締めは解除されることも確実視されるからだ。ディフェンシブに構えつつも、同時にチャンスを探るスタンスで臨みたい。



- 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 … 景気や企業業績悪化リスクがある一方、利上げ停止時期も近づきつつある。
- 債 … 来年に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景気後退も、2023年後半以降は景気回復へ。
- 株 … エネルギー調達リスクはやや後退も、景気減速への懸念は強い。
- 債 … ECBは計0.75%ポイントの追加利上げで打ち止め。ドイツの長期金利は低下基調へ。
- 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 … 世界景気が不透明な中、水際対策緩和効果などにより相対的に安心感あり。
- 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、高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 … 来年3月でのコロナ政策の緩和に向け準備が進む中、景気回復のペースが幾分速まろう。
- 株 … 金融緩和環境の中、不動産等不安材料の後退もあり、株式市場の底打ちを予想。
- 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 … 経常黒字や景気回復を支えにキャピタルフライトの可能性は低く、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

金利と株価の相関が低下

過去1カ月の特徴の1つは、金利と株価の相関が低下していること。年央以降は、金利が上昇すると（利上げの見通しが切り上がると）株価は下落するという逆相関の関係になることが多かった。11月上旬には一時ほぼ無相関になるなど、株式市場で「金融引き締め」に対する関心が低下したことを示唆する。金融政策に変化が見られるからだ。

逆金融相場から逆業績相場へ

先進国中央銀行は利上げを継続する意向を示しているものの、過去1カ月の行動は利上げ幅の縮小、あるいはその示唆だった。金融政策は効果を発揮するまでに時間差を伴うことから、累積的な利上げの影響を見極める必要もあるためだ。世界経済は明らかに悪化方向にあり、市場でのテーマは「逆金融相場」から「逆業績相場」へとシフトしたと言える。

金融市場

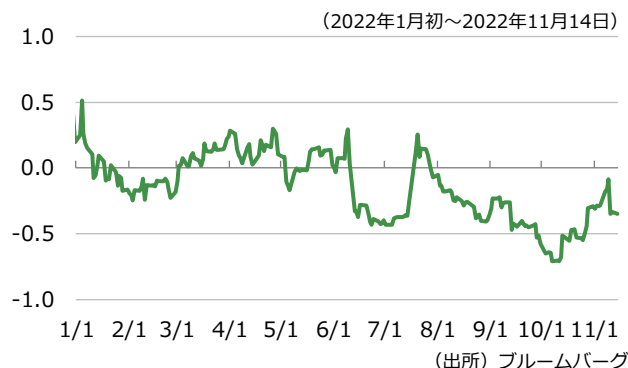
これから起こる人為的な景気悪化

先行き、景気が悪化することが確実視される。ただ、これから起こる景気悪化は「人為的」であることに留意すべきだろう。各国中央銀行はインフレ抑制のために意図的に景気を悪化させることを目論んでいる。そのため、景気が悪化してインフレを抑制できれば、この意図的な金融引き締めは解除されることも確実視され、その後のV字回復も期待される。

夜明け前が一番暗いとわかっているならば

そうした中で、投資家はどうか行動すべきか。参考になるのが、今回の景気サイクルで早期に利上げを行った結果、既に利上げ局面が終了したブラジルだろう。利上げ打ち止めが、株式・債券市場ともに反転するきっかけとなっている。繰り返しになるが、これから景気は悪化する。ただし、夜明け前が一番暗いとわかっているならば、ディフェンシブに構えつつも、同時にチャンスを探るスタンスで臨みたい。

米国2年金利とS&P500指数の時系列相関係数（25日間）

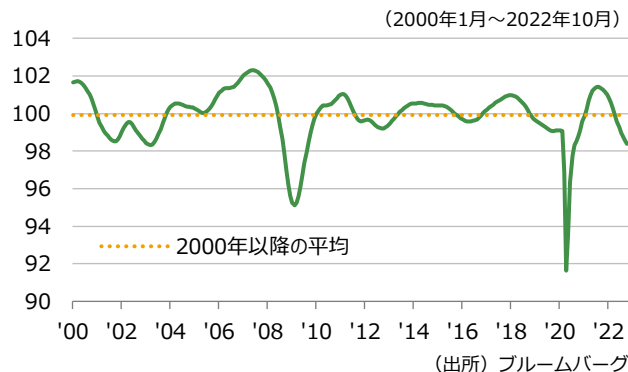


10～11月にかけての金融政策決定会合での声明文の変化

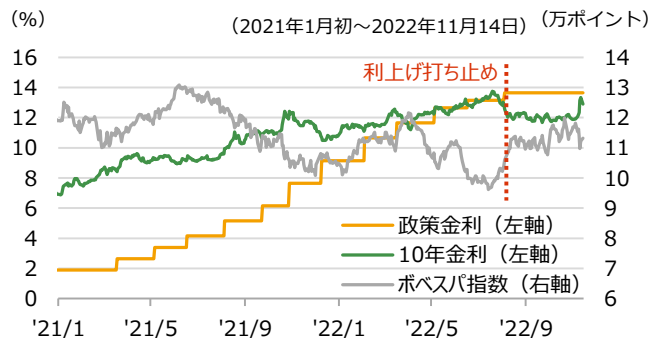
FRB	金融政策の累積的な引き締めや金融政策が実体経済並びにインフレに及ぼすリスク、経済・金融環境の進展を考慮する
ECB	今回で3回連続となる大幅利上げで金融緩和の巻き戻しはかなり進んだ
BOC	金融環境を引き締め足りないリスクと引き締めすぎるリスクのバランスを取ろうとしている
RBA	短期間で急速に政策金利を引き上げてきた。これを反映し、インフレや経済見通しを評価した上で、0.25%ポイントの利上げを決定した（注：利上げ幅縮小）

(出所) FRB、ECB、BOC、RBA

OECD景気先行指数



ブラジルの政策金利・10年金利・株式



※直近の金利上昇は財政規律懸念で、経済・金融政策要因ではない (出所) ブルームバーグ

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景気後退も、2023年後半以降は景気回復へ。 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、高インフレや金利上昇に対するバッファーに。 来年3月でのコロナ政策の緩和に向け準備が進む中、景気回復のペースが幾分速まろう。 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				景気や企業業績悪化リスクがある一方、利上げ停止時期も近づきつつある。 エネルギー調達リスクはやや後退も、景気減速への懸念は強い。 世界景気が不透明な中、水際対策緩和効果などにより相対的に安心感あり。 金融緩和環境の中、不動産等不安材料の後退もあり、株式市場の底打ちを予想。 世界3位の経済大国への成長期待や、国内からの資金流入などが、上昇をけん引しよう。 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				来年に5.25%まで利上げ。当面の長期金利は高止まり一方、来年半ばから低下へ。 ECBは計0.75%ポイントの追加利上げで打ち止め。ドイツの長期金利は低下基調へ。 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%への利上げで打ち止め。財政政策への信認回復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。 政策金利は2桁台に乗せ、利上げ局面が終盤に入らる中で、徐々に投資妙味が高まる。 ※脚注参照 少なくとも来年6月の大統領選挙まではインフレ対比での低金利環境を継続。
	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。 経常黒字や景気回復を支えにキャピタルフライトの可能性は低く、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。 中銀の介入が下支えしようが、貿易赤字への懸念から米ドル高局面で一段のルピー安も。 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	4.25 ~ 4.50	5.00 ~ 5.25	4.25 ~ 4.50	1.51	4.2	3.6	3.0
ユーロ圏*1	5.3	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	3.3	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	36,338	29,700	30,900	33,200	米ドル	115.08円	144円	135円	128円
NYダウ	18.7%	-18.3%	4.0%	7.4%		11.5%	25.1%	-6.3%	-5.2%
米国	4,766	3,800	4,050	4,250	ユーロ	130.90円	140円	132円	127円
S&P500	26.9%	-20.3%	6.6%	4.9%		3.7%	7.0%	-5.7%	-3.8%
欧州	4,298	3,650	3,800	4,090	カナダ・ドル	91.08円	105円	100円	98円
STOXX 50	21.0%	-15.1%	4.1%	7.6%		12.3%	15.3%	-4.8%	-2.0%
日本	28,792	29,000	31,500	33,000	豪ドル	83.68円	94円	95円	93円
日経平均株価	4.9%	0.7%	8.6%	4.8%		5.3%	12.3%	1.1%	-2.1%
日本	1,992	2,070	2,210	2,350	中国人民元	18.09円	20.0円	19.9円	19.7円
TOPIX	10.4%	3.9%	6.8%	6.3%		13.9%	10.6%	-0.5%	-1.0%
中国	84.29	68	75	85	ブラジル・レアル	20.65円	28.2円	28.7円	27.2円
MSCI	-22.4%	-19.3%	10.3%	13.3%		3.8%	36.5%	1.8%	-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	26,561	24,000	25,900	28,000
NAREIT指数	43.2%	-9.6%	7.9%	8.1%
日本	2,066	2,000	2,050	2,050
東証REIT指数	15.8%	-3.2%	2.5%	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	5.75	6.00	5.50	6.38	7.5	7.8	7.5
フィリピン*2	5.7	6.8	5.5	5.3	2.00	5.50	5.50	5.00	2.18	4.4	4.2	3.5
ベトナム	2.6	7.2	6.2	6.5	4.00	6.50	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	2,037	2,200	2,300	2,350	英ポンド	155.74円	161円	152円	145円
MSCI	27.3%	8.0%	4.5%	2.2%		10.3%	3.4%	-5.6%	-4.6%
インドネシア	6,696	7,800	8,200	7,900	インド・ルピー	1.55円	1.71円	1.69円	1.60円
MSCI	1.5%	16.5%	5.1%	-3.7%		9.5%	10.4%	-1.2%	-5.3%
ベトナム	1,498	1,200	1,400	1,500	インドネシア・ルピア*3	0.807円	0.911円	0.931円	0.853円
VN指数	35.7%	-19.9%	16.7%	7.1%		9.3%	12.8%	2.2%	-8.4%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.38円	2.41円	2.42円
						5.2%	5.4%	1.3%	0.4%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.576円	0.563円	0.542円
						12.7%	14.2%	-2.3%	-3.7%
					メキシコ・ペソ	5.61円	7.20円	6.92円	6.74円
						8.0%	28.4%	-3.9%	-2.6%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	-	-	-
						9.7%	-	-	-
					トルコ・リラ	8.6円	7.2円	6.3円	5.5円
						-38.5%	-15.8%	-12.5%	-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

外堀埋まりつつある中で実質GDPは反発

7-9月期実質GDPは前期比年率+2.6%と、家計消費が全体を牽引したほか、政府支出や純輸出もプラス寄与。他方、民間投資と在庫投資が引き続きマイナス寄与。ただし、家計消費と民間投資を合計した民間最終需要は3四半期連続で鈍化し、景気の根幹は悪化。そのほか金融機関の貸出態度は39と一段と厳格化した。貸出態度が40を明確に上回る局面では、これまで景気後退に陥ってきた経験則がある。

サービス業のモメンタムは低下基調に？

10月ISM景況感指数はともに前月比低下した中、予想対比で製造業は上振れ、サービス業は下振れ。製造業指数の50割れは時間の問題である一方、年央にかけて踏み止まったサービス業のモメンタムが低下基調に回帰するか注目。受注判断や雇用判断も悪化しており、内実も悪い。現在の米国経済は消費一本足打法であるだけに、サービス業の弱含みは景気の牽引役喪失に伴う経済全体の弱含みでもある。

失業率上昇も労働市場の逼迫は継続

非農業部門の雇用者数増加とは不整合だったものの、11月失業率は3.7%へ悪化した。もっとも、失業率が歴史的な低水準である状況は変わらないほか、労働需給の逼迫緩和には更なる求人件数の減少・失業者の増加が不可欠である。ただし、新規失業保険申請件数は低水準であるため、目先の雇用環境は堅調に推移へ。中小企業の求人判断は高水準に留まっており、当面の賃金上昇率は高止まる公算が大きい。

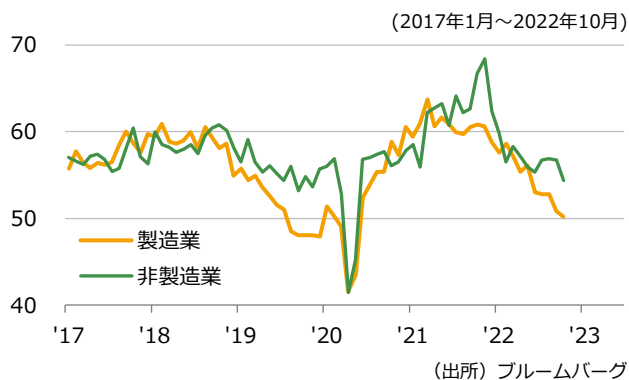
インフレ鈍化の継続性は？

10月CPIでは食品・エネルギーを除くコアが前月比+0.3%と大きく下振れた。特殊要因があるものの、住居費の高い伸びを含むサービス価格を財価格が相殺する構図が見え始めた。もっとも、FRBはインフレ鈍化に向けた「説得力のある証拠」として数回分の平均を重視する中、3カ月平均はインフレ目標越えの高い伸び。長期インフレ期待も高止まっており、先行きのインフレ鈍化をすぐさま楽観できず。

金融機関の貸出態度指数



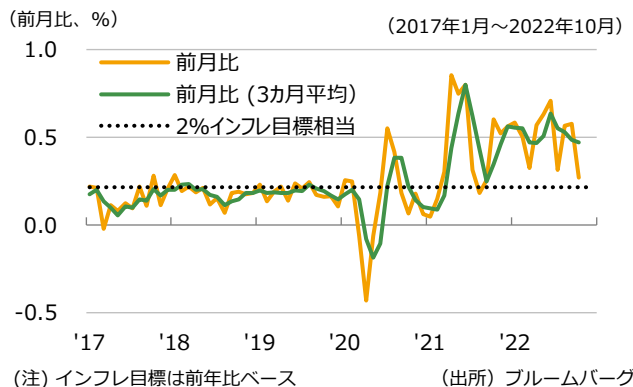
ISM景況感指数：製造業と非製造業



求人・失業比率と企業の求人判断



食品・エネルギーを除くコア消費者物価指数





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。FRBの利上げペース鈍化への期待により、直近で株価は上昇した。利上げ停止の時期が近付いてきている点はポジティブ材料であるものの、景気悪化による企業業績への警戒感が出るリスクも残っていると考える。金融政策の時間軸を意識しつつ、目先はISM製造業景況感指数などにより、景気や企業業績の悪化の程度を確認する局面と考える。

バリュエーションの見方を修正

バリュエーションの見方を修正する。過去数年で見ると、2022年半ば以降の実質金利とPERには乖離が目立ち、バリュエーション調整のリスクを警戒していた。しかし、実質金利のプラス転換という象徴的なイベントから半年が経過し、その間、PERは一定のレンジで推移している。実質金利の上昇によるバリュエーション調整は年初の20倍台から16倍程度で完了したとの見方に改める。

収益性低下セクターは人員削減に

2022年6-8月期/7-9月期の企業決算では、一部ハイテク企業の業績悪化が注目された。金融や情報技術セクターで税前利益率の低下が目立つが、これらの業種では既に人員削減が進みつつある。雇用環境の悪化はインフレ抑制の観点からはプラスであるほか、機動的なコスト管理は業績面で評価できるが、人員削減の更なる広がりには景気悪化を加速させるリスクもあるため注視したい。

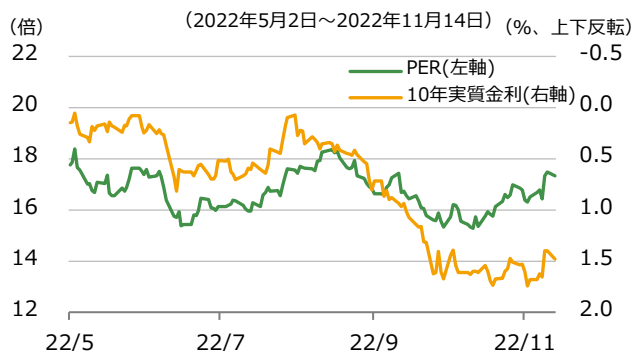
来年前半に利上げ停止の見方は変わらず

インフレや利上げペースに関する見方が揺れる中でも、2023年前半にFRBが利上げを停止するとの市場の見方に変化はない。直近のFRB高官発言においても、この点を強く否定する動きは見られない。景気や企業業績悪化をネガティブに評価する局面が来たとしても、利上げ停止時期が近づくに連れ、金融政策転換への期待が株価を支える側面が現状以上に強くなることが予想される。

S&P500の推移



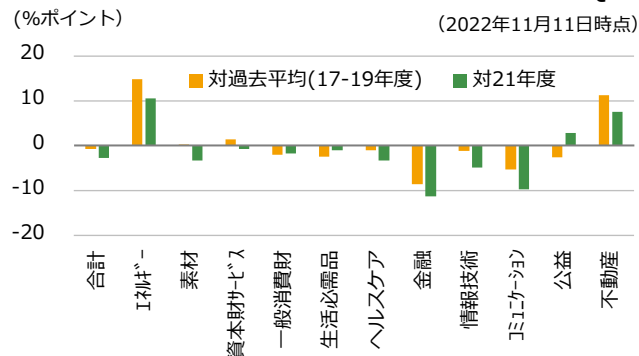
米実質金利とS&P500のPER



※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

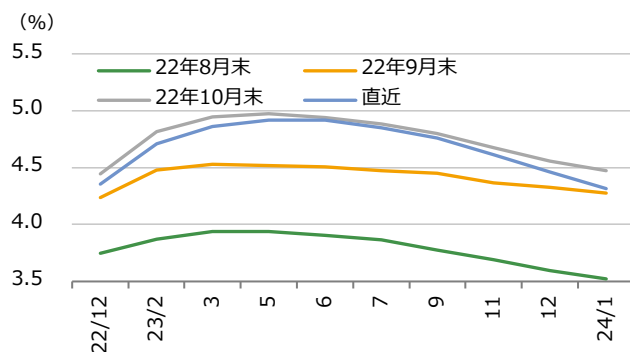
S&P500のセクター別税前利益率の変化 (2022.3Q)



※対象は直近のS&P500構成銘柄のうち、8月/9月が本決算・四半期決算末である銘柄

(出所) リフィニティブ、会社資料より大和アセット作成

FF金利先物が織り込む米政策金利の見通し



※直近は2022年11月14日時点

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

焦点は利上げ幅から利上げ到達点へ変化

11月FOMCでは4会合連続となる0.75%ポイント(%pt)の追加利上げを決定、政策金利を3.75～4.00%へと引き上げた。パウエルFRB議長は利上げ幅よりも利上げ到達点が今後の焦点であるとし、「利上げ到達点が一段と切り上がる可能性」に言及した。利上げ到達点観測はFOMC直後に高まった反面、10月CPI下振れを受けて低下。当面の到達点観測は今後の指標及びFRB高官発言で揺れ動くだろう。

揺らぐ利上げ到達点観測と中立判断維持

政策運営の力点変化や10年金利と3カ月金利の逆転など、利上げ局面も終盤を迎えている。10年債利回りも直近高値の4.33%が今局面のピークとなる可能性がある。ただし、データ次第で到達点が再び切り上がるリスクも依然燦々。12月FOMCでの政策金利見通しに加えて0.25%ptへの利上げ減速の蓋然性が高まるまで、債券投資判断は「中立」を継続。

リート

インフレ鈍化への期待などから上昇

米国リート市場は、10月半ばから11月半ばにかけて、市場予想を下回る米国消費者物価指数の発表などを背景にインフレのピークアウトへの期待が高まり上昇。7-9月期の決算は、一部でガイダンスの引き下げがあったものの総じて堅調。2022年はリーートの業績としては良好な一年となる見込み。一方で、経営陣の今後の見通しについては、金融市場への警戒感が目立った。

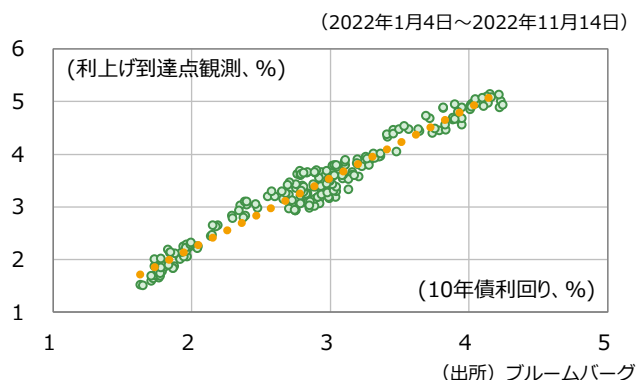
バリュエーションは徐々に割安水準に

消費者物価指数の発表を受けて長期金利は低下したが、水準としては依然高く、金融市場の緊張は続く。景気動向や金利、そして金融政策のバランスに引き続き注目したい。予想配当利回りは過去10年の平均3.85%を上回ってきており徐々に割安感が出て来た。景気動向などに警戒感が残るものの株価を下支えしよう。

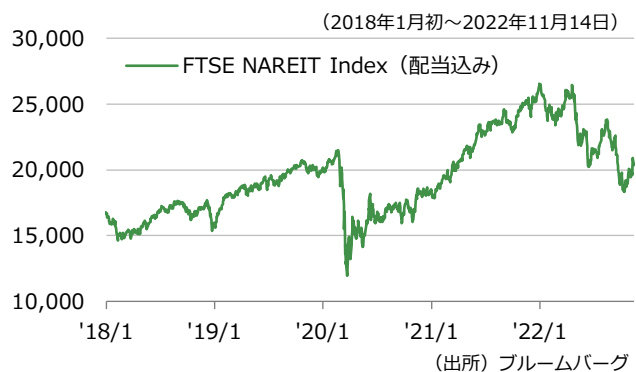
政策金利・長期金利の実績と当社予想



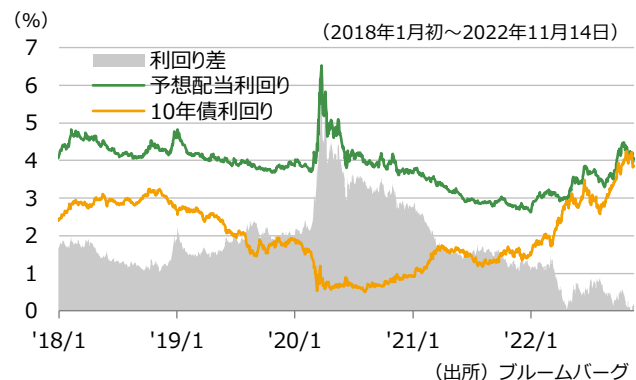
利上げ到達点観測と10年債利回りの関係



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

日米金利差と米ドル円に頭打ちの兆し

日米金利差と米ドル円は、日銀の金融緩和修正期待の後退による円安や、円買い介入による円高が影響して一時的に連動性が低下した局面もあったが、基本的には連動した状態が続いている。12月FOMCでFRBの利上げペースが減速するとの観測が浮上した10月下旬以降、5年や10年の米国債金利の上昇が鈍っている。日米5年金利差がピークアウトするなら、米ドル円も同様にピークアウトしやすいだろう。

米ドル円は150円を超えにくい

日米5年国債金利差が4.0%なら米ドル円は145.1円を中心に139.6～150.6円（推計値±標準誤差×2）、4.4%なら149.9円を中心に144.4～155.4円に収まりやすい。また、米金利上昇・リスクオフ局面では、米ドル円が上昇しても推計値（中央値）を大幅には上回りにくい傾向もある。したがって、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円を超えにくいと見ている。

米ドル高を促した米実質金利にも天井感

FRBがインフレ抑制へ金融引き締め姿勢を強めるなか、期待インフレ率が抑えられる一方で実質金利が上昇してきた。そして、米国の名目金利だけでなく実質金利が上昇したことが米ドル高を促した。ただ、5年実質金利は9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇した後は、上昇が止まっている。FRBのタカ派姿勢が後退すると、米国の実質金利が頭打ちとなり、米ドル安に作用しやすいだろう。

米経済指標が米ドル円下落に働く可能性

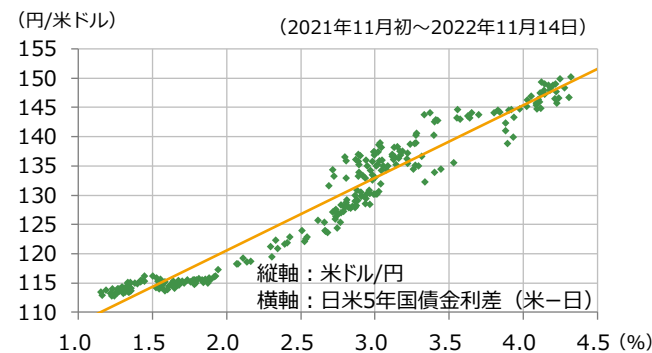
米国の経済指標が市場予想を上回るケースが増え、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇した。米ドル高が景気に与える悪影響が一時的に緩和したことが一因と見られる。ただ、12月にかけては米ドル高の悪影響が再び拡大して米経済指標を悪化させる要因になると考えられる。米経済指標が市場予想を下回るケースが増えてESIが低下に転じ、米金利低下と米ドル円下落に働く可能性があるだろう。

日米5年国債金利差と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

日米5年国債金利差と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米実質金利と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数



（出所）リフィニティブより大和アセット作成



経済

2023年後半以降は再び景気回復局面に

実質GDPは2022年7-9月期も僅かながら増加し、6四半期連続のプラス成長を記録した。しかし、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10-12月期から2023年4-6月期まではマイナス成長の継続、即ち景気後退を見込む。但し、長期間の調整を要する経済の大幅な不均衡や金融システム不安の兆候は認められず、2023年後半には景気回復局面に転じると想定する。

景況感は浅い景気後退を示唆する程度

PMIは10月に製造業が9カ月連続、サービス業が6カ月連続で低下し、かつ製造業は4カ月連続、サービス業は3カ月連続で50を下回った。景況感の悪化は続いているが、その程度は緩やかなまま。水準的にも浅い景気後退を示唆するに留まり、危機的状況は予見されず。当面は物価高騰下の景気後退に陥るが、早晚インフレ率の低下が見込まれるなか、適切な金融・財政政策で制御可能な範囲に収まろう。

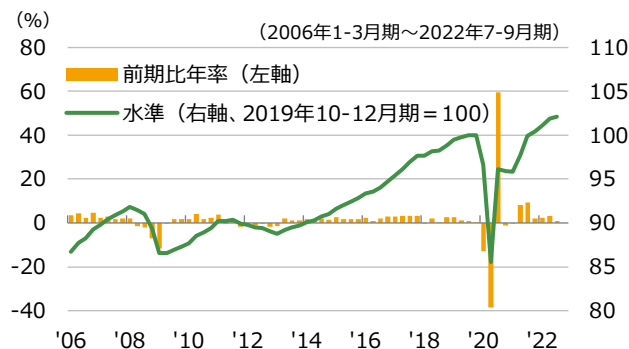
物価高騰が個人消費を抑制

失業率は9月に6.6%と、ユーロ圏発足来の最低を更新するなど、労働需給は依然ひっ迫しているが、景況感の悪化に鑑みれば、失業率の低下はまもなく一巡しよう。実質小売売上高はインフレ率が昨年7月に2%を上回って急上昇し始めたのと軌を一にして頭打ちから減少基調に転じており、特に最近の物価高騰の影響は大きいと考えられる。逆に、インフレ率の低下は個人消費の回復を促そう。

インフレ率は早晩低下へ

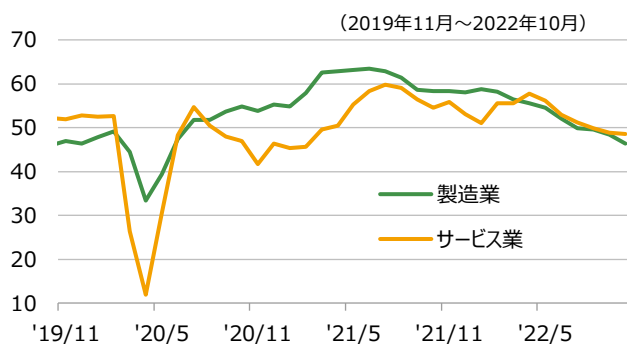
10月消費者物価指数は総合で前年同月比10.7%、コアで同5.0%と、何れも99年のユーロ圏発足来最大の伸びを更新中。うちエネルギー価格は同41.9%もの上昇に及ぶ。しかし、天然ガスの貯蔵率はほぼ100%に達し、価格も8月下旬の高値の約3分の1に下落している。再び価格が高騰するようなことがなければ、前年同月比は時間の経過で鈍化していく計算になる。インフレ率は早晩低下に転じよう。

実質GDP



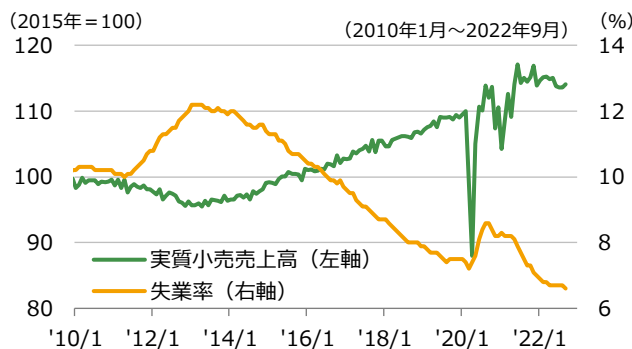
(出所) リフィニティブ

PMI



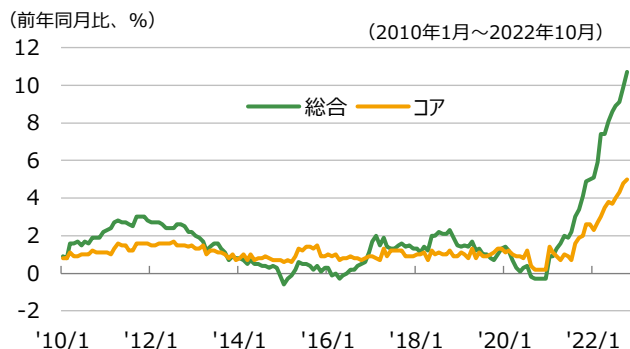
(出所) ブルームバーグ

実質小売売上高と失業率



(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



株式

やや弱気スタンスを継続

直近1カ月の欧州株の騰落率は先進国株の中で上位。米国の金融引き締めペース鈍化への期待に加え、中国のゼロコロナ政策緩和への期待の高まりが寄与した。各国の高水準な天然ガス貯蔵率により、エネルギー調達懸念も一服感がある。しかし、エネルギー調達の本質的な問題は残ることに加え、欧州景気に対する不透明感も強く、株価は不安定な動きになり易いと考え、やや弱気の判断は継続する。

低位な消費者信頼感がリスク要因

目先で気になるのは欧州の景気動向。10月PMIはドイツが総合と製造業で45台と低位にある。また、業態別の信頼感指数では消費者の低下が顕著。9月に1985年以降の過去最低を更新し、10月もほぼ同水準にある。バリュエーションは低位であり、業績悪化リスクはある程度織り込まれていると考えるものの、不確実性が高い状況にあると考える。

債券・金利

金融緩和の巻き戻しはかなり進展

ECBは7月以降3会合連続で計2%ポイントの利上げを実施したことで金融緩和の巻き戻しはかなり進んだとの認識を明らかにした。利上げ継続の必要性を指摘しつつも、決定においては、インフレの見通し、利上げの累積効果、政策の効果発現のタイムラグを考慮するとしており、次回12月に0.5%、次々回の来年2月に0.25%ポイントの利上げで打ち止めと想定する。2024年には利下げに転じよう。

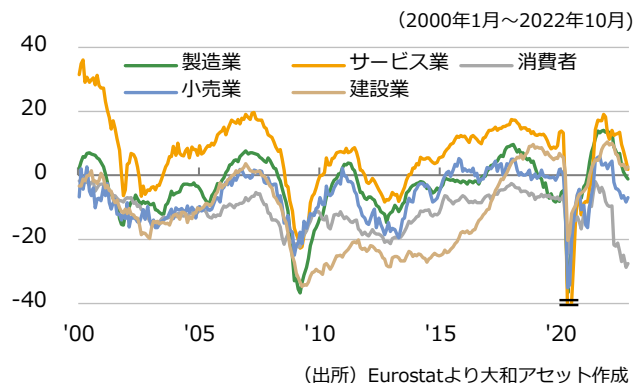
ECBの総資産は減少も長期金利は低下へ

ECBは貸出促進のための長期資金供給オペ（残高は約2.1兆ユーロ）の適用金利を実質的に引き上げ、銀行に早期返済を促した。従来の資産購入プログラムによる保有証券の償還分の再投資も2023年の早い時期に停止すると見込む。ECBのバランスシートは縮小に転じるが、まもなく利上げ打ち止めとなるなか、長期金利は低下基調で推移しよう。

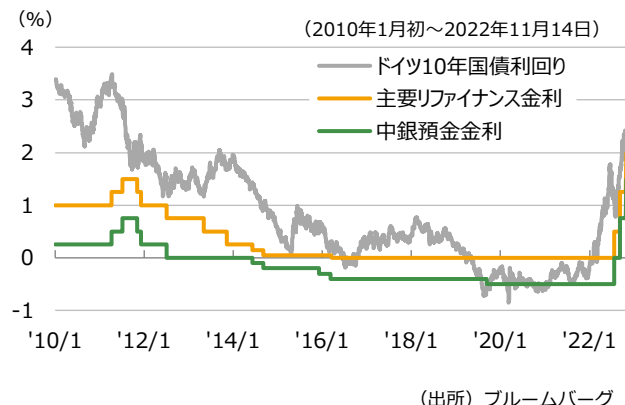
Euro STOXX 50の推移



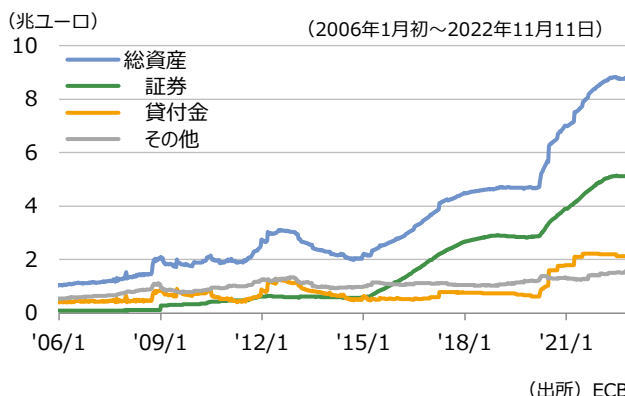
ユーロ圏信頼感指数の推移



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・円安に反転リスク

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。

ユーロ安・米ドル高リスクは限定的か

8～9月はECBの利上げ観測でドイツ金利が米国に比べ上昇したが、リスクオフによりユーロ安・米ドル高に。10月はドイツ金利が相対的に低下したが、リスクオンによりユーロが対米ドルで持ち直した。金利差よりもリスク許容度の動向がユーロ・米ドルを左右していたが、11月はドイツ金利の相対的上昇とリスクオンでユーロ高・米ドル安に。今後も金利面のユーロ安・米ドル高リスクは小さいだろう。

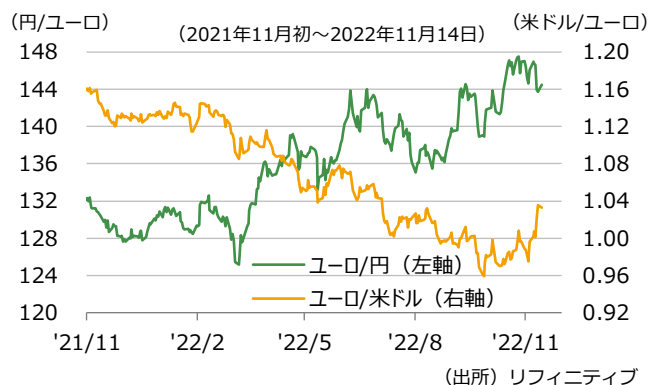
実質的なユーロ安の進行は限定的

内外物価変動格差を控除した実質実効為替レートは、米ドル高と円安の進行が大幅な一方、ユーロ安は比較的小幅である（2000年10月の最安値に未達）。ユーロ圏の物価上昇率が高いことや、対米ドルで下落している通貨がユーロ以外にも多いことが影響している。日本に比べユーロ圏の実質的な通貨安が限定的であることは、通貨安による物価上昇や貿易収支改善の効果が限定的であることを意味する。

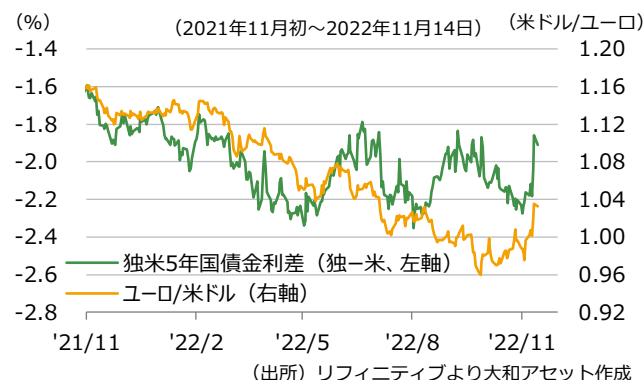
経済指標面での為替変動圧力は小さい

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（ESI）は、日本、ユーロ圏、米国のいずれもプラス圏で横ばいに近く、相対比較からは為替相場に影響を与えにくい状況にある。また、先進国全体のESIがプラス圏で伸び悩んでいることからしても、リスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高には振れにくいと言える。なお、新興国全体のESIもゼロ近辺でほぼ横ばいで推移している。

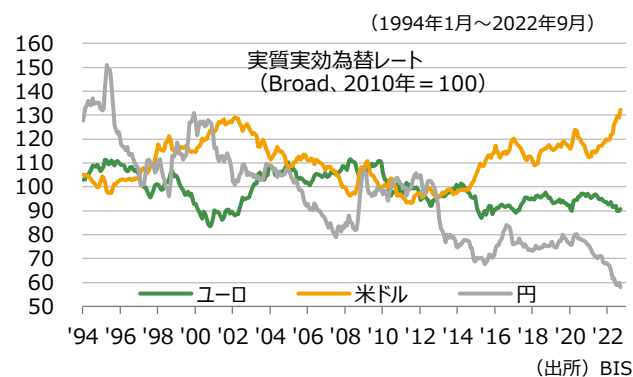
ユーロの対円相場と対米ドル相場



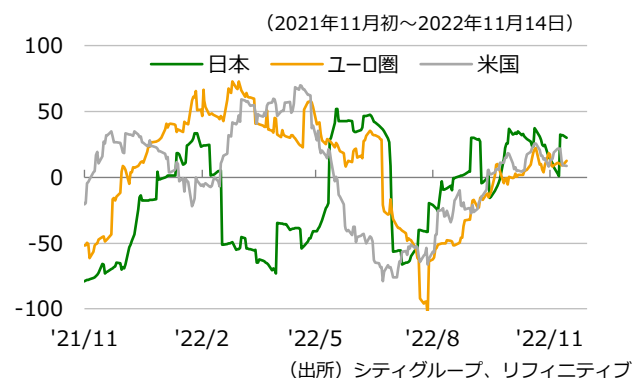
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



欧・米・日の実質実効為替レート



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

2023年半ばまで景気後退局面が継続

実質GDPは2022年7-9月期に前期比▲0.2%（前期比年率▲0.7%）と、小幅ながらも6四半期振りのマイナス成長に陥った。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、即ち景気後退を見込む。2023年後半以降はインフレ率の低下を受けて緩やかな景気回復を想定するが、実質GDPの水準がコロナ前を上回るのは2024年4-6月期と見込む。

政策対応等でインフレ率は早晚低下へ

消費者物価指数は総合で前年同月比10%前後で推移している。これまでのエネルギー価格の高騰やポンド安等が要因。しかし、半年で600億ポンドのエネルギー価格抑制策や、商品市況全般の上昇一巡に鑑みれば、インフレ率はまもなく低下に転じよう。供給制約は継続しても、需要の鈍化が大きく、インフレ率は低下基調での推移を見込む。

為替

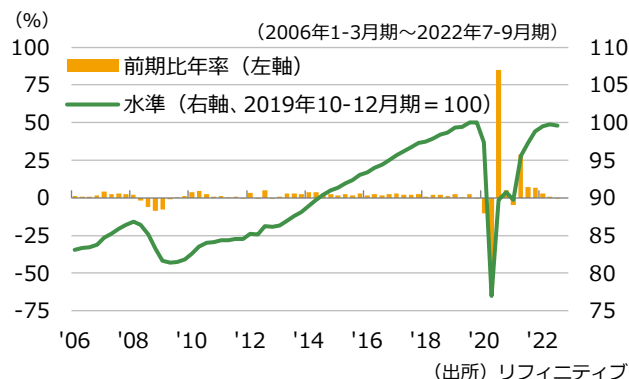
BOEは年内で利上げ打ち止め

BOEは利上げ幅を段階的に拡大しつつ、8回連続の利上げで政策金利を3%とした。11月より保有証券の売却も開始している。BOEは政策金利が現水準で一定としてもインフレ率は2025年1-3月期に目標値の2%を下回ってくるとの見通しを示した。財政政策への信認は回復しており、利上げは12月の0.5%ポイントで打ち止め、長期金利は低下基調での推移を見込む。2024年には利下げに転じよう。

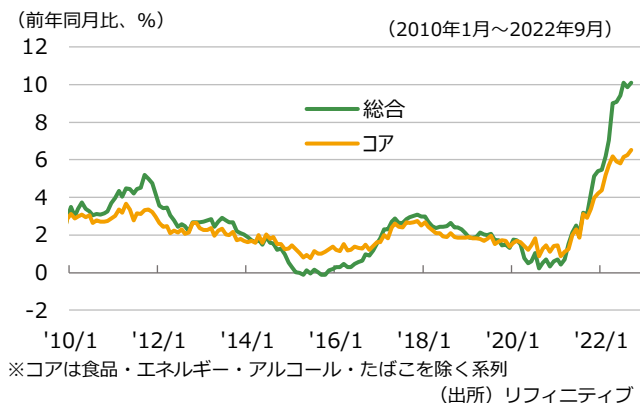
財政を巡る金利低下・ポンド高は一巡

トラス前政権の大型減税計画を受け、財政赤字拡大や利上げ幅拡大の見通しから長期金利上昇（国債価格下落）とポンド安が進行。その後、スナク新首相が減税計画を撤回し、増税・歳出削減案を策定するなか、金利が反落し、ポンドが反発した。財政を巡る市場変動が一巡した後は、景気・インフレ・利上げの見通しや実質金利の動向がポンドを左右か。

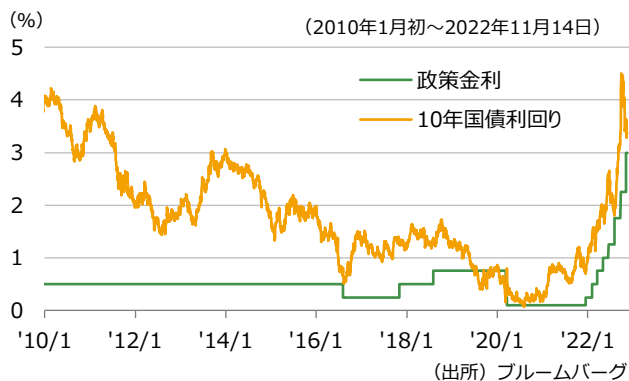
実質GDP



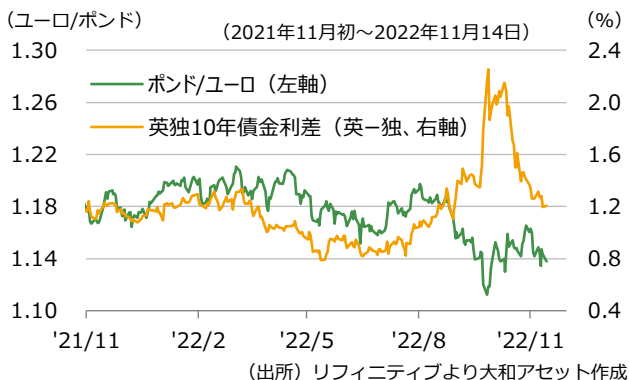
消費者物価指数



政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

経済活動再開と輸入物価上昇の綱引き

7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった。新型コロナウイルス感染拡大の影響で消費が減速したほか、輸入の増加がマイナスに寄与した。10-12月期以降は、経済活動再開の本格化やインバウンド消費の復活により再拡大を見込む。自動車の生産回復が期待されるほか、為替の円安進行や米中分断への懸念などから生産の国内回帰の動きも期待される状況となってきた。

外需に不透明感

米国では家賃や賃金の上昇、欧州では天然ガスなどエネルギー価格上昇等によりインフレが進行し金利が大幅に上昇するなど、景気の先行きに対する不透明感が高まっている。また、中国では不動産価格下落や「ゼロコロナ」政策などによる景気の停滞が続いている。一方、日本は経済活動の再開が本格化しつつあり、インバウンド消費回復や自動車の挽回生産などが期待され、相対的に優位な状況にある。

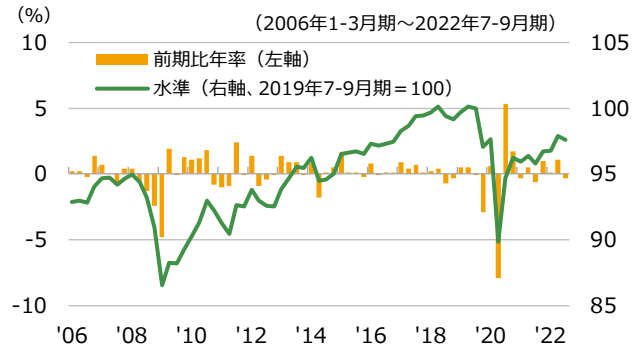
総合経済対策を閣議決定

政府は財政支出39兆円、事業規模71.6兆円の「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を閣議決定した。この経済対策により実質GDPを4.6%程度押し上げるとしているが、電気・ガス代の抑制や新型コロナ対策は家計の支出増に直結するものではないほか、昨年の経済対策（財政支出55.7兆円、事業規模78.9兆円）の効果剥落もあることから、額面通りに受け取ることはできないか。

コストプッシュによる物価上昇が加速

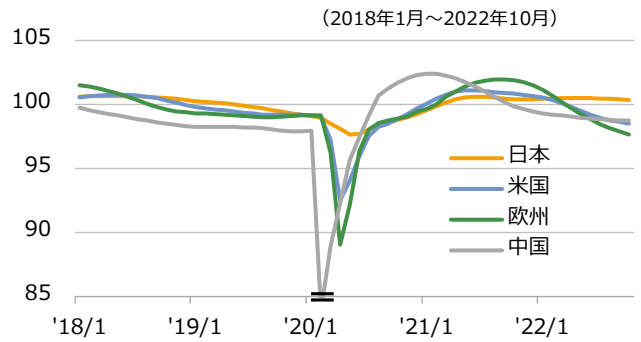
10月の東京都区部の消費者物価指数（前年同月比）は、総合+3.5%、生鮮食品を除く+3.4%、生鮮食品・エネルギーを除く+2.2%と上昇が加速しいずれも日銀の物価目標を上回ってきた。輸入物価上昇の価格転嫁により食料やエネルギーなどが大幅に上昇している。穀物やエネルギー等の商品市況は上昇一服となっており、物価動向は為替相場の変動によるところが大きい状況となっている。

実質GDP



(出所) 内閣府より大和アセット作成

OECD景気先行指数



※季節調整済み振幅調整値

(出所) ブルームバーグ

総合経済対策の内訳

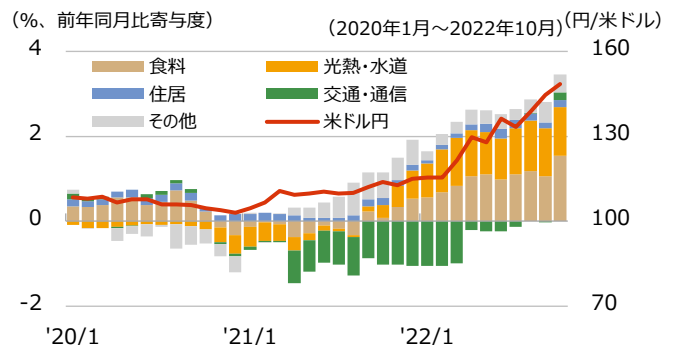
(単位: 兆円)

対策内容	財政支出	事業規模
I 物価高騰・賃上げへの取組	12.2	37.5
II 円安を活用した「稼ぐ力」の回復・強化	4.8	8.9
III 「新しい資本主義」の加速	6.7	9.8
IV 防災、安保等国民の安全・安心の確保	10.6	10.7
V 今後への備え	4.7	4.7
合 計	39.0	71.6

※概算値

(出所) 内閣府より大和アセット作成

消費者物価指数寄与度と米ドル円レート



※消費者物価指数寄与度は東京都区部。米ドル円（月末値）のみ右軸

(出所) 総務省、ブルームバーグより大和アセット作成



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カ月の騰落率はプラスであったものの欧米株に対しては劣後。米国の利上げペース鈍化期待による株式市場のセンチメント改善の中、これまで堅調であったことが影響した。しかし、グローバルに景気悪化リスクがある中、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プラス要因がある点は強みであり、不確実性上昇時に選好され易いと考ええる。

欧米の景気減速リスクは注意が必要

直近の株価上昇を経てTOPIXのPERは12倍台、PBRは1.2倍台にある。PERに割安感はあるものの、ISM製造業景況感指数が明確に50を下回り米国の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、水際対策緩和による内需企業の業績改善期待などにより、下落局面が来たとしても一時的なものに留まると考える。

増益は維持も利益進捗率はやや低め

22年度第2四半期の国内企業決算は、前年同期比での増収増益維持と底堅さを見せた一方、伸び率は鈍化した。今期の会社計画に対する利益進捗率を見ると、過去平均と比べ高進捗の銘柄が一部で見られるものの、全体としては進捗率がやや低い。為替は米ドル円が140円を超える円高とならなければ、円高リスクが意識されることはないと考え、企業業績の観点からは跛行色が出易い局面とみる。

中国のゼロコロナ政策の動向は注目

中国のゼロコロナ政策に対する株式市場の注目はこの1カ月で高まった。現在は、緩和方向への観測報道等に対して、保健当局が緩和方向への楽観的な見方を否定する動きが続いている。しかし、政策の微修正は行われており、ゼロコロナ政策緩和に対する株式市場の期待は維持され易い状況にある。同材料は、インバウンド需要回復のシナリオに繋がりがよく、日本株のサポート材料になるだろう。

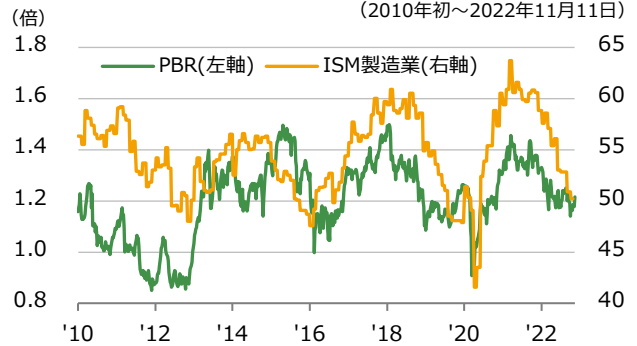
TOPIXの推移

(2019年初～2022年11月14日)



TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

(2010年初～2022年11月11日)



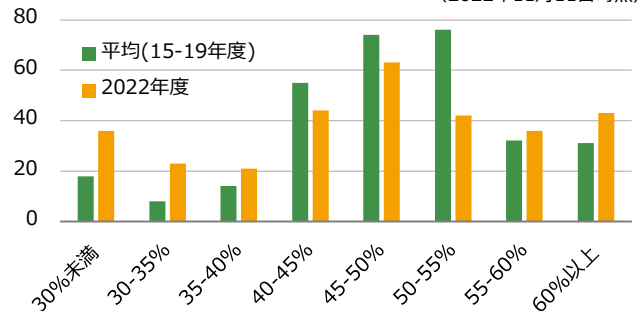
※PBRは直近12カ月ベース

※ISM製造業は2010年1月～2022年10月

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

上期の利益進捗率 (過去：実績、今期：対会社計画)

(銘柄数) (2022年11月11日時点)



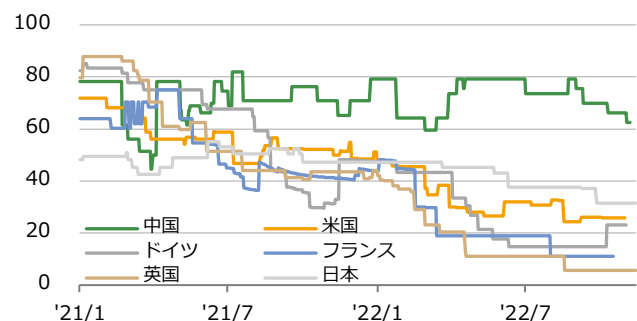
※対象は金融セクターを除くTOPIX500のうち2月、3月本決算銘柄

※利益は営業利益、営利の開示がない銘柄は経常利益や税前利益を採用

(出所) Quick Workstation、会社資料より大和アセット作成

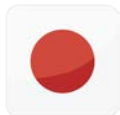
新型コロナ厳格度指数

(2021年初～2022年11月13日)



※直近値の時点は各国により異なる

(出所) オックスフォード大学より大和アセット作成



債券・金利

日銀が物価目標未達との見方を継続

10月展望レポートにおいて、日銀は物価見通しを上方修正したものの、23年度と24年度は前年比+1.6%と「物価安定の目標」に達しないとの見方を維持。同レポートで、企業の価格設定スタンスに変化が見られるとの言及がある一方、10月の東京都区部CPIを見ると高インフレは食品の比率が高く、食品以外はゼロ%近辺の比率が依然高い。インフレの観点から日銀は政策修正を迫られてはいない。

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23年末が0.25%、24年末は0.50%と予想。当社では、金融政策の効果に関する「検証」を再度実施した上で、日銀は政策修正を行うと考えており、新総裁就任直後の政策変更は予想しない。直近の米CPI下振れを受けた円高・米ドル安は、日銀に対して円安に配慮した金融政策運営を促す市場圧力の低下に繋がると考える。

リート

米国長期金利が低下するなか上昇

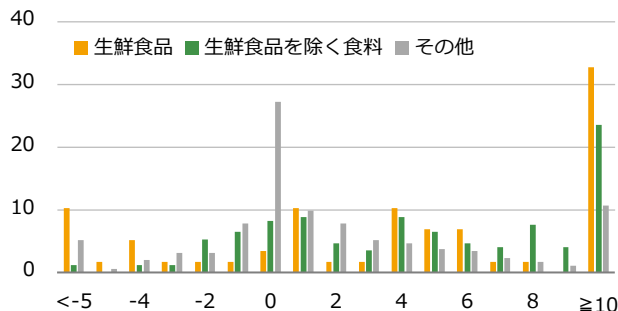
10月下旬に米国の長期金利が低下するなかJ-REIT市場は上昇した。相次いで発表された公募増資の影響で一時的に需給が悪化し、10月中旬まで下落していたJ-REIT市場は割安感が意識され、上昇した。11月に入ると、米国のインフレ指標や中間選挙の結果などが投資家のリスク選好姿勢に与える影響に合わせてやや変動の大きな推移となったが、株式市場に比べ、やや上値の重たい展開。

年明け以降の公募増資の動向に注目

年度末となる2023年3月末に向けて年明け以降J-REIT市場で再び公募増資が相次ぎ、需給悪化によりJ-REIT市場が一時的に下落する可能性があり、動向に注目している。バリュエーションや過去の推移から、東証REIT指数で1,850pt近傍が下値として意識されやすいとみている。この水準はNAV1倍を下回り、資産価値からみた割安感がある水準。

東京都区部CPIの品目別前年比伸び率分布

(構成比、%) (2022年10月時点)



※1%刻みで、例えば“2”は2%以上3%未満の品目数が各区分に占める構成比を示している

(出所) 総務省より大和アセット作成

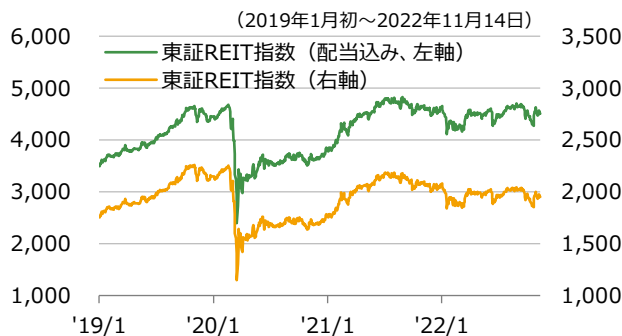
10年国債利回り

(2019年1月初～2022年11月14日)



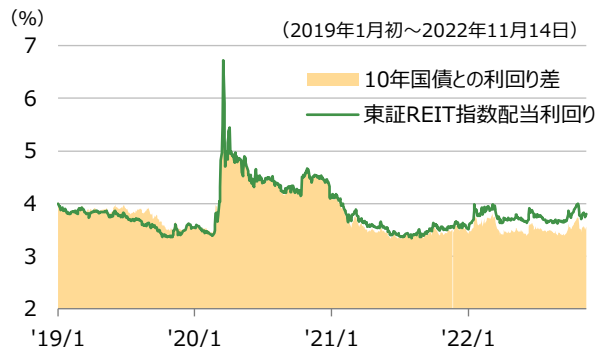
(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

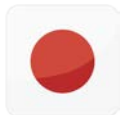
東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバークより大和アセット作成

Daiwa Asset Management



為替

米ドル安により米ドル円が反落

米ドル円は10月に1990年7月以来の高値となる151.94円まで上昇後に反落。FRBの利上げ減速観測で米長期金利が低下したことや、リスクオンに傾いたことで、米ドル安に振れたためだ。海外の長期金利低下は円高要因である一方、リスクオンは円安要因であるため、クロス円の下落（円高）は限定的。米ドル円反落の主因は、日本の為替介入等による円高ではなく、米金利変化等による米ドル安である。

米金利と順相関、米株価と逆相関

米ドル円は米金利と順相関にある一方、米株価と逆相関になっている。これは、米金利と米株価が逆相関で、金利上昇・株安や金利低下・株高のケースが多くなっていることが背景にある。ただ、今は米金利が低下すると、それを好感して株高に傾くケースが多いが、景気悪化懸念が強まると米金利低下・株安のケースが増えることになり、米ドル円は米金利および米株価と順相関になると考えられる。

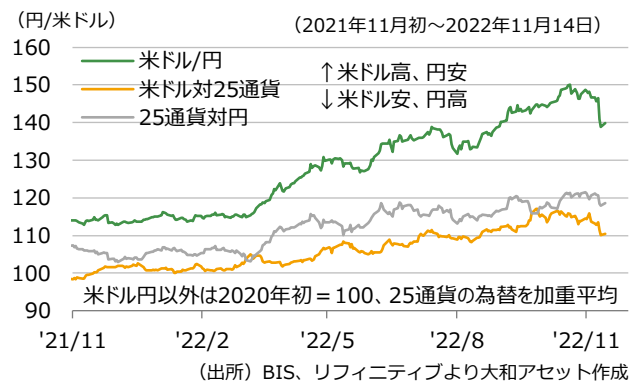
貿易収支が改善に転じる兆し

資源高と円安による円建て輸入増が、円安による輸出増を上回り、日本の貿易収支が悪化してきた。輸出より輸入の方が外貨建て取引比率が高いので、円安当初は輸入の方が増加しやすいためだ。だが、円安による輸入価格上昇が輸入数量を減少させ、外貨建て輸出価格下落が輸出数量を増加させることで、輸入より輸出の方が増えやすくなる。9月には貿易赤字が減少し、貿易収支改善の兆しが出てきた。

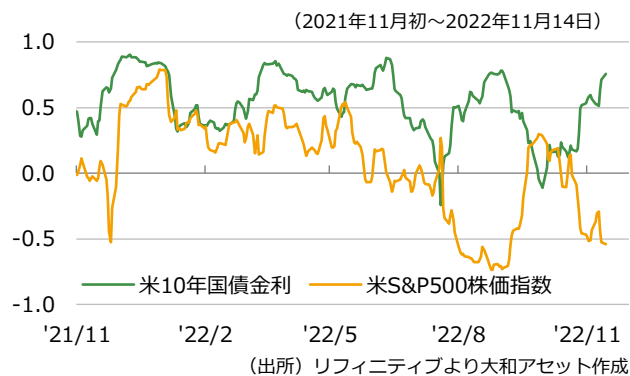
貿易収支が改善に転じると円高要因に

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。最近は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。

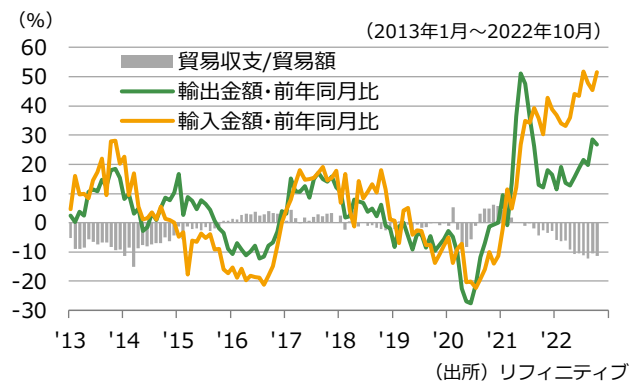
米ドル・円・他通貨の為替



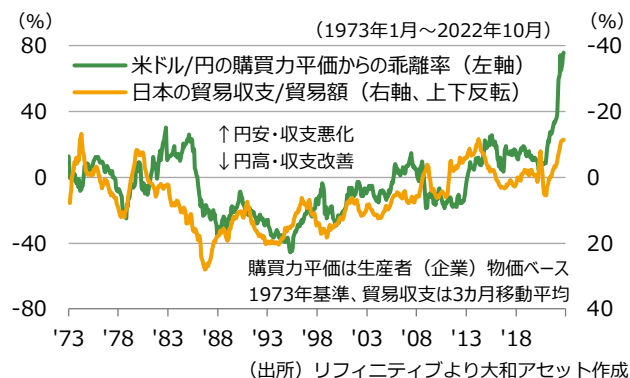
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



日本の貿易収支比率と輸出入伸び率（円建て）



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

高インフレを抑制するための金融引き締めにより、足元で景気の減速感が強まっている。利上げペースは鈍化しているが、小幅な利上げが継続することに加え、これまでの利上げの効果が時間差で顕在化することで、2023年前半は小幅なマイナス成長を見込む。ただし深刻な景気後退は免れ、実質GDP成長率は2022年の+3.3%から2023年に+0.5%へ減速した後、2024年に+1.0%への緩やかな加速を予想。

インフレ沈静化に向けた兆候

インフレ率は依然として高水準だが、頭打ち感が出ており、各種指標からはインフレ沈静化に向けた兆候が見受けられる。カナダ銀行の調査によると、今後1年の仕入・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。カナダ銀行自身も、この調査結果をインフレ沈静化に向けた初期の望ましい兆候のひとつと捉えている。

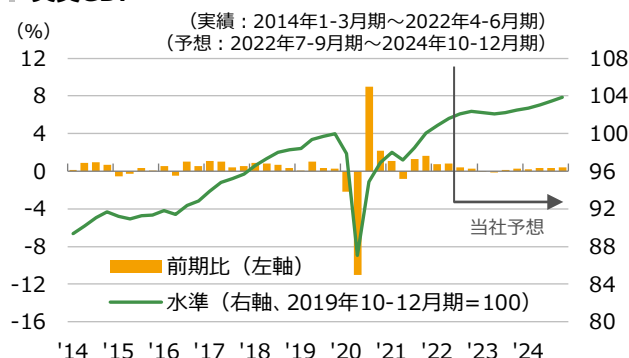
労働市場のひっ迫にも緩和の兆し

労働市場も依然ひっ迫しているが、緩和に向けた兆候が見られる。例えば、求人情数は極めて高い水準から減少し始めた。また、賃金上昇率に頭打ち感が出ているほか、企業が予想する今後の賃金上昇率もピークから低下。カナダ銀行は移民増を主因に労働投入量が2024年までの3年で各1.2%、1.4%、1.3%（米国は0.2%、0.3%、0.5%）増加すると予想しており、供給面からもひっ迫が緩和しやすい。

2つのコア消費者物価指数を重視

カナダ銀行は基調的なインフレ率を見る上で、コア消費者物価指数のうち加重中央値とトリム平均値を重視する方針を示した。これらの前年同月比は+5%前後だが、3カ月前比・年率では+4%程度まで減速しており、カナダ銀行もこの点をポジティブに捉えている。これらの3カ月前比・年率が一段と減速すれば、カナダ銀行の利上げ局面は終わりが近づいていることを示唆するため、今後も注目したい。

実質GDP



(出所) カナダ統計局、大和アセット

消費者物価指数と企業の仕入・販売価格DI



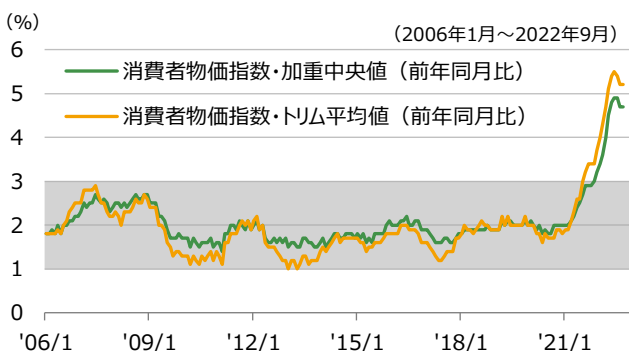
※仕入（販売）価格DIは今後1年の仕入（販売）価格の上昇率が過去1年の上昇率を上回ると回答した企業の割合から下回ると回答した企業の割合を引いた値
(出所) カナダ統計局、カナダ銀行より大和アセット作成

求人情数と企業が予想する今後1年の賃金上昇率



(出所) カナダ統計局、カナダ銀行

コア消費者物価指数



※陰影部はカナダ銀行のインフレ目標レンジ (出所) カナダ統計局



債券・金利

利上げの前倒し戦略は終了か

消費者のインフレ期待は短期（1年先、2年先）が高まった一方、長期（5年先）は低下したほか、企業のインフレ期待は全般に低下傾向。前項の通りインフレ沈静化に向けた兆候が各所に表れており、また長期のインフレ期待が過去のレンジから上振れるリスクが低下したため、カナダ銀行がこれまでのように大幅な利上げを続ける動機は乏しくなった。利上げの「前倒し戦略」は終了したと考えられる。

小幅な追加利上げ後、2024年に利下げへ

カナダ銀行は利上げ幅を7月の1%ポイント（%pt）から9月に0.75%pt、10月に0.5%ptへと段階的に縮小した。次回12月は0.25%pt、来年1月も0.25%ptの小幅な利上げを予想。政策金利が4.25%となり今回の利上げ局面は終了すると見込む。利上げ一巡後は2024年以降の利下げを意識し、長期金利は横ばいから低下傾向での推移を想定する。

為替

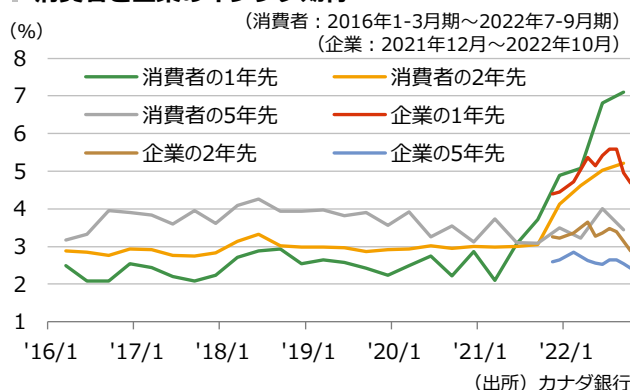
対米ドルでのカナダ・ドル安が一服

米国の10月消費者物価指数の下振れを受けて、対米ドルでのカナダ・ドル安は一服した。カナダより米国の方が利上げが長く続き、その到達点も高くなると見込まれるため、短期的なカナダ・ドル高の進行は限られよう。ただし、米国の利上げ打ち止め観測が強まる局面では、資源価格の高止まりなど金利以外のカナダ・ドルを取り巻く好材料が意識されることで、カナダ・ドル高米ドル安の展開を見込む。

金利差とカナダ・ドル円の連動性

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。足元では急速な円高によって金利差の縮小以上にカナダ・ドル安円高が進行しており、短期的にはその揺り戻しが想定されよう。カナダの利上げ局面が終盤に入中、5年国債金利差の明確な拡大は見込みづらく、当面のカナダ・ドル円は引き続き100～110円のレンジで推移しやすいだろう。

消費者と企業のインフレ期待



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している。好調な労働市場や潤沢な過剰貯蓄が高インフレや金利上昇に対するバッファーになると見込む。また、RBAは欧米の主要中央銀行に比べて景気に配慮しながら利上げを進めていることもあり、相対的に景気後退リスクが小さい。実質GDP成長率は2022年の+3.9%から2023年に+1.5%へ減速した後、2024年に+1.8%への緩やかな加速を予想。

生活コスト上昇への対策は大幅削減

アルバニーニュー政権は10月に2022-23年度予算案の改訂版を公表。モリソン前政権時代のガソリン減税や所得税減税は継続せず、特に2022-23年度の財政赤字の予測を大幅に縮小した。短期的にはガソリン減税の終了がインフレ率を押し上げることになるが、生活コストの上昇に対して需要を喚起する政策が大幅に削減されたことで、中期的にはインフレ率の上昇抑制につながる政策と評価できよう。

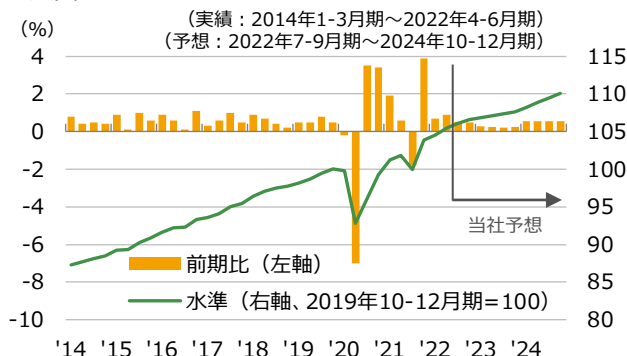
労働市場のひっ迫に遅れて賃金上昇

豪州では最低賃金の引き上げが年1回（7月）、労働協約の交渉が数年に1回という企業が多いため、失業率の低下から遅れて賃金上昇率が高まる傾向にある。RBAは失業率が現状の3%台半ばで推移した後、2023年後半から徐々に上昇すると予想している。一方、賃金指数は足元の緩やかな上昇から2024年の半ばにかけて加速するとの予想で、賃金からのインフレ圧力は長引くことが示唆される。

インフレ率の目標回帰は見通せず

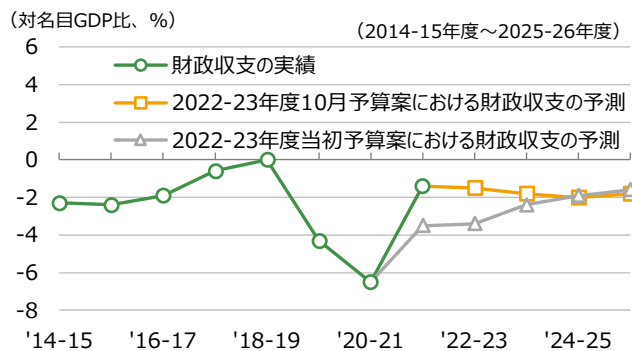
消費者物価指数（前年同期比）は4-6月期の+6.1%から7-9月期に+7.3%へ加速。更にRBAは10-12月期に+8.0%への加速を予想するなど、インフレ率のピークアウトが明らかになりつつある米国やカナダとは状況が異なる。RBAの緩やかな利上げにより景気の下振れリスクは相対的に小さいものの、その影響でインフレ率は高止まりし、RBAは2024年末でも目標レンジ上限の3%を上回ると予想。

実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット

財政収支



※年度は7月から6月（例えば、2022-23年度は2022年7月～2023年6月）

(出所) 豪州財務省

失業率と賃金指数

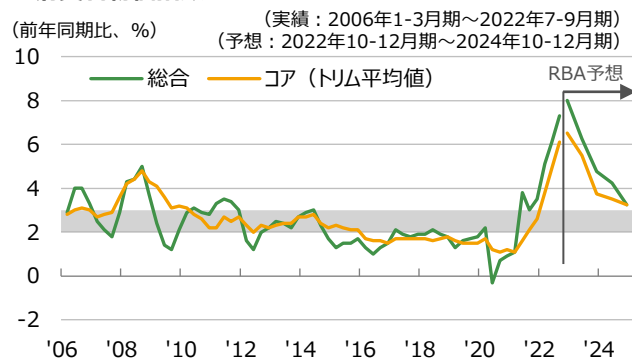


※失業率の予想は2022年10-12月期～2024年10-12月期

※賃金指数の予想は2023年半ばと2024年半ば

(出所) 豪州統計局、RBA

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は小刻みな利上げを継続

RBAは10月に続いて11月も0.25%ポイントの利上げを決定し、政策金利は2.8%に。RBAは来年半ばまでに3.5%へ利上げする前提だと2024年末までインフレ率が目標レンジを上回り続けるとの見通しを示しており、この前提より積極的な利上げが求められる。当社は引き続き来年3月まで0.25%ポイントの利上げを継続し、政策金利は3.6%になると予想。利上げ打ち止め後は長期金利の低下を見込む。

来年4月以降は利上げ以外で引き締め

RBAはコロナ対応で3年を対象としたYCCや3年満期のTFF（ターム物資金調達ファシリティ）を実施していたため、来年4月からこれらの償還を迎える。また、コロナ禍で3年固定の住宅ローンの組成が増え、その借り換えも来年4-6月期から本格化する。こうした影響を見極めるためにも、来年3月で利上げを停止するとの予想は理にかなうだろう。

為替

豪ドル円はレンジ内での推移

米国の10月消費者物価指数の下振れを受けて、急速な米ドル安・円高が進行したものの、豪ドルも米ドルに対して大きく増価したため、豪ドル円は過去数カ月のレンジ内で推移している。豪州の景気下振れリスクは相対的に小さく、またRBAは緩やかながらも利上げを継続すると見込まれることから、豪州と日本の金利差が縮小に向かうのはまだ先と考えられる。当面の豪ドル円は底堅く推移すると見込む。

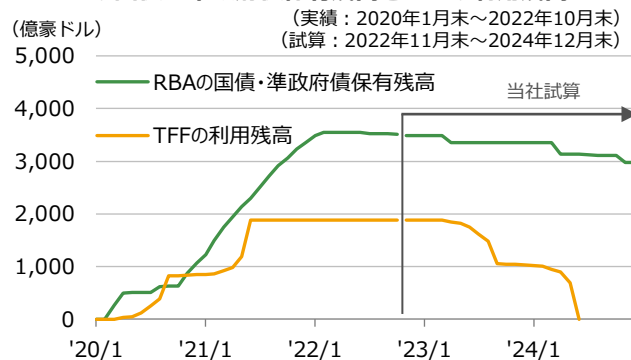
米株高・米ドル安時に買われやすい

米国株の上昇時に豪ドルは米ドルに対して増価しやすく、その傾向は2020年以降により顕著になっている。米国の利上げ打ち止め観測が強まり、米株高・米ドル安が進行する局面では、相対的に豪ドルが買われやすくなると想定される。来年の前半にそのような展開になる可能性があるため、RBAだけでなくFRBの動向も注視していきたい。

政策金利と10年国債利回り



RBAの国債・準政府債保有残高とTFFの利用残高

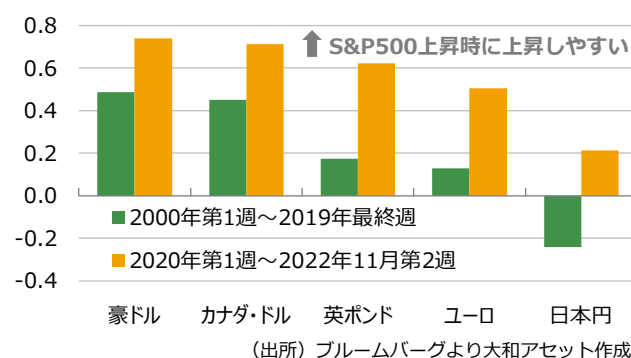


※国債・準政府債保有残高はRBAがコロナ対応で買い入れた債券に限る
※TFF：主に中小企業の資金繰りを支援するためにRBAが3年の固定金利で金融機関に資金を供給する制度 (出所) RBAより大和アセット作成

5年国債金利差と豪ドル円



S&P500と各通貨（対米ドル）の相関係数





経済

23年上半期の段階的な経済正常化を予想

年内は引き続き緩慢で強弱入り交じる景気回復が続こう。但し、2023年3月の全人代を目処に、ゼロコロナ政策が実質的に緩和に転じることが予想され、経済正常化も加速しよう。不動産業では、政府が予想外に不動産業者への資金繰り支援へ方針転換したことで、ハードランディングの可能性は大幅に低下。不動産販売・投資ともに徐々に底打ちすると予想。

ゼロコロナ政策の緩和に向けた準備始動

11月11日に当局はゼロコロナ政策の施行に関する20カ条の改善策を発表。過度に厳格な措置が繰り返されないように念押ししたほか、変異株の低危険性の宣伝を含めて、2023年3月のゼロコロナ政策の緩和に向けた準備を始めたとみられる。感染再拡大の中での緩和策発表の意味は大きく、ゼロコロナ政策の緩和への方向性を明確化したと言える。

株式

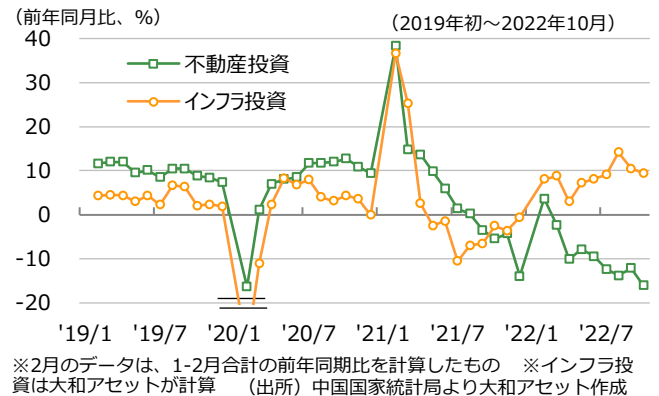
広範囲な政策是正で相場の底打ちを予想

共産党大会での習近平氏の独裁体制確立や、ゼロコロナ政策の厳格化等を受け、中国株は一時大きく下落。しかし、11月以降は、ゼロコロナ政策と不動産企業への引き締め緩和、アント子会社の資金調達の再開等、広範囲な政策是正が発表され、センチメントは大きく改善。3期目入りを果たした習近平氏が焦点を政治から経済に軸足を移した可能性が高く、各種懸念払拭で株式市場が底打ちしたと予想。

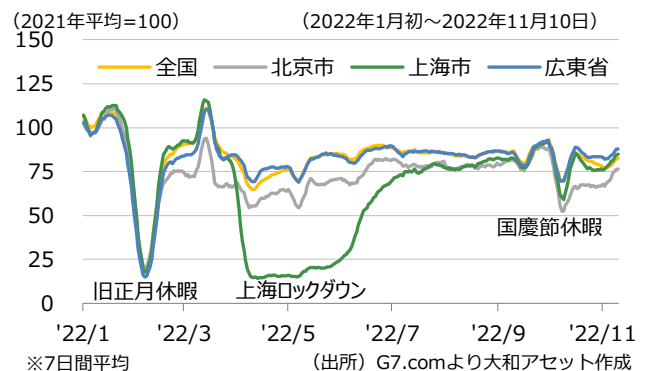
不動産市場の軟着陸でセンチメント改善

不動産企業がかつてないほど厳しい規制強化に見舞われ、デフォルト連鎖も起きている中で、11月13日には当局が不動産企業への全面的な資金繰り支援に方針転換したと報じられた。不動産市場の軟着陸及びシステミックリスクの低下が期待できる内容で、不動産株価指数の急騰だけでなく、株式市場の全般的なセンチメント改善にも寄与すると見込む。

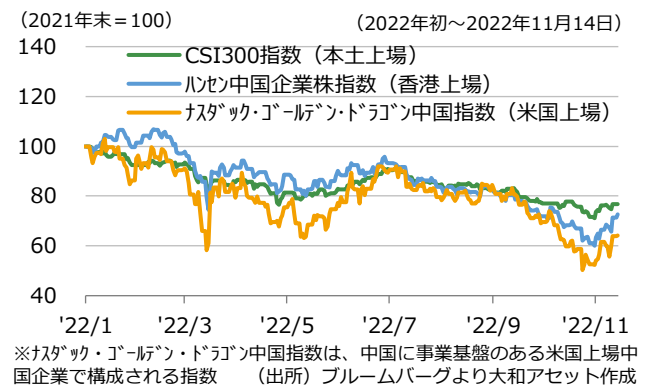
インフラ投資と不動産投資の推移



トラック貨物運輸指数



各種株価指数の推移



ブルームバーグ中国不動産企業株価指数





債券・金利

金融緩和による景気の下支えは続こう

10月は、通貨供給量（M2）と社会融資総量がいずれも若干減速したが、共産党大会開催中の一時的なものとする。足元では、ゼロコロナ政策の緩和に向けた政府当局の準備が見られているものの、2023年3月の全人代からの段階的な緩和までは時間を要することで、緩和的な金融環境が続こう。不動産購入意欲に改善が見られない場合には、追加金融緩和に踏み出す可能性も残されていると予想する。

リスクオフの環境の中でも安定推移継続

海外のリスクセンチメントが不安定な中でも、中国国債利回りはレンジ推移を継続し、安定的なインカム収益を享受する展開となった。国債市場での外国人投資家が占める割合は7%台に留まり、海外への資金流出の影響も限定的。足元は景気回復の期待を受け幾分金利上昇しようが、10年国債利回りが節目の3.0%を顕著に上回る可能性は限定的と予想。

為替

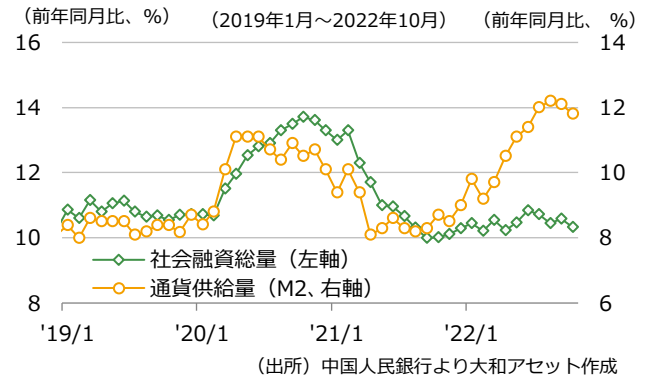
政策の是正を好感し、人民元安は一服

ここ1カ月間は、米ドル高に加えて、共産党大会での習近平氏の独裁体制確立が嫌気され、対米ドルで一時約15年ぶりの安値7.32円/米ドルまで人民元安が進んだ。その後は、米ドル高の巻き戻しの恩恵を受け、下げ渋る動きとなった。習近平氏の新指導部の船出は、ゼロコロナ政策や不動産政策の是正で一旦は最悪のシナリオを回避できたことで順調と言え、基調的な人民元安の可能性は低下したと考える。

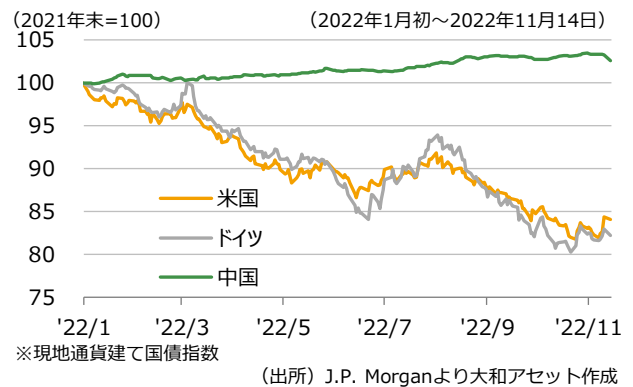
人民元空売りは抑制されている状況

10月の共産党大会での習近平氏独裁体制の確立を受け、人民元安圧力が高まったが、投機筋による人民元安を狙った先物ポジションは限定的な模様。9月まで先物ポジションがほぼ均衡した水準にあることや、それ以降も外貨先物取引に対する資本規制が人民元空売りポジションを抑制した模様。キャピタルフライトの可能性は引き続き低いと予想。

マネー関連指標



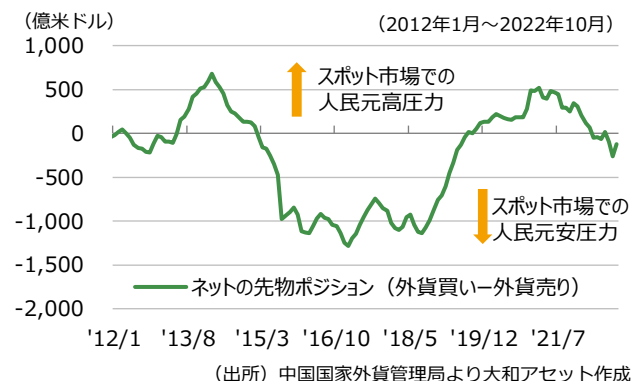
中国国債と欧米国債のトータルリターン比較



人民元の対米ドルおよび対円レートの推移



対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

昨年3月以降の急速で大幅な利上げの効果が始まっており、目先は成長率が鈍化しそうだ。ただし、労働市場の回復や拡充された低所得者向けの現金給付、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ると見込む。そして、来年半ば以降の利下げにより、成長率は再び加速すると想定。実質GDP成長率は引き続き2022年を+2.9%、2023年を+1.2%、2024年を+1.8%と予想する。

インフレ率は更なる鈍化へ

消費者物価指数（前年同月比）は、今年4月に付けたピークの+12.1%から10月の+6.5%へ急速に鈍化した。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、各種コア指数もピークアウトの様相を呈している。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。

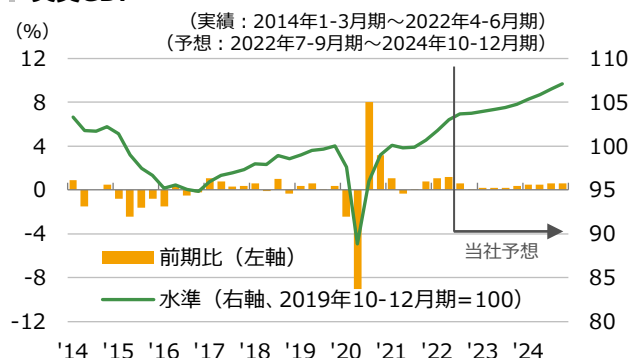
利上げの効果が現れる

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。ブラジル中銀は10月金融政策決定会合の議事要旨で、金融引き締め効果が信用創造や経済活動のデータに顕著に現れていると述べた。今後、信用残高の伸び鈍化が見込まれるが、インフレ率はすでに供給要因によって沈静化に向かっているため、2015～17年のような高金利政策の長期化や深刻な信用収縮は想定されず。

財政悪化への懸念は大きい

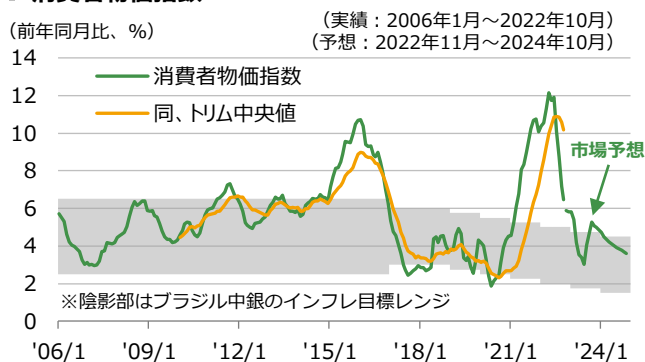
コロナ禍以降の景気回復、インフレ、商品価格の上昇などにより、政府債務残高（対名目GDP比）はコロナ前の水準まで改善。ルラ次期政権による政策は、財政規律を保ったものでなければ議会で承認される見込みが薄いため、基礎的財政収支が大幅に悪化する可能性は低いだろう。ただ、財政政策の不透明感から高金利環境が長期化すれば、政府債務残高（対名目GDP比）が上昇しやすくなる点には要注意。

実質GDP



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

消費者物価指数



※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

※トリム中央値は2010年1月～2022年10月

(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

政策金利と企業・消費者信用残高



※○は2022年9月時点の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

基礎的財政収支と政府債務残高



※政府債務残高は2006年12月～ (出所) CEICより大和アセット作成



債券・金利

来年半ばからの利下げを見込む

インフレ率の鈍化が続く中、ブラジル中銀は9月に続いて10月の金融政策決定会合でも政策金利を13.75%に据え置くことを決定した。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は利下げ局面に入ると予想。足元でルラ次期政権の財政政策への懸念から国債利回りが上昇しているが、閣僚人事と当面の政策運営が明らかになれば、ファンダメンタルズを反映した金利水準に回帰すると見込む。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

来年にかけて利上げを続けると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、追加利上げの可能性が低い。また、来年以降の利下げ余地も相対的に大きい。向こう1年程度を見通せば、ブラジル国債指数が他の国債指数をアウトパフォームしやすいと考えられるため、ブラジル債券の見通しは「強気」を継続する。

為替

財政懸念後退による海外資金流入に期待

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。10月の大統領選挙前後で株式市場に資金が流入する場面があったが、ルラ次期政権の財政政策への懸念などから流出する場面もあり、レアルは方向感の乏しい動き。財政への懸念が後退すれば、インフレ沈静化や利下げ期待から株式市場に資金が流入しやすくなると考えられるため、次期政権の動向に要注目。

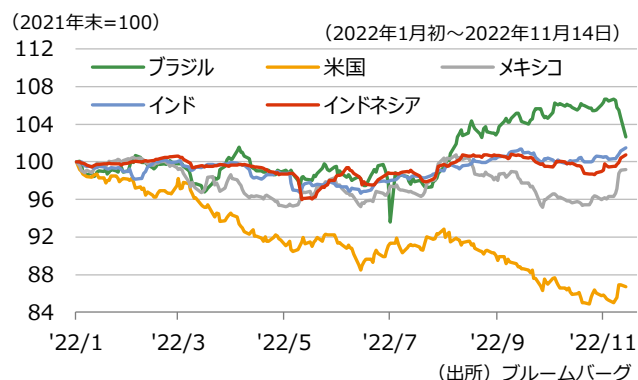
今年は貿易収支悪化の懸念が小さい

昨年後半にレアルが減価した一因に貿易収支の悪化があった。その原因は、天候不順によるトウモロコシの不作を受けた輸出の減少や、水力発電から火力発電へ一時的に需要がシフトしたことによる天然ガス輸入の増加などだったが、今年はこれらの懸念が小さい。貿易収支が黒字基調で推移する可能性が高いことは、レアルの下支え要因になりそうだ。

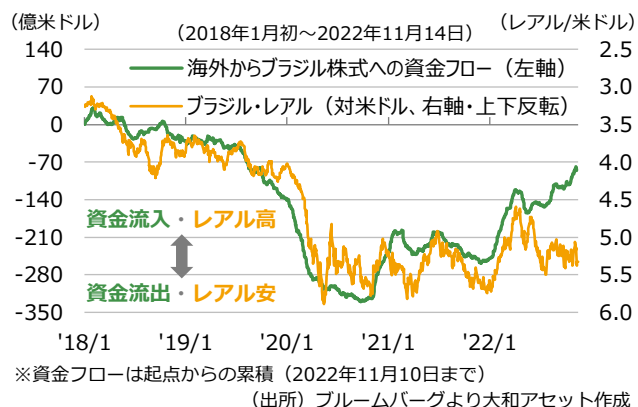
政策金利と10年国債利回り



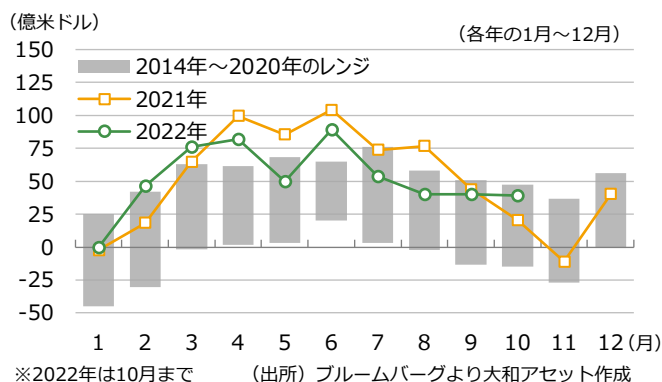
各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



貿易収支





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、海外からの直接投資の増加、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。

PMI低下の国が多いが、水準は50上回る

10月の製造業PMIは低下する国が多かった。米国の景気後退懸念が影響した可能性があり、企業マインドが一段と冷え込む可能性が高まっている。但し、足元は資源価格の下落による恩恵もあり、PMIの水準に関しては、高成長が見込まれるASEANとインド、インフレのピークアウトが確認されているラテンアメリカなどにおいて、概ね50を上回って推移。

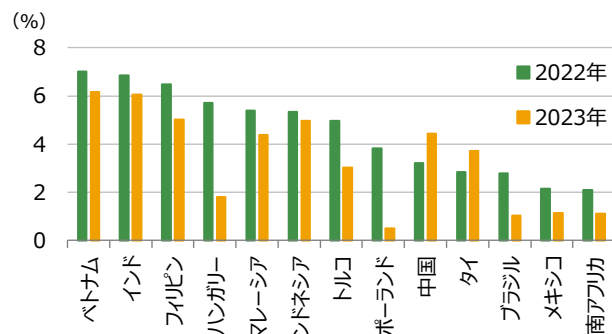
食品価格の下落幅拡大は安心材料

新興国の物価に最も影響をもたらす食品価格が下落傾向を継続し、原油価格等の化石燃料の価格もおおむねレンジ推移を継続していることで、新興国のインフレ懸念の再燃は見込まれていない。依然として警戒は必要だが、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、多くの新興国でインフレ率がピークをつけた模様。新興国の政策運営の柔軟性が高まることは安心材料。

インフレのピークアウトが鮮明化しよう

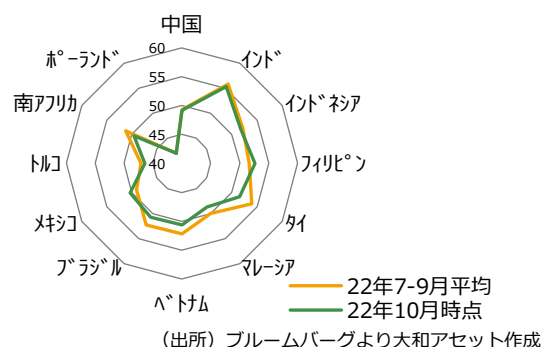
ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、インフレが低位で推移している中国を除き、多くの国で直近の物価上昇率の数値が2023年1-3月期の予測値より高く、2022年下半年にすでにインフレがピークアウトした予想される。インフレの観点からは、ラテンアメリカでは利上げサイクルの終了、アジアでは利上げサイクルの終盤が見込まれる。一方、東欧諸国では依然高いインフレ圧力への警戒が必要。

IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



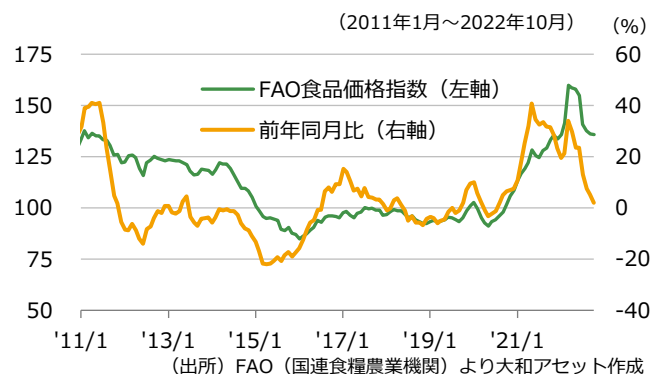
※インドは、当該年4月から翌年3月まで
(出所) IMFの2022年10月世界経済見通し

新興国の製造業PMI



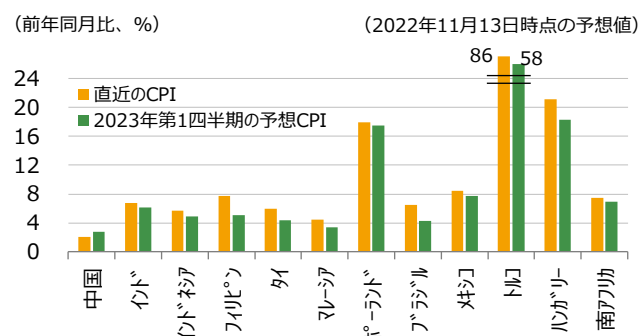
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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2023年1-3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

米ドル指数の下落を好感し、上昇

過去1カ月は、リスク選好の流れの中、多くの新興国が上昇。特に、ウクライナ戦争の懸念が後退した東欧や、インフレピークアウト期待が強まったメキシコにおいて、これまでの大幅下落の反動もあり、大きく上昇。一方で、ベトナムは不動産・社債のバブルの芽を摘むために当局が規制強化していることを受け下落。今後の新興国株式市場では、米国の景気後退リスクが警戒される可能性に注意。

業績の下方修正が相場の重しになりうる

過去1カ月は、米ドル高の巻き戻しを受け、新興国のバリュエーション（PER）の切り上げが進み、株価上昇に繋がった。一方で、業績見通しに関しては、12カ月先予想EPSの下方修正が顕著。今後は、米国の景気後退や、新興国での大幅利上げによる景気減速などが懸念され、企業業績に厳しさが増す可能性が高く、新興国株価の抑制要因になると見込む。

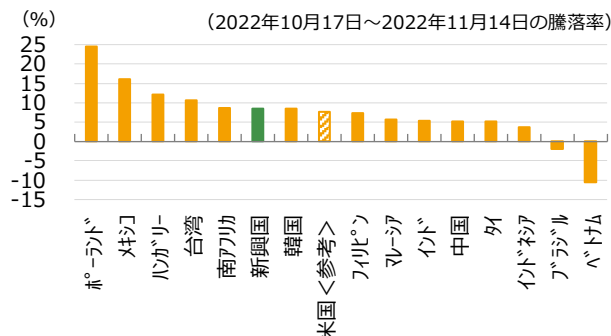
ASEAN諸国の上昇余地は依然大きい

新興国の国別のバリュエーション（PER）をみると、インドを除いて、過去5年平均の近辺以下の水準にあり、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。

高成長を背景に、インド株をやや強気へ

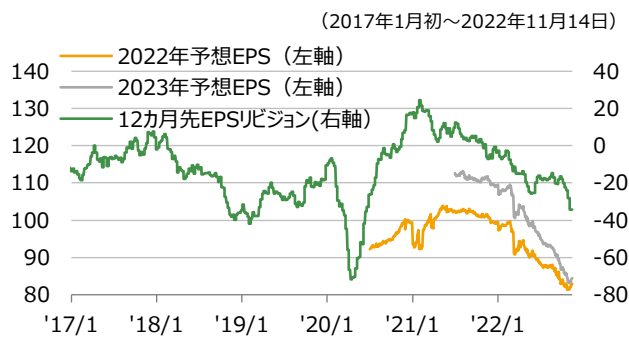
インドへの注目が高まっている。IMFはインドの高成長が続き2027年に世界3位の経済大国になると予想しており、足元は構造改革など政府の適切な経済運営によりグローバル企業の投資も拡大。さらに、株式市場では投信積立制度「SIP（Systematic Investment Plan）」が普及しつつあり、株式需給の継続的改善が期待される。良好な内外環境を受け、インド株を「やや強気」へ引き上げる。

直近1カ月間の新興国株式市場の変化



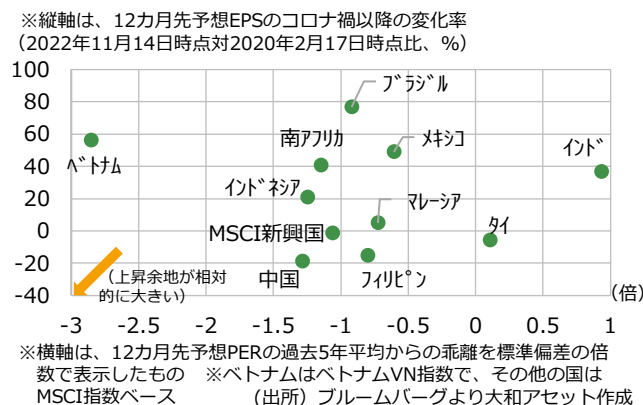
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国株の業績見通し

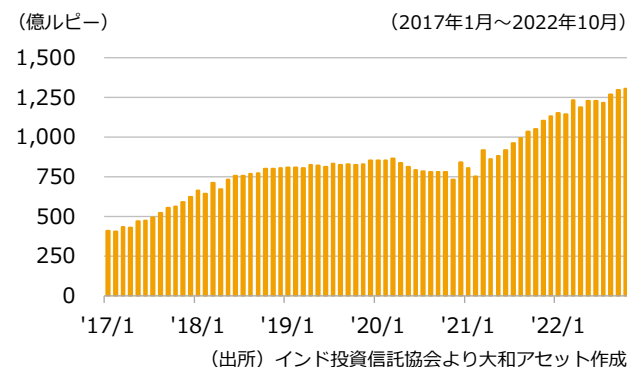


※EPSとリビジョン指数の対象はMSCI新興国指数
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

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式市場への資金流入





債券・金利

新興国が米国を大きくアウトパフォーム

2022年を俯瞰すると、地政学リスクや米金融引き締めなどの不安定な環境が続いたにも拘らず、東欧を除いて、新興国現地通貨建て国債市場は概ね安定的な推移を継続し、米国を大きくアウトパフォームした。アジアの高金利通貨などでは、為替の影響を勘案したトータルリターンも米国を上回っている。外的ショックへの耐性が示され、注目度が高まろう。

外国人投資家の資金流入の余地は大きい

新興国国債が底堅い推移となった要因は、一部の国のファンダメンタルズが改善した他、外国人保有比率がコロナ禍直後に低下し、その後も低位に留まったことがある。つまり、米国の利上げ局面では流出する資金がなかったと言える。先行きも不安定な外部環境が続くとしても、売り手不在のため、堅調に推移し、資金流入の余地もあると考えられる。

リート（アジア先進国含む）

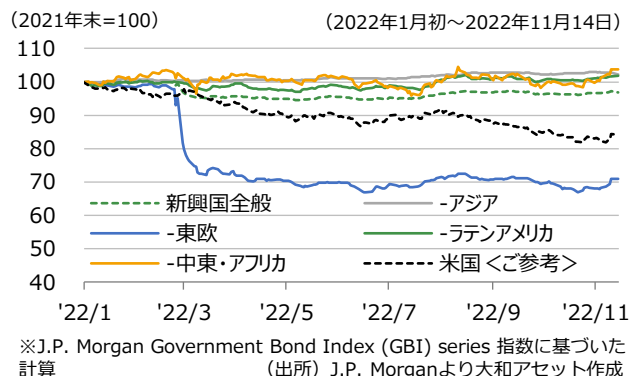
金利低下などを背景に上昇傾向

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、10月半ばから11月半ばにかけて先進国を中心とした金利低下などを背景に上昇傾向。当地域の不動産市況やリート業績はおおむね堅調に推移しているが、負債の残存期間や変動金利の比率などから金利上昇の影響が比較的早く顕在化する傾向にあり、今後の各国・地域の金利動向や金融政策には注意を払いたい。

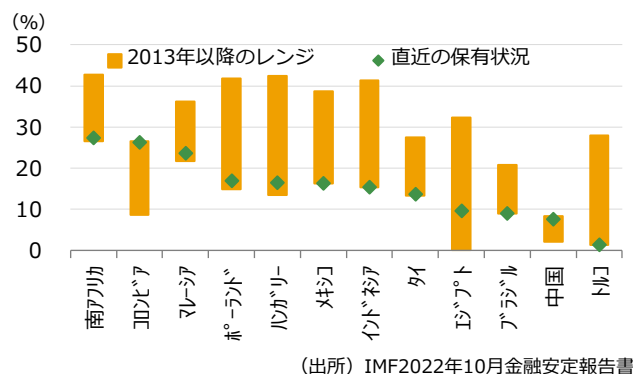
相対的に魅力的なバリュエーション

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は上昇傾向となったものの、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。

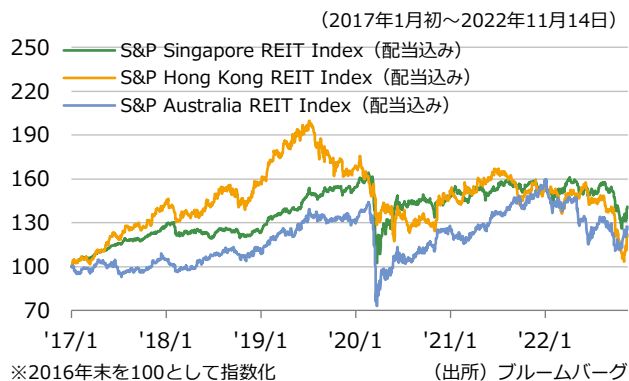
新興国の現地通貨建て国債のトータルリターン



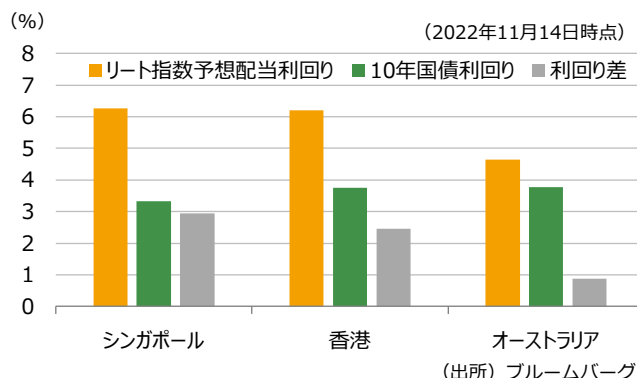
新興国国債の外国人投資家の保有比率



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

米ドル指数に振らされる展開が続こう

直近1カ月間は、リスク選好や米ドル指数（DXY 指数）の反落を好感し、多くの新興国通貨が対米ドルで増価。特に、東欧・アフリカ、メキシコ等が株価の大幅上昇とともに、通貨高の幅も拡大。一方、ブラジルとベトナムは個別要因を受け減価。引き続き米ドル指数に振らされやすく、トルコや、フィリピン、インド、マレーシア、ベトナム、ハンガリー等、過去最安値の付近で推移する通貨に注意が必要。

一部の新興国には資金流入が顕著

ここ1カ月間は、ブラジル、韓国、インドネシアなどで株式市場への海外マネーの流入が目立ったほか、ASEANの一部やインドでは海外マネーの横ばいの推移がみられた。流出に見舞われたのはハイテクの割合の高い台湾や、政治不安等で資金流出傾向にある南アフリカ等。引き続き、ASEANやインドなど耐性を見せている国においては、注目度が高まり、中長期的な資金流入が期待されよう。

資源輸入国の貿易収支の悪化に歯止め

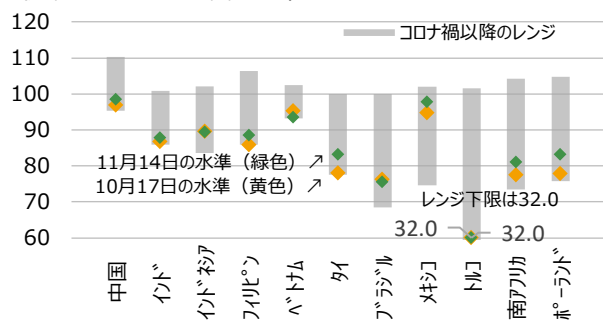
6月以降の資源価格の下落を受け、資源輸入に依存するインド、トルコ、フィリピン、メキシコなどでは貿易赤字の減少傾向が現れた。一方で、資源価格の水準がコロナ禍前より高いため、資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は高い貿易黒字を維持。引き続き貿易収支の動向、観光業の回復状況等により通貨の選別が続こう。

外貨準備の状況はおおむね良好

2022年の下半期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

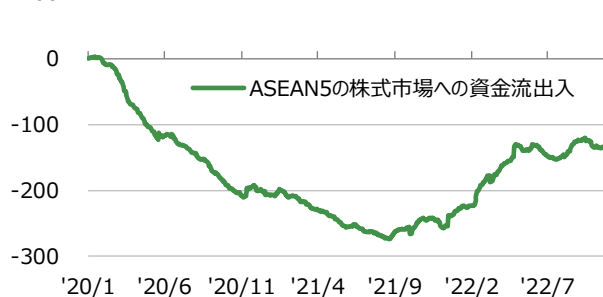
（対米ドルレート、2019年末=100）



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

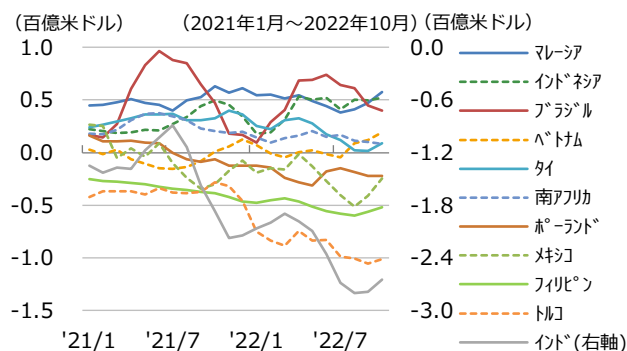
ASEAN株式市場への海外マネーの流入

（億米ドル）（2020年初～2022年11月14日）



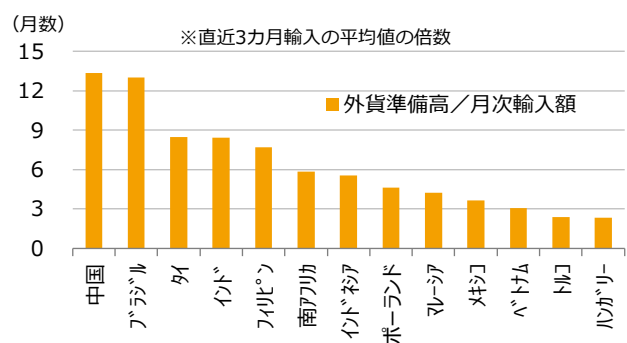
※累積ベース （出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

需要要因と供給要因がおおむね拮抗

原油需要には下振れリスクが高まっているものの、供給側の要因によって原油価格の下値は支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/バレルを中心に推移しやすいとみられ、2023年末の予想値は90米ドルで据え置く。また、構造的な供給不足への懸念が続き、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想定の下、2024年末の予想値も100米ドルで据え置く。

需要見通しの下方修正が続く

世界的な景気減速への懸念が強まる中、各国国際機関による原油需要の見通しも段階的に下方修正されている。2018年の終盤や2022年の春には、原油需要見通しの引き下げとともに原油価格が急落する場面があった。しかし、今回は同時に供給も大きく絞られる見込みのため、原油価格は急落を免れている。今後も需要見通しの引き下げは想定されるが、価格が大きく下落するかは供給側の要因にも依存する。

供給不足への懸念もくすぶり続ける

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予定。これによりロシアの産油量は大きく減少することが見込まれる。OPECは協調減産の下で産油量を増やす予定がなく、米国の産油量も緩やかにしか増加しない見通し。カナダやブラジルの増産が見込まれるものの、全体としてロシアの減産分を補うには至らず、供給不足への懸念は続きそうだ。

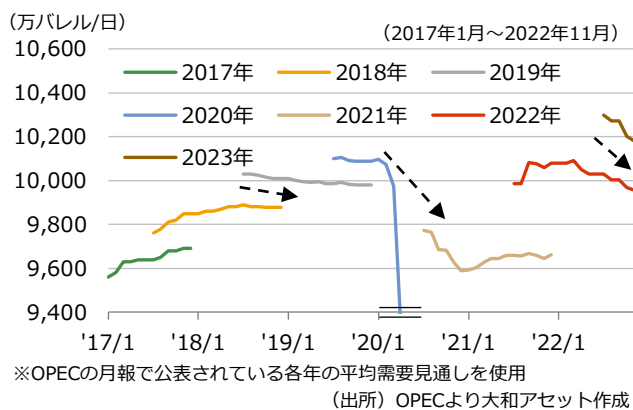
備蓄放出の一巡による影響を注視

ロシアのウクライナ侵攻後、原油価格の高騰を抑制する重要な役割を果たしてきた各国の石油備蓄放出が一巡したため、目先はその影響を注視したい。また、バイデン米政権は原油価格が67～72米ドルの水準でのSPR積み増しを企図している一方、価格が大きく上昇すれば追加放出を辞さない構えも示している。備蓄の積み増し・放出は原油価格の安定化要因だが、その判断が転換する価格は上下に幅広い。

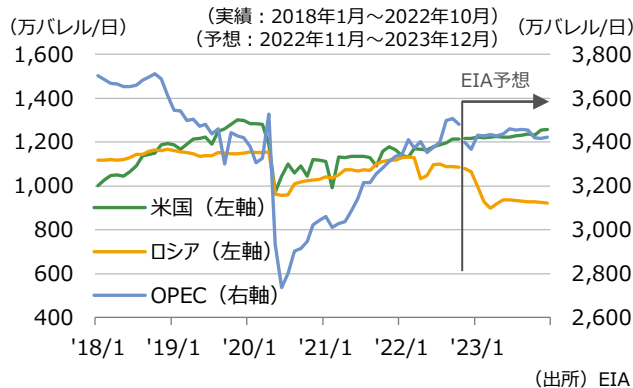
原油価格と原油在庫



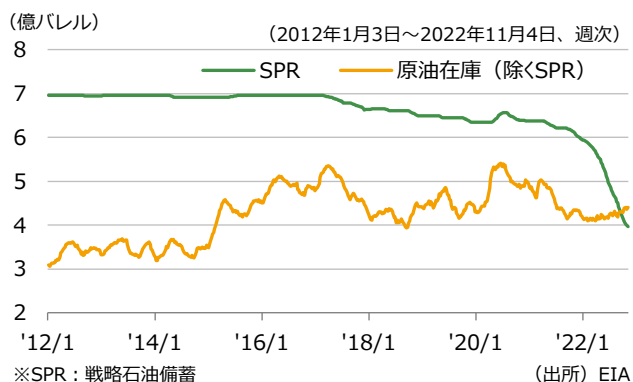
OPECによる世界の原油需要見通しの変遷



米国・ロシア・OPECの産油量



米国の原油在庫





金

当面は下値模索の時間帯が続く見通し

金価格は4月から10月まで7カ月連続で下落した後、暗号資産の急落や米10月消費者物価指数の不振などを受けて11月上旬に反発。しかし、インフレ抑制に向けて、FRBが米実質金利の明確な低下を許容する状況にはあらず、逆相関の関係にある金価格の本格的な上昇はまだ先になろう。2023年末の予想値は1,500米ドル、2024年末は1,650米ドル、今後1年程度の見通しも「やや弱気」を維持する。

金ETFの残高はトレンド転換を示唆せず

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。足元の金価格の反発は先物主導の買いがけん引役とみられ、ETFへの明確な資金流入は観測されず。米国を中心に利上げが続く中で、インフレや金融政策を理由としたETFへの持続的な資金流入は期待しづらい。ただし、暗号資産のショックが深刻化し無国籍通貨としての金の存在感が高まれば、ETFへの資金流入が本格化する可能性も排除できず。

米実質政策金利のプラス圏浮上が視野に

パウエルFRB議長は11月FOMC後の記者会見で、実質政策金利（政策金利－コアPCEデフレーター）がプラスになるまで政策金利を引き上げたいと述べた。すでに幅広い年限の実質金利（物価連動国債の利回り）はプラスに浮上しているが、実質政策金利がプラスに転じることで、現金（預金）がインフレで目減りする懸念が一段と後退するため、インフレヘッジとしての金の魅力が更に低下する恐れがある。

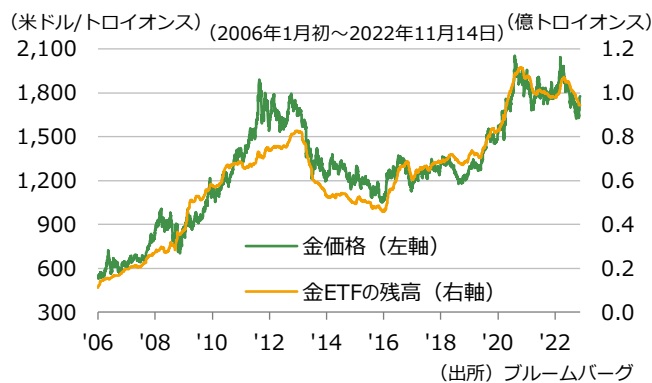
FRBの利下げ転換のハードルは高い

FRBは、1970年代の早すぎる金融緩和への転換でインフレ抑制に失敗したことを教訓に、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ている。市場が想定する来年中の利下げは早すぎと考えられ（当社は2024年の利下げを予想）、利下げ期待の後ずれが金価格の上値を抑制しよう。また1980年代は、景気後退期の後半まで、インフレ鈍化に沿って金価格の下落が続いた点に注意したい。

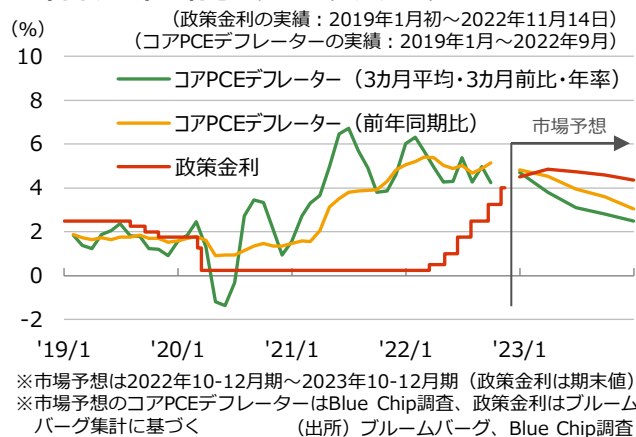
金価格と米国の実質金利



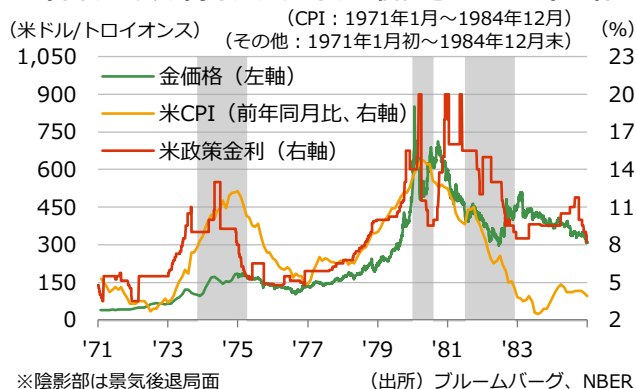
金価格と金ETFの残高



米国の政策金利とコアPCEデフレーター



米国の過去の高インフレ時の金価格とCPI・政策金利



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	10月米CPIは事前予想比下振れで、従来とは逆のCPIショックが発生するなど、メインシナリオであるインフレ鈍化が徐々に確認されつつある。しかし欧州では依然CPIが上振れ気味であり、ウクライナ情勢などによっては、再びインフレ懸念が強まるリスクも否定できない。一方、インフレ抑制のための金融引き締めは着実に景気を下押ししており、どこかの時点で加速的に景気が悪化するリスクがある。仮に、インフレ鈍化が不十分な段階で景気悪化の加速が発生すれば、政策当局は動きづらく、市場は苦境に陥る可能性がある。
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	10月米CPIの下振れをきっかけとして、米ドル高の巻き戻しが急速に進んだ。特に、米ドル買いポジションが積み上がっていたとみられる米ドル円での傾向が顕著だった。今後も主に米国の金融政策への思惑を材料として、為替市場の不安定な状況が続く可能性がある。今回の米ドル安は、実質的に米ドルベッグで自国通貨高が進んでいた通貨や、米ドル建て債務が過大な国にとっては、むしろ一息つく機会になったかもしれない。しかし、再び米ドルの見直しが進む場合や、逆にこのまま米ドル安が進む場合は、懸念再燃や新たな懸念が発生するリスクがある。
中間選挙後の米国政治情勢の混迷	中	中	中	米国中間選挙はまだ完全には決着がついていないが、民主党が事前予想以上の健闘をみせており、上院の事実上の過半数は維持する見込みとなった。株式市場では、大統領・上院・下院の党派のねじれ状態を政策がマイルドになると好感する見方もあるが、最近の民主・共和両党の党派対立とともに党内対立の激化を考慮すると、ねじれは政策の停滞につながる可能性が大きい。また次期大統領選に向けてバイデン大統領、トランプ前大統領ともに求心力を高めたとはいえず、結果として一層の党内対立や混沌とした状況の継続がもたらされ、市場はそれを不透明感として懸念しつづける恐れがある。
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、ロシアにとって戦場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	バイデン・習会談が実現したが、会談した以上の成果があったようにはみえず、緊張関係が緩和したとはいえまい。台湾、ウクライナ、北朝鮮など、国際的な懸案が両国の主要な対立点となっており、米中ともに容易に妥協はできない状況だ。また米国の対中半導体規制などは、直接的な影響も大きく、両国の対立をより深刻にしている。このまま米中を中心に親米と反米で世界が分断されていけば、グローバルな経済活動は少なからず抑圧され、金融市場にも悪影響がじわり波及していこう。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	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、政権交代にまで発展する問題となった。これを契機として、金融引き締めと財政拡大という政策のミスマッチだけでなく、財政悪化それ自体にも市場の警戒感が若干高まり始めたように思われる。コロナ対応に続けてインフレ対応で財政支出を大幅に拡大している国は少なくないことから、今後財政の持続可能性が問題視されるケースがないとはいえない。財政悪化に加えて何らかの脆弱性を抱えている国は、リスク回避のターゲットとなりやすだろう。

※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		11/14	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.00%	0.75	3.75	2.25
ユーロ圏	中銀預金金利	1.50%	0.75	2.00	2.00
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	3.75%	0.50	3.50	2.00
豪州	キャッシュ・レート	2.85%	0.25	2.75	2.10
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.20	-0.50
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	6.00	8.75
英国	バンク・レート	3.00%	0.75	2.90	2.25
インド	レポ金利	5.90%	0.00	1.90	0.75
インドネシア	7日物借入金金利	4.75%	0.50	1.25	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.00%	0.75	5.00	2.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	0.00	1.00
トルコ	1週間物レポ金利	10.50%	-1.50	-5.50	-3.50

		直近値 期間別変化幅			
10年国債利回り		11/14	1カ月	1年	3年
米国		3.85%	-0.16	2.29	2.04
ドイツ		2.15%	-0.20	2.41	2.50
日本		0.24%	-0.01	0.17	0.31
カナダ		3.16%	-0.33	1.49	1.70
豪州		3.76%	-0.24	1.97	2.59
中国		2.84%	0.14	-0.09	-0.41
ブラジル		12.95%	0.84	1.37	5.97
英国		3.37%	-0.97	2.45	2.66
インド		7.29%	-0.18	0.92	0.77
インドネシア		7.07%	-0.31	1.02	0.00
メキシコ		9.22%	-0.63	1.85	2.24
ロシア*		---	---	---	---
トルコ		11.02%	-1.12	-7.77	-1.14

*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		11/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,537	13.2%	-7.1%	20.7%
	S&P500	3,957	10.4%	-15.5%	27.8%
ユーロ圏	STOXX 50	3,888	15.0%	-11.0%	5.4%
日本	日経平均株価	27,963	3.2%	-5.6%	20.8%
	TOPIX	1,957	3.1%	-4.1%	16.2%
中国	MSCI中国	57.44	5.4%	-38.7%	-26.8%
インド	MSCIインド	2,111	6.0%	-0.2%	58.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,563	4.1%	11.7%	8.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	941	-11.4%	-36.1%	-7.0%

		直近値 期間別変化率			
リート		11/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,364	11.0%	-18.6%	1.4%
日本	東証REIT指数	1,950	2.5%	-5.4%	-8.0%

		直近値 期間別変化率			
商品		11/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	85.87	0.3%	6.3%	51.3%
金	COMEX金先物価格	1,777	8.2%	-4.9%	20.6%

		直近値 期間別変化率			
為替（対円）		11/14	1カ月	1年	3年
米ドル		139.89	-5.9%	22.8%	29.0%
ユーロ		144.48	-0.1%	10.9%	20.9%
カナダ・ドル		105.07	-1.9%	15.8%	28.4%
豪ドル		93.74	1.6%	12.3%	27.4%
人民元		19.87	-3.6%	11.2%	28.6%
ブラジル・リアル		26.22	-6.1%	25.6%	1.5%
英ポンド		164.47	-1.1%	7.7%	17.8%
インド・ルピー		1.73	-3.9%	12.9%	14.8%
インドネシア・ルピア		0.90	-6.5%	12.5%	17.2%
フィリピン・ペソ		2.44	-2.6%	6.5%	13.8%
ベトナム・ドン		0.57	-8.2%	12.4%	21.1%
メキシコ・ペソ		7.23	-2.4%	30.1%	28.8%
ロシア・ルーブル		2.29	-3.5%	46.2%	34.9%
トルコ・リラ		7.51	-5.0%	-34.1%	-60.1%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

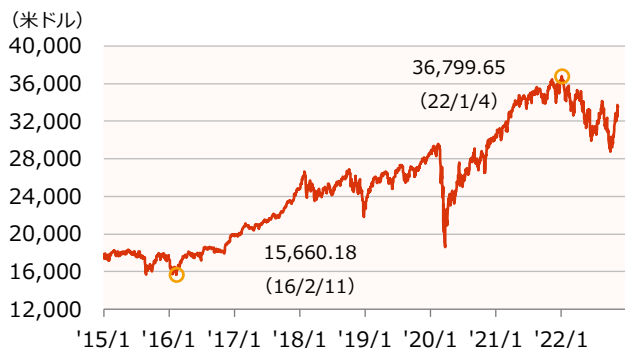
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



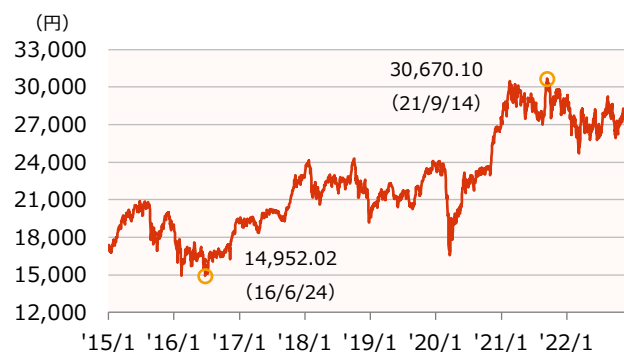
S&P500



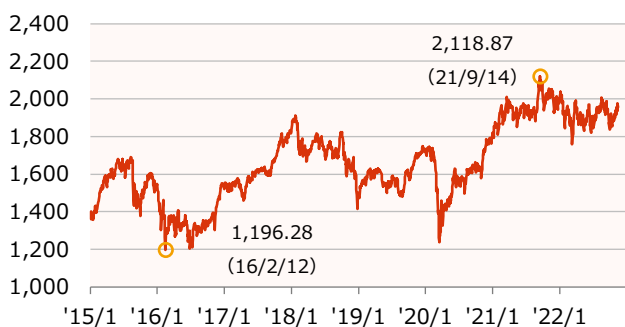
STOXX 50



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)



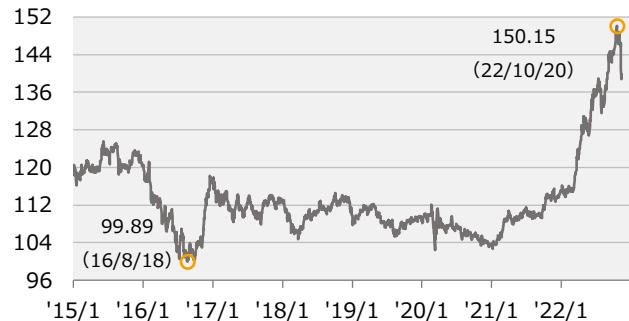
※グラフの期間は2015年1月初～2022年11月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

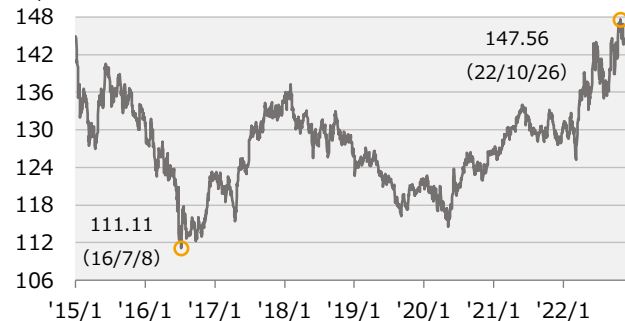
米ドル

(円/米ドル)



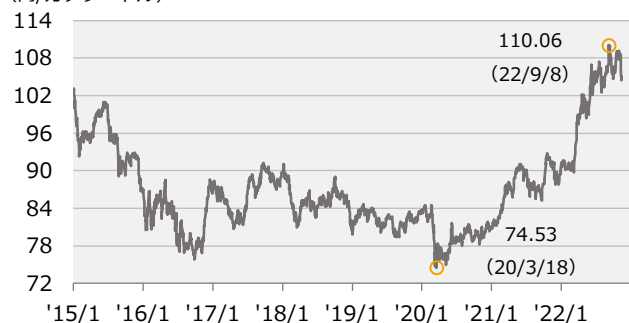
ユーロ

(円/ユーロ)



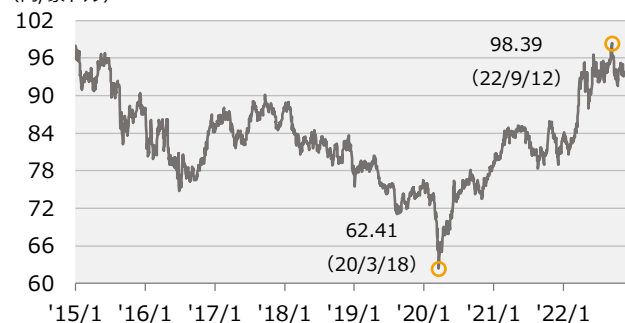
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



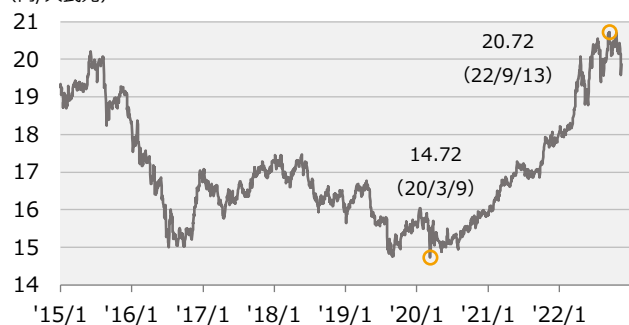
豪ドル

(円/豪ドル)



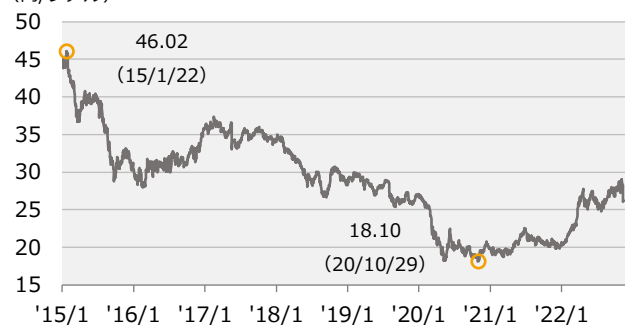
中国人民元

(円/人民元)



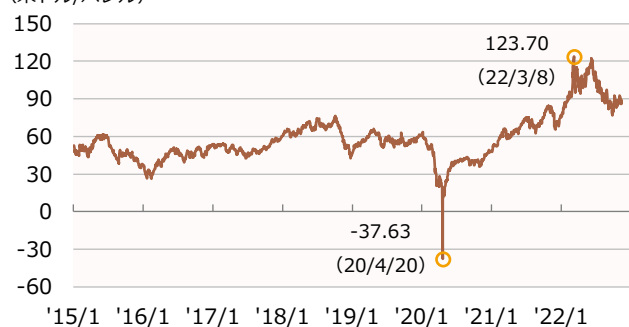
ブラジル・レアル

(円/レアル)



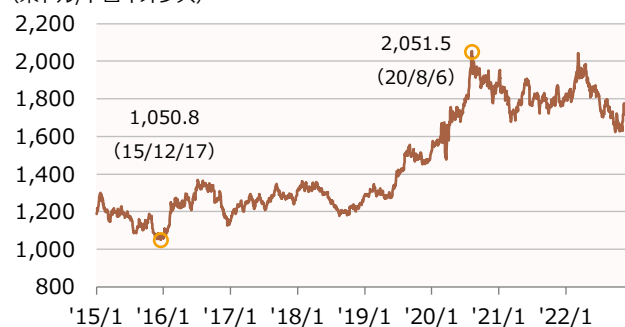
WTI原油先物価格

(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11月14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12月に0.50%ポイント、23年に累計0.75%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12月に0.5%、2023年2月に0.25%ポイントの追加利上げ。 2024年に計0.5%ポイントの利下げ。 - APPでの償還債券の再投資を2023年の早期に停止。	- 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	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）
	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）
2023年	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（1日） ●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） ●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（22日）
	4月	●黒田日銀総裁任期（8日） ●統一地方選挙の投票日（9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（3日） ●タイ総選挙実施期限（7日）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●通常国会会期末（月内）	●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（21日）
	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） ●ブラジル金融政策決定会合（2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） ●G20首脳会議（インド、9-10日） ●上海協力機構サミット（インド、中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（20日） ●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）
	11月		●APEC首脳会議（米国、月内）	●ブラジル金融政策決定会合（1日） ●COP28（アラブ首長国連邦、6-17日） ●RBA理事会（7日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（インドネシア、月内）

当資料のお取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：資産担保证券、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：住宅ローン担保证券、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、PCE：個人消費支出、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11月14日）

（発行日：2022年11月18日）