

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook



FEB. 2023

Page	
01	見通しサマリー
03	世界経済・金融市場見通し
04	<b>早見表</b> 主要資産の見通し
05	<b>早見表</b> 主要国 - 予想値
06	<b>早見表</b> 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	<b>付録</b> 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

## 「いつ利下げをするのか？」を見極める

- 1 | ようやくインフレの制御に目処が立ち、当社ハウスビューでは多くの国で今年前半に利上げ打ち止めとなることを見込んでいる。そして市場の目線は「いつ利下げをするのか？」にシフトする。
- 1 | コロナ禍以降の高インフレは、①財のインフレ、②住居費インフレ、③住居費を除くサービスインフレ、に分解でき、利下げ転換となるには住居費を除くサービスインフレの沈静化が最終関門。ただ、当社はそれには時間がかかると考えており、足元の株価は堅調であるものの持続性は乏しいと想定している。

 <p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 中立金利を大幅に上回る利上げにより、2023年後半にマイナス成長に転落へ。</li> <li>株 … ファンダメンタルズの悪化織り込み後に、利下げ開始への期待が相場材料に。</li> <li>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。</li> <li>リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。</li> <li>為 … 米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。</li> </ul>
 <p>ユーロ圏</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 物価高騰や金融引き締め強化を受けて2023年央まで景気は後退、その後も暫く停滞。</li> <li>株 … プラス材料が出てきているものの、ECBの金融政策に不透明感が残る。</li> <li>債 … ECBは超タカ派へ転換し中銀預金金利で3%まで利上げも、長期金利は緩やかに低下へ。</li> <li>為 … 追加利上げ観測がユーロ高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がユーロ安要因。</li> </ul>
 <p>日本</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>株 … 金融政策の不透明感の後退後は、底堅い景気が評価される局面に。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>為 … 世界の景気悪化懸念による金利低下・リスクオフや、日銀の政策修正観測が円高要因。</li> </ul>

### 表の見方

 …経済	 …リート
 …株式	 …為替
 …債券・金利	



- 経 … これまでの利上げの効果が経済全体に波及し、2023年前半は小幅なマイナス成長に。
- 債 … 利上げは最終局面。将来の利下げが近づくことで長期金利は横ばいから低下傾向へ。
- 為 … 利上げ打ち止めと将来的な利下げ期待が重荷も、原油価格の下げ止まり期待が支えに。



- 経 … 高インフレや金利上昇に対して、好調な労働市場や潤沢な家計貯蓄などが支えに。
- 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 … 相対的な景気後退リスクの小ささや金利高止まりの思惑から、米ドル安の受け皿に。



- 経 … 2月以降経済正常化が本格化するも、不動産業の回復が鈍く緩やかな景気回復を予想。
- 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。



- 経 … 更なる景気対策への期待は乏しく、高金利環境下で経済成長は巡航速度を下回る。
- 債 … 高い金利水準に加え、年後半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 … 財政政策への過度な懸念が和らぐ中、高金利や貿易収支改善が評価されやすい局面に。

# 世界経済・金融市場見通し

## 世界経済

### インフレ制御によようやく目処が立つ

過去1カ月の株価は世界的に堅調に推移し、各国の長期金利は低下基調を辿った。その主因はインフレの制御によようやく目処が立ったことで、前年比ベースのインフレ率はピークアウトが鮮明となっている。それは金融引き締め局面の終了が近いことを意味し、当社ハウスビューでも多くの国で今年前半に利上げ打ち止めとなることを見込んでいる。

### 財のインフレは過去のもの

先行きのインフレ動向を見極める上で、パウエルFRB議長はインフレ要因を3つに分解した。1つ目は財のインフレ。コロナ禍での供給制約やエネルギー価格の高騰等に伴い、財価格が大幅に上昇した。しかし、サプライチェーン混乱の解消も進み、直近の米国のコア財価格は3カ月連続で前月比マイナスとなっており、財のインフレは過去のものと言える。

## 金融市場

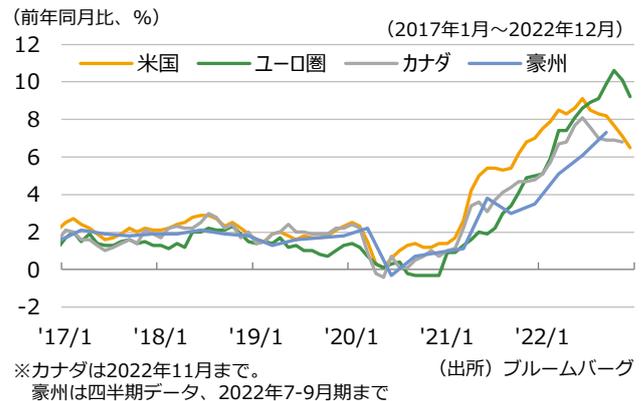
### 住居費インフレの解消は時間の問題

2つ目は住居費のインフレ。コロナ禍で在宅勤務が一般化し、郊外を中心に住宅特需が発生。加えて低金利と資材不足も相まって、住宅価格が高騰した。そして住宅価格や家賃には粘着性があるために価格水準は未だ高い。しかし、住宅ローン金利の上昇を背景とした足元の住宅市場全般の減速を踏まえると、住居費インフレの解消は時間の問題だと言えよう。

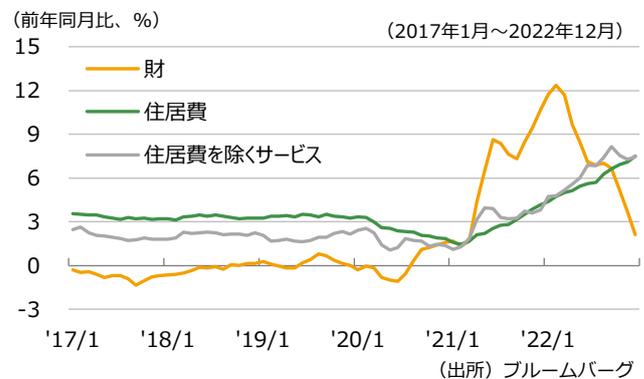
### 住居費を除くサービスインフレが最終関門

3つ目は住居費を除くサービスインフレ。これは賃金インフレと言い換えることができ、驚くべきことに景気が減速する中でも各国の失業率は過去最低水準近辺にある。今年最大の市場のテーマは「いつ利下げをするのか？」であり、それはいつ住居費を除くサービスインフレが解消するのかである。当社はそれには時間がかかると考えており、足元の株価は堅調であるものの持続性は乏しいと想定している。

### 先進各国の消費者物価指数



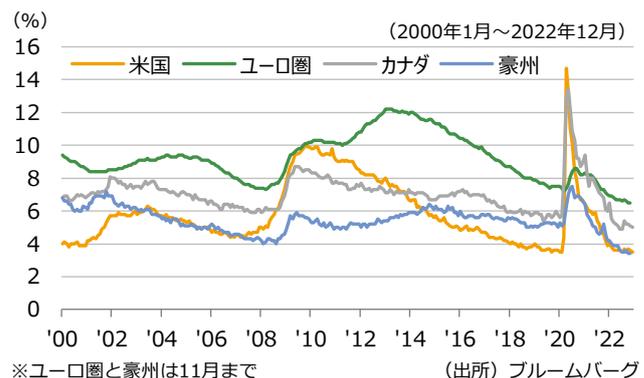
### 米国のコア消費者物価指数の分解



### 米国の住宅ローン金利とNAHB住宅市場指数



### 先進各国の失業率



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

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、2023年後半にマイナス成長転落へ。物価高騰や金融引き締め強化を受けて2023年央まで景気は後退、その後も暫く停滞。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。これまでの利上げの効果が経済全体に波及し、2023年前半は小幅なマイナス成長に。高インフレや金利上昇に対して、好調な労働市場や潤沢な家計貯蓄などが支えに。2月以降経済正常化が本格化するも、不動産業の回復が鈍く緩やかな景気回復を予想。更なる景気対策への期待は乏しく、高金利環境下で経済成長は巡航速度を下回る。
	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			ファンダメンタルズの悪化織り込み後に、利下げ開始への期待が相場材料に。プラス材料が出てきているものの、ECBの金融政策に不透明感が残る。金融政策の不透明感の後退後は、底堅い景気が評価される局面に。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大。
	ユーロ圏			
	日本			
	中国			
	インド			
	インドネシア			
	フィリピン			

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中銀預金金利で3%まで利上げも、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。利上げは最終局面。将来の利下げが近づくことで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、年後半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は利上げ終盤で既に打ち止めか。物価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。利上げ続いても、財政規律の遵守が支えになり、長期金利はレンジ推移を予想。インフレピークアウトで利上げは終盤戦。相対的な高金利と金利上昇リスクの低さが魅力。※脚注参照 政権交代が起きれば利上げ転換の公算大。エルドアン大統領の続投なら低金利継続。
	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			

リート	米国			金利動向や賃料上昇の継続性に注目。当面は金利動向に左右されるが、配当利回りの高さから緩やかな上昇を見込む。
	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			米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。追加利上げ観測がユーロ高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がユーロ安要因。世界の景気悪化懸念による金利低下・リスクオフや、日銀の政策修正観測が円高要因。利上げ打ち止めと将来的な利下げ期待が重荷も、原油価格の下げ止まり期待が支えに。相対的な景気後退リスクの小ささや金利高止まりの思惑から、米ドル安の受け皿に。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。財政政策への過度な懸念が和らぐ中、高金利や貿易収支改善が評価されやすい局面に。追加利上げ観測がポンド高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がポンド安要因。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。米国対比での高金利環境継続により、対米ドルでは堅調な推移が続こう。※脚注参照 インフレ対比での低金利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			

※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*2		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2021年	2022年	2023年	2024年	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	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	3.87	3.2	2.6
ユーロ圏*1	5.3	3.3	0.0	1.0	0.00 ~ -0.50	2.50 ~ 2.00	3.50 ~ 3.00	2.50 ~ 2.00	-0.18	2.57	1.6	1.2
日本	2.1	1.6	1.4	1.2	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	4.5	3.3	0.5	1.0	0.25	4.25	4.50	3.50	1.43	3.30	2.9	2.6
豪州	4.9	3.9	1.5	1.8	0.10	3.10	3.60	3.10	1.67	4.05	3.5	3.0
中国	8.4	3.3	5.4	5.0	2.95	2.75	2.75	2.85	2.78	2.84	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	12.71	10.0	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末		2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
米国	36,338	33,147	35,200	37,000	米ドル	115.08円	131.12円	125円	120円
NYダウ	18.7%	-8.8%	6.2%	5.1%		11.5%	13.9%	-4.7%	-4.0%
米国	4,766	3,840	4,200	4,500	ユーロ	130.90円	140.41円	132円	127円
S&P500	26.9%	-19.4%	9.4%	7.1%		3.7%	7.3%	-6.0%	-3.8%
欧州	4,298	3,794	4,020	4,150	カナダ・ドル	91.08円	96.76円	96円	94円
STOXX 50	21.0%	-11.7%	6.0%	3.2%		12.3%	6.2%	-0.8%	-2.1%
日本	28,792	26,095	31,000	33,000	豪ドル	83.68円	89.37円	91円	89円
日経平均株価	4.9%	-9.4%	18.8%	6.5%		5.3%	6.8%	1.8%	-2.2%
日本	1,992	1,892	2,210	2,350	中国人民元	18.11円	19.16円	18.8円	18.5円
TOPIX	10.4%	-5.1%	16.8%	6.3%		14.7%	5.8%	-1.9%	-1.6%
中国	84.29	64.47	70	77	ブラジル・リアル	20.65円	24.80円	26.6円	25.5円
MSCI	-22.4%	-23.5%	8.6%	10.0%		3.8%	20.1%	7.2%	-4.1%

	リート			
	実績値		予想値	
	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
米国	26,561	20,089	25,900	28,000
NAREIT指数	43.2%	-24.4%	28.9%	8.1%
日本	2,066	1,894	2,000	2,050
東証REIT指数	15.8%	-8.3%	5.6%	2.5%

※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 実質GDPの2022年は実績見込み

(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*5		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2021年	2022年	2023年	2024年	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
英国	7.6	4.0	-0.4	1.2	0.25	3.50	3.50	3.00	0.97	3.67	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	7.33	7.0	7.0
インドネシア	3.7	5.7	5.4	5.2	3.50	5.50	6.00	5.50	6.38	6.94	6.8	7.2
フィリピン*2	5.7	6.8	5.5	5.3	2.00	5.50	6.00	5.50	2.18	4.49	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	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	4.5	3.5	4.0	14.00	9.00	12.00	15.00	23.18	9.16	14.0	16.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末		2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
インド	2,037	2,069	2,380	2,350	英ポンド	155.74円	158.47円	152円	145円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	-1.3%		10.3%	1.7%	-4.1%	-4.6%
インドネシア	6,696	7,393	8,200	7,900	インド・ルピー	1.55円	1.59円	1.60円	1.54円
MSCI	1.5%	10.4%	10.9%	-3.7%		9.5%	2.7%	0.6%	-3.8%
ベトナム	1,498	1,007	1,200	1,350	インドネシア・ルピア*3	0.807円	0.844円	0.862円	0.811円
VN指数	35.7%	-32.8%	19.2%	12.5%		9.3%	4.5%	2.2%	-5.9%
					フィリピン・ペソ	2.26円	2.38円	2.40円	2.31円
						5.2%	5.3%	0.9%	-3.8%
					ベトナム・ドン*3	0.504円	0.559円	0.532円	0.517円
						12.7%	10.9%	-4.9%	-2.8%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.72円	6.9円	6.7円
						8.0%	19.9%	2.6%	-2.9%
WTI原油 (米ドル/バレル)	75.21	80.26	90	100	ロシア・ルーブル*4	1.53円	1.77円	-	-
	55.0%	6.7%	12.1%	11.1%		9.7%	15.5%	-	-
金 (米ドル/100g)	1,829	1,826	1,900	2,000	トルコ・リラ	8.55円	7.00円	6.3円	5.5円
	-3.5%	-0.1%	4.0%	5.3%		-38.5%	-18.2%	-10.0%	-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 実質GDPの2022年は実績見込み

(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

### 景況感はサービス業でも急速に悪化

10-12月期実質GDPは日次推計などに基づくると潜在成長率を上回る高成長となる可能性が高い。もっとも、ISM景況感指数では製造業に続いて非製造業も分水嶺である50を下回り、景気モメンタムの悪化に拍車が掛かった印象がある。非製造業指数の急速な悪化は特殊要因による影響も否定できないが、一連の金融引き締めに伴う景気下押し圧力がサービス業でも顕在化し始めた可能性が考えられる。

### インフレ抑制に向けた一定の進展

12月CPIは市場予想通りだった。食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.3%、3カ月平均値でも同+0.3%と昨年10月の同+0.5%から鈍化し、インフレ抑制に向けて一定の進展が見られた。FRBはCPIの中でも住居費を除くサービス価格動向を注視している。同項目の大きな特徴は賃金上昇率との高い連動性。賃金上昇圧力の沈静化に向けた蓋然性が高まるまで、インフレが高止まるリスクが残る。

### 弱含みも見られるがなお底堅い労働市場

12月雇用統計では、非農業部門の雇用者数は前月比+22万人。緩やかな鈍化基調とはいえ、適正とされる同+10万人超を上回る雇用拡大が継続。平均時給は前月比+0.3%とインフレ目標相当程度へとひとまず鈍化。もっとも、失業率の歴史的な低さを踏まえると、賃金上昇率が低下基調を辿ると想定することは早計。先行指標は弱含むも、労働需給のひっ迫感解消には時間を要する可能性が高いだろう。

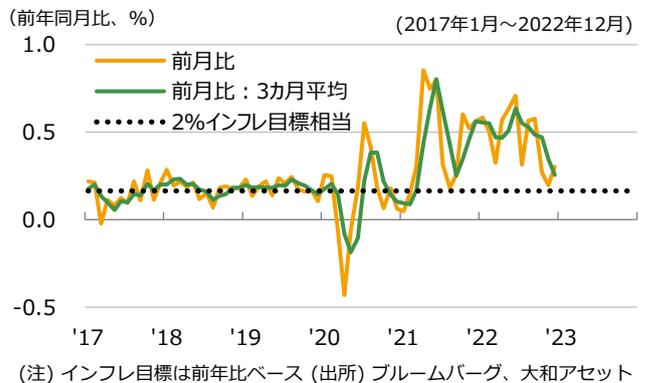
### 広く予想されるマイナス成長

当社は2023年実質GDPを小幅なマイナス成長と予想する一方でFRBは2022年12月公表の景気見通しで小幅なプラス成長を予測するなど、景気後退の可能性を巡っては市場参加者間で温度差があり、マイナス成長はコンセンサスではない。もっとも、景気後退の可能性を示す不安指数は3四半期先と4四半期先で50%弱へと上昇しており、事前の景気後退予想としては統計開始以来の高さとなっている。

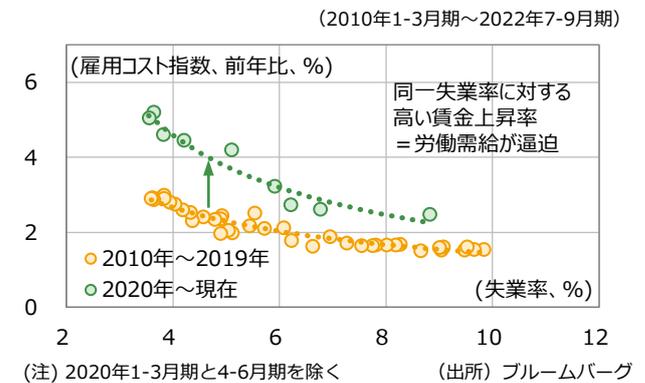
### ISM景況感指数



### 食品・エネルギーを除くコアCPI



### 失業率と賃金上昇率



### フィラデルフィア連銀不安指数：景気後退予想の割合





## 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。直近1カ月の騰落率は先進国株の中で中位。しかし、年明け以降、インフレピークアウト期待により底堅く推移している。年央の利上げ停止への確度は高まった一方、利下げ開始にはまだ時間がかかり、米国の景気減速に焦点が当たるリスクはまだあると考えている。年末高との見方に修正はないものの、当面は決算発表などにおいて米国景気の動向を見極めたい。

### バリュエーション調整のリスクは限定的

S&P500のバリュエーションは12カ月先予想PERが17倍台、リスクプレミアムは2.1%程度。リスクプレミアムは過去5年や10年平均と比べると低い（株価は割高）ものの、PERで見ると実質金利の動きに概ね沿った動き。このため、バリュエーション調整のリスクが高い状況ではないと考える。利下げ開始時期が相場の主な材料となるまでは、企業業績が相場材料になり易い状況にあると考える。

### 企業業績はもう一段の下振れ余地が残る

景気減速による企業業績悪化の織り込みは進展。ISM製造業景況感指数と予想EPS伸び率の過去の関係性から考えると、直近のISMの48台程度であれば業績悪化は織り込み済。しかし、当社では2023年のGDPを小幅なマイナスと予想しており、ISM製造業にもう一段の下振れリスクがあるとみる。利下げ開始への期待から株価が反発する前に、企業業績の悪化に株式市場が反応する余地は依然残ると考える。

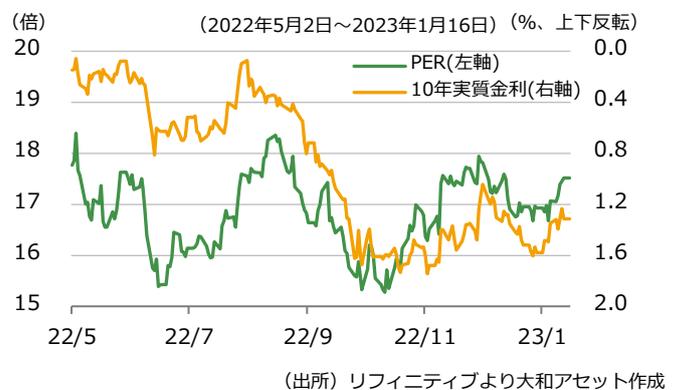
### サービスインフレの低下はまだ

2022年12月のCPIは前月比▲0.1%。しかし、下落はエネルギーと財価格が主因。焦点であるサービス価格は住居費が高い伸び率であるほか、その他のサービス価格も明確な鈍化は見られず。住居費は新築住宅価格の伸び率鈍化によりいずれピークアウトが期待されるものの、その他のサービス価格のピークアウト時期にはまだ不確実性が残る。労働市場のピークアウトを待つ状況には変わりがない。

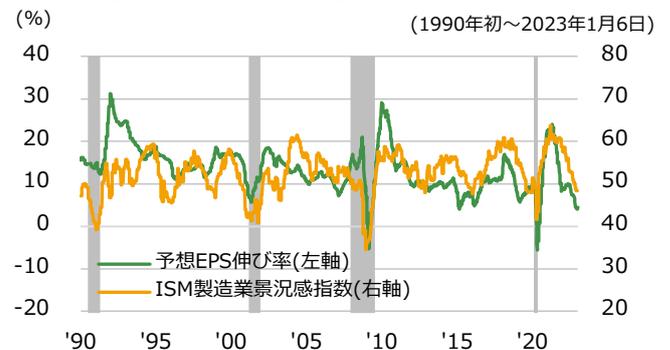
### S&P500の推移



### 米実質金利とS&P500のPER



### 企業業績予想とISM製造業景況感指数

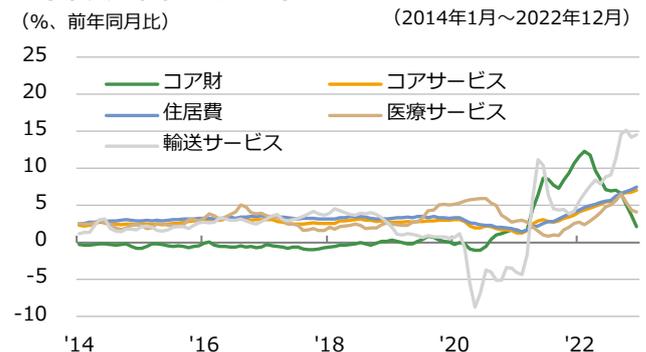


※網掛けは米国景気後退期

※ISM製造業景況感指数の直近は2022年12月

(出所) ブルームバーグ、リフィニティブより大和アセット作成

### 米消費者物価指数の動向



※コアは食品とエネルギーを除くベース

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 債券・金利

### 市場と当局の乖離が顕著な金融政策観

賃金・物価の鈍化を受けて、次回FOMCでの更なる利上げ幅縮小期待が大きく上昇。金利先物市場は5%弱での利上げ打ち止めと、2024年末には3.0%付近までの大幅な利下げを織り込むが、高金利政策の継続を見込むFRBと金融政策観が大きく乖離している。12月FOMC議事録では金融環境の弛緩に対する懸念が指摘されており、FRBが利下げ期待を是正すべく牽制してくる可能性が高まりつつある。

### 利下げ期待の高まりに対するFRBの懸念

利下げ転換を早々と織り込む形で長期金利は低下。ISM非製造業景況感指数の50割れは景気後退観測を強めた模様。しかし、利上げ・利下げを繰り返した1970年代の誤ちを念頭に、FRBは拙速な利下げに慎重。FRBが利下げの可能性を口にするまで、利下げ期待には短期的な巻き戻しリスクがあり、利下げ期待の後退とともに長期金利にも反発リスクがある。

## リート

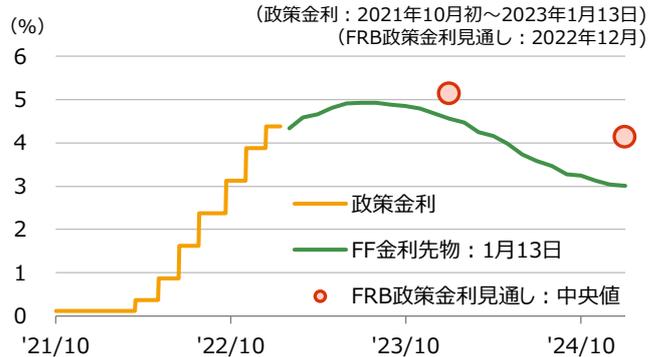
### 長期金利の低下などを受けて上昇

米国リート市場は、2023年に入り、長期金利が低下傾向となったことなどから上昇。景気減速への懸念などから不動産価格の動向に注目が集まるが、強固なバランスシートを持ち、安定した業績基盤を持つ銘柄にとっては、不動産価格の下落はむしろ外部成長のチャンスとなろう。厳しい環境下でも成長を持続できるセクターや銘柄に注目したい。

### 長期金利は短期的に不安定さ残る

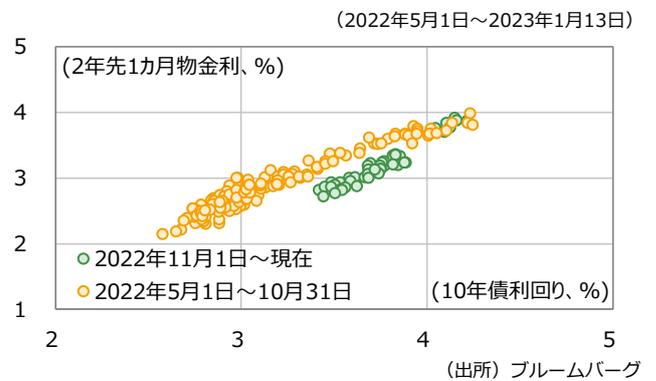
長期金利は2022年11月以降低下したものの、欧米中心に各国中央銀行は金融引き締めを継続しており、不安定な動き。リート指数は今後も金利に振られる展開が続こう。一方、リート業績は2022年に続き、2023年も成長を継続する見込み。外部環境は不安定な状況が続こうが、堅調な利益成長は、バリュエーションを下支えしよう。

### 政策金利と政策金利見通し



(注) 政策金利は決定日ベースで誘導目標レンジの中心値、金利先物の織り込みは2023年1月～2024年12月 (出所) FRB、ブルームバーグ

### 2年先政策金利期待と10年債利回り



### 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

### 日米金利差のわりに米ドル円が低水準に

日米5年国債金利差と米ドル円は短期的に連動性が低下する局面もあるが、中長期的には連動している。米金利上昇局面では日米金利差のわりに米ドル円の水準が高かったが、FRBの利上げ減速観測と米国のインフレ鈍化で米金利が低下した昨年11月以降は米ドルの割高感が解消した。さらに12月以降は日銀の政策修正の影響による円高進行もあり、日米金利差のわりに米ドル円の水準が低くなっている。

### 米ドル円は120～138円程度で推移か

日米5年国債金利差が3.5%なら米ドル円は137.8円を中心に131.0～144.7円（推計値±標準誤差×2）、3.0%なら131.7円を中心に124.8～138.5円に収まりやすい。ただ、同じ日米金利差でも金利差の縮小局面では拡大局面より米ドル円が低水準となりやすい。今年、米金利低下や日銀政策修正期待による国内金利上昇で日米金利差は縮小し、米ドル円は120～138円程度のレンジ内を下落傾向と予想。

### 米実質金利が低下して米ドル安に作用へ

米ドル高を促した米実質金利はすでに頭打ちで、5年実質金利は昨年9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇後に低下に転じた。ただ、12月のFOMCで参加者のFF金利見通しが上方修正されたことや、日銀の政策修正の影響から、実質金利は高止まりしてきた。だが、米国の期待インフレ率は緩やかながらも着実に低下しているので、実質金利が一段と低下して米ドル安に作用する可能性は高い。

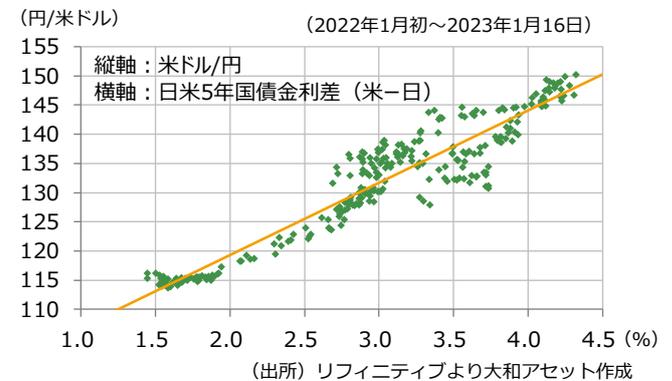
### 原油・金価格比率と米ドル円の下落

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。

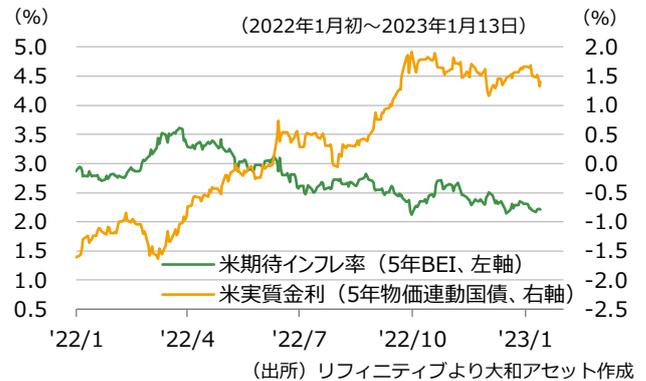
### 日米5年国債金利差と米ドル円



### 日米5年国債金利差と米ドル円



### 米国の期待インフレ率と実質金利



### 原油・金価格比率と米ドル円





## 経済

### 金融引き締め強化が景気を下押し

実質GDPは2021年10-12月期にコロナ前の水準を上回り、2022年7-9月期までプラス成長が6四半期続いている。しかし、物価高騰に伴う実質購買力の低下だけでなく、ECBの金融引き締め姿勢の強化を受けて、2022年10-12月期から2023年4-6月期までは景気後退を、2023年後半もゼロ近傍の成長に留まると見込む。但し、経済の過度な不均衡や金融システム不安は認められず、深い調整には至らず。

### 景況感は現水準近辺での推移が長期化

PMIは12月に製造業が2カ月連続で、サービス業が8カ月振りに上昇した。独伊伊西とも製造業、サービス業を問わず上昇しており、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、危機的状況は予見されず。天然ガス価格の下落や供給制約の緩和が効果的に働く一方、利上げの悪影響がこれまで以上に懸念されるため、景況感は現水準近辺での推移が長期化しよう。

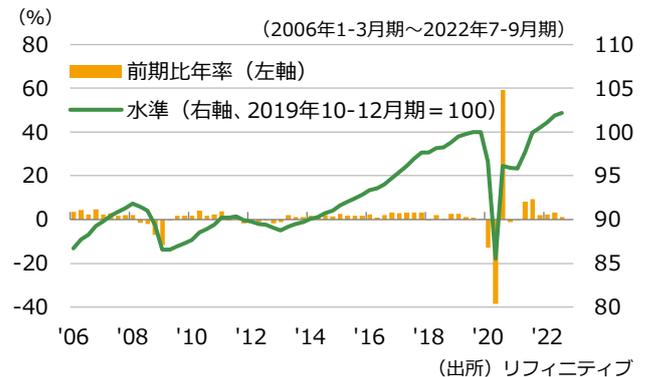
### 賃金の伸びはさほど高まらず

失業率は10、11月とも6.5%と、ユーロ圏発足来の最低を記録するなど、労働需給は依然ひっ迫している。しかし、失業率の低下は次第に止まりつつあり、賃金の伸びも著しく高いわけではない。高インフレ下で名目賃金の伸びはインフレ率を大幅に下回っており、それを映じて、実質小売売上高は2021年半ば以降減少基調にある。逆に、今後のインフレ率の低下は個人消費の逆風の弱まりを意味する。

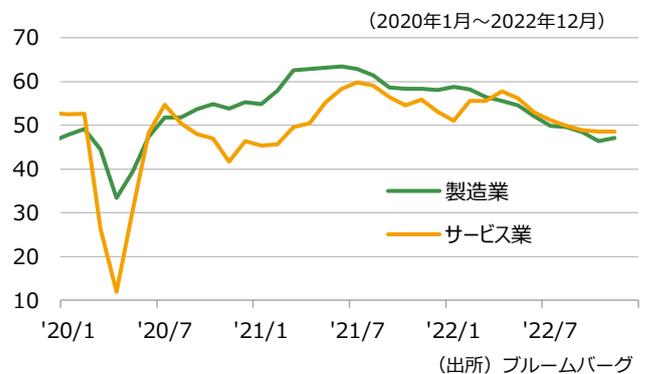
### インフレ率は低下へ

消費者物価指数は12月に総合で前年同月比（以下同じ）9.2%と、2カ月連続で鈍化した。物価高騰の主因であったエネルギー価格の下落に鑑みればインフレのピークアウトは明らか。一方、食品・エネルギー等を除くコアは5.2%と、10、11月の5.0%から加速した。もっとも、エネルギー価格の過去の上昇の間接的な影響が時間差で反映されている公算が大きく、コアも早晚ピークアウトしよう。

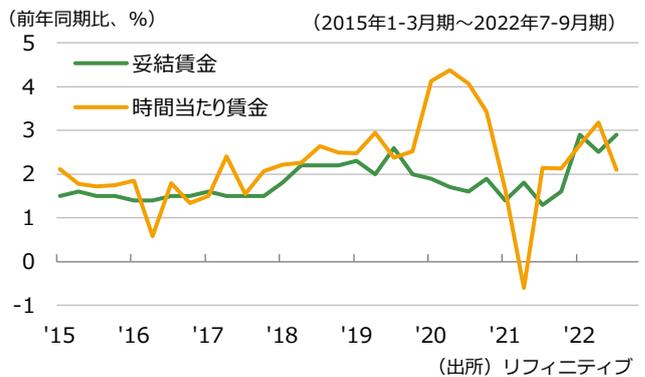
### 実質GDP



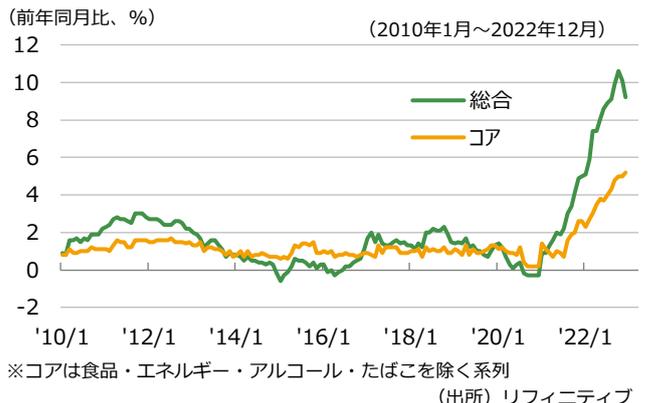
### PMI



### 名目賃金



### 消費者物価指数





## 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。インフレピークアウトの兆しや、中国のゼロコロナ政策の撤回による欧州経済へのプラス効果への期待から直近1カ月で株価は上昇した。ポジティブな材料が出てきていることは事実である一方、タカ派に転じたECBの金融政策にはまだ不確実性が残ると考えている。強弱材料が入り交じる中、足元はポジティブ材料を概ね評価し終わったとみて、判断は据え置く。

### 金融政策の不確実性は残る

目先の注目点はECBの金融政策。2022年12月のECB理事会でタカ派に転じたが、金利スワップベースで見ると市場は2023年半ばの利上げ停止を織り込む。当社ではより早期の利上げ停止を予想している。その一方、タカ派に転じた直後であり、利下げ開始時期についてはまだ不確実性がある考え、株価は上下にボラティリティが出易い局面とみる。

## 債券・金利

### ECBは1%ポイントの追加利上げへ

ECBは12月の理事会で、物価見通しの大幅な上方修正とともに超タカ派に転じた。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%を上回るとまで具体的に明言した。とは言い、データ次第での会合毎の決定であり、2、3月に各0.5%ポイントの利上げを実施することで期待インフレ率の低下が見込まれ、それで利上げ打ち止めと想定する。2024年には計1%ポイントの利下げに転じよう。

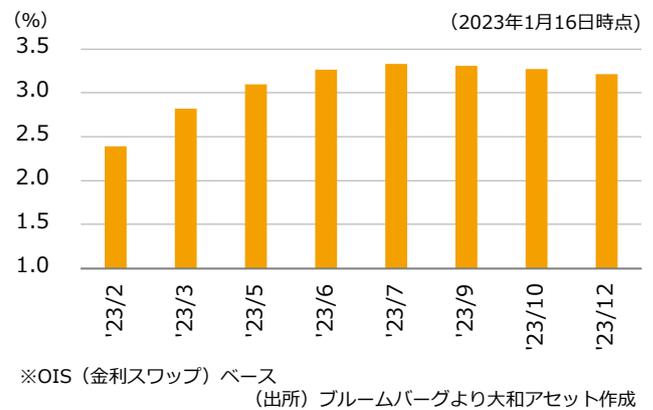
### 量的引き締めも長期金利は低下へ

貸出促進のための長期資金供給オペの適用金利をECBが実質的に引き上げたことで、同オペの11~1月の期限前返済は計8,065億ユーロに達した。ECBは従来の資産購入プログラムによる保有債券の償還分の再投資も2023年3月から一部停止する方針で、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、長期金利はむしろ低下を見込む。

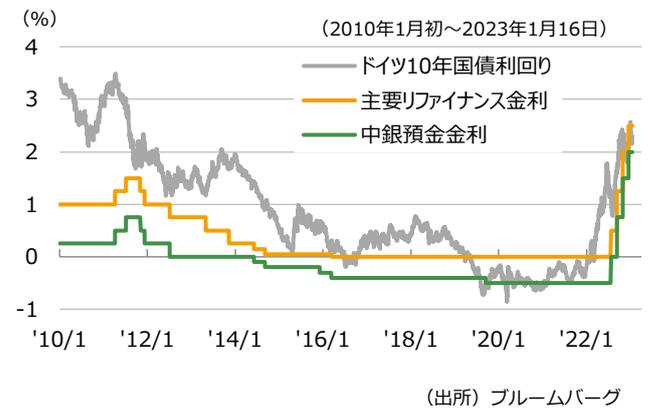
### Euro STOXX 50の推移



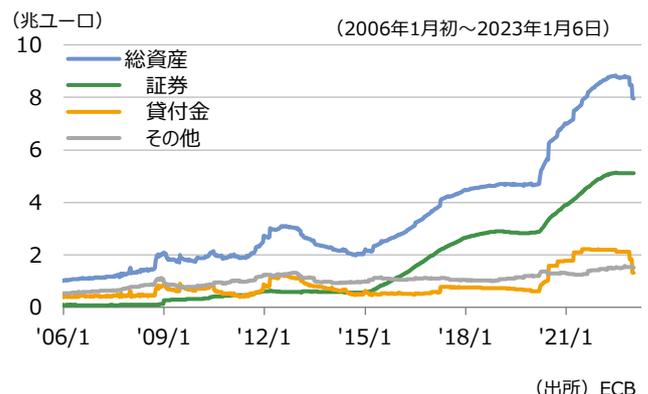
### 市場が織り込むECBの政策金利見通し



### ECBの政策金利とドイツの長期金利



### ECBの資産残高





## 為替

### ユーロは対円では下落傾向か

ユーロ圏の相対的金利上昇（低下）やリスクオン（オフ）は対円でユーロ高（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長期金利が頭打ちとなり、ユーロは対円で反落した。今後、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。

### ユーロは対米ドルでの反落リスクも

2022年8～10月はドイツと米国の金利差動向よりも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。米国より欧州の金利水準が低いので、相対的な金利動向からのユーロ安・米ドル高リスクは小さいが、リスクオフによるユーロ安リスクは多分に残ると見ている。

### 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だ（2000年10月の最安値には未達）。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。

### 経済指標の相対比較はユーロ高要因に

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、ユーロ圏のプラス幅が大幅に拡大しており、相対比較からはユーロ高（円安・米ドル安）に作用しやすい状況が続いている。ただ、米国のESIがマイナス圏で低下傾向にあるほか、中国のESIはマイナス幅が大幅に拡大している。世界全体の経済指標動向からは景気悪化懸念によるリスクオフのユーロ安に傾く可能性もある。

### ユーロの対円相場と対米ドル相場



(出所) リフィニティブ

### 独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 欧・米・日の実質実効為替レート



(出所) BIS

### 欧・米・日・中のエコノミック・サプライズ指数



(出所) シティグループ、リフィニティブ



## 経済

### 実質GDPは2024年央に漸くコロナ前に

実質GDPは2022年7-9月期に前期比▲0.3%（前期比年率▲1.2%）と、2021年1-3月期以来のマイナス成長を記録した。当面は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、緊縮財政も一因に、回復は緩慢で、実質GDPがコロナ前を上回るのは2024年4-6月期と見込む。

### 景気後退下でインフレ率は低下基調へ

消費者物価指数は11月に総合、コアとも10月から伸び率が鈍化した。12月も一段と鈍化した模様。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、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。当面の景気後退下、失業率も底打ちの様相であり、インフレ率は低下基調に転じたと見込む。

## 為替

### BOEは先んじて利上げ打ち止めの公算

BOEは米国、ユーロ圏に先んじて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。保有債券の売却も既に11月から開始している。インフレ率は中期的に低下基調で推移し、2%の目標値に達するとの見通しをBOEは示しており、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。

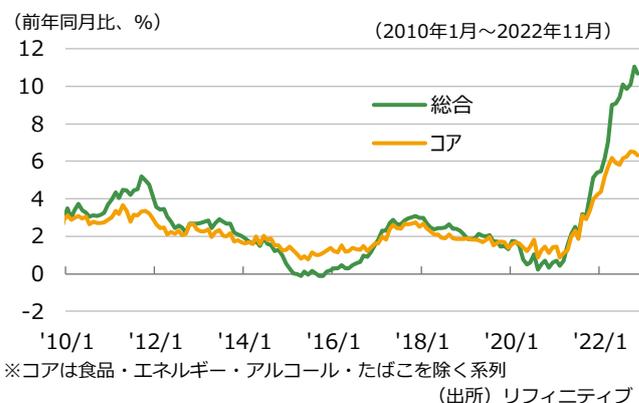
### 対ユーロでは再びポンド安に

スナク首相がトラス前政権の減税計画を撤回し、増税・歳出削減案を策定するなかで長期金利が反落しポンドが反発した後、対ユーロでは再びポンド安に振れている。ECBのタカ派化の影響もあるが、ユーロ圏に比べコア・インフレ率が高く経済成長率が低いうえにこれまでの利上げ幅が大きいことが、景気後退懸念を通じポンド安に作用しているようだ。

### 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

### 経済活動正常化進むも外需減速

12月の外国人入国者数は約141万人と回復傾向が続いており、経済活動正常化の動きが継続している。また、物流や供給の正常化が進み、物流コストの高騰や部材不足の影響が解消しつつある。一方、円安によるコスト増の価格転嫁で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ほか、米国や中国など海外経済が減速しており、電気製品など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

11月の鉱工業生産指数（速報値）は前月比▲0.1%と3カ月連続の低下となった。海外需要の減速で半導体製造装置などが減少したほか、電子部品などが低調な動きとなっている。自動車生産の回復も力強さに欠ける状況にある。今後、中国のゼロコロナ政策見直し、不動産規制緩和の効果や天然ガス価格下落による欧州経済の回復などが期待されるが、当面は外需減速の影響が懸念される状況にある。

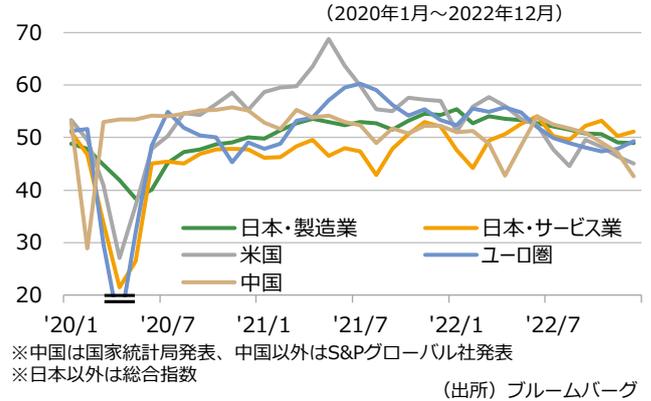
### 物価上昇は沈静化へ

12月の企業物価指数は電力・ガス料金の値上げなどの影響により前年同月比+10.2%と上昇傾向が続いている。一方、10月下旬以降、為替の円高が進行し、円ベースでの12月輸入物価指数の前月比は▲4.1%と11月に続き下落した。輸入物価変動の影響はタイムラグを伴って顕在化することから、今後、企業物価指数や消費者物価指数の上昇率は鈍化方向へ向かうと想定される。

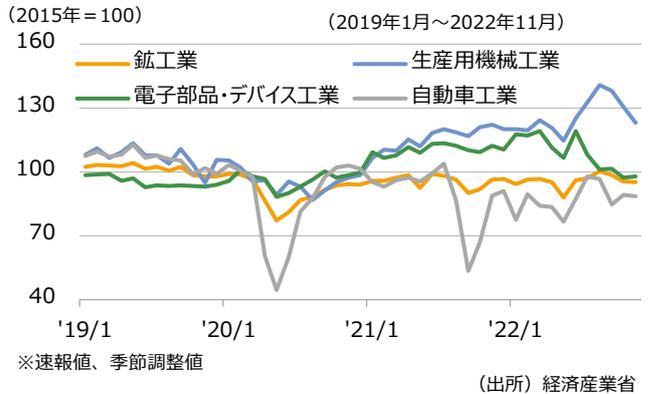
### 実質賃金のマイナスが継続

11月の実質賃金は、前年同月比▲3.8%と8カ月連続の減少となった。現金給与総額は、前年同月比+0.5%と11カ月連続で増加したものの物価の高騰に賃金上昇が追いつかず、実質賃金の減少幅が拡大しており、約8年半ぶりの減少幅となった。政府は物価上昇をカバーする賃上げを企業に促しているが、光熱費や原材料費上昇などコスト増もあり、今後賃上げの動きが広がっていくかが注目される。

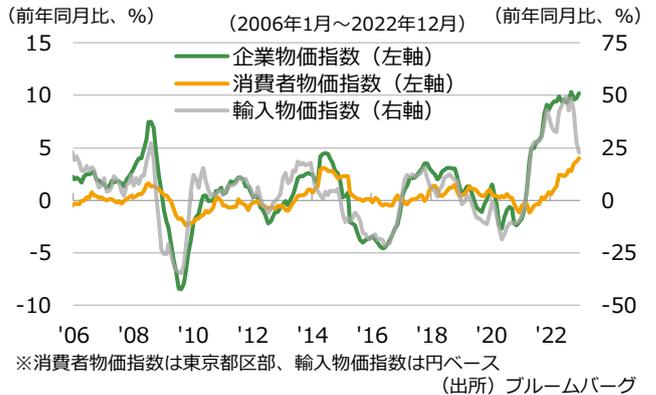
### PMI



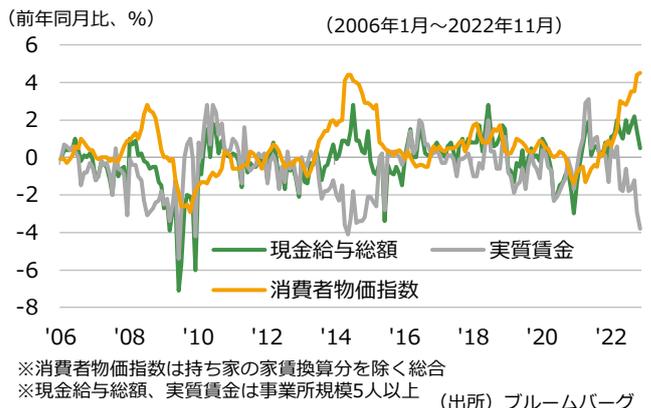
### 鉱工業生産指数



### 物価指数



### 賃金と消費者物価指数





## 株式

## やや強気スタンスを継続

金融政策への不透明感により、TOPIXの直近1カ月の騰落率は先進国株内で劣後。次期日銀総裁人事が決定するまでこの不透明感が残る。その一方、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変わらず、欧米の景気減速に焦点が当たる局面では注目され易いとみる。為替予想の円高修正を考慮し、TOPIXの2023年末見通しを2,210pと小幅に引き下げるものの、やや強気スタンスは継続する。

## 欧米の景気減速はリスク要因

バリュエーションに対する見方に大きな変更はない。TOPIXのPERは12倍弱、PBRは1.1倍程度と直近1カ月で低下。PERには割安感がある一方、米ISM製造業景況感指数が一段悪化した際には、PBRが1倍を目指す展開も想定される。日銀の金融政策への不透明感がある一方、欧米対比で景気が底堅いことには変わりがなく、欧米の景気減速が意識される局面でアウトパフォーマンスし易いと考える。

## 2023年のポイントは底堅さ

2023年の日本株のポイントは景気動向から見た安心感と考える。OECDがウェブ検索情報と機械学習から算出している週次GDPトラッカーの直近値と、当社の2023年GDP予想を比較すると欧米の景気減速余地と日本の底堅い景気見通しの差は目立つ。インバウンドの回復も顕著になってきており、中国の新型コロナ感染拡大のピークアウト後は、株式市場のセンチメント改善も期待出来ると考える。

## 日銀への不透明感のアク抜けを待ちたい

リスク要因は日銀の金融政策。2022年12月の決定会合におけるサプライズのあった政策修正に加え、足元でも政策修正への思惑は強い。次期日銀総裁人事が決まるまで、この不透明感は続くと考え。新総裁が早期の金融引き締めを志向しなければ、株式市場にはアク抜け感が広がり、内需の回復期待などが再び注目されよう。1月～2月頃と見られる次期総裁候補の決定を待ちたい。

## TOPIXの推移



## TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

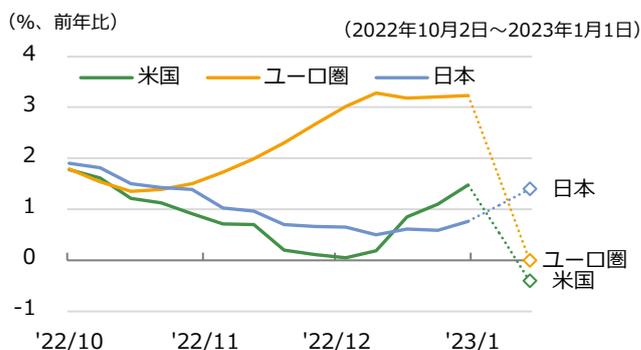


※PBRは直近12カ月ベース

※ISM製造業は2010年1月～2022年12月

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## OECD週次GDPトラッカーと2023年GDP見通し



※直近のマーカーは2023年の当社見通し

(出所) OECDより大和アセット作成

## 日米株価指数騰落率差とFCI変化差



※FCIはGS金融環境指数

※株価指数は日本：TOPIX、米国：S&P500

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 債券・金利

## 日銀の更なる政策修正への思惑は継続

日銀が更なる金融政策の修正を行うのではないかと  
の思惑は継続。2022年12月決定会合での政策修正後  
も、10年国債利回りが直前年限と比べて低いイールド  
カーブの歪みが続いていることが主な理由。需給ギャップ  
のマイナスが続く中、早期に金融引き締めへ転じるハ  
ードルはまだ高いものの、国債買入れオペの運用方法  
の変更など、何らかの対応が求められる状況にはある。

## 次期総裁の決定までアク抜け感はず

直近の政策変更を受け、23年末の10年国債利回  
りの予想値を0.5%に引き上げる。更なる政策修正の  
有無は、次期日銀総裁人事次第であることは否めず。  
総裁候補と目される人物の中では雨宮副総裁が最もハ  
ト派的、山口元副総裁が最もタカ派的との世評。今後  
1~2カ月以内には候補者が判明しようが、それまでは  
金融政策に対するアク抜け感はず。

## リート

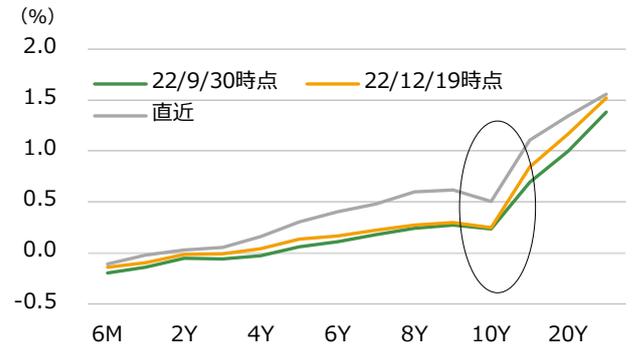
## 金利上昇に合わせて見通しを修正

東証REIT指数の予想値を2023年末2,000ptに  
50pt引き下げた。不動産ファンダメンタルズに変化  
はないが、日本の10年国債利回りの上方修正に合  
わせ、要求利回り水準を引き上げたことによる下方  
修正。長期金利は上昇したものの、配当利回りとの  
差は依然他資産との比較でも高い状況は続き、NAV  
倍率も1倍を切っていることから、マーケットの落  
ち着きとともにNAV1倍超え水準への回帰を期待。

## 短期的には金利と公募増資に注目

日米長期金利をにらみながら変動する相場がまだ  
続くと考える。また、3月まではJ-REIT市場での公  
募増資の動向に引き続き注目。公募増資が相次ぐと  
需給悪化懸念から上値が重い状況が続きそうだ。中  
期的には相対的に高い配当利回りが期待できるJ-  
REIT市場は投資対象として魅力的で、緩やかな上  
昇を見込む。

## 国債イールドカーブの状況



※直近は2023年1月16日時点

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ

## 東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーグ

## 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) ブルームバーグより大和アセット作成



## 為替

### 米ドル安から円高にシフトへ

米ドル円が2022年10月にピークアウトしたのは、FRBの利上げ減速観測による米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、クロス円の下落（円高）は限定的だったが、日銀の政策修正により円高も進み始めた。今後、世界景気悪化懸念が強まることで海外金利低下とリスクオフ（円高要因）が重なり、円高が進むと予想している。

### 米ドル円とクロス円の順相関が持続

米ドル円はクロス円との順相関が持続している一方、米ドル相場との順相関が低下している。2022年12月後半に日銀の政策修正により米ドル円、クロス円ともに下落（円高）が進んだ一方、米金利上昇とリスクオフで米ドルが円以外に対して底堅く推移したためだ。また、同時期に米金利上昇・株安とともに米ドル円が下落したため、米ドル円と米金利が逆相関、米ドル円と米株価が順相関に傾いている。

### 米金利低下・リスクオフでは円高に

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」で米ドル高の局面が多かったが、10月以降は「米金利低下・リスクオン」で米ドル安となった。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。

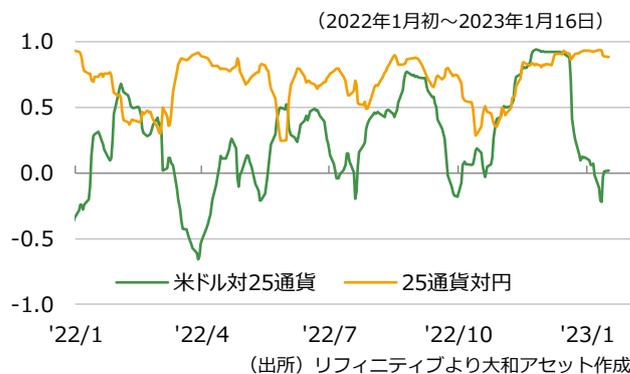
### 貿易収支が改善して円高に働く兆し

資源高と円安による輸入増が、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。実際、相対的に輸出が増加して貿易収支が改善し始め、円高要因になりつつある。

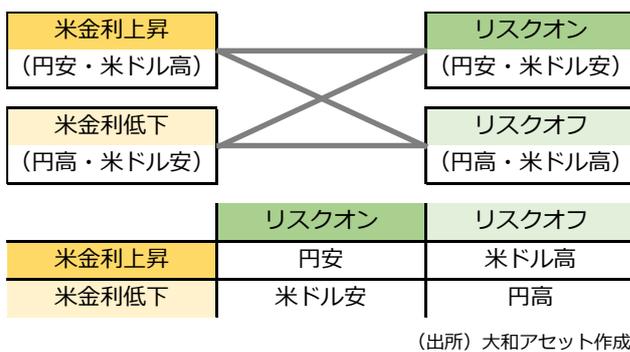
### 米ドル・円・他通貨の為替



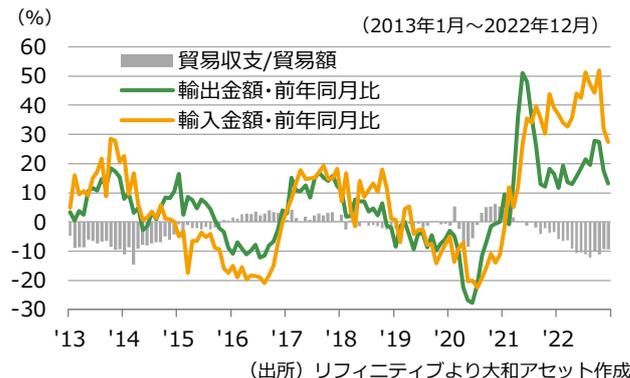
### 米ドル円との時系列相関係数（25日間）



### 米ドルと円の変動パターン



### 日本の貿易収支比率と輸出入伸び率（円建て）





## 経済

### 今年前半は小幅なマイナス成長に

製造業PMIが好不況の境目とされる50を5カ月連続で下回るなど、景気の減速感が強まっている。実質GDPは足元でもプラス成長を維持しているが、今後利上げの効果が時間差で顕在化することにより、今年前半は小幅なマイナス成長に陥ると見込む。ただし、後述の通りインフレ沈静化の確度が高まっており、利上げは最終局面にあると考えられる。深刻な景気後退に陥る可能性は依然として低いだろう。

### 賃金上昇ペースに頭打ち感

欠員率（労働力人口に対する求人件数の割合）や企業の賃金引き上げ計画にピークアウト感が出ており、足元では平均時給の伸びも頭打ち状態となっている。利上げの効果が、金利に敏感な住宅市場から個人消費、そして労働市場へと波及しつつあるようだ。賃金・物価のスパイラル的な上昇を招くリスクは大きく後退した。経済が低空飛行を続ける中、今後も欠員率の低下や平均時給の伸び鈍化が進もう。

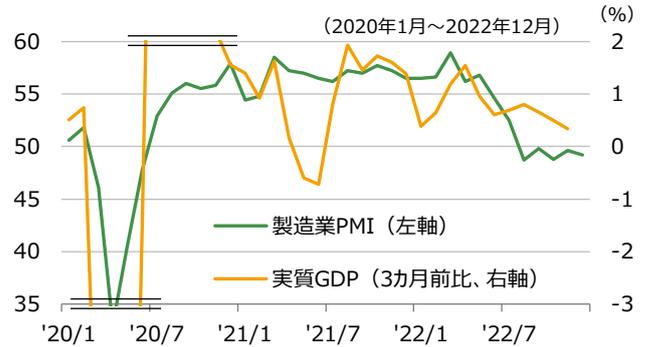
### 労働市場はミスマッチの解消が進む

コロナ禍では労働市場のミスマッチにより、UV曲線が右上にシフトしていた（失業率上昇と欠員率上昇）。その後は行動制限の緩和や労働供給の拡大がミスマッチの解消につながり、UV曲線が左下にシフトしている。特に最近では失業率が歴史的な低水準を維持する中でも欠員率が低下しており、日を追うごとに賃金インフレの抑制に必要な景気悪化（≒失業率の上昇）は小幅で済む可能性が高まっている。

### インフレ率は春先以降に明確な鈍化へ

消費者物価指数（前年同月比）は、直近のピークである昨年6月の+8.1%から同年12月に+6.3%まで鈍化した。カナダ銀行が特に重視している加重中央値やトリム平均値といったコア指数は+5%前後で高止まりしているが、前年の水準が高くなる春先以降は明確な鈍化を示しそうだ。今後数カ月でインフレ沈静化に向けた更なる進展が見られることにより、カナダ銀行の利上げ打ち止めが正当化されよう。

### 製造業PMIと実質GDP



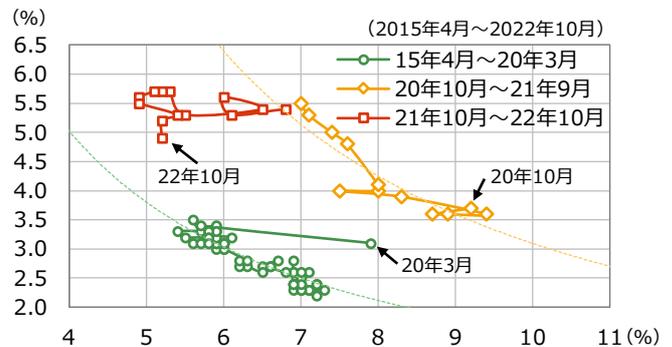
※実質GDPは2022年11月まで（2022年11月はカナダ統計局の推計値）  
（出所）ブルームバーグ、カナダ統計局より大和アセット作成

### 欠員率・企業の賃金引き上げ計画と平均時給



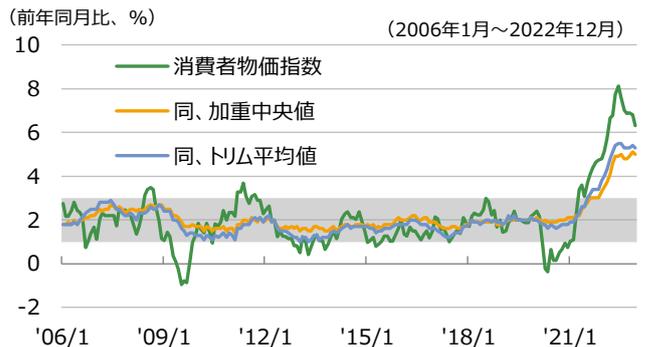
※欠員率は2022年10月まで（2020年4月～2020年9月は欠測データ）  
（出所）カナダ統計局、カナダ独立企業連盟

### UV曲線（横軸：失業率、縦軸：欠員率）



※U：Unemployment rate（失業率）、V：Vacancy rate（欠員率）  
※2020年4月～2020年9月は欠測データ  
（出所）カナダ統計局

### 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

### 利上げは最終局面

失業率が12月に5.0%へ低下し、過去最低の4.9%（22年6月と7月の水準）に迫った。以前にマクレムBOC総裁はこの水準を「持続不可能」と表現していたため、追加で0.25%ポイントの利上げを実施する可能性が高まった。ただし、前頁の通り半年前と比べてインフレへの警戒感は格段に低下した。景気を悪化させ過ぎてしまうリスクを考慮すれば、利上げは最終局面にあることには変わりないだろう。

### 長期金利は2%台半ばに向けた低下傾向へ

政策金利予想は今年末を4.25%から4.50%に引き上げた一方、追加利上げがインフレ沈静化の確度を一層高め、利下げ開始が前倒しになると想定し来年末を3.50%で据え置いた。そのため、2年先1カ月金利と連動している10年国債利回りの予想は両年末とも維持。10年国債利回りは中立金利（2%台半ばと推計）に向けて低下傾向で推移すると見込む。

## 為替

### 対米ドルでは緩やかな増価傾向へ

FRBの更なる利上げペース鈍化やカナダ銀行の追加利上げへの思惑などから、過去1カ月で米ドル安カナダ・ドル高が進行した。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ため、大きな値幅は出づらいただろう。ただし、2024年以降の利下げ幅は米国の方が大きいほか、原油価格の下値は限定的とみられるため、カナダ・ドルは対米ドルで緩やかな増価傾向を辿ると見込む。

### 対円では日銀の材料出尽くし待ち

日銀のYCC修正や更なる政策変更への思惑から円高が進行したため、カナダ・ドル円は95円付近まで下落。目先は、カナダの利上打ち止め観測と日銀の政策変更への思惑がカナダ・ドル円の上値を重くするだろう。ただし、日銀に関してはYCC撤廃やマイナス金利脱却の織り込みも進んでいるため、政策変更が出尽くせば反発に転じる可能性も考えられる。

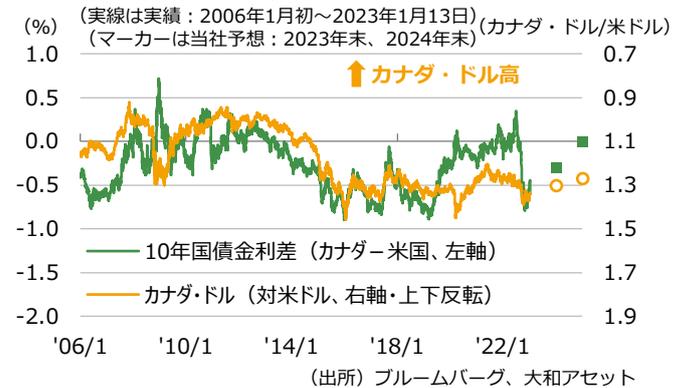
### 政策金利と10年国債利回り



### 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

### 他の先進国に比べて経済は堅調

実質GDPはおおむねコロナ前のトレンドに沿った推移が継続している。他方、交易条件の改善などを背景に、実質GDIはトレンドを上回って推移。資源価格の高騰が資源輸入国から資源輸出国である豪州への所得移転をもたらし、経済を下支えしていると考えられる。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。

### 個人消費はフローとストックの攻防

豪州の住宅ローンは変動金利型が多く、固定金利型も期間が短いため、利上げが家計のキャッシュフローに影響を与えやすい。一方、コロナ禍以降に積み上がった家計の過剰貯蓄は3,200億豪ドル（対GDP比13%）程度と推計されるなどバランスシートは健全である。当社が予想する3.6%までの利上げであれば、過剰貯蓄の取り崩しが下支えとなることで、個人消費が腰折れる可能性は低いだろう。

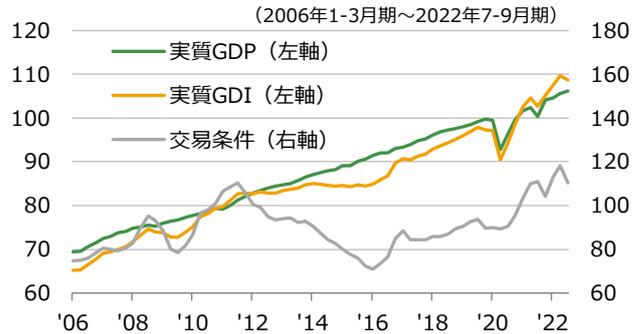
### インフレ率のピークアウトは確認できず

11月消費者物価指数（前年同月比）は+7.4%、RBAが重視しているコア指数（トリム平均値）は+5.6%と、いずれも直近のピークを上回った。12月は公共料金引き上げの反映などにより更なる加速が見込まれるため、ピークアウトの確認はまだ先に。財価格の沈静化やベース効果により、春先にはピークアウトする可能性が高いものの、サービス価格の上昇は根強くインフレ目標への回帰は依然見通せず。

### 遅れてきた賃金上昇率の高まり

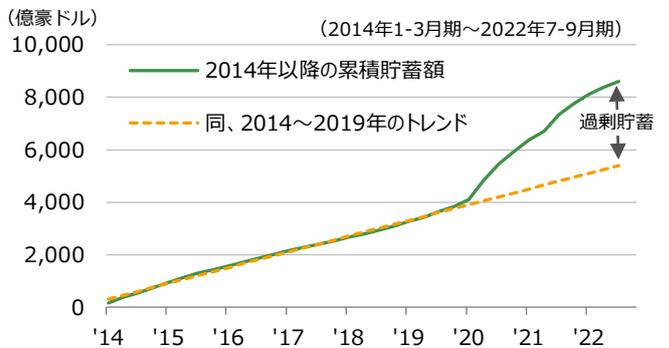
失業率の低下に遅れて、足元では賃金上昇率が高まっている。求人件数はコロナ前比で2倍近い水準にあり、労働需要は依然として強い。一方、労働参加率が過去最高水準にあり、今後の労働供給の伸びは緩慢になりそうだ。そのため、当面は失業率が上昇する展開を想定しづらく、賃金への上昇圧力が続くだろう。賃金インフレが止まらず、RBAが想定以上の利上げを迫られる可能性には注意しておきたい。

### 実質GDP・実質GDIと交易条件



※いずれも2020年7-9月期～2021年4-6月期の平均を100として指数化  
※GDI：国民総所得  
(出所) 豪州統計局

### 過剰貯蓄



(出所) 豪州統計局より大和アセット作成

### 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

### 失業率と賃金指数



(出所) 豪州統計局



## 債券・金利

### RBAは0.25%ポイントの利上げを継続

RBAは過去3会合連続で0.25%ポイントの利上げを決定。RBAは「一貫した行動」の重要性を意識しており、意図的に利上げを一時停止する可能性は低いだろう。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%ポイントの利上げを続けると見込む。今年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。

### 長期金利は「豪州>米国」が定着か

米国と豪州の利上げペースや利上げ到達点の乖離を織り込んで、昨年10月以降の長期金利は米国の方が高く推移していた。しかし、最近では米国の利下げ転換と豪州の政策金利高止まりを織り込むかたちで、再び豪州の方が高く推移している。豪州はインフレ高止まりが警戒される中で、利下げ転換の思惑は強まりづらく、今後も豪州の方が高く推移しよう。

## 為替

### 豪ドルの増価基調が継続

昨年10月以降、豪ドルは米ドルに対して増価基調にある。全般的な米ドル安トレンドの継続に加えて、足元では中国の景気回復期待を背景に鉄鉱石価格や銅価格が上昇していることも豪ドルの増価要因となっている。また、中国が豪州産石炭の輸入を再開したことも豪ドル買い材料となった。向こう1年程度を見通せば、こうした海外要因の更なる改善が豪ドルの押し上げ要因になることが期待される。

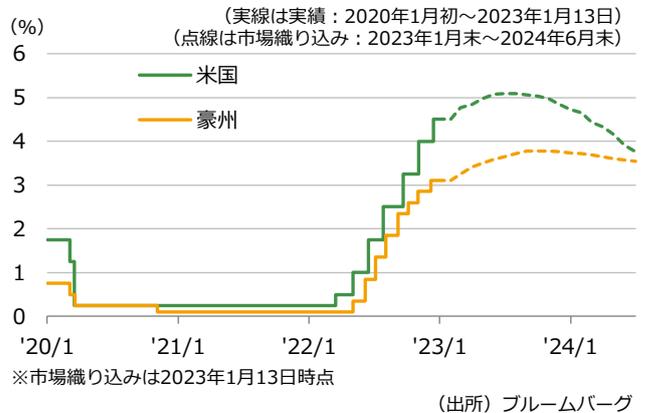
### 米国との金利差拡大も豪ドルの追い風に

今後は金利面も豪ドルを下支えしよう。前述の通り、豪州と米国の長期金利差は逆転し、足元では豪州の方が高くなっている。更に、米国の方が2024年以降の利下げ幅が大きいことなどから、当面の長期金利差は拡大傾向で推移することが見込まれる。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



### 米国と豪州の政策金利（実績と市場織り込み）



### 豪ドル（対米ドル）と資源価格



### 米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）





## 経済

### 2月にコロナの感染が収束に向かうか

2022年12月26日、政府は2023年1月8日から防疫対策の基準を「甲類管理」から一般感染症の「乙類管理」へ引き下げると発表し、ゼロコロナ政策を撤廃。行動制限の緩和は正式発表に先立って12月初から実行されており、一部の地域ではすでに感染拡大がピークアウトした模様。すでに国民の6割超が感染済みとみられており、春節シーズンの大規模移動後の2月に感染が収束に向かうとの見方が強い。

### 景気回復の本格化は2月に早まる見込み

新型コロナ感染拡大のピークアウトが1月に早まる見込みであり、本格的な景気回復のタイミングが2月からの可能性が高まった。不動産業の低迷は足かせだが、中長期貸出が幾分改善したことを受け、需要不足の改善期待も浮上。今後は、インフラ投資とサービス業をけん引役に景気が底打ちし、2月以降は経済指標が改善しよう。

## 株式

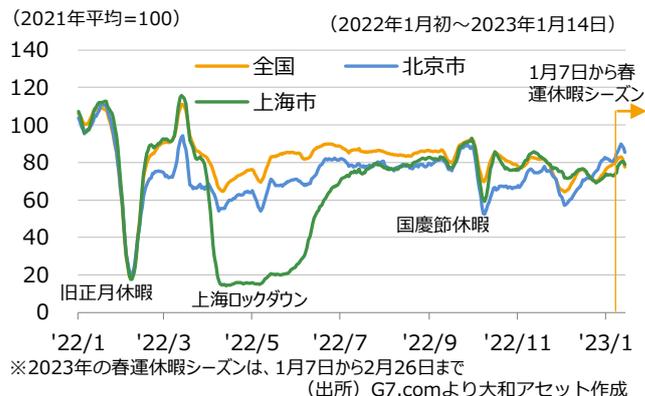
### 好材料出尽くしで利食いが出やすいか

11月以降の政府の広範囲な政策是正を受け、中国株の3大リスクとなる①ゼロコロナ政策、②不動産企業のデフォルト連鎖、③米中摩擦による米国上場中国ADRの一律的な上場廃止問題が相次いで軟着陸し、株価はオフショア市場を中心に大幅上昇。ITプラットフォーム企業への規制緩和も株価上昇に寄与。ただ、一旦好材料出尽くしになることで、目先は利食いが出やすいことにも注意が必要である。

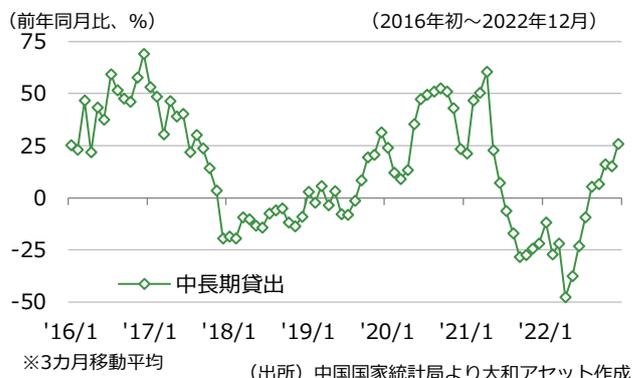
### バリュエーションは依然低水準

大幅な株価上昇にも拘らず、MSCI中国指数の12カ月先の予想PERは、低水準に留まっている。拙速なゼロコロナ政策の解除による社会的混乱が影響した可能性がある。ただ、最悪期を通過したことで、バリュエーションの切り上げは正当化されよう。今後は、材料出尽くしと割安なバリュエーションの綱引きの中、当面株価指数の横ばいの推移を予想。

### トラック貨物運輸指数



### 中長期貸出の前年同月伸び率



### 各種株価指数の推移



### MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移





## 債券・金利

## 需要不足で、緩和的な金融環境が続こう

11月下旬に預金準備率を引き下げたにも拘らず、12月のストックベースの社会融資総量の前年同月比伸び率は統計開始以来の低水準。中長期貸出の改善がみられたが、全般的には依然として需要不足に見舞われている状況。2月以降経済正常化が進もうが、不動産の低迷が続く中、景気回復は緩やかなものに止まり、緩和的な金融緩和環境が維持されよう。不動産業次第では追加金融緩和の可能性も。

## レンジ推移を継続すると予想

経済正常化の本格化が期待される中、長期金利に上昇圧力がかかったが、引き続き3%を下回るレンジで推移。米長期金利の低下もあり、米中10年国債利回り差（米-中）が一時0.5%ポイント台に縮小するなど、海外投資家の売りも徐々に落ち着きを見せている。需要不足の中、緩和的な金融環境が続き、長期金利はレンジ推移を継続すると予想。

## 為替

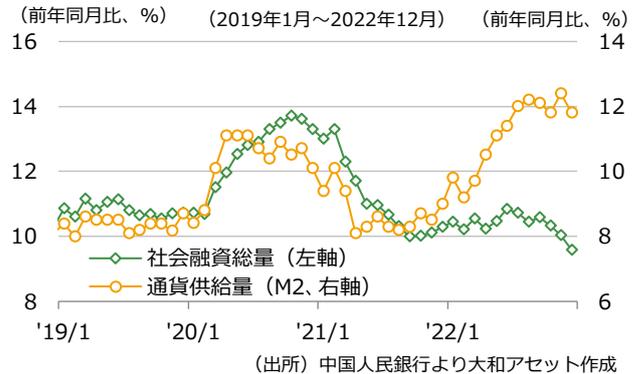
## 対米ドルでは当面レンジ推移へ

米ドル安に加えて、経済正常化や、不動産を含む広範囲の政策是正を好感し、人民元は対米ドルで急伸し約半年ぶりの元高水準となった。実効レートも急反発し、実効レートでみた人民元高の余地は一旦縮小した。引き続き米ドル指数（DXY）の動向に影響されやすいが、実効レートがおおむね心地良い水準まで回復したことで、対米ドルでレンジ推移に転じると見込む。

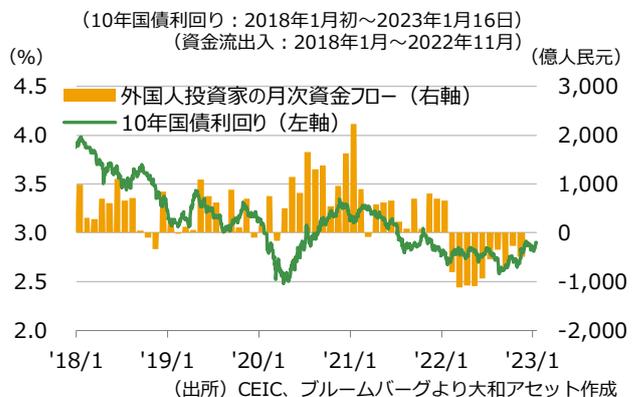
## 3大リスクの後退で人民元安圧力が後退

11月下旬以降の抗議デモや大規模感染による社会的混乱があったが、人民元安を狙った先物ポジションの増加はみられず。むしろ、ゼロコロナ政策、不動産業、米中関係の3大リスクが一旦は軟着陸に向かい始めたことは、人民元安圧力の抑制に繋がっている。先物ポジションは目先の方向感の乏しい展開を示唆しており、対米ドルでのレンジ推移を予想。

## マネー関連指標



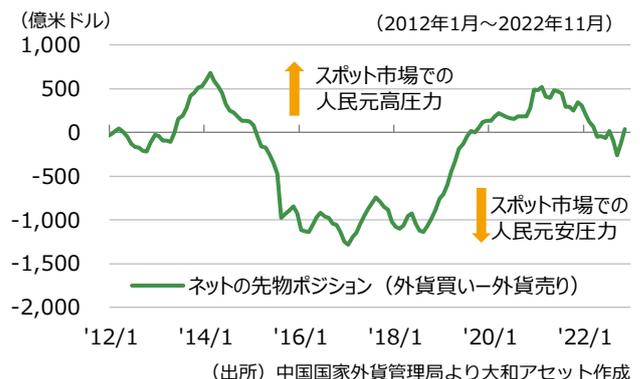
## 長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



## 人民元の対米ドルレート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

### 基調として潜在成長率を下回る状態に

サービス業PMIは依然として好不況の境目とされる50を上回っているが、製造業PMIは2カ月連続で50を大きく下回り、経済活動指数（≒月次の実質GDP）は3カ月前比マイナスに。昨年10月の大統領選挙後の混乱が影響した可能性もあるが、基調として景気が減速傾向にあることは確かだろう。実質GDP成長率は引き続き2023年が+1.2%、2024年が+1.8%と、潜在成長率を下回る状態が続く予想。

### 金利上昇で民間部門の信用創造は停滞へ

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。2021年3月以降の急速で大幅な利上げの効果が時間差で現れており、特に個人のデフォルト率が上昇。民間部門の信用創造が停滞しており、今後も企業・消費者信用残高の伸びは鈍化する見込み。低所得者向け現金給付の継続や労働市場の回復は景気を下支えする要因であるが、当面は高金利政策の影響が重くのしかかる。

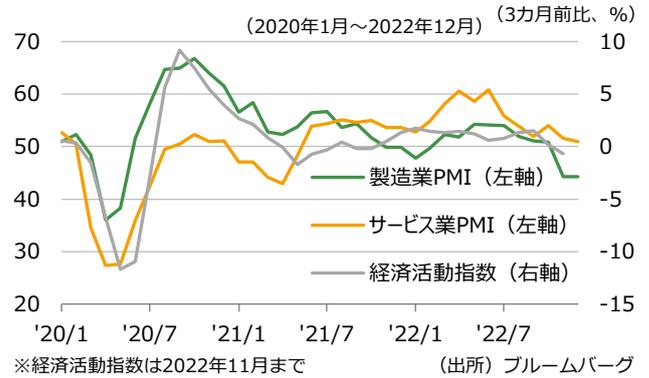
### 歳出は昨年の延長線上にとどまる見通し

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。昨年末に1,450億レアル（対GDP比1.5%）を歳出上限法の対象外とする法案が承認されたが、今年の歳出はおおむね昨年の延長線上にとどまる見通し。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。

### 需要面からインフレ再加速のリスクは小

前述の1,450億レアル（対GDP比1.5%）規模の財政政策は、低所得者に対する月次の現金給付が主であるため、実体経済への影響は時間分散される。足元の需給ギャップは▲1.1%程度と推計されており、当面は潜在成長率を下回る低成長が続くことに鑑みれば、需給ギャップがプラスに転じ、更に上昇する展開は想定しがたい。したがって、需要面からインフレが再加速するリスクは小さいと言えそうだ。

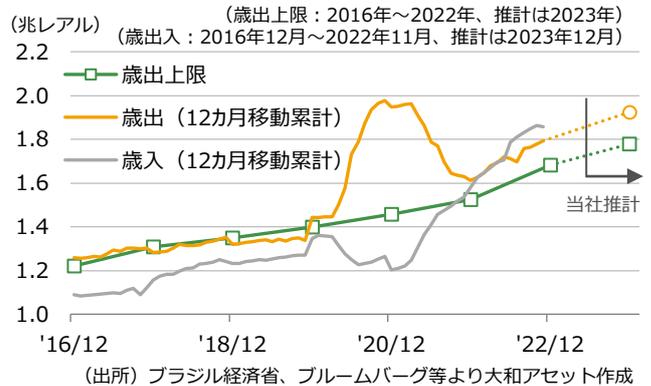
### PMIと経済活動指数



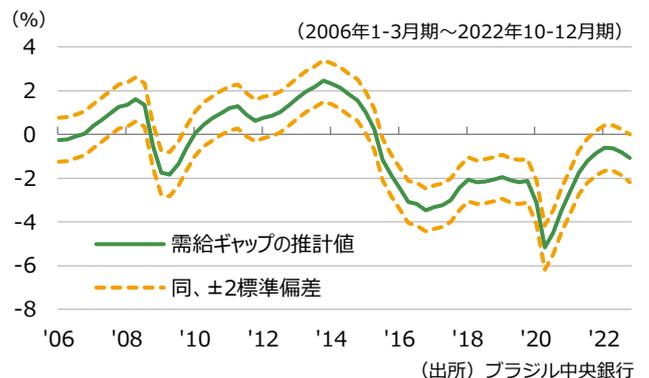
### 政策金利と企業・消費者信用残高



### 歳出上限と歳出・歳入



### 需給ギャップ





## 債券・金利

### 今年後半からの利下げを見据える

ルラ新政権の財政政策がインフレ見通しの不確実性を高めたことで、ブラジル中銀は利下げ開始に慎重な姿勢を示している。一方、消費者物価指数は昨年12月に前年同月比+5.8%まで鈍化しており、政策金利との乖離は著しい。今年8月からの利下げを予想するが、その頃にはインフレ抑制が確実になっているとみられるため、その後の利下げペースは市場の想定より速くなる可能性が高いと考えている。

### ブラジル債券の強気相場はまだ序盤

昨年11月以降、財政悪化懸念などから国債利回りが急騰する場面もあったが、JPモルガン算出の国債指数は最高値を更新している。短期的な債券価格の下落を高い金利収入がカバーした結果だ。今後は市場の落ち着きと利下げ織り込みから指数の更なる上昇が期待できよう。過去の利上げ停止からの局面を振り返れば、上昇相場はまだ序盤だと言えそうだ。

## 為替

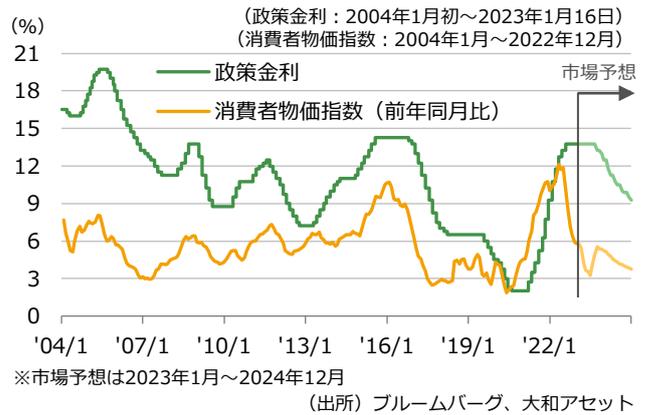
### 対米ドルではレンジ相場が継続

昨年10月の大統領選挙後は財政悪化懸念などから一時的にレアル安が進行する場面もあったため、この間の米ドル安の波に乗り切れず、5~5.5レアル/米ドルのレンジ相場が継続。日銀の金融政策正常化の思惑から円高が進行したため、レアル円は水準を切り下げた。しかし、ブラジルの新閣僚からは財政規律を重視する発言が相次いでおり、これまでのレアル売り要因は弱まっていく可能性が高そうだ。

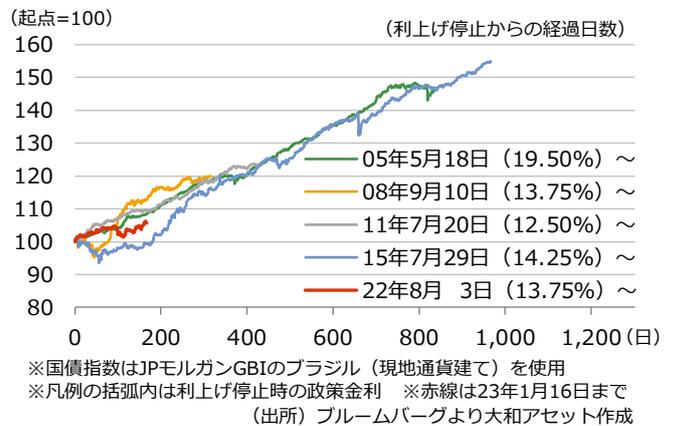
### レアルは上昇しやすい季節に

ブラジルでは、春先から6月頃にかけて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。中国の景気回復による輸出の増加や、米国の利上げ打ち止めによる米ドル安・新興国通貨高、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。

### 政策金利と消費者物価指数



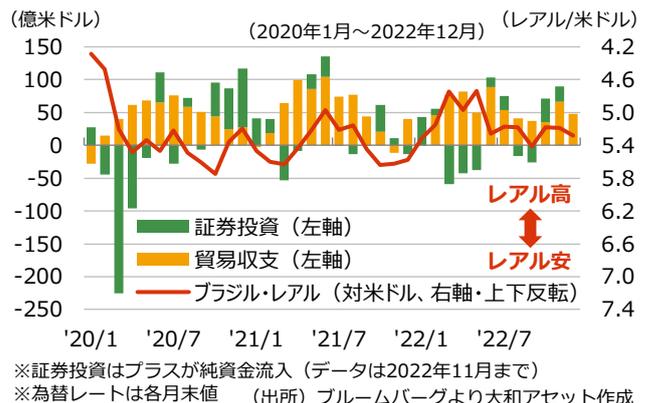
### 過去の利上げ停止から次の利下げ停止までの国債指数



### ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



### 証券投資・貿易収支とブラジル・レアル





## 経済

### 引き続き新興国の適温相場環境を予想

足元は、米国景気が低迷も過熱でもなく、中国景気がゼロコロナ政策解除後の経済正常化を始めつつある中、新興国株式市場にとって適温相場環境が整ったと考える。過去を振り返ると、このような環境の下、海外資金フローと新興国の景気の安定が期待され、新興国の株が先進国をアウトパフォームすることが多くみられた。このような適温相場環境は2023年上半年期にかけて続くと思込む。

### インド等内需主導の国のPMIが堅調

PMIは2極化の様相。東欧や、輸出に頼るマレーシアやベトナムは低下が顕著で、米景気減速の影響に注意。一方、インドが57.8と約2年ぶりの高水準へ上昇し、フィリピンなど内需主導のASEANの国や、物価上昇圧力が和らいだメキシコなどは50を上回る水準で推移。構造改革や中国からのサプライチェーン移転を背景に、インド、ASEANが米国とディカップリングする期待を強める内容と言えよう。

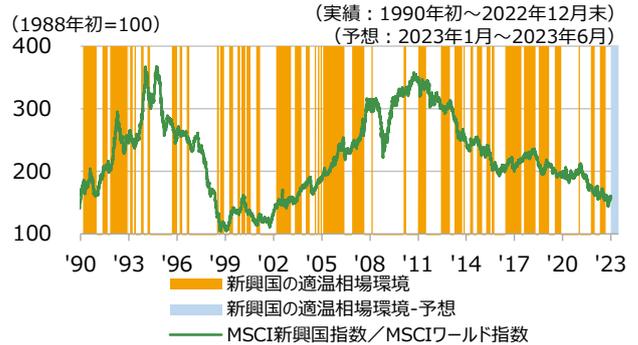
### インフレが低下基調で、利上げは終盤

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、低位推移の中国と、ウクライナ情勢の影響を受ける東欧を除き、多くの新興国で物価上昇率が2023年上半年期に低下傾向を辿ると見込まれる。さらに、アジア諸国やブラジルでは、物価が中銀の目標レンジに収まるとも予測されている。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状況。

### 中間層拡大のインドが注目を集める

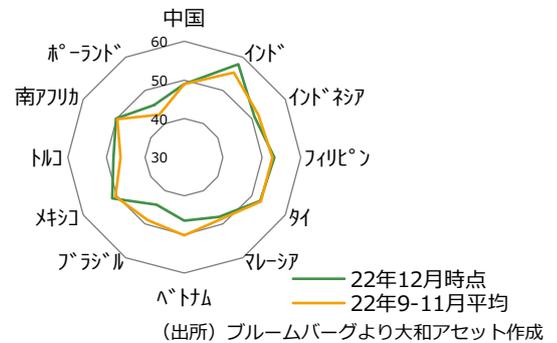
インドへの注目度が高い。2023年に人口が中国を超え世界最大になることや、6%を超える高成長（実質GDP成長率）、名目GDPが2027年に日本を超え世界3位に浮上すること等が見込まれ、名実ともに世界の大国へと邁進している。成長の原動力は高成長による中間層人口の大幅増加である。インドの中間層の人口比率は、今後約25年間で倍になると見込まれ、インドの高成長を後押ししよう。

### 新興国株が世界株をアウトパフォームする局面

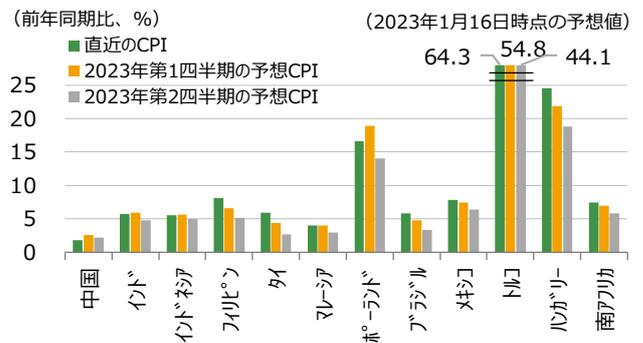


※新興国の適温相場環境とは、米鉱工業生産の前年同月比が-2.5%~5%、且つ中国鉱工業生産の前年同月比3カ月平均が-0.3%以上で推移する場合を指す。※2023年予測はOxford Economics等を参照。  
(出所) ブルームバーグ、Oxford Economicsより大和アセット作成

### 新興国の製造業PMI

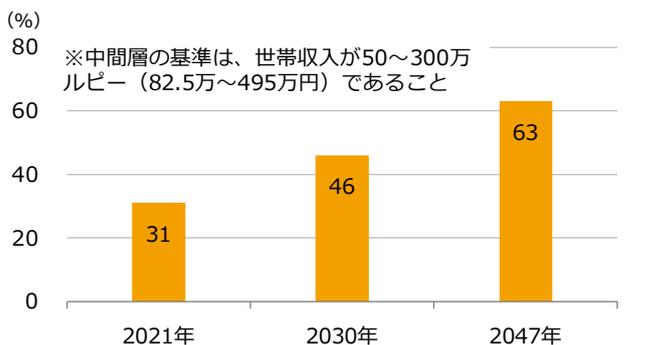


### 新興国の直近のCPIと2023年上半年期予想CPIの比較



※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

### インドの中間層人口比率の見通し



(出所) インドのシンクタンクPeople Research on India's Consumer Economy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、ブラジル、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、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続き、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。

### 米ドル高の和らぎがPERの支え

米ドル（米ドル指数）と新興国株のバリュエーションには、逆相関がみられる。11月以降の米ドル安を受け、新興国株式のバリュエーションは割安さもあり、切り上がりが進み、新興国株の対先進国比アウトパフォームに寄与。足元は、引き続き米ドルの動向に振られようが、米景気後退によるリスクオフの米ドル高が進む可能性は低く、新興国株のバリュエーションは底堅く推移すると予想。

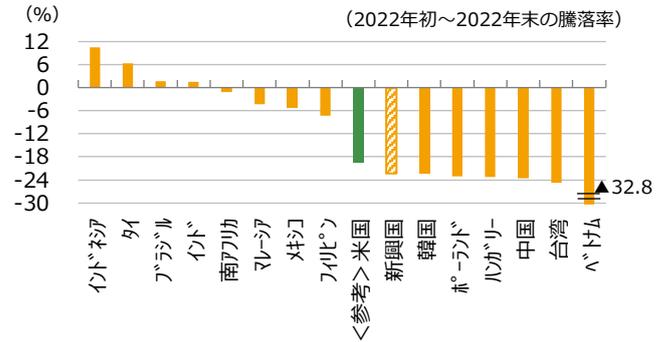
### インド株が高成長を取り込み堅調に推移

インドの高成長のけん引役は、個人消費とインフラ投資に代表される内需である。特に、名目賃金の10%に近い年間上昇率を背景に、個人消費は活発化。12月の個人向け貸出は前年同月比+23.1%と、コロナ直前につけた高水準近辺まで加速。強い需要は銀行の収益拡大に繋がり、銀行セクターが3割超を占めるSENSEX指数の上昇をけん引。インド株式市場がインドの高成長を取り込んでいると言えよう。

### インド株の予想EPSは上昇に転じよう

インド株の業績見通し（12カ月先予想EPS）は、経済正常化を織り込む形で2020年の夏を底に上昇傾向を続けた。2022年夏ごろは調整する場面があったが、資源高や金融引き締めを受けたもの。今後は、原油価格の調整や、利上げ一服への期待などを受け、12カ月先予想EPSが2024年度の高いEPS予想を織り込みつつ、再び上昇に転じると見込む。インド株の投資判断は「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

### ドルインデックスと新興国株のバリュエーション



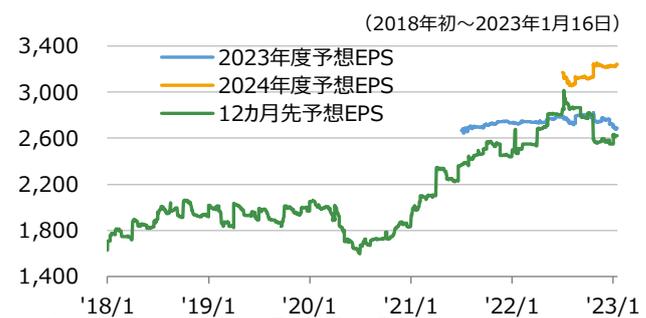
※PERはMSCI新興国指数ベース  
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

### インドSENSEX指数と個人向け貸出の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### インドSENSEX指数の予想EPS



※インドの会計年度は、当年4月から翌年3月まで  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成





## 為替

### 23年は対米ドルでの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する。

### 新興国への資金流入の加速を予想

10月中旬以降は、概ね新興国市場への資金が流入基調を続けている。特に、インド、ブラジル、メキシコ、タイ、ベトナム等へのマネー流入が目立つ。一方で、政治不安を受ける南アフリカやトルコ等が資金流出傾向にある。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続く中、新興国への資金流入が期待されよう。

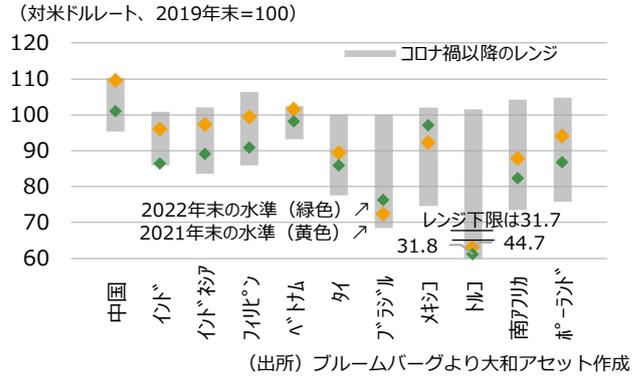
### 貿易収支の動向は良好

2022年後半の資源価格の下落を受け、資源を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鮮明化。また、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は後退し、新興国通貨の支えになろう。

### 海外資金がインドに流入

コロナ禍後の大幅な原油高を受け、2022年前半にはインドもその他の資源輸入国と同様に、資金流出に見舞われた。ただ、原油価格が調整に転じると不安が後退し、インドへの資金流入は回復。今後も、短期では利上げ一服期待や経済成長モメンタムの強さが資金流入要因になろう。また、構造改革の進展による高成長の持続期待を背景に、長期マネーも流入しやすい地合いが続こう。

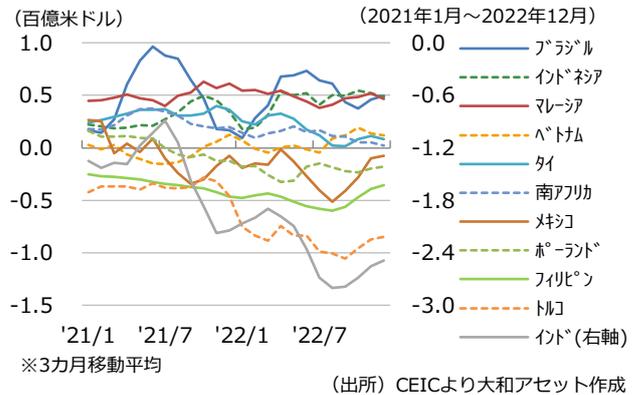
### 新興国通貨のコロナ後のレンジと2022年の変化



### 新興国市場への海外マネーの流入



### 主要新興国の貿易収支



### インド株式市場への海外からの資金流入





## 原油

### 70米ドル前後を下値に反発を見込む

原油価格はOECD加盟国の商業用原油在庫と逆相関の関係にあり、在庫が増加するとき（供給超過のとき）に価格は下落しやすい。EIAは当面、商業用原油在庫が増加し続けると予想しているが、供給超過が常態化すれば、OPECプラスの追加減産が需給均衡に導くと想定される。また、米国などが石油備蓄の積み増しに動くため、商業用原油在庫との連動性に比べて原油価格は高位で推移しやすいだろう。

### 需要拡大はアジアに依存

EIAによれば、欧米では過去2年の景気回復が一服し、今年と来年の原油消費量の伸びは小幅にとどまる（欧州は減少する）見通し。一方、中国を中心にアジアの景気回復が世界全体の消費量を押し上げる要因になると見込まれている。欧米の景気後退が深刻化しなければ、世界全体の消費量は増加を続ける公算が大きい。「減速すれど減少せず」であり、供給量の調整次第で原油価格の急落は回避されよう。

### OPECが供給の調整役となるか

今年はカナダ、ブラジル、ノルウェー（右図のその他に分類）などの増産が見込まれるものの、投資不足や人手不足により米国の増産が進むかは疑わしい。また、ロシアは大幅な減産が予想されるが、減産幅は制裁やその抜け道に依存するため、供給に関する不確実性は依然として大きい。そうした中で、原油価格に下押し圧力が強まれば、OPECプラスが追加減産に動くことで価格の下支えをめざすだろう。

### 米国のSPR積み増しも価格の下支え要因

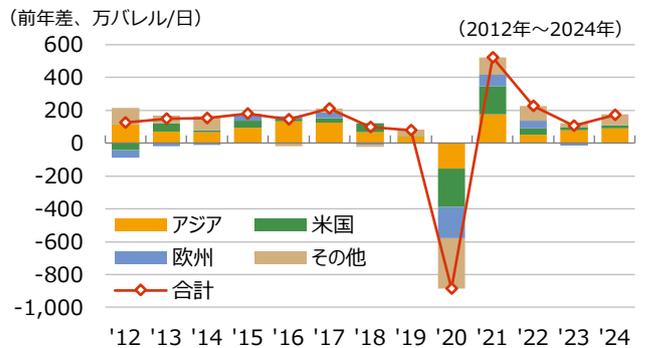
米政府は原油価格が67～72米ドルの時にSPRを積み増す方針。早速12月16日に2月受け渡し分で最大300万バレル購入すると発表した。SPRは昨年2.2億バレル放出されたが、これはEIA予想の向こう2年間でOECD加盟国の商業用原油在庫が増加する量を上回る規模。どれだけ買い戻すかは原油価格の動向に依存するが、過剰な供給は吸収可能なため、70米ドル前後を下抜けるハードルは相当に高い。

### 原油価格と原油在庫



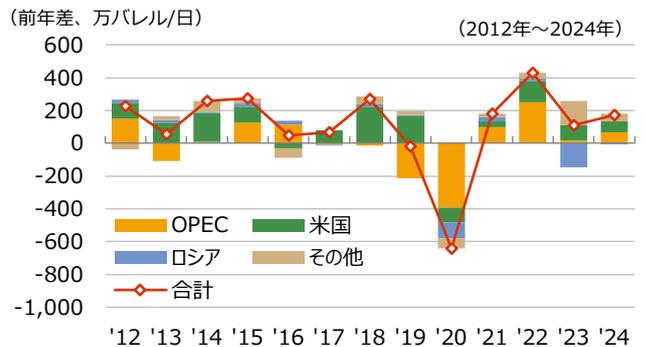
※○は当社の原油価格予想（2023年末、2024年末）  
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫（2023年1月以降はEIAの予想）  
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

### 世界の原油消費量の伸び



※2023年と2024年はEIAの予想 (出所) EIAより大和アセット作成

### 世界の産油量の伸び



※2023年と2024年はEIAの予想 (出所) EIA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



金

米ドル安から金高の様相に

昨年11月以降の米ドル建て金価格の上昇は、米ドル安が主因であった。しかし、年初からは米ドル建てだけでなく、ユーロ建ての金価格も上昇しており、金高の様相を呈しつつある。FRBの金融政策など外部要因の想定に変化はないが、中銀やETFなどに関する需給の改善を受け、金価格の予想値は今年末を1,700米ドルから1,900米ドルへ、来年末を1,850米ドルから2,000米ドルへ上方修正した。

金先物の買いが金価格の上昇を主導

2021年以降は金価格の短期的な上下動と投機筋の金先物ネットポジションが連動している。足元では、米国のインフレ沈静化期待によるFRBの利上げ打ち止めや将来的な利下げ転換などを材料に、金先物のネットロングポジションが拡大した模様。ただし、先物ポジションの変動に比べて金価格の上昇が大きく、後述の中銀の買いやETF残高の減少一服も金価格の上昇に一役買っているとみられる。

中銀の存在感が高まる

金の買い手として中銀の存在感も高まっている。特に中国が11月に2019年9月以来となる金準備の積み増しを実施したことが話題となった。またその量も32トンと大きい。ウズベキスタンやカザフスタンは金価格が上昇すれば売り手に回る傾向がある点に注意が必要だが、安定的な買い手となっているトルコに加え、中国が買い続ければ全体としても買い越し基調の継続が期待される。中国の動向に注目。

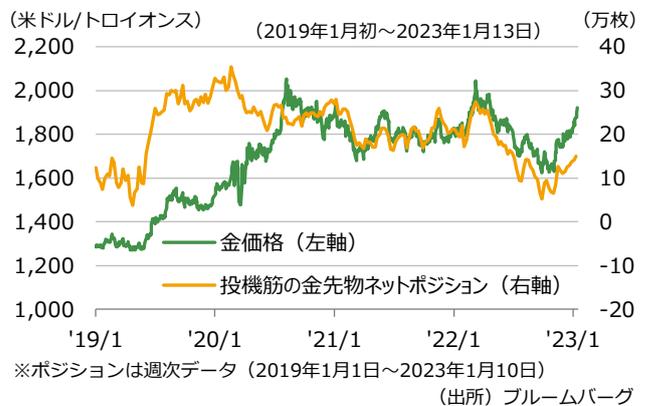
ETFの資金フローが流入超過に転じるか

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。しかし、最近の価格上昇に対してもETFの残高は拡大していない。逆に、昨年春以降の流出超過が一服しており、価格の押し下げ要因ともなっていない。最近の買い主体である先物の投資家や中銀の一部からは利益確定の売りが出ることも警戒されるため、今後の本格的な上昇のためにはETFへの資金フローが流入超過で推移する必要があるだろう。

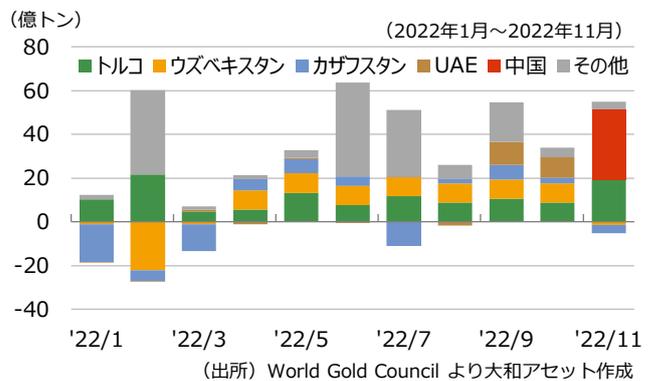
各通貨建ての金価格



金価格と投機筋の金先物ネットポジション



各中銀の金購入量



金価格と金ETFの残高



## 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	過去半年ほどの米CPIの伸び率鈍化により、インフレ率が加速すると言う意味での上振れ懸念はかなり後退している。しかし、市場が期待しているほどにはインフレが鈍化しないリスクは依然残っていると見え、その場合の市場への影響も決して小さくはないと思われる。最近の市場では中国の景気回復期待が高まりつつあるが、景気回復＝需要増加＝インフレ押し上げ要因である点には留意が必要だろう。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だろう。
日銀による早期あるいは大幅な金融政策の変更	中	中	小	2022年12月の金融政策決定会合で、日銀は予想外の政策修正を行った。しかし、今のところ日銀が期待したイールドカーブの歪みの改善は不十分であり、市場はさらなる政策修正思惑を高める結果となっている。YCCはその仕組み上、事前に政策変更を織り込ませることが困難であるため、変更時の市場の変動が大きくならざるを得ないと考えられる。そのボラティリティが市場に投機を呼び寄せる原因にもなっている。政策変更時に大きな影響が出る市場は日本金利、日本株式、為替（米ドル円）とみられるが、世界の金利のアンカー役ともいえる日本の政策変更は、国際金融市場に予想以上の影響を与える恐れもあるだろう。
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。下院議長選出における混乱は、その懸念が顕在化したといえよう。今後、夏といわれる債務上限問題のタイムリミットが徐々に近付く中、バイデン大統領の機密文書問題や、ハンター・バイデン氏の疑惑など、混乱の火種は少なくない。
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が緩和され、感染状況も1月は12月より改善していると報じられているが、情報は断片的であり、リスクが去ったと断定することはまだできないだろう。
ウクライナに対するロシアの非人道的攻撃の拡大により第3次大戦懸念	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るだろう。しかし、ウクライナからの撤退はプーチン大統領のロシア国内での立場を危うくするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。間もなく侵攻開始から1年になるが、プーチン大統領が国内に誇れる戦果を上げるため、短期的にウクライナへの攻撃を激化させる恐れがある。それが人道上の懸念を招く場合、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＋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が警戒感を若干高め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言えない。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

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		1/16	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.50%	0.00	4.25	2.75
ユーロ圏	中銀預金金利	2.00%	0.00	2.50	2.50
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%	0.00	4.00	2.50
豪州	キャッシュ・レート	3.10%	0.00	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	3.50%	0.00	3.25	2.75
インド	レポ金利	6.25%	0.00	2.25	1.10
インドネシア	7日物借入金金利	5.50%	0.25	2.00	0.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	10.50%	0.00	5.00	3.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-1.00	1.25
トルコ	1週間物レポ金利	9.00%	0.00	-5.00	-2.25

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		1/16	1カ月	1年	3年
米国		3.50%	0.02	1.72	1.70
ドイツ		2.18%	0.02	2.22	2.39
日本		0.53%	0.27	0.38	0.51
カナダ		2.86%	0.05	1.09	1.31
豪州		3.59%	0.14	1.74	2.41
中国		2.92%	0.00	0.13	-0.18
ブラジル		12.71%	-0.76	1.35	5.48
英国		3.38%	0.05	2.23	2.74
インド		7.33%	0.05	0.75	0.73
インドネシア		6.76%	-0.14	0.37	-0.09
メキシコ		8.50%	-0.26	0.81	1.64
ロシア		10.39%	0.03	1.13	4.10
トルコ		9.18%	-0.94	-13.60	-1.30

株価指数		直近値 期間別変化率			
		1/16	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,303	4.2%	-4.5%	17.1%
	S&P500	3,999	3.8%	-14.2%	20.6%
ユーロ圏	STOXX 50	4,157	9.3%	-2.7%	10.1%
日本	日経平均株価	25,822	-6.2%	-8.2%	7.9%
	TOPIX	1,886	-3.3%	-4.6%	9.1%
中国	MSCI中国	72.27	12.8%	-15.1%	-19.0%
インド	MSCIインド	2,047	-2.1%	-4.1%	46.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,156	-4.6%	3.4%	-3.2%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,067	1.3%	-28.7%	9.5%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		1/16	1カ月	1年	3年
米ドル		128.58	-5.9%	12.6%	16.7%
ユーロ		139.14	-3.9%	6.7%	13.4%
カナダ・ドル		95.92	-3.8%	5.4%	13.6%
豪ドル		89.41	-2.1%	8.6%	17.7%
人民元		19.08	-2.6%	6.5%	19.3%
ブラジル・リアル		24.98	-2.9%	21.1%	-5.1%
英ポンド		156.78	-5.6%	0.4%	8.8%
インド・ルピー		1.57	-5.0%	2.2%	1.3%
インドネシア・ルピア		0.85	-2.6%	6.9%	5.8%
フィリピン・ペソ		2.35	-4.8%	5.6%	8.6%
ベトナム・ドン		0.55	-5.4%	9.4%	15.3%
メキシコ・ペソ		6.85	-0.8%	21.8%	16.7%
ロシア・ルーブル		1.87	-11.4%	25.2%	4.6%
トルコ・リラ		6.85	-6.5%	-19.1%	-63.5%

リート		直近値 期間別変化率			
		1/16	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,292	5.4%	-16.6%	3.5%
日本	東証REIT指数	1,824	-7.8%	-8.5%	-14.9%

商品		直近値 期間別変化率			
		1/16	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	79.86	7.5%	-4.7%	36.5%
金	COMEX金先物価格	1,922	7.4%	5.8%	23.9%

※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)

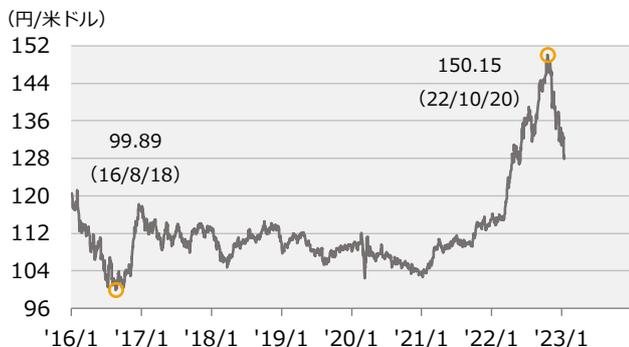


※グラフの期間は2016年1月初～2023年1月16日

(出所) ブルームバーグ

## 為替レート・商品価格 - 推移

### 米ドル



### ユーロ



### カナダ・ドル



### 豪ドル



### 中国人民元



### ブラジル・レアル



### WTI原油先物価格



### COMEX金先物価格



※グラフの期間は2016年1月初～2023年1月16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	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：平均して2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>
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	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年2月、3月、5月に各0.25%ポイントの追加利上げ。</li> <li>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。</li> <li>2024年は累計1.00%ポイントの利下げ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年2、3月に各0.5%ポイントの追加利上げ。</li> <li>2024年に計1%ポイントの利下げ。</li> <li>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。</li> <li>TLTROⅢの期限前返済促進。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>

(出所) FRB、ECB、日本銀行

## タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

年	月	日本	欧米	その他地域
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	●東京マラソン (5日) ●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)	●ワールド・ベースボール・クラシック (米国、8-21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 (5日) ●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	●こども家庭庁発足 (1日) ●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) ●カンボジア総選挙 (23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	●インボイス制度の開始 (1日) ●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) ●アルゼンチン大統領・議会選 (29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) ●大納会 (29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議 (中旬) ●ブラジル金融政策決定会合 (13日)
	2024年	1月	●大発会 (4日) ●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (月内)	●FOMC (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、それらはい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。
- 当資料に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：担保付補充貸出、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：2023年1月16日）  
（発行日：2023年1月20日）