

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

4

APR. 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

インフレ抑制と金融安定性のバランス

- Ⅰ 前月号では全体のテーマを「ソフトランディングと金融引き締めの関係」としたが、その関係は変わった。新たな関係は「インフレ抑制と金融安定性のバランス」である。
- Ⅰ 金融不安が広がりを見せる中、当社はまずはインフレ抑制を重視すべきと考えている。しかし、金融安定性も考慮すべきと考えている。もっとも、先行きの金融政策はSVB問題の波及度合い次第。特に消費者センチメントや貸出を通じた実体経済への波及を注視したい。



- 経 … 景気後退予想を維持、短期的には上振れリスクも銀行不安が中期的な下押し圧力に。
- 株 … 信用不安の後退待ち。信用不安の金融政策への影響も注意が必要。
- 債 … 中期的な長期金利低下を予想、金融不安次第では上下大きく振れやすい局面。
- リ … 金利や不動産価格の動向に注目。
- 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。



- 経 … 高インフレと金融引き締め強化を受けて、2023年中はゼロ近傍の成長が継続。
- 株 … クレディ・スイスの買収により域内の信用不安が後退するかを注視。
- 債 … ECBの金融引き締め強化による景気悪化、インフレ期待の下振れで、長期金利は低下。
- 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。



- 経 … 経済活動正常化さらに進むも物価高による負担増、財需要の減速が重しに。
- 株 … 欧米の信用不安の影響は限定的であり、相対的に安心感。
- 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 … 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。
- 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。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 経済の失速を回避しつつ、インフレ抑制に成功する可能性が高まる。
- 債 … 政策金利は年内据え置き。来年以降の利下げが近づくことで長期金利は低下傾向へ。
- 為 … 来年以降の利下げ幅は米国より小さく、原油価格上昇も支えに、対米ドルで増価予想。



豪州

- 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 … 利上げは停止間近。インフレ沈静化には時間を要するため、高金利政策は長期化。
- 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。



中国

- 経 … 2月以降、本格的に経済活動正常化も、不動産業の回復鈍く緩やかな景気回復を予想。
- 株 … 米中摩擦等が株価指数の上値を重くするも、テーマ株の投資妙味が高まる局面に。
- 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 … 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、将来的な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

「関係」の変化

前回号では「ソフトランディングと金融引き締め
の関係」としたが、その関係は変わった。新たな関係は「インフレ抑制と金融安定性のバランス」である。過去1カ月の特徴の1つは米シリコンバレー銀行（SVB）の破綻に端を発した金融不安。当社は一次的には個別金融機関の問題だと考えているが、問題の本質が調達金利が運用金利を上回る逆算にあることから、同様の銀行は他にもあるとも考えられる。

金融不安の拡がり

実際に市場も個別金融機関の問題とは片付けず、不安は他銀行・他国へと拡がりを見せている。また、その影響は金融政策の見通しにも及んでいる。例えば、それまでの米政策金利の見通しは想定以上に強い景気・インフレを背景に、利上げの最終地点の引き上げと利下げ開始時期の先送り方向であったが、SVB問題をきっかけに早期利上げ打ち止め、かつ年後半に利下げ開始へと市場の織り込みが変わった。

インフレ抑制と金融安定性のバランス

FRB（+他中央銀行）にとって悩ましいのは、インフレ抑制と金融安定性のどちらを優先すべきかということ。インフレ抑制であれば金融引き締め継続であり、金融安定性であれば金融緩和に舵を切ることになる。当社はインフレ抑制を重視すべきと考えているが、金融安定性も考慮すべきと考えている。また、SVB問題は基本的にネガティブ材料であるが、以下の通り、必ずしもネガティブばかりでもない。

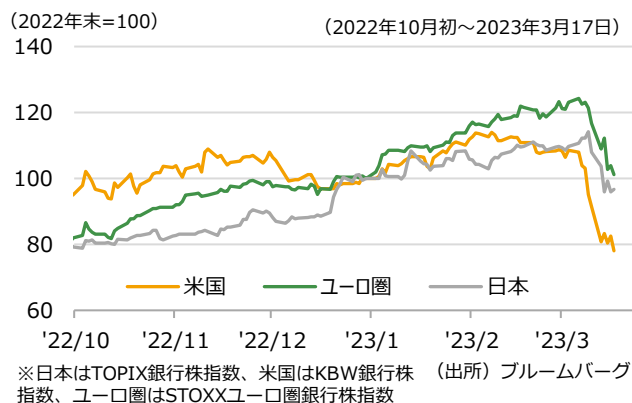
実体経済への波及を注視

1つは実体経済への影響。銀行の貸出抑制（逆算回避）を通して実体経済に下押し圧力がかかり、これはインフレ抑制という観点では好都合。もう1つは利下げ開始時期の前ずれ。SVB問題の本質が逆算にあることから、その治療法は順算にすることで、その方法は利下げ。もっとも先行きの金融政策はSVB問題の波及度合い次第。特に消費者センチメントや貸出を通じた実体経済への波及を注視したい。

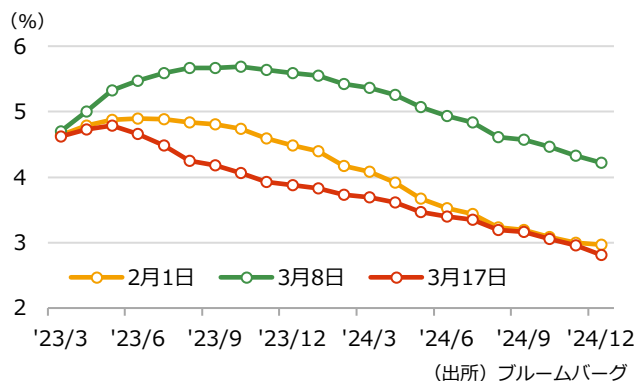
米S&P500とKBW銀行株指数



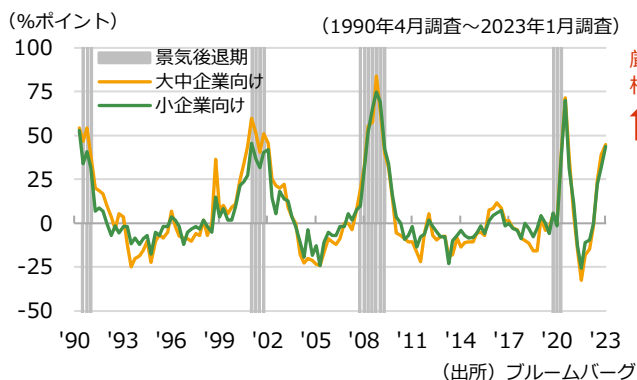
日米欧の銀行株指数



市場が予想する米政策金利の経路



米国銀行の貸出基準



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				景気後退予想を維持、短期的には上振れリスクも銀行不安が中期的な下押し圧力に。 高インフレと金融引き締め強化を受けて、2023年中はゼロ近傍の成長が継続。 経済活動正常化さらに進むも、物価高による負担増、財需要の減速が重しに。 経済の失速を回避しつつ、インフレ抑制に成功する可能性が高まる。 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、本格的に経済活動正常化も、不動産業の回復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				信用不安の後退待ち。信用不安の金融政策への影響も注意が必要。 クレディ・スイスの買収により域内の信用不安が後退するかを注視。 欧米の信用不安の影響は限定的であり、相対的に安心感。 米中摩擦等が株価指数の上値を重くするも、テーマ株の投資妙味が高まる局面に。 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利上げ継続の影響を受け、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				
	ベトナム				

債券	米国				中期的な長期金利低下を予想、金融不安次第では上下大きく振れやすい局面。 ECBの金融引き締め強化による景気悪化、インフレ期待の下振れで、長期金利は低下。 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。 政策金利は年内据え置き。来年以降の利下げが近づくことで長期金利は低下傾向へ。 利上げは停止間近。インフレ沈静化には時間を要するため、高金利政策は長期化。 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、将来的な利下げを意識した債券価格の上昇も想定される。 中期的な物価目標の達成を視野にBOEは既に利上げ打ち止めで、長期金利は低下へ。 原油価格の下落、世界債券インデックス入りへの期待などが支えとなり、選好されやすい。 利上げ終了の可能性や、実質金利の高さから、当面長期金利に低下圧力がかけやすい。 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 5月の大統領・議会選挙で政権交代が起これば利上げに転じる公算大。
	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				金利や不動産価格の動向に注目。 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				米国の石油備蓄増し期待により、WTI原油は70米ドル前後で支えられるか注目。 金融安定、インフレ抑制、景気堅調の金に悪い組み合わせが実現する可能性は低い。
	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。 来年以降の利下げ幅は米国より小さく、原油価格上昇も支えに、対米ドルで増価予想。 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。 貿易赤字の縮小、中銀の介入等を受け、外部環境悪化の局面でも底堅い推移を予想。 資源輸出増による経常収支の改善が下支えになるも、当面は外部環境に注意が必要。 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 エルドアン大統領続投なら緩やかなリラ安継続。政権交代なら一時的なリラ高の可能性。
	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	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	5.9	2.1	-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	3.5	0.3	1.0	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.00 3.50	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.6	1.2
日本	2.1	1.0	1.4	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	4.9	3.7	0.5	1.0	0.25	4.25	4.50	3.50	1.43	3.30	2.9	2.6
豪州	5.2	3.6	1.5	1.6	0.10	3.10	3.85	3.35	1.67	4.05	3.5	3.0
中国	8.4	3.0	5.4	5.0	2.95	2.75	2.75	2.85	2.78	2.84	3.0	3.2
ブラジル	5.0	2.9	1.2	1.8	9.25	13.75	10.75	8.00	10.94	12.71	11.0	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国 NYダウ	36,338 18.7%	33,147 -8.8%	35,700 7.7%	37,000 3.6%	米ドル	115.08円 11.5%	131.12円 13.9%	125円 -4.7%	120円 -4.0%
米国 S&P500	4,766 26.9%	3,840 -19.4%	4,250 10.7%	4,500 5.9%	ユーロ	130.90円 3.7%	140.41円 7.3%	132円 -6.0%	127円 -3.8%
欧州 STOXX 50	4,298 21.0%	3,794 -11.7%	4,250 12.0%	4,430 4.2%	カナダ・ドル	91.08円 12.3%	96.76円 6.2%	96円 -0.8%	94円 -2.1%
日本 日経平均株価	28,792 4.9%	26,095 -9.4%	31,000 18.8%	33,000 6.5%	豪ドル	83.68円 5.3%	89.37円 6.8%	91円 1.8%	89円 -2.2%
日本 TOPIX	1,992 10.4%	1,892 -5.1%	2,210 16.8%	2,350 6.3%	中国人民元	18.11円 14.7%	19.16円 5.8%	18.8円 -1.9%	18.5円 -1.6%
中国 MSCI	84.29 -22.4%	64.47 -23.5%	70 8.6%	77 10.0%	ブラジル・レアル	20.65円 3.8%	24.80円 20.1%	26.6円 7.2%	25.5円 -4.1%

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

(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	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
英国	7.6	4.0	0.0	1.2	0.25	3.50	4.25	3.00	0.97	3.67	2.6	2.2
インド*1	9.1	7.0	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	5.3	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	7.6	5.5	5.3	2.00	5.50	6.25	5.75	2.18	4.49	4.2	3.5
ベトナム	2.6	8.0	6.2	6.5	4.00	6.00	6.00	5.50	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	1.0	1.5	5.50	10.50	11.50	9.50	7.57	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-2.1	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.6	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 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 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%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	1.77円	-	-
						9.7%	15.5%	-	-
					トルコ・リラ	8.55円	7.00円	6.3円	5.5円
						-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（2022年は実績見込み）

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

短期的な景気モメンタムの上振れ

実体経済は高金利政策の影響で低迷し始めたと思われたが、2月から再び盛り返している。景気指標の発表値と市場予想値の乖離度合いを定量化した経済サプライズ指数は2月にプラス転換（発表値の上振れ）した上、3月に一段と上昇。アトランタ連銀が日々算出する1-3月期のGDP推計値は16日時点で前期比年率+3.2%と、3四半期連続で潜在成長率を大きく上回る加速を記録する勢いとなっている。

労働市場の過熱感は大きく後退せず

2月雇用統計は堅調な結果。非農業部門の雇用者数は前月比+31.1万人と、昨年後半見られた雇用増の鈍化は小休止。失業率は3.6%と前月の3.4%から上昇したものの、労働参加率の上昇に伴う動き。求人数が失業者数を大きく上回った状況に変わりなく、労働需給のひっ迫が継続している。ただし、労働市場全体に先行する人材派遣サービス業が弱い動きとなるなど、必ずしも好調一辺倒ではない点には留意。

インフレは鈍化するどころか再加速

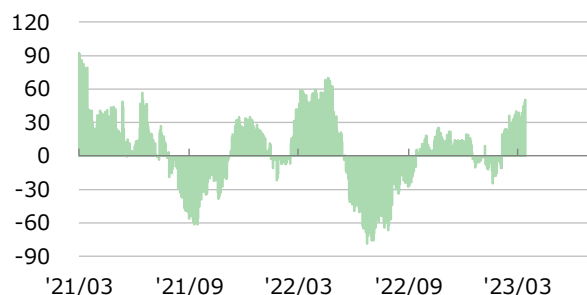
2月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.5%と、1月の同+0.4%から若干加速。小数第2位まで踏まれば見た目ほどの加速感はないとはいえ、インフレ鈍化傾向が小休止したことの意味は大きい。CPI中央値やトリム平均値などを含めた基調的な物価上昇圧力はインフレ目標相当の上昇率を優に上回ったままであり、FRBがインフレ抑制に向けた「完全な自信」を得るには程遠い状況である。

金融不安は貸出態度の更なる厳格化へ

インフレ抑制に向けた金融引き締め継続が必要。一方、金融不安は景気に影を落とす。今回の銀行破綻は特殊事例とされるが、低金利な預金から高金利なMMFへの流出観測など、小規模銀行での預金減少は一過性とも言い難い。小規模銀行が総貸出の半分近くを占め、経済面での重要性は小さくない。金融機関への厳しい目が金融機関の貸出態度を一段と硬化させれば、中期的な景気下押し圧力は強まろう。

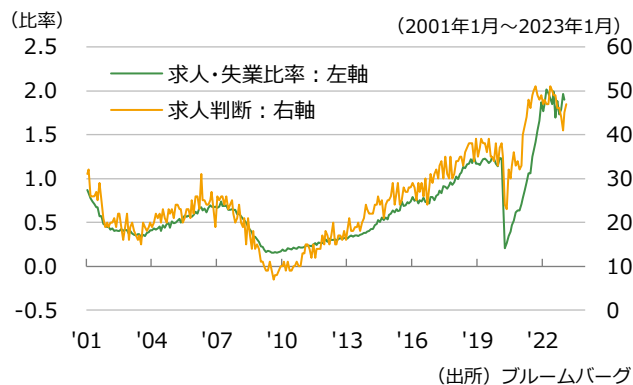
経済サプライズ指数

(2021年3月1日～2023年3月17日)



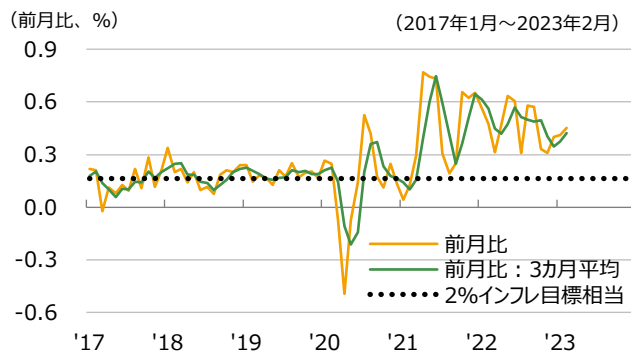
(出所) ブルームバーグ

求人・失業比率と求人判断



(出所) ブルームバーグ

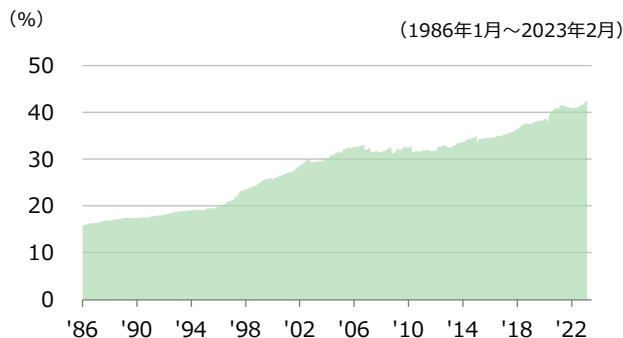
食品・エネルギーを除くコアCPI



(注) インフレ目標は前年比ベース

(出所) ブルームバーグ

総貸出に占める小規模銀行の比率



(出所) ブルームバーグ



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。一部米銀発の信用不安の影響により直近1カ月の株価は下落。FRBとFDICが破綻2行の預金保証や金融機関に対する流動性供給を発表済みであり、迅速な対応は評価出来る。しかし、信用不安が落ち着いたとはまだ言えず、同問題がFRBの利上げペースに与える影響など、不確実性が高まったことは否めない。当面、株価は不安定な動きになり易いと考え。

バリュエーションの割高感は解消

S&P500の12カ月先予想PERは17倍台、リスクプレミアムは2.3%程度。株価下落によりバリュエーション面での割高感はある程度解消された。信用不安が後退すれば、株式市場の関心は再び金融政策に回帰すると考える。信用不安により利上げペース等の不確実性が高まったFRBの金融政策の方向性が、今後のFOMCにおいて明らかとなれば、バリュエーションに上昇余地が出ることが期待されよう。

預金の変動は破綻2行が特に目立つ

SVBの破綻は急増した預金を長期・固定で運用したことで、預金が減少に転じた際、払い出しに応じられなくなったためとみられる。右図は主要銀行株の預金額を新型コロナ前比と直近ピーク比で見たもの。右下にあるほど上記観点でのリスクがある。しかし、多くの銀行株は破綻2行と比べると預金額の変動は小さく、預金の取り付けには注意が必要であるものの、リスクは相対的には小さいと考える。

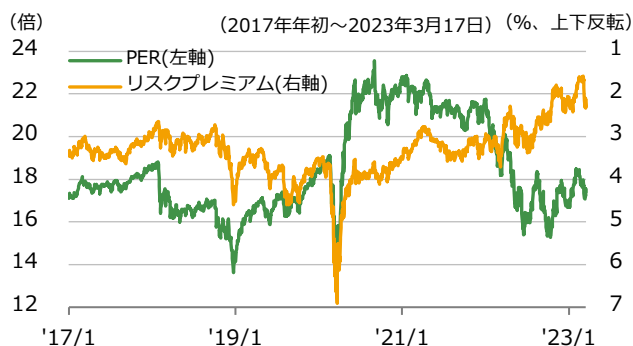
信用不安の後退待ち

株式市場における先行きの警戒感を表すVIX指数は直近で25台と極端な上昇には至らず。今回の信用不安が特定の銀行の問題と解釈されていることを示唆する一方、更なる銀行の破綻が発生した際にはもう一段の株価下落余地があるとも言える。流動性供給などFRBは信用不安に対して必要かつ迅速な対応を実施済みである。破綻の連鎖が止まり、株式市場のマインドが改善するタイミングを待ちたい。

S&P500の推移

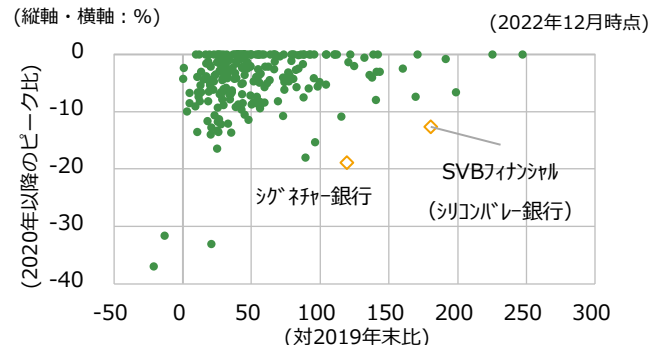


S&P500のPERとリスクプレミアム



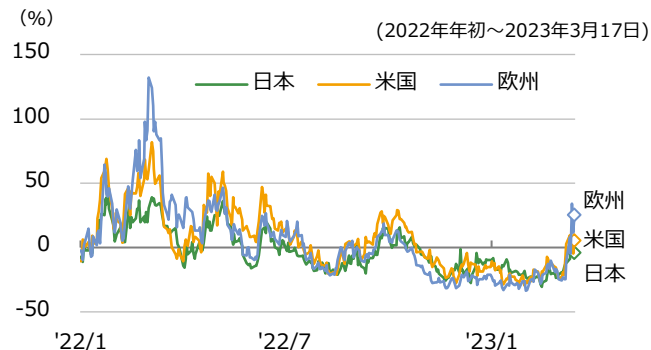
※PERは12カ月先予想PER

米国銀行セクター銘柄の預金額の状況



※対象は23/3/8時点のラッセル3000銀行業指数の構成銘柄
※貸借対照表計上の預金額であり、合併などの影響は排除していない
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ボラティリティ指数・200日移動平均からの乖離率



※対象指数は日本：日経平均株価、米国：S&P500、欧州：ユーロSTOXX50
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

インフレ抑制と金融安定性のバランス

FRBは3月FOMCで0.25%ポイントの追加利上げを決定、政策金利を4.75-5.00%へ引き上げた。金融不安が台頭したものの、FRBはインフレ抑制を引き続き優先した格好。FOMC参加者のFF金利見通しは中央値で年末：5.00-5.25%、来年末：4.25%と、前回からほぼ変更なし。インフレこそ上振れたが、貸出態度の厳格化が利上げの代替となることを踏まえ、大幅な金融引き締めを避けた形と言える。

当面は金融不安に左右される展開へ

金利先物市場は年内と来年に各1%ポイント前後の利下げを織り込んでいる。長短金利差の逆転が銀行の経営悪化を招いているものの、過去の事例も踏まれば、金融緩和への転換は流動性危機が発生する場合となろう。当面の債券市場は金融引き締めと金融不安の中で揺れ動きやすく、金融不安が後退へと向かえば短期的には金利上昇圧力が高まろう。

リート

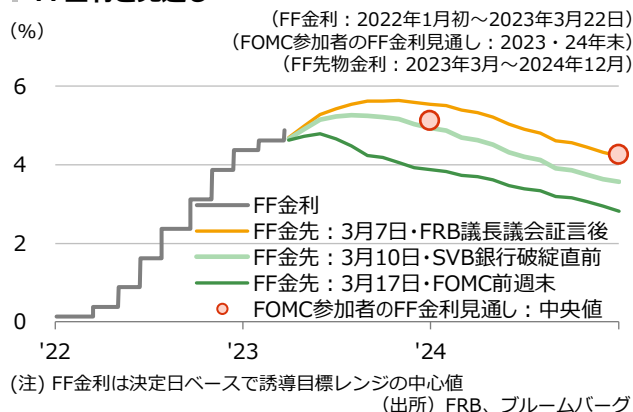
銀行破綻でリスクオフ

米国リート市場は、2月以降金融引き締めへの警戒感などから下落基調だったが、3月には米銀の破綻などから投資家のリスク回避姿勢が強まりさらに下落。銀行破綻の米国リートへの直接的な影響は限定的だが、信用不安の高まりは株価の重しとなろう。一方で長期金利は低下傾向となっており、顧客基盤が強固で業績が堅調な銘柄にとっては負債調達コスト低下の機会となろう。

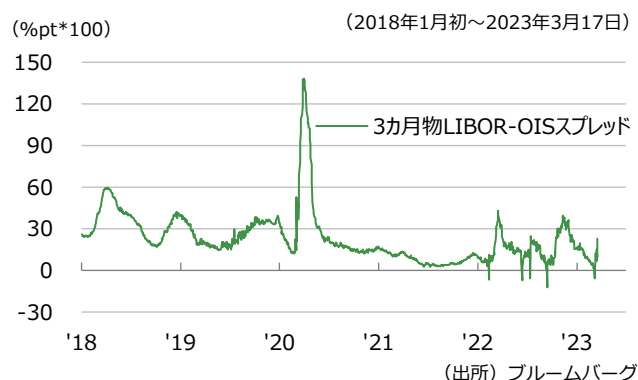
利回り差は拡大

株価は下落し、長期金利は低下したため、予想配当利回りと長期金利の利回り差は1%近辺まで拡大。信用不安によるリスクオフ局面ではリートは売られやすい。一方で米国リートはオフィスなど景気敏感なセクターウェイトが小さく、通信インフラや住宅など需要が安定的なセクターが大部分を占める。米国リート再評価のタイミングを待ちたい。

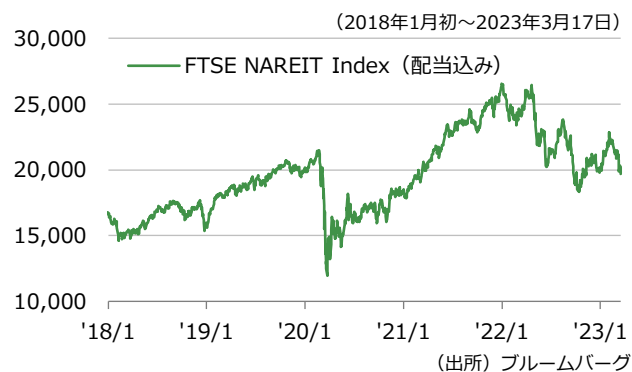
FF金利と見通し



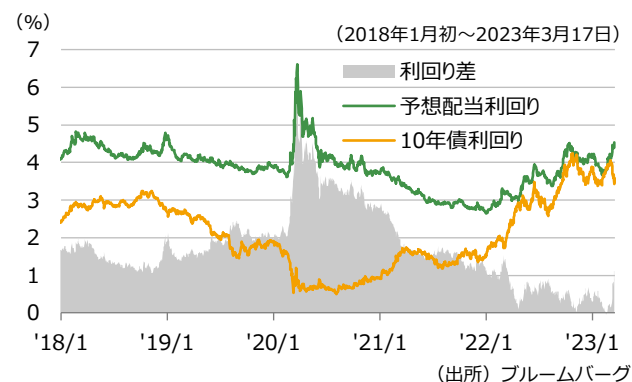
短期金融市場に見る銀行システムの健全度合い



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

日米金利差に連動する米ドル円

日米5年国債金利差と米ドル円は中長期的に連動している。昨年の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11月以降は米ドルの割高感が解消した。12月以降は日銀の政策修正が影響し、日米金利差のわりに米ドル円の水準が低くなった。最近では、米ドル円が日米金利差の動きに反して動くケースは減っている。

米ドル円は120～138円程度で推移か

日米5年国債金利差が3.7%なら米ドル円は138.6円を中心に130.2～147.0円（推計値±標準誤差×2）、3.0%なら131.0円を中心に122.6～139.4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円程度のレンジ内で下落傾向と予想。

米実質金利低下による米ドル安が再開

米ドル高を促した米実質金利（5年）は昨年9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇した後、低下に転じた。今年2月に米雇用統計や物価統計の予想以上の強さから、期待インフレ率と実質金利がともに上昇したが、3月には再び低下に転じた。実質金利の低下による米ドル安圧力が再開しており、米経済統計とFRBのタカ派姿勢が弱まることにより、実質金利の低下と米ドル安が進む可能性が高い。

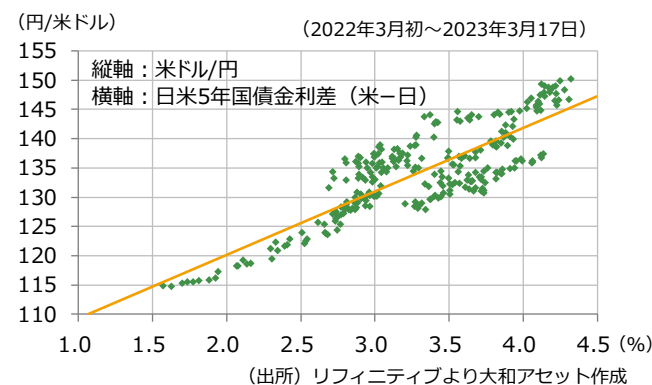
原油・金価格比率低迷で米ドル円も反落

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る。今年は欧米金利上昇の一方でリスクオフが強まったため、原油・金価格比率が低迷しており、一旦は上昇した米ドル円も反落しつつある。

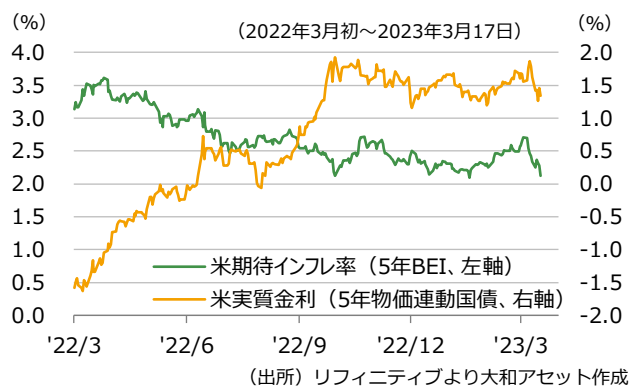
日米5年国債金利差と米ドル円



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

2023年中はゼロ近傍の成長が継続

2022年10-12月期の実質GDPは前期比0.0%、前期比年率▲0.1%に改定され、2021年4-6月期以降の増加が途切れた。個人消費、固定資本形成の減少が要因。それでも、12月時点のECBの想定よりは強い。インフレ率は高いままで、ECBの金融引き締め強化が需要を押し下げる一方、昨秋以降のエネルギー価格の下落が景気下支えに寄与し、2023年中はこのままゼロ近傍の成長が継続すると見込む。

景況感は中立前後での推移が長期化

PMIは足元で製造業が50をやや下回る、サービス業が50をやや上回る水準にあり、両者を合算した総合指数は独仏伊西ともに50を上回っている。天然ガス価格が暖冬と調達先の代替等を要因に、ロシアによるウクライナ侵攻前の2021年8月以来の水準にまで下落するなど、エネルギー不安が後退したことが大きい。しかし、ECBの金融引き締めが先鋭化しているため、景況感の一段の浮揚は限られよう。

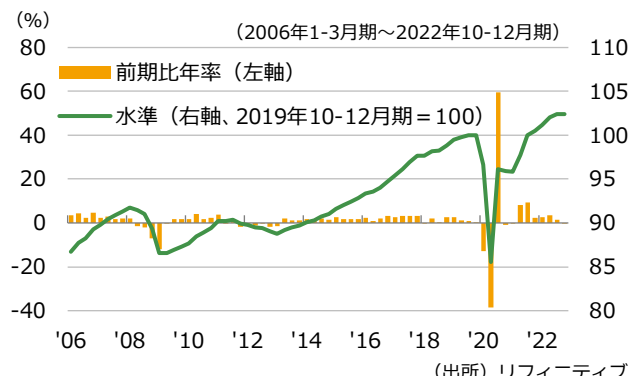
インフレ率を下回る賃金の伸び

ユーロ圏の失業率は過去1年に亘ってユーロ発足来最低水準の6.6%~6.8%で推移しており、労働需給がひっ迫するなか、賃金の伸びが加速しつつある。それでも、高インフレ下で賃金の伸びはインフレ率を下回っており、実質小売上高は2021年半ば以降減少基調にある。賃金の伸びが一段と加速するかはともかく、インフレ率の低下が実質購買力の増加をもたらす、個人消費の逆風を弱めよう。

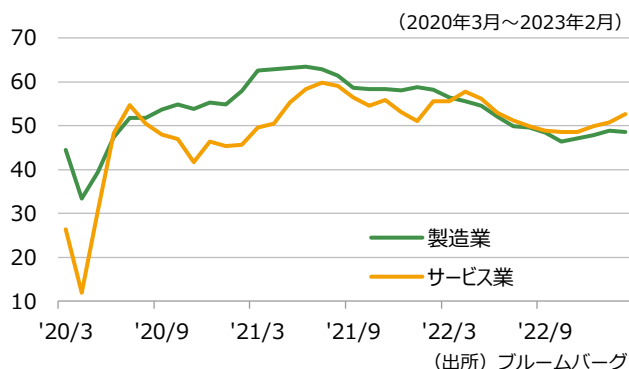
コアのインフレ率の上昇が収まらず

2月消費者物価指数は総合で前年同月比8.5%と、昨年10月の10.6%をピークに少しずつ伸びが鈍化している。エネルギー価格の下落が主因。対照的に、食品・エネルギー等を除くコアは直近に至るまで伸びが加速している。エネルギー価格下落の間接的な影響や金融引き締めの効果が早晚コアの鈍化をもたらすと思われ、それまではECBのタカ派姿勢を助長しかねず、過度な金融引き締めに至る恐れも。

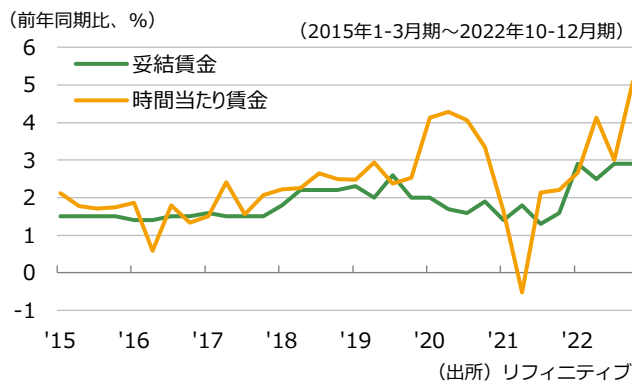
実質GDP



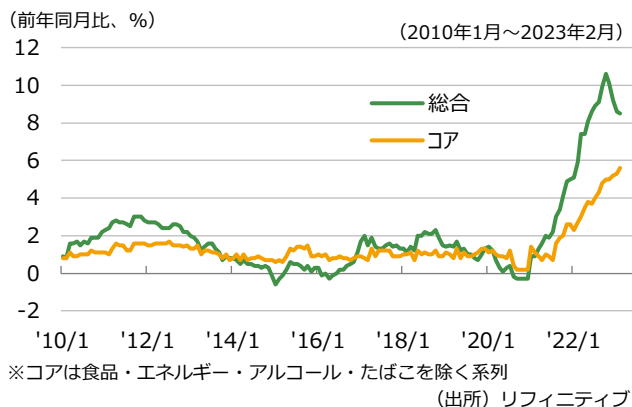
PMI



賃金



消費者物価指数





株式

中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。米国発の信用不安の影響に加え、域内大手であるクレディ・スイスの株価下落の影響もあり直近1カ月の欧州株は下落。資源価格下落の寄与もあり2月の消費者景況感指数が改善したことはポジティブであり、さらなる改善余地も残ると考える。しかし、ECBの利上げの不透明感や信用不安の影響により、当面、株価は不安定な動きが続き易いと考えます。

信用不安の動向を注視

欧州株のボラティリティ指数であるVSTOXX指数は過去平均と比べて高い水準にあるものの、欧州債務危機や新型コロナウイルス発生当初と比べると大幅に低い水準。19日にはUBSがクレディ・スイスを買収すると発表。信用不安を拡大させないための政府や中銀の迅速な対応も行われている。信用不安が沈静化に向かうかを注視したい。

債券・金利

ECBは次回5月で利上げ打ち止めか

米国の複数の銀行破綻やクレディ・スイスの経営不安に伴う金融市場の緊張にも拘らず、ECBは予告通りに3月も0.5%ポイントの利上げを実施した。今後の金融政策方針については、不確実性の高さを理由に、会合毎にデータに基づいて判断する重要性を強調した。当面の金融市場の落ち着きを前提に次回5月も0.5%ポイントの利上げを見込むが、結果的にそこで利上げ打ち止めとなろう。

金融引き締めで長期金利はむしろ低下へ

貸出促進のための長期資金供給オペの11~3月の期限前返済額は計9,308億ユーロに及ぶ。また、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うち月間150億ユーロを上限に3月から再投資を停止した。利上げと量的引き締めに伴う景気見通し、インフレ期待の下振れだけでなく、潜在的な金融不安もあり、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

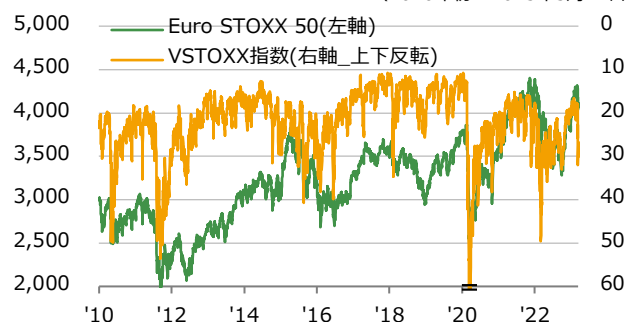
(2020年初~2023年3月17日)



(出所) リフィニティブ

株価指数とボラティリティ指数

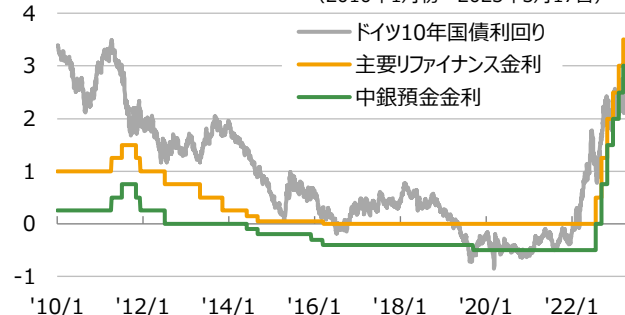
(2010年初~2023年3月17日)



※VSTOXX指数はEuro STOXX50指数を対象としたボラティリティ指数
(出所) ブルームバーグ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~2023年3月17日)

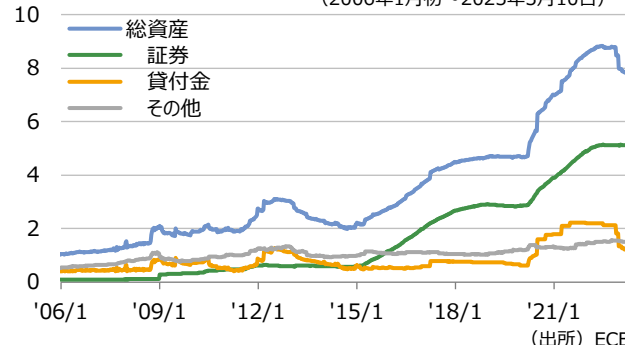


※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

ECBの資産残高

(兆ユーロ) (2006年1月初~2023年3月10日)



(出所) ECB



為替

金利差縮小とともにユーロ安・円高か

ユーロ圏のインフレ期待が高まるなかでECBの利上げ織り込みが進み、独日5年国債金利差は拡大してきたが、金利差動向のわりにユーロ高・円安は鈍い。日銀の政策修正が円高に働いたうえ、政策修正に伴う欧米金利上昇がリスクオフのユーロ安・円高に働いたからだ。最近では米銀行破綻に伴う独日金利差縮小やリスクオフがユーロ安・円高に作用。今後、独日金利差縮小とユーロ安・円高を想定している。

米国に比べ金利上昇でもユーロ高は鈍い

昨年11月以降は米国に比べドイツの5年国債金利が相対的に上昇するなかでユーロ高・米ドル安が進んだが、今年2月にはその動きが一服。ECBの利上げ織り込みが一服したからだ。その後、ユーロ圏のインフレ率上昇と、米銀行破綻による米金利低下を背景に、再びドイツ金利が相対的に上昇した。ただ、リスクオフがユーロ安・米ドル高に働いたため、独米金利差動向のわりにユーロ高・米ドル安は鈍い。

実質実効為替の水準から言えること

内外物価変動格差を控除した実質実効為替レートを見ると、最近ではECBのタカ派姿勢の強まりからユーロが上昇した。過去20年平均との対比では、円よりもユーロの水準は高く、対日貿易収支は改善しにくい一方、米ドルよりもユーロの水準は低く、対米貿易収支は改善しやすいことを示唆している。また、為替のインフレ抑制効果が大きい順に米国、ユーロ圏、日本であることを示唆している。

経済指標面からのユーロ安リスク

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）はユーロ圏に続き日本も低下に転じた。一方、米国のESIが上昇し、中国の上昇も進んでいる。相対比較では、ユーロ高からユーロ安に傾く可能性が高まりつつある。今後、米ドル高の影響もあり米国のESIまでもが低下に転じると、世界的な景気減速懸念からリスクオフのユーロ安・円高（米ドル高）に傾きやすくなるだろう。

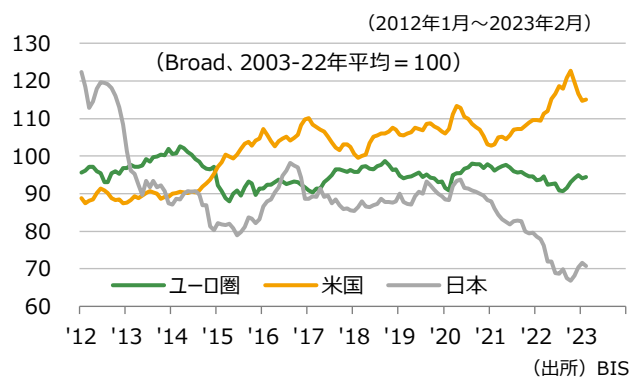
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



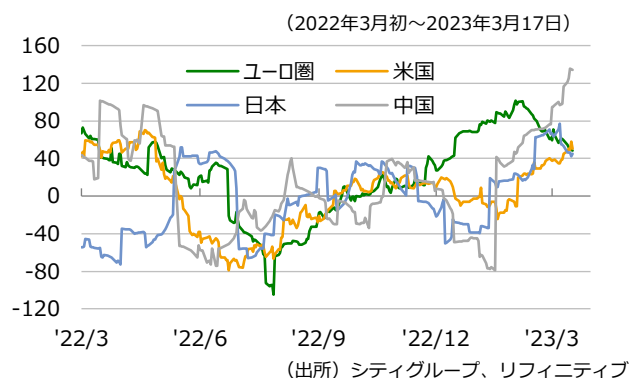
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



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

2022年10-12月期の実質GDPは前期比0.0%（前期比年率0.1%）と、2四半期連続のマイナス成長を免れた。景況感に改善の兆しはあるが、2023年前半は既往の物価高騰に伴う実質購買力の低下や金利上昇を主因にゼロ近傍の成長が継続すると見込む。2023年後半はインフレ率の低下を受けてプラス成長を想定するが、回復は緩慢で、実質GDPがコロナ前を上回るのは2024年4-6月期までずれ込む。

賃金、物価の伸びは一巡

消費者物価指数は2月に上振れたものの、総合、コアとも基調として伸び率が鈍化しつつある。エネルギー価格の下落や政府の光熱費抑制策の反映と考えられる。週平均賃金の伸びも2カ月連続で鈍化している。ゼロ近傍の成長の継続で労働需給は緩和し、賃金の物価押し上げ効果も逡減しよう。インフレ率はこのまま時間の経過に連れて低下すると見込む。

為替

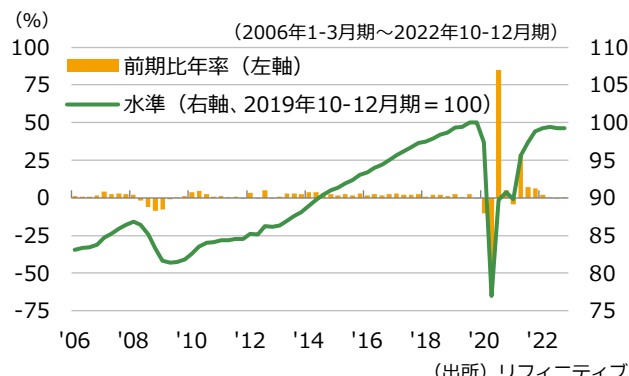
BOEは既に利上げ打ち止めか

BOEは2021年12月に利上げを開始し、2023年3月に政策金利を4.25%まで引き上げた。量的緩和で買入れた保有債券の売却も昨年11月に開始している。BOEはインフレ率が2024年4-6月期に目標値の2%を下回るとの見通しの下、より持続的なインフレ圧力の証拠を追加利上げの要件としている。利上げの累積的な効果の発現や、金融不安への潜在的な懸念に鑑みれば、利上げは既に打ち止めと考える。

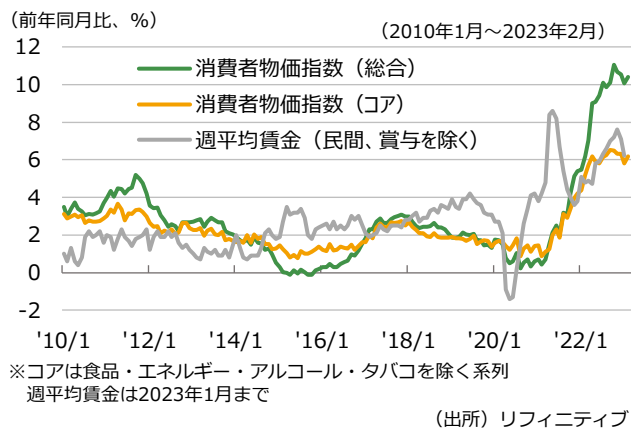
利上げ停止ならポンドは一段安か

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た。英国はユーロ圏に比べコア・インフレ率が高く景気後退懸念が大きいというのに、BOEがECBとは違い追加利上げに慎重姿勢を示し始めたからだ。BOEが利上げを停止すれば、ポンドは一段安か。

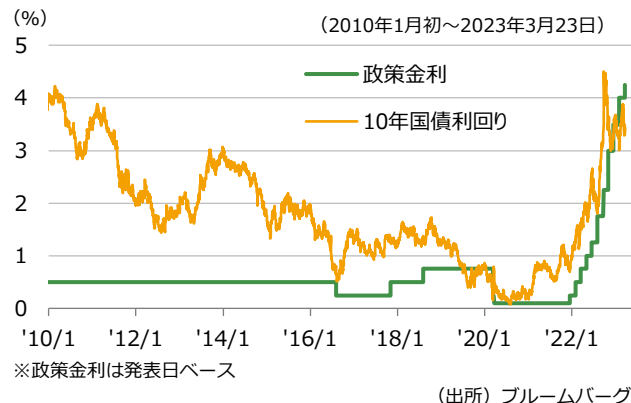
実質GDP



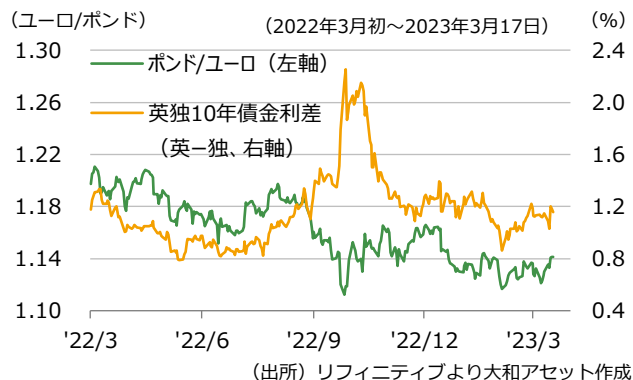
消費者物価指数と週平均賃金



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

サービス業を中心に景況感は回復傾向

経済正常化の動きの継続や中国の「ゼロコロナ」政策見直しによる景気回復、エネルギー価格下落による仕入れコスト上昇一服、供給制約の解消などから世界的に景況感が回復傾向にある。一方、食品や電力料金など輸入物価上昇の価格転嫁がタイムラグを伴って実施されている影響が家計や企業の負担増となっているほか、電気製品の販売不振など製造業は相対的に回復感の乏しい状況が続いている。

輸出増により貿易赤字縮小

2月の貿易統計（速報）では輸入額が減少する一方、輸出額が増加し貿易赤字は前月比で縮小した。エネルギー価格上昇や円安進行が一服し、2022年10月をピークに輸入額の減少が続いている。一方、米国や中国向けの自動車輸出が2月は反転増となり、自動車の挽回生産の進展が期待されるほか、中国向けに幅広い製品で輸出額が増加しており、中国経済再開の効果が期待される。

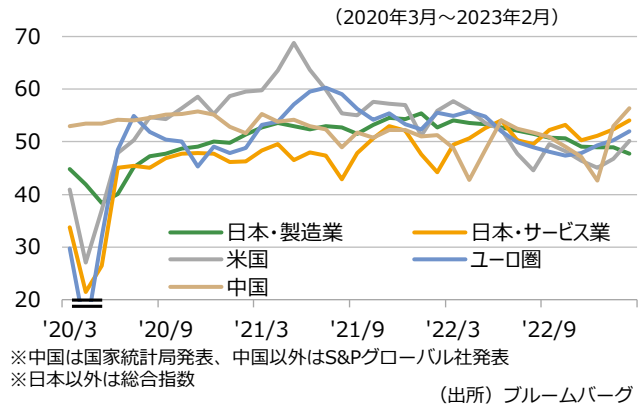
物価は上昇一服も高止まりへ

2月の東京都都区消費者物価指数は政府の物価対策等の政策効果が▲1.1%ポイントの押し下げ要因となり前年同月比の伸び率は鈍化したが、それを除くと依然として高止まり傾向が続いている。昨年11月以降、円高進行が一服し円建ての輸入物価指数の伸び率は急減速してきたが、タイムラグを伴って食品や電力料金などの価格転嫁が行われており、企業物価や消費者物価の高い伸び率が継続している。

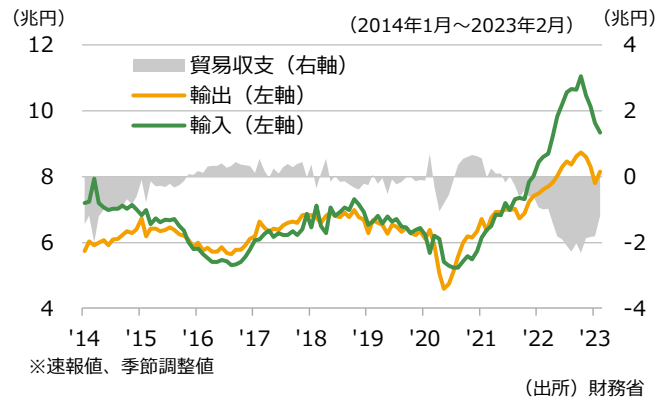
春闘では満額回答相次ぐ

1月の現金給与総額は+0.8%（前年同月比、以下同じ）となったが、物価影響を考慮した実質賃金は▲4.1%となり10カ月連続のマイナスとなった。連合が発表した今春闘の第1回集計分の平均賃上げ率は+3.80%と前年の+2.14%を大きく上回った。今後は物価高によるコスト増が懸念されるなか、賃上げの動きが雇用者全体の8割近くを占める中小企業や非正規労働者へ広がっていくかが注目される。

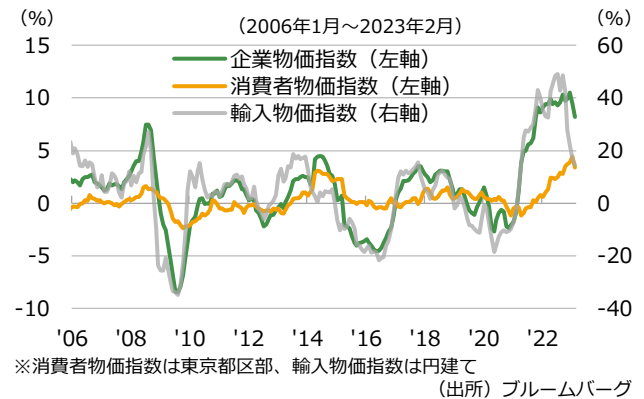
PMI



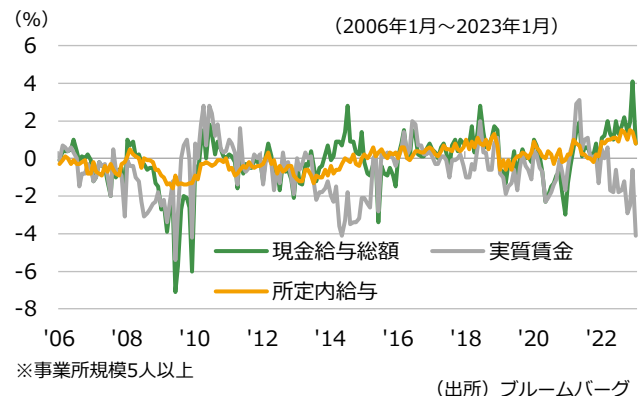
貿易統計



物価指数（前年同月比）



賃金（前年同月比）





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気を継続する。米銀発の信用不安の影響により直近1カ月で株価は下落したものの、下落率は欧米株と比べると軽微。信用不安の発生による米国の景気減速には注意が必要と考えるが、日銀金融政策の不透明感後退期待や、国内の新型コロナ対策緩和の寄与など国内独自のプラス材料がある点は強み。欧米の不確実性が高まる中、日本株が選好される余地はあると考える。

バリュエーションの状況は変わらず

バリュエーションに対する見方は変わらず。TOPIXのPERは12倍台半ば、PBRは1.2倍弱。PERには割安感がある一方、株式市場のセンチメントが大きく悪化した際にはPBR1倍に向けた株価調整が発生する展開も想定される。しかし、2023年は欧米対比で底堅い景気が期待出来るとの見方は変わらない。不確実性の高まりにより株価が下落したとしても調整は一時的なものに留まると考える。

信用不安の波及リスクは低い

米銀発の信用不安が国内銀行に波及するリスクは現時点で小さいと予想。米銀破綻の一端は預金の大幅変動であるが、新型コロナ発生以後の邦銀全体の預金増加率は米銀の半分程度。また、邦銀の預金は全体の6割強が粘着性が高いと見られる個人が占める。直近の金融株の軟調な動きは、信用不安発生により金融政策の早期修正期待が後退したことが原因であり、信用不安の波及を警戒した動きではない。

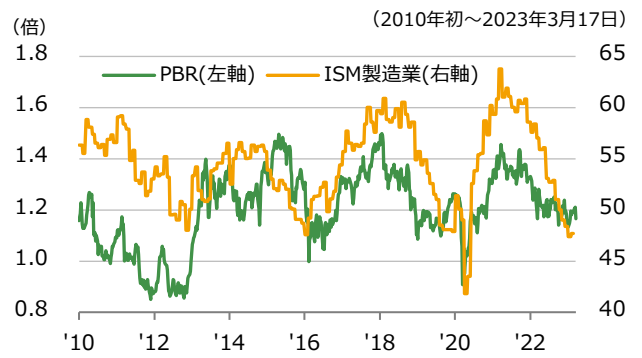
賃上げ率は1990年台前半以来の高さ

連合が17日に発表した春闘の第1回集計によると、2023年の賃上げ率は+3.80%と1990年台前半以来の伸び率に拡大した。来年以降の高い賃上げ率の継続性には不確実性があるものの、賃金上昇は内需の押し上げ期待に繋がり易い。欧米対比で遅れた新型コロナ規制の緩和の寄与がこれから期待出来ることもあり、不確実性の高まる株式市場において日本株は相対的に安心感があると考えられる。

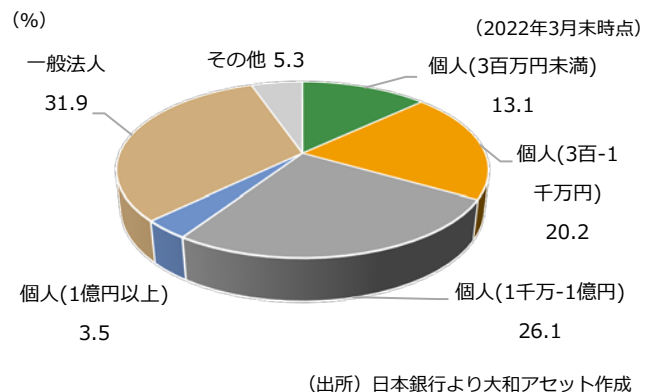
TOPIXの推移



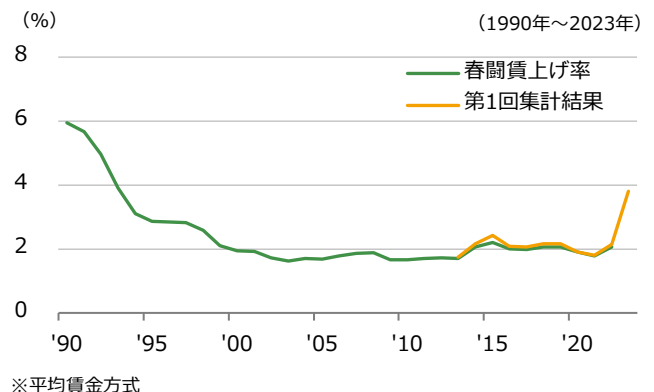
TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

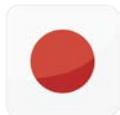


国内銀行の預金内訳 (普通預金)



春闘における賃上げ率





債券・金利

金融政策修正への思惑が後退

米銀発の信用不安により国内金利は低下。10年国債利回りは0.3%程度まで低下し、OISは昨年12月の金融政策決定会合前の水準に回帰した。信用不安の発生により、日銀の政策修正に対する思惑が大きく後退した形であるが、日銀から新たな情報発信があった訳ではない。4月9日に就任する植田次期日銀総裁の金融政策修正に対する時間軸や優先順位はまだ不透明な状況にある。

10年国債利回りの予想は据え置き

2月に行われた植田次期日銀総裁の所信聴取において、YCCの副作用について言及されたこともあり、欧米の信用不安が後退すれば、YCCの早期修正への思惑が出やすい環境にあることは現在でも変わらない。23年末の10年国債利回りの予想値は0.5%を継続。新体制初となる4月の決定会合などを通じて、金融政策の方向性を見極めたい。

リート

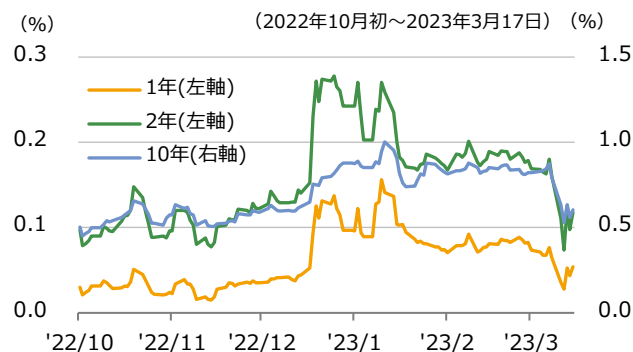
金融システムへの不安から下落

1月下旬から3月上旬はほぼ横ばいで売買代金も少なく様子見姿勢が強まった期間であった。3月中旬以降はシリコンバレー銀行破綻をきっかけに金融システムに対する不安が持ち上がり大きく下落した。過去にもクレジット環境の悪化は不動産市況に影響を及ぼしてきただけに、金融システムへの不安が落ち着くまでは本格上昇は期待しにくい。

金融市場の落ち着き後の回復を期待

従前より日米の金利の落ち着き後にNAV倍率の割安感と相対的な利回りの高さから指数の回復を見ていた。金融システムへの不安が減退し、金利が落ち着けば割安感から指数が回復するという見方には変化無し。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。

日本円OISの推移

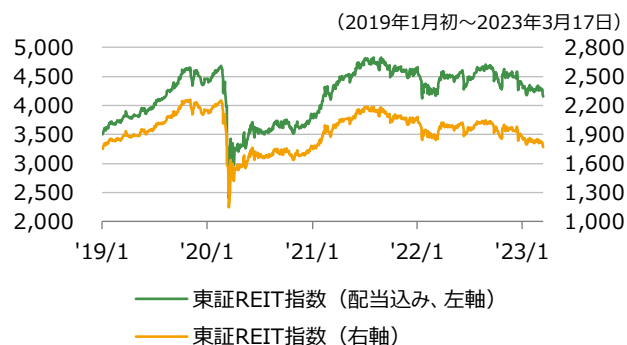


※OIS：オーバーナイトインデックススワップの略で金利スワップの一種
(出所) ブルームバーク

10年国債利回り

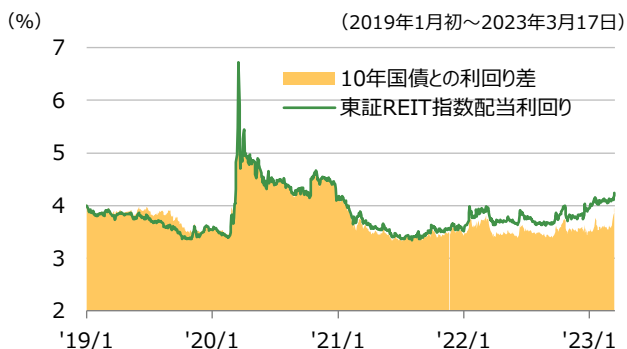


東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバークより大和アセット作成



為替

リスクオフの円高圧力が台頭

今年の米ドル円の上昇局面では、他通貨に対して米ドル高と円安が進行していた。利上げ観測の高まりによる米国や欧州などの金利上昇が背景にあった。だが、最近は金利上昇が株安を招くなかでリスクオフの円高圧力が台頭し、円安から円高に転じている。今後はリスクオフと金利低下の円高傾向を想定している。リスクオフが米ドル高に働く一方、米金利低下が米ドル安に働くので、米ドル相場は安定的か。

米ドル円と米株価は順相関に転換

米ドル円と米長期金利は高い順相関にある。一方、米ドル円と米株価は逆相関の局面が多かったが、最近は順相関に転換した。これは米銀行破綻を受け米長期金利と株価が逆相関から順相関へと変化したからだ。米金利上昇・株安より米金利上昇・株高の方がリスクオンの円安が重なり米ドル円は上昇しやすく、米金利低下・株高より米金利低下・株安の方がリスクオフの円高が重なり米ドル円は下落しやすい。

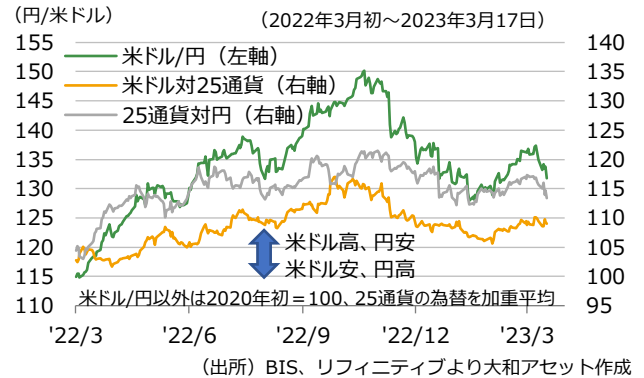
米金利低下・リスクオフでは円高に

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。昨年は「米金利上昇・リスクオフの米ドル高」が多かったが、10～12月は「米金利低下・リスクオンの米ドル安」に転換した。今年1～2月は米経済指標改善を受けて「米金利上昇・リスクオフの米ドル高」となったが、3月には米銀行破綻を受けて「米金利低下・リスクオフの円高」に振れた。

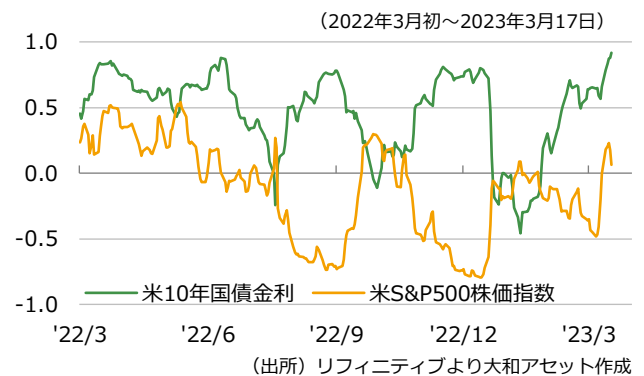
貿易収支が改善して円高に働く兆し

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)

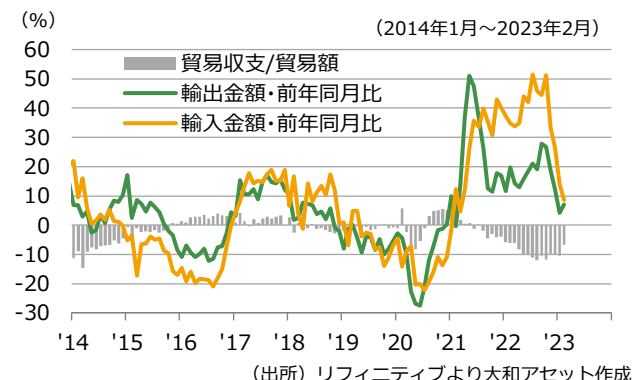


米ドルと円の変動パターン

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	リスクオフ
米金利上昇	円安	米ドル高
米金利低下	米ドル安	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

金融機関発の信用不安の可能性は低い

欧米で金融機関の信用不安が広がっているが、カナダは5大銀行を中心とした寡占状態で、世界的にも銀行の健全性が高いことで知られており、金融機関を発端とした信用不安は起きづらいと考えられる。カナダ銀行の調査によれば、企業の信用状況は悪化しているものの、金融機関の貸出態度はさほど厳格化しておらず、単に利上げの効果によって企業の資金調達が難しくなっていることが示唆される。

消費者と企業の景況感は底打ちの様相

高インフレや利上げにより悪化していた消費者と企業の景況感は、足元で底打ちの様相。サプライチェーンの安定化やインフレ沈静化への期待、利上げ停止などが背景にある。また、消費者調査では不動産価格の見通しも上昇している。10-12月期実質GDPは前期比0.0%へと失速したが、景況感の改善などに鑑みれば景気が腰折れする可能性は依然低く、当面マイナス成長に陥っても小幅にとどまるだろう。

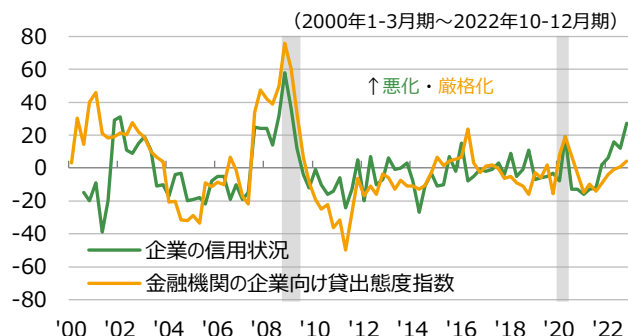
労働市場のひっ迫は緩和方向

雇用者数は増加が続き、失業率は5.0%と統計開始以来の最低に近い水準で推移している。通常、失業率と求人件数は逆相関の関係にあるが、今年の半ば以降は失業率がほぼ横ばいで推移する中でも求人件数はピークから15%超減少した。労働需要の強さを、積極的な移民の受け入れなどによる労働供給の拡大が吸収している模様であり、失業率が示すよりも労働市場のひっ迫は和らいでいると言えそう。

今後数カ月でインフレ率は更なる鈍化へ

2月消費者物価指数（前年同月比）は5.2%と、1月の5.9%から鈍化。カナダ銀行が重視するコア指数（加重中央値とトリム平均値）もピークアウト感が出てきた。今後数カ月はサービス価格が高止る一方、財価格がけん引役となり、総合・コアともに明確な鈍化が見込まれる。まだインフレ目標まで距離はあるが、現状の金融政策でインフレを抑制できるとの確信が得られる時期もそう遠くはないだろう。

企業の信用状況と金融機関の企業向け貸出態度指数



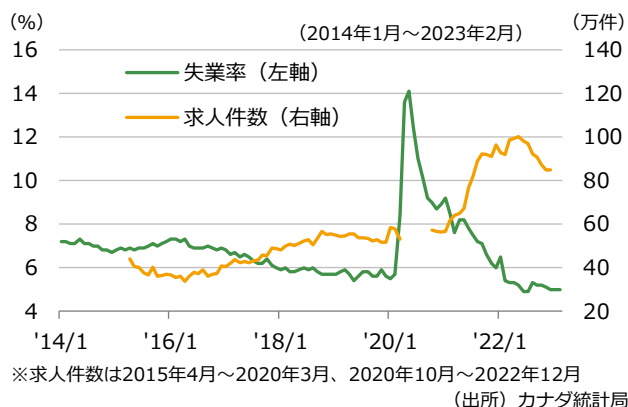
※企業の信用状況は2000年7-9月期～

※陰影部は景気後退局面 (出所) カナダ銀行、C.D. Howe Institute

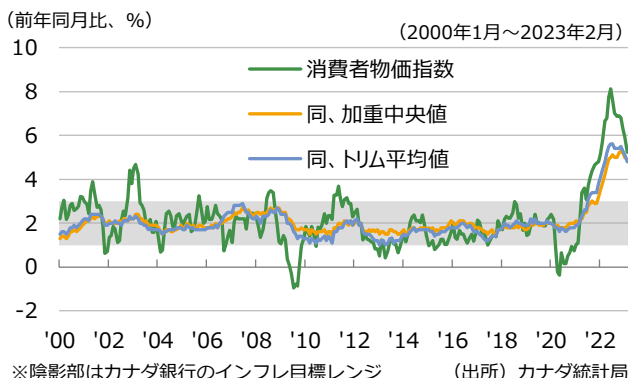
消費者と企業の景況感



失業率と求人件数



消費者物価指数





債券・金利

政策金利を据え置き、しばらく様子見

カナダ銀行は3月の金融政策決定会合において、前回示唆していた通り政策金利を4.50%に据え置くことを決定した。追加利上げには「証拠の積み重ねが必要」とのスタンスであり、潜在成長率を上回る成長が常態化するか、インフレ率の再加速が続かない限り、利上げが再開される可能性は低い。想定以上に経済が底堅く、インフレ沈静化が後ずれする場合は、利下げ開始を遅らせることで対応するだろう。

バランスシートの縮小は粛々と進める

カナダ銀行は昨年4月から保有債券の再投資を停止しており、バランスシートは主に保有国債の満期償還に伴って縮小している。FRBのバランスシートは銀行の信用不安に対応した流動性供給により再拡大しているが、現在のところカナダ銀行が同様の措置を講じる可能性は低い。このままいけば、来年にはバランスシートの規模がピーク時の半分を下回る。

為替

過去1カ月ではカナダ・ドル安が進行

カナダ銀行が利上げ停止の方針を示す中、FRBの利上げ到達点が従前の想定より高くなるとの見方で、2月半ばから3月上旬は金利差拡大（相対的に米国が上昇）を背景にカナダ・ドル安米ドル高が進行。しかし、米国で銀行の信用不安が高まると利上げ期待が一部後退し、カナダ・ドル安に歯止めがかかった。カナダは政策金利据え置きが見込まれるため、短期的には米国の動向に左右される展開が続こう。

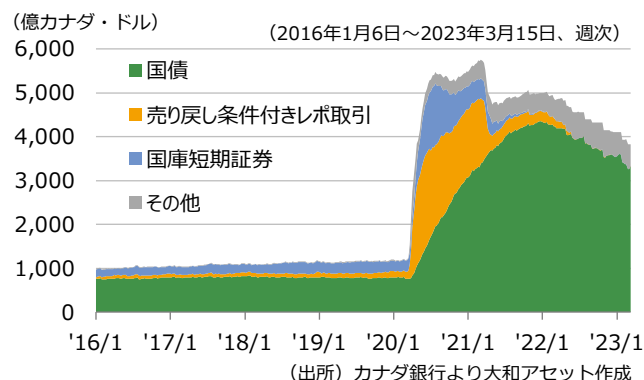
金利差の縮小と原油価格の反発に期待

足元の政策金利は米国の方が高いが、両国ともに中立金利は2%台半ばと推計されているため、インフレ沈静化後に想定される利下げ幅は米国の方が大きくなる。今年と来年は両者の金利差縮小を背景に、カナダ・ドルは対米ドルで緩やかな増価傾向を辿ると予想する。また、原油価格の反発（詳細は31ページに記載）もカナダ・ドルを下支えしよう。

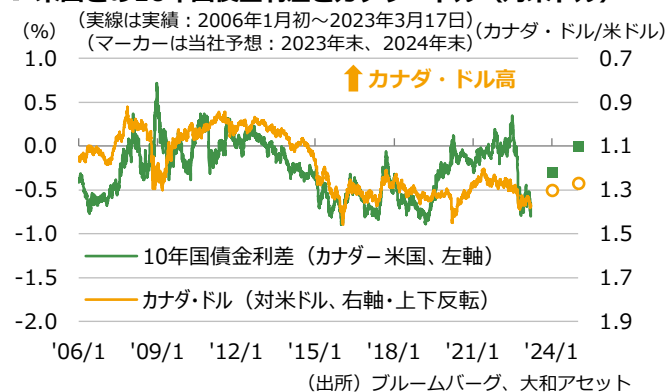
政策金利と10年国債利回り



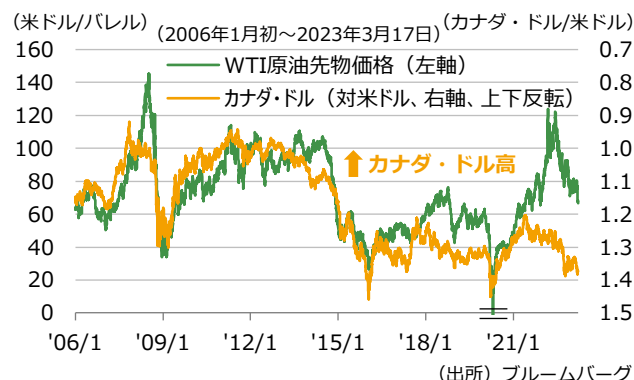
カナダ銀行の資産残高



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



WTI原油先物価格とカナダ・ドル（対米ドル）



経済

信用不安が高まる可能性は低い

豪州の住宅ローンや企業向け融資は相対的に満期が短いという特徴がある。そのため、政策金利（＝銀行の調達金利）が急速に上昇しても銀行は利鞘を確保しやすく、家計や企業の返済負担が増すのも早い。他方、特に家計はコロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄が大きくバランスシートが健全。RBAも景気に配慮しながら利上げを進めているため、国内要因で信用不安が高まる可能性は低いと考えられる。

月次の消費者物価指数はピークを打った

1月消費者物価指数（前年同月比）は7.4%と、12月の8.4%から鈍化し、RBAは「月次の消費者物価指数はピークを打ったことを示唆」と評価。四半期ベースでも1-3月期分（4月26日発表）でピークアウトを確認できそうだ。なお、RBAは2025年4-6月期にインフレ目標レンジの上限（3%）まで鈍化するとの見通しに満足しており、インフレ抑制に向けた闘いは景気に配慮しつつ長期戦に持ち込む構え。

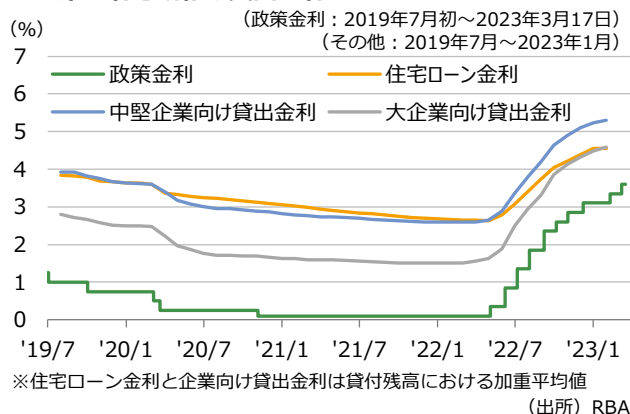
賃金インフレへの過度な懸念は後退か

10-12月期賃金指数（前年同期比）は3.3%と、市場予想の3.5%を下回り、RBAは賃金と物価がスパイラル的に上昇する可能性は低下したとの見解を示した。また、企業の労働コスト見通しもピークアウトが鮮明だ。一方で、最低賃金は毎年1-3月期の消費者物価指数に連動して設定されるため、2023年度の最低賃金は2022年度を上回る上昇率になりそうだ。賃金の高止まりには警戒が必要だろう。

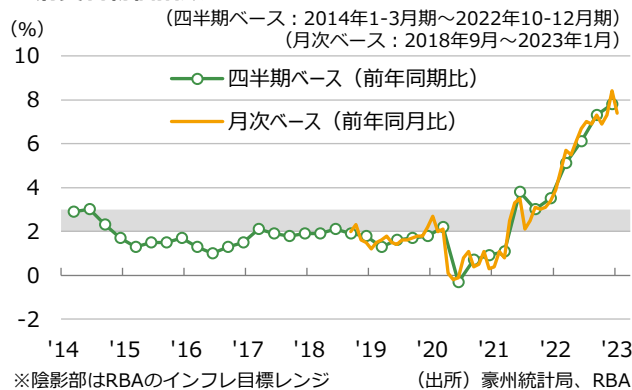
時間をかけて労働市場の軟化を待つ

雇用者数は、ホリデーシーズンにおける行動様式の変化が季節調整で反映されずに12月と1月に計2.75万人減少したが、2月に6.46万人増加して完全に埋め戻した。失業率も1月の3.7%から2月は3.5%に改善。また、減少傾向にあった求人件数は足元でやや増加しており、労働需給のひっ迫緩和に向けた動きは小休止の様相を呈している。労働市場の軟化には時間を要することが示唆される。

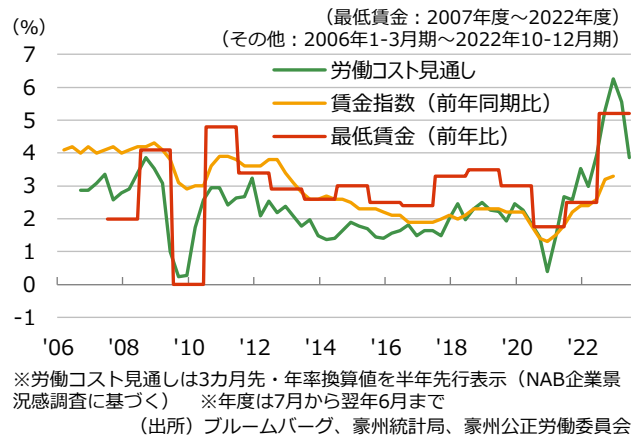
政策金利と既存の貸出金利



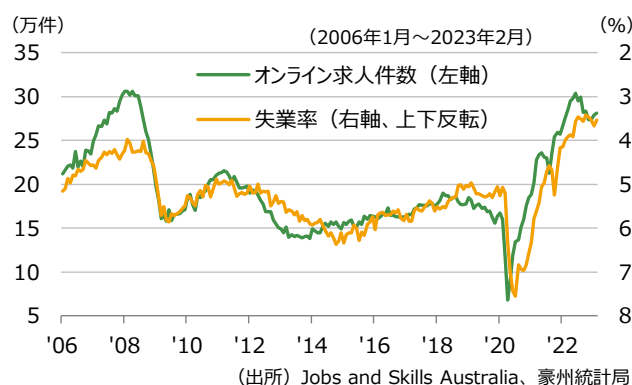
消費者物価指数



労働コスト見通しと賃金指数・最低賃金



求人数と失業率





債券・金利

利上げ停止が近づく

RBAは3月理事会で0.25%ポイントの利上げを決定し、政策金利を3.6%とした。2月理事会の声明文では残り複数回の利上げが示唆されていたが、3月はその文言が変更され、利上げ停止が近いとの見方が強まった。当社は引き続き3.85%までの利上げを予想しているが、欧米で銀行の信用不安が高まったこともあり、早ければ4月理事会で政策金利の据え置きが決定される可能性も排除できなくなった。

コロナ禍の対応から3年を迎える

RBAはコロナ禍で3年を対象としたYCCを実施したため、3年固定金利の住宅ローンの組成が増えた。また企業向けには3年満期の低利での資金供給も実施された。それから3年を迎える今春以降に高金利での借り換えを強いられることになるため、インフレーションアウト確認後の5月以降は利上げを停止して、経済への影響を見極める時間帯になると見込む。

為替

市場センチメントの改善に期待

2月半ばから3月上旬は、米国の利上げ到達点が従前の想定より高くなるとの見方が強まった一方、RBAの利上げ停止が近いとの思惑もあり、豪ドル・米ドル高が進行。その後、米国で銀行の信用不安が高まるなど市場センチメントが悪化したことも豪ドルの重荷となった。当局の迅速かつ大胆な対応が奏功し、信用不安が収束すれば、市場センチメントの改善とともに豪ドルの反発も期待できるだろう。

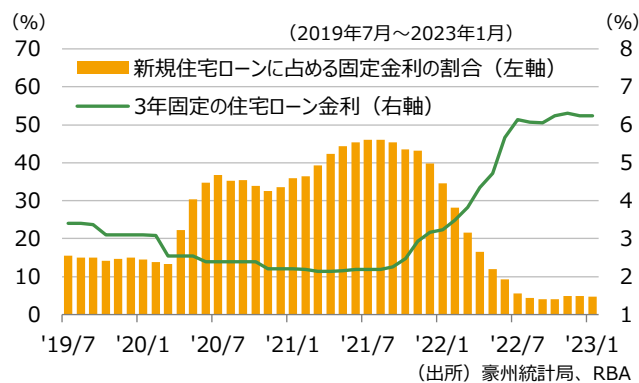
米国との金利差拡大も豪ドルの追い風に

向こう1年程度を見通せば、金利面も追加的な豪ドルの支援材料になるだろう。豪州はインフレ率の目標回帰に時間を要するため、2024年以降の利下げ幅は米国の方が大きくなり、長期金利も相対的に米国の方が低下しやすいと考えられる。長期金利差と豪ドル（対米ドル）はおおむね連動する傾向にあり、この点も豪ドルの追い風になると想定される。

政策金利と10年国債利回り



コロナ禍前後の住宅ローン組成の特徴変化



米国株の予想PER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

目先数カ月は経済指標が改善傾向を継続

2月以降、新型コロナウイルスの感染が収束に向かう中、サービス業を中心に経済活動の正常化が進行し、1-2月期の主要経済指標は改善したものが多い。目先は、経済正常化の他、2022年3-6月に上海ロックダウン等で景気が悪化していたため、前年同月比でみた伸び率は改善傾向を継続しよう。ただ、鉱工業生産や不動産投資等は、海外景気低迷もあり、緩やかな回復に留まろう。

全人代は、穏当な目標を設定

今年の全人代では、金融緩和と目的を絞った財政政策を通じた経済活動の正常化による、実質GDP成長率「+5.0%前後」という穏当な目標が公表された。具体的には、質の高い成長に向けて、個人消費を含む「内需拡大」を重点政策のトップに位置づけたほか、少子高齢化や脱炭素、技術革新などへの政府支援を強化する方針が示された。

株式

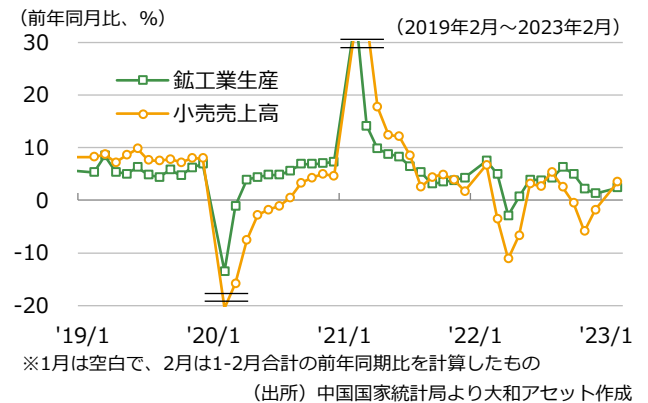
外部環境や米中関係が重し

1月までの約3カ月間の大幅上昇の反動もあり、2月には株価指数が頭打ちとなった。また、気球問題等による米中関係の悪化の他、米国上場の中国企業と深い関係が取り沙汰される米シリコンバレー銀行の破綻も、海外上場の中国株の売りに拍車をかけた。今後は、全人代終了により政府が景気重視の姿勢を強める期待が下支えしようが、外部環境や米中摩擦が重しとなり、レンジ推移を予想。

テーマ株には投資妙味が高まる

2月以降は、米テック企業の株価下落や、米中摩擦等の影響を受け、テーマ型の株価指数が大きく調整。一方、全人代で政府奨励産業として、少子高齢化や脱炭素等が挙げられ、これらの産業への政策期待は一段と強まった。リスクプレミアム観点からは、右図で掲載した産業を中心に、テーマ株の政策期待による投資妙味は高まりつつあると考える。

主要経済指標の推移



全人代で発表された経済運営に関する政府目標

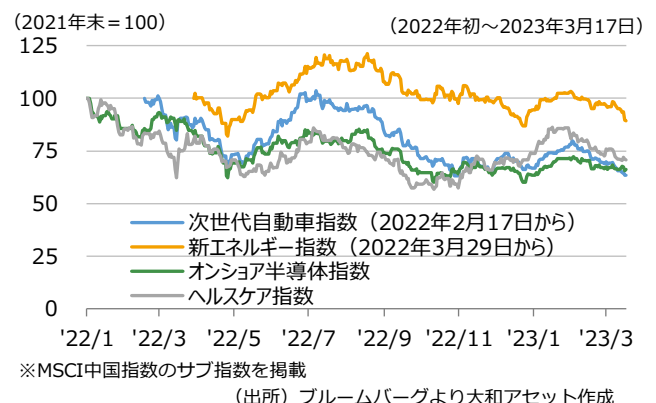
項目	2022年実績	2023年目標
実質GDP成長率	+3.0%	+5.0%前後 (市場予想をやや下回る)
金融政策の基本スタンス	小刻みな利下げ、 預金準備率の引き下げ	穏健的な金融政策を継続し、 的確で効果的に実施
広義の財政支出額	30.1兆円	31.3兆円 (前年比+4.0%)
— 地方政府専門債	4.04兆円	3.80兆円

※広義の財政支出額は、一般公共予算枠の財政支出額に地方政府専門債を加算したもの (出所) 2023年政府活動報告より大和アセット作成

各種株価指数の推移



政府支援期待が強い産業の株価推移





債券・金利

追加金融緩和で需要回復を後押し

3月17日、中銀は27日から大中規模銀行向けの預金準備率を0.25%ポイント引き下げると発表し、市場にサプライズをもたらした。10日の米シリコンバレー銀行の経営破綻をはじめ、欧米銀行の信用不安に起因する外部環境の目まぐるしい変化が、中国の金融緩和を促したと考えられる。積極的な当局の金融緩和政策は、当面の金融市場や、経済活動正常化過程の信用拡大と景気回復を下支えしよう。

長期金利のレンジ推移の継続を予想

昨年12月以降は、経済活動の正常化期待を受け、金利上昇圧力がかかったが、10年債利回りは3%を超えることはなかった。2023年は緩やかな景気回復に留まり、緩和的な金融環境が続くとの見方が国債利回りを抑制している。預金準備率を引き下げたものの、需要不足や不動産販売が顕著に改善するのか、追加緩和の必要性を含め、引き続き注視が必要。

為替

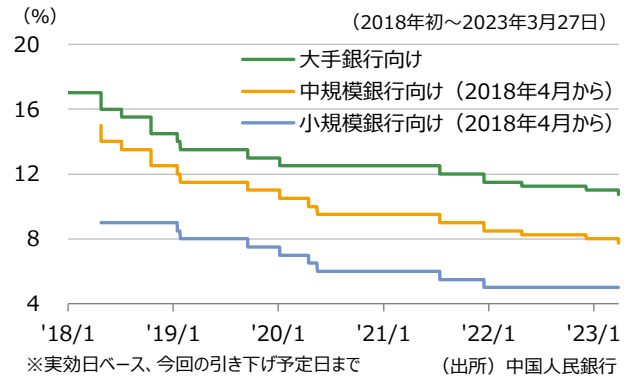
引き続き米ドル指数に連動する展開

昨年4月以降、人民元の対米ドルレートはおおむね米ドル指数の動きに沿って推移。貿易比率で計算される実効レートをみても、中国にとって好ましい輸出入バランスが期待される水準にある。そのため、欧米銀行の信用不安が金融危機のレベルまで広がらない限り、米ドル指数に連動しながら、レンジ推移を継続する可能性が高い。

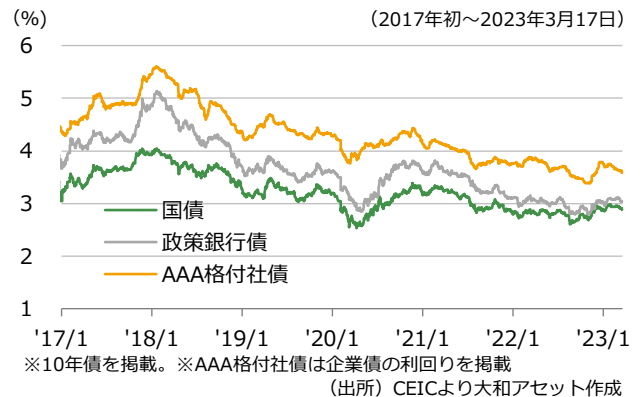
経常黒字が今後ピークアウトする可能性

2020年以降は、大幅な貿易黒字と、海外旅行停滞によるサービス収支赤字の減少で、経常黒字も高水準で推移。今後は、経済正常化による輸入増加や、海外旅行の再開などを受け、経常黒字が縮小すると予想。ただ、金融収支を網羅した総合収支は黒字を維持すると予想し、需給面で人民元の下支えになると見込む。

平均預金準備率の推移



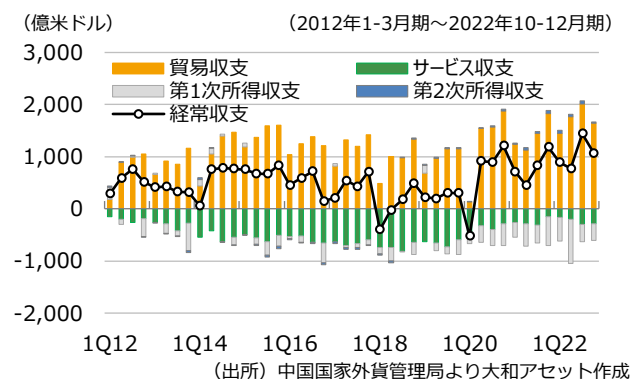
本土債券市場の利回り



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



経常収支およびその内訳





経済

需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向に

10-12月期実質GDPは前期比▲0.2%と6四半期ぶりのマイナス成長に陥った。足元では一部の景況感指標に改善の動きがみられるものの、財政支出の拡大余地が限られる中で、高金利政策が維持される限り景気浮揚は難しく、当面はゼロ%前後の低成長が継続すると見込まれる。基調としては潜在成長率を下回る成長が続くことで、需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向で推移する可能性が高そうだ。

民間部門の信用創造は減速感が増す

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表れ、足元では信用残高の伸び鈍化が鮮明になっている。過去1カ月では、この信用創造の停滞を理由に市場が織り込む利下げ予想が前倒しされた。財政支出の拡大余地が限られる中で、民間部門の信用創造停滞は、経済の減速ひいてはインフレ抑制につながりやすい。

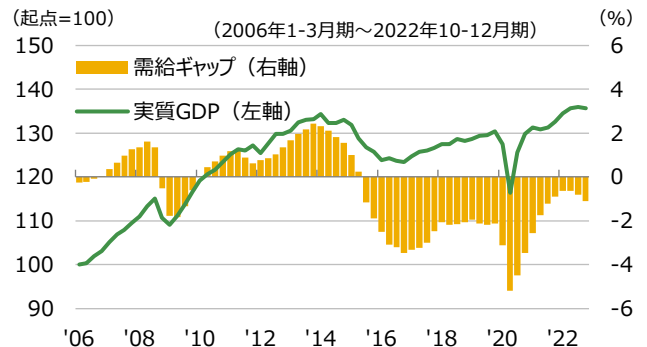
利上げの効果が労働市場にも波及

利上げの効果は労働市場にも波及している。ブラジル中銀は2月金融政策決定会合の議事要旨で「需給ギャップの動向を始めとして、経済活動、信用創造、そして最近では労働市場の減速が観察された」と述べたが、その後に発表された経済指標も労働市場の減速を示している。利上げの効果が経済の遅行指標である労働市場にまで広がっていることは、インフレ抑制に向けた更なる前進と解釈できるだろう。

インフレ目標が変更されるか注目

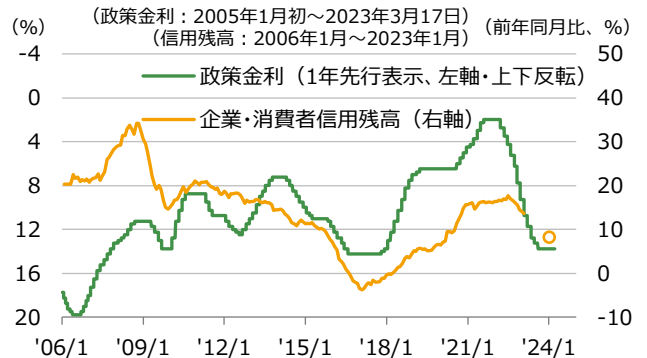
消費者物価指数（前年同月比）は鈍化傾向が継続。昨年半ば以降に実施された減税等のインフレ抑制策の効果が切れることで、今年後半は再加速が予想される。ただし、ブラジル中銀は6四半期先のインフレ目標達成をめざして金融政策を運営しているため、今年の変動はさして重要ではない。焦点は2024年以降のインフレ目標が3%から引き上げられるか。それ次第で政策金利のパスが大きく変わってくる。

実質GDPと需給ギャップ



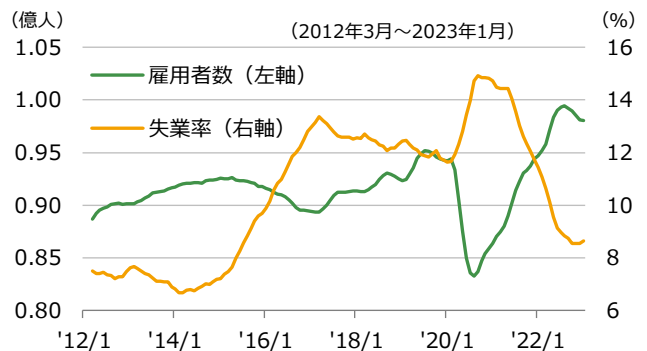
※需給ギャップはブラジル中央銀行の推計値
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

政策金利と企業・消費者信用残高



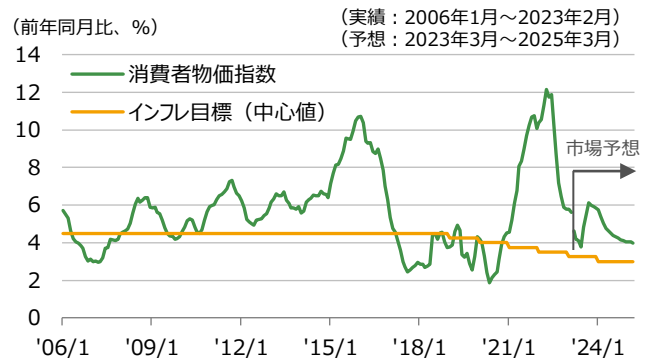
※○はブラジル中央銀行による企業・消費者信用残高の2023年末予想
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

雇用者数と失業率



※いずれもCEICによる季節調整値 (出所) CEIC

消費者物価指数



※インフレ目標は2006年～2025年
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行



債券・金利

相対的に短期ゾーンの国債利回りが低下

短期ゾーン中心に国債利回りが低下するなど、利下げを織り込む動きが進展。財政政策の不透明感やインフレ目標変更の思惑により、長期金利は相対的に高止まり。ただし、近いうちに新たな財政枠組み案が発表される可能性が高いほか、インフレ目標の変更は遅くとも6月に決定しそうだ。時間の経過により不確実性が後退し、利下げ開始も近づくことで、長期金利にも徐々に下押し圧力がかかると見込む。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

具体的な利下げ開始時期はインフレ目標の変更などに大きく依存するため、短期的には国債利回りの不安定な動きが想定される。ただし、次の一手が利下げである状況に変わりはなく、中期的には国債利回りの低下（債券価格の上昇）が期待される。また、高い金利収入が債券投資のパフォーマンスを押し上げよう。今後1年程度の見通しは「強気」を継続。

為替

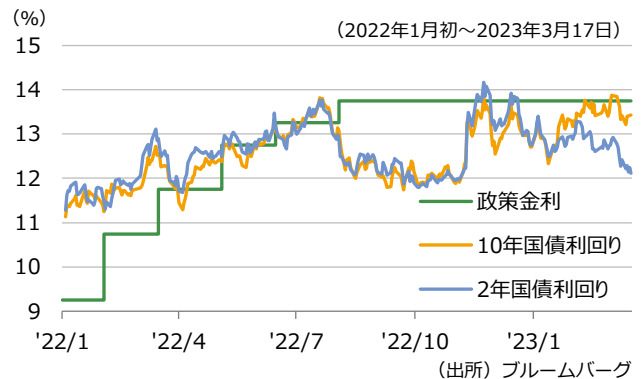
対米ドルではレンジ相場が継続

昨年半ば以降、ブラジル・レアルは対米ドルでおおむね5～5.5レアルのレンジ相場が継続。過去1カ月では、米国の一部銀行が経営破綻するなど信用不安が高まったが、ブラジルで新たな財政枠組みへの期待が高まり、好悪入り混じる材料にレアルは方向感を欠く展開となった。海外からブラジル株式市場への資金フローが流出超過に転じているため、グローバルな市場心理の悪化には今後も注意したい。

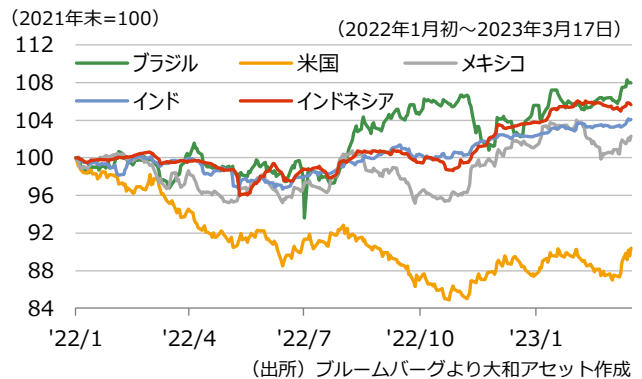
貿易収支の改善がレアルの下支え要因に

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い季節に入った。海外からの証券投資が低迷しても貿易黒字の拡大がレアルの下支え要因になると期待される。グローバルに市場心理が改善し、証券投資が再び流入超過に転じれば、レアル高方向にレンジを抜ける可能性も高まってくだろう。

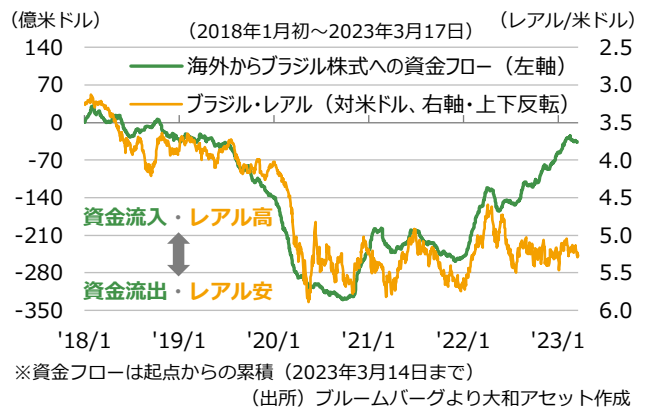
政策金利と国債利回り



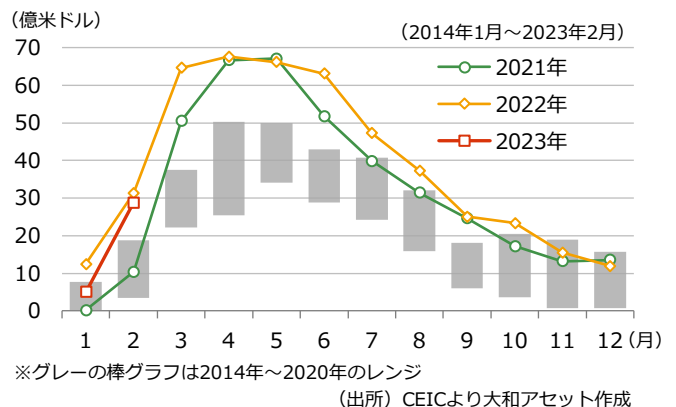
各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



大豆の輸出額





経済

中国の景気回復、米中摩擦の恩恵で選別

欧米銀行の信用不安が熾り、当面状況を見守る必要がある中、新興国の経済は引き続き中国経済正常化および米中摩擦の「恩恵」度合いや、内需の強さで差がつくと見込む。中国の経済正常化においては、輸出やインバウンドの回復が期待されるマレーシア、タイ、ベトナムが注目されよう。また、米中分断が長期テーマの中、恩恵を受けやすいインドやASEAN、メキシコは注目度がますます高まろう。

PMIに中国経済正常化の好影響

2月の製造業PMIでは新興国景気の底堅さが示された。中国との経済面でのつながりが強いASEANでは、製造業PMIが顕著に改善。ここ数カ月間の一時的な景況感の冷え込みは、中国のゼロコロナ政策に起因していたことも示され、安心感につながる。今後も中国の経済活動の正常化が景気を下支えすると期待されよう。また、内需主導国のインドやフィリピンも高止まりしており、景気は底堅い。

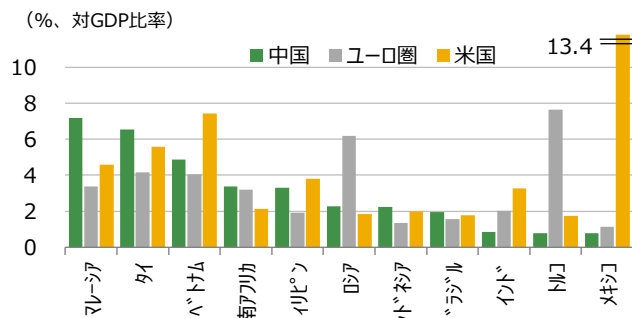
物価圧力低下で利上げ終了の国が増加へ

直近のブルームバーグ集計のエコノミスト予測によると、インフレが低位で推移している中国とブラジルを除き、依然として多くの新興国で物価上昇率が2023年の7-9月期までは低下傾向を辿る見通しである。また、インドをはじめとするアジアの国は、物価が中銀の目標レンジに収まる国も多そうだ。すでにベトナムが予想外に金融緩和に転じており、今後は利上げ打ち止めとなる国が増加すると予想。

インドの銀行システムは健全

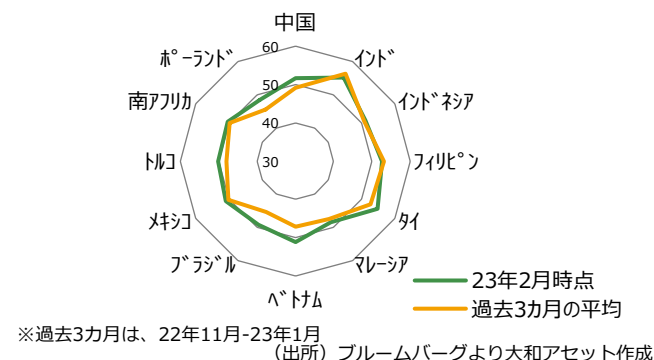
欧米銀行の信用不安と対照的に、インドの銀行システムは破産法の制定、公的資金の注入、バッドバンク設立による不良債権の処理などを受け、不良債権比率が顕著に低下。パンデミックの影響も限定的とみられる点は特に評価に値する。地場の格付け会社は、2024年度は不良債権比率が約10年ぶり低水準の4%以下まで改善すると予想。健全な銀行システムは、同国の景気の好循環を促すと期待される。

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出

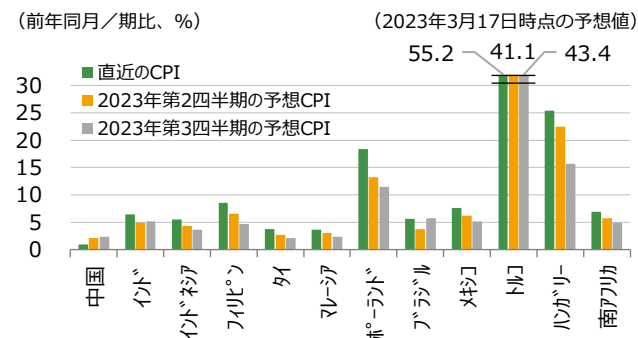


※2018年基準 (出所) OECD TiVA2018、IMFより大和アセット作成

新興国の製造業PMI

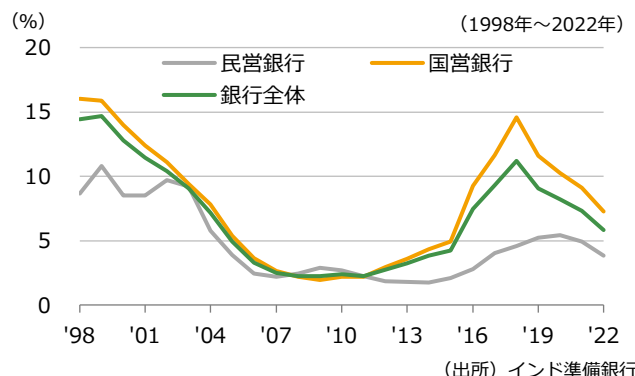


新興国の直近のCPIと予想CPIの比較



※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

インドの不良債権比率の推移





株式

当面は選別が重要な局面

直近1カ月間の新興国株式市場は、3月10日以降の欧米銀行の信用不安が燃える場面で、ラテンアメリカと東欧諸国を中心に株価が下落。一方、アジアでは下落幅は限定的。当面、外部環境を見守り、選別が重要な局面と考えるが、外債規模が限定的で、中国リオープンングの恩恵を受ける、インド、ベトナム、その他ASEAN等が選好されやすいと見込む。

当面銀行株が売りの対象になりやすい

欧米銀行の信用不安による、先進国の銀行株売りの場面では、新興国でも同様に銀行株が下落した。そのため、金融セクターの比率の高いポーランド、南アフリカ、ブラジルなどの株価指数が大きく下落し、それよりは小幅だがアジアではマレーシアやインドネシアなどの下落が目立った。ただ、銀行システムの健全化が進むインド等は、外部環境が好転する場合の反動も大きいと期待される。

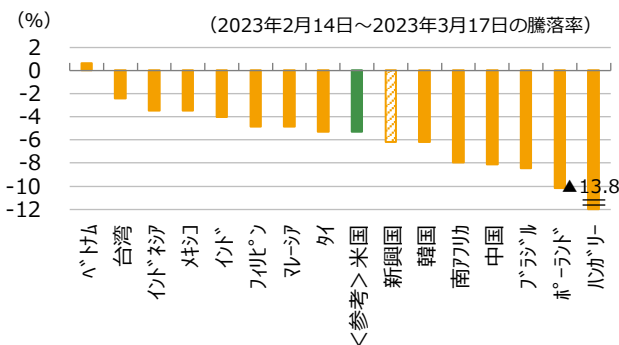
インド株は、国内資金の流入が下支え

インド株市場は、昨年11月に市場最高値を更新したこともあり、外国人投資家による利食いが出やすい地合いにあった。しかし、株価指数の顕著な下落はみられていない。投信積立制度「SIP (Systematic Investment Plan)」の普及による国内資金の流入が寄与し、昨年以降は海外マネーの流出を補うまで規模拡大。外部環境が一段と悪化する場面でも、国内資金が株式需給を下支えしよう。

インド株の予想EPS成長率が再加速

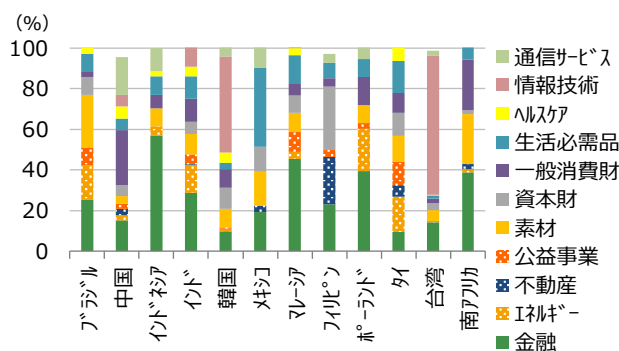
主要先進国の景気後退懸念があるにも拘らず、インド企業の業績は、強い内需に支えられ、高いEPS成長率が予想されている。2022年前半は、資源高や金融引き締めを受け、予想EPS成長率が減速する場面がみられたが、足元は原油価格の調整や、利上げ一服への期待などを受け、予想EPS成長率が前年比+24.5%へ再加速。堅調な企業業績は今後もインド株市場に投資マネーを呼び込みそうだ。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



※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

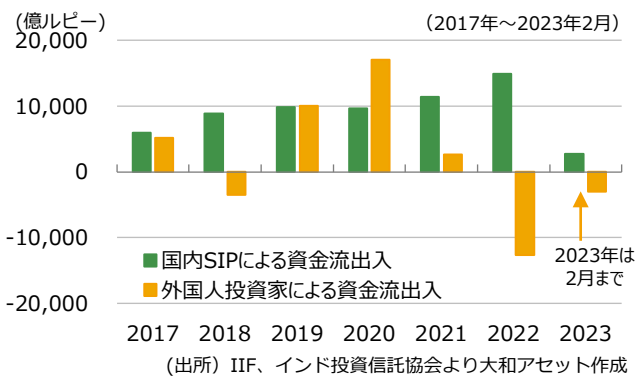
MSCI指数からみた各国の金融セクターの比率



※2023年2月末時点

(出所) MSCIより大和アセット作成

インド株式市場への資金流入



(出所) IIF、インド投資信託協会より大和アセット作成

インドの12カ月先予想EPS成長率の推移



(出所) リフィニティブ



債券・金利

外部環境悪化も、金利上昇は限定的

足元の欧米銀行の信用不安の場面では、外債規模の大きいハンガリーや、電力不足などの個別要因に悩まされる南アフリカ等を除き、米長期金利の低下を好感する新興国が多い。目先は、欧米信用不安の状況を見守る必要があるが、対外脆弱性の高いハンガリー、トルコ等を除き、外国人投資家の債券保有が多くないこともあり、パニック的な新興国売りの可能性は低いと見込む。

新興国の対外総債務の状況は概ね良好

世界的なリスク回避の流れが一段と強まる場合は、対外債務の状況等により、新興国の国債が選別される可能性がある。右図でみると、大半は対外債務が限定的であるが、ハンガリーやポーランド、トルコ等の東欧諸国や、コロンビア等には注意が必要である。なお、マレーシアは、健全な経常収支と財政収支が対外債務への懸念を和らげているとみられる。

リート（アジア先進国含む）

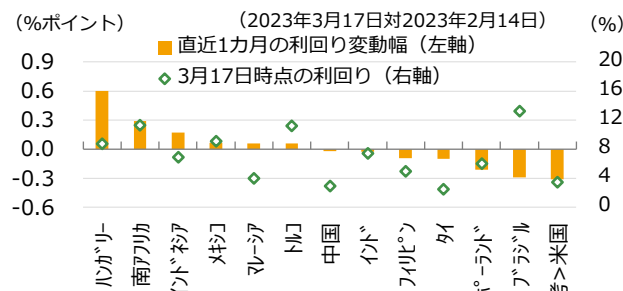
米国の銀行破綻でリスクオフ

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、2月以降金利上昇などを背景に軟調推移。3月には米銀の破綻などから投資家のリスク回避姿勢が強まり下落するも、堅調なファンダメンタルズなどを背景に欧米先進国と比べ相対的に堅調に推移。信用不安は株価にマイナスだが、金利低下は顧客基盤が強く業績が堅調な銘柄にとっては負債調達コスト低下の機会となろう。

相対的に魅力的なバリュエーション

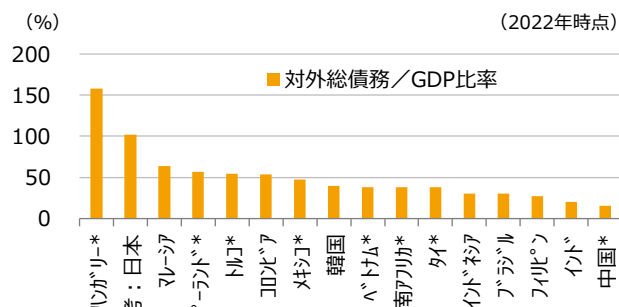
金利が低下傾向になったこともあり、シンガポールでは、予想配当利回りと長期金利の利回り差が3%を超えてきており、相対的に魅力的なバリュエーション。信用不安によるリスクオフ局面ではリートは売られやすいが、東南アジアやオーストラリアでは旅行者数や留学生数の回復が今後期待されることが株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

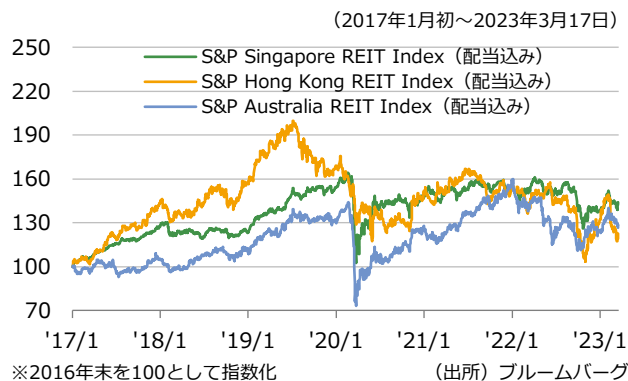
新興国の対外総債務対GDP比率



※*は2021年時点

(出所) CEIC

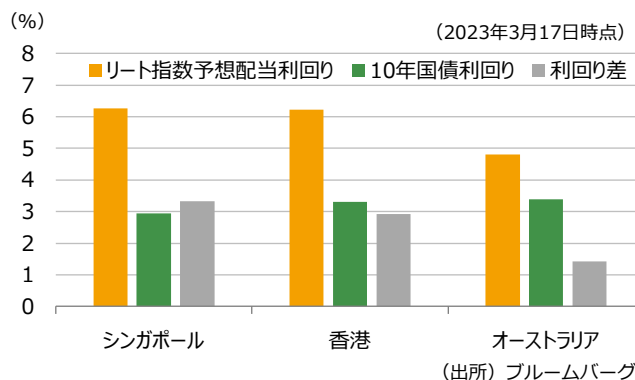
アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化

(出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

外部環境悪化も新興国通貨は概ね小動き

新興国通貨の対米ドルレートは、欧米銀行の信用不安にも拘らず、概ね小動きとなった。米長期金利低下が新興国通貨の減価圧力を軽減した模様。当面、欧米銀行の信用不安の行方や、米金融政策などを見守る必要があるが、FRBの利上げの到達点が低下すれば、新興国通貨にとって朗報になると見込む。

新興国からの資金流出は観測されず

欧米銀行の信用不安が発端の世界的なリスク回避の流れに注意が必要であるが、足元は新興国からの大幅な資金の引き揚げはみられていない。中国やブラジルを除いて、2020年のパンデミック以降、外国人投資家の資金流入は限定的で、おおむね売り手が少ないと考える。そのため、今後外部環境が一段と悪化する場面でも、新興国通貨が大幅に売られる可能性は低いと見込む。

インドの貿易赤字が著しく減少

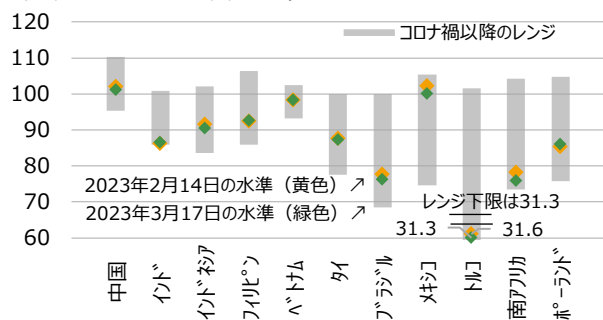
足元原油価格が約1年4カ月ぶりの低水準を記録する中、資源を輸入に依存するインドや、ポーランドなどでは貿易赤字の減少傾向が鮮明化。一方、今後一段と資源価格が下落する場合は、資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は貿易黒字が縮小しよう。資源価格の極端な動きによる各国通貨の選別に注意したい。

外貨準備から見た対外脆弱性は限定的

世界的なリスク回避の流れが強まる場合は、外貨準備高の観点から新興国が選別される可能性がある。コロナ禍以降の積み増しを受け、東欧諸国を除く多くの新興国では、月次輸入額に対する外貨準備が判断目安の3カ月を超え、セーフティネットは備えている。特に、インドは近年外貨準備高が大幅に増加したことが特筆に値し、ベトナムも積み増しに動き出しており、対外脆弱性は改善する見込み。

新興国通貨のコロナ後のレンジと年初来の変化

(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

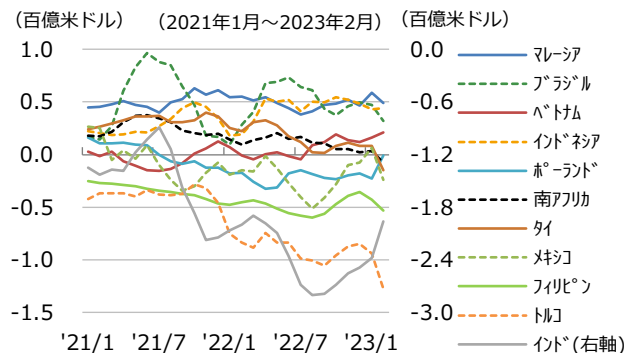
新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)

(億米ドル) (2020年1月27日～2023年3月9日)



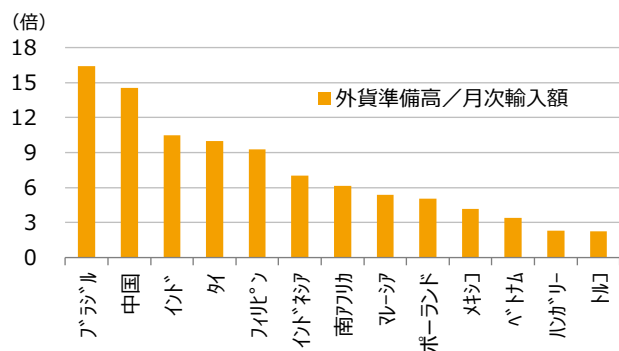
(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支



(出所) CEICより大和アセット作成

月次輸入額に対する外貨準備の比率



(出所) IIFより大和アセット作成



原油

SPRの積み増し方針が機能するか

米国の一部銀行に端を発した信用不安が実体経済の減速につながるとの見方や、リスク回避によるポジション解消を受けて、原油価格は下落。米政府がSPRを積み増す方針を示していた67～72米ドルの水準に入った。米政府の方針変更や深刻な景気後退などによる極端な需要の落ち込みでもない限り、引き続きこの水準を下抜ける可能性は低いと考えられる。米政府の発表や米経済の動向を注視したい。

シェール企業の損益分岐点に近づく

米シェール企業は原油先物を売ることによって価格変動リスクを一部ヘッジするため、期先物価格と損益分岐点は連動しやすい。シェール企業の損益分岐点は、投資不足や人手不足により、コロナ前の50米ドル前後から60米ドル前後まで切り上がっているとみられる。67～72米ドルはインフレへの懸念を高め、かつシェール企業に増産を促す絶妙な水準だったため、ここを下抜けると状況が大きく変わる。

信用不安の波及に要注意

過去を振り返れば、期近物の原油価格が米シェール企業の損益分岐点（≒期先物の原油価格）付近まで下落すると、信用不安が高まり米エネルギー企業のハイイールド債スプレッドが拡大する傾向にあった。仮に、原油価格が67～72米ドル付近で支えられず、60米ドル前後まで下落するようなことがあれば、米銀行に端を発した信用不安がエネルギー企業にまで波及する可能性がある点には注意したい。

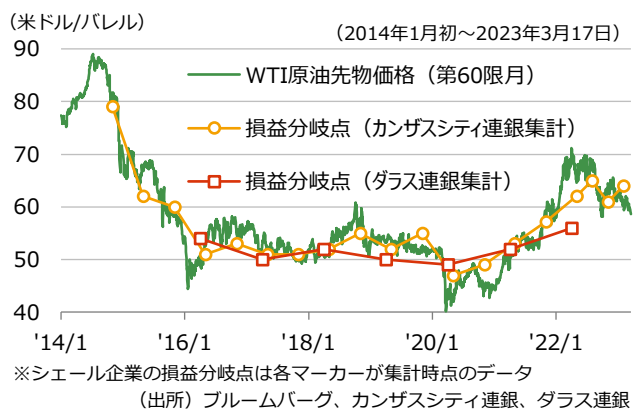
足元の下落は将来的な上昇リスクに

原油価格の下落は、インフレ抑制という観点で短期的には望ましい部分もある。一方、シェール企業の増産意欲を一段と削ぎ、全体としては減産に転じる可能性も高まってくる。米国の石油掘削リグ稼働数は足元で減少傾向に転じており、また産油量も緩やかにしか増加しないと予想されていたことも踏まえれば、足元の原油価格下落は年後半から来年の価格上昇リスクを高めることにつながるだろう。

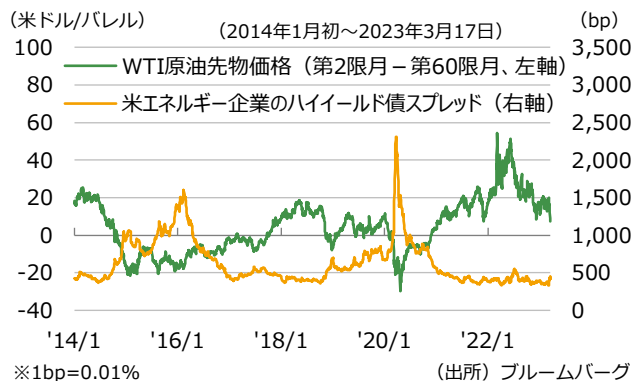
原油価格と米国のSPR



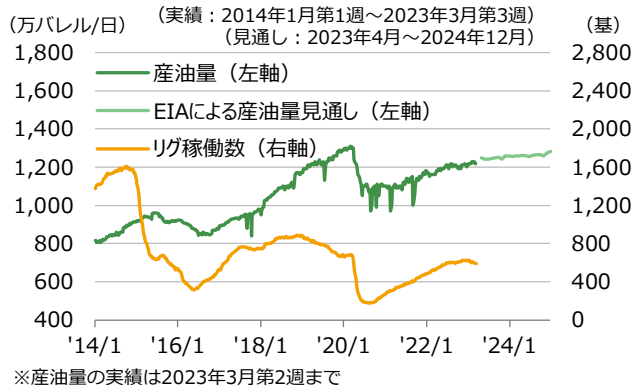
原油価格と米シェール企業の損益分岐点



原油価格と米エネルギー企業のHY債スプレッド



米国の産油量と石油掘削リグ稼働数





金

信用不安の高まりで金価格は上昇

米国の一部銀行が発端となった信用不安により、金価格は3月前半に上昇した。もっとも、世界金融危機やコロナショックの時は、極端なリスクオフで米ドル高・金安となった後、金融緩和により金価格が大幅に上昇したことを考えれば、足元の状況はまだ中途半端と言える。金価格の上昇が一時的に終わるか、上昇相場が長期化するかは今後の展開次第だが、少なくとも1カ月前よりは下値不安が後退した。

安全資産や金融商品としての色彩が強い

金価格は、米国の実質金利（国債利回り－期待インフレ率）と逆相関の関係にあり、名目金利が低下する局面やインフレ懸念が高まる局面で上昇しやすいと言える。しかし、昨秋以降の金価格は期待インフレ率と逆相関の関係になっており、名目金利の変動に対する逆相関の感応度をより高めている。足元の金はインフレヘッジ資産というより、安全資産や金融商品としての色彩を強めていると言える。

金融安定性とインフレ抑制とバランス

米当局による預金保護や流動性供給など信用不安への対応、スイス当局の介入によるUBSのクレディスイス買収で、目先の金融危機は回避される可能性が高まった。しかし、米当局の対応は過剰であり、モラルハザードへの懸念を強めるとの指摘もある。また、FRBが過度に金融安定性に配慮すれば、インフレ抑制が難しくなり、インフレヘッジ資産としての金の魅力が再評価される可能性も高まるだろう。

金ETFへの資金流入に期待

信用不安やインフレ、景気の動向がどう帰結するかは現時点で何とも言えない。ただし、信用不安の早期収束、インフレ抑制に向けた利上げ継続、景気は堅調を維持、という金相場にとってネガティブな組み合わせが実現する可能性は低いと言えるだろう。先行きの不確実性が高い中で金への投資が活発化し、金価格のトレンドを形成する特徴がある金ETFの残高が拡大傾向に転じるか注目したい。

金価格とFRA-OISスプレッド



※FRA-OISスプレッドは、銀行間貸出金利とリスクフリーレートとの差であり、高いほど銀行の信用リスクが高まっていることを示す。

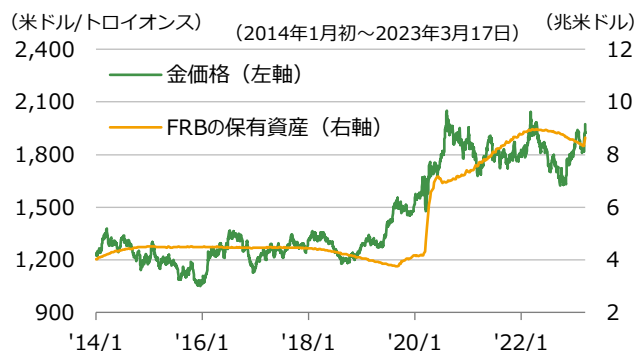
(出所) ブルームバーグ

金価格と米国のインフレ期待・国債利回り



(出所) ブルームバーグ

金価格とFRBの保有資産



※FRBの保有資産は週次データ（2014年1月1日～2023年3月15日）

(出所) ブルームバーグ

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
インフレの上振れと過度な利上げによる景気の腰折れ	中	大	大	米国では過去半年ほどCPIの伸び率は鈍化傾向で、インフレ率が加速するという意味での上振れ懸念はかなり後退している。むしろ順調なインフレ鈍化が前提になりつつあるとも言えるかもしれないが、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残っている。また、欧州では米国ほどインフレ鈍化がみられておらず、特にコアに関しては前年比伸び率がまだ加速している国もある。よって、米欧とも容易には利上げを中断できる状況にはない。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度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。
金融不安の拡大	中	大	大	米国では利上げ開始から1年になるが、ここに来て中堅銀行の経営破綻という金融引き締めの負の側面が急浮上してきた。今のところ、顧客層の偏った一部の銀行におけるALM（資産・負債の総合管理）の問題と位置づけられるが、何らかの理由で市場の不安心理が高まれば、スパイラル的に事態が悪化する可能性もないとはいえない。欧州に関しても銀行の経営不安は個別の事象と考えられるが、体力の弱い金融機関から影響が広がっていく恐れは残る。米欧ともにインフレという背景を抱える分、金融緩和で市場や金融システムを支えることには踏み出し難いだけに、事態が悪化すればするほど打つ手が難しくなるリスクがある。
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えると、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。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	次期日銀総裁に植田和男元日銀審議委員の就任が確定した。植田氏は国会での所信聴取において現状では金融緩和の継続が必要との認識を示したため、直ちに政策が大きく見直される可能性は低いだろう。しかし、誰が総裁であれ、黒田時代を総括し、現状の金融政策の副作用に対応するという点に関しては避けて通れず、いずれ何らかの政策変更を行う可能性が高い。バランス派とされる植田氏は激変緩和に十分配慮すると考えられるが、日銀の打ち出そうとする政策と市場の思惑との乖離が一時的に大きく拡大し、政策発表時の市場のリアクションが想定以上に大きくなる可能性は否定できない。
米中対立の深刻化による地政学リスクの高まり	小	大	大	バイデン・習会談の実現など、米中対立の緩和を模索するような動きもあったが、気球問題で米中間の溝は再び大きく広がってしまった。米共和党は中間選挙で制した下院を中心に、議員が台湾訪問を活発化させる動きを強めつつある。中国に対する半導体規制も、大統領府と議会が一体となって一段と強化されそう。米中とも対話の窓口を閉ざさない方針である点は救いだが、しばらくは対立がさらに悪化しこすれ、改善しようにはない。市場の懸念材料として改めて意識され始める恐れがある。
ウクライナに対するロシアの非人道的攻撃の拡大による第3次大戦懸念	小	大	大	昨年9月以降、ウクライナ軍の反攻が続いていたが、今年に入り局面はこう着しているようだ。ウクライナ軍が再び反攻を強め、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。侵攻開始から1年を過ぎ、プーチン大統領は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勢を強めているようだ。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。
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		3/17	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.75%	0.00	4.25	4.50
ユーロ圏	中銀預金金利	3.00%	0.50	3.50	3.50
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	4.50%	0.00	4.00	3.75
豪州	キャッシュ・レート	3.60%	0.25	3.50	3.10
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.10	-0.40
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	2.00	9.50
英国	バンク・レート	4.00%	0.00	3.25	3.75
インド	レポ金利	6.50%	0.00	2.50	1.35
インドネシア	7日物借入金金利	5.75%	0.00	2.25	1.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	0.00	5.00	4.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-12.50	1.50
トルコ	1週間物レポ金利	8.50%	-0.50	-5.50	-1.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		3/17	1カ月	1年	3年
米国		3.43%	-0.39	1.26	2.35
ドイツ		2.11%	-0.33	1.72	2.54
日本		0.29%	-0.22	0.08	0.27
カナダ		2.78%	-0.51	0.60	1.82
豪州		3.39%	-0.43	0.89	2.36
中国		2.87%	-0.02	0.07	0.15
ブラジル		13.43%	0.01	0.92	5.15
英国		3.28%	-0.23	1.72	2.73
インド		7.34%	-0.03	0.56	1.08
インドネシア		6.91%	0.17	0.19	-0.67
メキシコ		9.05%	-0.06	0.59	1.20
ロシア		10.84%	0.03	-1.68	2.75
トルコ		11.11%	2.05	-13.80	-1.27

		直近値	期間別変化率		
株価指数		3/17	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	31,862	-5.8%	-7.6%	50.0%
	S&P500	3,917	-4.0%	-11.2%	54.9%
ユーロ圏	STOXX 50	4,065	-4.9%	4.6%	60.6%
日本	日経平均株価	27,334	-0.7%	2.6%	60.7%
	TOPIX	1,959	-1.6%	3.2%	54.5%
中国	MSCI中国	64.45	-6.0%	-10.4%	-12.2%
インド	MSCIインド	1,898	-4.3%	-5.5%	85.6%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,269	-2.4%	-0.1%	44.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,045	-1.3%	-28.5%	40.1%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		3/17	1カ月	1年	3年
米ドル		131.85	-1.7%	11.2%	22.4%
ユーロ		140.67	-1.8%	6.9%	18.8%
カナダ・ドル		96.43	-3.2%	2.7%	27.2%
豪ドル		88.31	-4.3%	0.9%	36.7%
人民元		19.12	-2.2%	2.3%	24.6%
ブラジル・リアル		24.98	-3.7%	6.1%	16.2%
英ポンド		160.56	-0.6%	3.0%	23.7%
インド・ルピー		1.60	-1.4%	2.1%	10.1%
インドネシア・ルピア		0.86	-2.7%	3.5%	20.4%
フィリピン・ペソ		2.43	-0.4%	6.9%	18.2%
ベトナム・ドン		0.56	-0.9%	8.9%	21.8%
メキシコ・ペソ		6.98	-4.4%	20.7%	48.7%
ロシア・ルーブル		1.71	-6.0%	47.8%	19.9%
トルコ・リラ		6.94	-2.7%	-13.8%	-58.8%

		直近値	期間別変化率		
リート		3/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	19,677	-10.1%	-20.7%	37.2%
日本	東証REIT指数	1,768	-3.2%	-7.0%	15.5%

		直近値	期間別変化率		
商品		3/17	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	66.74	-12.6%	-35.2%	147.6%
金	COMEX金先物価格	1,974	7.2%	1.6%	29.3%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

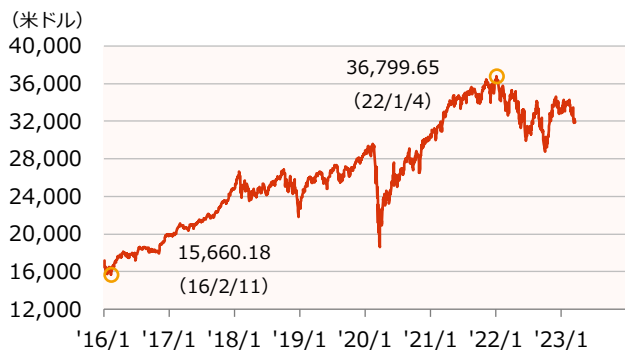
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



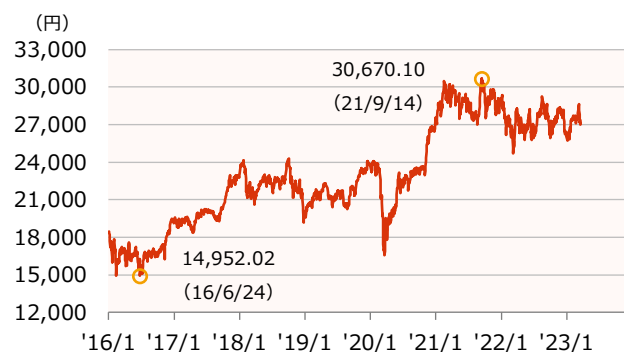
S&P500



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)



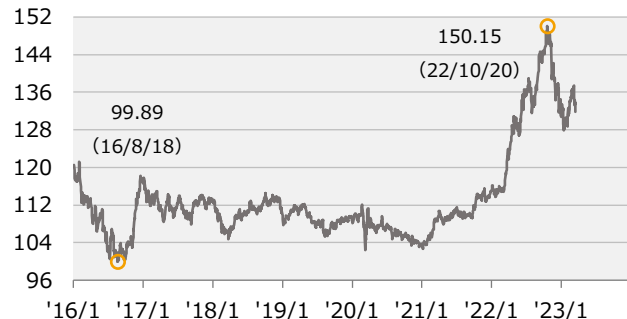
※グラフの期間は2016年1月初～2023年3月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

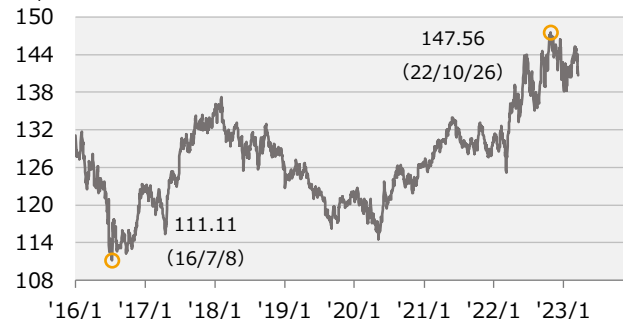
米ドル

(円/米ドル)



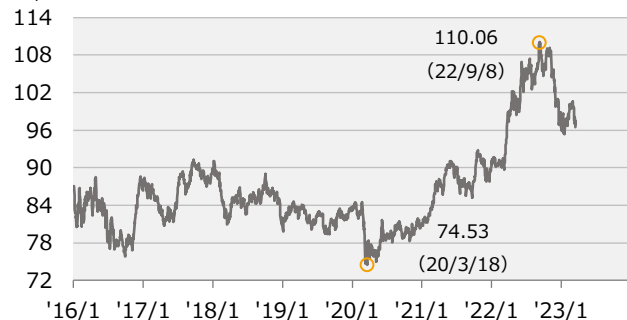
ユーロ

(円/ユーロ)



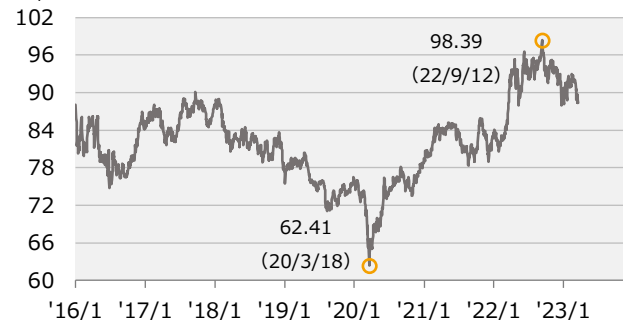
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



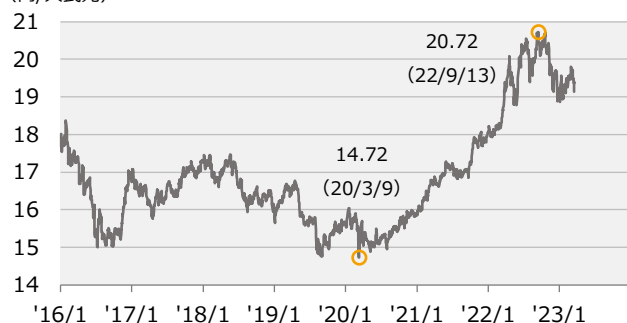
豪ドル

(円/豪ドル)



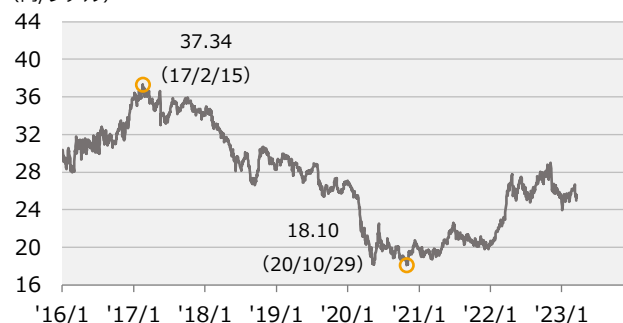
中国人民元

(円/人民元)



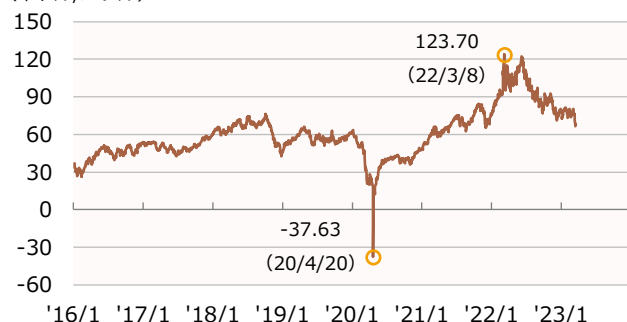
ブラジル・レアル

(円/レアル)



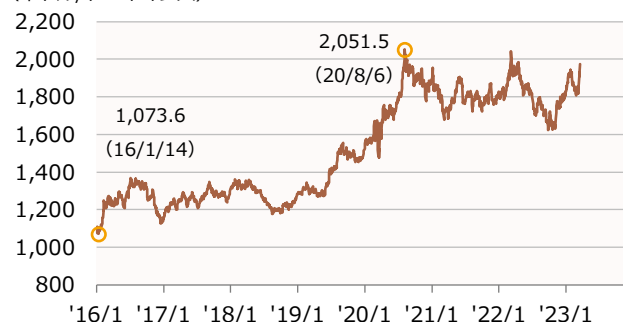
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2016年1月初～2023年3月17日

(出所) ブルームバーク

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	-2.8	5.9
ユーロ圏	1.6	-6.1	5.3
日本	-0.4	-4.3	2.1
カナダ	1.9	-4.6	4.9
豪州	1.9	-1.9	5.2
中国	6.0	2.2	8.4
ブラジル	1.2	-3.3	5.0
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%	4% 3.5%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2023年5月に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5月に0.5%ポイントの追加利上げ。 2024年に計1.5%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	4月	●こども家庭庁発足（1日） ●植田日銀総裁就任（9日） ●統一地方選挙投票日（9、23日） ●衆参5補選投票日（23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） ●トルコ総選挙（14日）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●通常国会会期末（21日）	●ECB理事会（15日） ●FOMC（13-14日） ●EU首脳会議（29-30日）	●RBA理事会（6日） ●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	●インボイス制度開始（1日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●スイス総選挙（22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议（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）	●世界経済フォーラム（ダボス会議）（スイス・ダボス、15-19日） ●FOMC（30-31日）	●台湾総統・立法院議員選挙（13日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	2月		●ECB理事会（1日）	●RBA理事会（6日） ●中華圏春節（10日） ●インドネシア大統領・議会選（14日）
	3月	●東京マラソン（3日） ●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（月内）	●RBA理事会（5日） ●ラマダン開始（11日） ●ロシア大統領選挙（17日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、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、FDIC：米国連邦預金保険公社、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

※当資料は原則として2023年3月17日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2023年3月24日)