

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 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

長期的には楽観・短期的には慎重

- Ⅰ 今月の投資環境見通しにあたって議論したことは、足元の堅調な株価について。目の前には予想される景気悪化などの様々な悪材料が見えているものの、そうした中でも株価は堅調だ。
- Ⅱ 株価が堅調である理由は、大きく2つあると考えられる。1つは、景気が落ち込むにしても浅いと考えられること。もう1つは、今すぐではないものの、将来の利下げが予想されること。ただし、乗り越えるべきハードルもある。当社は「長期に楽観と短期に慎重」と考えている。

 米国	経 … 貸出態度の厳格化が年後半の景気を下押し、年内の景気後退入りを予想。
	株 … リスク要因の織り込みは進展も、利下げ開始時期予想の後ズレに注意。
	債 … 中期的な長期金利低下を予想、利下げ開始の蓋然性が高まるまで3%台半ばで横這いへ。
	リ … 業績動向は堅調継続。外部環境に左右される展開を想定。
	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。
 ユーロ圏	経 … 供給制約の緩和や潜在需要の発現と金融引き締めとの綱引きで、景気はゼロ近傍の成長。
	株 … バリュエーションに割高感はないものの、株価上昇にはECBの利上げ停止が待たれる。
	債 … 金融引き締め強化による景気悪化とインフレ期待の下振れで、長期金利は低下へ。
	リ … 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。
	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。
 日本	経 … 経済正常化さらに進み、内需拡大、自動車生産回復、賃上げ進展と良好な環境に。
	株 … 国内独自材料への期待で株価上昇、目標株価を引き上げやや強気スタンスを継続。
	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	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 住宅市場の底打ちで景気腰折れリスクは後退。インフレ沈静化に向けた動きが持続。
- 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 … 引き締め的な金融政策に対して、好調な労働市場や潤沢な家計貯蓄などが支えに。
- 債 … 賃金上昇率の加速が続きインフレ沈静化には時間を要するため、利下げは来年後半以降。
- 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 … サービス業は強いも、投資・生産が鈍く不均一で緩やかな景気回復が続こう。
- 株 … 好悪材料交錯で不安定な動きが続くも、テーマ株の投資妙味がある局面に。
- 債 … 景気回復が緩やかなため、追加金融緩和の可能性もあり、金利はレンジ推移が続こう。
- 為 … 米ドル指数の動向に振られやすいが、資金逃避による大幅な人民元安は想定せず。



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 … 実質金利の高さや利下げ期待を背景とした海外からの資金フローが追い風に。

世界経済・金融市場見通し

足元で株価が堅調なのはなぜ？

今月の投資環境見通しにあたって議論したことは足元の堅調な株価について。各国の利上げ局面は概ね終了したと言えるものの、市場が心待ちにする利下げ転換はまだ当分先のお話である。目の前には金融引き締め効果の発現による景気悪化、3月の銀行不安を受けた貸出態度厳格化、米国では債務上限問題等、悪材料が見えている。そうした中でも株価は堅調で、とりわけ日本株はバブル後高値を更新した。

景気の落ち込みは浅い

株価が堅調である理由は、大きく2つあると考えられる。1つは、景気が落ち込むにしても浅いと考えられること。通常の景気サイクルでは、経済に何らかの過剰なものが積み上がり、それが調整される過程で景気が悪化する。今局面は過剰どころか不足しているために物価が高騰した。それゆえ調整局面も短期間だと想定される。また、景気悪化が容易に予想できるために企業が事前に備えている面もある。

将来の利下げが予想される

もう1つは、今すぐではないものの、将来の利下げが予想されること（市場が織り込んでいること）。今局面のもう1つの特徴は中立金利水準を大きく上回る利上げが行われたことで、インフレ退治完了後には景気が悪くなくとも中立金利までの利下げが行われる。景気が回復していく中で利下げが行われるとは業績相場と金融相場が同時に出現することを意味し、株式市場にとってポジティブな展開だ。

長期的には楽観・短期的には慎重

ただし、乗り越えるべきハードルもある。近年にない金融引き締めにより景気が想定以上に落ち込む可能性やインフレが高止まりし利下げ転換が遅れる可能性などだ。当社は「長期に楽観と短期に慎重」で、完全な楽観となるには、①景気回復が見えてくる、②近い将来の利下げが見えてくる、のいずれかが必要だと考えている。逆にいえば、悲観となるには、上述のハードルが実現することが必要でもある。

世界株式



各国・地域の実質GDP成長率の市場予想平均

(%) (2023年5月22日時点)

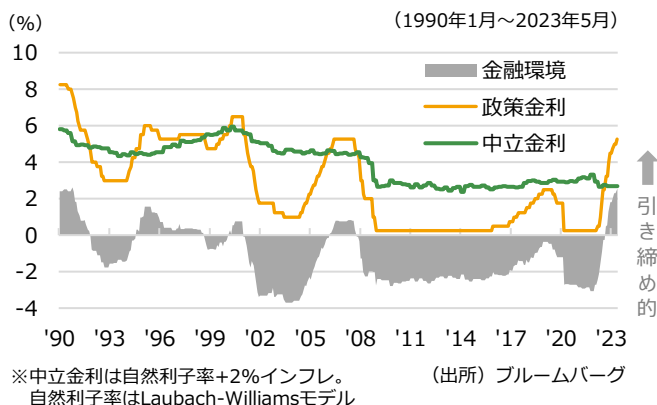
	2023年				2024年	
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
米国	1.1	0.5	-0.5	-0.5	0.8	1.6
ユーロ圏	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
英国	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3

【御参考】米国での過去の景気後退局面での実質GDP成長率

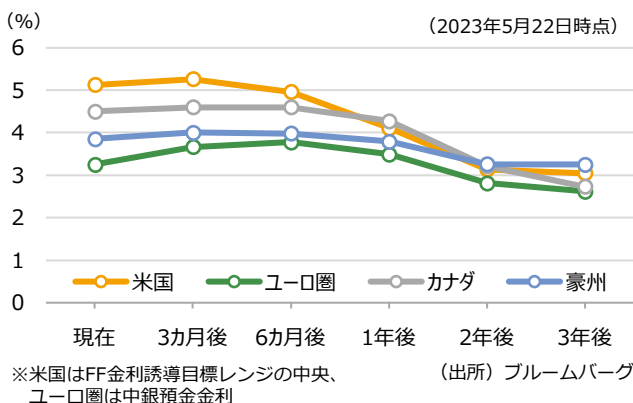
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
コロナ	-4.6	-29.9	35.3	3.9	6.3	7.0
リーマン	-1.6	2.3	-2.1	-8.5	-4.6	-0.7
ITバブル	-1.3	2.5	-1.6	1.1	3.4	2.5

※米国は前期比年率、ユーロ圏・英国は前期比 (出所) ブルームバーグ
※コロナは2020年1-3月期～、リーマンは2008年1-3月期～、ITバブルは2001年1-3月期～

米国の政策金利と中立金利



市場が織り込む将来の政策金利の水準



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				貸出態度の厳格化が年後半の景気を下押し、年内の景気後退入りを予想。 供給制約の緩和や潜在需要の発現と金融引き締めとの綱引きで、景気はゼロ近傍の成長。 経済正常化さらに進み、内需拡大、自動車生産回復、賃上げ進展と良好な環境に。 住宅市場の底打ちで景気腰折れリスクは後退。インフレ沈静化に向けた動きが持続。 引き締めの金融政策に対して、好調な労働市場や潤沢な家計貯蓄などが支えに。 サービス業は強いも、投資・生産が鈍く不均一で緩やかな景気回復が続こう。 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				リスク要因の織り込みは進展も、利下げ開始時期予想の後ズレに注意。 バリュエーションに割高感はないものの、株価上昇にはECBの利上げ停止が待たれる。 国内独自材料への期待で株価上昇、目標株価を引き上げやや強気スタンスを継続。 好悪材料交錯で不安定な動きが続くも、テーマ株の投資妙味がある局面に。 世界3位の経済大国への成長期待や、割高感の剥落などで、上昇余地があると予想。 景気モメンタムがやや弱まる中で、来年2月の総選挙も意識されやすく、上値が重いと予想。 利上げ停止と、預金準備率引き下げ期待が下支えしようが、経常赤字の拡大が懸念材料。 不動産、社債市場での規制緩和、利下げを受け、堅調な株価推移を予想。
	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、利下げ開始の蓋然性が高まるまで3%台半ばで横這いへ。 金融引き締め強化による景気悪化とインフレ期待の下振れで、長期金利は低下へ。 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。 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。 賃金上昇率の加速が続くインフレ沈静化には時間を要するため、利下げは来年後半以降。 景気回復が緩やかなため、追加金融緩和の可能性もあり、金利は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。 一段の金融引き締めが景気悪化とインフレ低下をもたらす、長期金利は低下基調へ転換。 インフレの低下、利上げの打ち止め等好材料出尽くし感があり、レンジ推移に転じると予想。 長期金利はすでに利上げ終了を織り込んで低水準にあるため、金利低下余地は限定的。 インフレピークアウトで利上げ停止。相対的な高金利に加え将来の利下げ余地も大きい。 ※脚注参照 大統領選挙のエルドアン氏勝利を織り込み金利は急低下。更なる低下余地は乏しい。
	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				業績動向は堅調継続。外部環境に左右される展開を想定。 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				OPECプラスの追加減産により需給バランスは需要超過に転じ、原油価格は堅調な推移に。 目先は米債務上限問題の行方に注意。来年以降の米利下げを意識した投資需要に期待。
	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。 米ドル指数の動向に振られやすいが、資金逃避による大幅な人民元安は想定せず。 実質金利の高さや利下げ期待を背景とした海外からの資金フローが追い風に。 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。 経常収支の改善期待と、ペソの高値警戒感の綱引きの中、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や良好な対外収支を背景に、対米ドルで底堅い推移に。 ※脚注参照 エルドアン大統領の続投が濃厚となり、低金利政策と経常赤字でリラ安圧力が続こう。
	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	1.0	-0.3	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	0.4	1.0	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.25 3.75	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.6	1.2
日本	2.1	1.0	1.0	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	5.0	3.4	1.0	1.0	0.25	4.25	4.50	3.50	1.43	3.30	2.9	2.6
豪州	5.2	3.7	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%	135円 -3.9%	130円 -3.7%
欧州 STOXX 50	4,298 21.0%	3,794 -11.7%	4,350 14.7%	4,650 6.9%	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%	32,000 22.6%	34,000 6.3%	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%	2,250 18.9%	2,390 6.2%	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	4.1	0.3	1.2	0.25	3.50	5.00	3.50	0.97	3.67	2.8	2.4
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	6.5
インドネシア	3.7	5.3	5.4	5.2	3.50	5.50	5.75	5.25	6.38	6.94	6.5	6.8
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	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	2.0	1.5	5.50	10.50	11.25	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	8.50	8.50	23.18	9.16	9.0	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
インド	2,037	2,069	2,380	2,350	英ポンド	155.74円	158.47円	155円	148円
MSCI	27.3%	1.6%	15.1%	-1.3%		10.3%	1.7%	-2.2%	-4.5%
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	0.539円	0.517円
						12.7%	10.9%	-3.6%	-4.1%
					メキシコ・ペソ	5.61円	6.72円	7.1円	6.7円
						8.0%	19.9%	5.6%	-5.6%
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/トロオンス)	1,829	1,826	2,100	2,300	トルコ・リラ	8.55円	7.00円	6.0円	5.2円
	-3.5%	-0.1%	15.0%	9.5%		-38.5%	-18.2%	-14.3%	-13.3%

※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

巡航速度割れも、底堅い景気

1-3月期実質GDPは前期比年率+1.1%だった。在庫投資が下押しとなったが、景気の根幹とも言うべき家計消費と民間投資を合算した民間最終需要は同+2.9%と、10-12月期の同+0.1%から急反発した。家計消費は四半期末にかけて勢いを落としたが、4月にひとまず回復。昨年後半から年初の実勢は強く、仮に年内、前期比ゼロ成長に留まったとしても、今年の前年比+1%程度の成長を確保する格好となる。

ひっ迫感後退も、なお好調な労働市場

4月雇用者数は3カ月平均で前月比+22万人と鈍化傾向にあるものの、適正ペースとされる同+10~15万人を上回った。失業率は3.4%と前月の3.5%から一段と低下。求人・失業倍率は1.6倍と低下傾向とはいえ、求人数が失業者数を大幅に上回っている構図が継続している。労働需給のひっ迫を背景に、賃金上昇率は前年同月比+6.4%と高い伸びを維持。総じて、好調な労働市場が家計消費を下支えている。

一見するとインフレ鈍化期待に沿うが…

4月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%と、インフレ目標相当の上昇率を優に上回ったまま。内訳をみると、住居費が同+0.5%、住居費を除くサービス価格が同+0.1%といずれも鈍化した。また、財価格は同+0.6%と反発したが、中古自動車を除くと横這い。表面的な伸びこそ高かったが、先行きのインフレ鈍化に希望を抱かせうる。もっとも、単月の結果での判断は早計である。

金融引き締めの影響は年後半に顕在化へ

金融機関の貸出態度は直近調査で46と前回から若干の厳格化に留まったが、関連指標は更なる悪化を示唆。FRB高官が主張するように、金融引き締めの影響発現には時間差がある。例えば、雇用者数と比較すると、労働市場は貸出態度の厳格化に対して9カ月ほど遅行する傾向にある。足元の景気こそ想定以上に底堅いが、実体経済は引き続き悪化含みと考え、年末には景気後退に陥るとの見方を維持する。

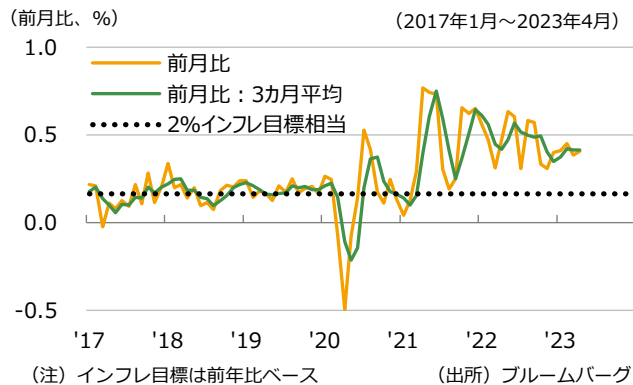
実質GDPと民間最終需要



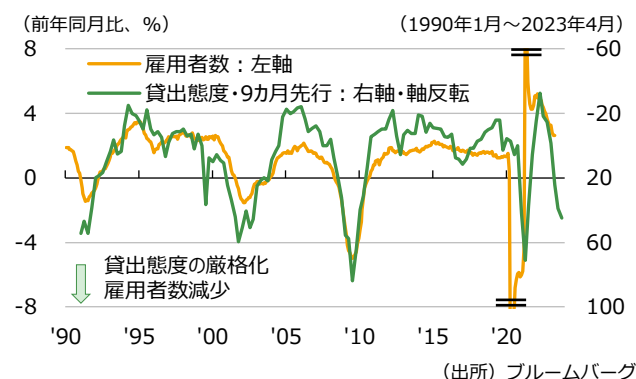
求人・失業倍率と求人判断



食品・エネルギーを除くコアCPI



金融機関の貸出態度と雇用者数増減





株式

中立スタンスを継続

銀行の信用不安はやや後退したものの、足元で債務上限問題に対する不透明感は強い。また、金融政策の焦点が利上げ停止時期から利下げ開始時期に移る中、市場の年内利下げ期待が後退するリスクは残っていると考える。利下げ開始への期待が市場の焦点となり株価が上昇するにはまだ越えるべきハードルが残っていると考え、米国株の判断は中立を継続する。

バリュエーションに割安感はない

S&P500の12カ月先予想PERは18倍台半ば、リスクプレミアムは1%台後半。決算発表を経ても市場の企業利益予想の修正が横ばいから小幅な低下に留まった点はポジティブな一方、リスクプレミアムの低さ（割高さ）は懸念材料。利下げ開始を株式市場が本格的に織り込む局面が到来すれば、バリュエーションには拡大余地が生じると考える点に変わりはないものの、目先はまだ不確実性があるとみる。

信用不安への懸念は後退気味

5月上旬に再び高まった銀行の信用不安は足元でやや沈静化。決算発表で示された預金高で大幅な減少が確認されたのは一部に留まったこと、週次で開示される商業銀行全体の預金高についても極端な減少とはなっていないことが要因。銀行株指数も5月中旬に反発した。信用不安への懸念は払拭はされていないものの、金融システム全体の問題ではなく、あくまで個別行の問題との見方は固まってきている。

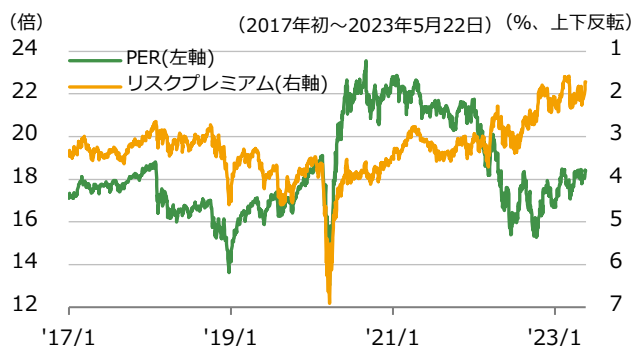
利下げ開始時期が焦点に

米国株の不確実要素は、景気減速による企業収益への懸念、銀行の信用不安や債務上限問題、そして、FRBの利下げ開始時期に関するFRB見通しと市場織り込みのズレなど。特にFOMC参加者見通しと比べて、市場が早期の利下げ開始を見込んでいることはリスク材料。緩やかな景気減速に留まれば、利下げ開始時期が2024年になる可能性は高く、市場織り込みの後ズレする余地が残っている点は注意したい。

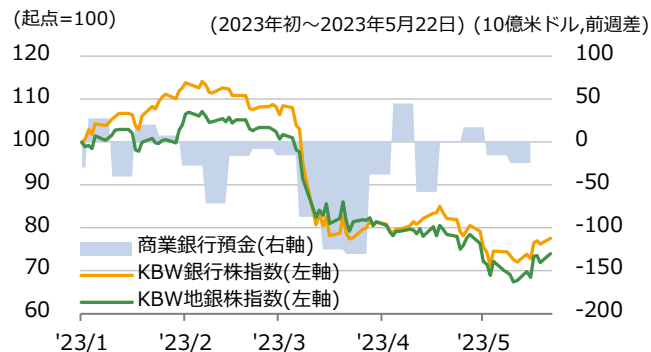
S&P500の推移



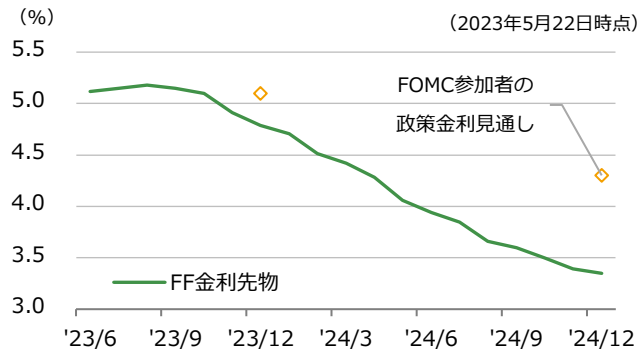
S&P500のPERとリスクプレミアム



銀行株指数と商業銀行預金



FF金利先物とFOMC参加者の政策金利見通し





債券・金利

6月FOMCは利上げ見送りか？

5月FOMCでは0.25%ポイントの追加利上げを決定し、政策金利を5.00-5.25%へと引き上げた。声明文では「幾分の追加引き締めが適切となるかもしれない」という前回文言を削除し、追加利上げの可能性こそ完全に排除していないものの、引き締め姿勢を一段と落とした。パウエル議長は講演で「金融政策は景気抑制的」であり、「慎重に分析する余裕がある」と指摘し、利上げ見送りの可能性を示唆。

債務上限問題は短期決着か長期戦か

6月初旬ともされる「Xデー」が迫る中、債務上限問題が相場材料になりつつある。交渉妥結機運が一部で高まっているが、現在のようなねじれ議会下で交渉が長期化した2011年には米国債の格下げ、2013年には政府閉鎖にまで事態が悪化した。小幅な上限引き上げであれば問題の先送りに過ぎないため、債券市場での不透明感払拭には至らないだろう。

リート

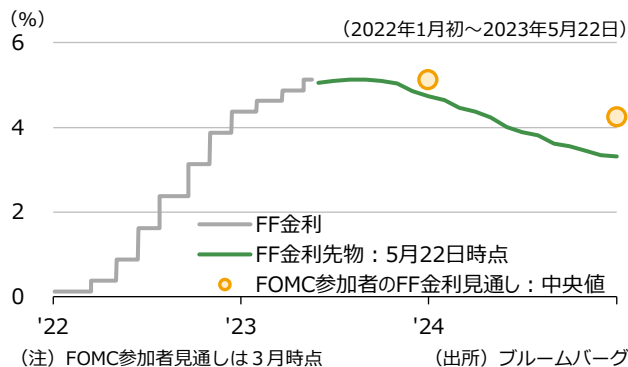
信用不安は後退するも上値は重い

米国リート市場は、4月半ばから5月半ばにかけて、信用不安は後退したものの、商業用不動産の動向を含め懸念は残り、上値の重い展開。2023年1-3月期の決算はおおむね堅調な内容。オフィスセクターや一部小型銘柄で弱い結果が散見されるも、全体としては良好なキャッシュフロー成長を継続。また2023年の見通しも、堅調な1-3月期決算を背景に多くの銘柄で引き上げられた。

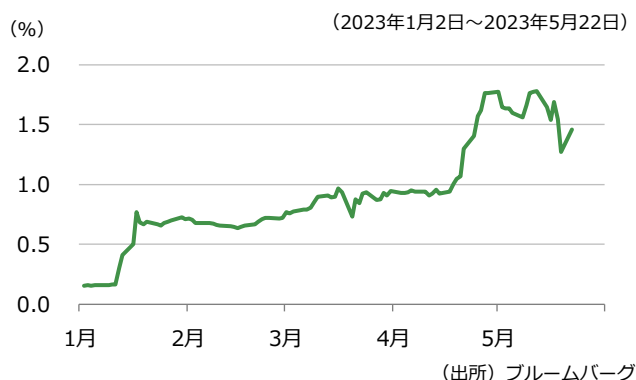
厳しい外部環境の中にも成長の芽

金融引き締め策は資本コストの上昇や不動産セクターに対する銀行の貸出態度厳格化などを通して実物不動産市場には下方圧力となろう。一方で不動産価格の下落は、バランスシートが健全な銘柄にとっては割安な価格で物件を取得する好機となろう。またこのような環境は新規物件開発を抑制する方向に働き、将来的な不動産サイクルの反転を促そう。

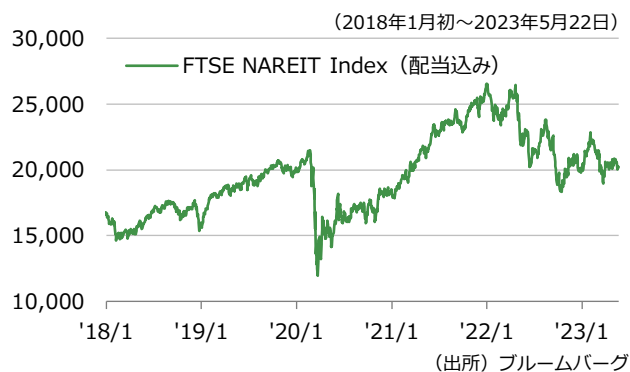
FF金利と見通し



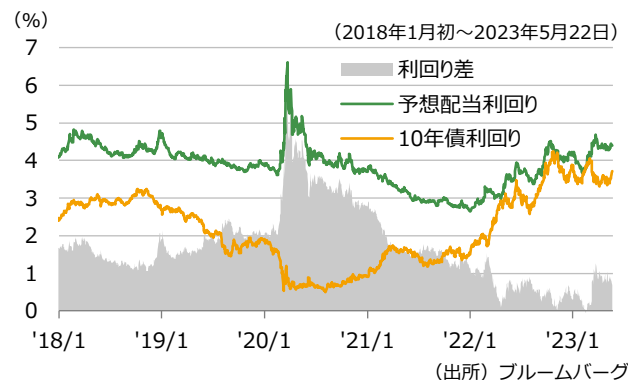
1年物米国債のクレジット・デフォルト・スワップ



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高・円安に

日米5年国債金利差と米ドル円は基本的に連動している。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、米利上げ減速観測で米金利が低下した11月以降は米ドルの割高感が解消。12月以降は日銀のYCC修正が影響し、金利差のわりに米ドル安・円高の水準となった。最近では、日銀の早期緩和修正観測の後退などにより、日米金利差のわりにやや米ドル高・円安となっている。

米ドル円は120～140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138.1円を中心に129.8～146.4円（推計値±標準誤差×2）、3.0%なら132.1円を中心に123.8～140.4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、米金利低下で日米金利差は縮小し、リスクオフの円高にも傾くことで、米ドル円は120～140円程度のレンジ内で下落傾向と予想する。

米実質金利低下による米ドル安を予想

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%弱まで上昇した後に低下。今年4月には1%近くまで低下したが、その後は反発している。ただ、市場の期待インフレ率（5年）は低下傾向にあり、2%に近づいている。今後、米経済指標の悪化やインフレの鈍化を背景にFRBのタカ派姿勢が弱まることにより、実質金利の低下が進んで米ドル安要因となる可能性が高い。

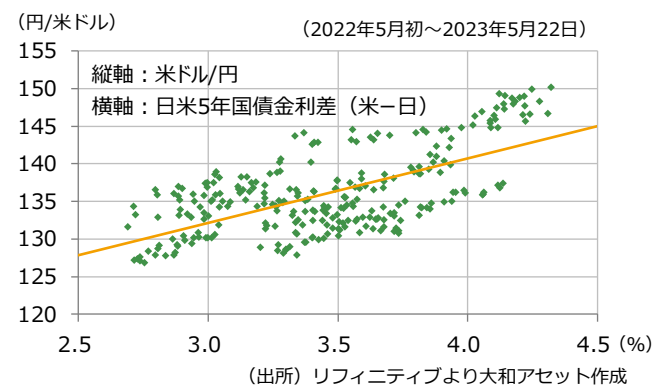
米経済指標は米ドル円の上値抑制要因に

今年1～3月は米経済指標が市場予想を上回るケースが多く、経済サプライズ指数（ESI）が上昇。原因としてはコロナ禍からの経済再開が進んだことのほか、米ドル安による米国の財・サービスの需要増もあった。だが、その後は米ドル高の影響もあり、ESIは低下に転じている。米ドル実効為替の動向からすると、当面はESIが低迷しやすいと見られ、米金利や米ドル円の上値を抑える要因となりそうだ。

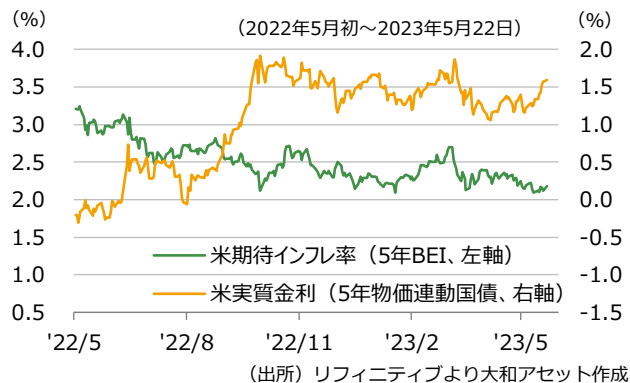
日米5年国債金利差と米ドル円



日米5年国債金利差と米ドル円（分布図）



米国の期待インフレ率と実質金利



米ドル実効為替変化率と米経済サプライズ指数





経済

2023年中はゼロ近傍の成長が継続

実質GDPは2022年10-12月期の前期比▲0.1%に続き、2023年1-3月期も同0.1%と、停滞したまま。実際、供給制約の緩和や潜在需要の発現の一方で、ECBの金融引き締めの一時的な効果の強まりで、景気は一進一退での推移に。PMIは製造業が50を下回って低下しているが、サービス業は50を上回って上昇しており、景気の極端な悪化は免れよう。2023年中はゼロ近傍の成長が継続すると見込む。

貸出基準の厳格化と借入需要の減少

ECBの銀行貸出調査によれば、銀行の貸出基準は2022年10-12月期と同程度に2023年1-3月期も目立って厳格化した。程度は和らぐとはいえ、4-6月期も厳格化が続く見通し。より顕著なのは企業の借入需要の減少で、こちらはリーマン・ショック時以来の大幅なマイナス。貸出の供給・需要両面での絞り込みは景気回復の勢いを削ぐ公算が大きい。ECBの金融引き締めが所期の効果を現しつつある。

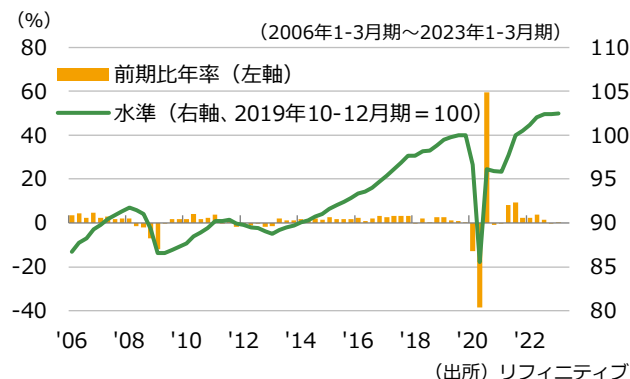
失業率は低下も実質小売売上高は減少

失業率は2020年10月以降低下基調にあり、直近の3月は6.5%に達した。失業率は景気の遅行指標ながら、労働需給の逼迫で賃金は上振れ気味。しかし、インフレ率が賃金の伸びを大幅に上回っており、実質小売売上高は約2年来の減少基調に歯止めがかからず。高インフレは金融引き締めを促すため、早晚労働市場も悪化しよう。個人消費は景気のけん引役としては期待し難い。

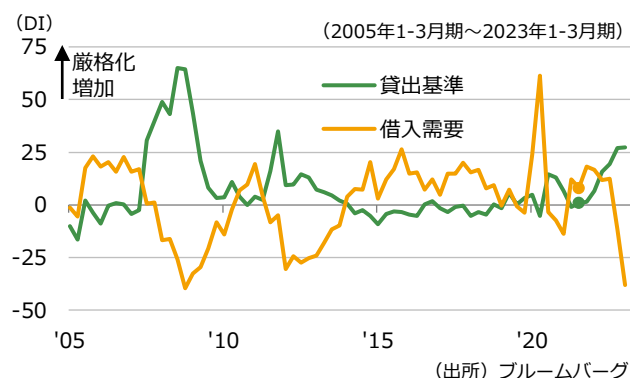
コアのインフレ率の高止まり

消費者物価指数は総合では昨年10月をピークに鈍化基調が明白である。最大の要因はエネルギー価格の下落で、鈍化基調の継続を見込む。一方、コアはじりじりと伸びが加速している。うち財価格には一巡感もあるが、サービス価格はむしろ足元で伸びが加速している。労働市場の悪化が賃金、サービス価格の鈍化をもたらすまでのタイムラグを勘案すれば、コアのインフレ率は当面高止まる可能性が高い。

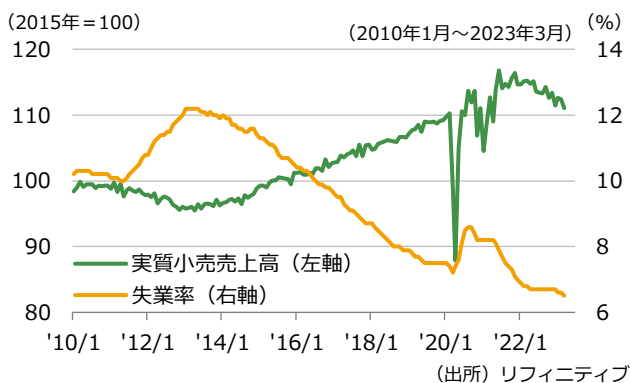
実質GDP



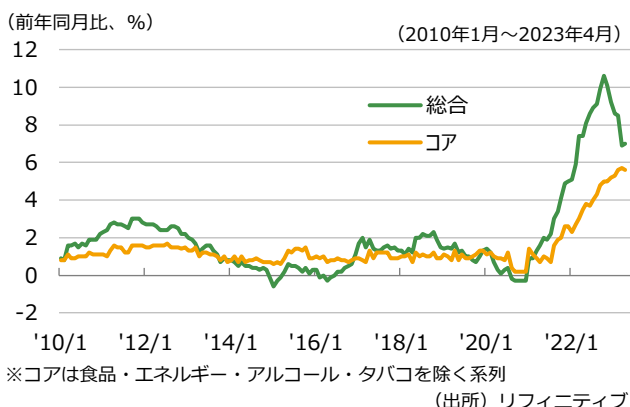
銀行貸出調査



実質小売売上高と失業率



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。直近1カ月の騰落率はほぼ横ばいで先進国株の中で低位。また、年初からの上昇率は高いものの、12カ月先予想PERは13倍弱と割高感は見られない。その一方、ECBは「インフレがあまりにも長く、高過ぎる」として5月の理事会において利上げを行い、さらに複数回の利上げを行う方針を示した。株価の更なる上昇には利上げの停止が求められると考える。

利上げ停止は夏か秋か？

ECBのタカ派スタンスを受け、市場が織り込むECBの政策金利の見通しはこの数カ月で切り上がった。市場では今年9月あるいは10月の利上げ停止が織り込まれている一方、当社ではあと2回の利上げで利上げが停止されることをメインシナリオとしている。利上げ停止時期の確度が高まれば市場センチメントの改善が期待出来るため動向を注視したい。

債券・金利

ECBは追加で2会合連続の利上げへ

金融環境の悪化を主因にECBは5月に利上げ幅を0.25%ポイントに縮小させた。しかし、インフレ率は目標値の2%を長期間大幅に上回ったままであり、政策金利を十分に引き締め的な水準まで引き上げ、その水準に必要なだけ長く留めるべく、なお利上げ途上であることをECBは明言した。実体経済への影響が本格化する予兆を得るまで利上げを継続しよう。追加で2会合連続の利上げを見込む。

金融引き締め効果で長期金利は低下へ

ECBは従来の資産購入プログラムによる保有債券の償還に伴う再投資を7月から完全に停止する方針を示した。長期資金供給オペの多額の返済もあり、ECBの総資産は時間の経過に伴い着実に縮小していく。大幅な利上げと量的引き締めの強化が、長期的には景気悪化とインフレ期待の下振れをもたらすと考えられることから、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

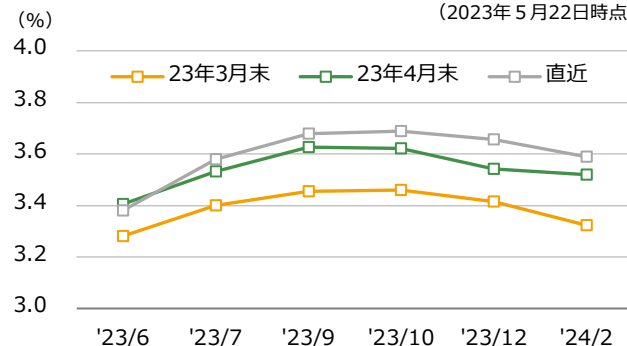
(2020年初～2023年5月22日)



(出所) リフィニティブ

市場が織り込むECB政策金利見通し

(2023年5月22日時点)

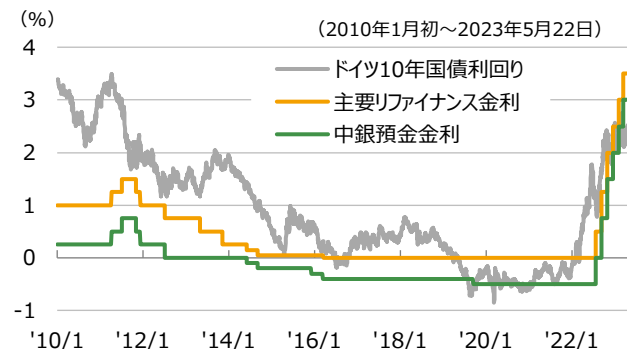


※OISベース

(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5月22日)

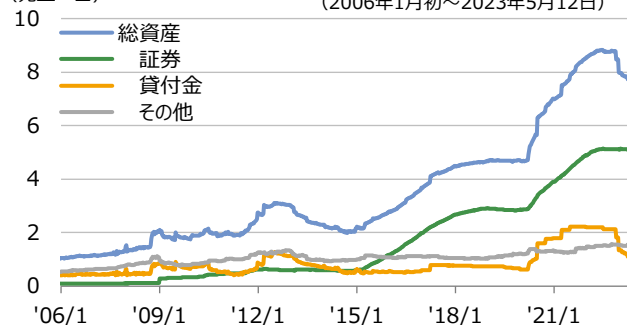


※政策金利は発表日ベース

(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5月12日)



(出所) ECB



為替

独日金利差縮小はユーロ安・円高要因に

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、3月以降は欧米金融機関の信用不安の影響もあり、金利差はやや縮小。ただ、欧米金利低下がリスクオンの円安に作用したため、独日金利差が縮小してもユーロ円は堅調に推移してきた。今後は、欧米の景気悪化懸念を背景とする独日金利差縮小とリスクオフでユーロ安・円高が進むと予想している。

リスクオフはユーロ安・米ドル高要因に

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し、ユーロ高・米ドル安が進んだ。今年3月以降は、FRBに比べECBの利上げ継続姿勢が強いことや、米銀破綻の影響による米金利低下が、ユーロ高・米ドル安に作用してきた。だが、最近では相対的な独金利低下とユーロ安に転じている。今後は欧米景気悪化懸念によりリスクオフに傾くことで、ユーロ安・米ドル高が進みやすくなると見ている。

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のタカ派姿勢によりユーロが上昇。過去20年平均との対比では、円よりもユーロの水準は高いので、ユーロ圏の対日貿易収支は悪化しやすい一方、米ドルよりもユーロの水準は低いので、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。

経済指標はリスクオフのユーロ安要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示す経済サプライズ指数（ESI）は、ユーロ圏、日本がマイナス、米国がゼロ近傍に低下。相対比較からはユーロが対米ドルで下落しやすい状況にある。また、日米欧のESIが揃って低下しているため、世界的な景気悪化懸念からリスクオフのユーロ安・円高・米ドル高に傾く可能性が高まっている。なお、中国のESIも急速に低下しており、景気悪化懸念を助長しやすい。

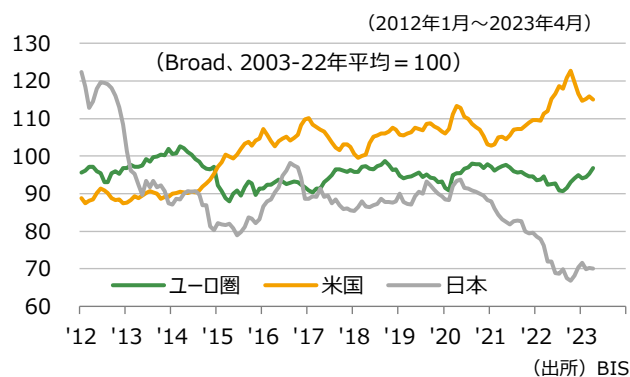
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



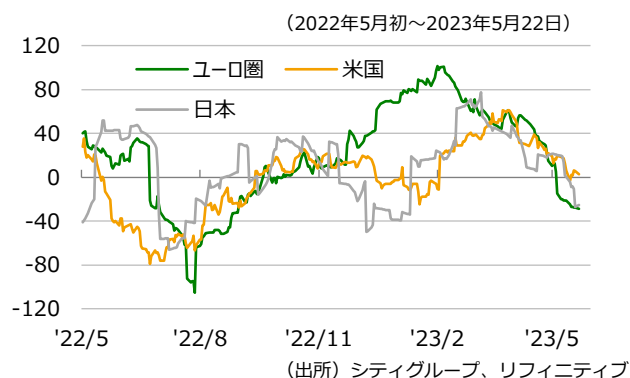
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



経済サプライズ指数





経済

実質GDPは2024年明けにコロナ前へ

実質GDPは2022年4-6月期以降、前期比0.1%、▲0.1%、0.1%、0.1%と、丸1年間停滞している。この間、業種別では鉱業の悪化と建設の好調が対照的。製造業は最近2四半期とも前期比0.5%と持ち直しつつあり、サービス業も民間部門は総じて底堅い。BOEの金融引き締め下でも、良好な雇用、所得環境等が需要を下支えするなか、2024年1-3月期に実質GDPの水準はコロナ前を上回ると見込む。

賃金、物価の伸びは高止まり

週平均賃金は昨年10月以降前年同月比7%台、消費者物価指数は昨年7月以降、総合が同10%超、コアが同6%超で概ね推移している。一段と伸び率が加速する状況ではないが、高止まったまま。既往のエネルギー価格の下落の直接、間接の影響や、金融引き締め効果の発現が見込まれるが、供給制約から賃金、延いてはサービス価格の鈍化は遅れがち。

為替

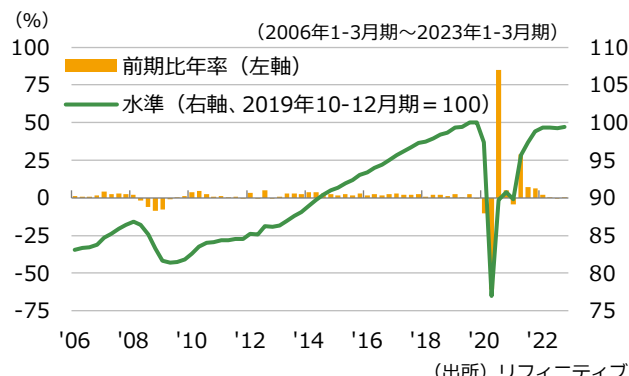
BOEは追加で2会合連続の利上げへ

BOEは2021年12月以降、12会合連続で利上げを実施中。昨年11月には保有債券の売却も開始した。最新5月の金融政策報告書では、景気、雇用、物価の見通しを大幅に上方修正し、インフレ上振れリスクを強調した。それでも、インフレ率は中期的には2%へ達するとのBOEの見通しだが、不確実性は高く、追加で2会合連続の利上げを見込む。政策金利が5%に達した時点で利上げ打ち止めに。

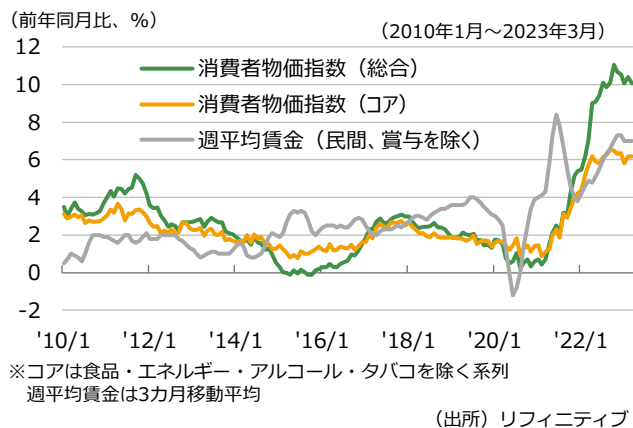
BOEの姿勢次第でポンド安に傾く可能性

最近ユーロ圏に比べ英国の長期金利が相対的に上昇しており、ユーロに対してポンドが持ち直している。BOEのタカ派姿勢が再び強まったことが背景にある。ただ、最近発表された指標からは労働需給の緩和がうかがえる。今後、物価上昇の鈍化が確認されれば、BOEのタカ派姿勢が後退し、英長期金利の相対的低下とポンド安に傾く可能性がある。

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

内需主導の回復が鮮明に

5月8日から新型コロナが「5類感染症」へ移行し、経済活動正常化の動きやインバウンド消費の回復が鮮明となりつつあるほか、自動車の挽回生産も進んでいる。今後は設備投資の回復や賃上げ効果も期待され、内需の好調持続が想定される。一方、米国で金融引き締めの影響が顕在化しつつあることや中国の製造業で想定を下回る弱い動きが見られるなど外需の一部に不透明感がある。

名目GDPが高い伸びで過去最高を更新

1-3月期のGDP1次速報は、実質GDPが前期比年率+1.6%、名目GDPが同+7.1%と改善を見せた。実質ベースでは依然新型コロナ前を下回る水準だが、価格転嫁が進むなかでも個人消費など内需は堅調に推移しており、名目値は高い伸び率を示し過去最高を更新した。家計の過剰貯蓄やインバウンド消費の回復、賃上げによる所得増などから、今後も名目ベースでの高い伸びの継続が期待される。

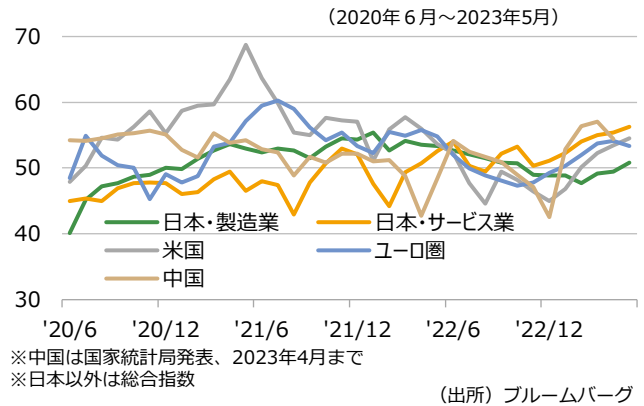
自動車の生産・販売回復

4月の自動車販売は、国内は前年同月比+23.1%と4カ月連続の2桁増となったほか、米国も9カ月連続増加、中国も前年の上海市ロックダウン影響の反動で非常に高い伸び率となった。半導体等部材不足が緩和され、グローバルで自動車の生産・販売が回復している。米国での金利上昇の影響や中国での値引き販売の拡大などへの懸念もあるが、引き続き在庫不足の状況から回復傾向の継続が想定される。

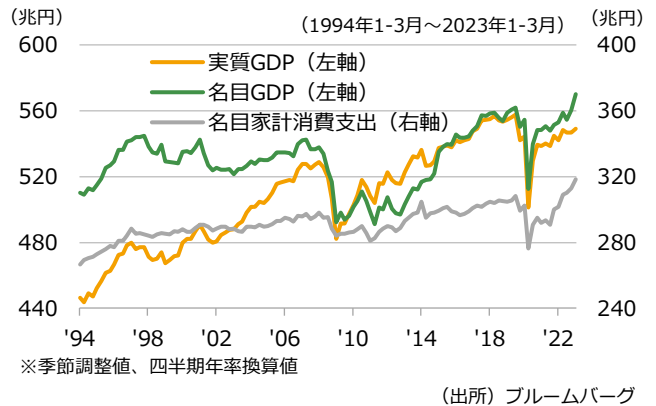
輸入物価がマイナスに

4月の企業物価指数の前年同月比は+5.8%と3月の+7.4%から伸び率が鈍化した。円建ての輸入物価指数は同▲2.9%となり、資源価格上昇や円安の一服により約2年ぶりのマイナスとなった。一方、消費者物価指数は、食品の値上げや大手電力料金の値上げ（6月使用分から15~40%程度）など価格転嫁の動きが継続しており、サービス価格の伸び率も加速するなど、当面高い伸び率の継続が想定される。

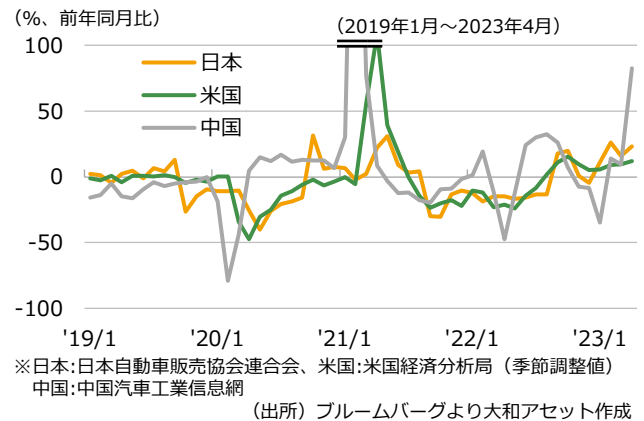
PMI



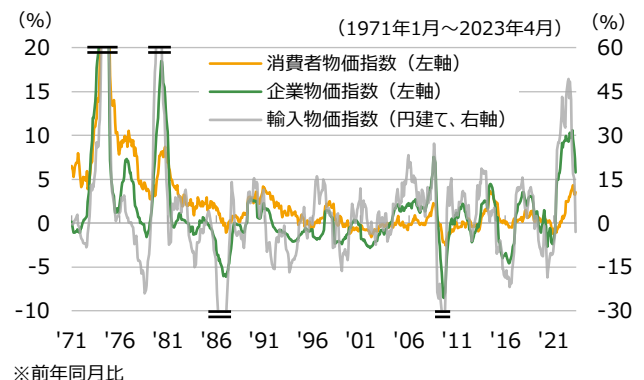
GDP



自動車販売台数



物価指数





株式

やや強気スタンスを継続

株価上昇により、日経平均株価は2023年末の当社目標に到達した。上昇ペースは早く、目先はいわゆるスピード調整への注意は必要とみる。その一方、現在の日本株に対する市場の注目は、欧米対比で遅れたリオープンングや東証要請を受けた株主還元強化への期待などの独自要因であり期待が継続し易い。2023年末予想をTOPIX：2,250p、日経平均株価：32,000円に引き上げ、やや強気判断を継続する。

バリュエーションは過去平均並み

TOPIXのバリュエーションはPERで13倍台後半、リスクプレミアムで7%弱程度。直近の株価上昇を経てほぼ過去平均並みであり割高感はなく、米国株対比での割安感が残る。米銀の信用不安や債務上限問題などへの懸念が高まり、株式市場が不安定化する局面が訪れたとしても、大幅なバリュエーション調整が発生するリスクは小さく、日本株への期待が継続し易い状況にあるとみる。

東証要請に効果の兆し

3月に東証が公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する」要請への注目度は高い。株式市場の期待は株主還元の強化にある。過去3年あるいは5年に実績がなく新たに期初に自社株買いを発表した銘柄数は、減益の会社計画が多い中でも増加している。これは、東証要請に事業会社が応えた結果と解釈でき、今後、このような株主還元強化の動きが続くことが期待される。

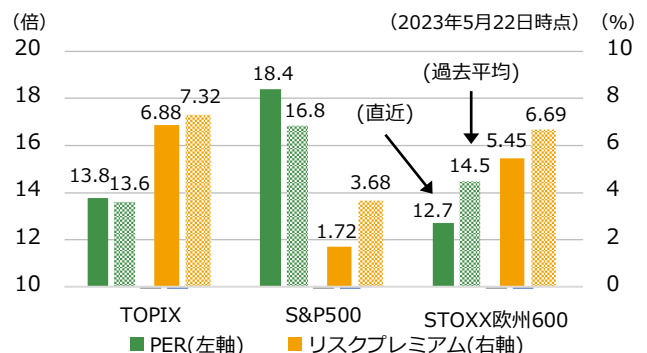
海外投資家には買い余力あり

株価上昇を受け、海外投資家の日本株に対する注目度はこの1カ月で高まった。東証が公表している海外投資家の売買動向を見ると、過去に海外投資家が日本株を大きく買い越した局面では、直近12カ月累計のネット買越額は4～5兆円程度に達することが多い。足元の直近12カ月累計ネット買越額はまだゼロ近辺であり、海外投資家の買い余力が期待できる点は日本株の需給にとって好材料であろう。

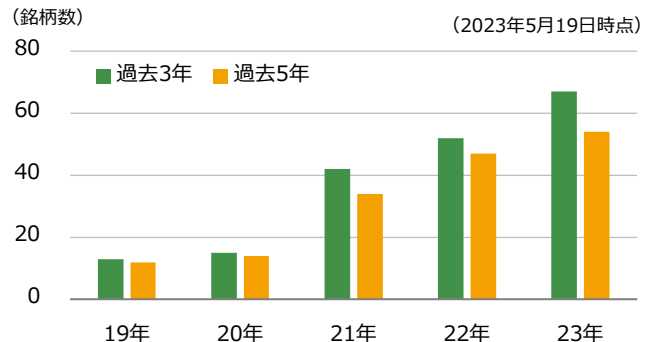
TOPIXの推移



バリュエーションの日米欧比較

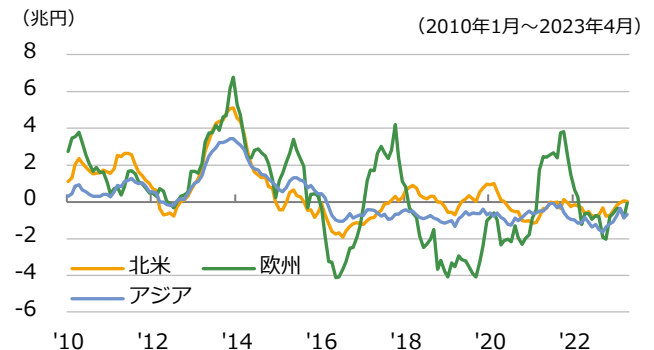


期初に自社株買いを新規に発表した銘柄

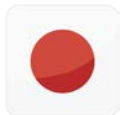


※対象は各年3月末時点におけるTOPIX1000の2月及び3月決算銘柄
※「過去3年」は過去3年間、期初に自社株買いがなかった銘柄を指す
(出所) Quick Workstationより大和アセット作成

海外投資家のネット売買金額 (直近12ヶ月累計)



※海外投資家の定義は、外為法に規定する「非居住者」など
(出所) INDB Accelより大和アセット作成



債券・金利

金融政策の早期修正への思惑は後退

植田日銀総裁が4月の金融政策決定会合後の記者会見において拙速な金融政策の修正に否定的なスタンスを示したことで、金融政策の早期修正観測は後退した。今年秋口頃のYCC修正を予想する金融市場の見方は根強い一方、明確な材料は乏しい。金融政策の副作用対策や物価目標達成の実現可能性の上昇が政策修正のポイントであり、これらの点に関する日銀高官の発言をウォッチしていきたい。

10年国債利回りの予想は据え置き

23年末の10年国債利回りの予想値は0.5%を継続し、YCCなど主要政策の修正は2024年以降との見方を継続する。日銀が植田総裁の任期中に金融政策の正常化を進めていくとの基本的な見方に変わりはない。しかし、足元でYCCの副作用への懸念が低下する中、日銀は政策修正に迫られてはならず、粘り強く緩和を継続出来る状況となっている。

リート

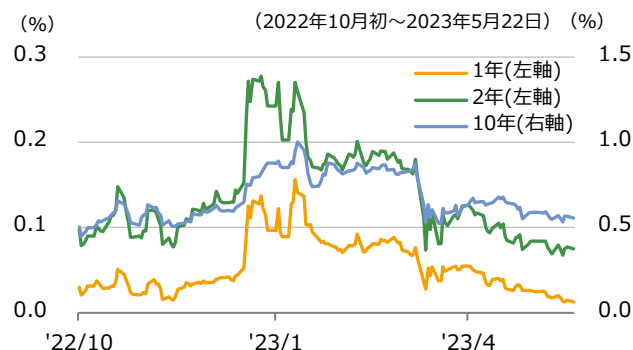
好調な決算と金融緩和の継続から上昇

4月中旬以降、J-REIT市場は住宅セクターを中心に好調な決算が発表され、上昇した。4月末の日銀金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の維持が決定されると、J-REIT市場は一段と上昇した。ただし、日銀は1年から1年半程度の期間をかけて過去の緩和策のレビューを実施する方針で、レビュー期間中も金融政策の修正の可能性を否定していないため、金融政策正常化懸念は残る。

金融政策の不透明感払拭後の上昇を期待

短期的には国内外の金利動向に左右される展開を想定する。当局の迅速な対応で3月以降の欧米での信用不安が後退したことはプラスの材料だ。日本の金融政策の不透明感が払拭されれば、相対的な利回りの魅力から国内金融機関の運用ニーズにより緩やかな上昇を見込むとの見通しに変化はない。

OISの推移



（出所）日本銀行より大和アセット作成

10年国債利回り



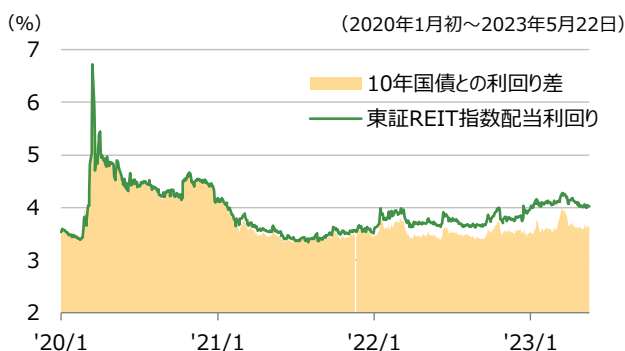
（出所）ブルームバーグ

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

円安により米ドル円が上昇

4月以降、主要国の株価が堅調に推移するなかでリスクオンの円安圧力が働き、クロス円は上昇した。一方、米金利上昇の米ドル高とリスクオンの米ドル安が相殺し、米ドル相場は安定的に推移。米ドル円はクロス円に連動するように上昇してきた。米国の金利と株価が同じ方向に動くなかで米ドルより円が変動しやすくなっており、円の変動が米ドル円を左右する状況は今後もしばらく続く可能性が高い。

米ドル円と米株価は順相関に

米ドル円と米長期金利は順相関にある一方、米ドル円と米株価は逆相関から順相関に転換している。これは、米金利と株価が逆相関から順相関へ変化したことが背景にある。景気見通しが強まると金利と株価が上昇し、弱まると金利と株価が下落する傾向が出てきたためだ。米金利が低下すると円高・米ドル安、株価が下落すると米ドル高以上に円高となりやすいので、両面から円高が進行しやすくなる。

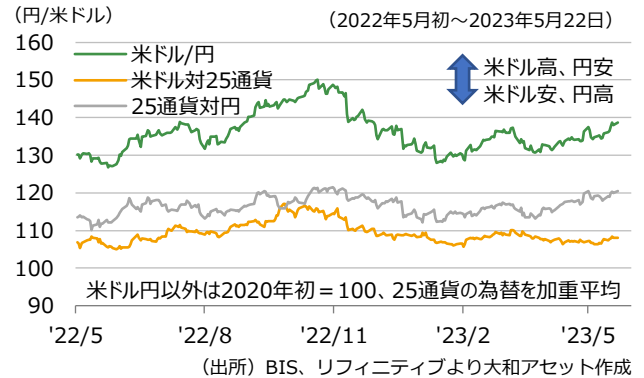
最近では米金利上昇・リスクオンの円安

米金利上昇・低下とリスクオン・オフの組み合わせで米ドルと円の変動パターンは4つに分類できる。昨年10～12月は米利上げ減速期待による「米金利低下・リスクオンの米ドル安」、今年3月は米銀破綻による「米金利低下・リスクオフの円高」、その後は「米金利上昇・リスクオンの円安」に振れた。米金利と株価が逆方向に動くと米ドル相場が変動しやすく、同方向に動くと円相場が変動しやすくなる。

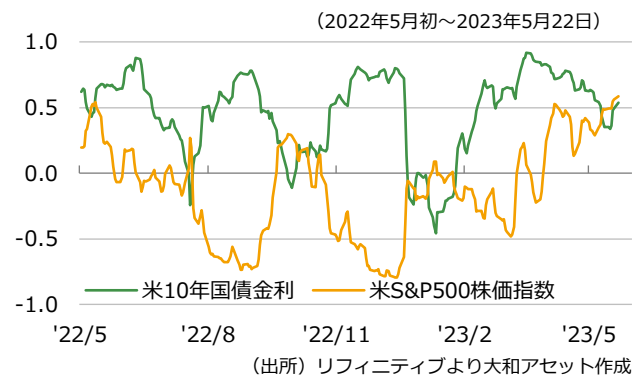
貿易収支が改善して円高に働く兆し

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、次第に円建て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）

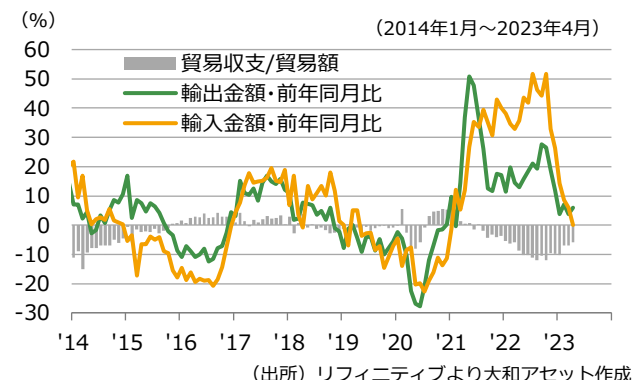


米ドルと円の変動パターン

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

金融機関の貸出態度厳格化は限定的

金融機関の企業向け貸出態度は1-3月期に前期から厳格化したものの、過去や足元の米国に比べれば限定的。住宅ローン向け貸出態度は急速に厳格化した。後述の通り住宅市場に対する過度な懸念は後退している。今後も引き締めの金融政策によって基調的に潜在成長率を下回る成長が続くものの、急速な人口増加やコロナ禍以降の過剰貯蓄に支えられ、深刻な景気後退に陥る可能性は低いとみられる。

住宅市場に底打ち感

4月住宅販売件数が前月比+11.3%と急増したほか、住宅価格指数が2カ月連続で上昇するなど住宅市場に底打ち感が出てきた。利上げ打ち止めによる住宅ローン金利の上昇一服や人口の急増などが要因で、住宅価格の調整はカナダ銀行や市場参加者の想定に比べて早くかつ浅い水準で終えそうだ。利上げの影響を最も受けていた住宅市場が安定化に向かうことは、景気の腰折れリスクを一段と低下させる。

労働市場は引き続き堅調

求人件数が減少傾向を示すなど労働市場のひっ迫感は一時期に比べて和らいでいる。ただし、失業率は過去最低に近い5.0%を4月まで5カ月連続で記録しているほか、平均時給の伸びも高いまま。4月19日に始まった公務員のストライキでは、結果的に一時金の支給に加え、4年間で計12.6%の賃上げが約束された。労働者側の立場が強まることで、民間部門でも持続的な賃上げが続く可能性は排除できない。

インフレ鈍化の傾向は変わらないが…

4月消費者物価指数は、一部の財価格が反転上昇したことで前年同月比+4.4%と、3月の+4.3%から予想外に伸びが加速した。他方、カナダ銀行が重視する加重中央値とトリム平均値は、いずれも同+4.2%と3月から伸びが鈍化しており、総じて見ればインフレ鈍化の傾向は継続。ただし、住宅価格の上昇や平均時給の高止まりが続けば、2%の物価目標達成が遠のくリスクには注意が必要だろう。

金融機関の貸出態度

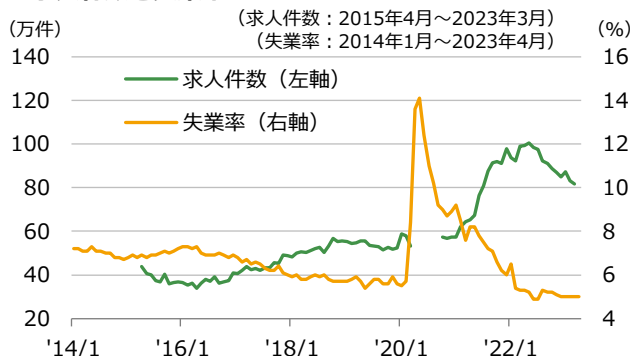


※住宅ローン向け貸出態度指数は2017年1-3月期～
※陰影部は景気後退局面 (出所) カナダ銀行、C.D. Howe Institute

住宅販売件数と住宅価格指数

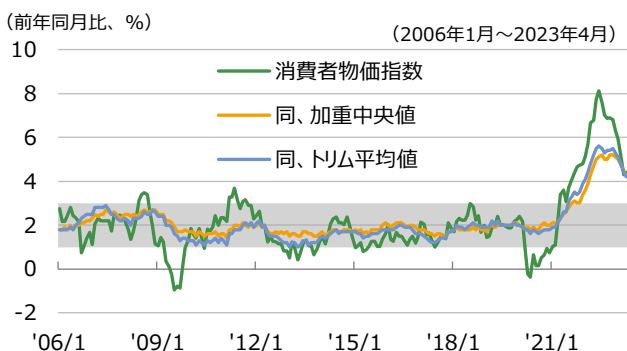


求人件数と失業率



※求人件数の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、カナダ銀行



債券・金利

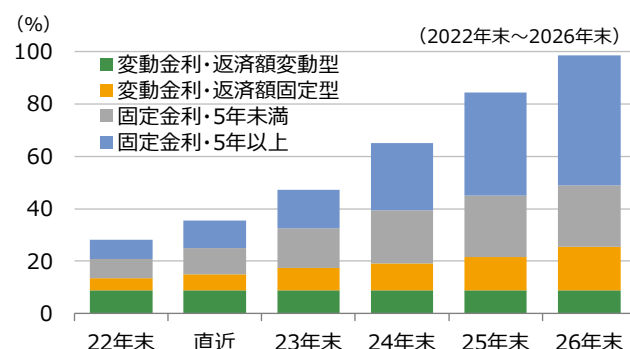
引き締め不足か、それともタイムラグか

カナダ銀行は今年1月の利上げを最後に政策金利の据え置きを続けているが、前項の通り経済は底堅く、金融引き締めが足りなかった可能性が意識されている。一方、昨年3月からの利上げを受けて住宅ローンの返済額が増えた割合はまだ3分の1程度であり、今後も時間の経過によってその割合が高まることは個人消費の抑制要因になる。つまり、利上げの効果がまだ顕在化していないだけとも解釈できる。

来年以降は中立金利に向けた利下げへ

年内は政策金利を据え置き、来年以降は中立金利と推計される2～3%に向けて利下げを進めるとの予想を維持する。それに伴って長期金利も横ばいから低下傾向での推移を見込む。ただし、インフレ抑制を確実にするために、今年後半は利上げを再開する可能性に注意する必要がある。追加利上げはまだリスクシナリオだが、今後の経済指標を注視したい。

2022年2月から返済額が増加した住宅ローンの割合



※直近は2023年5月1日時点

※2023年以降はカナダ銀行の推計

(出所) カナダ銀行

政策金利と10年国債利回り



為替

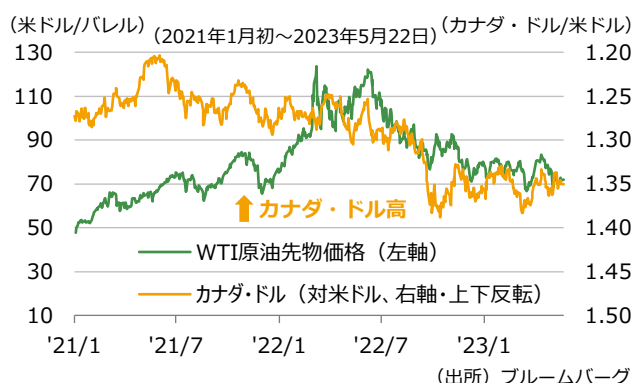
カナダ・ドルの対米ドル相場はレンジ

昨年終盤以降、カナダ・ドルは対米ドルで1.35カナダ・ドルを挟んだレンジ相場が続いている。両国の金融政策の差に大きな変化が出ていないことや、原油価格が横ばいで推移していることなどが要因。米国の金融不安や債務上限問題による米ドル安は、それによる原油価格の下落（カナダ・ドル安要因）でおおむね相殺される格好となっている。良くも悪くも為替相場はトレンドが出づらくなっている。

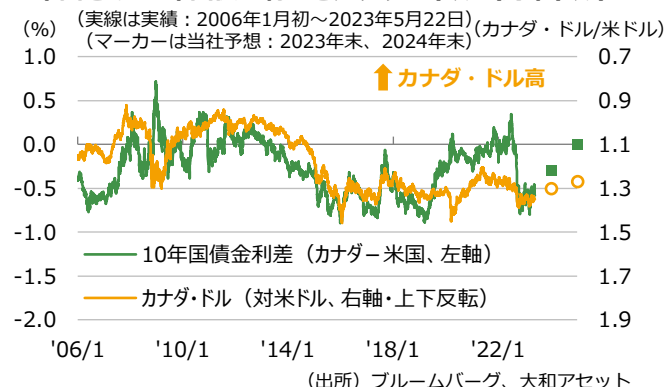
緩やかなカナダ・ドル高を想定

足元の政策金利はカナダより米国の方が高いものの、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カナダより米国の方が大きくなる。今年と来年は両者の金利差縮小や原油価格の堅調な推移（詳細は31ページ参照）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。

原油価格とカナダ・ドル（対米ドル）



米国との10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



経済

サービス価格の高止まり懸念

1-3月期消費者物価指数は前年同期比+7.0%となり、四半期ベースでのピークアウトを確認。ただし、この値を基準に7月からの最低賃金の伸びが決定されるほか、公務員の給料引き上げも相次いでいるため、賃金指数の伸びは更なる加速が見込まれる。他国の事例を参考にすれば、まだピークアウトしていないサービス価格の伸びは高止まりしやすく、インフレ率が目標に回帰するまで相当の時間を要する。

労働市場は依然として堅調

失業率の先行きを示唆する求人件数は発表元によって傾向が異なっている。政府系のJobs and Skills Australia集計のオンライン求人件数は足元で増加傾向だが、民間のANZ-Indeed求人件数は減少傾向。すでに雇用者数が大幅に増加したほか、景気が緩やかに減速していることを考慮すると、後者の方が実勢に近そうだ。ただし、水準は依然高いため、失業率が上昇傾向を示すのは今年終盤以降と想定。

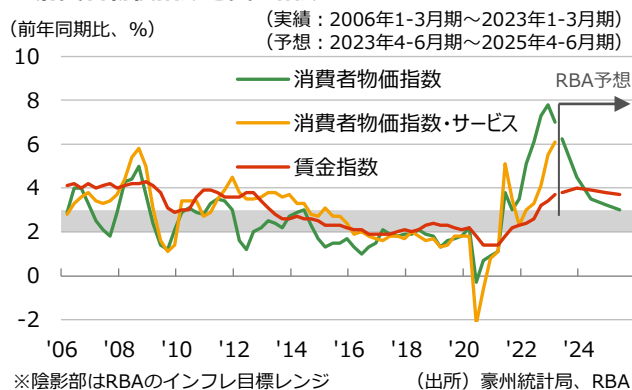
人口増加も経済の下支え要因に

移民受け入れの積極化などにより、人口の伸びが加速している。高インフレや高金利は経済成長の足かせになるものの、コロナ禍以降に積み上がった過剰貯蓄や堅調な労働市場、人口増加に支えられて深刻な景気後退は回避されると見込む。他方、人口増加や住宅供給不足などによって家賃の伸びは加速が続いているため、これは上述のインフレ率を高止まりさせる要因になり得る点に注意が必要だろう。

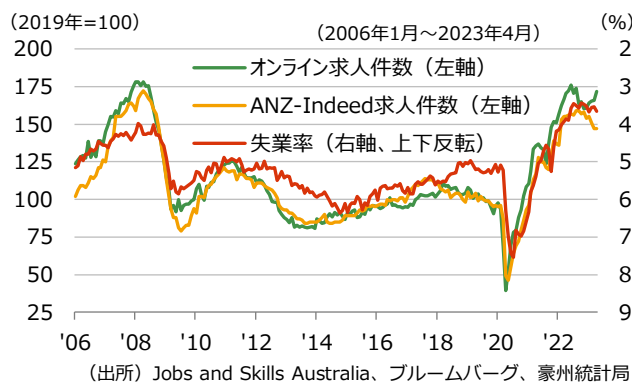
想定より早い住宅市場の底打ち

家賃上昇が持ち家の需要を高めたこともあり、住宅市場に底打ち感が出てきた。コアロジック住宅価格指数は2カ月連続の上昇となっており、RBAの想定より早く下げ止まった格好。5月の利上げを受けて消費者のセンチメントは再び悪化したが、住宅価格の見通しは上昇傾向となっており、逆資産効果による個人消費の腰折れリスクは低下したとみられる。もっとも、インフレ抑制という観点では悩ましい。

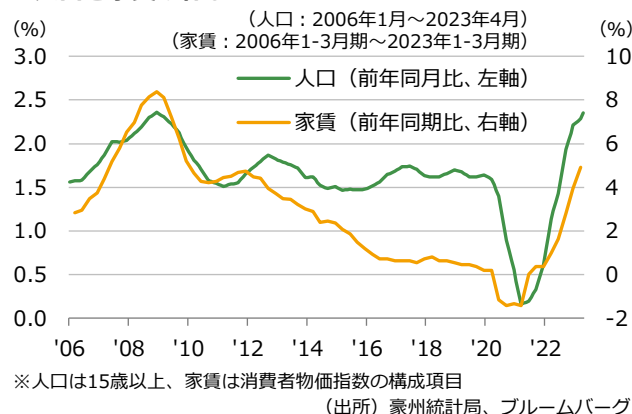
消費者物価指数と賃金指数



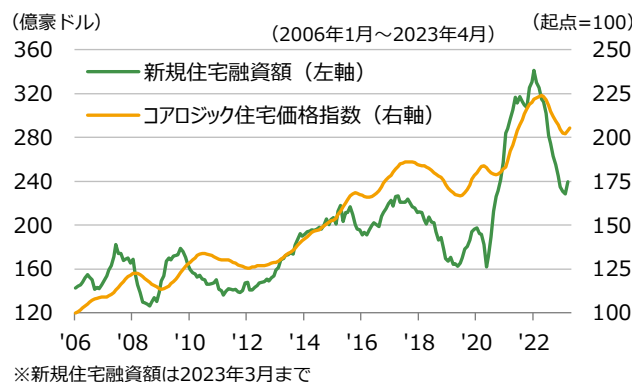
求人件数と失業率



人口と家賃の伸び



新規住宅融資額と住宅価格指数





債券・金利

インフレ予想の上振れ懸念で利上げ再開

RBAは妥当な期間内にインフレ率が目標に戻らないリスクを考慮して5月の理事会で利上げ再開を決定、政策金利を3.85%とした。前項の通り、①サービス価格の高止まり懸念、②長引く労働市場のひっ迫、③想定より早い住宅価格の底打ちなどがインフレ見通しの上振れリスクになっている。5月の利上げを受けて、金利予想を2カ月前の値に戻した。政策金利の予想は今年末が3.85%、来年末が3.35%。

当面は追加利上げの可能性が残る

昨年来の利上げの効果は今後も時間差で経済に波及する。ただし、過去に例がない過剰貯蓄などに鑑みると、インフレ率を目標に戻す上で現在の政策金利が十分に引き締めのかどうかは定かでない。メインシナリオは年内の政策金利据え置きだが、引き続き追加利上げの可能性には注意が必要である。前項で示した経済指標などを確認していきたい。

為替

相対的な金利高止まりが豪ドル高要因に

過去1カ月では、RBAの利上げ再開で豪ドル高・米ドル安が進行する場面もあったが、米債務上限問題や中国景気の回復の鈍さなどが米ドル高・豪ドル安に作用し、為替相場に方向感が出なかった。来年以降、豪州より米国の方が利下げ幅が大きくなることで、今年後半以降の長期金利は豪州の方が下がりづらいとみられる。長期金利差の変化を背景に、豪ドルは米ドルに対して増価基調で推移すると見込む。

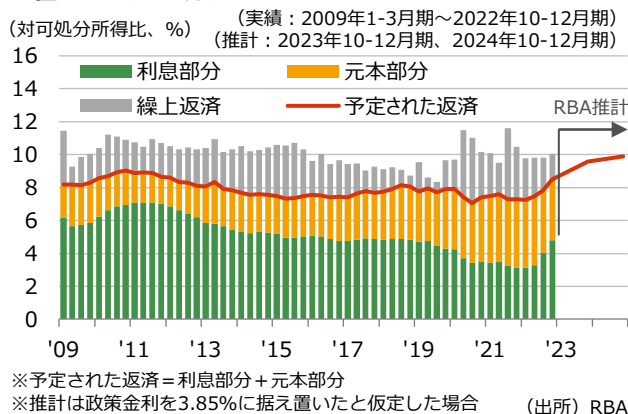
積極的なQTで豪ドル高に誘導するか

5月RBA理事会では、通貨安によるインフレ懸念と積極的なQT（保有債券の売却）も議題に上がった。RBAが2020年11月にQEを導入したのは、他国に比べて高い長期金利が通貨高につながるのを防ぐためであり、今回は逆の発想。積極的なQTはまだ検討に入っただけだが、長期金利の上昇ならびに豪ドル高の要因になり得るため、今後の議論に注目。

政策金利と10年国債利回り



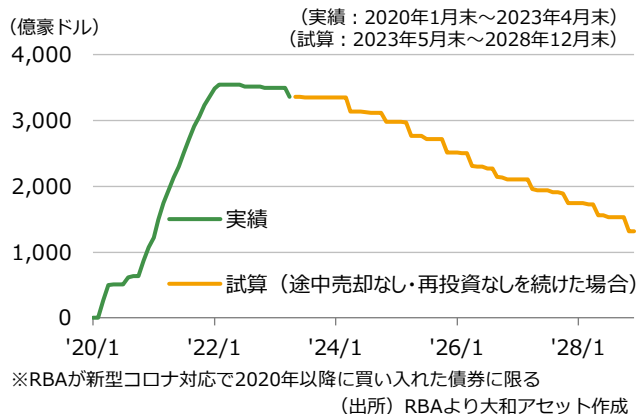
住宅ローン返済額



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



RBAの国債・準政府債保有残高





経済

不均一で緩やかな景気回復が続こう

経済活動の正常化が進むも、業種によって明暗が分かれた。4月の経済指標では、ベース効果（昨年4月の経済指標が悪かったため、前年同月比が押し上げられること）があったにも拘らず、不動産投資が悪化し、景気けん引役として期待されるインフラ投資も横ばいで、生産・投資の回復は勢い不足。堅調なのは屋外での個人消費に留まる。景気対策が待たれる中、不均一で緩やかな景気回復が続こう。

厳しい雇用環境が消費の回復を抑制か

ゼロコロナ政策解除にも拘らず、景気回復の勢いが強くないため、雇用環境は依然として厳しい。4月の16-24歳の都市部失業率をみると、当該統計が始まった2018年以降の高水準を記録。1-3月期の可処分所得の前年同期比伸び率もコロナ前の半分程度の+5.1%に留まり、収入増加ペースの著しい鈍化が消費意欲の持続的な回復を妨げる可能性が高い。

株式

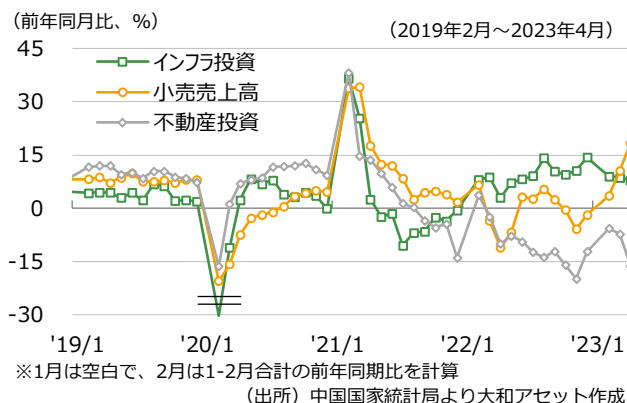
好悪材料が交錯する中、不安定な推移か

2月以降米中関係の悪化で下落した中国株に、4月は景気回復のモメンタム鈍化が追い打ちに。その中で、国有企業が逆行高になったが、政府が国有大手企業のバリュエーション引き上げに取り組み始めたことが原因。目先は、新型コロナの感染再拡大が懸念される一方、ブリンケン国務長官の訪中の可能性等米中関係が幾分改善することが期待されるなど、好悪材料が交錯し、不安定な株価指数の推移を予想。

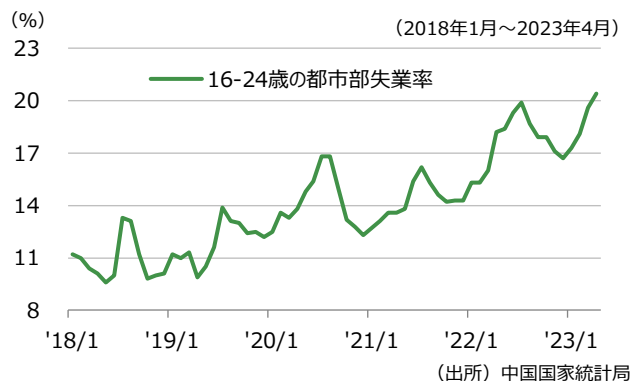
EV等のテーマ株に投資妙味がある

米中対立が幾分和らぐ局面では、米中摩擦で売られたテーマ型株価指数の反発も期待されよう。特に、EVを含む次世代自動車関連は、1-3月期に中国の自動車輸出（EV輸出が後押し）が日本を超え世界1位になったこともあり、中長期的な成長期待が高まっている。世界のEVシフトの流れの中、次世代テーマ株に中長期的な投資妙味があると言える。

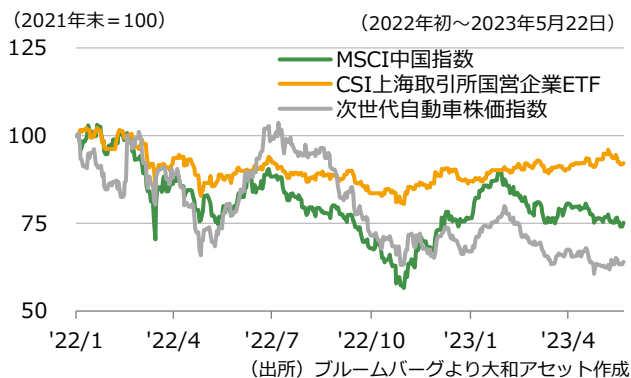
主要経済指標の推移



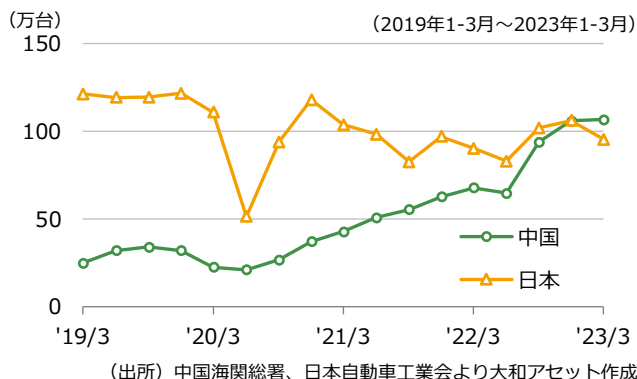
若者の失業率



各種株価指数、ETFの推移



中国の自動車輸出台数





債券・金利

追加金融緩和の可能性が高まる

4月の経済指標の多くが市場予想を下回り、景気回復のモメンタム鈍化が浮き彫りになった。通貨供給量からみた金融環境は緩和的だが、社会融資総量の前年同月比からみた国内需要の回復の勢いが弱い。当面金融緩和の効果を見極める段階だが、不動産投資や、電気製品等の需要不足が続くと予想し、年後半に追加の預金準備率引き下げの可能性は一層高まったと見込む。

当面国債利回りは低下を試す展開か

景気回復のモメンタム鈍化を受け、10年国債利回りは約5カ月ぶりの低水準の2.70%近辺まで低下。2023年は緩やかな景気回復に留まり、追加の金融緩和策も待たれる中、利回りには当面下押し圧力がかかろう。米中金利差（米国-中国）が顕著に縮小する可能性は低く、外国人投資家の資金は当面流出の傾向が続きやすい。

為替

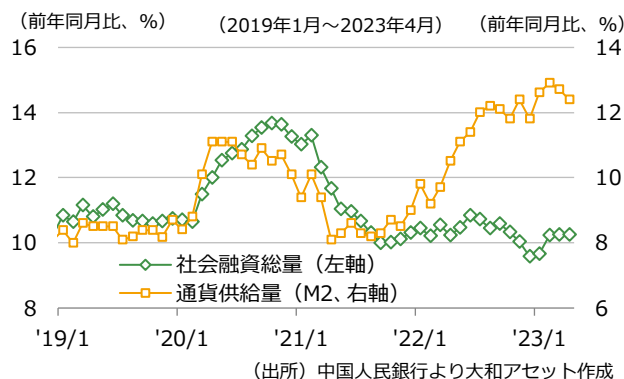
対米ドルの基調的な人民元安は想定せず

足元人民元の対米ドルレートが約半年ぶりの元安水準まで減価し、米ドル指数上昇の発端となったとの見方がある。人民元安の原因は、景気回復のモメンタム鈍化や輸出不振への懸念もあるが、主に海外旅行などの需給面での外貨への換金需要と予想。中銀は7.0元/米ドルの節目で人民元安をけん制する口先介入を行ったこともあり、更なる大幅な元安は想定せず。

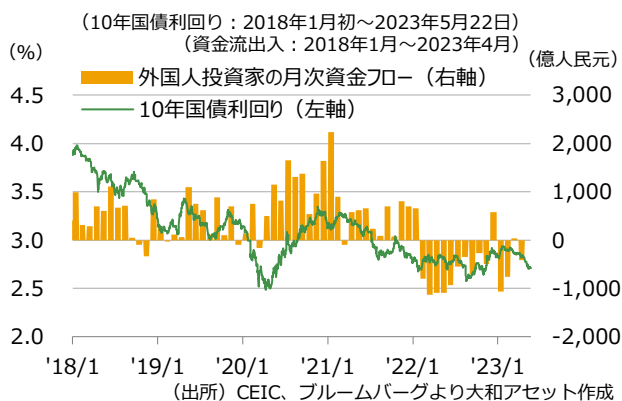
投機筋による人民元売りはみられず

人民元の対米ドルレートが節目の7.0元/米ドルを割り込んだものの、これ以上の大幅な人民元売りの可能性は低いと見込む。人民元の場合、投機筋の先物市場の元売り増大は、スポット市場での元買い投機の増大を示しており、足元は投機筋の元買い圧力が強い。米ドル指数が低下に転じる場面では、人民元も対米ドルで増価に転じよう。

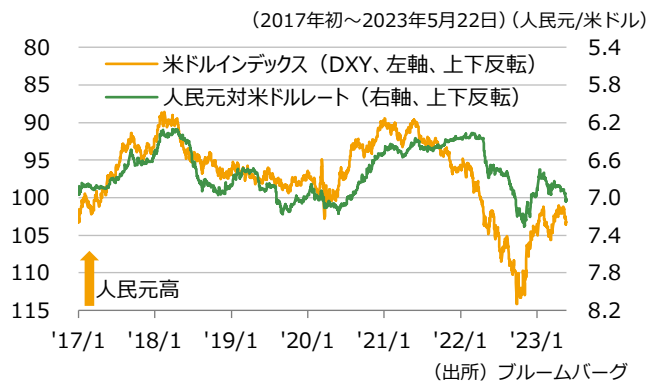
マネー関連指標



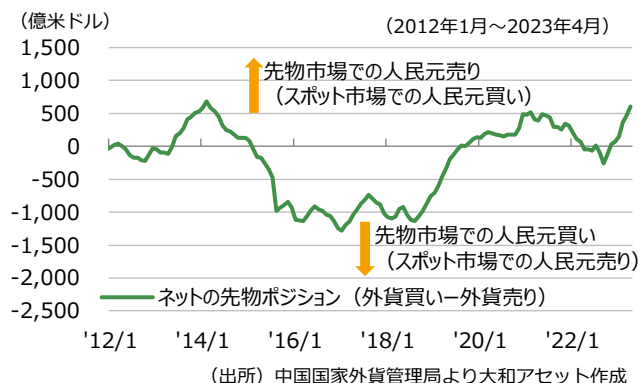
長期金利と外国人投資家の中国債券売買



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



対米ドル等外貨のネットの先物ポジションの状況





経済

1-3月期の経済は一時的に上振れ

好調な農畜産業や想定より底堅い労働市場などを背景に、経済活動指数（≒月次の実質GDP）は1-3月期平均で前期比+2.4%と昨年10-12月期の同▲1.6%から持ち直した。1-3月期実質GDPは従前の市場予想から上振れる可能性が高まり、今年の実質GDP成長率の市場予想は年初の前年比+0.8%から直近で+1.2%に上昇。ただ、高金利政策が重荷となり、4-6月期以降は低成長が継続すると見込む。

企業のデフォルト率上昇は相対的に緩慢

2021年以降の大幅な利上げによって消費者のデフォルト率は前回の利上げ局面のピーク付近まで上昇。一方、過去の金融引き締め時に比べると企業のデフォルト率上昇は限定的。こうした企業経営の粘り強さが労働市場の底堅さにつながっていると考えられる。ただし、今後も高金利政策が維持されることで、デフォルト率が上昇するとの方向性は変わらないと見込まれる。時間差で景気に下押し圧力がかかろう。

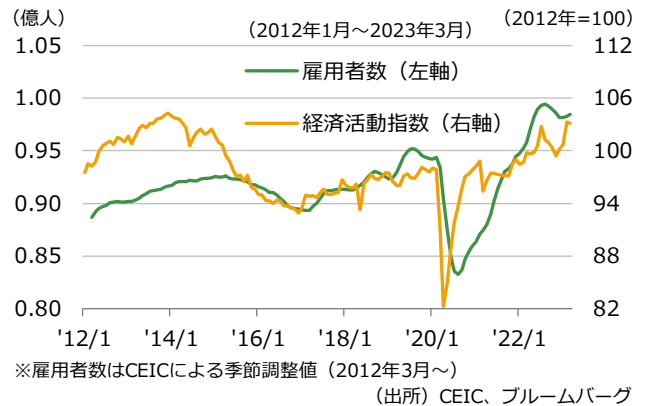
コアインフレ率の鈍化傾向は継続へ

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は4月に+4.2%まで鈍化。昨年後半の電気料金低下や減税の効果がはく落することで、今年後半は再加速が予想されている。他方、こうした特殊要因の影響が小さいコア指数（トリム中央値）は遅れて鈍化傾向が鮮明に。ヘッドラインの値は特殊要因に振られるも、経済成長が巡航速度を下回る状態が続くことで、コア指数は今後も鈍化傾向を示すと見込まれる。

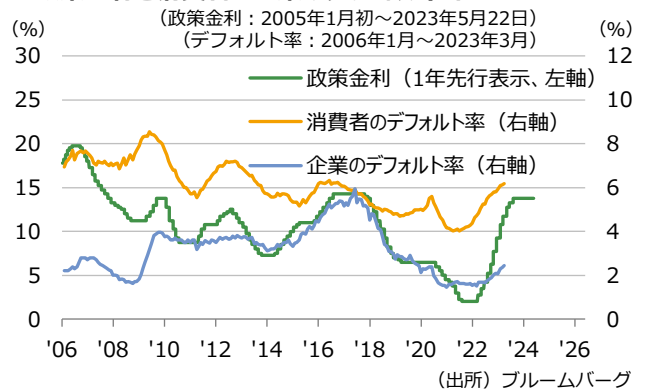
インフレ目標変更の有無に注目

新たな財政枠組み案は、原案から財政規律をより重視する方向に修正されて議会を通過する可能性が高い。残る大きな不透明要因はインフレ目標変更の有無であり、これは例年3年先のインフレ目標が決定される6月のCMN（国家通貨審議会）で明らかになるとみられる。すでに高まっている市場のインフレ率予想に沿ってインフレ目標が変更されれば、利下げのハードルは低下し、景気や財政の改善要因に。

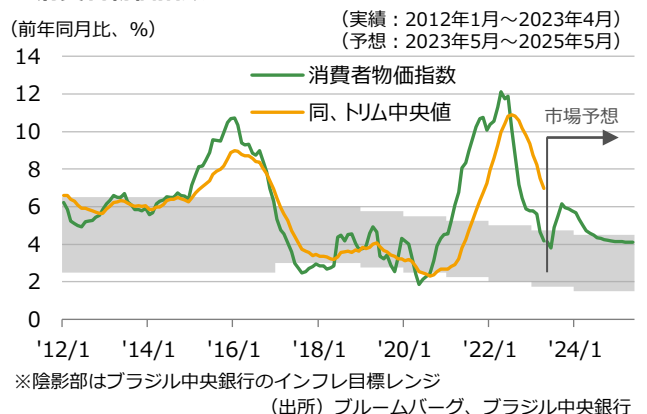
雇用者数と経済活動指数



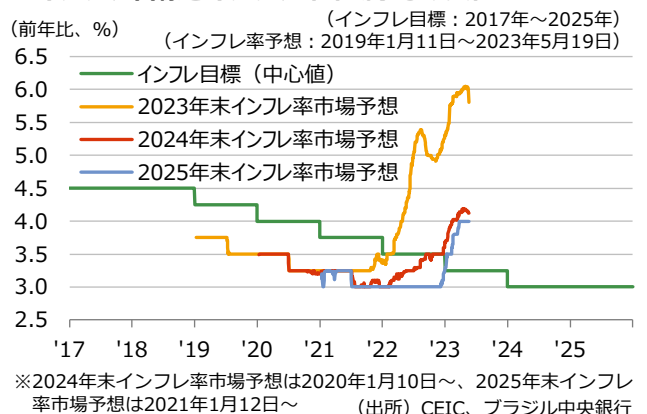
政策金利と消費者・企業のデフォルト率



消費者物価指数



インフレ目標とインフレ率市場予想の変化





債券・金利

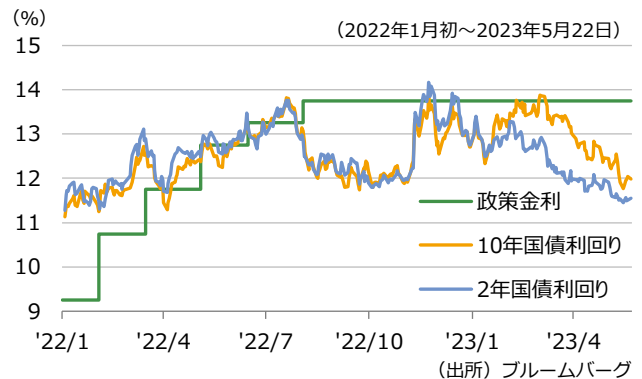
国債利回りは幅広い年限で低下傾向

国債利回りは幅広い年限で低下傾向が継続。新たな財政枠組み案の発表ならびにその修正期待によって財政悪化懸念が後退しているほか、インフレ鈍化と時間の経過で利下げ開始が近づいていることが背景。足元、利下げ開始時期の市場予想は今年9月と11月で揺れ動いている。実際にいつから利下げできるか、またその後どこまで利下げできるかは、前項のインフレ目標変更の有無に依存するだろう。

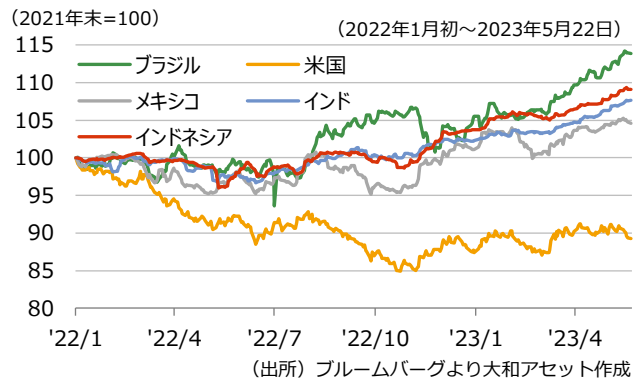
ブラジル債券の「強気」見通しを継続

短期的にはインフレ目標に関する決定事項によって、国債利回りの不安定な動きが想定される。ただし、相対的に高い金利収入と債券価格の上昇（将来の利下げを見込んだ金利低下）によって、ブラジル国債は中期的に良好なパフォーマンスが期待できるとの大枠が崩れる可能性は低いと考えている。ブラジル債券の今後1年程度の見通しは「強気」を継続。

政策金利と国債利回り



各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



為替

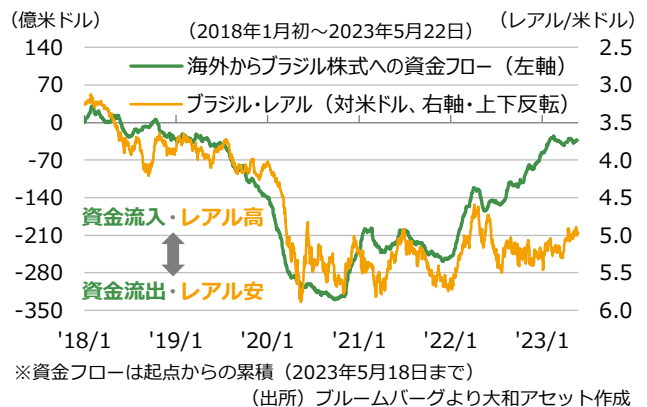
対米ドルで堅調に推移

ブラジル・レアル（対米ドル）は、昨年半ば以降の5.0～5.5レアルのレンジから、足元で5.0レアルを挟んだ推移（レアル高）に移行。新たな財政枠組み案が好感されているほか、インフレ率の鈍化により利下げ開始が近づいていることも背景にある。米国の利上げ打ち止め観測で米ドル高圧力が和らぐ中、海外からブラジル株式市場への資金フローが流入超過の傾向になれば、更なるレアル高も想定されよう。

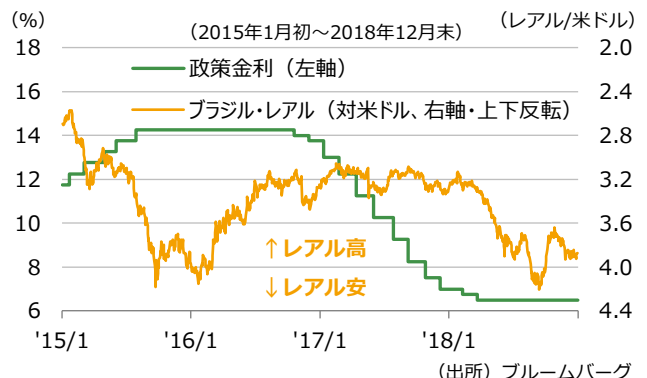
経験則通りのレアル高

前回の高金利から利下げの局面を振り返ると、利下げ開始までレアル高、利下げ開始後は横ばい、利下げが終盤に入るとレアル安であった。インフレ抑制に成功し、利下げ開始が近づくことで株式市場に資金が流入しやすくなるためであり、足元の利下げ期待の高まりに対するレアル高の反応に違和感はない。今年末の予想値は4.7レアル/米ドルを維持する。

ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



前回の高金利から利下げの局面とブラジル・レアル





経済

年後半にはアジアの高成長が一層際立つ

年後半に米国で景気後退の可能性が高まる中、インド・アセアンの高成長が一層際立つであろう。IMFの4月の世界経済見通しをみると、内需の強さを背景に、ASEANとインドの実質GDP成長率見通しは、少なくとも今後5年間高成長を維持する見込み。その他の地域では、2024年には利下げ期待が強い東欧・アフリカやブラジルにおいて、景気モメンタムが強まる見込み。

エルニーニョの可能性に注意

新興国の物価見通しに関しては、食品価格や原油価格がロシアのウクライナ侵攻開始時を下回る水準まで下落したことで、インフレ懸念の再燃を見込まない。ただ、足元エルニーニョ発生の可能性に注意が必要である。エルニーニョは一般的に南アジア、東アジア、北アメリカなどで干ばつ、ラテンアメリカでは降雨をもたらす。アジアの食品価格の上昇に繋がるかが当面の注目点になろう。

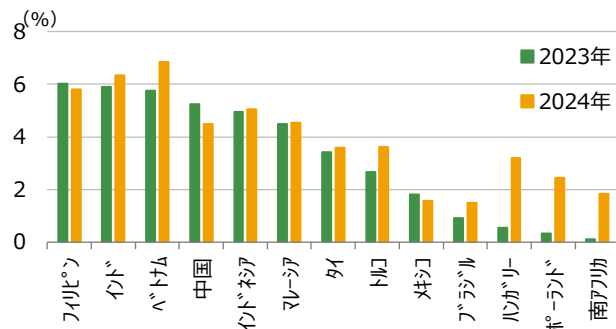
物価上昇圧力緩和で利上げ打ち止め増加

4月には主要新興国でインフレ率の低下傾向が強まった。インド、ブラジル、ベトナム、タイ等では、物価上昇率が中銀目標レンジに収まり、中国に関しては一部の市場参加者の中でデフレ懸念も浮上。インフレ低下で政策運営の柔軟性が高まり、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、メキシコ、ブラジル等は利上げが打ち止めの見込み。さらに今後1年以内の金融緩和に転じる期待も強まりそうだ。

インドの企業景況感指数は好調

世界的な景気減速が懸念される中、インドは引き続き強い内需に支えられ、相対的な高成長が続くと期待される。S&Pグローバル社が発表するPMIでは、発表元によると4月のサービス業が約13年ぶりの高水準を記録。中間層の拡大に伴い、個人消費の意欲は旺盛であることが示された。また、4月の製造業も4カ月ぶりの高水準となり、主要先進国への輸出減少で景況感悪化の中国と対照的となっている。

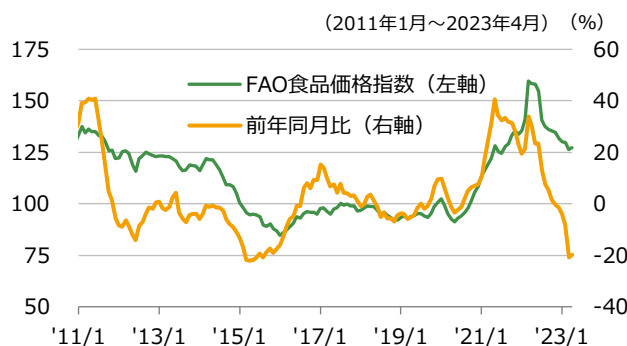
IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで

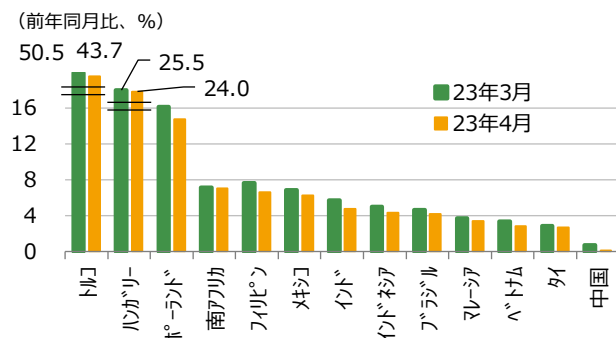
(出所) IMFの2023年4月世界経済見通し

世界の食品価格の状況



(出所) FAO (国連食糧農業機関) より大和アセット作成

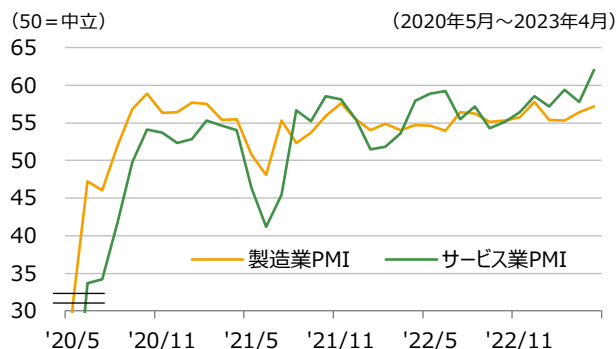
主要新興国の直近のインフレ動向



※マレーシアと南アフリカはそれぞれ2月と3月のデータを掲載

(出所) ブルームバーグ

インドの企業景況感指数



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

ウクライナでの対立緩和を先取りか

直近1カ月の新興国株式は、米国対比でまちまちな動き。株価が下落したのは、中国の景気回復のモメンタム鈍化を受け、中国及び中国と経済的な繋がりが深いとみられるタイや韓国、マレーシア等。一方、内需主導のインドとフィリピンは上昇。また、東欧地域が3月中旬以降大幅に反発したが、ウクライナ情勢での対立緩和を先取りしている可能性があり、中国景気、米中摩擦に並ぶ重要テーマになる。

中期的には米ドル安が新興国株を支える

足元は米国の金融不安や利上げ継続懸念が米ドル高をもたらしているが、中期的には米国の利上げ停止や利下げ転換期待が米ドル安に繋がるとの見方は根強い。今後米ドル安が進行すれば、新興国株式のバリュエーションの切り上げに作用しやすい。特に、足元の新興国株式のバリュエーションが割安なこともあり、切り上げの余地はあると考えられる。

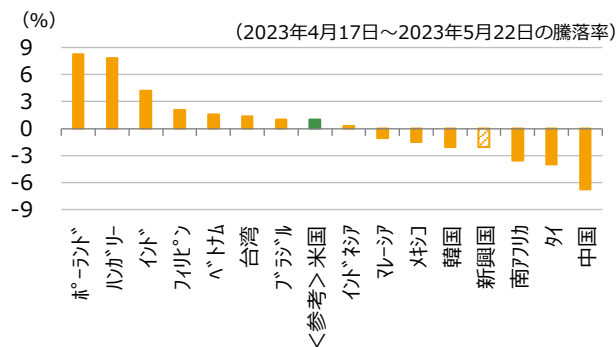
予想EPSやPERではASEANに上昇余地

新興国の国別のバリュエーション（PER）をみると、主要な国は軒並み過去5年平均以下の水準にあり、割安感がある。また、フィリピンやマレーシア、タイは景気見通しが良好のため、EPSの上方修正余地も比較的大きいと考えられる。グローバル・アセットアロケーションで各国の予想EPSやPERで比較する場合には、相対的にASEANに上昇余地があることが示唆される。

堅調なインド株に上昇余地があると予想

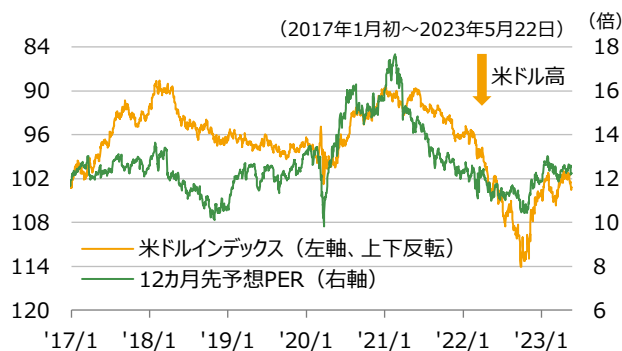
足元の株価上昇にも拘らず、インド株価指数のバリュエーション（予想PER）は過去5年の平均程度に留まり、割高感は見当たらないと言える。年初来業績下方修正のセクターが多かったが、足元の決算では市場予想を上回るものが多く、株価上昇に繋がった。特に、米中小銀行を顧客とするIT銘柄の収益減が懸念されたが、想定を上回る決算となり、外需関連を除き、業績下方修正が一巡との見方もある。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



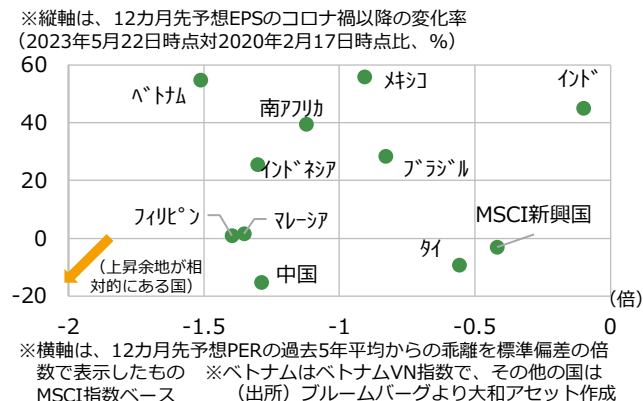
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドル指数と新興国株のバリュエーション

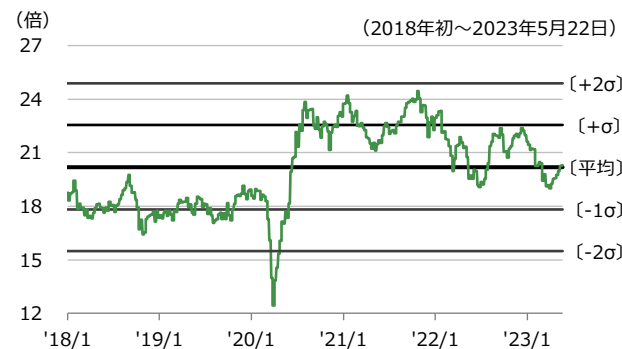


※PERはMSCI新興国指数ベース
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の12カ月先予想EPSおよびPER



インド株の予想PER (MSCIインド指数)



※12カ月先PERを掲載 ※平均と標準偏差 (σ) は過去5年から算出
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

金利低下のスピード調整でレンジ推移か

直近1カ月は、外部環境が一旦落ち着いたことを受け、新興国現地通貨建て債券市場は実質金利の高いラテンアメリカや東欧の国で大きく金利低下し、米国国債をアウトパフォーム。金利上昇した国は、制裁リスクを抱える南アフリカに留まる。インフレの低下や利上げ打ち止めが寄与し、中期的に金利低下傾向が続こう。ただ、当面は金利低下のスピード調整でレンジ推移か。

実質金利の高さによる選別が続こう

ブラジル、メキシコ、インドネシアなど、実質金利の高い国の金利低下が顕著であるが、今後もインフレの低下で実質金利は上昇傾向にあり、実質金利の高さで選別される傾向が続くと予想。アジアやラテンアメリカで利上げ打ち止めの国が増え、東欧でも利上げの終盤にある。すでに高いインカム収入に加え、債券価格の上昇による収益も享受できよう。

リート（アジア先進国含む）

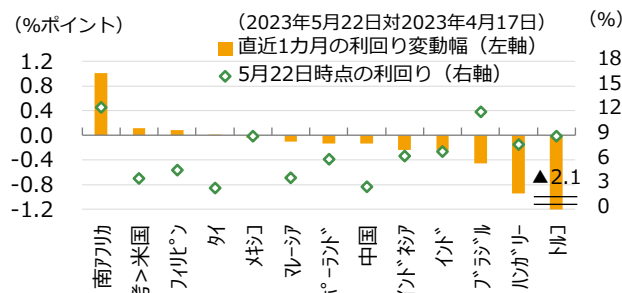
国・地域別でまちまちな展開

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、4月半ばから5月半ばにかけて、オーストラリアは堅調に推移したものの、シンガポールと香港はやや軟調な推移。当地域の不動産市況は欧米先進国と比べ相対的に堅調に推移。今後は旅行者数の回復に伴い、商業施設やホテルの復調が期待される。またオーストラリアでは移住者数の回復による恩恵にも注目したい。

安定的な外部環境と高い配当利回り

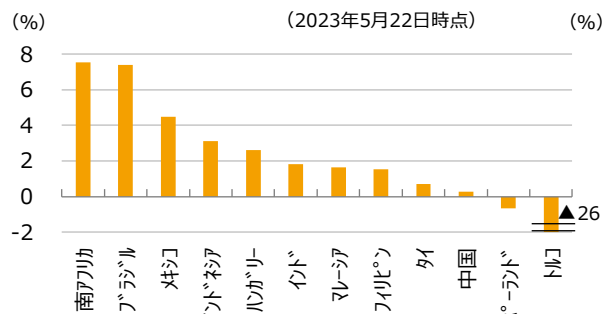
当地域は金融引き締め度合いが欧米先進国と比較して相対的にマイルドであり、銀行の不動産セクターに対する貸出態度も米国ほど厳格化していない。負債調達コストの上昇が業績上の重しにはなるものの、安定的な外部環境に加え、相対的に高い予想配当利回り水準が株価を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



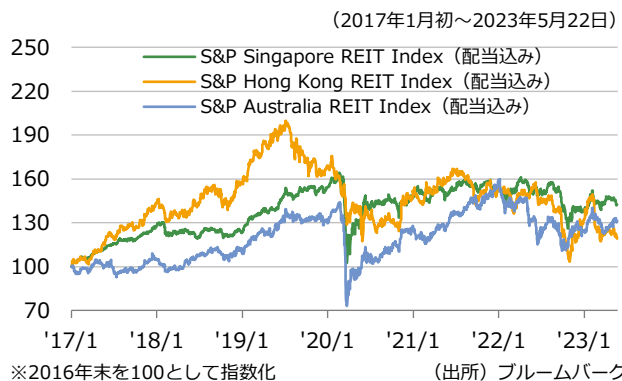
※フィリピンは米ドル建て、トルコは5月23日、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の実質金利



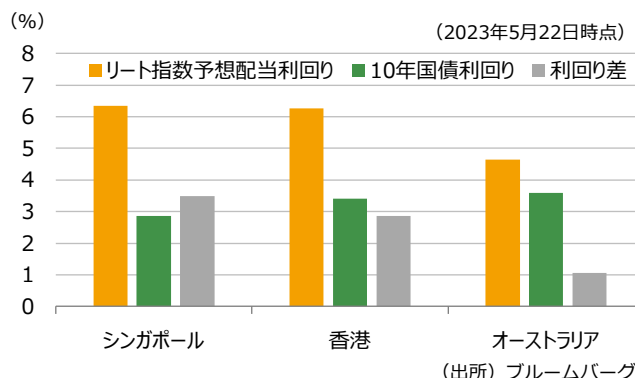
※実質金利=名目金利-2023年6月の予想CPI上昇率
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

持続的な新興国通貨安は見込まず

直近1カ月間は、中国の景気モメンタムの鈍化を受け、アジア通貨、資源国通貨等が減価。南アフリカはロシア絡みで制裁リスクが高まり、特に売られた。一方、メキシコ・ペソは高値警戒感があるにも拘らず、米中摩擦の恩恵を受ける期待等で、2カ月連続で通貨高が進んだ。今後は米金融政策の動向が注目されようが、米国で利上げ停止期待や利下げ転換の蓋然性が高まれば、新興国通貨は買われよう。

外部環境悪化による資金流出は限定的

米政府の債務上限問題や、欧米銀行の信用不安の中でも、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だったため、売り手が少ないと考えられる。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。

経常収支悪化の国に当面注意が必要

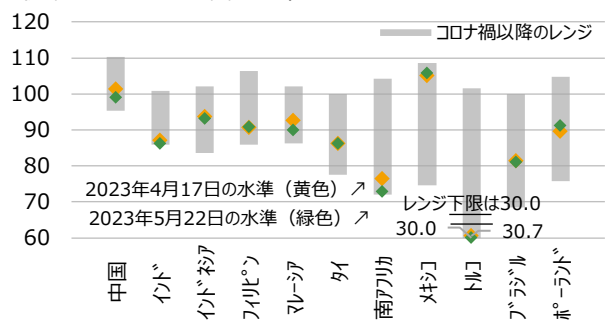
原油先物価格が70米ドル/バレル近辺まで低下して推移する中、輸入に依存するインドやフィリピン、ポーランドなどでは貿易赤字の減少で経常収支の改善が見込まれる。また、タイやベトナムなどでは観光業の回復を受け、経常収支も徐々に上向くと予想。一方で、南アフリカとトルコの経常赤字が拡大傾向を強めており、リスク回避の流れの中で売られやすい通貨として注意が必要。

人民元との高相関はタイ、南ア等に限る

コロナ以降の新興国通貨為替レート（対米ドル）と人民元および主要先進国通貨の相関を計算すると、東欧・アフリカの通貨とユーロの相関が際立って高く、一般的な認識と一致。一方で、タイは人民元およびユーロとの相関が高く、海外情勢に影響されやすい通貨に姿を変えた。今後、一段の元安が進む場合、連れて売られやすいのはタイ、マレーシア、南アフリカなどに留まると予想。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

（対米ドルレート、2019年末=100）



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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5月16日）

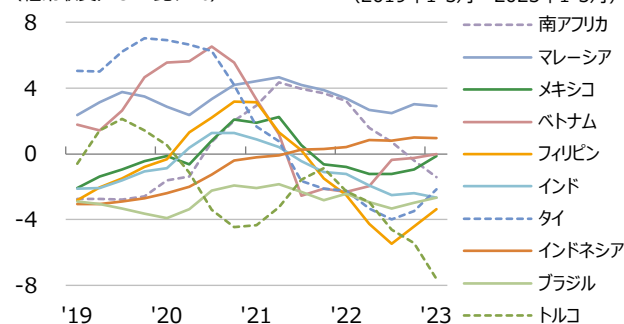


※累積ベース

（出所）IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

（経常収支/GDP比、%）（2019年1-3月～2023年1-3月）



※4四半期の移動平均を計算したもの

（出所）CEICより大和アセット作成

新興国通貨と人民元、主要先進国通貨との相関

（2020年1月初～2023年5月22日）

	インド	インドネシア	フィリピン	タイ	マレーシア
日本円	0.07	0.10	0.07	0.35	0.12
ユーロ	0.21	0.19	0.11	0.46	0.21
中国人民元	0.26	0.25	0.18	0.47	0.38
	ポーランド	ブラジル	メキシコ	トルコ	南アフリカ
日本円	0.35	0.07	0.10	0.03	0.19
ユーロ	0.83	0.23	0.34	-0.14	0.44
中国人民元	0.36	0.15	0.20	-0.09	0.33

※対米ドルレートの相関

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



原油

需給バランスは需要超過へ

アジアを中心に原油需要が緩やかに拡大する中、OPECプラスが5月から追加で日量116万バレル減産する計画により、原油の需給バランスは需要超過に転じる公算が大きい。そのため、今後はOECD加盟国の商業用原油在庫が減少傾向に転じるとともに、原油在庫と逆相関の関係にある原油価格は堅調な推移が期待される。WTI原油先物価格は、今年末90米ドル、来年末100米ドルとの予想を維持する。

石油備蓄の再構築が相場の下支え要因に

昨年終盤に米政府は67～72米ドルの水準でSPRを積み増す方針を示した。貯蔵施設の都合や従来から決まっていた2,600万バレルの備蓄放出のために、積み増しができていなかったが、5月中旬にグランホルム米エネルギー長官は今年8月受け渡し分として300万バレル購入すると表明した。各国政府が昨年大量に放出した石油備蓄を逆に積み直す動きは、原油価格の強力な下支え要因になるだろう。

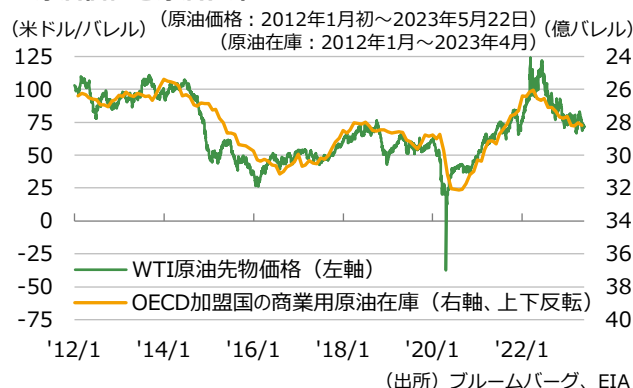
想定内の景気後退であれば下値は限定的

米国の景気後退が現在想定しているマイルドなものであれば、OPECプラスの協調減産やアジアの需要回復が支えとなり、原油価格の下値は限られよう。また、WTI原油価格が67～72米ドルの水準では、米政府によるSPRの積み増し期待も相場を下支えしよう。世界的な深い景気後退により需要が著しく落ち込めば、70米ドル前後を明確に下回る展開も想定されるが、それは依然としてリスクシナリオ。

損益分岐点は時間の経過とともに上昇

米シェール企業の損益分岐点は、カンザスシティ連銀集計が平均64米ドル、ダラス連銀集計が平均62米ドルと、コロナ前の50米ドル前後から大きく上昇。人手不足や脱炭素の潮流を受けた投資不足により、今後も損益分岐点は切り上がる公算が大きい。WTI原油の期先物価格はその損益分岐点と連動しやすく、期先物価格を中心に変動する期近物価格についても中期的に上昇基調で推移すると見込む。

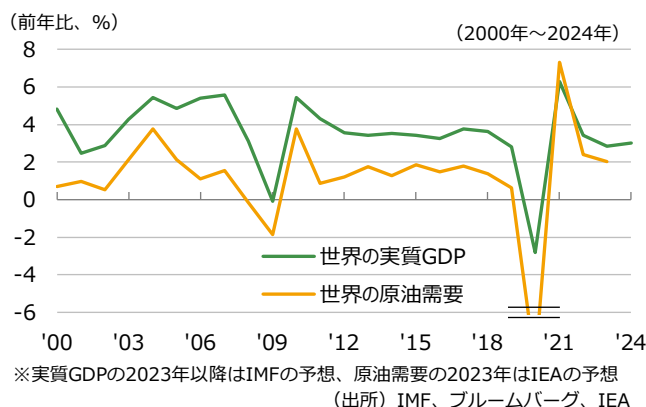
原油価格と原油在庫



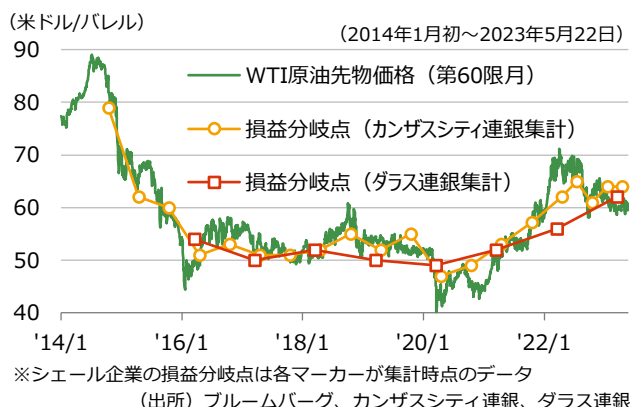
原油価格と米国のSPR (戦略石油備蓄)



世界の実質GDP成長率と原油需要の伸び



原油価格と米シェール企業の損益分岐点





金

最高値更新後に上昇一服

米銀の信用不安や米国の利上げ打ち止め期待を背景に金価格は5月4日に最高値を更新。しかし、信用不安の広がりや米国の追加利上げ観測や債務上限問題の解決期待が高まると売りに押される格好となった。3月以降の上昇を主導してきた投機筋の買いも一服しており、更なる上昇には追加の材料が必要。金価格の上昇基調が続くためには、債務上限問題よりも、米利下げ転換の蓋然性が重要。

債務上限問題と米国債格付けが波乱要因

金価格は、2011年の米債務上限問題からS&Pによる米国債格下げの局面で大きく上昇した。今回も債務上限問題や米国債格付けを材料とした金価格の乱高下には要警戒。無難に解決すれば短期的な下落が見込まれる。一方、当時は債務上限の引き上げ合意後に格下げが決定されたことが最後のひと上げにつながり、その高値を9年近く抜けなかったことに鑑みれば、急上昇後の利益確定売りにも注意したい。

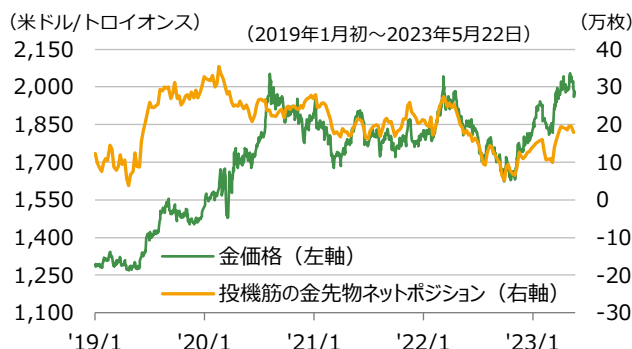
中銀の金買いは下支え要因に

中銀の売買は、中国やシンガポールの買い越しが続いているが、直近で金価格が大きく上昇したことで売りに転じる国も出てきた。ただ、中国を中心に米ドル以外での貿易決済を広げる動きが強まっており、米国との関係が芳しくない国にとっては米ドルを持つことのリスクも意識されるため、中銀の米ドル離れと金買いは息の長いテーマになろう。金価格の下落時には中銀の買いが下支え要因になると想定。

利下げ転換が待たれる

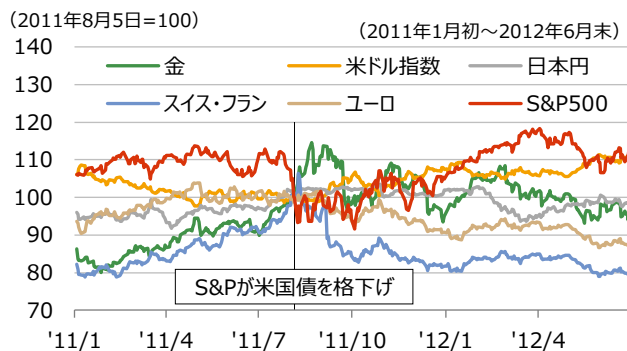
昨年終盤以降の金価格の上昇に対しても金ETFの残高拡大は限定的。FRBの金融引き締めが金の相対的な魅力を低下させたと言えそう。市場の年内の利下げ織り込みは前のめり過ぎだと考えているが、来年には利下げへの転換が予想されるため、それを織り込むように実質金利は低下しやすくなるだろう。今年の終盤以降はETFへの資金フローも流入超過となり、金価格の押し上げ要因になると見込む。

金価格と投機筋の金先物ネットポジション



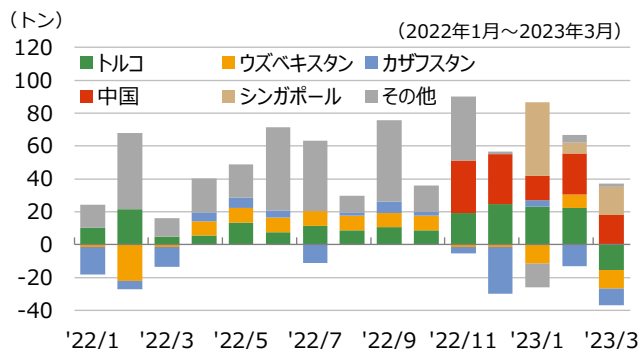
※金先物ネットポジションは週次 (2019年1月1日～2023年5月16日)
(出所) ブルームバーグ

米国債格下げ前後の各資産・通貨の動き



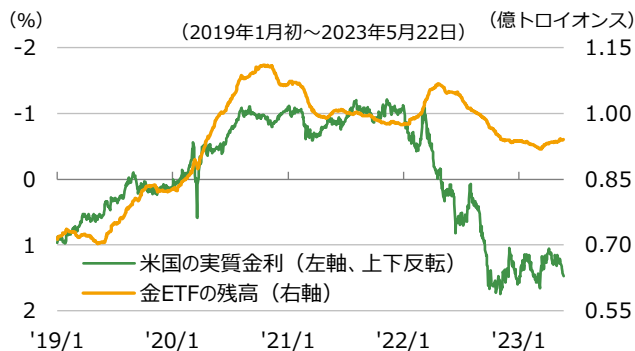
※日本円、スイス・フラン、ユーロは対米ドルレートで上方が当該通貨高
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各中銀の金購入量



(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

米国の実質金利と金ETFの残高



※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率
(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	米国では昨年央からCPIの伸び率は鈍化傾向で、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た。市場では順調なインフレ鈍化が前提になりつつあるようだ。しかし、米ドル高や原油安の一巡により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いない。よって、米欧とも容易には利上げを政策の選択肢から外すことはできない。一方、インフレ抑制のための金融引き締めは着実に景気を下押ししており、どこかの時点で加速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。
米国政治情勢の混迷	中	中	中	昨年の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。年初の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る。債務上限問題についても、デフォルトは直前で回避との見方が大半だが、すでに来年の大統領選の前哨戦が始まっていることもあり、容易には妥協や合意が成立しないリスクがある。
日銀の政策変更と市場の思惑とのギャップ	中	中	小	日銀は植田総裁を中心とする新体制が発足した。植田氏は、現状では金融緩和の継続が必要との認識を重ねて示しているため、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だろう。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、市場のボラティリティが高まる局面が訪れる可能性はある。
金融不安の拡大	小	大	大	米国では利上げ開始から1年を過ぎたが、3月には中堅銀行の経営破綻という金融引き締めの方の側面が浮上した。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否定はできない。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。
ウクライナにおける戦闘激化	小	大	大	昨年9月以降、ウクライナの反攻がみられたが、今年に入り局面はこう着しているようだ。ウクライナが再び反攻を強め、ロシアが撤退すれば地政学リスクは大きく低下しよう。しかし、ウクライナからの撤退はプーチン大統領のロシア国内での立場を危くするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。そのためウクライナが反攻を強めれば、ロシアも戦力を追加投入するとみられ、戦闘が今まで以上に激化する恐れがある。仮にロシアが不利になれば、再び戦術核の使用懸念なども浮上してくる恐れがある。
米中対立の深刻化による地政学リスクの高まり	小	大	大	大国による覇権争いという底流の上で、ウクライナ紛争、気球問題、台湾問題、ハイテク競争など、様々な事象が相互に関連し、緊張関係が続いている。時折、対話を模索する動きも伝えられるが、局面を大きく変えるには至っていない。また、政治主導によって形成された面が少なくない敵対的な世論が、政治による協調や妥協を難しくしている。突発的な緊張の高まりだけでなく、対立の長期化による経済的コストの増大も市場にとってはリスクになりつつあるといえる。
財政悪化懸念による債券市場の不安定化	小	大	大	昨年、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		5/22	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.25%	0.25	4.25	5.00
ユーロ圏	中銀預金金利	3.25%	0.25	3.75	3.75
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	3.50	4.25
豪州	キャッシュ・レート	3.85%	0.25	3.50	3.60
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.10	-0.20
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	1.00	10.75
英国	バンク・レート	4.50%	0.25	3.50	4.40
インド	レポ金利	6.50%	0.00	2.10	2.50
インドネシア	7日物借入金金利	5.75%	0.00	2.25	1.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.25%	0.00	4.25	5.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-6.50	2.00
トルコ	1週間物レポ金利	8.50%	0.00	-5.50	0.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		5/22	1カ月	1年	3年
米国		3.71%	0.14	0.93	3.06
ドイツ		2.46%	-0.02	1.52	2.95
日本		0.39%	-0.08	0.15	0.39
カナダ		3.13%	0.19	0.29	2.62
豪州		3.59%	0.13	0.28	2.72
中国		2.71%	-0.12	-0.11	0.13
ブラジル		11.98%	-0.77	-0.31	3.89
英国		4.06%	0.31	2.17	3.89
インド		6.99%	-0.17	-0.37	1.23
インドネシア		6.43%	-0.24	-0.79	-1.11
メキシコ		8.89%	-0.04	0.20	2.64
ロシア		10.87%	-0.11	0.60	5.23
トルコ		8.18%	-3.47	-14.47	-4.39

		直近値	期間別変化率		
株価指数		5/22	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,287	-1.5%	6.5%	36.1%
	S&P500	4,193	1.4%	7.5%	41.9%
ユーロ圏	STOXX 50	4,386	-0.5%	19.9%	50.9%
日本	日経平均株価	31,087	8.8%	16.3%	52.5%
	TOPIX	2,176	6.9%	15.9%	47.2%
中国	MSCI中国	63.36	-3.0%	-6.3%	-19.8%
インド	MSCIインド	2,035	4.8%	7.5%	89.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,584	-0.2%	7.0%	54.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,071	2.7%	-13.7%	25.6%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		5/22	1カ月	1年	3年
米ドル		138.60	3.3%	8.4%	28.8%
ユーロ		149.87	1.7%	11.0%	27.7%
カナダ・ドル		102.63	3.5%	3.1%	33.5%
豪ドル		92.20	2.7%	2.4%	31.0%
人民元		19.70	1.2%	3.1%	30.7%
ブラジル・リアル		27.90	5.0%	6.5%	43.4%
英ポンド		172.38	3.3%	8.0%	31.6%
インド・ルピー		1.67	2.2%	1.6%	18.0%
インドネシア・ルピア		0.93	4.0%	6.5%	28.2%
フィリピン・ペソ		2.47	3.2%	0.8%	16.6%
ベトナム・ドン		0.59	3.6%	7.0%	27.8%
メキシコ・ペソ		7.74	3.9%	20.3%	63.5%
ロシア・ルーブル		1.72	4.7%	-16.4%	14.6%
トルコ・リラ		6.98	0.4%	-13.2%	-55.8%

		直近値	期間別変化率		
リート		5/22	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,229	-1.3%	-7.6%	33.0%
日本	東証REIT指数	1,875	2.3%	-5.4%	15.8%

		直近値	期間別変化率		
商品		5/22	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	71.99	-7.6%	-36.4%	116.5%
金	COMEX金先物価格	1,977	-0.1%	7.3%	13.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

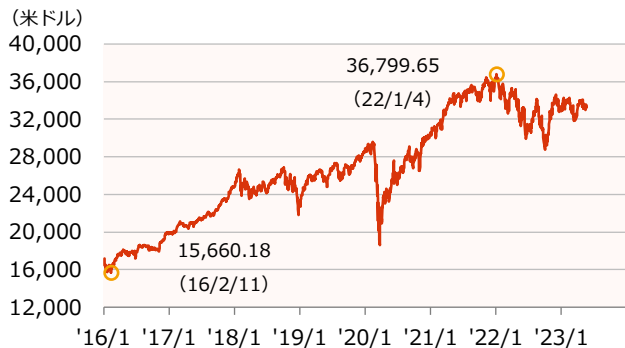
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

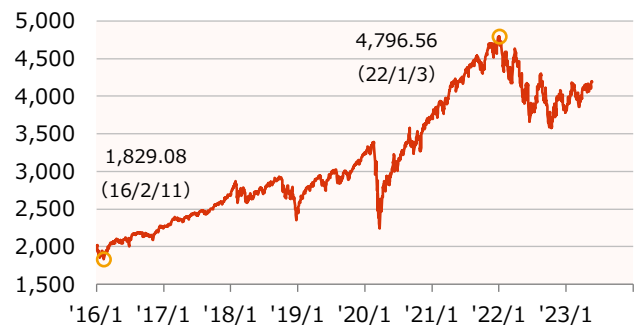
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

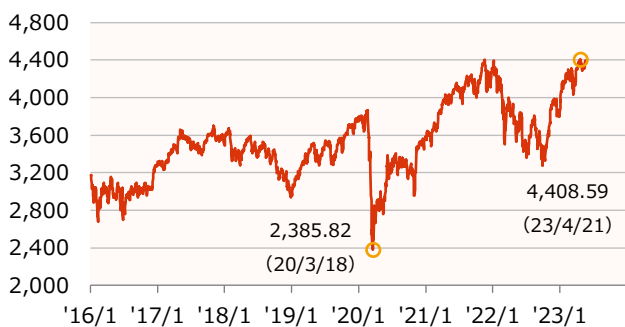
NYダウ



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)



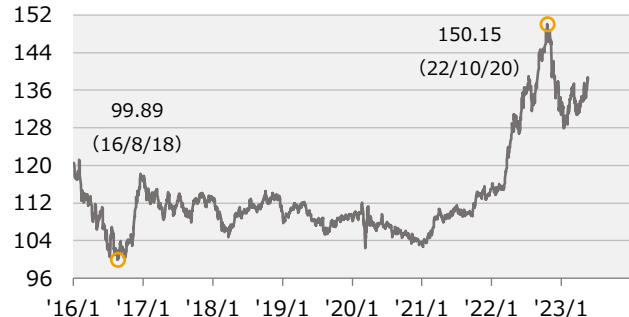
※グラフの期間は2016年1月初～2023年5月22日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

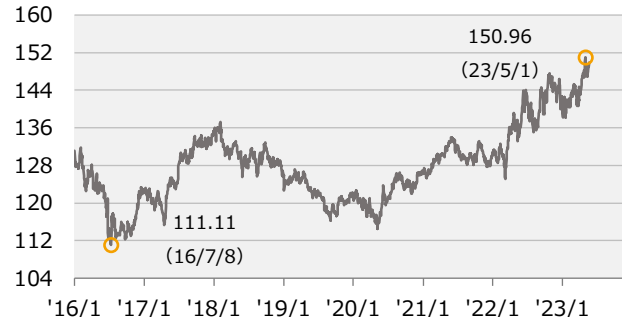
米ドル

(円/米ドル)



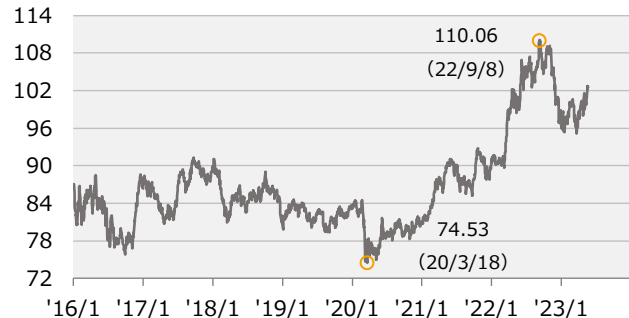
ユーロ

(円/ユーロ)



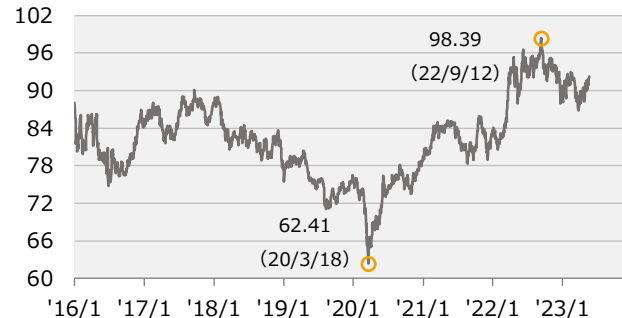
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



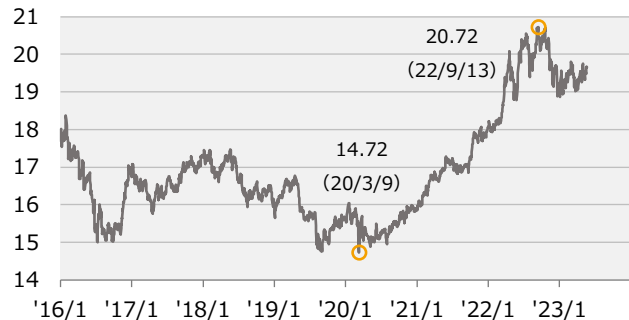
豪ドル

(円/豪ドル)



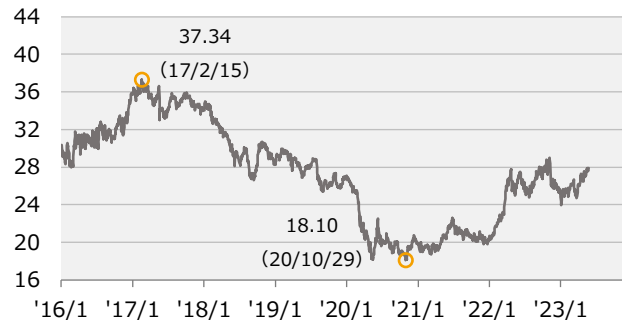
中国人民元

(円/人民元)



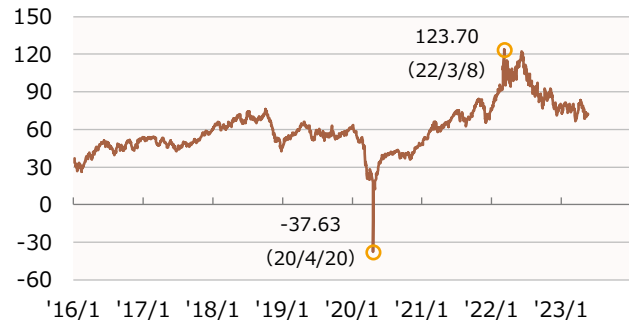
ブラジル・レアル

(円/レアル)



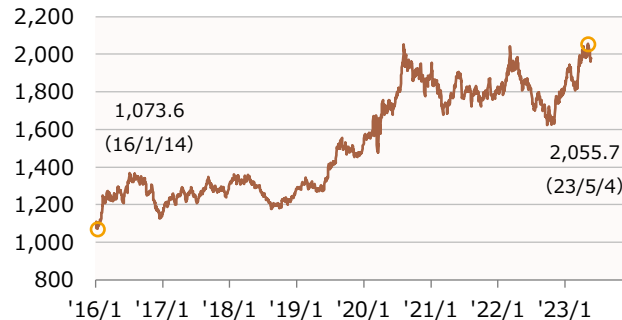
WTI原油先物価格

(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5月22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		
	2020年	2021年	2022年
米国	-2.8	5.9	2.1
ユーロ圏	-6.1	5.3	3.5
日本	-4.3	2.1	1.0
カナダ	-5.1	5.0	3.4
豪州	-1.8	5.2	3.7
中国	2.2	8.4	3.0
ブラジル	-3.3	5.0	2.9
先進国	-4.2	5.4	2.7
新興国	-1.8	6.9	4.0

消費者物価	前年比		
	2020年	2021年	2022年
米国	1.3	4.7	8.0
ユーロ圏	0.3	2.6	8.4
日本	0.0	-0.2	2.5
カナダ	0.7	3.4	6.8
豪州	0.9	2.8	6.6
中国	2.5	0.9	1.9
ブラジル	3.2	8.3	9.3

政策金利		年末値		
		2020年	2021年	2022年
米国	FFレート（上限）	0.25	0.25	4.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-0.50	2.00
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	0.25	0.25	4.25
豪州	キャッシュ・レート	0.10	0.10	3.10
中国	1年物MLF金利	2.95	2.95	2.75
ブラジル	セリック・レート	2.00	9.25	13.75

失業率	年末値		
	2020年	2021年	2022年
米国	6.7	3.9	3.5
ユーロ圏	8.2	7.0	6.7
日本	3.0	2.7	2.5
カナダ	8.9	6.0	5.0
豪州	6.6	4.2	3.5
中国	4.2	4.0	4.0
ブラジル	14.2	11.1	7.9

(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%	4.25% 3.75%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2023年内は政策金利の据え置きを予想。 - 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6、7月に0.25%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による保有債券の償還に伴う再投資を7月から完全に停止。	- 植田総裁の就任直後に政策修正は行わず2023年末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。

(出所) FRB、ECB、日本銀行より大和アセット作成

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2023 年	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） ●EU首脳会議（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）
	4月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●米財務省為替報告書（月内）	●RBA理事会（2日） ●ラマダン終了（9日） ●韓国議会選挙（10日） ●インド総選挙（-5月まで） ●ペルー大統領・議会選挙（月内） ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	5月		●G7首脳会議（イタリア、月内） ●FOMC（月内） ●ECB理事会（月内） ●欧州議会選挙（月内）	●RBA理事会（7日） ●南アフリカ総選挙（8日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●ベネズエラ大統領選挙（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5月22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5月26日)