情報提供資料

投資環境見通し
Investment Environment Outlook

3
MAR. 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

大和アセットマネジメント
Daiwa Asset Management

ソフトランディングと金融引き締めの関係

- 過去1カ月の株価は、各国で大幅な利上げが行われる中でも、底堅いといえば底堅い。同時に上値が重くなってきているとも言える。その理由は、ポジティブ・ネガティブ両方の材料があったことに因る。
- ポジティブ要因は各国での景気が想定以上に強く、深刻な景気後退回避（ソフトランディング）の可能性が高まったこと、ネガティブ要因は景気が強いがゆえに利下げ開始時期が後ずれしたこと。それは先行きの経済・相場シナリオが複雑化したということでもある。

米国

経 … 2023年後半の景気後退予想を維持するものの、景気上振れリスクが高まりつつある。
株 … ファンダメンタルズの悪化織り込み後に、利下げ開始への期待が相場材料に。
債 … 中期的な長期金利低下を予想も、景気・インフレが堅調なうちは下げ渋りやすい。
リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
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。

ユーロ圏

経 … 既往の物価高や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 … タカ派のECBがリスクの一方、インフレピークアウトにより消費者マインドに回復余地。
債 … ECBの金融引き締め強化でインフレ期待の低下が促され、長期金利は緩やかに低下へ。
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 … 次期日銀総裁の指名により、金融政策の不透明感は後退へ。
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 … インフレ沈静化への道筋は依然として見えず、政策金利は今年4月に3.85%へ。
為 … 相対的な景気後退リスクの小ささや金利高止まりの思惑から、米ドル安の受け皿に。

中国

経 … 2月以降経済正常化が本格化するも、不動産業の回復が鈍く緩やかな景気回復を予想。
株 … 株価急上昇や、好材料の出尽くし感などを受け、上昇余地は縮小したと予想。
債 … ゼロコロナ政策を撤廃するも景気回復は緩やかで、金利のレンジ推移が続こう。
為 … 経常黒字や景気回復を支えにキャピタルフライトの可能性は低く、レンジ推移を予想。

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

世界経済

株価は底堅く、かつ上値も重い

過去1カ月の株価は、各国で大幅な利上げが行われる中でも、底堅いといえば底堅い。同時に上値が重くなってきているとも言える。その理由は、この間にポジティブ・ネガティブ両方の材料があったことに因る。ポジティブ要因は深刻な景気後退回避（ソフトランディング）の可能性が高まったこと、ネガティブ要因は利下げ開始時期が後ずれしたこと。

ポジティブ要因は深刻な景気後退回避

米国では失業率が53年ぶりの水準まで低下。各国共通して強い労働市場が消費を下支えし、景気が想定以上に堅調。ユーロ圏ではエネルギー価格の下落が消費を活性化させ、エコノミック・サプライズ指数の上昇が顕著。中国ではゼロコロナ政策解除による景気回復が期待される。これらが相まって、深刻な景気後退に陥る可能性が低下したと考えられる。

金融市場

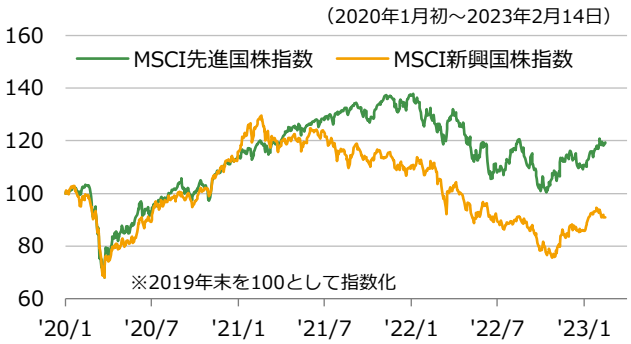
ネガティブ要因は利下げ開始時期後ずれ

良いことばかりではないのは、利上げの最終地点が切り上がり、利下げ開始時期が後ずれすること。実際に今回、いくつかの国で利上げの見通しを引き上げた。また先行きの経済・相場シナリオが複雑化したと考えている。これまでは、景気悪化に伴いインフレも沈静化する。そして利下げが行われる。争点は利下げ開始時期で、それを当てるゲームだった。

先行きの経済・相場シナリオが複雑化

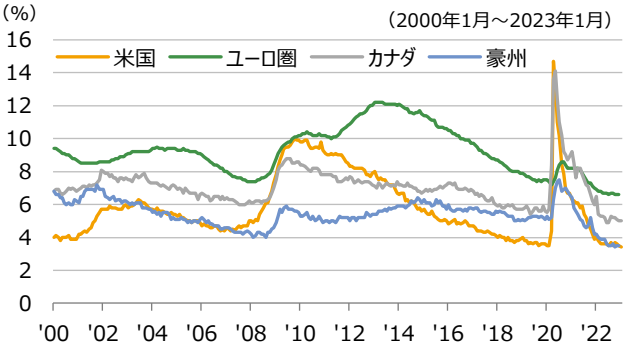
景気は強く走り続けるのか、それとも金融引き締めの累積的効果がまだ顕在化していないだけなのか。パウエルFRB議長が「今回のサイクルはこれまでと異なる可能性」と述べたように、そもそも今回は違うのか。当社は引き続き「景気悪化に伴いインフレも沈静化。各国での利下げ開始は来年以降で今年後半からの株高」をメインシナリオとしているが、予断を持たずに検討することも重要だと認識している。

世界株式



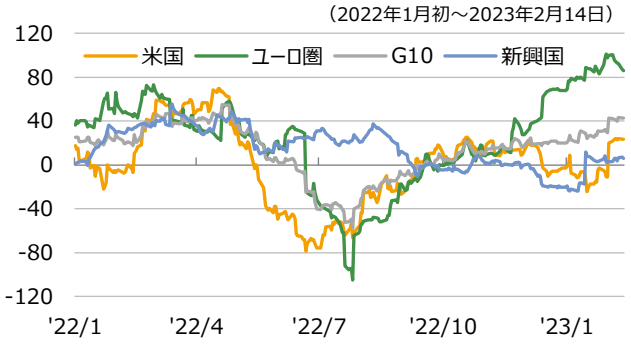
※米ドルベース　※配当なし　（出所）ブルームバーグ

先進各国の失業率



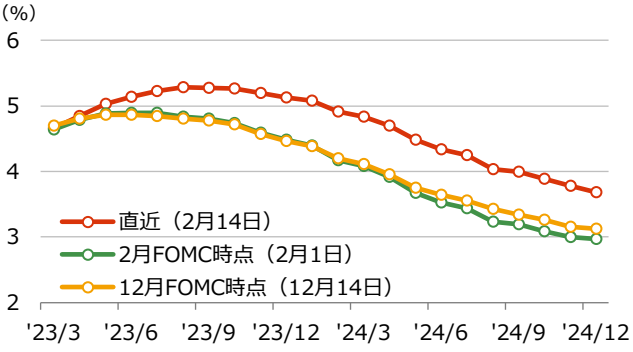
※ユーロ圏と豪州は12月まで　（出所）ブルームバーグ

エコノミック・サプライズ指数



（出所）ブルームバーグ

市場が予想する米政策金利の経路



（出所）ブルームバーグ

早見表 主要資産の見通し（今後1年程度）

表の見方
⋯ 見通し変更前

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				2023年後半の景気後退予想を維持するものの、景気上振れリスクが高まりつつある。
	ユーロ圏				既往の物価高や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。
	日本				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。
	カナダ				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。
	豪州				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。
	中国				2月以降経済正常化が本格化するも、不動産業の回復が鈍く緩やかな景気回復を予想。
	ブラジル				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。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				ファンダメンタルズの悪化織り込み後に、利下げ開始への期待が相場材料に。
	ユーロ圏				タカ派のECBがリスクの一方、インフレピークアウトにより消費者マインドに回復余地。
	日本				次期日銀総裁の指名により、金融政策の不透明感は後退へ。
	中国				株価の急上昇や、好材料の出尽くし感等を受け、上昇余地は縮小したと予想。
	インド				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。
	インドネシア				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。
	フィリピン				目先は、インフレの高止まりや大幅利上げの影響を受け、上値が重い地合いを予想。
	ベトナム				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。
債券	米国				中期的な長期金利低下を予想も、景気・インフレが堅調なうちは下げ渋りやすい。
	ドイツ				ECBの金融引き締め強化でインフレ期待の低下が促され、長期金利は緩やかに低下へ。
	日本				金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。
	カナダ				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。
	豪州				インフレ沈静化への道筋は依然として見えず、政策金利は今年4月に3.85%へ。
	中国				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。
	ブラジル				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。
	英国				BOEは利上げ終盤で既に打ち止めか。物価目標の達成を視野に長期金利は低下へ。
	インド				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。
	インドネシア				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かりやすい。
	メキシコ				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。
	ロシア				※脚注参照
	トルコ				大地震を受けて利下げ再開の可能性が浮上。政権交代が起きれば利上げ転換の公算。
リート	米国				金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
	日本				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。
商品	原油				米国の石油備蓄積み増し期待により、WTI原油は70米ドル前後で支えられやすい。
	金				昨年終盤からの上昇は一服。更なる上昇にはFRBの利下げ転換が近づく必要あり。

※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。
	ユーロ				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。
	日本円				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。
	カナダ・ドル				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。
	豪ドル				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。
	中国人民元				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・レアル				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。
	英ポンド				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。
	インド・ルピー				中銀の介入で下値は限定的だが、米ドル安局面で貿易赤字を受け買戻しが鈍いと予想。
	インドネシア・ルピア				海外のリスク回避の流れに注意も、資源輸出増による経常収支の改善が通貨の支えに。
	フィリピン・ペソ				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。
	ベトナム・ドン				米ドル高の一服を受け、減価圧力が緩和し、米ドルペッグ制維持でレンジ推移を継続しよう。
	メキシコ・ペソ				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。
	ロシア・ルーブル				※脚注参照
	トルコ・リラ				インフレ対比での低金利や経常赤字の継続でも、リラ化戦略により減価ペースは緩やか。

※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

早見表 主要国 – 予想値

表の見方
… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP（前年比、%）				政策金利（%）				10年国債利回り（%）			
	実績値*2 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	1.1	1.4	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	4.5	3.6	0.5	1.0	0.25	4.25	4.50	3.50	1.43	3.30	2.9	2.6
豪州	4.9	3.9	1.5	1.6	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。
＊2 カナダ、豪州、ブラジルの2022年の実質GDPは実績見込み

（出所）実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

早見表 その他の国々 – 予想値

表の見方
… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP（前年比、%）				政策金利（%）				10年国債利回り（%）			
	実績値[*5] 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	-0.4	1.2	0.25	3.50	4.00	3.00	0.97	3.67	2.6	2.2
インド[*1]	8.7	7.2	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.33	7.0	7.0
インドネシア	3.7	5.3	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	4.8	3.0	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	-	-		8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.0	3.5	4.0	14.00	9.00	12.00	15.00	23.18	9.16	14.0	16.0

	株価指数			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
インド MSCI	2,037 27.3%	2,069 1.6%	2,380 15.1%	2,350 -1.3%
インドネシア MSCI	6,696 1.5%	7,393 10.4%	8,200 10.9%	7,900 -3.7%
ベトナム VN指数	1,498 35.7%	1,007 -32.8%	1,200 19.2%	1,350 12.5%

	為替（対円）			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
英ポンド	155.74円 10.3%	158.47円 1.7%	152円 -4.1%	145円 -4.6%
インド・ルピー	1.55円 9.5%	1.59円 2.7%	1.60円 0.6%	1.54円 -3.8%
インドネシア・ルピア[*3]	0.807円 9.3%	0.844円 4.5%	0.862円 2.2%	0.811円 -5.9%
フィリピン・ペソ	2.26円 5.2%	2.38円 5.3%	2.40円 0.9%	2.31円 -3.8%
ベトナム・ドン[*3]	0.504円 12.7%	0.559円 10.9%	0.532円 -4.9%	0.517円 -2.8%
メキシコ・ペソ	5.61円 8.0%	6.72円 19.9%	6.9円 2.6%	6.7円 -2.9%
ロシア・ルーブル[*4]	1.53円 9.7%	1.77円 15.5%	- -	- -
トルコ・リラ	8.55円 -38.5%	7.00円 -18.2%	6.3円 -10.0%	5.5円 -12.7%

	商品			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
WTI原油 （米ドル/バレル）	75.21 55.0%	80.26 6.7%	90 12.1%	100 11.1%
金 （米ドル/トロイオンス）	1,829 -3.5%	1,826 -0.1%	1,900 4.0%	2,000 5.3%

※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
＊2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用
＊3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示
＊4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載
＊5 インド、トルコの2022年の実質GDPは実績見込み

（出所）実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

経 済

表面的には高成長も基調はトレンド未満

10-12月期実質GDPは前期比年率+2.9%と、2四半期連続で潜在成長率を上回る高成長。年前半はマイナス成長だったものの、通年でも前年比+2.1%だった。経済は一見すると強く見えるものの、在庫投資や外需動向に左右された部分も多く、景気モメンタムの根幹ともいえる家計消費と民間投資を合計した民間最終需要は前期比年率+0.3%と前期の同+1.1%から鈍化と、実態はトレンド未満の成長。

サービスなど個人消費の弱さは一時的か

景気の牽引役である実質個人消費支出は12月に前月比▲0.3%と2カ月連続のマイナス。外食などの裁量的サービス支出が3カ月連続で縮小した。12月は寒波で弱さが誇張された可能性があるとはいえ、財からサービスへと消費の牽引役がシフトしているだけにサービス消費の先行きが気掛かりな状況。後述の労働市場は好調なほか、過剰貯蓄には取り崩し余地が依然あるだけに、一時的な弱さと考えられる。

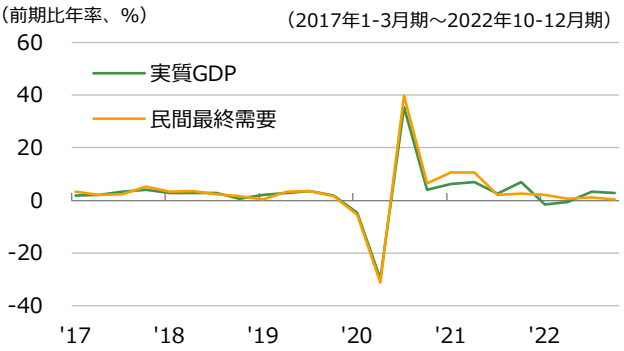
市場参加者の景況感を一変する雇用統計

1月雇用統計では、非農業部門の雇用者数は前月比+52万人と驚異的な増加。失業率も3.4%と約50年ぶりの低さ。子細に見ても雇用環境の弱含みが小休止しており、季節調整などの影響があるとはいえ、総じて強い結果。他方、平均時給は前月比+0.3%と穏当な結果に留まった。もっとも、労働需給のひっ迫感解消が進まない中、住居費を除くサービス価格に直結する賃金上昇率の鈍化は当面見込み難い。

「ディスインフレ」は広まるか

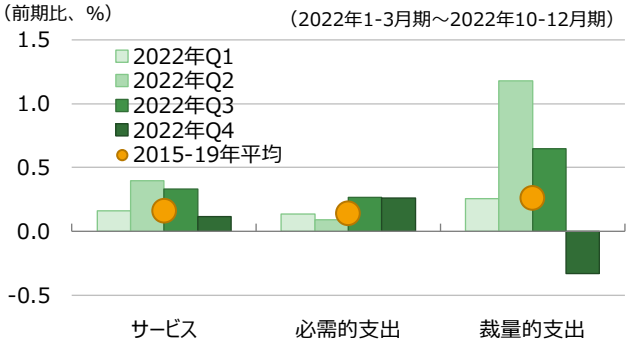
1月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%。年次基準改定の影響もあり、前月と同じ上昇率だった。基本観は変わっていないが、インフレ鈍化ペースが従来よりも全体的に緩やかに。パウエルFRB議長らが注目する住居費を除くサービス価格は同+0.6%と高い伸び変わらず。各種基調的な物価上昇圧力も高止まったままであり、当局は引き続き先行きのインフレ鈍化を慎重に考えよう。

実質GDP成長率と民間最終需要



（出所）ブルームバーグ

個人消費支出：サービス消費と内訳

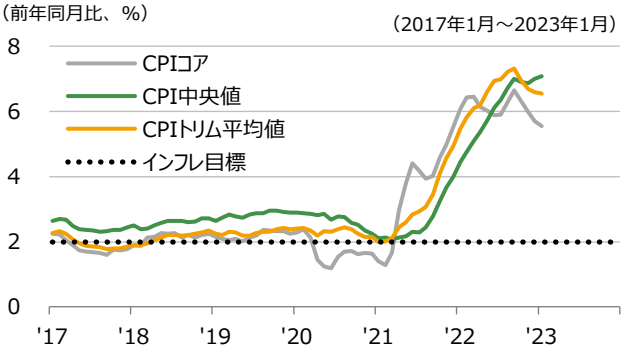


（出所）ブルームバーグ

失業率

（注）網掛けは景気後退期　（出所）ブルームバーグ

基調的な物価上昇圧力



（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。パウエルFRB議長がディスインフレに言及するようになったこと等はポジティブである一方、企業決算では弱い内容も目立つ。直近の株価上昇も勘案すれば、米国の景気減速に焦点が当たるリスクはまだあると考える。年末高との見方に修正はないものの、株式市場が利下げ開始を織り込みに行くにはまだしばらく時間が掛かる点も考慮し、中立スタンスを継続する。

バリュエーション調整リスクがやや上昇

S&P500のバリュエーションは12カ月先予想PERが18倍台、リスクプレミアムは1.9%程度。リスクプレミアムは過去平均と比べると低く（株価は割高）、PERも実質金利に対してやや上昇が目立つ。利上げ停止期待などバリュエーションが切り上がり易い要素がある一方、バリュエーション調整リスクが意識され易くなっているとも言え、金利の動向には注意したい。

業績予想の切り下がりは進展

景気減速による企業業績悪化の織り込みは進展。ISM製造業景況感指数と予想EPS伸び率の過去の関係性から考えると、直近のISM程度であれば業績悪化は織り込み済。しかし、当社では2023年のGDPを小幅なマイナスと予想しており、ISM製造業にもう一段の下振れリスクがあるとみる。利下げ開始への期待から株価が上昇する前に、企業業績予想がもう一段切り下がるリスクは残っているとみている。

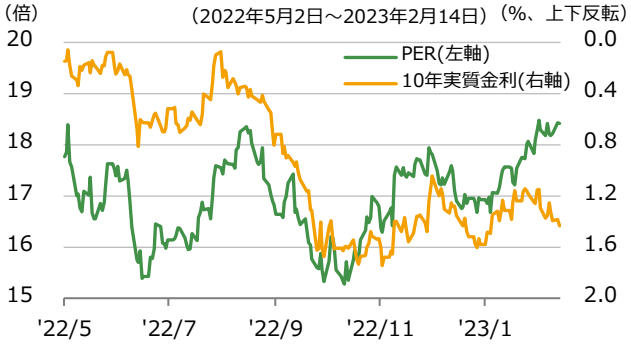
利下げ開始時期が最大の焦点

年明け以降の変化は、市場が予想する利上げの最終到達点が切り上がり、FF金利先物が織り込む利上げ停止時期も後ズレした。当社では引き続き、5月FOMCでの利上げ停止、2024年前半の利下げ開始を予想している。このため、2023年後半には利下げ開始期待がバリュエーション拡大を伴う株価上昇に繋がると考えている。利上げの最終到達点がさらに切り上がる状況にならないかは注視したい。

S&P500の推移

（出所）リフィニティブ

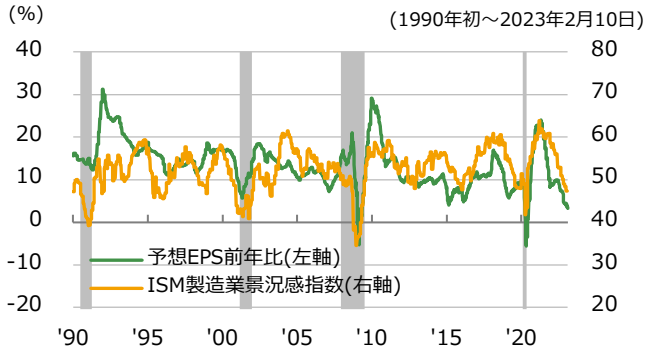
米実質金利とS&P500のPER



※PERは12カ月先予想PER

（出所）リフィニティブより大和アセット作成

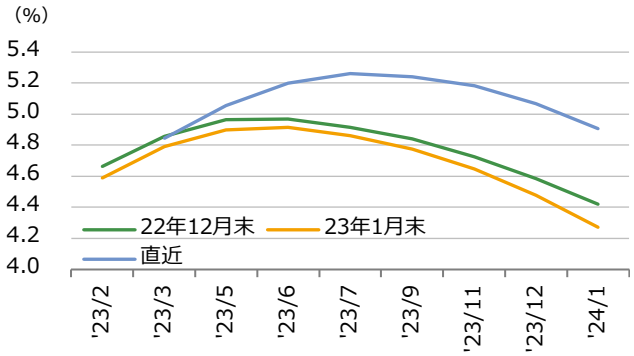
企業業績とISM製造業景況感指数



※網掛けは米国景気後退期
※ISM製造業景況感指数の直近は2023年1月

（出所）ブルームバーグ、リフィニティブより大和アセット作成

FF金利先物が織り込む米政策金利



※直近は2023年2月14日時点、横軸はFOMC開催月

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

債券・金利

当面は12月見通しが概ね妥当な指針に

FRBは2月FOMCで0.25%ポイントの追加利上げを予想通り決定、政策金利を4.50-4.75%へ引き上げた。利上げ幅は２会合連続で縮小した。声明文では「継続的な引き上げが適切」との文言が踏襲された。多くのFRB高官は2月FOMC後に発表された経済指標結果を踏まえつつ、5%超への利上げを引き続き示唆しており、昨年12月時点の政策金利見通しに概ね即した政策運営を実施する公算が大きい。

市場の金融政策観は指標次第でぶれる

FRBの金融政策スタンスに目立った変化がなかった一方、金利先物が織り込む政策金利は2月FOMC以降、大きく上昇。経済指標の強さがFRBの見解に蓋然性を持たせた格好。もっとも、FRBのスタンスがデータ次第である以上、市場の金融政策観もまた経済指標に左右されやすい。今後の指標が下振れれば金利先物市場は再び大幅な利下げを織り込もう。

リート

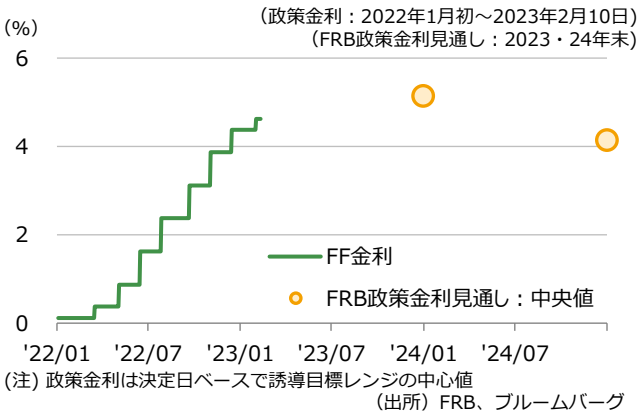
戻りを試すも金融引き締めを警戒

米国リート市場は、年初よりインフレ鈍化への期待感などから上昇基調となったが、2月に入ると堅調な雇用環境などを背景に金融引き締めへの警戒感が高まり、やや軟調な展開。2022年10-12月期の決算発表はまだ途中経過だがおおむね堅調な内容。ただセクターごとに強弱あり。2023年の見通しについても2022年と比べると減速するものの底堅いキャッシュフロー成長となる見込み。

金利に振らされる展開が続こう

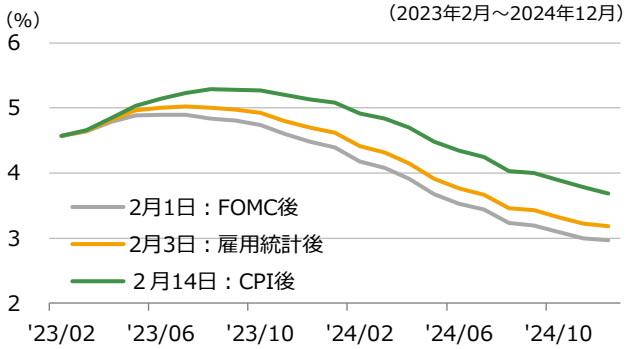
長期金利は2月に入りやや上昇。インフレは落ち着きつつあるものの、欧米中心に各国中央銀行は金融引き締めを継続。リート指数は今後も金利に振らされる展開が続こう。一方、リート業績は2023年も堅調なキャッシュフロー成長が見込まれる。外部環境は不安定な状況が続こうが、堅調な業績動向は、株価を下支えしよう。

政策金利とFRB政策金利見通し



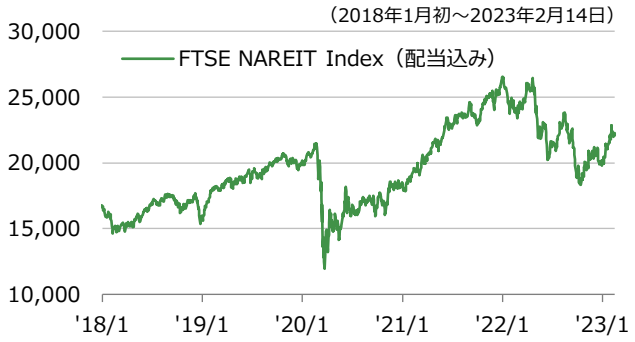
(注) 政策金利は決定日ベースで誘導目標レンジの中心値
(出所) FRB、ブルームバーグ

FF金利先物が織り込む金融政策観の変遷



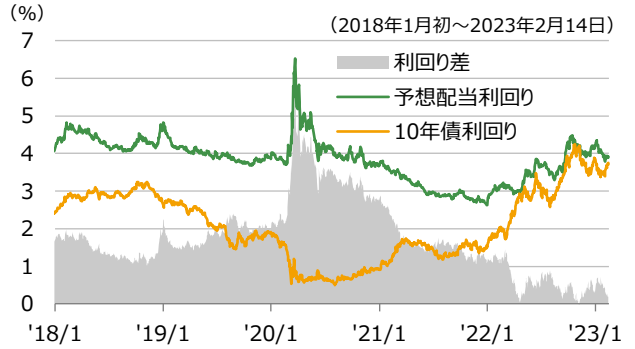
(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT Index推移



(出所) ブルームバーグ

FTSE NAREIT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

日米金利差のわりに米ドル円が低水準に

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

米ドル円は120～138円程度で推移か

日米5年国債金利差が3.7%なら米ドル円は139.6円を中心に131.8～147.4円（推計値±標準誤差×2）、3.0%なら131.1円を中心に123.3～138.9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は一服

米ドル高を促した米実質金利は頭打ちで、5年実質金利は昨年9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇した後に低下に転じた。ただ、12月のFOMCで参加者のFF金利見通しが上方修正されたことなどから、実質金利の低下は抑制されてきた。最近は米労働市場の予想以上の強さも影響して期待インフレ率がやや反発しており、実質金利の低下による米ドル安圧力は一服しやすい状況にある。

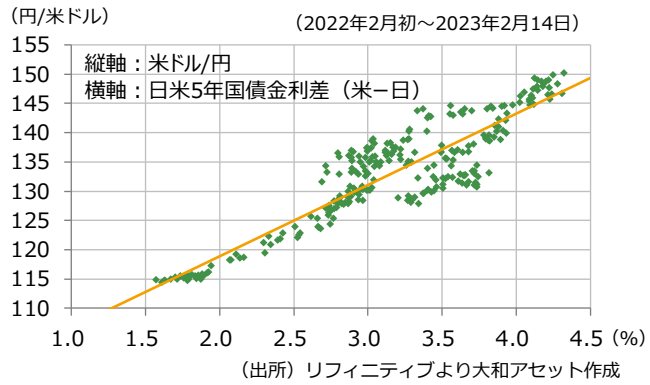
原油・金価格比率と米ドル円の連動性

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1～2月は、欧米市場におけるリスクオンや金利上昇を背景に原油・金価格比率の低下が一服しており、米ドル円の下落も一服している。

日米5年国債金利差と米ドル円

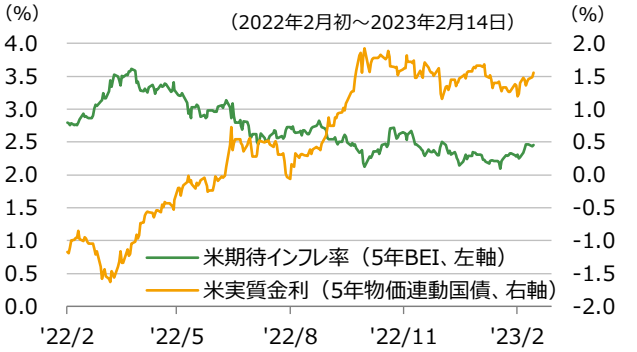
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

日米5年国債金利差と米ドル円



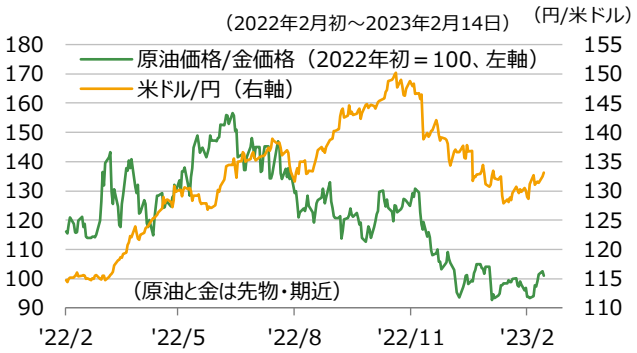
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米国の期待インフレ率と実質金利



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

原油・金価格比率と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

経 済

2023年中はゼロ近傍の成長が継続

実質GDPは2021年4-6月期以降増加し続けている。2022年10-12月期もECBの予想に反し、僅かながらもプラス成長を保った。インフレ率は高いままで、ECBの金融引き締め強化も需要を押し下げるが、昨秋以降のエネルギー価格の下落や各国政府による光熱費抑制策が景気下支えに寄与しており、景気の極端な下振れは免れよう。それでも、2023年中はゼロ近傍の成長が継続するに留まると見込む。

景況感は大勢横ばいでの推移が長期化

PMIは1月に製造業が3カ月連続、サービス業が2カ月連続で上昇し、後者は昨年7月以来の50超を記録した。独仏伊西では仏のサービス業を除き全て前月から上昇しており、景況感の悪化に歯止めがかかりつつある。一時急騰した天然ガス価格は既にロシアのウクライナ侵攻前の水準に下落している。しかし、ECBの金融引き締めが先鋭化しているため、景況感は大勢横ばいでの推移が長期化しよう。

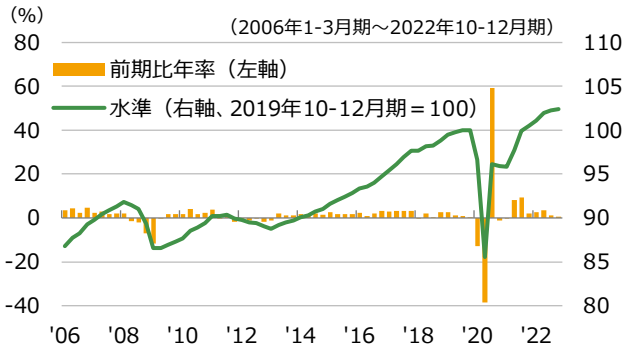
高インフレが個人消費を抑制

ユーロ圏の失業率は12月まで3カ月連続でユーロ発足来最低の6.6%で推移するなど、労働需給は依然ひっ迫している。しかし、賃金の伸びが著しく高いわけではなく、高インフレ下で名目賃金の伸びはインフレ率を大幅に下回っている。それを映じて、実質小売売上高は2021年半ば以降減少基調にある。逆に、今後のインフレ率の低下は実質購買力の増加をもたらし、個人消費の逆風を弱めよう。

コアのインフレ率も早晩低下に向かうか

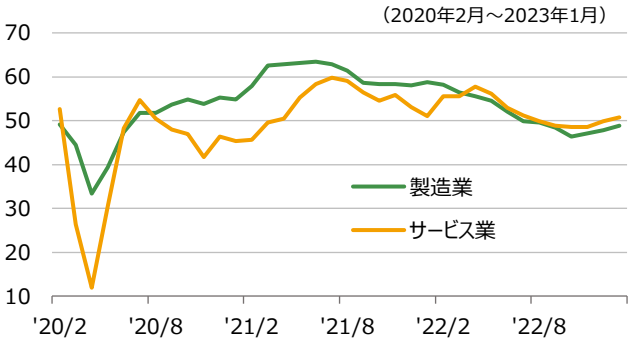
消費者物価指数は1月に総合で前年同月比（以下同じ）8.5%と、昨年10月の10.6%から3カ月連続で鈍化した。エネルギー価格の下落が主因。食品・エネルギー等を除くコアは、12、1月も5.2%と、10、11月の5.0%から加速した。エネルギー価格の過去の上昇の間接的な影響が時間差でコアに反映されていると考えるが、足元で景況感の悪化に歯止めがかかりつつある点はコアの鈍化を遅らせる要因に。

実質GDP



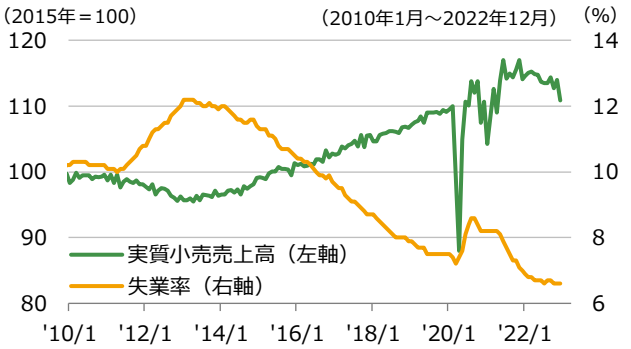
（出所）リフィニティブ

PMI



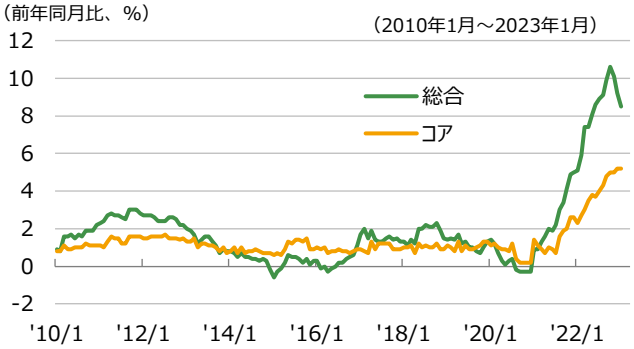
（出所）ブルームバーグ

実質小売売上高と失業率



（出所）リフィニティブ

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・たばこを除く系列

（出所）リフィニティブ

株式

中立スタンスに引き上げ

欧州株の判断をやや弱気から中立に引き上げる。中国のゼロコロナ政策の撤回による欧州経済へのプラス効果に加え、エネルギー価格下落により消費者信頼感に改善余地があることなどを評価した。ECBのタカ派姿勢が懸念材料であるものの、上記プラス材料を勘案するとリスクは上下にバランスしていると判断した。ユーロSTOXX50の23年末予想は4,020pから4,250pに引き上げる。

消費者信頼感に回復余地

欧州の消費者信頼感指数は、新型コロナウイルス禍による急低下からの回復後、ロシアとウクライナの戦争により再び急低下した。足元でやや回復したものの、水準としては依然低い。しかし、エネルギー価格の下落により、域内のインフレも鈍化が見られつつあり、消費者信頼感は更なる回復余地が生じてきていると考える。

債券・金利

ECBは5月まで利上げ継続

12月の理事会で超タカ派に転じたECBは、2月も0.5%ポイントの利上げを実施するとともに、3月の同幅での利上げの意向を声明文に明記した。その後については言質を与えず、インフレ見通しのリスクも「上振れ」から「より均衡」へ改めたが、現在5%を上回るコアのインフレ率が目標値の2%へ低下する道筋は数カ月では描けそうになく、次々回5月まで0.5%ポイントの利上げを継続すると見込む。

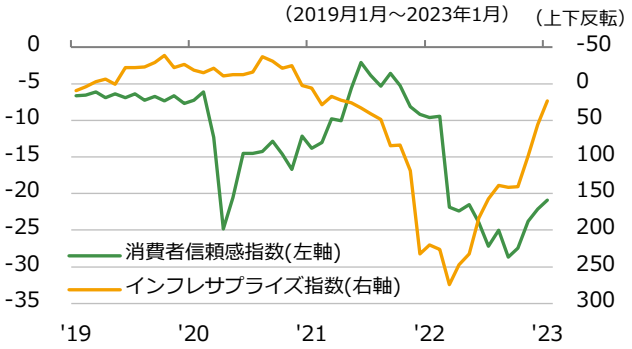
金融引き締め強化でも長期金利は低下へ

貸出促進のための長期資金供給オペの11～2月の期限前返済は計8,431億ユーロに達した。ECBは従来の資産購入プログラムによる保有債券の償還分のうち月平均150億ユーロを3月から再投資しない方針で、量的引き締めにも着手する。しかし、金融引き締め強化が景気見通しの悪化とインフレ期待の下振れをもたらすため、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

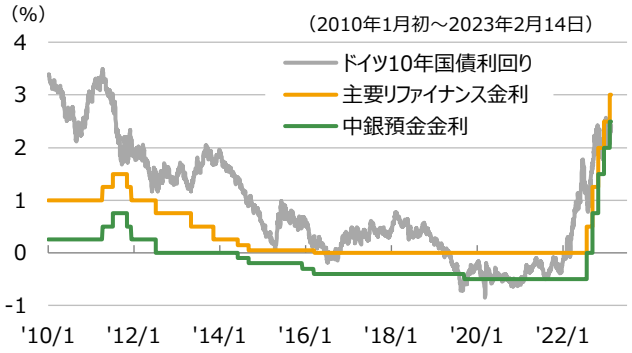
（出所）リフィニティブ

消費者信頼感指数とインフレサプライズ指数



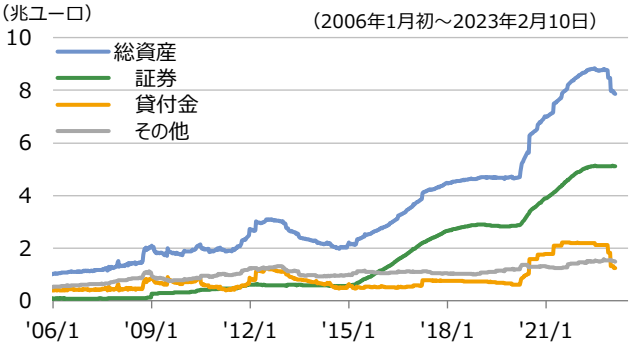
※対象は共にユーロ圏
（出所）ユーロスタット、ブルームバーグより大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利



（出所）ブルームバーグ

ECBの資産残高



（出所）ECB

為替

ユーロは対円では下落傾向か

独日5年国債金利差は昨年末にかけて拡大したが、ユーロ円は昨年12月に下落した。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・円高に働いたためだ。ECBの利上げ織り込みが進んだので、今後はインフレや経済成長の加速がなければ、ドイツ金利は上昇しにくいだろう。ユーロ圏のインフレ鈍化により金利が低下してユーロ安・円高が進む可能性が高い。

ユーロは対米ドルでの反落リスクも

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・米ドル安が進んできたが、その動きに一服の兆しがある。ユーロ圏のインフレ動向次第で今年5月以降にECBの利上げが減速する可能性を織り込みつつあるようだ。ドイツ金利が頭打ちとなる可能性と、ユーロ圏の景気指標悪化でリスクオフに転じる可能性から、ユーロ安・米ドル高に振れる可能性は十分にあるだろう。

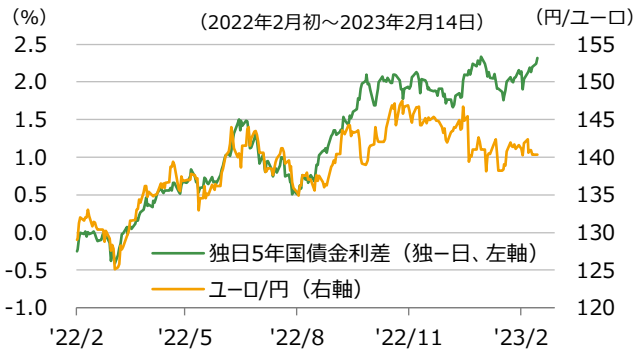
実質的なユーロ安は限定的

内外物価変動格差を控除した実質実効為替レートでのユーロ安は、円安の進行に比べると小幅である。しかも、最近はECBのタカ派姿勢の強まりから、ユーロ高に転じている。実質的なユーロ安が限定的であることは、ユーロ圏の貿易収支改善効果も限定的であることを意味する。世界経済の成長が鈍化すると、なおさらユーロ圏の貿易収支は改善しにくく、国際資金フロー面でのユーロ高が進みにくくなる。

最近の経済指標はユーロ高・円安要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数（ESI）はユーロ圏のプラス幅が大幅に拡大し、相対比較からはユーロ高（円安・米ドル安）に作用しやすい状況にある。また、中国ESIのプラス幅が急速に拡大しているほか、米国や日本のESIもプラス圏にある。最近は世界全体の経済指標動向からも、景気減速懸念の後退によるリスクオンのユーロ高や円安に傾きやすい状況と言える。

独日5年国債金利差とユーロ・円相場

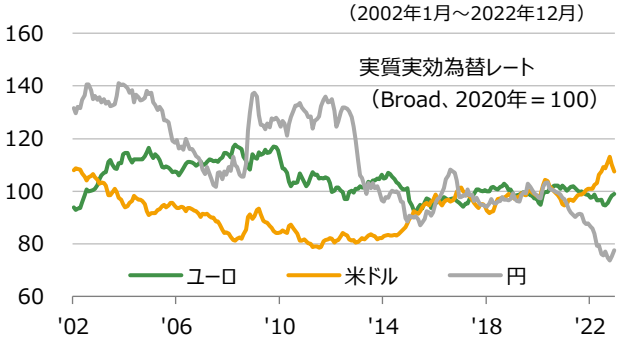


（出所）リフィニティブ

独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場

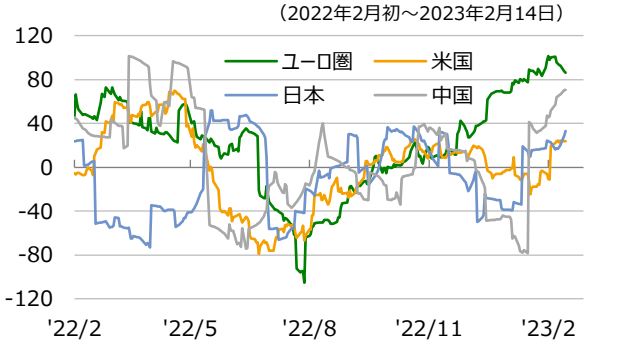
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

欧・米・日の実質実効為替レート



（出所）BIS

欧・米・日・中のエコノミック・サプライズ指数



（出所）シティグループ、リフィニティブ

経 済

2023年後半からの景気回復も緩慢に

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。しかし、12月単月では減少が大きく、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景気後退を見込む。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7-9月期までずれ込もう。

景気後退下でインフレ率は低下基調へ

消費者物価指数は10月をピークに前年同月比で鈍化している。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、インフレ率は時間の経過に連れて鈍化しよう。週平均賃金の伸びが加速し続けているが、当面の景気後退下で労働需給の緩和が見込まれ、賃金がインフレ率の押し上げ要因であり続けるとは想定せず。

為 替

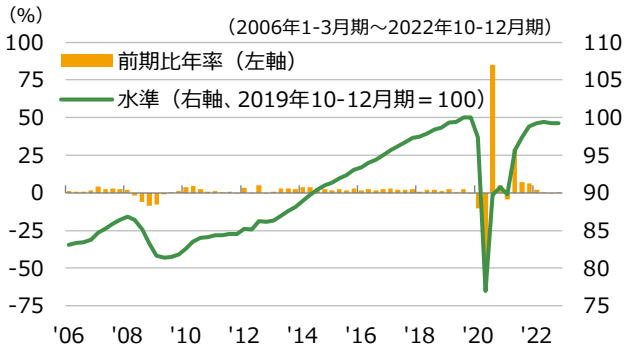
BOEは既に利上げ打ち止めか

BOEは2021年12月から10会合連続で利上げし、2023年2月には政策金利を4%に引き上げた。量的緩和で買入れた保有債券の売却も昨年11月から開始している。インフレ率は2024年4-6月期に目標値の2%を下回るとの見通しをBOEは示しており、2月の声明文では追加利上げに係る表現を大幅に弱めた。賃金の伸びの鈍化とエネルギー価格に係る不確実性の低下が明白となれば、緩和姿勢に転じよう。

対ユーロでは再びポンド安に

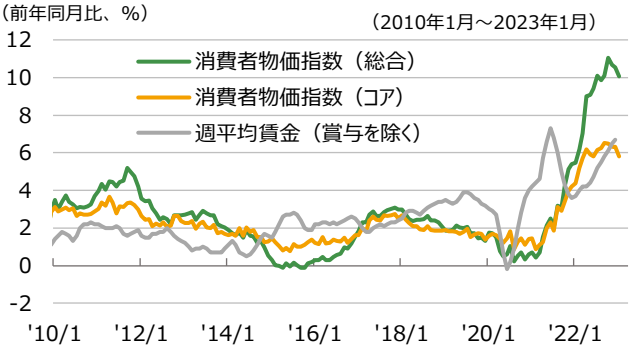
スナク首相がトラス前政権の減税計画を撤回し、増税・歳出削減案を策定するなかで長期金利が反落しポンドが反発した後、対ユーロでは再びポンド安に振れている。英国はユーロ圏に比べコア・インフレ率が高く景気後退懸念が大きいことや、BOEはECBとは違い追加利上げに慎重な姿勢を示し始めたことが、ポンド安に影響しているようだ。

実質GDP



（出所）リフィニティブ

消費者物価指数と週平均賃金



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列
週平均賃金は3カ月移動平均で2022年12月まで（出所）リフィニティブ

政策金利と長期金利

（出所）ブルームバーグ

ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差

（出所）リフィニティブより大和アセットマネジメント作成

経 済

経済正常化進展も物価上昇の影響懸念

訪日外客数の急回復や供給制約の解消など経済正常化の動きが継続している。今後も新型コロナの5類への移行や中国の「ゼロコロナ」政策見直しの恩恵が期待される。加えて欧州などでの天然ガス価格の急落によるメリットも期待される。一方、輸入物価上昇の価格転嫁が食品や電力料金などでタイムラグを伴って実施されており、急激な物価上昇による消費減退や企業の仕入コスト上昇が懸念される。

半導体・電子部品の調整継続

12月鉱工業生産指数は前月比+0.3%と小動きであった。半導体や電子部品など生産調整が継続しているが在庫率は上昇傾向にある。一方、自動車生産も部材不足の影響が残り力強さに欠ける状況にある。企業側からは半導体など部材調達に目途が立ちつつあるとの声も聞かれるが、中国での電気自動車の補助金終了など需要面でも弱い動きが見られており、財の消費には不透明感が強い状況が継続している。

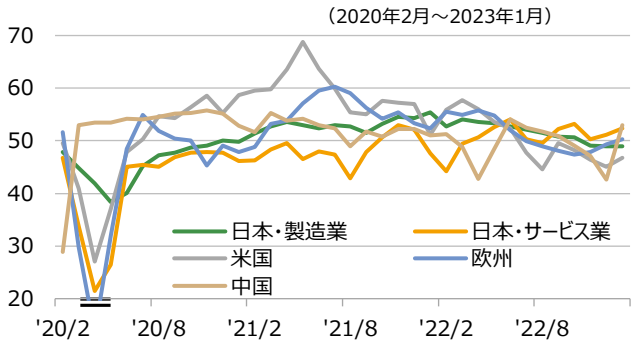
物価上昇は一服も高止まり継続か

11月以降、為替の円高が進行し円建ての輸入物価指数の前年比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伸び率は高いままである。政府の物価対策などもあり今後の伸び率は鈍化に向かう可能性が高いが、価格転嫁の動きが継続しており上昇品目にも広がりが見られるため、当面高い伸び率が継続しそうな状況にある。

賃上げ進むかに注目

12月現金給与総額は、前年同月比+4.8%と非常に高い伸びを見せ、実質賃金は9カ月ぶりにプラスに転じた。賞与の伸びなどの一時的な影響が大きく、所定内給与は前年同月比+1.8%と4%を超える消費者物価の上昇率に追いついていない。政府の指針により賃上げの気運は非常に高まっているが、賃金上昇は企業業績への負担となるため実際に賃上げが進むか、春闘に向けて今後の状況が注目される。

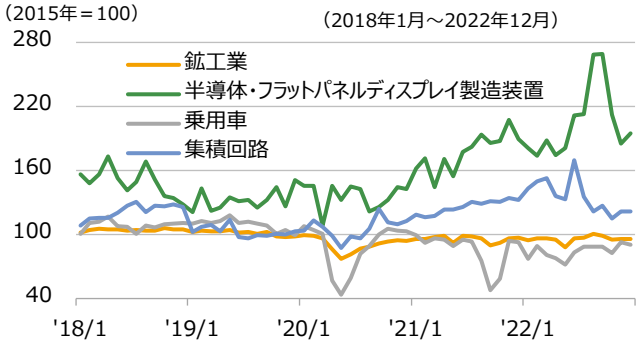
PMI



※中国は国家統計局発表、中国以外はS&Pグローバル社発表
※日本以外は総合指数

（出所）ブルームバーグ

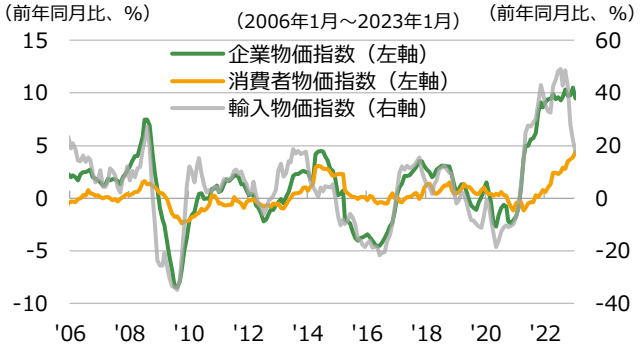
鉱工業生産指数



※季節調整値

（出所）経済産業省

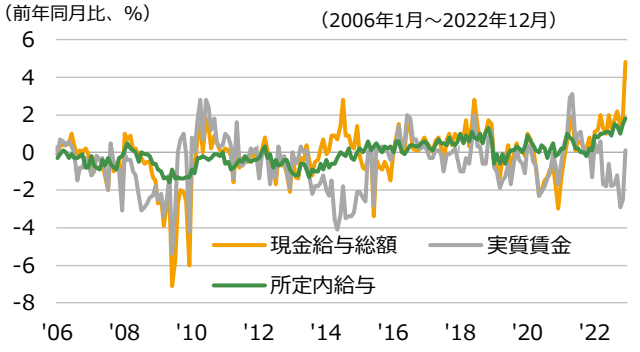
物価指数



※消費者物価指数は東京都区部、輸入物価指数は円建て

（出所）ブルームバーグ

賃金



※事業所規模5人以上

（出所）ブルームバーグ

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。インバウンド回復期待など分かり易いプラス要因がある点は変わりがない。また、次期日銀総裁候補が確定したことで、日本株の上値を抑えていた日銀の金融政策に関する不透明感が後退することも期待される。直近決算における企業業績は製造業中心に弱いものの、上記プラス材料の寄与により日本株の底堅い推移を予想する。

バリュエーション状況は変わらず

バリュエーションに対する見方に大きな変更はない。TOPIXのPERは12倍台半ば、PBRは1.2倍程度。PERには割安感がある一方、米国の景気鈍化がより進展した際には、PBRが1倍を目指す展開も想定される。しかし、2023年は欧米対比で底堅い景気が期待出来ることに加え、日銀総裁人事のイベント通過により、欧米の景気減速が意識される局面でアウトパフォームし易いと考える。

年央に向け在庫調整一巡に期待

直近決算は製造業を中心に弱く、在庫調整に言及する企業も見られた。経済統計で見ても、例えば日本の鉱工業生産・在庫率の悪化は明らか。韓国の出荷、在庫バランスも悪い。しかし、過去の循環的な動きを考慮すれば、在庫調整は年央に向けて調整一巡となる分野が出てくることが期待される。最終需要などが悪化しないかが在庫調整の鍵であり、欧米の小売売上高の動向を注視したい。

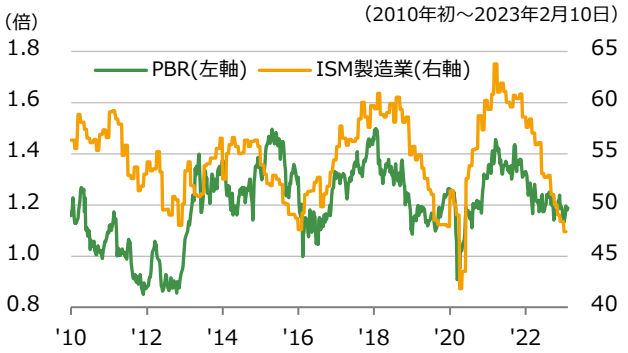
まずは24日の所信聴取待ち

経済学者の植田氏が次期日銀総裁候補として国会に提示された。株式市場の現時点の評価は「性急な金融政策の修正はないだろう」であろう。24日は国会における所信聴取が予定されており、植田氏の金融政策に対する考え方が確認出来る見込み。所信聴取が市場の見方をサポートする内容であれば、日銀の金融政策に対する不透明感は一段と後退し、株式市場のサポート材料になると考える。24日の所信聴取を待ちたい。

TOPIXの推移

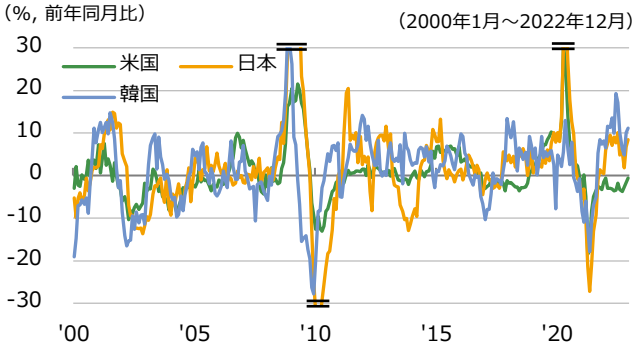
（出所）リフィニティブ

TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数



※PBRは直近12カ月ベース
※ISM製造業は2010年1月～2023年1月
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

製造業の在庫循環の状況



※日本は鉱工業生産の在庫率指数、米国と韓国は製造業の在庫/出荷比率
（出所）ブルームバーグ、INDB Accelより大和アセット作成

日銀に関する今後の主なスケジュール

日付	イベント
2月24日	・国会における次期正副総裁候補に対する所信聴取
3月1日	・債券市場サーベイ（2023年2月調査）
3月9-10日	・金融政策決定会合
3月上旬頃	・国会同意を経て次期正副総裁が決定
3月19日	・雨宮副総裁、若田部副総裁任期
4月8日	・黒田総裁任期
4月9日	・次期日銀総裁就任（予定）
4月中旬頃	・新総裁の就任記者会見
4月27-28日	・金融政策決定会合

※網掛けは特に重要なスケジュール

（出所）各種資料より大和アセット作成

債券・金利

植田次期日銀総裁の見極めはこれから

経済学者である植田氏が次期日銀総裁候補として国会に提示された。植田氏の総裁就任はサプライズ。しかし、OISは落ち着いた動きをしており、市場が混乱する様子は見られない。2月24日の国会所信聴取における発言が当面の注目点。総裁就任の可能性が報じられた直後のインタビューでは市場等に対する配慮も感じられ、所信聴取において市場が混乱するような発言が出てくる可能性は低いと考えている。

本格修正は2024年以降との見方を継続

23年末の10年国債利回りの予想値は0.5%を据え置く。新しい総裁の下で、日銀は金融政策を修正していくと見られるが、その時間軸や政策修正の優先順位はまだ不透明。2023年内のYCCの修正・撤廃が完全に否定出来る訳ではないが、まずは植田氏の今後の発言を見極めたい。現時点では、本格的な金融政策の修正は2024年以降との見方を継続する。

リート

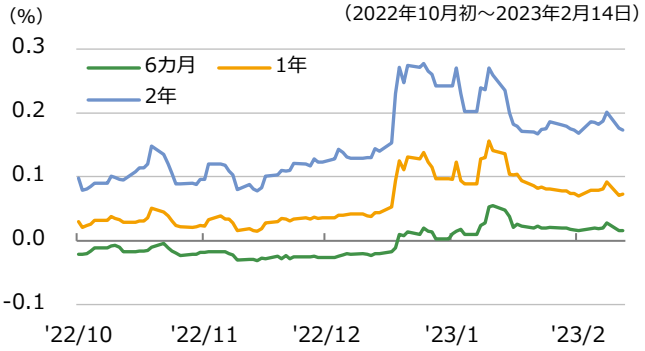
金利動向に左右されつつ、横ばい推移

1月中旬以降の国内リート市況は、引き続き国内外の金利動向に左右されつつもおおむね横ばい圏で推移した。1月の日銀決定会合で金融政策の据え置きが発表されると当日は大きく上昇・翌日は下落するなど金利に対する思惑に左右されている。売買統計によると金利上昇を懸念した海外投資家の売りを国内投資家が拾っている形。売買が細っており、全体的には様子見姿勢。

短期的には金利と新総裁の発言に注目

日米金利をにらみながら変動する相場がまだ続くと考える。日銀新総裁候補の発言に一喜一憂する可能性がある。例年、年明け以降公募増資が多いが、今年は少なめの見込みで相場の重しが一つ減った。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

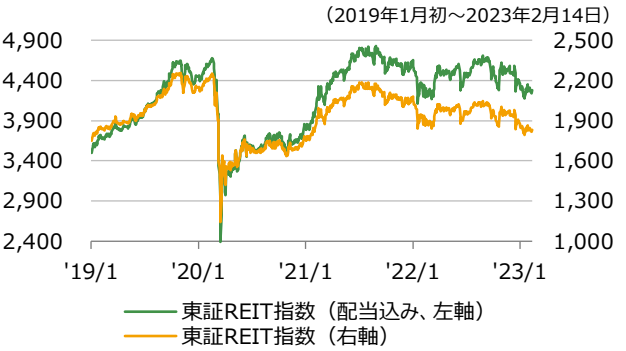


※OIS：オーバーナイトインデックススワップの略で金利スワップの一種
（出所）ブルームバーグ

10年国債利回り

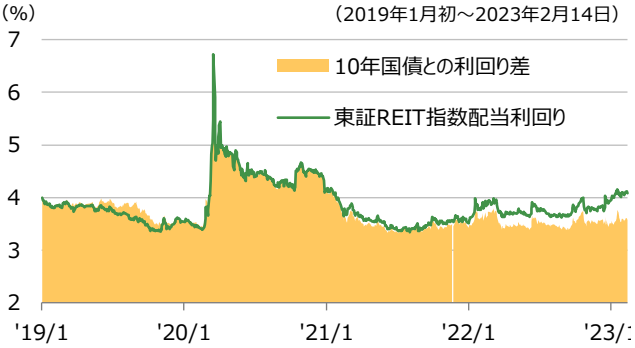
（出所）ブルームバーグ

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

リスクオフによる円高圧力に注意

米ドル円が2022年10月にピークアウトしたのは、FRBの利上げ減速観測による米金利低下やリスクオンで米ドル安に振れたためだ。海外金利低下は円高要因である一方、リスクオンは円安要因であるため、クロス円の下落（円高）は限定的だったが、日銀の政策修正により円高も進んだ。最近は米金利反発により米ドル高に振れたが、金利上昇がリスクオフを招くと海外金利低下と円高に傾きやすくなるだろう。

米ドル円と米ドルの順相関が回復

米ドル円はクロス円との順相関が持続している。一方、昨年12月の日銀政策修正時には米ドル円が下落する一方、リスクオフで米ドルが円以外に対して底堅く推移したため、米ドル円と米ドル（対25通貨）の順相関が低下した。最近は米経済指標改善による米金利上昇に伴い、米ドルが全面高となり、米ドル円と米ドルの順相関が回復している。それと同時に米ドル円と米金利の順相関も回復している。

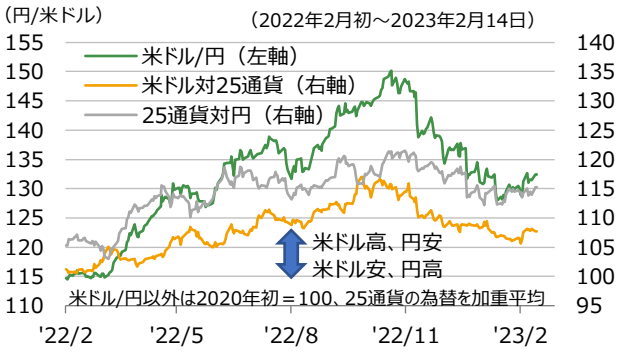
米金利低下・リスクオフでは円高に

米金利上昇・低下とリスクオン・オフの組み合わせにより米ドルと円の変動は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月以降は「米金利低下・リスクオンの米ドル安」に転じた。最近は米経済指標改善を受けて再び「米金利上昇・リスクオフの米ドル高」に傾いたが、米経済指標が悪化すると「米金利低下・リスクオフの円高」に傾く可能性も十分にある。

貿易収支が改善して円高に働く兆し

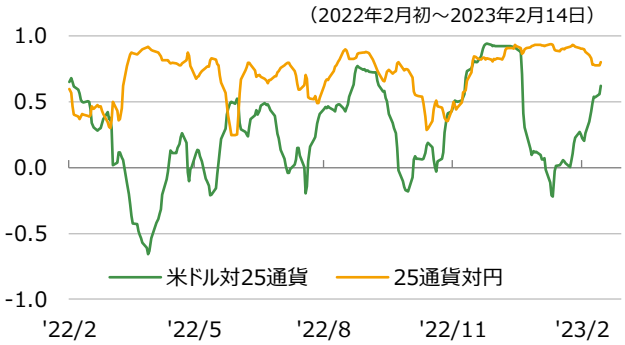
資源高と円安による輸入増が、円安による輸出増を上回り、貿易収支が悪化してきた。輸出より輸入の外貨建て取引比率が高いので、円安当初は輸入の方が増加しやすいためだ。だが、円安による輸入価格上昇が輸入数量を減少させ、外貨建て輸出価格下落が輸出数量を増加させることで、輸入より輸出が増えやすくなる。実際、相対的に輸出が増加して貿易収支が改善し始め、円高要因になりつつある。

米ドル・円・他通貨の為替



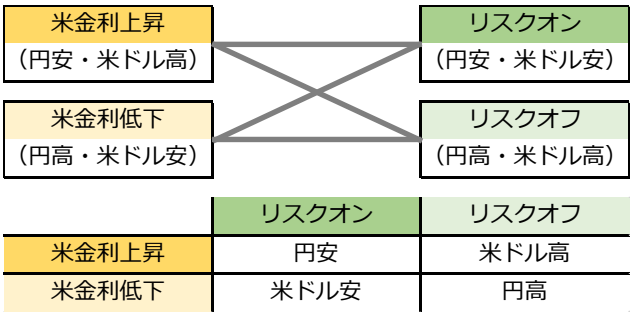
（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米ドル円との時系列相関係数（25日間）



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

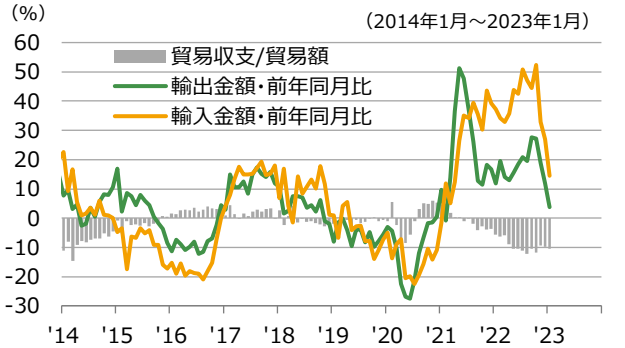
米ドルと円の変動パターン



	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）



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

経 済

ソフトランディング実現へ

昨年以降の大幅な利上げの効果が時間をかけて経済全体に波及する中、個人消費などに減速感が出ている。他方、製造業PMIが好不況の境目とされる50を6カ月ぶりに上回ったほか、雇用者数の大幅増が続くなど、底堅さを示す指標も散見される。引き続き今年前半は一時的で小幅なマイナス成長を見込むが、ソフトランディング（経済の軟着陸）が実現し、通年では+0.5%とプラス成長を維持すると予想。

賃金上昇率にピークアウト感

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

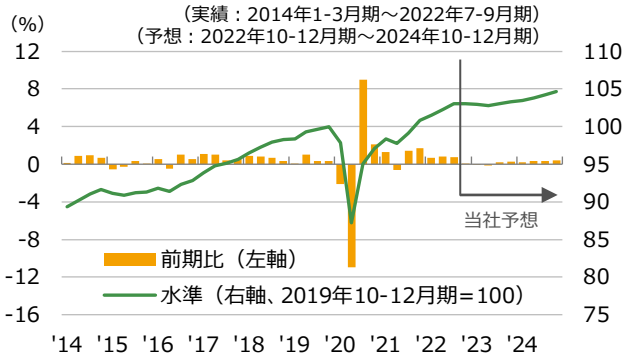
労働市場のミスマッチ解消が進む

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

インフレ沈静化への道が開ける

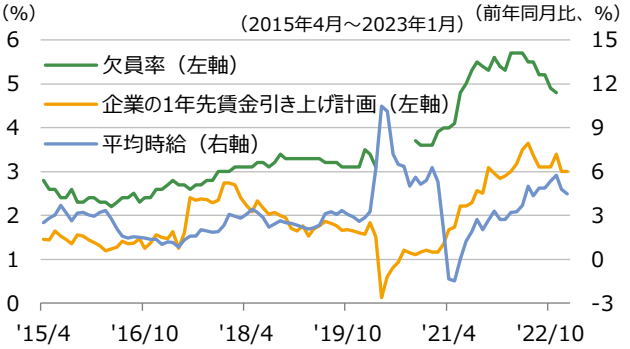
消費者物価指数（前年同月比）はピークアウト感が一段と鮮明に。サービス価格（除く住居）の伸びは頭打ち感こそ出ているが、沈静化にはまだ時間を要しそうだ。一方、今後数カ月は財価格の伸び鈍化がけん引役となり、インフレ鈍化が進むだろう。カナダ銀行は今年半ばに消費者物価指数が前年比で3%程度まで減速するとの見通しを示している。インフレ沈静化への道は徐々に開けてきたようだ。

実質GDP



（出所）カナダ統計局、大和アセット

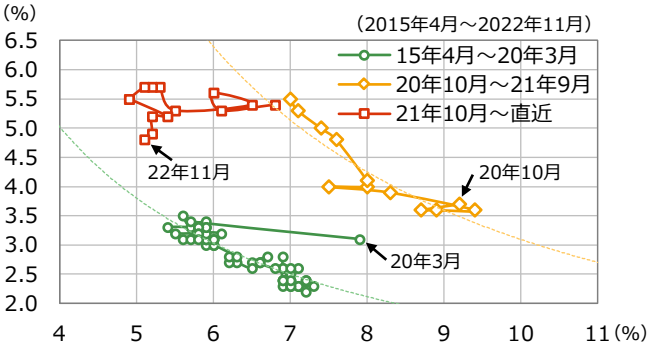
欠員率・企業の賃金引き上げ計画と平均時給



※欠員率は2022年11月まで（2020年4月～2020年9月は欠測データ）

（出所）カナダ統計局、カナダ独立企業連盟

UV曲線（横軸：失業率、縦軸：欠員率）



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

（出所）カナダ統計局

消費者物価指数

※陰影部はカナダ銀行のインフレ目標レンジ

（出所）カナダ統計局、カナダ銀行

債券・金利

利上げ停止でしばらく様子見

カナダ銀行は1月の金融政策決定会合で政策金利の4.25%から4.50%への引き上げを決め、利上げ停止の方針を示した。また、「追加利上げには証拠の積み重ねが必要」としており、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、インフレ鈍化が停滞する場合は、利下げ開始を遅らせることで対応するだろう。

長期金利は低下傾向へ

10年国債利回りは2年先1カ月金利と連動して推移している。経済動向によって利下げ開始の時間軸は前後するが、2年先までの利下げ期待が完全に剥がれるとは考えづらく、10年国債利回りの上昇余地も限られよう。時間の経過で中立金利（2%台半ばと推計）に向けた利下げが近づくことで、10年国債利回りが徐々に水準を切り下げる展開を見込む。

為替

対米ドルでは緩やかな増価傾向へ

昨年は、米国の方が利上げの到達点が高くなることを織り込む過程でカナダより米国の方が長期金利が上昇し、カナダ・ドル安米ドル高が進行した。一方、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。今年と来年はカナダと米国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。

原油価格の下値不安後退も支援材料

原油価格の下値不安が後退していることもカナダ・ドルの支援材料になろう（原油価格の詳細は31ページに記載）。カナダの貿易収支は、昨年半ばにかけて黒字幅が大きく拡大したが、その後の原油価格下落を受けて収支が均衡する程度まで悪化した。当社の想定通り原油価格が上昇すれば、貿易収支の改善とともにカナダ・ドルの増価につながろう。

政策金利と10年国債利回り

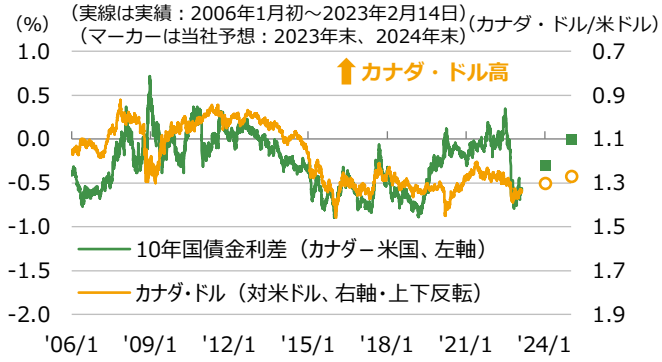
（出所）ブルームバーグ、大和アセット

2年先1カ月金利と10年国債利回り

※2年先1カ月金利≒市場が織り込む2年後の政策金利

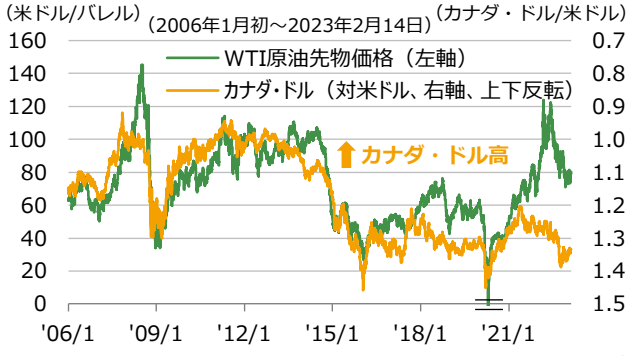
（出所）ブルームバーグ

米国との10年国債金利差とカナダ・ドル（対米ドル）



（出所）ブルームバーグ、大和アセット

WTI原油先物価格とカナダ・ドル（対米ドル）



（出所）ブルームバーグ

経 済

成長率予想を小幅に下方修正

豪州の住宅ローンは変動金利型が多く、固定金利型も期間が短いため、利上げが住宅ローン利払い費の上昇を通じて家計を圧迫しやすい。今回、政策金利予想の引き上げにより来年の成長率予想を1.8%から1.6%に下方修正した（今年は1.5%で据え置き）。一方、コロナ禍以降に積み上がった家計の過剰貯蓄はGDP比13%程度と推計されるなどバランスシートは健全。景気後退の可能性は依然低い。

賃金上昇率は年後半にかけて更に上昇か

失業率の低下に遅れて、足元では賃金指数の伸びが高まっている。求人件数はコロナ前比で2倍近い水準にあるなど労働需要は依然として強いため、労働需給がひっ迫した状態はしばらく続きそうだ。また、RBAによる聞き取り調査などの先行指標は賃金指数の更なる加速を示唆している。RBA自身も賃金指数の予想を上方修正し、今年後半には前年比で4%を超えるとの見通しを示している。

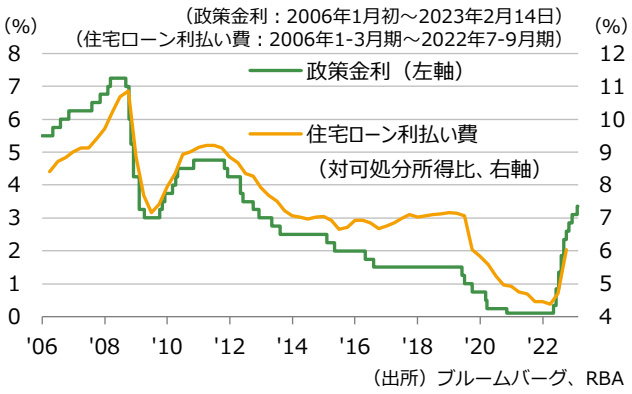
労働分配率の上昇が実質賃金を押し上げ

コロナ禍以降のインフレ局面では、雇用者報酬の増加ペースが鈍かった（労働分配率が低下した）ことが実質賃金を押し下げた。他方、資源価格上昇に伴う交易条件の改善が、実質賃金ひいては国民全体としての購買力を下支えした。労働需給がひっ迫する中で、今後は雇用者報酬が拡大する（労働分配率が上昇する）ことで、実質賃金が押し上げられ、購買力が下支えされる展開になると見込む。

インフレ目標達成への道のりは長い

消費者物価指数（前年同期比）は昨年7-9月期の7.3%から10-12月期に7.8%へ伸びが加速。今年1-3月期以降は財価格を主因に伸びが鈍化していくと見込まれるが、賃金上昇に伴うサービス価格の上昇がインフレ沈静化の足かせとなりそうだ。RBAは2025年4-6月期にインフレ目標レンジの上限である3%まで鈍化するとの見通しを示しており、インフレ抑制に向けた闘いは長期戦の様相を呈している。

政策金利と住宅ローン利払い費

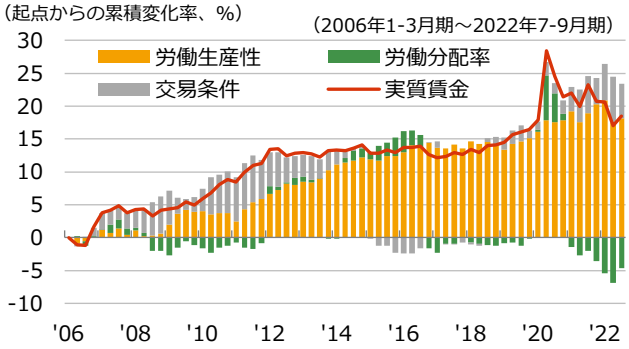


（出所）ブルームバーグ、RBA

失業率と賃金指数

（出所）豪州統計局

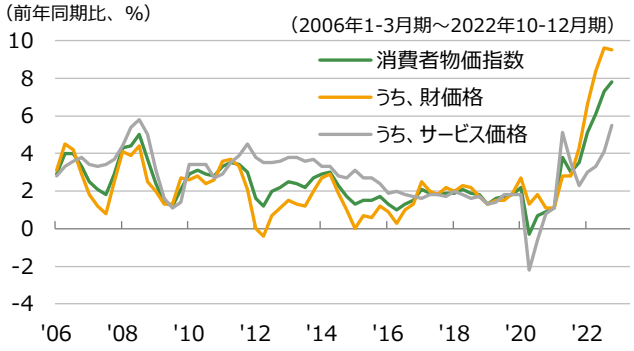
実質賃金の要因分解



※実質賃金＝時間当たり労働コスト÷消費者物価

（出所）豪州統計局より大和アセット作成

消費者物価指数



（出所）豪州統計局

債券・金利

RBAは0.25%ポイントの利上げを継続

RBAは2月の理事会で0.25%ポイントの利上げを決定し、政策金利を3.35%とした。賃金インフレへの警戒感が高まる中、声明文では「今後数カ月で更なる利上げが必要」との見解が示された。利上げは次回3月だけでなく4月以降も実施される可能性が高まったため、利上げ到達点の予想を3.60%（3月）から3.85%（4月）に引き上げた。引き続き政策金利の予想には上方修正リスクが残存している。

コロナ禍の対応から3年を迎える

コロナ禍でRBAが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。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。これまでの利上げの効果が不連続で現れることを考慮すれば、経済への影響を見極めるために、インフレピークアウト確認後の5月以降は政策金利を据え置く可能性が高まろう。

為替

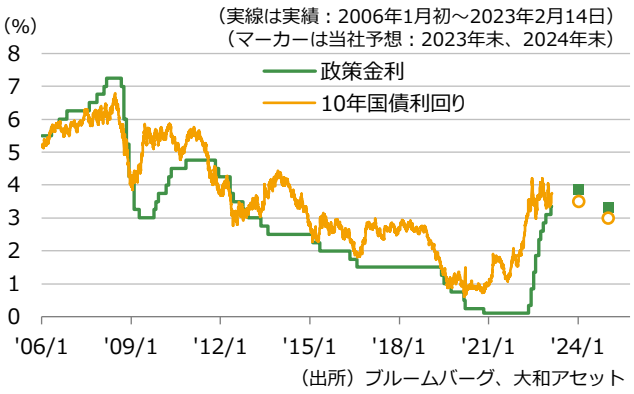
豪ドル高基調の継続を見込む

昨年10月以降、豪ドルは米ドルに対して増価した。米国のインフレ沈静化を意識した米ドル安トレンドに加えて、中国の景気回復を期待した鉄鉱石価格や銅価格の上昇などが背景にあった。また、豪州と中国の貿易関係改善への期待が高まったことも一因。今後もこれらの材料が豪ドルの押し上げ要因になると予想されるが、期待先行で動いた面も多分にあるため、実体経済の追認を待つ必要もあるだろう。

米国との金利差拡大は豪ドルの追い風に

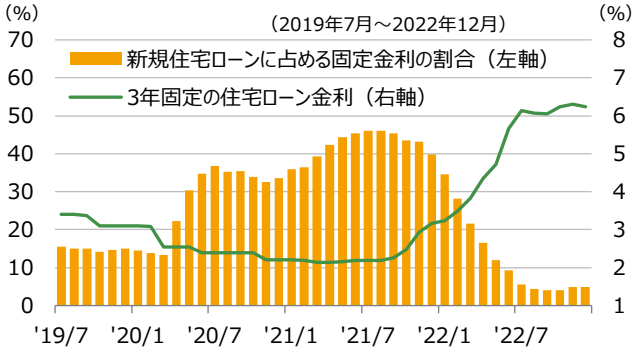
金利面は追加的な豪ドルの支援材料になるだろう。米国の方が2024年以降の利下げ幅が大きいことなどから、豪州と米国の長期金利差は拡大（相対的に米国の方が低下）基調で推移することが見込まれる。長期金利差と豪ドル（対米ドル）はおおむね連動する傾向にあり、この点も豪ドルに追い風に。今後1年程度の豪ドルの見通しは「やや強気」を継続する。

政策金利と10年国債利回り



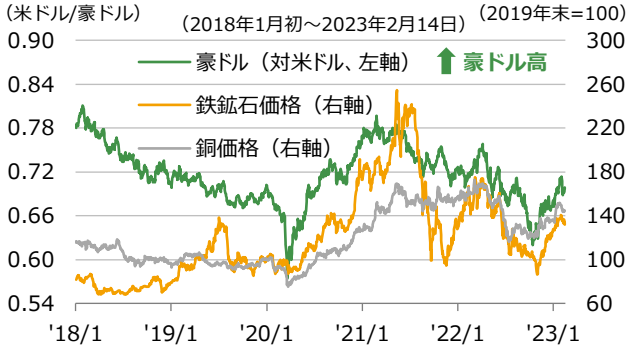
（出所）ブルームバーグ、大和アセット

コロナ禍前後の住宅ローン組成の特徴変化



（出所）豪州統計局、RBA

豪ドル（対米ドル）と資源価格



（出所）ブルームバーグ

米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）

（出所）ブルームバーグ、大和アセット

経済

景気回復の軌道に乗りつつある

当局は2月9日に、全国的な新型コロナの感染流行を経たことで「比較的高い水準の集団免疫力の獲得」を発表。感染が収束に向かう中、サービス業を中心に経済正常化が進行し、3月に発表される1-2月期の経済指標の改善が期待される。また、中長期貸出の改善は、消費や投資の需要面が幾分回復していることを示唆するため、景気は回復軌道に乗りつつあると予想する。

ただ、2023年の景気回復は緩やか

もっとも、経済活動はこの時期としては過去数年に比べ低調。不動産投資の停滞や、海外景気低迷による輸出の減速などが影響した可能性が高い。期待される2023年の景気けん引役は、インフラ投資とサービス業に限定される上に、個人消費の繰越需要も弱いと予想されるため、2023年の景気回復は、緩やかなペースに留まると見込む。

株式

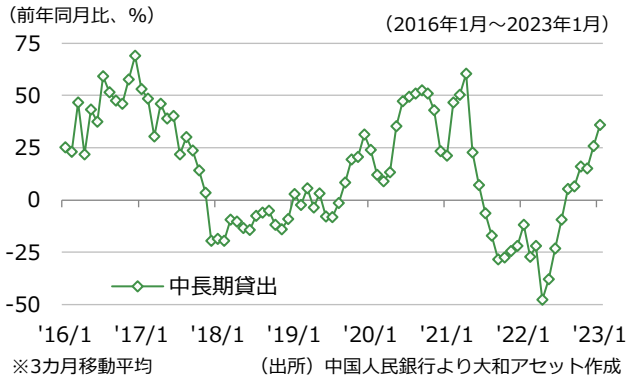
当面は好材料出尽くしで上値重い展開か

11月以降の政府の政策是正を受け、中国株の3大リスクとされた①ゼロコロナ政策、②不動産企業のデフォルト連鎖、③米国上場中国ADRの一律的な上場廃止などの問題が相次いで軟着陸。ITプラットフォーム企業への規制緩和も寄与し、株価は1月までは大幅に反発。今後は、全人代前の政策期待が下支えしようが、盛り上がりに欠けると予想し、好材料出尽くしや米中摩擦を受け、上値は重いと予想。

バリュエーションの割安感が薄まる

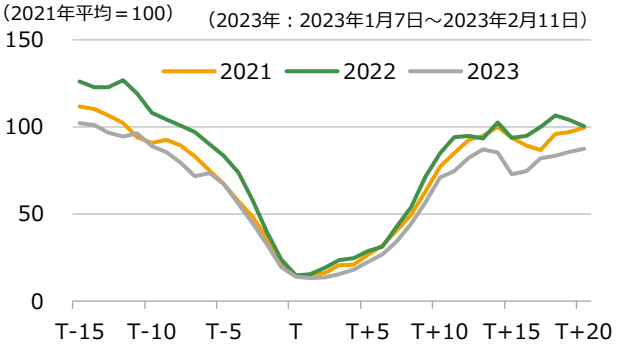
11月以降の大幅な株価上昇を受け、MSCI中国指数の12カ月先の予想PERは、2015年以降の平均水準近辺まで上昇。際立っていたバリュエーションの割安感は薄まり、積極的な買い材料が後退したと言えよう。今後は、決算発表において企業が2023年の業績見通しを顕著に上方修正するかに注目が集まろう。

中長期貸出の前年同月比伸び率



※3カ月移動平均　（出所）中国人民銀行より大和アセット作成

各年の春節前後の全国トラック貨物運輸指数

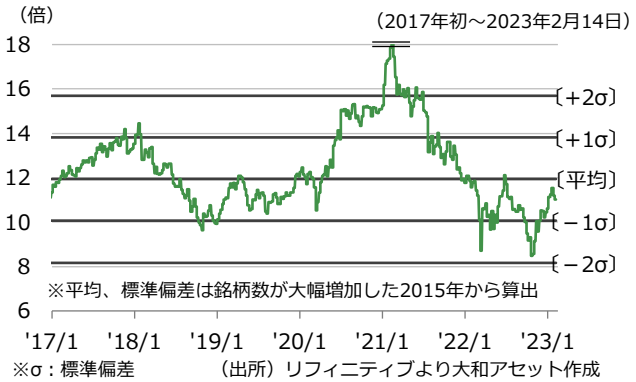


※Tが各年の春節で、数値は春節前後の日数
（出所）G7.comより大和アセット作成

各種株価指数の推移

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移



※σ：標準偏差　（出所）リフィニティブより大和アセット作成

債券・金利

追加金融緩和の可能性は依然残る

上半期の経済予測において重要な指標となる1月の新規社会融資総量が前年同月並みの水準となった。これは景気が徐々に底を打つ可能性を示唆し、ひとまず安心感に繋がっている。今後も不動産業の回復に不確実性が残ることや、緩やかな景気回復を予想し、緩和的な金融緩和環境の維持を見込む。流動性需要が強まる3月末などにおいて、追加的な預金準備率引き下げの可能性も高い。

海外投資家が11カ月ぶりに買い越し

10年国債利回りが引き続き3%を下回るレンジで安定的に推移する一方、米国の金利低下を受け、米中10年国債利回り差（米ー中）は、1.0%ポイントを下回る水準へ縮小。かかる状況下、海外投資家は2022年12月に、中国債券を11カ月ぶりに買い越した。需給改善にある程度寄与し、長期金利の上昇を抑制しよう。

為替

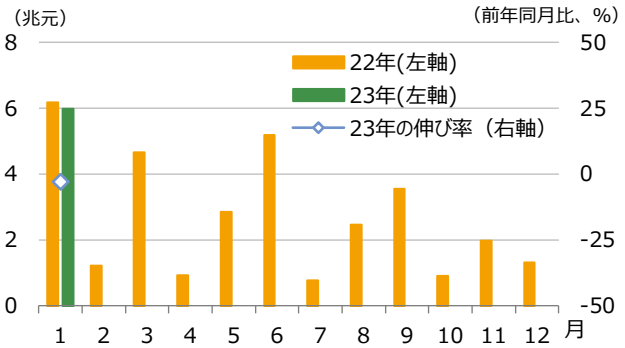
実効レートは心地良い水準にあるか

ゼロコロナ政策の解除や、不動産を含む広範囲の政策是正などを好感し、1月以降人民元は対米ドルで急伸し約半年ぶりの元高水準となった。実効レートも急反発し、中国にとって好ましい輸出入バランスが期待される100～103のレンジまで回復。引き続き米ドル指数（DXY）の動向に影響されやすいが、実効レートがおおむね心地良い水準まで回復したことで、対米ドルもレンジ推移に転じると予想。

大幅な経常黒字が金融収支の流出を補う

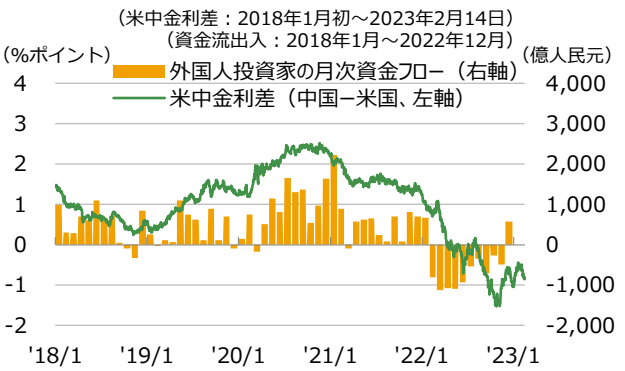
取得可能な2022年の7-9月期までの総合収支をみると、ゼロコロナ政策を受け2022年は証券投資の流出に見舞われたが、大幅な経常黒字がカバーする構図となっている。10-12月以降は、株式をはじめ、証券投資が流入に転じる場面が多く、総合収支は依然として黒字を維持する見込み。人民元のファンダメンタルズは依然として良好と言えよう。

新規社会融資総量



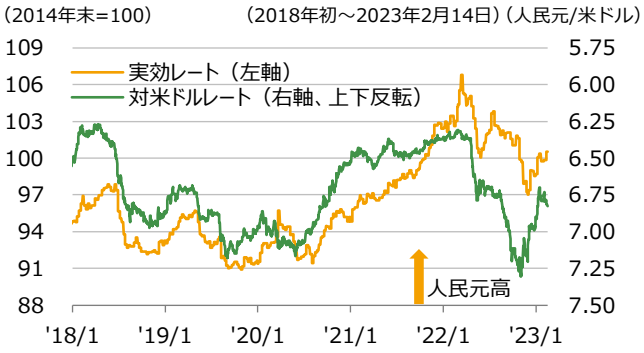
（出所）中国人民銀行より大和アセット作成

米中金利差と外国人投資家の中国債券売買



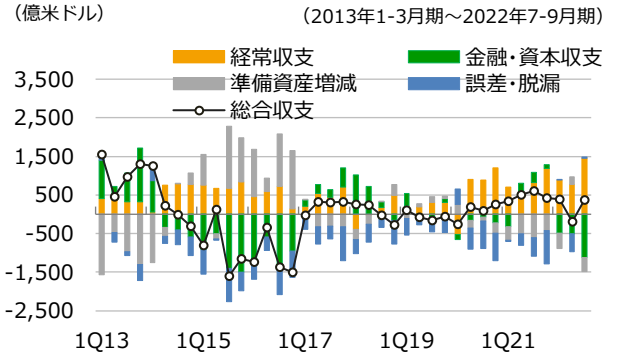
（出所）CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成

人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



（出所）ブルームバーグ

総合収支およびその内訳



※総合収支＝金融・資本収支－準備資産増減＋経常収支＋誤差・脱漏
（出所）中国国家外貨管理局より大和アセット作成

経 済

需給ギャップのマイナスが拡大傾向に

経済の減速感が強まる中、需給ギャップはマイナス幅が拡大傾向に転じたと推計されている。昨年10-12月期は大統領選挙後の混乱が影響した可能性も否定できないが、景気が減速傾向にあることは確かだろう。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い。今年は潜在成長率を下回る状態が続き、需給ギャップのマイナス幅は一段と拡大することが見込まれる。

金利上昇で民間部門の信用創造は停滞へ

足元では企業・消費者信用残高（前年同月比）のピークアウト感が強まっている。同指標は利上げに遅行して鈍化する傾向があり、2021年3月以降の急速で大幅な利上げの効果が顕在化してきた。企業のデフォルト率は小幅な上昇にとどまっている一方、個人のデフォルト率が顕著に上昇している。インフレ抑制のためとは言え、個人に対しては引き締め過ぎのリスクが懸念される状況にもなりつつある。

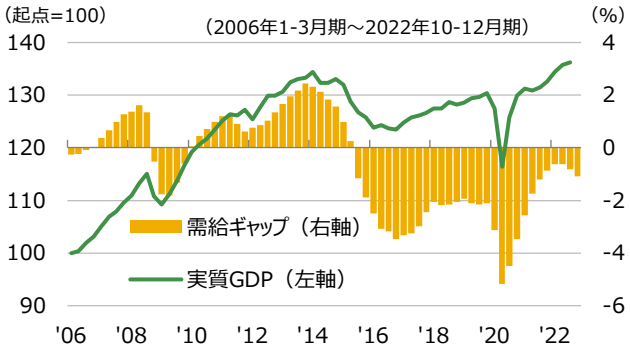
労働市場にも軟化の兆し

コロナ禍からの回復が続いていた労働市場にも軟化の兆しがうかがえる。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」と述べている。遅行指標である労働市場にも利上げの効果が出始めたことは、インフレ抑制に向けた更なる前進と解釈できる。需要面からのインフレ再加速のリスクは小さい。

インフレ目標見直しの機運が高まる

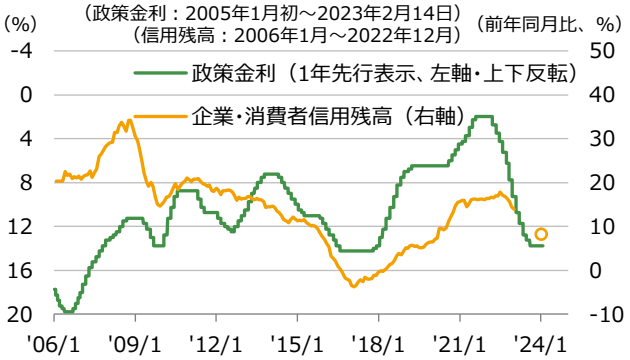
消費者物価指数（前年同月比）は鈍化傾向にあり、需給ギャップとの連動性が高いサービス価格もピークアウトが鮮明。ブラジル中銀は6四半期先のインフレ目標達成をめざして金融政策を運営しているが、市場予想は2024年の3%のインフレ目標から上振れている。以前からインフレ目標が低すぎるとの指摘はあったが、ルラ大統領が4.5%への引き上げを主張したことなどから、見直しの機運が高まっている。

実質GDPと需給ギャップ



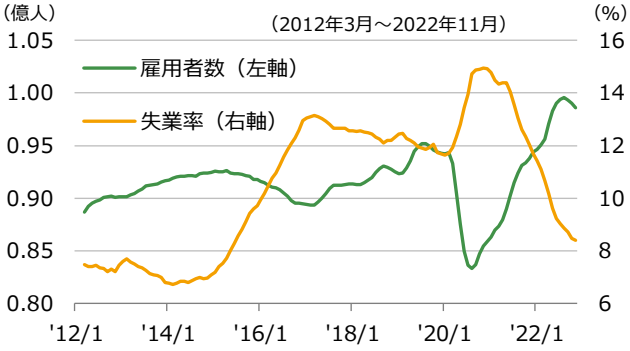
※需給ギャップはブラジル中央銀行の推計値
※実質GDPは2022年7-9月期まで
（出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

政策金利と企業・消費者信用残高



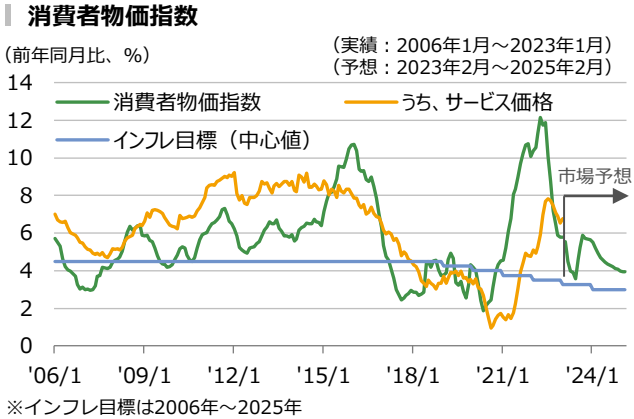
※○はブラジル中央銀行による企業・消費者信用残高の2023年末予想
（出所）ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

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、CEIC、ブラジル中央銀行

債券・金利

ブラジル中銀は利下げに慎重な姿勢

ブラジル中銀は2月金融政策決定会合で市場予想より利下げに慎重な姿勢を示したが、その背景には長期のインフレ期待が目標から乖離したことがある。インフレ目標の見直しが決まれば、足元のインフレ期待上昇は容認され、また利下げのハードルも下がる。ただし、正式に決まるまで中銀は、既定のインフレ目標をめざさなければならない。インフレ目標変更の思惑が中銀と市場の対話を複雑にしている。

インフレ目標が変われば政策も変化

インフレ目標の変更次第で政策金利のパスやイールドカーブの形状は大きく変わってくる。インフレ目標が引き上げられれば、利下げ開始が早まり、国債利回りは相対的に短期ゾーンが低下しやすい。一方、インフレ目標が維持されれば、利下げ開始が後ずれし、インフレ期待が低下することで国債利回りは相対的に長期ゾーンが低下しやすくなるだろう。

為替

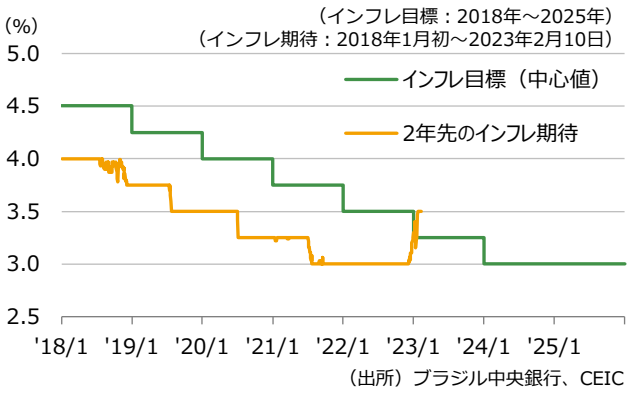
対米ドルではレンジ相場が継続

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。昨年秋以降は米ドル安・新興国通貨高の傾向にあったが、財政悪化懸念などからレアルはその波に乗り切れなかった。一方、最近はこれまでの米ドル安が一服し、またインフレ目標引き上げの思惑が強まったが、レアル安の進行も抑制されている。日々の変動率は相対的に大きいが、良くも悪くも大きなトレンドは出ていない。

季節的にレアルは上昇しやすい時期に

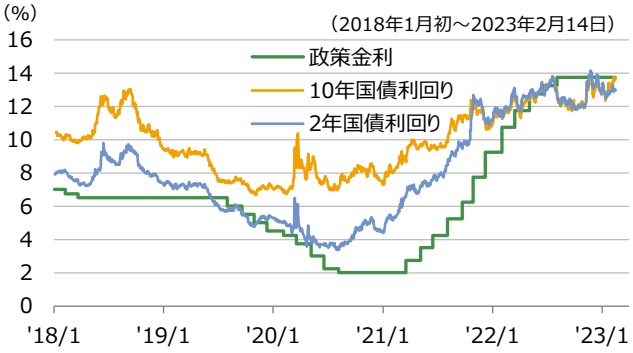
ブラジルでは、春先から6月頃にかけて最大の輸出品目である大豆の輸出シーズンを迎えるため、貿易収支は改善しやすく、2021年と2022年のレアルはその時期に増価した。中国の景気回復による中国向け輸出の増加や、米国の利上げ打ち止めによる米ドル安・新興国通貨高、ブラジルの政治リスク後退などが重なれば、今年も同様の展開が期待できよう。

インフレ目標とインフレ期待



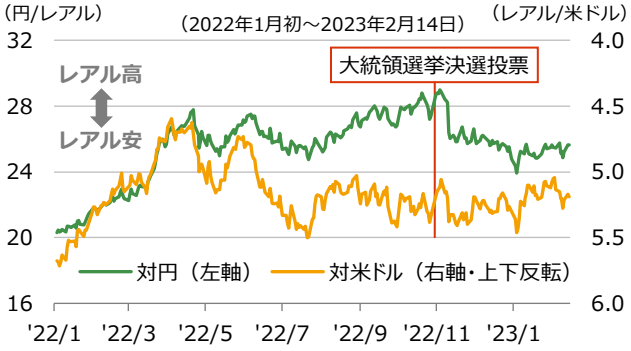
（出所）ブラジル中央銀行、CEIC

政策金利と国債利回り



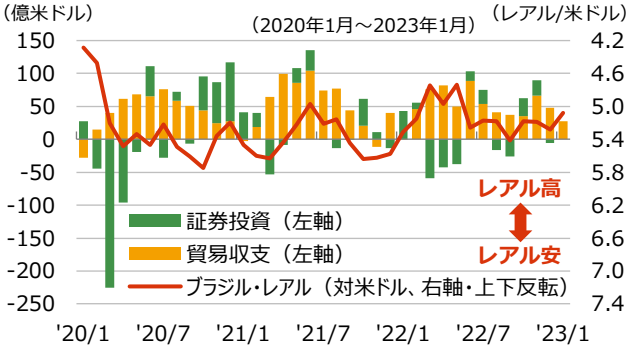
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

証券投資・貿易収支とブラジル・レアル



※証券投資はプラスが純資金流入（データは2022年12月まで）
※為替レートは各月末値
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

経 済

内需の強さと中国経済正常化で国を選別

主要先進国の景気見通しが冴えない中、新興国経済の強弱は、①内需の強さと②中国経済正常化の恩恵度合いで差がつくと予想する。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。なお、米国の景気後退懸念が和らぐ場面では、米国依存度の高さが際立つメキシコにおいて景気見通しが上方修正されやすい。

インド等内需主導の国のPMIが堅調

製造業PMIでは2極化の様相が継続。東欧や、電子製品輸出国のマレーシアやベトナム、資源国のブラジルや南アフリカ等は、50を下回って推移。一方、インドやフィリピンをはじめとする内需主導国や、インバウンド期待の強いタイなどのPMIは、高水準が続く。成長期待や中国からのサプライチェーン移転を背景に、インドおよびASEANの米国とのディカップリング期待はなお根強い。

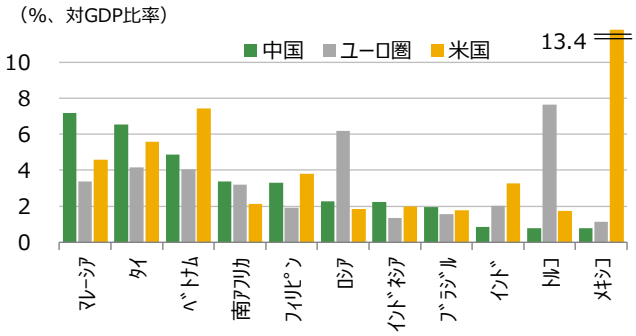
インフレが低下基調で、利上げは終盤

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、インフレが低位推移の中国とブラジルや、ウクライナ情勢の影響を受ける東欧を除き、多くの新興国で物価上昇率が2023年の7-9月期までは低下傾向を辿り、物価が中銀の目標レンジに収まると予測されている。インフレの観点からは、多くの国が利上げサイクルの終盤に近付き、さらにブラジルは利下げも視野に入ってきた状況。

インドのインフラ投資が一段加速しよう

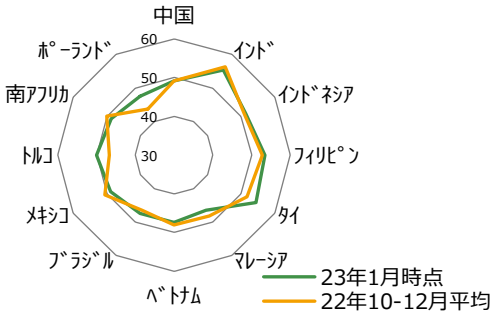
インドが2月1日に発表した2023/24年度予算案は、インフラ投資への予算配分を2年連続で大幅に増やすと同時に、財政赤字も削減することで、バランスの取れた予算案として評価が高い。2022年8月のインド独立記念日に、モディ首相は「2050年までに先進国入り」の目標を挙げたが、今回の予算案は、インフラ投資の加速や都市化推進で高成長を成し遂げる長期ビジョン実現の第一歩と言えよう。

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出



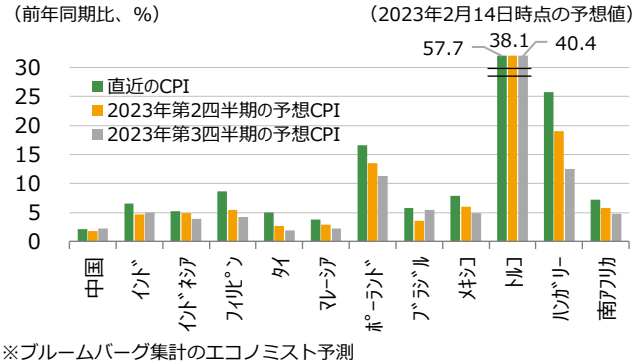
※2018年基準　（出所）OECD TiVA2018、IMFより大和アセット作成

新興国の製造業PMI



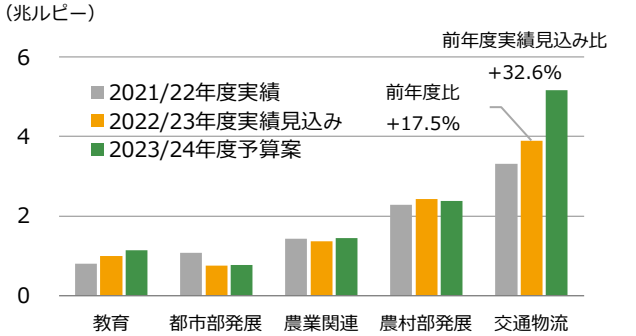
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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2023/24年度予算案の主要な歳出項目



（出所）インド財務省2022/23年度予算案より大和アセット作成

株式

新興国株優位局面は続くと予想

2022年10月頃から続いた新興国株の対世界株価指数のアウトパフォームは、米株の反発の中、足元小休止の模様。新興国への投資マネーが一部中国に流れた可能性が高い。ただ、新興国全般への資金流入は加速しており、適温相場にも大きな変化はなく、新興国の上昇余地はあると予想。個別では①強い内需と②中国リオープニングの投資テーマの下、インド、ベトナム、その他ASEANが選好されやすい。

米ドル高懸念の後退でPER上昇余地あり

2023年2月に入り、米ドルインデックスが約8カ月ぶりの低水準まで米ドル安が進んだことで、逆相関がみられる新興国株のバリュエーションは切り上がりやすい状況にあると考えられる。引き続き米ドルの動向に振らされようが、当面は米景気後退によるリスクオフの米ドル高が進む可能性は先月より低下しており、新興国株のバリュエーションの下支えになると予想する。

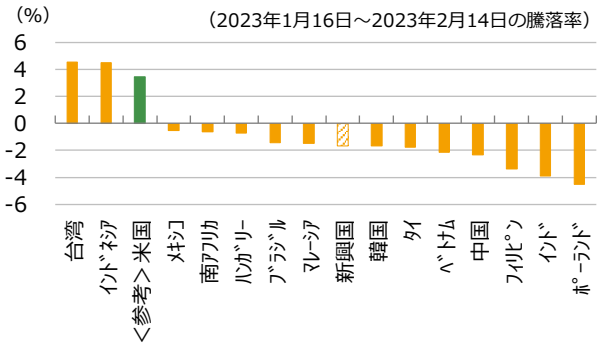
インド株が高成長を反映し堅調に推移

インドの高成長のけん引役は、個人消費とインフラ投資に代表される内需である。特に、名目賃金の10%に近い年間上昇率を背景に、個人消費も活発化。1月の個人向け貸出は前年同月比+23.7%と、コロナ直前につけた高水準近辺まで加速。強い需要は銀行の収益拡大に繋がり、銀行セクターが3割超を占めるSENSEX指数の上昇をけん引。インド株式市場がインドの高成長を映していると言えよう。

インド株の割高感は薄まる

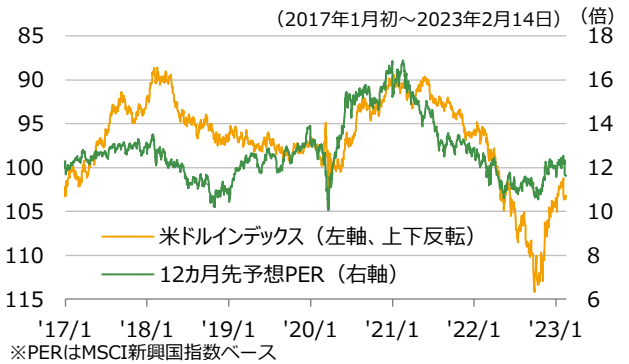
アダニ・グループ関連の混乱が注目されているが、株式市場をはじめ、インド金融市場全般への影響は限定的。一方、アダニ・グループの極めて高いPERが剥落したことで、株価指数のバリュエーションも低下し、割高感が薄まる展開へ。アダニ・グループ混乱のインド経済・政治への影響は現段階では限定的と予想。インド株の割高感も薄まったことで、投資妙味が増したと考える。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



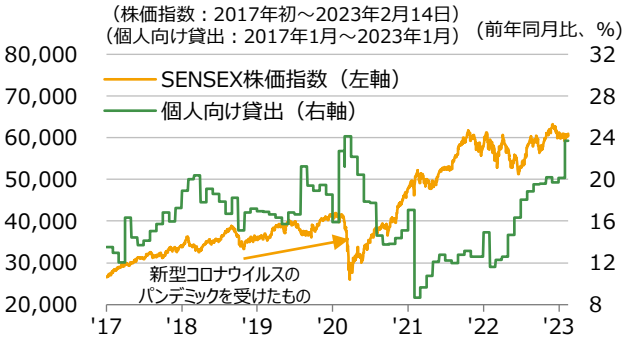
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500　（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

ドルインデックスと新興国株のバリュエーション



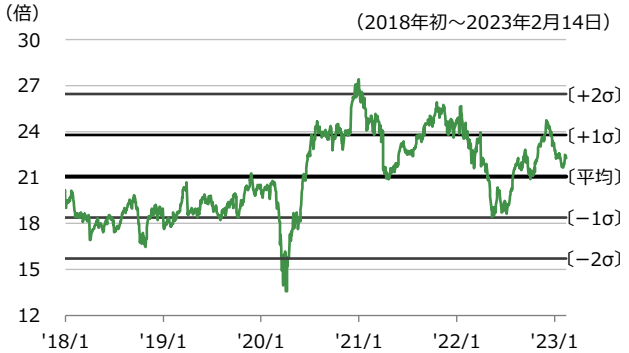
※PERはMSCI新興国指数ベース
（出所）リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

インドSENSEX指数と個人向け貸出の推移



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

インド株の予想PER（MSCIインド指数）



※12カ月先PERを掲載　※平均の標準偏差（σ）は過去5年から算出
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

債券・金利

予想ほどCPI低下が進まない国に売り

2月以降の米国の金利上昇局面で、新興国では長期金利が落ち着いている国が多い。大地震に見舞われたトルコも外国人投資家の保有が少ないこともあり、小動き。一方、予想ほどCPIの低下が進まないフィリピンやメキシコ、CPI高止まりの南アフリカ、ハンガリー等は金利上昇へ。引き続き物価状況に振らされやすいが、中期的なインフレ低下の流れは変わらず、金利上昇は限定的と予想。

高金利、一部は債券価格の上昇も期待

新興国の利上げは最終盤であり金利上昇リスクが抑制されているが、金利水準は多くの国ですでに高いため、2023年はインカム収入が期待される。さらに、ブラジル、メキシコ、インドネシアなどの一部の国では、実質金利が依然として高く、今後政策金利の引き下げに動き出す可能性も考えられ、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）

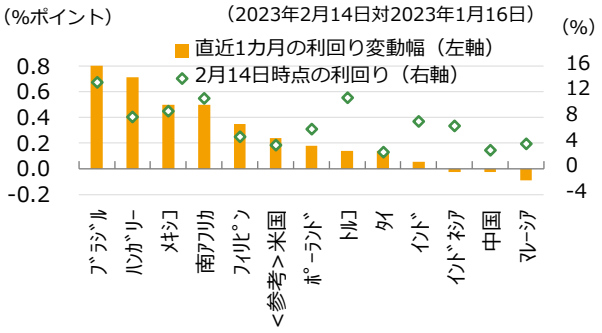
戻りを試すも金利上昇が重し

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、年初より金利低下などを背景に上昇していたが。2月に入り先進国中心に金利が上昇傾向となったことなどから軟調に推移。また香港のリート市場では、大型銘柄が増資を発表したことなどから下落。決算発表はまだ途中経過だがおおむね堅調な内容。ただ多くの銘柄で金利上昇に伴う負債調達コストの上昇が成長の重しになりつつある。

金利に振らされる展開が続こう

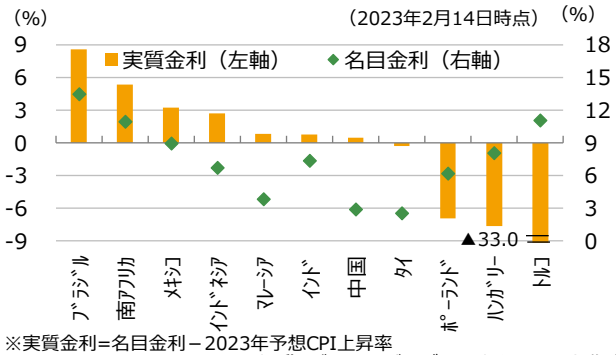
当地域の長期金利は2月に入り先進国中心にやや上昇。米国などではインフレは落ち着きつつあるものの、欧米中心に各国中央銀行は金融引き締めを継続。当地域のリート指数は今後も金利に振らされる展開が続こう。またインフレは地域ごとに動向が異なる点には注意が必要。負債調達コストの動向に注目したい。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



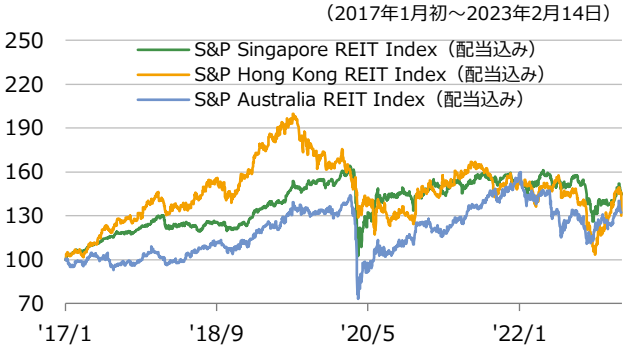
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国国債の名目金利および実質金利



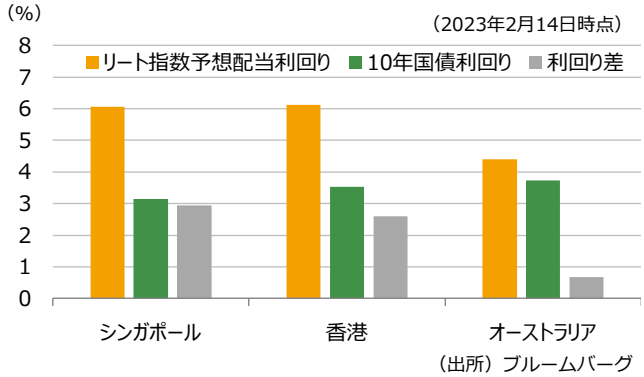
※実質金利=名目金利－2023年予想CPI上昇率
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

年初来は高金利通貨中心に通貨高が進む

新興国通貨の対米ドルレートは、1月には通貨高、2月には幾分反落する中、年初からみると通貨高が進む国が多かった。特に、高金利のブラジルや、フィリピン、インドネシア等、貿易収支が大幅に改善したメキシコ等が買われた。大地震に見舞われたトルコは、今までの民間部門での「リラ化戦略」もあり、通貨は小動き。米国の景気後退懸念が先月より和らいだことは、新興国通貨の下支えになろう。

新興国への資金流入の加速が確認される

2022年11月以降は新興国の適温相場環境の予測に沿う形で、新興国市場への海外マネーの流入が加速。中国を除いた新興国への資金も約2年ぶりの速いペースでの流入が確認された。個別では、ハイテク関連の台湾や韓国、割安感があるブラジルやベトナム等への流入が目立つ。米国の景気後退懸念が先月より和らいだことで、新興国にとっての適温相場環境に大きな変化はなく、資金流入が続くと予想。

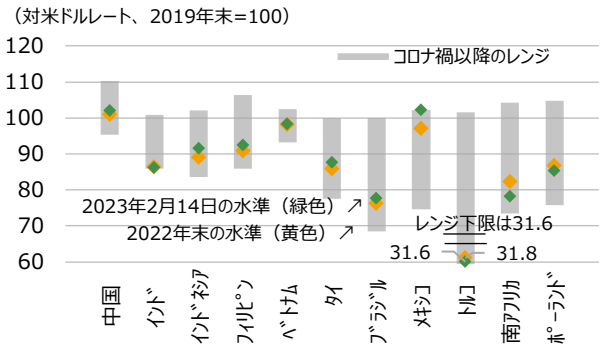
資源輸入依存国の貿易赤字の減少が顕著

2022年後半の資源価格の下落を受け、資源を輸入に依存するインドや、メキシコ、フィリピンなどでは貿易赤字の減少傾向が鮮明化。それでも、資源価格の水準がコロナ禍前より高いため、資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は高い貿易黒字水準を維持。貿易バランスからみた新興国通貨の売り材料は後退し、新興国通貨の支えになろう。

金融収支黒字がインド通貨の下支え

インドの経常収支は、電子製品の輸出やIT関連の海外受注、海外出稼ぎ者の送金等の収入増にも拘わらず、原油の輸入依存度が高いため、赤字傾向にある。一方、金融・資本収支は直接投資や証券投資の資金流入を受け、黒字傾向。今後は、経常収支においても、モディ首相がエタノール混合燃料使用を推進し、原油輸入への依存度低減に取り組むことで、インドの国際収支が中長期的に徐々に改善しよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと年初来の変化



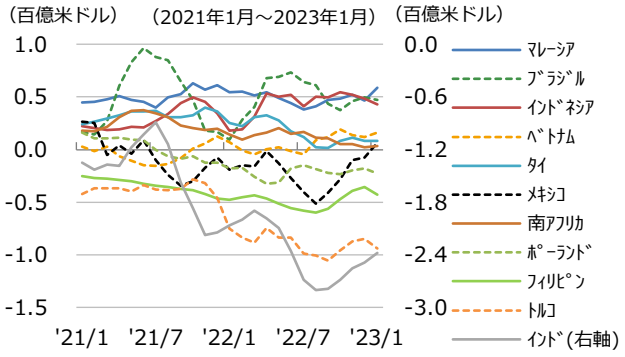
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流出入（株＋債券）

※累積ベース

（出所）IIFより大和アセット作成

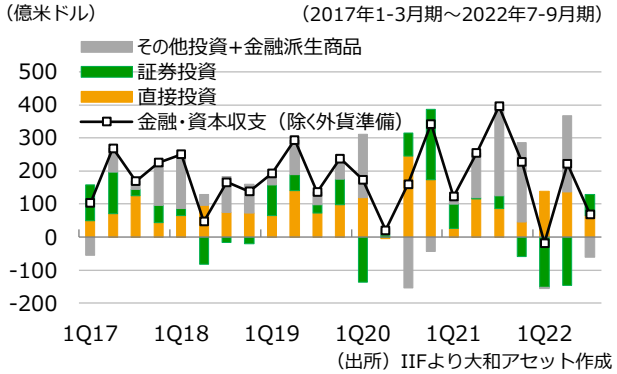
主要新興国の貿易収支



※3カ月移動平均

（出所）CEICより大和アセット作成

インドの金融・資本収支は黒字傾向



（出所）IIFより大和アセット作成

原油

70米ドル前後を下値に反発を見込む

米政府は原油価格が67～72米ドルの時にSPRを積み増す方針を示しており、WTI原油先物価格は昨年終盤からその水準が下値目処として意識されているようだ。後述の通り米国では産油量の増加も限られるため、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、70米ドル前後を下抜ける可能性は低いだろう。逆にアップサイドリスクを警戒すべき局面に移行しつつある。

足元の価格だと米国の増産余地は限定的

米国の石油掘削リグ稼働数はコロナショック以降増加傾向にあったが、足元で頭打ち状態となっている。昨年中盤からの原油価格下落を受けて、増産に慎重になっているようだ。EIAは最新の月報において、今年、来年と米国の産油量がほぼ横ばいで推移するとの見通しに修正した。足元の価格水準では米国の増産余地が乏しいため、供給要因による原油価格の下押し圧力は限られることが示唆される。

コロナ前には戻れない

投資不足や人手不足により、米国では石油の採掘コストが上昇している。コロナ前はシェール企業の損益分岐点が50米ドル前後で推移していたが、例えばカンザスシティ連銀の集計では60米ドル台半ばまで高まっている。今後も採掘コストの上昇が続くならば、損益分岐点に連動して原油価格の下値も切り上がる可能性が高い。コロナ前のような価格水準にはもう戻れないのかもしれない。

中国の消費量とロシアの産油量に注目

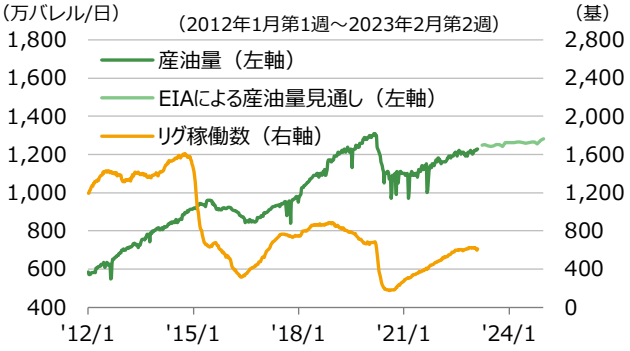
原油価格がどこまで上値を伸ばせるかは、中国の需要回復やロシアの減産規模などに左右される可能性が高く、不透明感が強い。例えば、ロシアはG7等からの追加制裁に対抗して、3月から日量50万バレル減産すると表明しており、同国の産油量を事前に予測することは困難。不確実な要因は多いが、前述の通り原油価格は下値の堅さが示唆されるため、大きな変動があるとすれば上昇方向だと考えられる。

WTI原油先物価格と米国のSPR

※SPR：戦略石油備蓄

（出所）ブルームバーグ、EIA

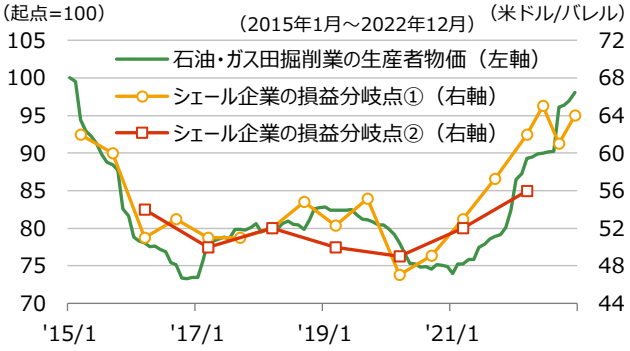
米国の産油量と石油掘削リグ稼働数



※産油量見通しは2023年3月～2024年12月

（出所）EIA、Baker Hughes

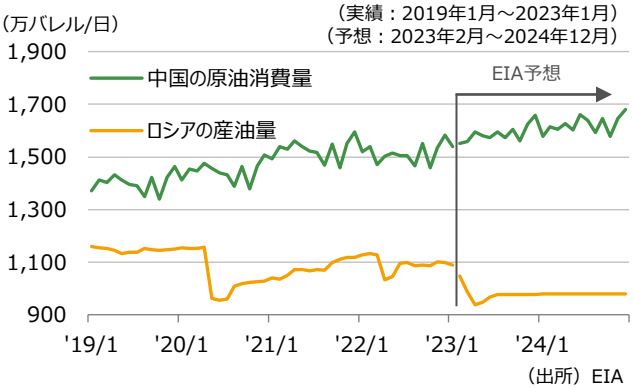
米国のシェール企業の損益分岐点



※シェール企業の損益分岐点は①がカンザスシティ連銀の集計、②がダラス連銀の集計で、各マーカーが集計時点のデータ

（出所）ブルームバーグ、カンザスシティ連銀、ダラス連銀

中国の原油消費量とロシアの産油量



（出所）EIA

金

金価格は上昇一服

金価格は昨年11月から堅調に推移していたが、足元で上昇一服。米国の1月雇用統計が上振れたことなどを受け、追加利上げの思惑が強まるとともに、年内の利下げ期待が後退したことが背景。また、金価格のトレンドを形成する特徴がある金ETFの残高は、横ばいから小幅な減少傾向が継続している。利下げ転換が近づくまではETFへの資金流入を期待しづらく、金価格も方向感の乏しい展開となろう。

需給バランスはETFと中銀に左右される

金の需給バランスを見ると、昨年10-12月期はETFからの資金流出ペースが鈍化し、中銀が大幅な買い越しを継続したことなどから、需要が供給を上回ったことが分かる。事後的ではあるが、昨年終盤の金価格上昇を裏付けるデータと言える。宝飾品や産業用、地金・コインの需要は相対的に安定しているため、需給面では今後もETFへの資金フローや中銀の売買が重要な役割を果たすことになるだろう。

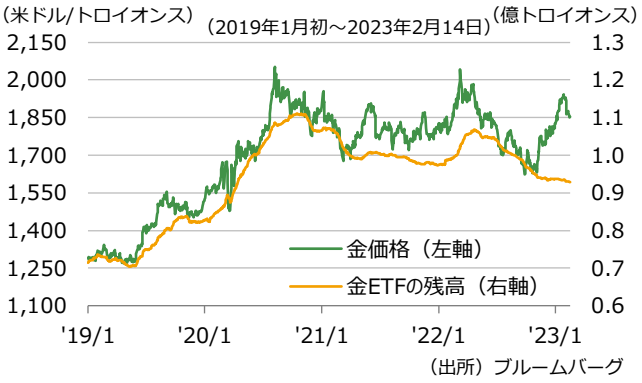
中銀の売買が活発化

中銀の売買が活発になっているようだ。中国は昨年11月と12月に金準備を各30トン超積み増し、1月も更に積み増したと報じられている。一方、ウズベキスタンやカザフスタンは金価格が上昇すると売り手に回る傾向があり、特に12月はカザフスタンの30トン近い売却が目立った。中国が買い続ければ、これらの利益確定売りを吸収することも可能であるため、今後も中国の動向が注目される。

金価格の本格的な上昇はまだ先か

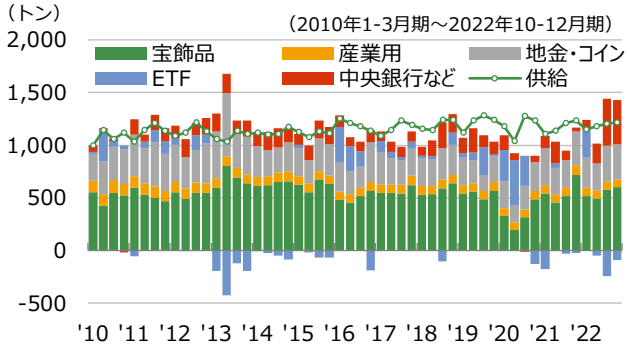
金価格が上昇すれば、中銀の買い越し額が減少する可能性が高いため、金価格の本格的な上昇には金ETFへの持続的な資金流入が必要だろう。そのカタリストはやはり金融緩和への転換であり、米国の実質金利が低下していくような環境が待たれる。足元で米国のインフレ率が鈍化傾向にあるとは言え、FRBが利下げに転じるにはまだ時間を要するだろう。本格的な上昇は今年終盤から来年以降とみている。

金価格と金ETFの残高



（出所）ブルームバーグ

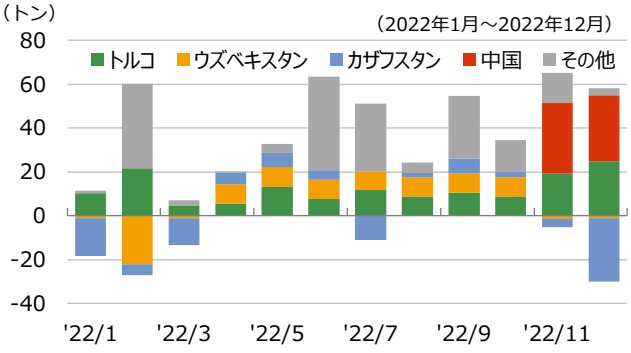
金の需給バランス



※棒グラフは需要の内訳

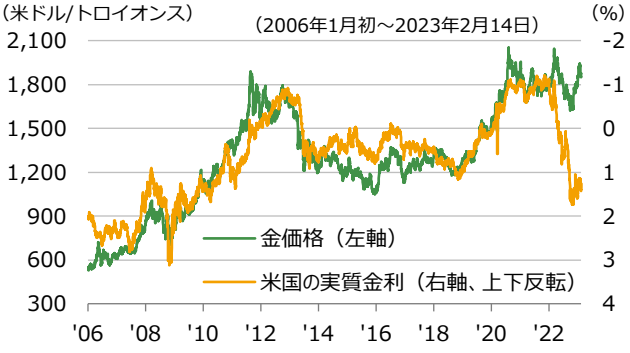
（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

各中銀の金購入量



（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

金価格と米国の実質金利



※実質金利=10年国債利回り－10年期待インフレ率

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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	過去半年ほどの米CPIの伸び率鈍化により、インフレ率が加速すると言う意味での上振れ懸念はかなり後退しており、むしろ順調なインフレ鈍化が前提になりつつあると言えるかもしれない。しかし、市場が期待しているほどにはインフレが鈍化しないリスクは残っていようし、その場合の市場への影響も小さくないと思われる。米国でいえば、米ドル高のインフレ抑制効果は春頃で一巡してくるほか、中国の景気回復期待は、インフレに関してはマイナス面もある点には注意が必要だ。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ろう。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ろう。
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的になりつつある。植田氏はメディア向けに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。
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。
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だ。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そすれ、改善しそうにはない。市場の懸念材料として改めて意識され始める恐れがあろう。
ウクライナに対するロシアの非人道的攻撃の拡大による第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、現状はこう着局面のようだ。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うくするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。侵攻開始から1年という節目を迎え、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言い切れまい。財政悪化に加えて何らかの脆弱性を抱えている国は、リスク回避のターゲットとなりやすいだろう。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 2/14	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	4.75%	0.25	4.50	3.00
ユーロ圏	中銀預金金利	2.50%	0.50	3.00	3.00
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	4.50%	0.25	4.25	2.75
豪州	キャッシュ・レート	3.35%	0.25	3.25	2.60
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.10	-0.50
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	3.00	9.50
英国	バンク・レート	4.00%	0.50	3.50	3.25
インド	レポ金利	6.50%	0.25	2.50	1.35
インドネシア	7日物借入金利	5.75%	0.25	2.25	0.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	11.00%	0.50	5.00	4.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-2.00	1.50
トルコ	1週間物レポ金利	9.00%	0.00	-5.00	-2.25

10年国債利回り	直近値 2/14	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	3.74%	0.24	1.76	2.16
ドイツ	2.44%	0.27	2.16	2.84
日本	0.51%	0.00	0.29	0.54
カナダ	3.18%	0.29	1.28	1.82
豪州	3.74%	0.15	1.60	2.69
中国	2.89%	-0.01	0.09	0.03
ブラジル	13.72%	1.29	1.93	7.00
英国	3.52%	0.16	1.93	2.89
インド	7.37%	0.07	0.70	1.00
インドネシア	6.72%	0.03	0.21	0.14
メキシコ	8.99%	0.52	1.17	2.41
ロシア	10.76%	0.38	0.74	4.64
トルコ	9.86%	0.36	-11.21	-0.79

株価指数		直近値 2/14	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,089	-0.6%	-1.4%	16.0%
	S&P500	4,136	3.4%	-6.0%	22.4%
ユーロ圏	STOXX 50	4,239	2.1%	4.3%	10.4%
日本	日経平均株価	27,603	5.7%	1.9%	16.5%
	TOPIX	1,993	4.7%	3.2%	17.0%
中国	MSCI中国	70.14	-3.0%	-15.7%	-19.2%
インド	MSCIインド	1,978	-3.7%	1.4%	42.5%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,529	6.3%	8.1%	8.9%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,039	-2.0%	-29.4%	10.8%

リート		直近値 2/14	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	22,080	3.7%	-7.3%	3.1%
日本	東証REIT指数	1,834	-0.2%	-3.2%	-17.9%

商品		直近値 2/14	期間別変化率 1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	79.06	-1.0%	-17.2%	51.9%
金	COMEX金先物価格	1,854	-3.5%	-0.7%	17.1%

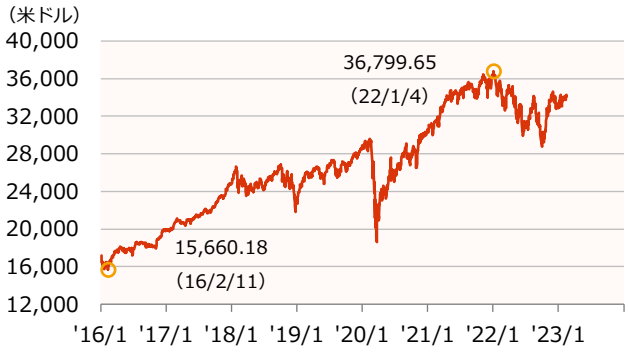
為替（対円）	直近値 2/14	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米ドル	133.16	4.1%	15.3%	21.3%
ユーロ	142.92	3.2%	9.4%	20.2%
カナダ・ドル	99.86	4.6%	10.0%	20.5%
豪ドル	93.01	4.2%	12.9%	26.2%
人民元	19.49	2.2%	7.2%	24.1%
ブラジル・レアル	25.66	2.2%	15.8%	0.4%
英ポンド	162.09	3.7%	3.7%	13.2%
インド・ルピー	1.61	2.4%	5.2%	4.5%
インドネシア･ルピア	0.88	4.0%	8.8%	9.5%
フィリピン・ペソ	2.41	3.0%	7.1%	10.7%
ベトナム・ドン	0.56	3.2%	11.2%	19.3%
メキシコ・ペソ	7.19	5.5%	27.0%	21.4%
ロシア・ルーブル	1.81	-2.5%	19.9%	5.1%
トルコ・リラ	7.06	3.8%	-16.9%	-61.0%

※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

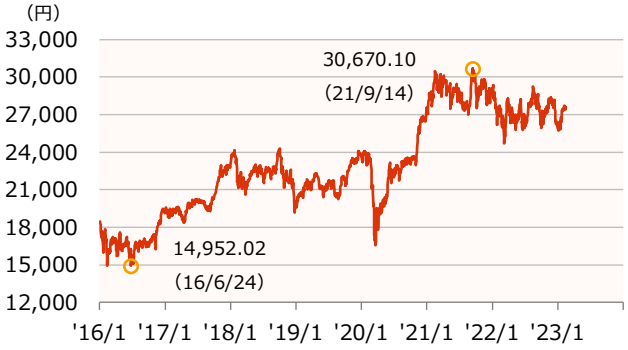
NYダウ



S&P500

STOXX 50

日経平均株価



TOPIX

MSCI中国

NAREIT指数（配当込み）

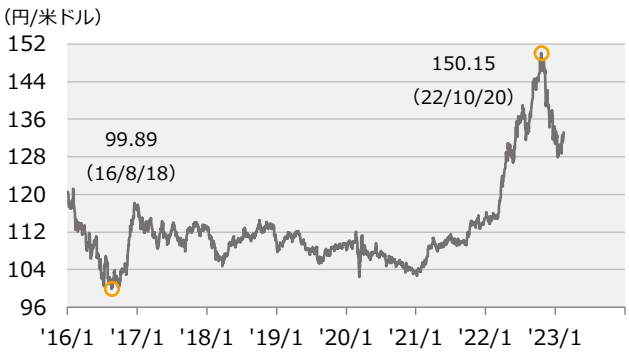
東証REIT指数（配当なし）

※グラフの期間は2016年1月初～2023年2月14日

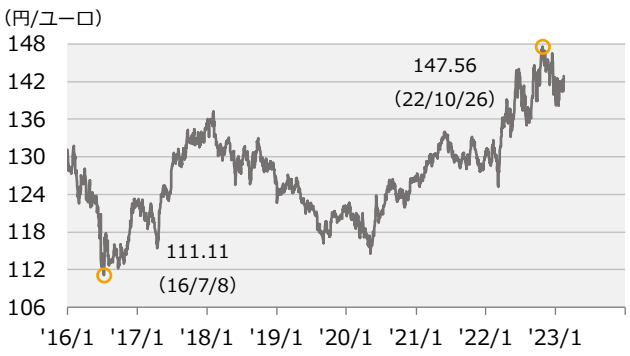
（出所）ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

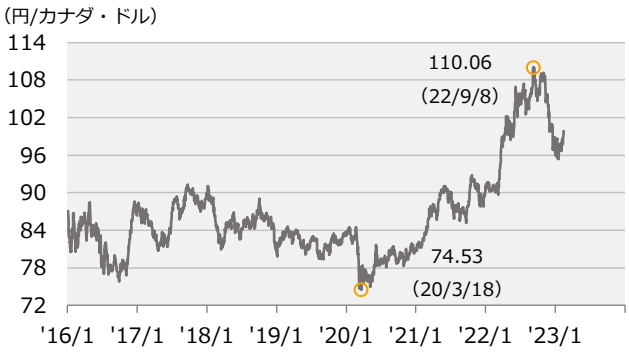
米ドル



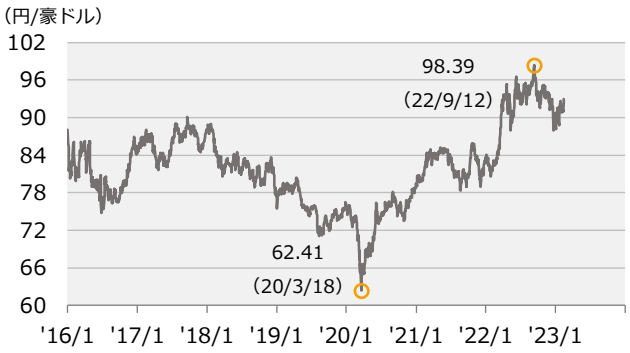
ユーロ



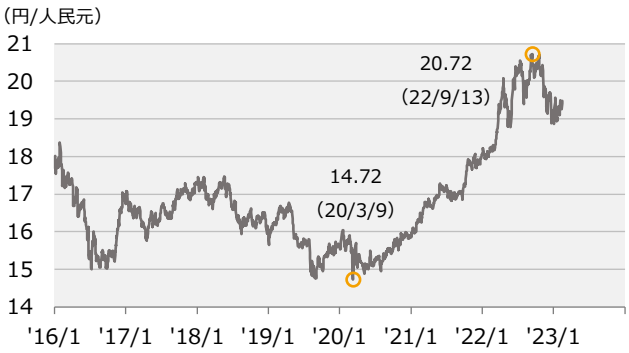
カナダ・ドル



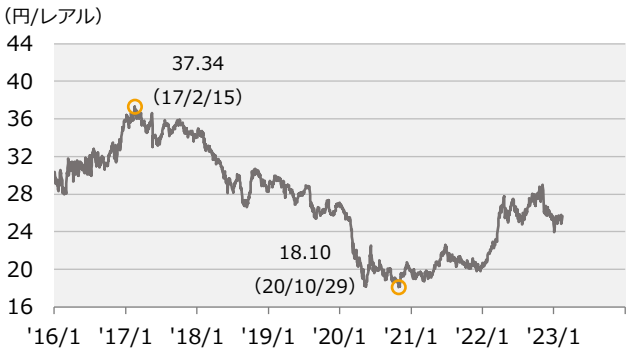
豪ドル



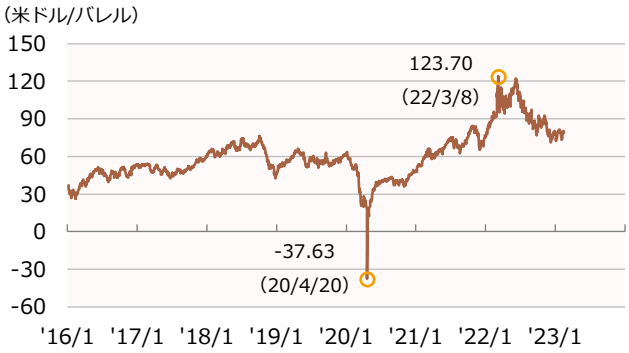
中国人民元



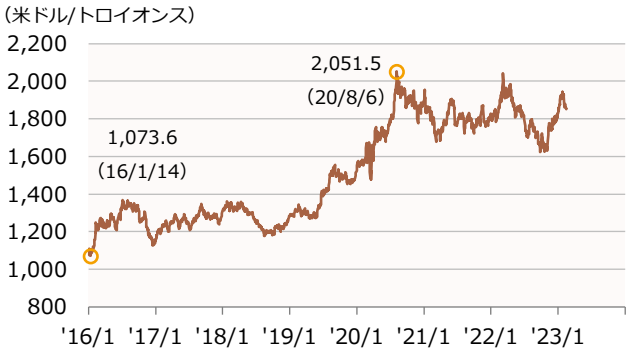
ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2016年1月初～2023年2月14日

（出所）ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

前年比

実質GDP成長率	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	-5.2	4.5
豪州	2.0	-2.1	4.9
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

前年比

消費者物価	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

年末値

政策金利		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

年末値

失業率	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3月と5月に各0.25%ポイントの追加利上げ。 • 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小。 • 2024年は累計1.00%ポイントの利下げ。	• 2023年3、5月に各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	3月	●東京マラソン（5日） ●雨宮日銀副総裁任期（19日） ●若田部日銀副総裁任期（19日） ●日銀金融政策決定会合（9-10日）	●ワールド・ベースボール・クラシック（米国、8-21日） ●ECB理事会（16日） ●FOMC（21-22日） ●EU首脳会議（23-24日）	●中国全人代（5日） ●RBA理事会（7日） ●ラマダン開始（22日） ●カナダ金融政策決定会合（8日） ●ブラジル金融政策決定会合（22日）
	4月	●こども家庭庁発足（1日） ●黒田日銀総裁任期（8日） ●統一地方選挙の投票日（9日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日）		●RBA理事会（4日） ●ラマダン終了（20日） ●カナダ金融政策決定会合（12日）
	5月	●G7首脳会議（広島、19-21日）	●ECB理事会（4日） ●FOMC（2-3日）	●RBA理事会（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（3日） ●タイ総選挙実施期限（7日） ●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議（中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（13日）
2024年	1月	●大発会（4日） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（30-31日）	●台湾総統・立法院議員選挙（11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）

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、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2月14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2月20日）