

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 2023

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



リスクは「強すぎる」と「弱すぎる」こと

- Ⅰ 足元で「景気後退」観測が高まっている。ただ、悲観的になる必要はない。景気後退に陥る確率は相応に高いが、落ち込み幅は小さいと考えられるためだ。
- Ⅱ インフレ抑制のためには景気悪化が必要不可欠で、その上で先行きのリスクは2つある。1つは景気が強すぎるケースで、もう1つは景気が弱すぎるケース。求められるのは景気が強すぎず弱すぎず、適度に弱い「逆ゴルディロックス」で、2023年の当社のメインシナリオは年後半からの株高（金融相場）想定。



- 経 … 中立金利を大幅に上回る利上げにより、景気は2023年後半にマイナス成長に転落へ。
- 株 … 景気減速は警戒も、利下げ開始への期待により2023年は年末高を予想。
- 債 … 年前半に5.25%へ利上げ。将来的な利下げ観測とともに長期金利は低下へ。
- 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 … 景気減速の懸念が高く、ECBの金融政策にも不透明感が残る。
- 債 … ECBは超タカ派へ転換し利上げ到達点は遠ざかるも、ドイツの長期金利は緩やかに低下。
- 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 … インバウンド回復など経済活動正常化進むも物価高による負担増、外需減速が重しに。
- 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、2023年前半はマイナス成長に。
- 債 … インフレ抑制のための利上げはほぼ完了。長期金利は横ばいから低下傾向へ。
- 為 … 米国の利上げに追随しきれず、目先は上値の重い展開。米ドル安と原油価格反発に期待。



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2023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、米ドル安の局面で買われやすい。



中国

- 経 … ウィズコロナ政策へ政策転換した中、2023年3月以降の景気回復の本格化を予想。
- 株 … 株価急上昇や、好材料の出尽くし感などを受け、上昇余地は縮小したと予想。
- 債 … ゼロコロナ政策を撤廃するも景気回復は緩やかで、金利のレンジ推移が続こう。
- 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、2023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

景気後退観測が高まっている

足元で「景気後退」観測が高まっている。実際に、欧英は景気後退入りが確実視される。米国は11月FOMC議事録で景気後退に陥る確率はメインシナリオ（ソフトランディング）と同程度とされ、各種の調査やモデルによる試算では景気後退入りする確率が非常に高くなっている。象徴的なところでは11月のISM製造業景況感指数が節目の50を割れた。

確率は高い、幅は小さい

景気後退はするかしらないかではなく、する前提で組み立てる必要がある。ただ、リスク資産のプライシングには発生確率と変動幅が必要で、悲観的になる必要はない。この種の調査は「景気後退するか？」を問うもので、「どの程度落ち込むか？」は問われていないからだ。結論から先に述べれば「確率」は相応に高い、「幅」は小さい、と言えよう。

金融市場

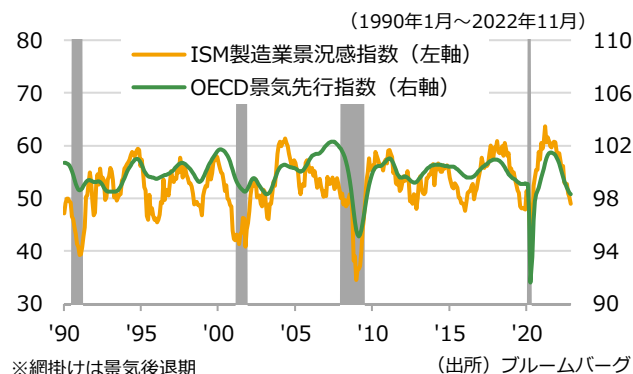
ある程度の景気の落ち込みは織り込み済

ブルームバーグ社集計の市場予想平均は、米GDP成長率は前期比年率で、2023年1-3月期に0.0%、4-6月期は▲0.1%となっている（7-9月期以降は回復）。景気後退の定義は2四半期連続のマイナス成長なので、米国の場合は2023年前半に景気後退に陥るか五分五分といったところ。ただ、景気の落ち込みがこの程度であれば、織り込み済だとも言える。

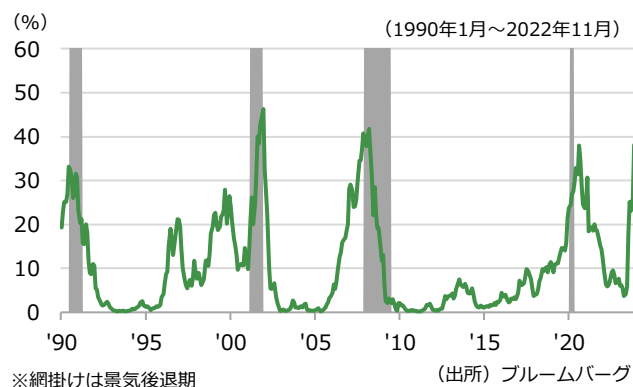
求められるのは逆ゴルディロックス

インフレ抑制のためには景気悪化が必要不可欠で、その上で先行きのリスクは2つある。1つは景気が強すぎるケースで、インフレが高止まりし市場が期待する利下げ開始が後ずれする。もう1つは景気が弱すぎるケースで、逆業績相場の影響が強くなる。求められるのは景気が強すぎず弱すぎず、適度に弱い「逆ゴルディロックス」で、2023年の当社のメインシナリオは年後半からの株高（金融相場）想定。

ISM製造業景況感指数とOECD景気先行指数



NY連銀試算の米国が今後1年以内に景気後退に陥る確率



各国・地域の実質GDP成長率の市場予想平均

	(2022年12月14日時点)					
	2022年 10-12月期	2023年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	2024年 1-3月期
米国	0.5	0.0	-0.1	0.6	1.0	1.6
ユーロ圏	-0.4	-0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
英国	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	0.1	0.2

【御参考】米国での過去の景気後退局面での実質GDP成長率

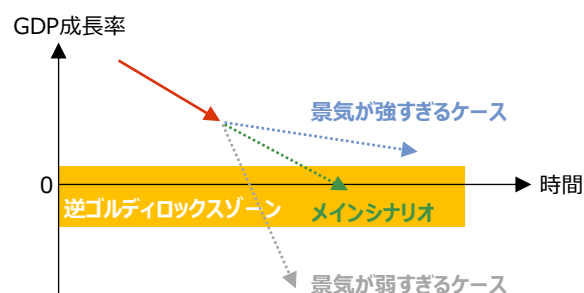
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
コロナ	1.8	-4.6	-29.9	35.3	3.9	6.3
リーマン	2.5	-1.6	2.3	-2.1	-8.5	-4.6
ITバブル	2.4	-1.3	2.5	-1.6	1.1	3.4

※米国は前期比年率、ユーロ圏・英国は前期比

※コロナは2019年10-12月期～、リーマンは2007年10-12月期～、ITバブルは2000年10-12月期～

(出所) ブルームバーグ

景気悪化のイメージ図



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高金利政策により、景気は2023年後半にマイナス成長転落へ。 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。 インバウンド回復など経済活動正常化進むも物価高による負担増、外需減速が重しに。 積極的な利上げの効果が経済全体に波及し、2023年前半はマイナス成長に。 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。 ウイズコロナ政策へ政策転換した中、2023年3月以降の景気回復の本格化を予想。 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				景気減速は警戒も、利下げ開始への期待により2023年は年末高を予想。 景気減速の懸念が高く、ECBの金融政策にも不透明感が残る。 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。 株価の急上昇や、好材料の出尽くし感等を受け、上昇余地は縮小したと予想。 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。 良好な経済状況は変わらないが、堅調な株価推移を受け当面利食いが出やすいと予想。 目先は、インフレの高止まりや大幅利上げの影響を受け、上値が重い地合いを予想。 政府の不動産業等での規制強化がピークを過ぎ、株式市場は最悪期通過の可能性高。
	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				年前半に5.25%まで利上げ。中期的な利下げ観測とともに長期金利は低下へ。 ECBは超タカ派へ転換し利上げ到達点は遠ざかるも、ドイツの長期金利は緩やかに低下へ。 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。 インフレ抑制のための利上げはほぼ完了。長期金利は横ばいから低下傾向へ。 RBAは景気に配慮しながら利上げを継続し、政策金利は2023年3月に3.6%へ。 ゼロコロナ政策を撤廃するも景気回復は緩やかで、金利のレンジ推移が続こう。 高い金利水準に加え、2023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3.5%への利上げで既に打ち止め。インフレ目標の達成を視野に長期金利は低下へ。 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、長期金利が高止まりする可能性が高い。 政策金利は2桁台に乗せ、利上げ局面が終盤に入中で、徐々に投資妙味が高まる。 ※脚注参照 利下げ局面は終了。2023年は政権交代による利上げのリスクが浮上する。
	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				WTI原油は米国の石油備蓄積み増し期待により70米ドル前後で支えられるかに注目。 市場は金融引き締め策からの転換を強く意識し始め、金相場への逆風は和らいでいる。
	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安要因。 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。 米国の利上げに追随しきれず、目先は上値の重い展開。米ドル安と原油価格反発に期待。 インフレ高止まりでRBAの利上げは長期化し、米ドル安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安要因に。 中銀の介入で下値は限定的だが、米ドル安局面で貿易赤字を受け買戻しが鈍いと予想。 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。 貿易収支の悪化と大幅利上げの綱引きの中、レンジ推移を予想。 米ドル高の一服を受け、減価圧力が緩和し、米ドルベッグ制維持でレンジ推移を継続しよう。 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 高インフレ下の利下げや経常赤字の継続でも、リテラ戦略により減価ペースは緩やか。
	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*2 2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	実績値*2 2021年末	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	4.00 ~ 4.25	1.51	3.48	3.2	2.6
ユーロ圏*1	5.3	3.3	0.2	1.2	0.00 -0.50	2.50 2.00	3.50 3.00	2.50 2.00	-0.18	1.94	1.6	1.2
日本	2.1	1.6	1.4	1.2	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.25	0.3	0.5
カナダ	4.5	3.3	0.5	1.0	0.25	4.25	4.25	3.50	1.43	2.83	2.9	2.6
豪州	4.9	3.9	1.5	1.8	0.10	3.10	3.60	3.10	1.67	3.36	3.5	3.0
中国	8.1	3.3	5.4	5.0	2.95	2.75	2.75	2.85	2.78	2.90	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	13.63	10.0	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*2 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値*2 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	36,338	33,966	35,200	37,000	米ドル	115.08円	135.48円	130円	125円
NYダウ	18.7%	-6.5%	3.6%	5.1%		11.5%	17.7%	-4.0%	-3.8%
米国	4,766	3,995	4,200	4,500	ユーロ	130.90円	144.71円	132円	127円
S&P500	26.9%	-16.2%	5.1%	7.1%		3.7%	10.6%	-8.8%	-3.8%
欧州	4,298	3,975	4,020	4,150	カナダ・ドル	91.08円	99.99円	100円	98円
STOXX 50	21.0%	-7.5%	1.1%	3.2%		12.3%	9.8%	0.0%	-2.0%
日本	28,792	28,156	32,000	34,000	豪ドル	83.68円	92.98円	95円	93円
日経平均株価	4.9%	-2.2%	13.7%	6.3%		5.3%	11.1%	2.2%	-2.1%
日本	1,992	1,977	2,250	2,430	中国人民元	18.11円	19.39円	19.1円	18.9円
TOPIX	10.4%	-0.7%	13.8%	8.0%		14.7%	7.1%	-1.5%	-1.0%
中国	84.29	64.81	70	77	ブラジル・レアル	20.65円	25.64円	27.7円	26.6円
MSCI	-22.4%	-23.1%	8.0%	10.0%		3.8%	24.1%	8.0%	-4.0%

	リート			
	実績値*2 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	26,561	21,047	25,900	28,000
NAREIT指数	43.2%	-20.8%	23.1%	8.1%
日本	2,066	1,946	2,050	2,050
東証REIT指数	15.8%	-5.8%	5.4%	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。

*2 実績値の2022年末は2022年12月14日時点
(政策金利等是一部その後の変更を含む)

(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*5 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値*5 2021年末	2022年末	予想値 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	3.32	2.6	2.2
インド*1	8.7	7.2	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.22	7.0	7.0
インドネシア	3.7	5.7	5.4	5.2	3.50	5.25	6.00	5.50	6.38	6.89	7.8	7.5
フィリピン*2	5.7	6.8	5.5	5.3	2.00	5.00	5.75	5.25	2.18	4.37	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	8.78	8.5	8.0
ロシア*4	4.7	-	-		8.50	7.50	-	-	8.44	10.30	-	-
トルコ	11.4	4.5	3.5	4.0	14.00	9.00	12.00	15.00	23.18	10.46	14.0	16.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*5 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値*5 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
インド	2,037	2,136	2,380	2,350	英ポンド	155.74円	168.35円	152円	145円
MSCI	27.3%	4.9%	11.4%	-1.3%		10.3%	8.1%	-9.7%	-4.6%
インドネシア	6,696	7,496	8,200	7,900	インド・ルピー	1.55円	1.63円	1.63円	1.56円
MSCI	1.5%	11.9%	9.4%	-3.7%		9.5%	5.5%	-0.3%	-4.3%
ベトナム	1,498	1,050	1,250	1,450	インドネシア・ルピア*3	0.807円	0.869円	0.878円	0.862円
VN指数	35.7%	-29.9%	19.0%	16.0%		9.3%	7.6%	1.1%	-1.8%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.43円	2.50円	2.50円
						5.2%	7.6%	2.9%	0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.573円	0.553円	0.539円
						12.7%	13.6%	-3.4%	-2.5%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.90円	6.9円	6.7円
						8.0%	23.0%	0.0%	-2.9%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	2.10円	-	-
						9.7%	37.1%	-	-
					トルコ・リラ	8.55円	7.27円	6.3円	5.5円
						-38.5%	-15.0%	-13.3%	-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

*5 実績値の2022年末は2022年12月14日時点（政策金利等は一部その後の変更を含む）

(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

50割れの製造業と50台半ばの非製造業

景気は潜在成長率を下回るペースで成長しているとみられる中、セクター間では強弱が鮮明化している。ISM景況感指数で製造業が分水嶺である50を下回った一方、非製造業は振れがあるものの50台半ばで踏み止まっている。過剰貯蓄や高い賃金上昇率を背景とした底堅い家計消費がサービス部門の下支えに寄与している模様。底堅さの持続性を巡っては過剰貯蓄の取り崩しペースに左右されることになる。

住居費を除くサービス価格が焦点に

インフレ率は高い一方、品目別では様相が異なりつつある。中古車など財価格は供給制約の解消が進むにつれて下落し始めている。住居費は依然高い伸びではあるものの、先行指標である住宅価格はすでにピークアウト。住居費も遅れる形で2023年後半に調整し始める可能性がある。問題は住居費を除くサービス価格。賃金動向との連動性が高いだけに、基調的な鈍化には労働需給のひっ迫感解消が不可欠。

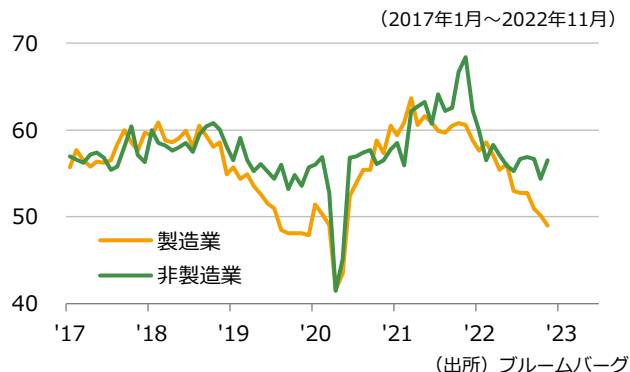
賃金上昇圧力なお高いまま

2022年初から見れば雇用者数の増加ペースは鈍化傾向にあるものの、適正ペースとされる10～15万人を上回る雇用拡大が継続。失業率は歴史的な低さに留まっている。総じてみれば労働需給はひっ迫した状況のままであり、平均時給などの賃金上昇圧力は高止まりしている。労働市場の一部には需給緩和の兆しは見られつつあるものの、遅行性の強い賃金動向にまで反映されるにはなお時間を要しよう。

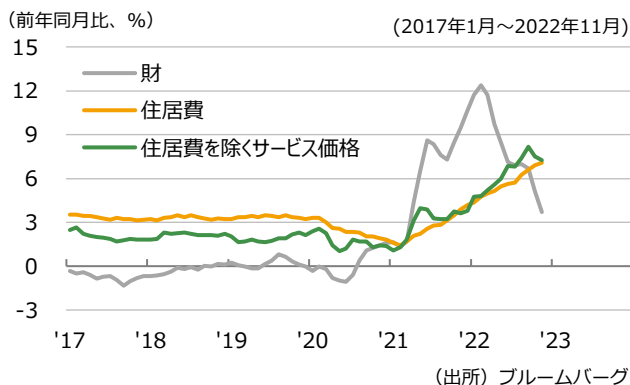
2023年後半にマイナス成長転落へ

市場内外で景気後退の可能性が議論されてきた。高金利政策による景気下押し圧力は今後ラグを伴って顕在化すると考えられ、景気は一段と弱まる公算が大きい。過剰貯蓄が当面の下支え役になると想定されるが、2023年後半には取り崩しも相応に進展するとの見方も多い。景気の牽引役である家計消費が失速へと向かうとき、景気並びに労働市場もまた急速に調整を余儀なくされることになるだろう。

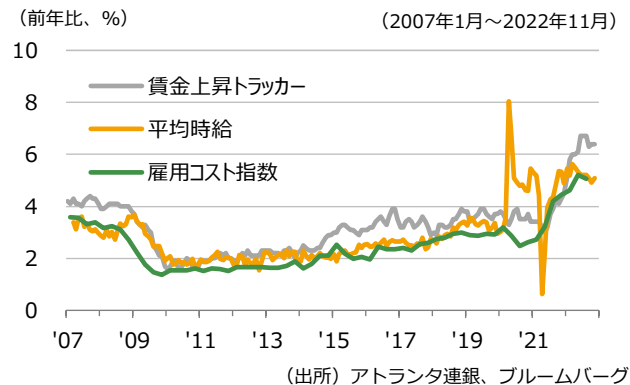
ISM景況感指数



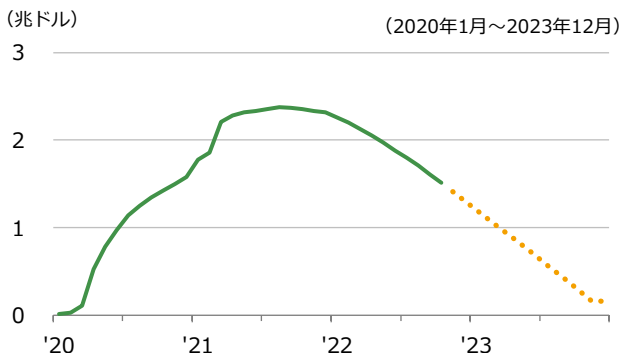
食品・エネルギーを除くコアCPI



各種賃金上昇率



過剰貯蓄：コロナ禍前トレンドとの可処分所得乖離額





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。2024年前半の利下げ開始への期待が高まる一方、景気減速も進展。2023年に利上げが停止されるまで、景気減速に焦点が当たる局面が来るリスクは残っていると考える。時間が経過するに連れ、この下方向へのリスクは低減するものの、目先はこの余地を見極めたい。利下げ開始時期の確度の高まりを勘案し、S&P500の23年末予想は4,200pに引き上げる。

2023年は年末高を予想

金融緩和・引き締めサイクルと米国株の過去の関係は、利上げ停止時期に株価下落、利下げ進展後に株価反発となる。しかし、今回のサイクルの特徴は株価の反応が前倒しされていること。利上げへの警戒感から株価は既に下落しており、利下げ開始は株価上昇のきっかけになるとの市場の期待は強い。2023年後半は、利下げ開始時期が相場材料の中心となり、株価は年末に向け上昇に向かうと考える。

企業業績悪化の織り込みは進展

2023年のS&P500のEPS伸び率予想は1桁台前半まで低下。一方、2023年の米国の実質GDP成長率は市場予想が0%台前半、当社は小幅なマイナスを予想している。このため、過去のGDP成長率とEPSの関係性から考えると、EPSの下振れ余地は残っている点は否めない。しかし、景気減速による企業業績悪化の織り込みは進展していることも事実であり、下値リスクが大きい状況ではないと考える。

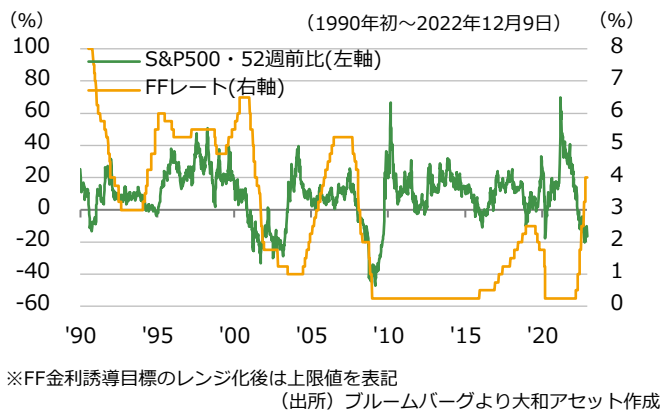
労働市場は引き続き注目点

注目点は労働市場。パウエルFRB議長の講演等により、インフレの焦点は住居費以外のサービス価格、同価格と賃金の関係性は高いという点は市場の共通認識。求人数の低下など雇用環境の軟化がより明確となれば、賃金インフレ軟化への期待は高まり易い。この結果、利下げ開始時期の前倒しが意識され、株式市場はポジティブに反応することが予想される。労働市場の動向は引き続き注視したい。

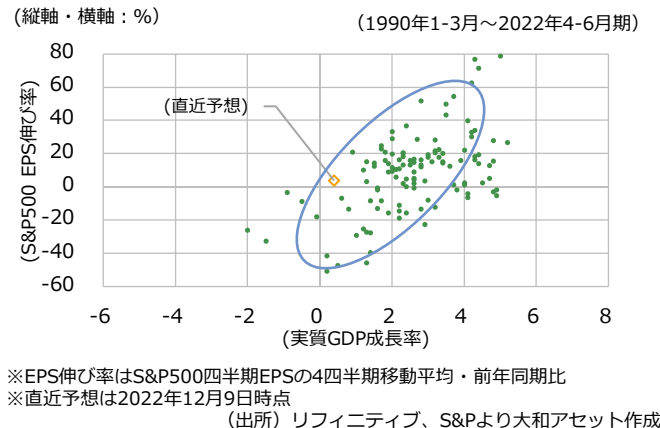
S&P500の推移



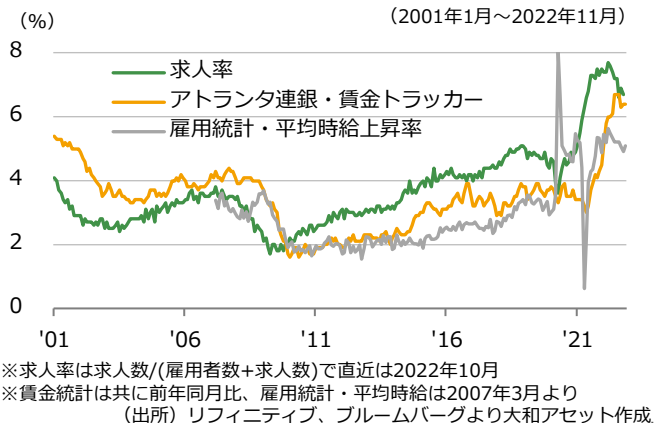
米政策金利と米国株



GDP成長率と米国企業業績



求人率と賃金伸び率





債券・金利

利上げは2023年前半に終了か

FRBは12月FOMCで政策金利を4.25～4.50%へと引き上げた一方、利上げ幅を縮小。2023年政策金利見通しは中央値で5.00～5.25%と、今後の利上げ幅次第とはいえ、3月ないしは5月で利上げ休止の展開が考えられる。他方、2024年政策金利見通しは1.00%ポイントの利下げを示唆。雇用・物価動向次第ではあるものの、2023年後半以降、利下げ開始に向けた議論を開始していくと考えられる。

利上げ到達点よりも将来的な利下げ期待

11月FOMCと逆CPIショックを経て、10年債利回りは利上げ到達点観測ではなく、将来的な利下げ期待に左右される局面へとシフト。投資判断を「やや強気」へと引き上げた。債券市場はインフレ鈍化と景気弱含みを前提としている節が強く、インフレ上振れもさることながら、景気上振れに対しても利下げ期待の剥落を通じて金利上昇圧力が働きやすい。

リート

世界経済への先行き懸念などが重し

米国リート市場は、11月半ばから12月半ばにかけて、長期金利は低下したものの世界経済への先行き懸念などが重しとなりおおむね横ばい。2023年は、負債調達コストや実物不動産市況の動向に注目が集まるが、資本コスト上昇による競争環境の変化にも注目したい。景気の不透明感が高まる中においては、厳しい環境下でも成長を持続できるセクターや銘柄の選定がより重要になろう。

長期金利は低下、利回り差は拡大

10月半ば以降長期金利は低下傾向となるも、リート指数は緩やかな上昇にとどまり、利回り差は拡大。中央銀行による金融引き締めが続き、景気減速への警戒感が高まる状況下ではリート指数全体のバリュエーションが大きく上昇する可能性は低いと考える。個別の銘柄やセクターの業績動向および景気減速に対する抵抗力が重要になろう。

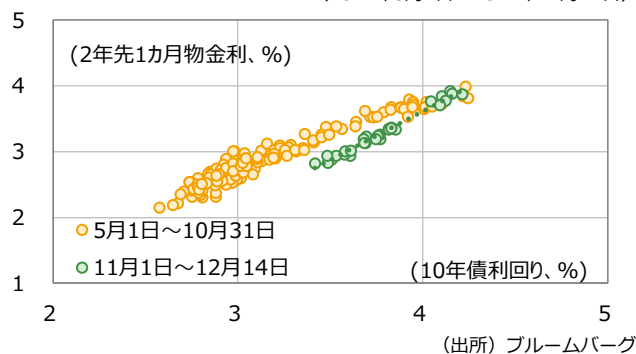
政策金利・長期金利の実績と当社予想

(%) (実績：2014年1月初～2022年12月14日)
(当社予想は23年末、24年末)



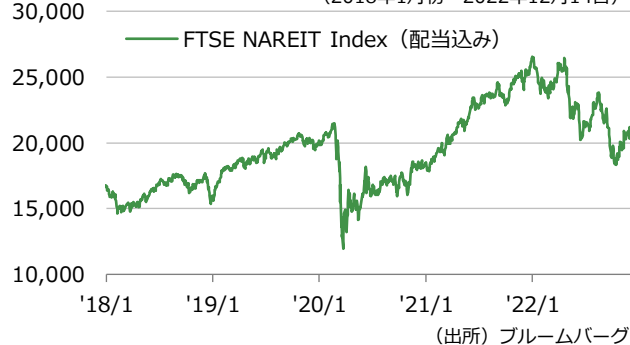
2年先政策金利期待と10年債利回り

(2022年5月1日～2022年12月14日)



FTSE NAREIT Index推移

(2018年1月初～2022年12月14日)



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差

(%) (2018年1月初～2022年12月14日)





為替

日米金利差と米ドル円がピークアウト

日米5年国債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月の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年の米国債金利が低下し、日米金利差がピークアウトするとともに、米ドル円もピークアウトしている。

米ドル円は140円以下での推移が継続か

日米5年国債金利差が3.6%なら米ドル円は140.0円を中心に134.3～145.7円（推計値±標準誤差×2）、3.2%なら135.0円を中心に129.3～140.7円に収まりやすい。ただ、同じ金利差でもリスクオンでは米ドル円が上振れ、リスクオフでは下振れしやすい。最近は米金利が低下してもリスクオンの円安が鈍く、米ドル円の下落が進みやすくなってきた。米ドル円は140円以下での推移が続きやすいだろう。

米ドル高を促した米実質金利に天井感

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、低下に転じている。FRBのタカ派姿勢が後退すると、米国の実質金利が一段と低下し、米ドル安に作用しやすいだろう。

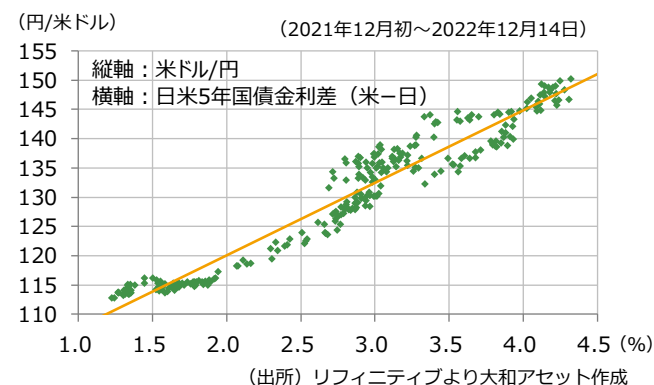
原油・金価格比率と米ドル円の下落

リスクオンや金利上昇の時は、金よりも原油の価格が上昇し、円よりも米ドルが上昇しやすい。また、リスクオフや金利低下の時は、金よりも原油の価格が下落し、円よりも米ドルが下落しやすい。そのため、原油・金価格比率と米ドル円には基本的に連動性があり、最近は両者ともに下落傾向にある。金利低下やリスクオフにより原油・金価格比率の低下が進むようなら、米ドル円も下落しやすいだろう。

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



原油・金価格比率と米ドル円





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月期まで6四半期連続のプラス成長でコロナ前の水準を2.2%上回っている。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。

景況感の悪化に歯止め

PMIは11月に製造業が10カ月振りに上昇した。サービス業は7カ月連続で低下したが、最近2カ月はごく僅かな低下に過ぎず、製造業、サービス業とも景況感の悪化に歯止めがかかりつつある。水準も分岐点の50をやや下回る程度で、危機的状況は予想されず。当面は景気後退を免れないにせよ、インフレ率が低下基調に転じたと考えられるなか、景気後退の深度は浅く、その後の景気回復が視野に入る。

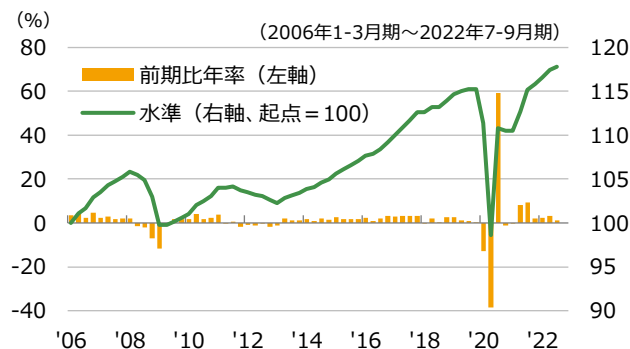
個人消費は物価動向次第

失業率は10月に6.5%と、ユーロ圏発足来の最低を更新中で、労働需給は依然ひっ迫している。しかし、賃金の伸びが著しく高いわけではなく、実質小売売上高はインフレ率が2021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減少基調に転じている。特に最近の物価高騰の影響は大きいと考えられ、10月は顕著に下振れた。逆に、今後のインフレ率の低下はやがて個人消費の回復を促そう。

インフレ率は低下基調へ

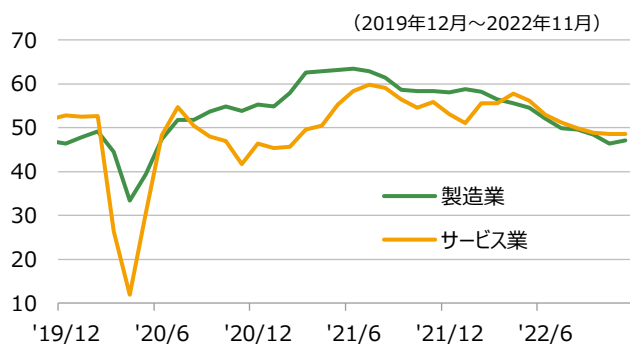
消費者物価指数は11月に総合で前年同月比（以下同じ）10.0%と、10月の10.6%から鈍化した。鈍化したのは2021年6月以来。既往の原油・天然ガス価格の下落や各国政府の光熱費抑制策の反映と考えられる。食品・エネルギー等を除くコアも10月と同じ5.0%で、加速が止まった。指数の水準が横ばいでも前年同月比は時間の経過で鈍化していく計算で、インフレ率は低下基調に転じたと考える。

実質GDP



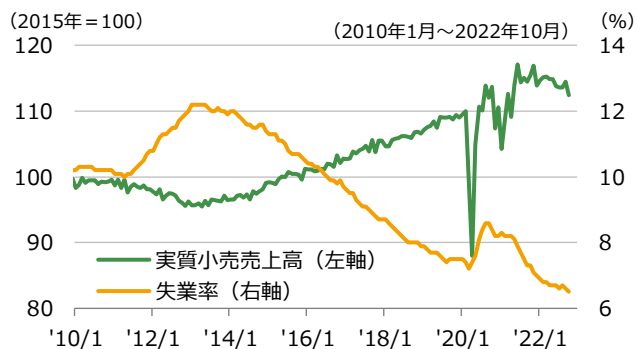
(出所) リフィニティブ

PMI



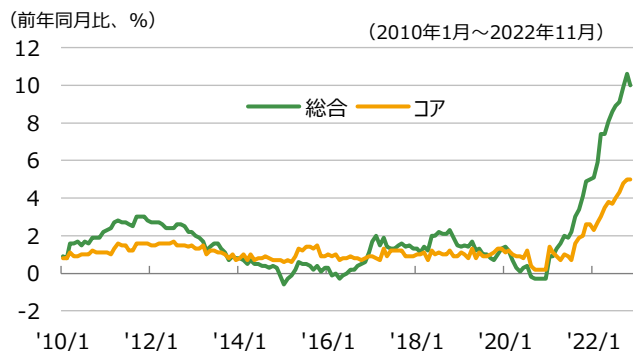
(出所) ブルームバーグ

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

欧州株の判断はやや弱気を継続する。直近のドイツのPMIが46台にあるなど、欧州の景気減速が目立つ状況が続いている。中国のゼロコロナ政策の緩和や目先の天然ガス調達リスクが低下している点はポジティブである一方、ECBの金融政策に対する不確実性は残っている。Euro STOXX50の23年末予想は4,020pに引き上げるものの、日米株と比べた上値余地も考慮し、やや弱気の判断を継続する。

天然ガス貯蔵率は高水準を維持

エネルギー調達は欧州のリスク要因であり、根本的解決には至っていない。しかし、天然ガス貯蔵率は足元でEU全体で90%弱、ドイツでは90%台半ばと過去と比べても高水準にある。1年後の冬期に向け再び問題化するリスクはあるものの、目先に株式市場が懸念視する状況ではないとみられ、当面、景気とECBの金融政策が中心材料になるとみられる。

債券・金利

利上げの到達点は彼方へ

ECBは12月の理事会で利上げ幅を0.5%ポイントに縮小したものの、物価見通しの大幅上方修正と合わせて、ラガルド総裁は各回0.5%ポイントの利上げで到達点は3%を上回る必要性を唐突に示した。政策決定においては、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前回10月のややハト派的な姿勢からは一変。当面は利上げを継続しよう。2024年には利下げへ。

量的引き締めも長期金利は低下へ

ECBが貸出促進のための長期資金供給オペの適用金利を実質的に引き上げたことで、約3,000億ユーロが11月中旬に期限前返済された。ECBは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を2023年3月から一部停止すると発表した。量的引き締めが本格化する。しかし、想定以上の大幅利上げにより、インフレ期待、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

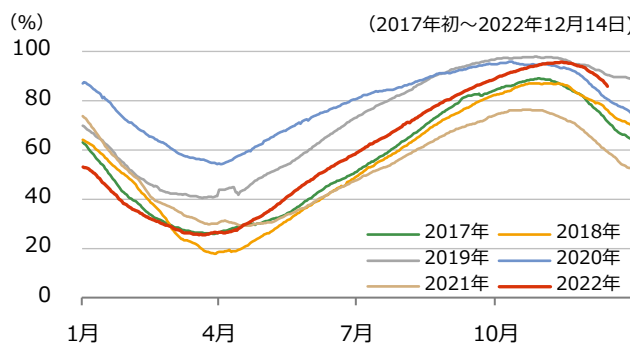
(2019年初～2022年12月14日)



(出所) リフィニティブ

天然ガス貯蔵率の推移 (EU)

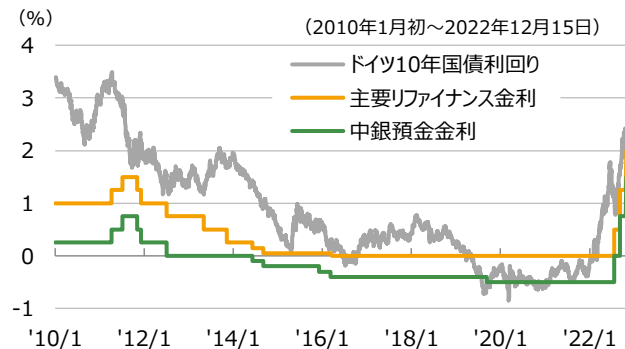
(2017年初～2022年12月14日)



(出所) AGSIより大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利

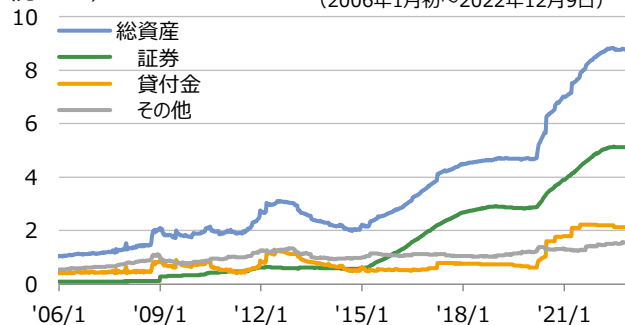
(2010年1月初～2022年12月15日)



(出所) ブルームバーグ

ECBの資産残高

(2006年1月初～2022年12月9日)



(出所) ECB



為替

ユーロ安・円高へと反転か

ユーロ圏の相対的金利上昇（低下）やリスクオン（オフ）はユーロ高（ユーロ安）に働く。10月までは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てきた。ただ、ECBの利上げ織り込みが進んだ後はユーロ圏の金利が低下し、ユーロは対円で反落した。今後は、ユーロ圏の景気後退懸念やインフレ鈍化が金利低下やリスクオフを通じてユーロ安・円高を促す可能性が高い。

ユーロ安・米ドル高リスクは残る

8～10月はドイツと米国の金利差動向に反するようユーロの対米ドル相場が推移し、リスク許容度がユーロ・米ドルを左右していた（リスクオフでユーロ安、リスクオンでユーロ高）。11月以降はドイツ金利の相対的上昇とリスクオンが重なり、ユーロ高・米ドル安が進んだ。今後、相対的金利面からのユーロ安・米ドル高リスクは小さいだろうが、リスクオフによるユーロ安のリスクは多分に残る。

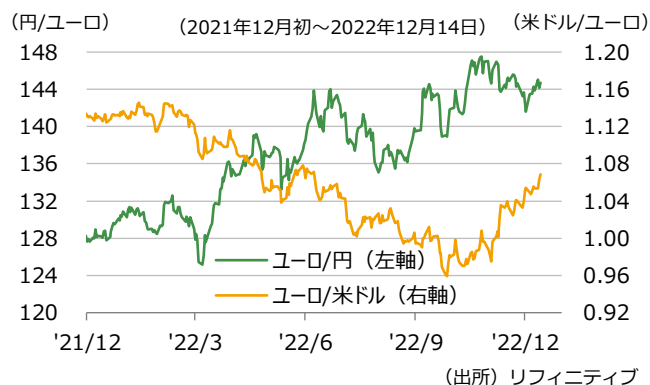
実質的なユーロ安の進行は限定的

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。

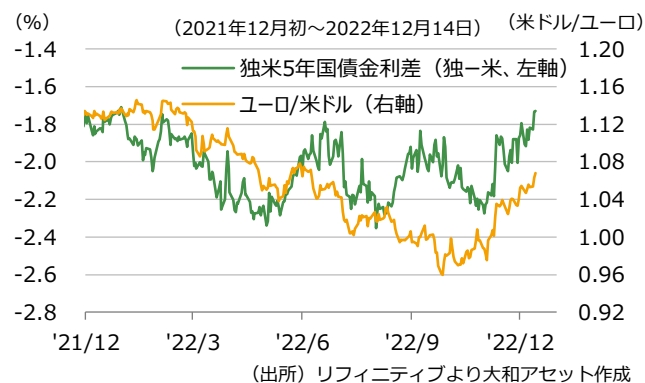
経済指標動向はユーロ高要因に

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、日本に比べユーロ圏が強めに推移し、相対比較からはユーロ高・円安に作用しやすい状況にある。また、先進国全体のESIがプラス圏で上向いていることも、リスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい。ただ、今後は日本のように欧米の経済指標も市場予想に比べて弱くなりリスクオフに作用する可能性がある。

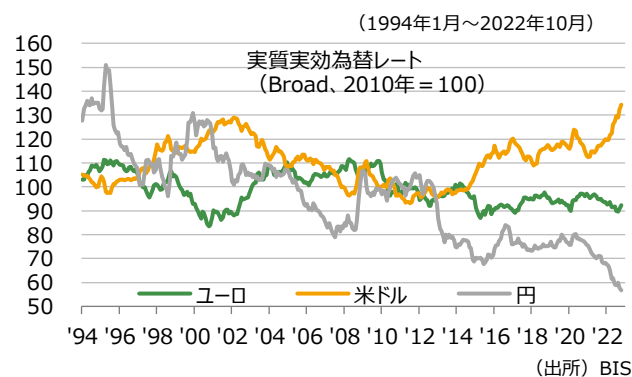
ユーロの対円相場と対米ドル相場



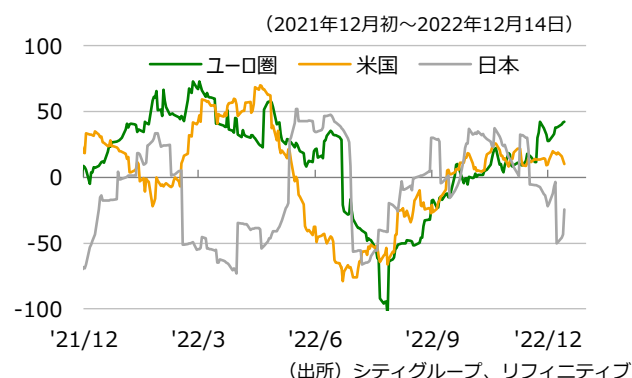
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



欧・米・日の実質実効為替レート



欧・米・日のエコノミック・サプライズ指数





経済

実質GDPは2024年半ばにコロナ前に

実質GDPは2022年7-9月期に前期比▲0.2%（前期比年率▲0.7%）と、6四半期振りのマイナス成長に陥り、未だコロナ前の水準を上回れず。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。インフレ率の低下を受けて、2023年後半には景気回復局面に転じると想定するが、実質GDPがコロナ前を上回るのは2024年4-6月期と見込む。

インフレ率は低下基調へ

消費者物価指数は11月に総合で前年同月比（以下同じ）10.7%と、10月の11.1%から鈍化した。コアも6.3%と、10月の6.5%から鈍化。既往の原油・天然ガス価格の下落や政府の光熱費抑制策の反映と考えられる。指数の水準が横ばいでも前年同月比は時間の経過で鈍化していく計算で、当面の景気後退下、インフレ率は低下基調に転じたと考える。

為替

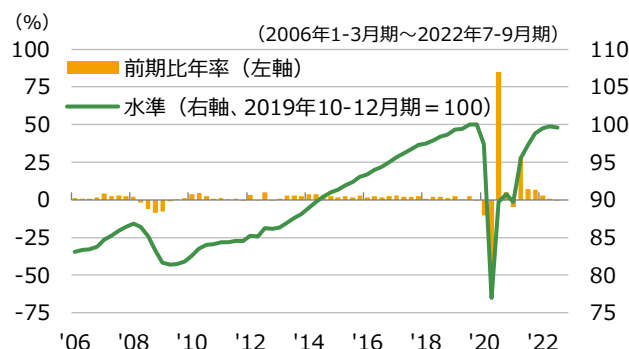
BOEは既に利上げ打ち止めか

BOEは2021年12月に利上げを開始し、2022年中は11月まで利上げ幅を段階的に拡大しつつ、12月の利上げで政策金利を3.5%とした。中期的にはエネルギー価格の下落や需要の鈍化、失業率の上昇等で、インフレ率は低下基調で推移するとの見通しを示しており、結果的に既に利上げ打ち止めとなった可能性も否めず。長期金利は低下基調での推移を想定する。2024年には利下げに転じよう。

bond安リスクに注意すべきか

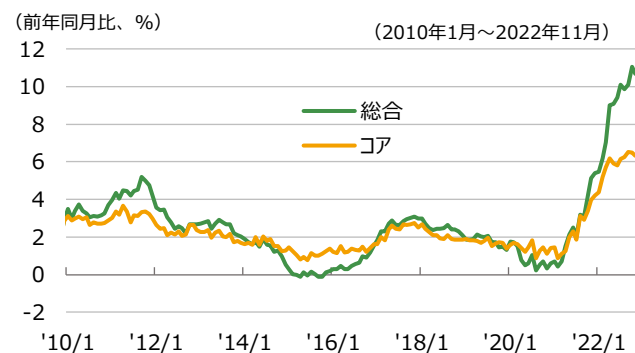
トラス前政権の大型減税計画を受け、財政赤字拡大や利上げ幅拡大の見通しから長期金利上昇（国債価格下落）とbond安が進行。その後、スナク新首相が減税計画を撤回し、増税・歳出削減案を策定するなかで、長期金利が反落し、bondが反発した。今後は景気後退懸念や利上げ打ち止め観測がbond安に作用するリスクに注意すべきか。

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

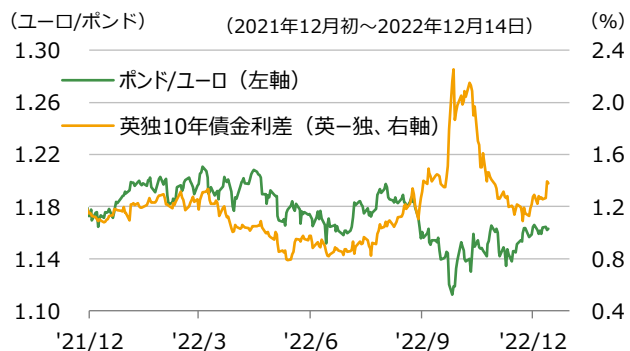
(出所) リフィニティブ

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

経済活動正常化進むも外需減速

訪日外国人数の回復など引き続き経済活動正常化の動きが進んでいるが、為替の急速な円安進行による輸入物価上昇の価格転嫁が行われており、食品価格や光熱費の上昇が家計や企業の負担増となってきた。また、物流混乱の解消による供給の正常化が進み物流コストの高騰が解消しつつあるが、欧米や中国など海外経済が減速しており、外需に弱い動きが目立ってきている。

半導体・電子部品に調整の動き

10月の鉱工業生産指数は前月比▲3.2%と2カ月連続の低下となった。スマートフォンの需要減などから半導体や電子部品などの生産が落ち込んだほか、これまで好調を維持してきた半導体製造装置も減産となった。また、自動車生産も引き続き部材不足の影響などから本格的な回復には至っていない。中国のゼロコロナ政策見直しは朗報だが、目先は海外経済の減速による需要減退の動きが懸念される。

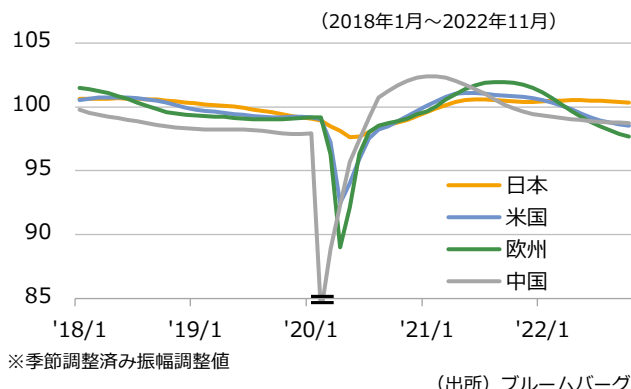
輸入物価は上昇一服

11月の企業物価指数は電力・ガス料金の値上げの影響などにより前年比+9.3%となったが、円ベースでの輸入物価指数は前月比▲5.1%と大幅下落となった。為替の急速な円安進行が国内物価の上昇を牽引してきたが、10月下旬以降は一転して円高が進行したことに加え、エネルギー価格の下落も寄与した。為替の急速な円安進行局面は終了し、今後の物価上昇率は徐々に低下してくると想定する。

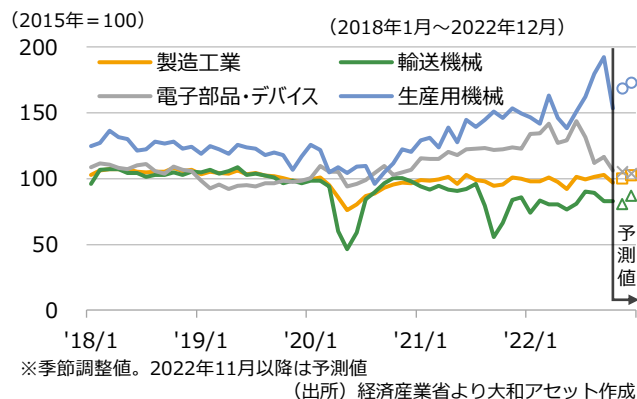
実質賃金のマイナスが継続

10月の実質賃金は、前年同月比▲2.6%と7カ月連続のマイナスとなった。現金給与総額は、前年同月比+1.8%と10カ月連続で増加しているものの、物価の高騰に賃金の上昇が追いつかず、実質賃金の目減り幅が拡大している。政府は「新しい資本主義」で物価上昇をカバーする賃上げを企業に促しているが期待通りの動きとなっていない。日銀の金融政策にも影響を与えるため今後の動向を注視したい。

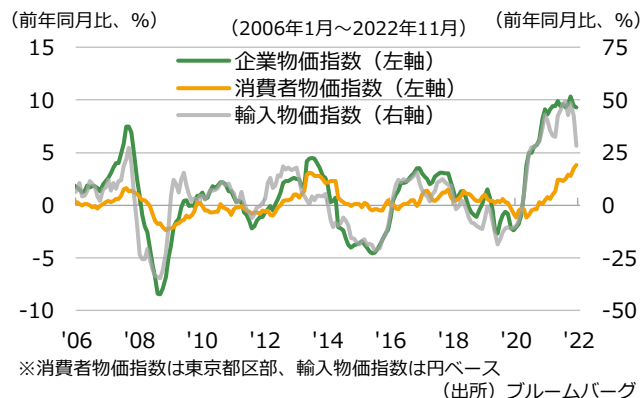
OECD景気先行指数



製造工業予測指数



物価指数



現金給与総額と実質賃金





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。直近で中国のゼロコロナ政策緩和が進展したことはプラス材料。株価指標に割安感があることに加え、世界的に景気悪化リスクが高まる中、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、特に景気減速に焦点が当たり市場の不確実性が高まった際に選好され易いとみる。米国の利下げ開始時期への期待もあり、2023年は年末高の展開を予想する。

欧米の景気減速は引き続き警戒

TOPIXのPERは12倍台、PBRは1.2倍程度と直近1カ月で目立った変化はなく PERに割安感が残る。その一方、11月のISM製造業景況感指数は49と50を割り込み、一段の低下リスクがある点は否めない。同指数が明確に50を下回った際には、PBRが1倍を目指すリスクも考えられ、この点は注意したい。しかし、欧米対比で景気が底堅い点に変わりはなく、下落したとしても一時的なものに留まると考える。

回復の余地はまだある

日本のサービス産業は回復途上にある。第3次産業活動指数の2019年同月比を見ると、多くの業種においてコロナ前を下回っている。マイナス幅が大きいのは海外旅行関係であるが、それ以外の業種の落ち込みも依然大きい。感染症法における区分見直しが議論されるなど、新型コロナに対する警戒感が低下する中、国内サービス産業の回復余地は十分にあるとみられ、2023年以降の回復に注目したい。

リスク要因は増税や日銀政策など

リスク要因は増税や日銀金融政策、円高など。法人税は2024年度以降の増税が固まりつつあり、具体的な時間軸と幅を注視したい。より影響が大きいリスクは、日銀がYCCを早期に撤廃し急速な円高が発生した場合。当社は修正があったとしても、10年金利ターゲットの引上げであると考えており、可能性は低いと考えているものの、2023年1-3月期に注目が高まる次期日銀総裁人事は注目したい。

TOPIXの推移

(2019年初～2022年12月14日)



(出所) リフィニティブ

TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

(2010年初～2022年12月9日)



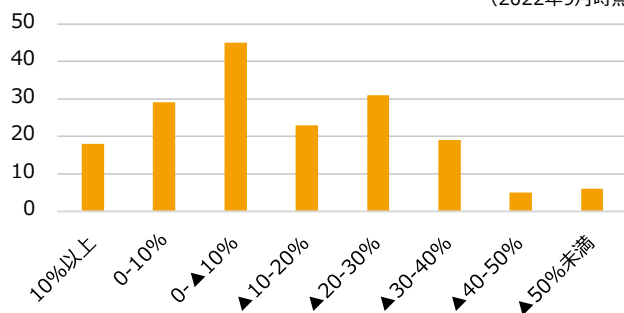
※PBRは直近12カ月ベース

※ISM製造業は2010年1月～2022年11月

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

第3次産業活動指数の新型コロナ前比の状況

(業種数) (2022年9月時点)

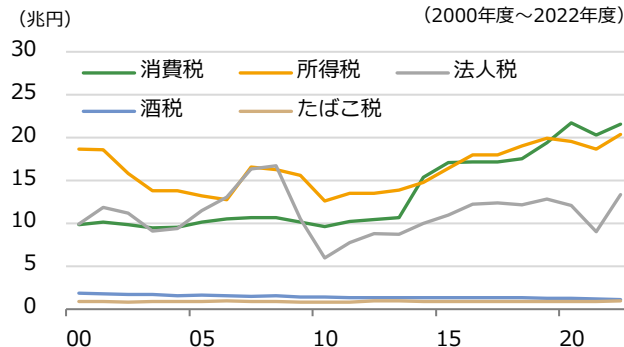


※2022年9月実績の対2019年9月比

(出所) 経済産業省より大和アセット作成

税収の推移

(2000年度～2022年度)



※一般会計の当初予算

(出所) 財務省より大和アセット作成



債券・金利

日銀の物価の見方に変化の兆し

日銀の金融政策に対する注目度が再び高まっている。2023年4月に日銀総裁の任期満了が迫っていることに加え、一部の政策委員が金融政策の点検・検証を行うことが適当と発言したこと等が理由。また、日銀は11月に物価上昇に広がりが見られるとの趣旨のワーキングペーパーを公表するなど、日銀の物価に対する見方に変化の兆しを感じられる点も、金融政策の修正に対する市場の思惑を高めている。

政策修正時期は次期総裁次第の側面も

金融政策の修正は2024年以降をメインシナリオと考え、10年国債利回りは23年末が0.25%、24年末は0.50%との予想を継続。しかし、サブシナリオとの発生確率の差は僅かと考えている。当社のサブシナリオは2023年中のYCCにおける10年金利ターゲットの引上げ。政策修正のタイミングは次期総裁人事に負う所も大きく、動向を注視したい。

リート

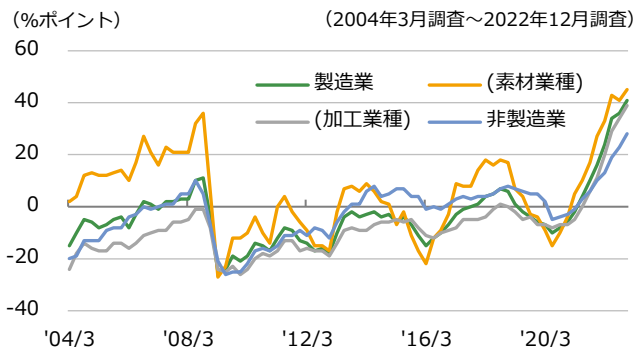
米国景気後退懸念と需給の悪化から下落

11月中旬以降は米国長期金利の低下も受けて上昇していたが、12月に入ると米国景気後退懸念から国内株式が下落したこともあり、J-REITも下落に転じた。12月には、連日同一の主体から売りと思われるバスケット取引が観測されており、需給悪化も下落の要因と考えられる。

年明け以降の公募増資の動向に注目

例年年明けから年度末にかけて公募増資が多く、需給が悪化するケースが多い。一方で秋口に公募増資を前倒した案件もあるとみており、動向に注目している。不動産価格の上昇により下値の目途となるNAV1倍水準が切り上がっている。2023年は米国金利上昇がJ-REITを押し下げる局面は減ると考えており、狭いレンジでの推移を想定する。

日銀短観・販売価格判断DI（大企業）



※ 販売価格判断DIは“上昇比率”-“下落比率”にて算出
(出所) 日本銀行より大和アセット作成

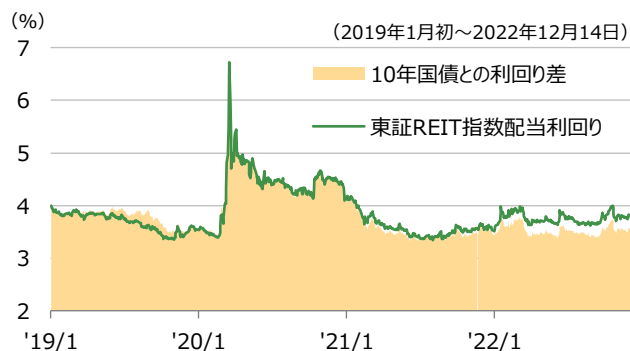
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



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



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の利上げ減速観測による米長期金利低下やリスクオンで米ドル安に振れたためだ。海外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、クロス円下落（円高）は限定的だ。ただ、世界的に景気減速感が強まるなか、金利が低下してもリスクオンに傾きにくくなりつつあり、円高圧力が高まる兆しがある。

米金利と順相関、米株価と逆相関

米ドル円は米長期金利と順相関にある一方で、米株価と逆相関になっている。これは、米長期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、これまでは米金利が低下すると株高に傾くケースが多かったが、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。

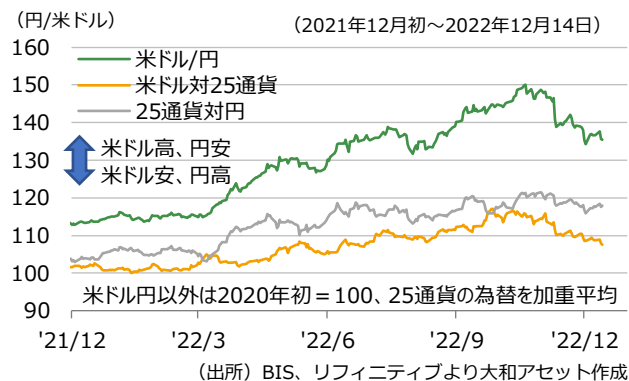
米金利低下・リスクオンの米ドル安

米金利上昇・低下とリスクオン・オフの組み合わせにより米ドルと円の変動パターンは4つに分類できる。2022年は米金利上昇・リスクオフで米ドル高となる局面が多かったが、10月以降は米金利低下・リスクオンで米ドル安となっている。今後、世界的に景気悪化懸念が強まることで米金利低下・リスクオフとなった場合には円高となりやすく、米ドル円だけでなくクロス円も下落しやすくなるだろう。

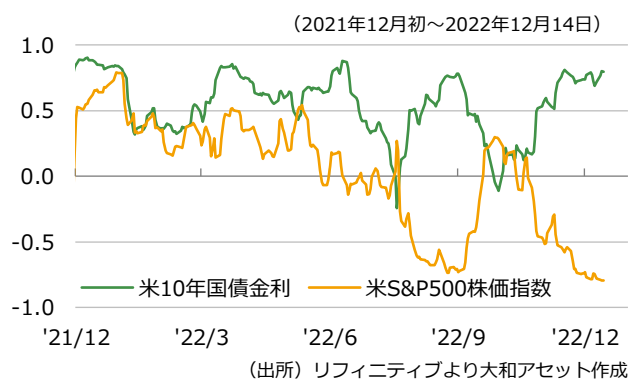
貿易収支が改善に転じると円高要因に

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、貿易収支が悪化してきた。輸出より輸入の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、輸入より輸出が増えやすくなる。輸出の増加が輸入の増加を上回り貿易収支が改善に転じると円高要因となる。

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）

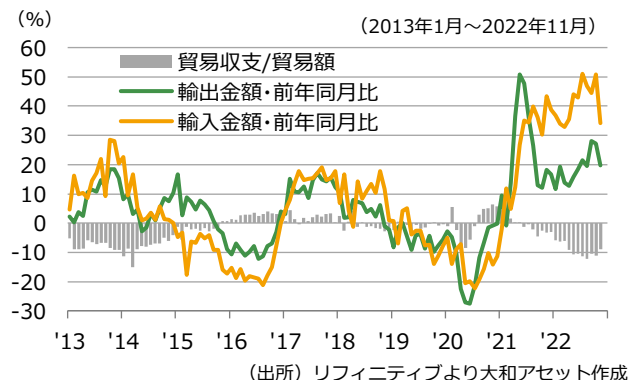


米ドルと円の変動パターン

米金利上昇 (円安・米ドル高)	リスクオン (円安・米ドル安)
米金利低下 (円高・米ドル安)	リスクオフ (円高・米ドル高)
	リスクオン
米金利上昇	円安
米金利低下	米ドル安
	リスクオフ
	米ドル高
	円高

(出所) 大和アセット作成

日本の貿易収支比率と輸出入伸び率（円建て）





経済

2023年前半に小幅なマイナス成長へ

7-9月期の実質GDPは前期比+0.7%と、見かけ上は潜在成長率を上回る成長を記録したが、国内最終需要は同マイナスに転じるなど、足元で景気の減速感が強まっている。これまでの利上げの効果が時間差で顕在化することにより、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。

利上げの個人消費への波及効果に注目

カナダの変動金利型住宅ローンには、金利上昇時に元本部分の支払いを減らすことで月次返済額を一定にする仕組みがある。そのうちの約半数は、足元の急速かつ大幅な利上げにより、利息部分の支払いが当初設定された月次返済額の100%となる金利（いわゆる「トリガー金利」）に達したと推計されている。住宅ローンの返済増加を通じた個人消費への影響は不連続に現れる恐れがあり、注意を要する。

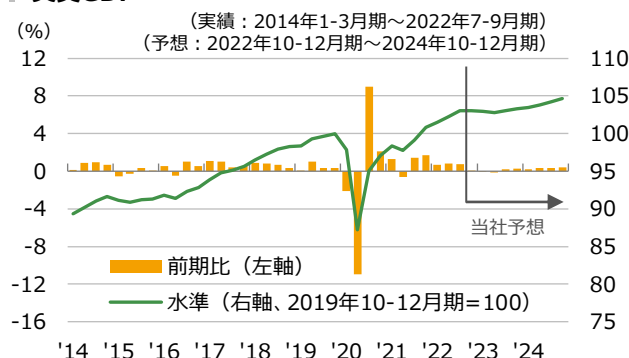
労働市場のひっ迫緩和は時間を要する

求人件数がピークアウトの様相を呈するなど、労働市場のひっ迫が緩和に向かういくつかの兆候が見られる。もっとも、求人件数の水準自体は依然として高く、むしろ足元の失業率は再び低下している。カナダでは、移民の増加などにより米国に比べて労働供給の高い伸びが予想されているが、個人消費の減速を通じた労働需要の減退、ひいては労働需給の緩和にはなお時間を要するとみられる。

足元で物価上昇の勢いは失われつつある

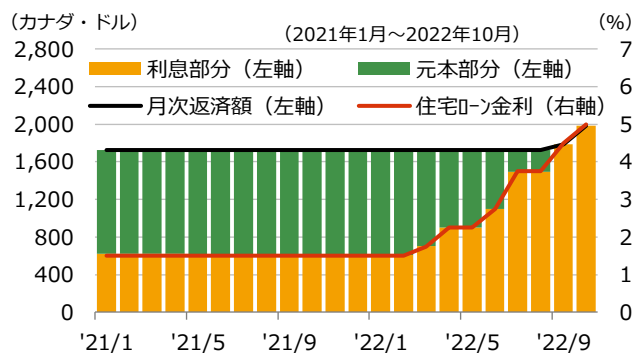
消費者物価指数（食品・エネルギーを除く）の前年同月比は5%台で高止まりしているが、3カ月前比年率は4%割れまで減速。カナダ銀行が重視する加重中央値やトリム平均値といったコア指数も3カ月前比年率で4%を割れており、足元で物価上昇の勢いは失われつつある。今後も利上げの効果が時間差で広がることに鑑みれば、少なくとも需要面からのインフレ再加速のリスクは小さいと言えそうだ。

実質GDP



（出所）カナダ統計局、大和アセット

変動金利型住宅ローンの返済例



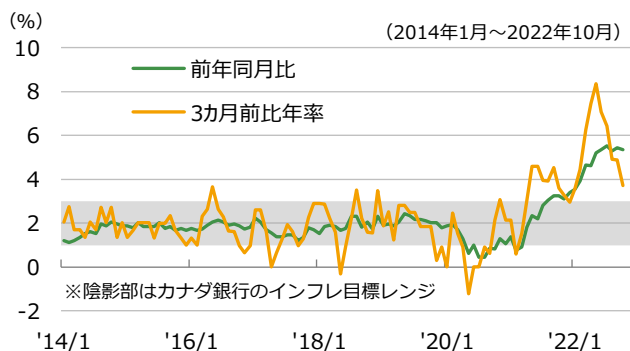
※50万カナダ・ドルの住宅ローンを、当初の変動金利1.5%、満期30年、月次返済額一定で2021年1月から返済し始め、トリガー金利到達後は元本部分の返済を0とした場合（出所）カナダ銀行より大和アセット作成

求人数と失業率



（出所）カナダ統計局

消費者物価指数（食品・エネルギーを除く）



※前年同月比は原数値、3カ月前比年率は季節調整値

（出所）カナダ統計局より大和アセット作成



債券・金利

利上げは打ち止めの公算大

カナダ銀行は12月の金融政策決定会合で3.75%から4.25%への利上げを決定。今後の方針を「政策金利を更に引き上げる必要があるかどうかを検討する」とした。前項の通り、個人消費の減速感が強まっているほか、政策金利が各コア消費者物価指数の3カ月前比年率を上回っているため、当面は政策金利を据え置くと予想。追加利上げの可能性も排除できないが、その場合でも小幅なものにとどまろう。

長期金利は横ばいから低下傾向へ

2年先1カ月金利と10年国債利回りがほぼ同水準で推移。足元の低下は先走り感があるものの、時間の経過で中立金利（2.5%前後）に向けた利下げが近づくことにより、10年国債利回りは基調的に2%台半ばに向けた低下が見込まれる。ただし、より深く長い景気後退を織り込めば、2年先1カ月金利とともに10年国債利回りの低下余地は大きくなる。

為替

米ドル安とカナダ・ドル安の綱引き

FRBの利上げペース鈍化の思惑などから過去数カ月で米ドル安が進行したが、カナダ銀行の利上げ打ち止め観測が強まったことで、カナダ・ドルの米ドルに対する反発は相対的に鈍い。当面は互いに利上げ打ち止めや将来的な利下げの思惑が強まりやすいとみられるが、2024年以降の利下げ幅は米国の方が大きく、また原油価格が上昇するとの想定から、カナダ・ドルは対米ドルで底堅く推移すると見込む。

対円では徐々に水準を切り下げる展開か

足元でカナダと日本の5年国債金利差の縮小以上にカナダ・ドル安円高が進行した。将来的なカナダの利下げや、日本の金融政策正常化を強く意識したためだろう。短期的にはやや行き過ぎ感があるものの、時間の経過で両者の金融政策修正の織り込みが一段と進むことで、カナダ・ドル円のレンジは100～110円から95～105円へ切り下がると見込む。

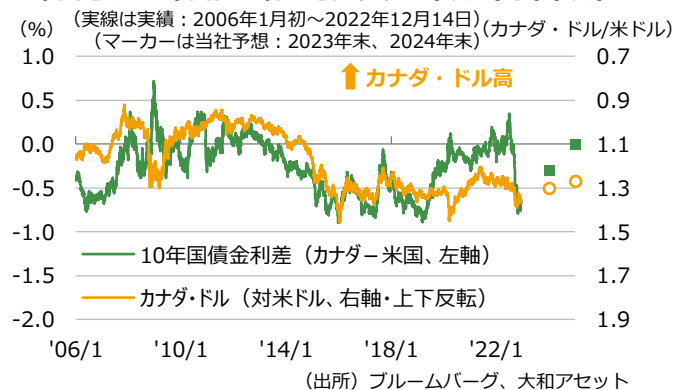
政策金利と10年国債利回り



2年先1カ月金利と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

景気後退リスクは相対的に小さい

7-9月期の実質GDPは前期比+0.6%となり、おおむねコロナ前のトレンドに沿った推移が継続。一方、家計の貯蓄率はようやくコロナ前の平均付近まで低下したところであり、マクロで見れば、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄が取り崩されるのはこれから。加えて、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していることもあり、豪州の景気後退リスクは相対的に小さいとみられる。

経済活動の再開はまだ道半ば

2022年2月に隔離措置なしでの入国が認められて以降、海外から豪州への短期滞在者数は増加傾向。ニュージーランドなど2019年比で7割程度まで回復している国もあるが、中国など相手国の行動制限の影響などもあり、全体としては6割弱にとどまっている。人手不足による供給側の課題や、相手国の規制に伴う不確実性はあるが、観光を中心にサービス業の回復余地は2023年も残されていると言えよう。

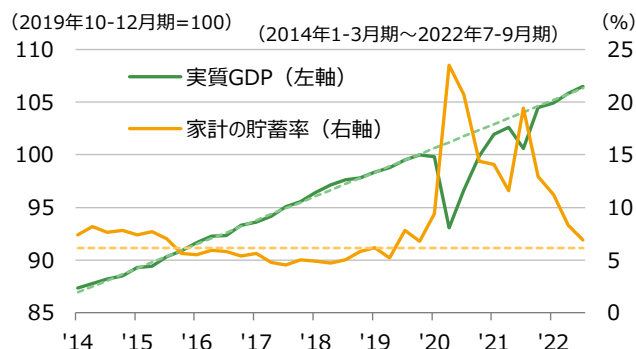
労働市場のひっ迫に遅れて賃金が上昇

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7-9月期の前年同期比+3.1%から更に加速すると見込まれており、賃金からのインフレ圧力は長引くことが示唆される。

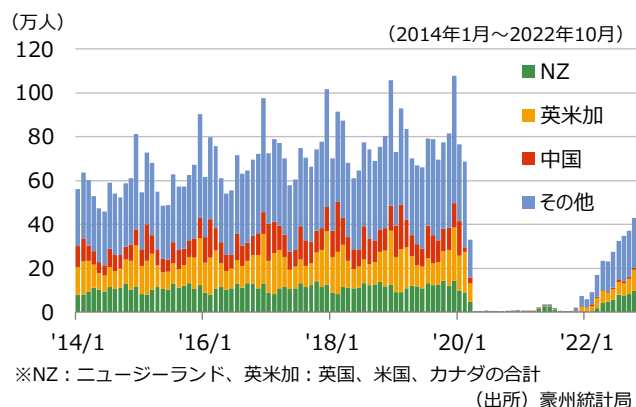
インフレ率の目標回帰は見通せず

インフレピークアウトの様相を呈している米国やカナダと異なり、豪州のインフレ率は未だに加速している。RBAは景気に配慮しながら利上げを進めているが、それが故にインフレ率は高止まりするリスクが懸念される。RBAは2023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よう。

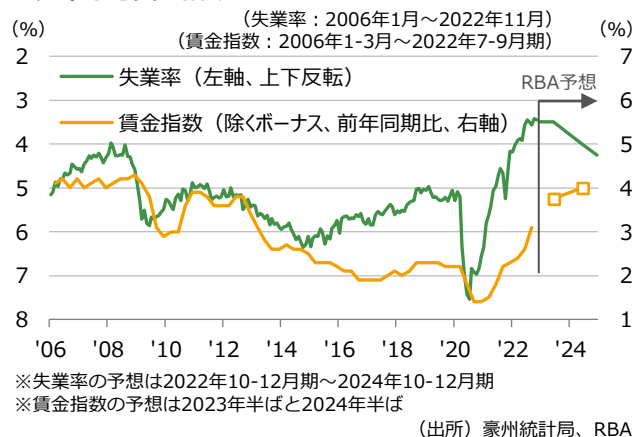
実質GDPと家計の貯蓄率



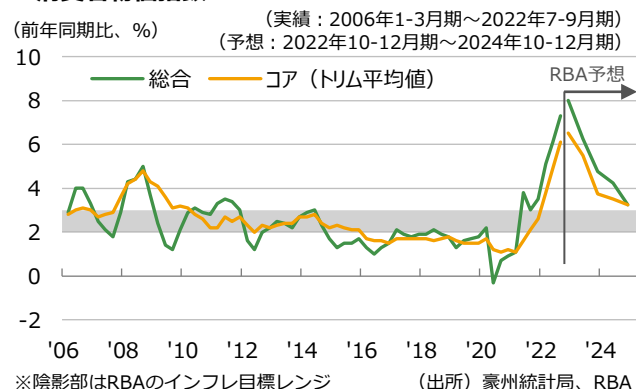
各国からの短期滞在者数



失業率と賃金指数



消費者物価指数





債券・金利

RBAは小刻みな利上げを継続

RBAは12月に政策金利を2.85%から3.1%に引き上げた。過度な景気悪化を招くリスクと、賃金・物価のスパイラル的な上昇を招くリスクを天秤にかけながら、今後も0.25%ポイントの小刻みな利上げを続けると想定。2023年3月に政策金利が3.6%へ引き上げられたところで、利上げは打ち止めになると予想。将来の利下げ転換が意識されることで、当面の長期金利は横ばいから低下傾向での推移を見込む。

2023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、2023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、その借り換えも同年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、同年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

海外の材料に支えられて豪ドルが反発

10月半ば以降、豪ドルは米ドルに対して増価した。これは豪州の要因というより、FRBの利上げペース鈍化の思惑による米ドル安や米株高、中国のゼロコロナ政策解除への期待など、海外の材料に起因するところが多い。短期的には足元で高まっている楽観論の揺り戻しに注意する必要があるものの、2023年を通して見れば、こうした海外要因の更なる改善が豪ドルの追い風になると期待される。

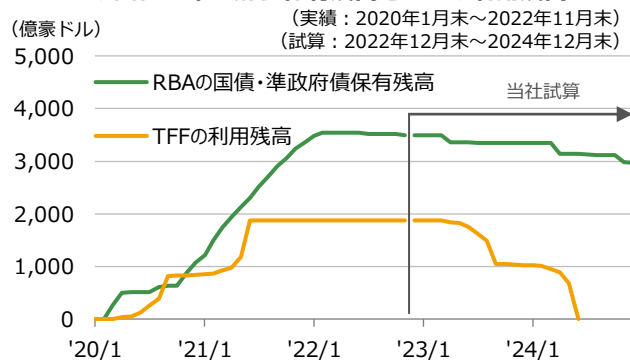
米国との長期金利差も豪ドルの追い風に

当面は豪州独自の要因も豪ドルを下支えしよう。豪州のインフレは米国などに遅れて加速しているほか、景気後退リスクは相対的に小さいため、RBAの利下げ転換への思惑は強まりづらいだろう。相対的に米国より豪州の長期金利は下がりづらいとみられ、この点も豪ドルの追い風になりそうだ。今後1年程度の豪ドルの見通しは「やや強気」を継続する。

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

米国株と豪ドル (対米ドル)



米国との10年国債金利差と豪ドル (対米ドル)





経済

実質的なウィズコロナ政策へ転換

12月7日に当局が10カ条コロナ対策を新たに発表したことを受け、厳格な隔離措置が緩和され、物流等の経済活動も回復。感染者数が増加する中での防疫対策の緩和のため、実質的にウィズコロナ政策へ転換したと言えよう。防疫対策の基準を一般的な感染症とする「乙類管理」への格下げも時間の問題だろう。目先数カ月、局地的な医療ひっ迫が起こり得るが、ゼロコロナ政策への逆戻りはないと見込む。

景気回復は2023年3月以降速まろう

実質的なウィズコロナ政策に転換したが、今後数カ月は感染拡大が不可避で、消費の著しい回復は見込めず、2023年1-3月期までは緩慢で強弱入り交じる景気回復が続こう。一方で、2023年3月以降は、経済正常化の本格化やベース効果（2022年の比較ベースが低いことから前年同月比が高まる傾向）もあり、経済指標の改善が速まろう。

株式

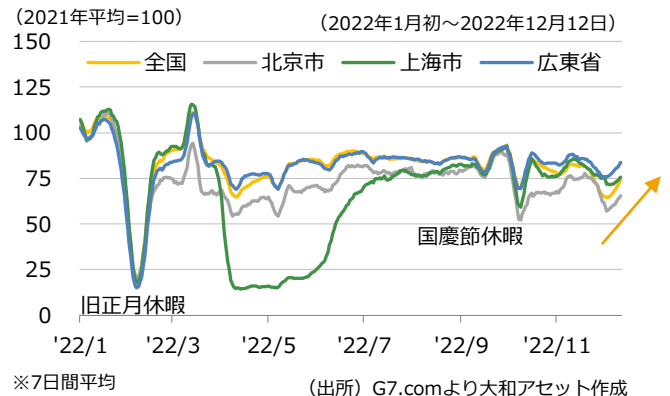
当面株価続伸の余地はあると予想

11月以降の広範囲な政策是正に続き、12月に実質的なウィズコロナ政策へ転換したことや、不動産企業への一歩踏み込んだ資金繰り支援が行われたことを受け、株価は続伸。今後は、医療ひっ迫の可能性や好材料出尽くし感が株価の重しになる可能性もあるが、防疫対策の基準を一般的な感染症とする「乙類管理」への格下げや、景気支援策への期待は根強く、株価続伸の余地はあると見込む。

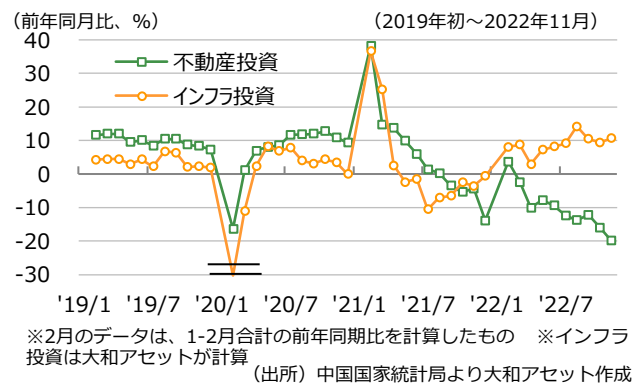
不動産市場の軟着陸が期待される

11月13日に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以降も、支援策が続出。12月には商業銀行に対して、不動産企業のオフショア債券返済のための貸出強化も発表された。中期的には不動産販売の回復も必要だが、目先は不動産市場軟着陸への期待が強まり、金融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。

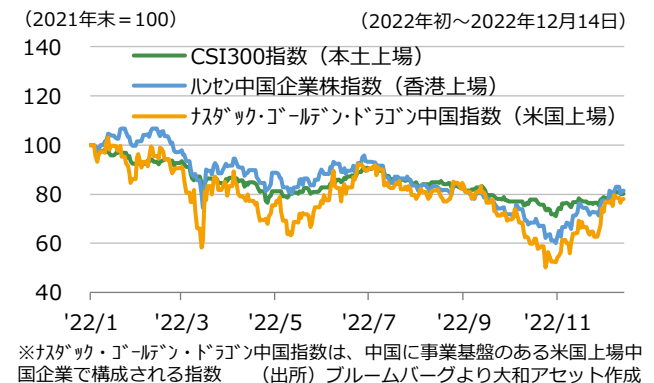
トラック貨物運輸指数



インフラ投資と不動産投資の推移



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

緩和的な金融環境が続こう

11月25日、中銀は大・中規模の商業銀行に対して、0.25%ポイントの預金準備率の引き下げを発表。10～11月の経済活動の停滞を緩和するためとみられる。今後は、実質的にウィズコロナ政策に転換したものの、完全な経済正常化は2023年春頃以降で、景気回復は緩やかなものに止まろう。不動産購入意欲に改善が見られない場合等、追加金融緩和に踏み出す可能性も引き続き残されていると予想する。

レンジ推移を継続すると予想

実質的なウィズコロナ政策への転換を受け、長期金利は約1年ぶりの水準まで上昇。債券に多く投資している理財商品が一部元本割れとなり、解約が増加したことも金利上昇に拍車をかけた。一方で、海外投資家の売りは10月には縮小。米金利低下による米中金利差の縮小期待、緩和的な金融環境の継続などで、長期金利はレンジ推移を継続すると予想。

為替

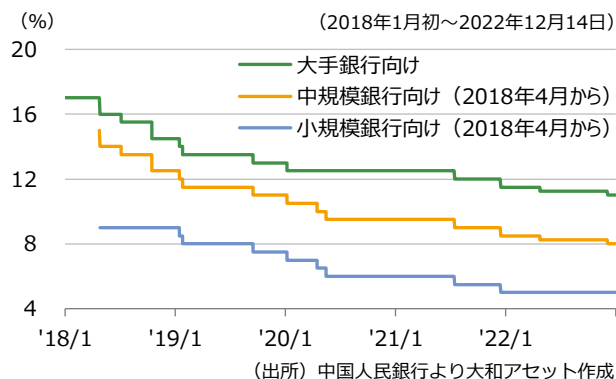
政策の是正を好感しやや強含みの推移へ

ここ1カ月間は、実質的なウィズコロナ政策への転換や、不動産企業に対する追加支援策などの政策是正を受け、対米ドルで約3カ月ぶりの元高水準となった。一方で、米ドル安局面でその他通貨ほど通貨高は進まず、実効レートは約1年半ぶりの水準へ低下。実行レートでの割高感の解消が対米ドルでのやや強含みの推移を支えよう。

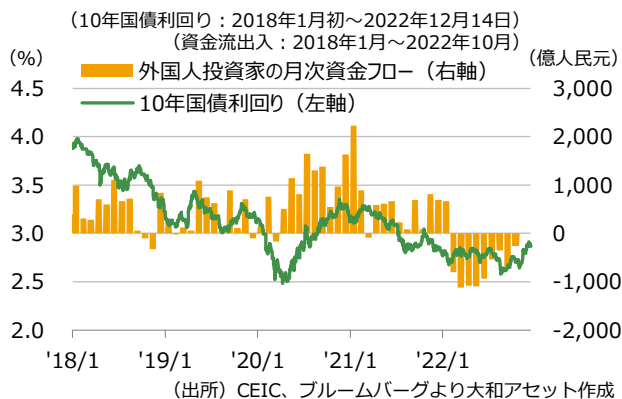
人民元空売りの材料は乏しい

11月下旬に中国各地で抗議デモがあったが、足元は社会不安が沈静化し、人民元空売りの材料は依然として乏しい。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ていることもあり、先物ポジションはほぼ均衡した水準を維持。中国のポストコロナの経済正常化が支えとなり、人民元先高観が強まりやすいと予想する。

預金準備率の推移



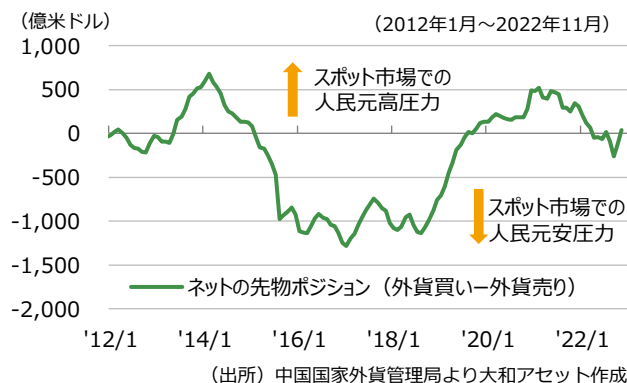
長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



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

2021年3月以降の急速で大幅な利上げの効果が出現しており、目先は成長率が鈍化しそうだ。ただし、労働市場の回復や低所得者向け現金給付の継続などが個人消費を下支えし、深刻な景気後退は免れると見込む。財政政策の不確実性は残るものの、インフレ沈静化や2023年後半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2023年を+1.2%、2024年を+1.8%と予想する。

ルラ次期政権の財政政策を注視

ブラジルには歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑える歳出上限法がある。コロナ禍以降は憲法改正案の議会承認により、歳出上限を上回る歳出を可能にしてきた。ルラ次期大統領の政権移行チームは当初1,980億レアルを歳出上限法の対象外とすることを求めたが、大幅に圧縮されて議会を通過することになりそうだ。歳入増を考慮すれば、この政策だけで極端な財政悪化を招く可能性は低いとみられる。

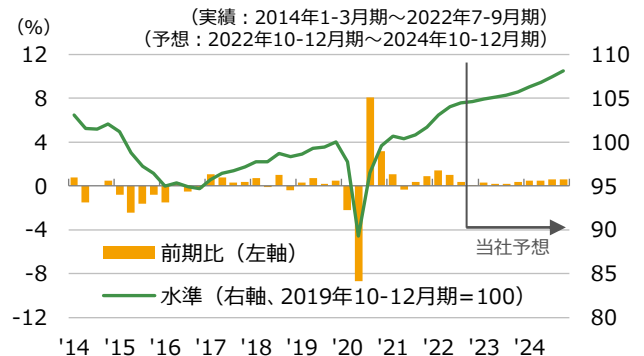
インフレ鈍化は供給要因から需要要因へ

消費者物価指数（前年同月比）は、2022年4月に付けたピークの+12.1%から11月の+5.9%へ急速に鈍化。当初は電気料金やガソリンなど主に供給側の要因に左右される品目が押し下げに大きく寄与していたが、足元では他の品目にも波及し、各種コア指数もピークアウト。ルラ次期政権による拡張的な財政政策の影響はまだ測りきれないが、インフレ率は鈍化傾向で推移するとの見通しの大枠は変わらず。

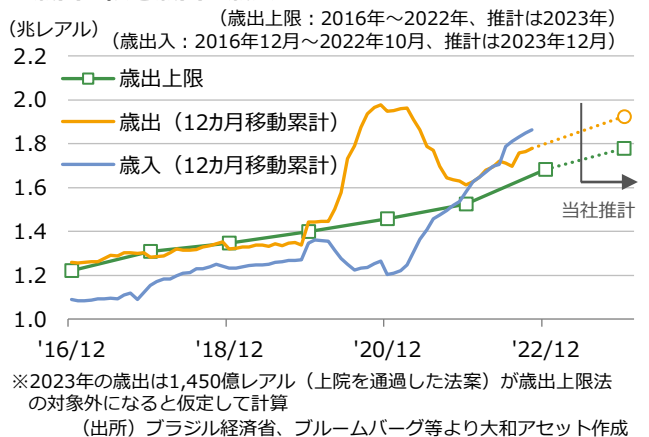
利上げの効果が現れる

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り、足元ではこれまでの利上げの効果が現れ始めている。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おり、2015～2017年のような深刻な信用収縮は想定しがたい。ただし、高金利政策が想定以上に長期化すれば、信用収縮や景気低迷が長引く可能性も否定できず。

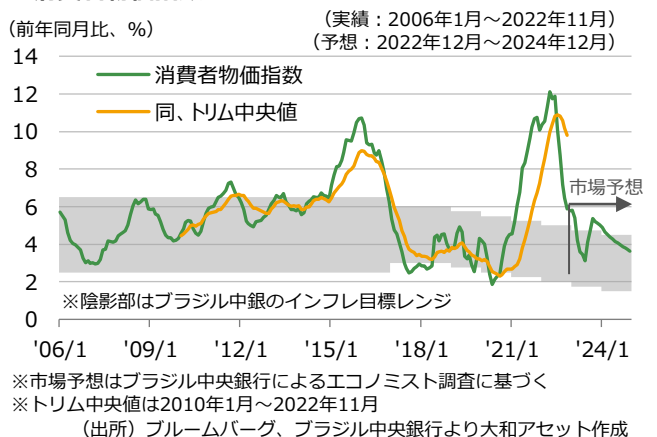
実質GDP



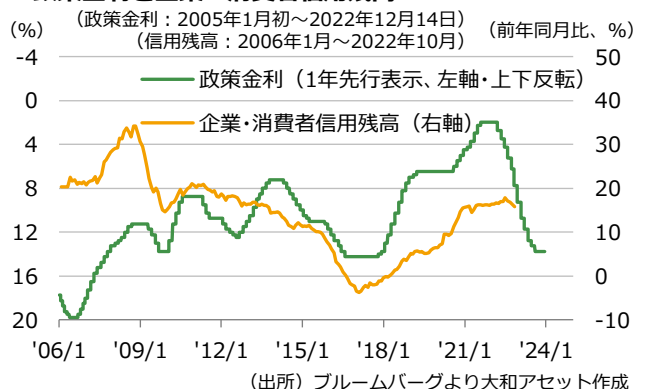
歳出上限と歳出・歳入



消費者物価指数



政策金利と企業・消費者信用残高





債券・金利

利下げ開始は2023年後半に後ずれ

足元のインフレ率は急速に鈍化しているが、ルラ次期政権の財政政策がインフレ見通しの不確実性を高めているため、ブラジル中銀の利下げはその影響を見極めてからになりそうだ。そのため、利下げ開始時期の予想を2023年5月から同年8月に後ずれさせた。もっとも、インフレ沈静化を確認してから利下げを開始する分、利下げペースを速めることが容易になるため、各年末時点の金利予想は据え置いた。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

当然のことながら、政策金利が高いほどその後に行われる国債投資のリターンは大きくなる。また、高い金利が短期的な価格変動を吸収するほか、より長い目で見れば利下げによる価格上昇も享受できる。向こう1年程度を見通せば、高い金利収入に加えて値上がり益も期待できる局面にあると考えられるため、ブラジル債券の見通しは「強気」を継続する。

為替

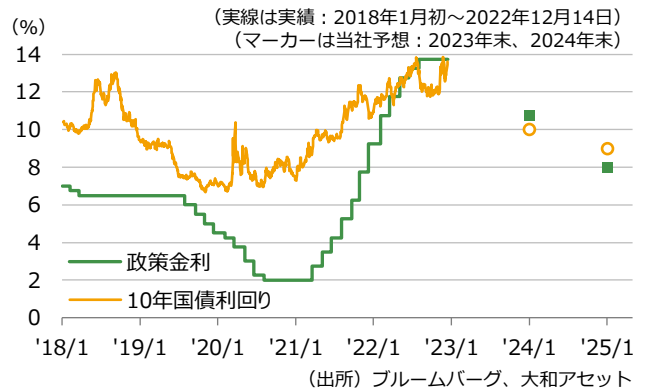
財政政策に対する懸念の後退待ち

2022年半ば以降のブラジル・レアルは対米ドルで5〜5.5レアルの範囲で推移。従来のレア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かったが、足元では流入超の資金フローにもかかわらず、レアルの増価は限定的。ルラ次期政権の拡張的な財政政策への懸念が債券投資家に嫌気されていることが原因として考えられよう。引き続き次期政権の動向が為替市場を動かす要因として注目される。

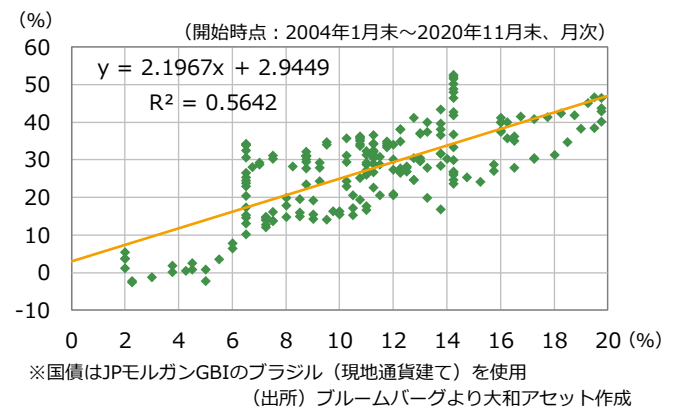
過去2年と同様のパターンが見られるか

春先から6月頃にかけてはブラジル最大の輸出品目である大豆の輸出シーズンを迎えるため、貿易収支は改善しやすく、2021年と2022年のレアルはその時期に増価した（2022年はロシアのウクライナ侵攻による商品価格の上昇も影響）。米国の利上げ打ち止めや、財政悪化懸念の後退などが重なれば、2023年も同様の展開になることが期待されよう。

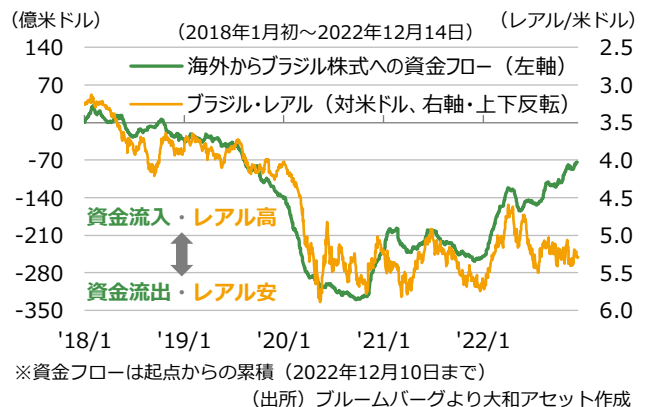
政策金利と10年国債利回り



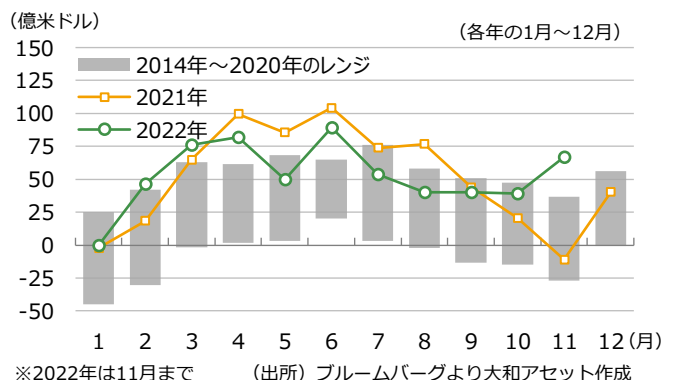
政策金利（横軸）と2年後の国債リターン（縦軸）



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

2023年上半期は新興国の適温相場環境

新興国株式市場がアウトパフォームする局面を振り返ると、米国景気が低迷も過熱もなく、且つ中国景気が顕著な減速局面ではないことが必要条件と考えられる。海外資金フローと新興国の景気の安定が期待される局面のためである。2023年上半期は、米国景気の緩やかな減速や、中国のポストコロナの経済正常化が予想され、新興国の適温相場環境が整い、新興国が選好されやすいと見込む。

一部新興国は米国とデカップリングか

一方、2023年下半期は米国の景気後退のリスクが懸念され、新興国においても、資源国、輸出主導の国を中心に景気下押し圧力が幾分か加わろう。但し、インド・ASEANの経済は米国とのデカップリングも期待される。IMFの世界経済見通しをみると、インドとASEANの実質GDP成長率見通しは概ね高水準を維持。構造改革や、中国からのサプライチェーン移転を受け、景気の好循環が予想される。

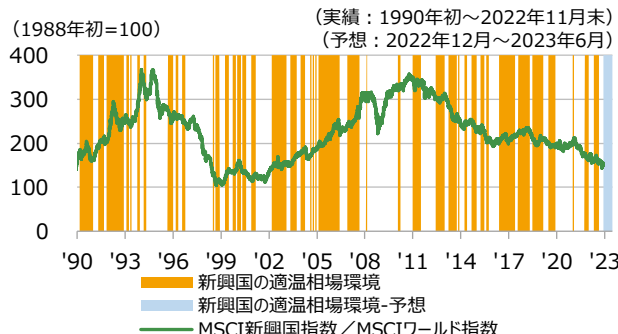
食品価格の低下は引き続き安心材料

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。前年の比較ベースが高く、前年同期比の伸び率でみた商品市況の一段の鈍化も寄与。多くの新興国でインフレ率がピークをつけた模様で、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

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、中国と東欧を除き、多くの国で物価上昇率が2023年上半期に低下傾向を辿り、2022年下半期にすでにインフレがピークアウトしたことが示されている。インフレの観点からは、多くの国が利上げサイクルの終盤に近付き、さらにブラジルは利下げも視野に入ってきたと見込む。

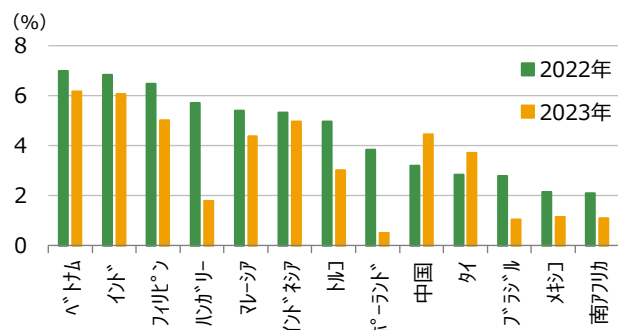
新興国株が世界株をアウトパフォームする局面



※新興国の適温相場環境とは、米鉱工業生産の前年同月比が-2.5%~5%、且つ中国鉱工業生産の前年同月比3カ月平均が-0.3%以上で推移する場合を指す。※2023年予測はOxford Economics等を参照。

(出所) ブルームバーグ、Oxford Economicsより大和アセット作成

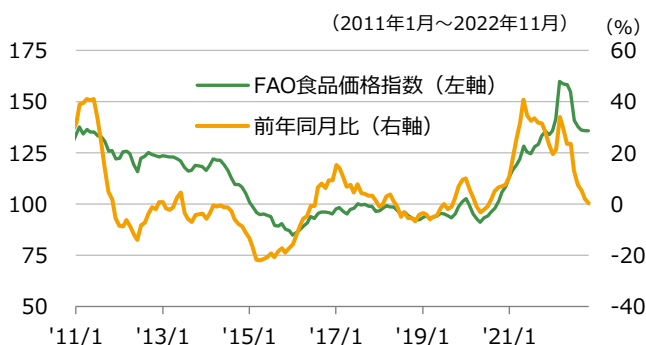
IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで

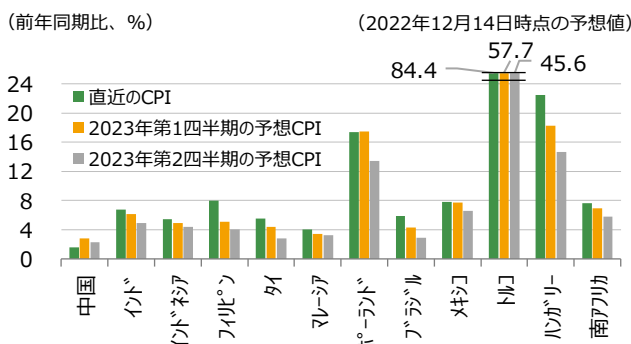
(出所) IMFの2022年10月世界経済見通し

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年上半期予想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

2023年前半は新興国株の優位を予想

2022年は、地政学リスクや米利上げ等による不安定な外部環境の中でも、インドネシア、インドなどは堅調に推移し、刮目に値する。一方で、東欧やIT企業の比率の高い台湾・韓国や、国内規制を受ける中国、ベトナム等が大幅に下落し、選別が極めて重要な一年となった。2023年は上半期を中心に新興国の適温相場環境が整い、新興国株が世界株指数をアウトパフォームすると予想する。

業績下方修正の一服が期待される

8月以降の予想EPSの大幅な低下を経て、足元は業績の下方修正が一巡する期待が浮上。指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数に関しても、足元は改善がみられる。新興国は利上げサイクルが終盤に近付いた国が多く、企業業績が底打ちしつつある可能性が高まっている。

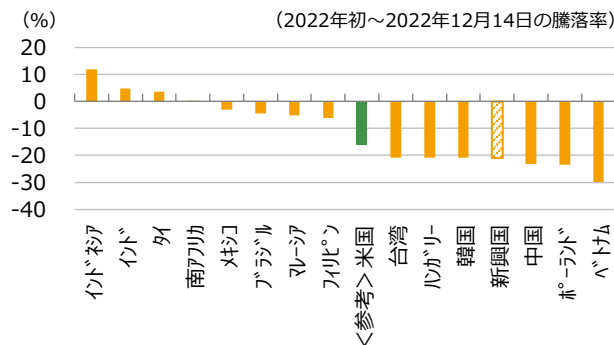
ASEAN諸国の上昇余地は依然大きい

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の上方修正余地も幾分残されている。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。

インド株が再び史上最高値を更新

海外の不安定な環境の中でも、インド株は再び史上最高値を更新し、注目度が高まっている。政府と中銀の適切な政策運営により、内需が強まり、グローバル企業の投資も拡大。2022年は原油高が一時的に株価指数を押し下げたものの、原油価格の反落による不安材料の後退で、株価は堅調に推移。高成長維持の中で利上げサイクルが終盤に近付き、引き続きインド株の判断は「やや強気」を維持。

2022年の新興国株式市場の騰落率（現地通貨ベース）



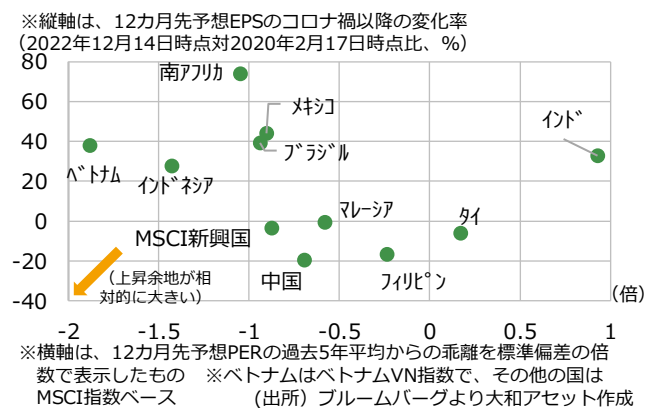
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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SENSEX指数の推移





債券・金利

23年も新興国の好パフォーマンスを予想

2022年を俯瞰すると、地政学リスクや米金融引き締め等不安定な環境にも拘らず、東欧を除き、新興国現地通貨建て国債は米国を大きくアウトパフォームした。外的ショックへの耐性が際立った一年と言えよう。2023年は、多くの新興国が米国と同様に利上げの終盤に近付いたことで、金利のレンジ推移、ハイインカムを享受できる環境と見込む。利下げ先行のブラジル等は特に選好されよう。

需給は引き続き新興国の支えへ

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。目先に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）

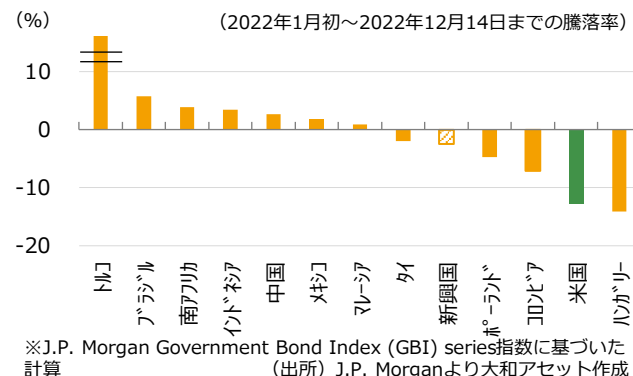
世界経済への先行き懸念などが重し

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、11年半ばから12年半ばにかけて長期金利は低下傾向となったものの、景気先行きへの懸念などから上値の重い展開。香港のリート市場は中国のコロナ規制の緩和期待などから上昇。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、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。

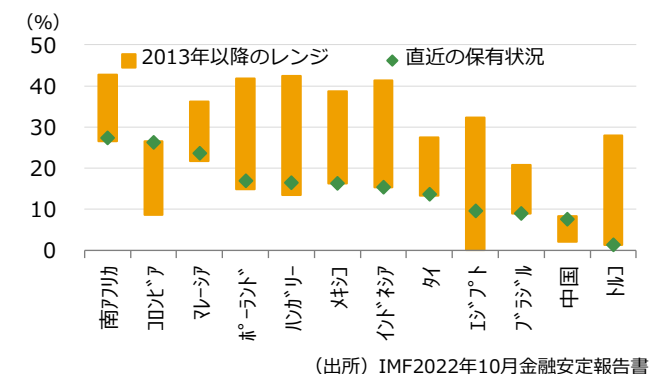
相対的に魅力的なバリュエーション

10年半ば以降、長期金利が低下傾向となったこともあり、予想配当利回りと長期金利の利回り差はやや拡大傾向。シンガポールや香港のリー트의予想配当利回りは長期金利を3%程度上回っており、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。

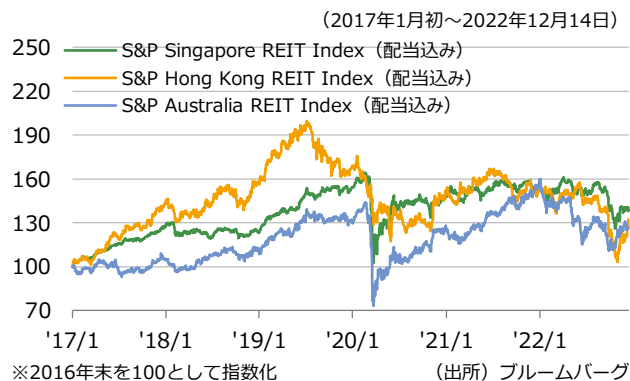
2022年の新興国国債のトータルリターン（現地通貨）



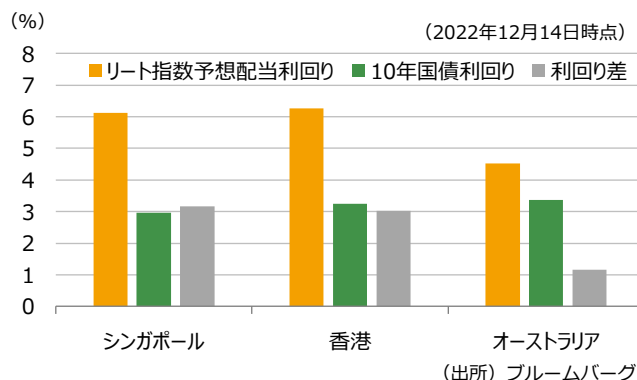
新興国国債の外国人投資家の保有比率



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

2023年は新興国通貨高を予想

2022年の新興国通貨は、対米ドルで減価したものが多く、それでも通貨安幅は限定的で、トルコを除き対円では増価。特にブラジルとメキシコは対米ドルでも通貨高が進んだ。2020年のコロナ禍後のアジアや、2022年のラテンアメリカ等の通貨が一定の耐性を見せたことは特筆に値しよう。2023年は米ドル安が見込まれる中、耐性を見せた上記の国を中心に対米ドルで通貨高が進むと予想。

新興国への資金流入の加速を予想

10月中旬以降は、新興国市場への資金流入が加速。特に、インド、インドネシア、ブラジル、タイ、ベトナム等へのマネー流入が目立つ。一方で、政治不安を受けた南アフリカが資金流出傾向が続き、その他の国では足踏みの状態が続く。米利上げ幅の縮小観測や米ドルの反落など、新興国にとっての適温相場環境が整いつつある中、引き続き新興国への資金流入が期待されよう。

原油価格の80米ドル近辺での推移は朗報

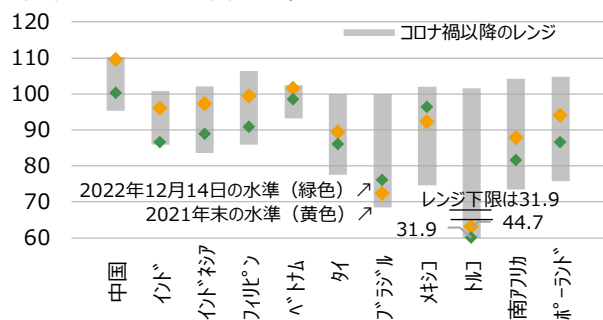
6月以降の資源価格の下落を受け、資源輸入に依存するインド、トルコ、フィリピン、メキシコなどでは貿易赤字の減少傾向が現れた。一方で、資源価格の水準がコロナ禍前より高いため、資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は高い貿易黒字を維持。貿易バランスからみた新興国通貨の売り材料が後退し、新興国通貨の支えになろう。

外貨準備の状況はおおむね良好

2022年上半期は急速な通貨安を阻止するために、多くの新興国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。ただ、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で、過度な懸念は不要。目安とされる3カ月を下回るトルコやハンガリー、米ドルへのクローリングペッグ制を採用しているベトナムなどには警戒が必要だが、新興国全般への影響は限定的と予想。

新興国通貨のコロナ後のレンジと2022年の変化

(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

新興国市場への海外マネーの流入

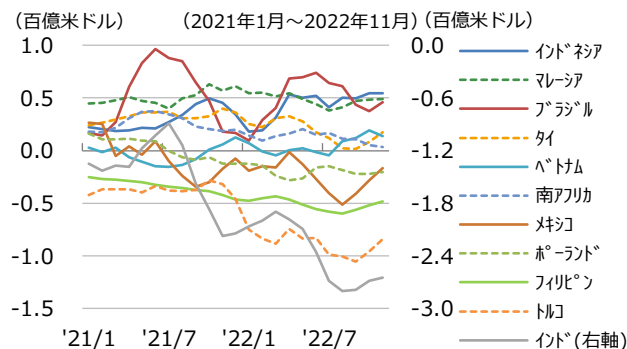
(億米ドル) (2020年初～2022年12月12日)



※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

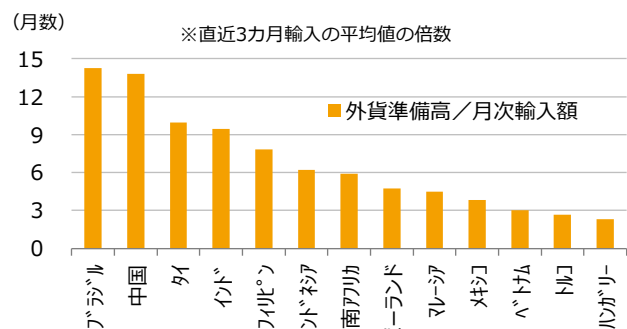
主要新興国の貿易収支



※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

足元では景気減速懸念を強く意識

米国のISM製造業景況感指数が節目の50を割れるなど、足元で景気減速への懸念が一段と強まった。それと符合するように、WTI原油先物価格は前年比でマイナスに転じる場面も見られている。しかし、70米ドル前後では米国で石油備蓄の積み増しが予想されるほか、長期的には構造的な供給不足への懸念が続くと考えられる。WTIの予想値は、2023年を90米ドル、2024年末を100米ドルで据え置く。

コンタンゴへの転換も買いを躊躇させる

2021年1月以降、WTI原油先物価格は期先より期近が高いバックワーデーションの状態だった。この時、先物のカーブが変化しなければ買いポジションは値上がりし、先物をロールする場合は高く売って安く買うことができるため、投資家は買いポジションを構築しやすい。逆に最近は期先より期近が安いコンタンゴの状態で、買いづらい環境になっている。こうした要因も足元の下げを助長したとみられる。

SPRの積み増しが下支え要因となるか

ロシアのウクライナ侵攻後、原油価格の高騰を抑制する必要な役割を果たしてきた各国の石油備蓄放出は転換点を迎えている。例えば、バイデン米政権は原油価格が67～72米ドルの水準でSPRを積み増す方針を示しており、その思惑ならびに実際の行動が原油価格を下支えするか注目される。仮に、この水準で支えられなければ、シェール企業は増産に一段と慎重になり、将来的な価格上昇リスクを高める。

ロシア問題は引き続き不確定要因

G7などは、ロシアへの追加制裁として、同国産原油の取引価格の上限を60米ドルとすることで合意。ウラル産原油価格は60米ドルを下回る水準まで下落した。他方、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たほか、2023年2月5日には石油製品の輸入も禁止する予定で、ロシアの産油量は急減すると見込まれている。またロシア側の対応次第では原油価格が急変する可能性も残る。

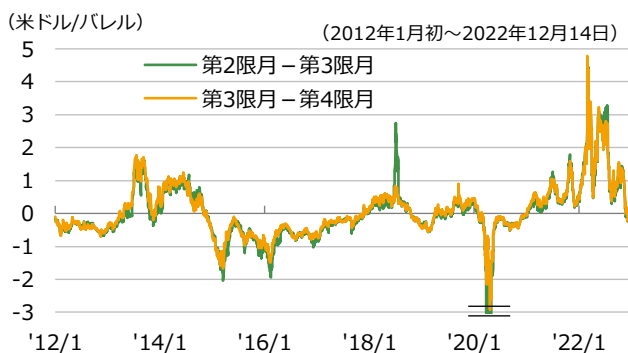
ISM製造業景況感指数とWTI原油先物価格



※WTI原油先物価格は第2限月を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

WTI原油先物価格の限月スプレッド



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

WTI原油先物価格と米国のSPR



※SPR: 戦略石油備蓄

(出所) ブルームバーグ、EIA

ウラル産原油価格とロシアの産油量



※産油量の予想は2022年12月～

(出所) ブルームバーグ、EIA



金

予想値・見通しともに引き上げ

米長期金利の予想値引き下げに伴い、金価格の予想値は2023年末を1,500米ドルから1,700米ドルに、2024年末を1,650米ドルから1,850米ドルに、それぞれ上方修正した。また、市場の目線は「インフレ懸念と金融引き締め」から「インフレ沈静化と金融緩和」に転じつつあり、金相場への逆風は和らぐ方向にあるとみられるため、今後1年程度の見通しを「やや弱気」から「中立」に引き上げた。

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ている。すでに幅広い年限の実質金利（物価連動国債の利回り）はプラス圏に浮上しているが、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。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点には注意しておきたい。

リスク資産としての側面が強まる

一方、足元で米国債、米国株、金は互いに相関が高まっており、金はリスク資産としての側面が強まっていると解釈できる。2022年の大部分はFRBの金融引き締めにより幅広い資産が米ドルに対して減価し、逆金融相場となった。2023年はFRBの利下げ時期を探る時間帯が増えるため金融相場になりそうだ。金が米国債や米国株との正の相関を維持し、金融相場の波に乗れば上昇余地が出てこよう。

資金フローの転換が待たれる

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などがけん引役とみられ、ETFへの明確な資金流入は観測されていない。金価格の本格的な上昇のためには、金融相場と逆業績相場の併存により株より金の魅力が高まるか、あるいはFRBが実質金利のマイナス転換を許容できるほどインフレ懸念が後退するか、などの更なるカタリストが必要になりそうだ。

金価格と米国の実質金利

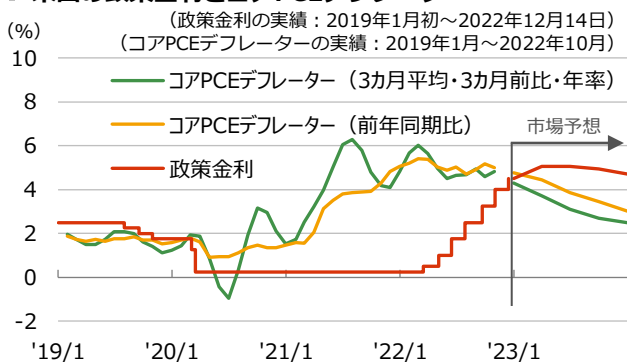


※実質金利=10年国債利回り－10年期待インフレ率

※実質金利の予想は10年期待インフレ率を2.2%と仮定して計算

(出所) ブルームバーグ、大和アセット

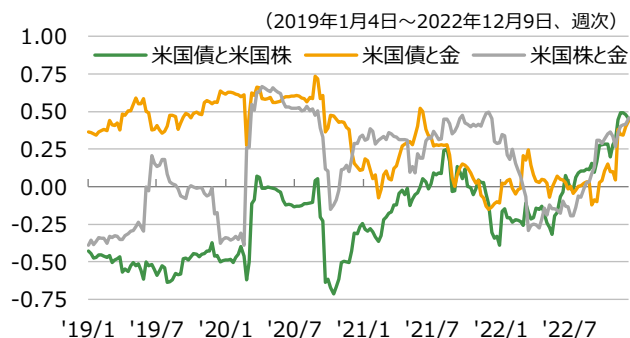
米国の政策金利とコアPCEデフレーター



※市場予想は2022年10-12月期～2023年10-12月期（政策金利は期末値）

※市場予想のコアPCEデフレーターはBlue Chip調査、政策金利はブルームバーグ集計に基づく (出所) ブルームバーグ、Blue Chip調査

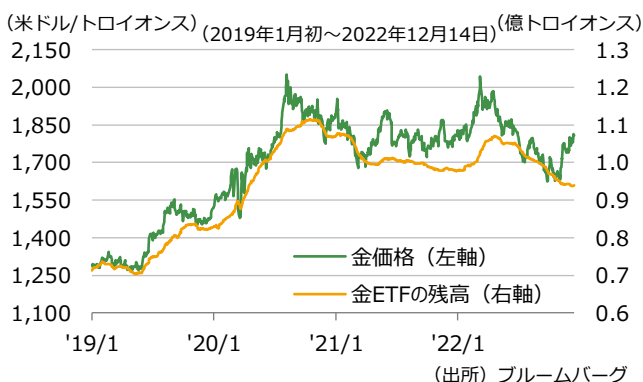
米国債・米国株・金の時系列相関係数（26週間）



※米国債はFTSE米国国債指数、米国株はS&P500を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



(出所) ブルームバーグ

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	ここまでの米CPIは事前予想比下振れで、インフレ上振れ懸念はかなり後退している。しかし欧州では依然CPIが上振れているところもあり、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そ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	米国中間選挙は民主党が事前予想以上の健闘をみせ、上院の過半数を維持した。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、政策遂行のためには民主党左派・中道派、共和党右派・中道派の計4派の同意を得る必要があると考え、政策停滞リスクが非常に高いと言わざるを得ない。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、中国でもついにゼロコロナ規制の緩和が実施されたが、一部地域では感染が急拡大しているとの報道もあり、状況次第では再びゼロコロナに戻さざるを得なくなる恐れもある。
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、顔を合わせ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ない。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いだろう。

※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		12/14	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.50	4.25	2.75
ユーロ圏	中銀預金金利	1.50%	0.00	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	4.25%	0.50	4.00	2.50
豪州	キャッシュ・レート	3.10%	0.25	3.00	2.35
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	4.50	9.25
英国	バンク・レート	3.00%	0.00	2.90	2.25
インド	レポ金利	6.25%	0.35	2.25	1.10
インドネシア	7日物借入金金利	5.25%	0.50	1.75	0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.00%	0.00	5.00	2.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	0.00	1.25
トルコ	1週間物レポ金利	9.00%	-1.50	-6.00	-3.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		12/14	1カ月	1年	3年
米国		3.48%	-0.38	2.04	1.65
ドイツ		1.94%	-0.21	2.31	2.23
日本		0.25%	0.01	0.20	0.27
カナダ		2.83%	-0.34	1.39	1.25
豪州		3.36%	-0.40	1.82	2.11
中国		2.90%	0.05	0.02	-0.31
ブラジル		13.63%	0.68	3.02	6.54
英国		3.32%	-0.05	2.59	2.52
インド		7.22%	-0.06	0.87	0.44
インドネシア		6.89%	-0.18	0.49	-0.35
メキシコ		8.78%	-0.44	1.40	1.92
ロシア*		10.30%	---	1.75	3.76
トルコ		10.46%	-0.56	-10.57	-1.48

*継続的なデータの取得ができないため一部未記載

		直近値	期間別変化率		
株価指数		12/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,966	1.3%	-4.4%	20.7%
	S&P500	3,995	1.0%	-13.8%	26.1%
ユーロ圏	STOXX 50	3,975	2.3%	-4.1%	6.5%
日本	日経平均株価	28,156	0.7%	-1.0%	17.2%
	TOPIX	1,977	1.0%	0.2%	13.6%
中国	MSCI中国	64.81	12.8%	-24.4%	-21.9%
インド	MSCIインド	2,136	1.2%	5.1%	57.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,496	-0.9%	11.3%	4.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,050	11.6%	-28.8%	8.7%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		12/14	1カ月	1年	3年
米ドル		135.48	-3.2%	19.2%	23.9%
ユーロ		144.71	0.2%	13.1%	19.0%
カナダ・ドル		99.99	-4.8%	13.1%	20.4%
豪ドル		92.98	-0.8%	15.1%	23.7%
人民元		19.39	-2.5%	8.6%	23.7%
ブラジル・リアル		25.64	-2.2%	28.1%	-3.6%
英ポンド		168.35	2.4%	11.9%	15.4%
インド・ルピー		1.63	-5.5%	9.0%	5.8%
インドネシア・ルピア		0.87	-3.6%	9.4%	11.1%
フィリピン・ペソ		2.43	-0.3%	7.6%	12.2%
ベトナム・ドン		0.57	1.2%	15.8%	21.4%
メキシコ・ペソ		6.90	-4.6%	28.9%	20.0%
ロシア・ルーブル		2.10	-8.2%	35.9%	20.7%
トルコ・リラ		7.27	-3.2%	-8.0%	-61.4%

		直近値	期間別変化率		
リート		12/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,047	3.4%	-16.2%	7.8%
日本	東証REIT指数	1,946	-0.2%	-4.5%	-8.5%

		直近値	期間別変化率		
商品		12/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	77.28	-10.0%	9.3%	28.6%
金	COMEX金先物価格	1,808	1.7%	2.1%	22.5%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

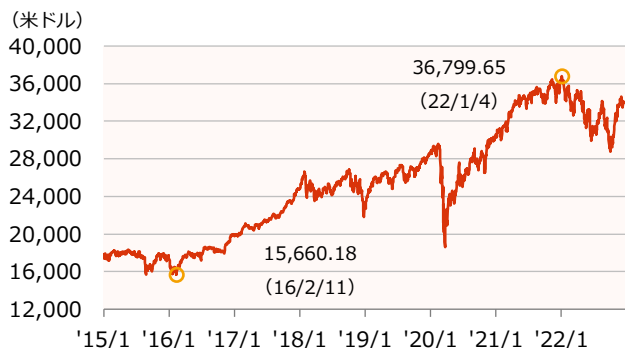
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



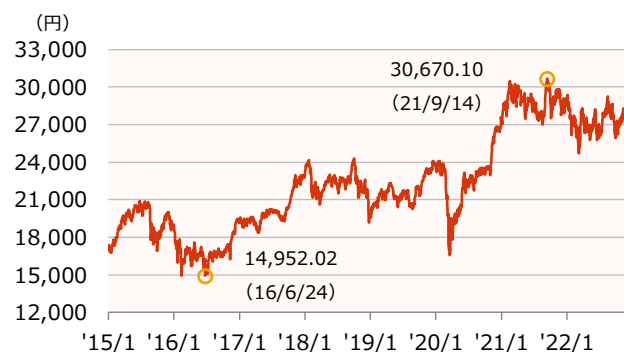
S&P500



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)



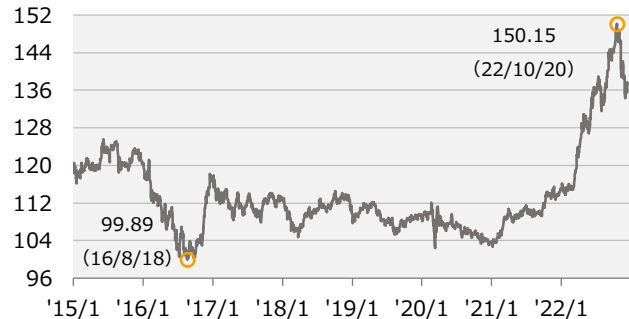
※グラフの期間は2015年1月初～2022年12月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

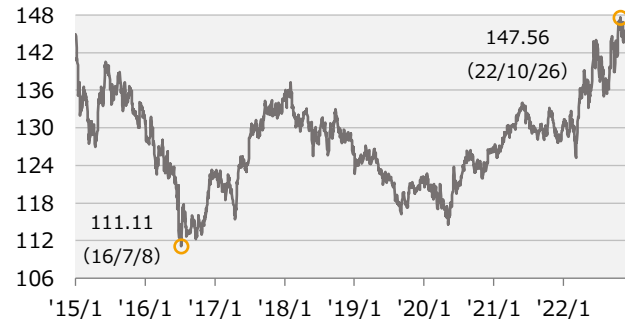
米ドル

(円/米ドル)



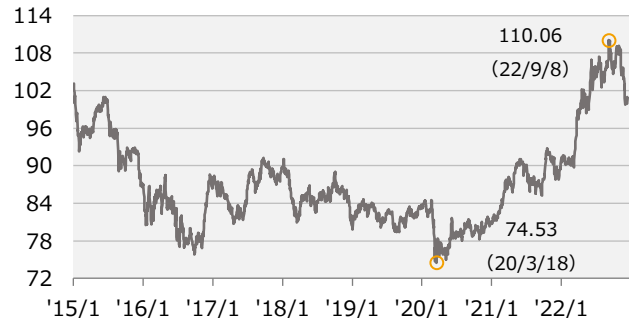
ユーロ

(円/ユーロ)



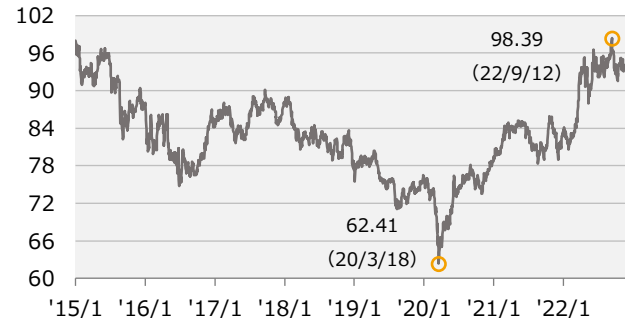
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



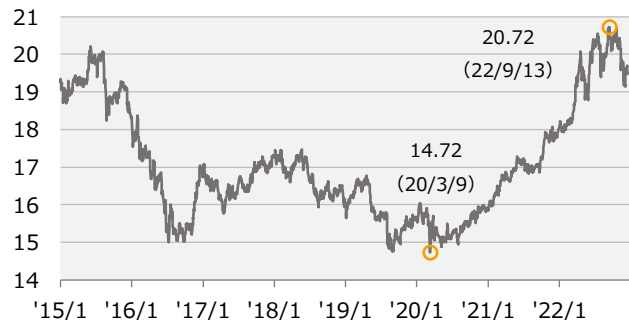
豪ドル

(円/豪ドル)



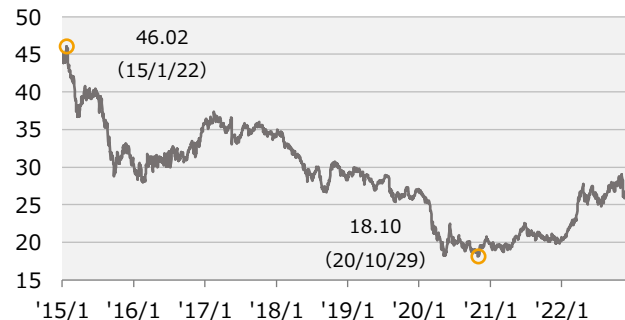
中国人民元

(円/人民元)



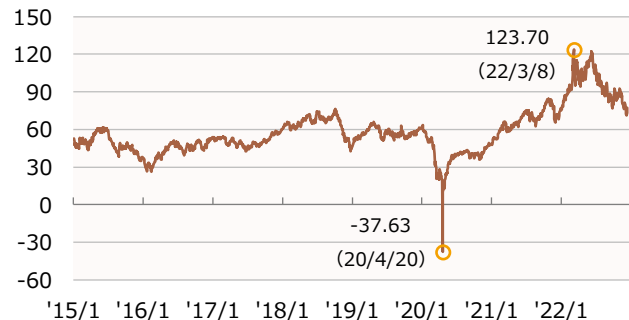
ブラジル・レアル

(円/レアル)



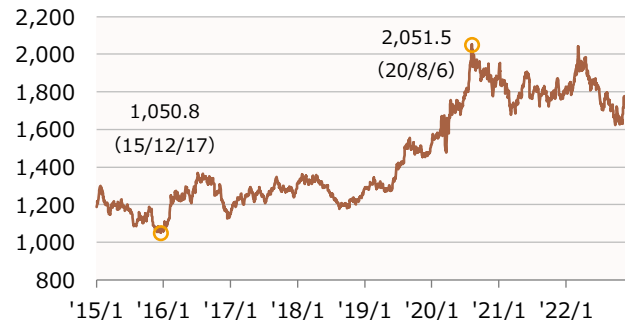
WTI原油先物価格

(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12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	5.3
日本	-0.4	-4.3	2.1
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 中銀預金金利	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%	3.5% 3%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2023年2月、3月、5月に各0.25%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1.00%ポイントの利下げ。	2023年2、3月に各0.5%ポイントの追加利上げ。 2024年に計1%ポイントの利下げ。 - APPで保有の償還債券の再投資を2023年の3月から一部停止。 - TLTROⅢの期限前返済促進。	- 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

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）	●世界経済フォーラム（ダボス会議）（スイス・ダボス、16-20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（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）	●ラグビーワールドカップ（フランス、8日-10月28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） ●EU首脳会議（26-27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）
	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●FOMC（12-13日） ●ECB理事会（14日） ●EU首脳会議（14-15日）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●中国中央経済工作会议（中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（13日）

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、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12月14日）

（発行日：2022年12月20日）