

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

5

MAY. 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

待ちに待った時が近づいているが・・・

- Ⅰ この1年ほど、市場での大きなテーマであり続けたのが「いつインフレが収まるのか?」。別の言い方をすると「いつ利上げが打ち止めとなるのか?」。
- Ⅱ その待ちに待った時が近づいているものの、今ひとつスッキリしない感じが残る。その理由は先行きのシナリオが複雑化したこと。金融環境の引き締めで経済にどのような悪影響が出るのか、あるいは出ないのか、を知る必要があるために、今しばらくは「おあずけ」の状態にある。



米国

- 経 … 景気後退予想を維持、金融不安後の貸出態度の更なる厳格化が追加的な下押し圧力に。
- 株 … 信用不安は後退したものの、まだ警戒は必要。利下げの本格織り込みはまだ先。
- 債 … 中期的な長期金利低下を予想、利上げ打ち止めが明確になるまでは上下しやすい。
- リ … 利上げと米銀の貸出態度厳格化が、金利や不動産価格に与える影響に注目。
- 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 … 金融引き締め的一方で供給制約の緩和や潜在需要の発現もあり、景気はゼロ近傍の成長。
- 株 … 信用不安は後退。ECBの利上げ停止待ち。
- 債 … 金融引き締め強化による景気停滞、インフレ期待の下振れで、長期金利は低下へ。
- 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 … 経済正常化さらに進み、物価上昇一服、自動車生産回復、賃上げ進展と良好な環境に。
- 株 … 内需の回復期待は継続で相対的に安心感。決算は期初会社計画に注意が必要。
- 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 … 深刻な景気後退を回避しつつ、インフレ沈静化に向けた動きが進展。
- 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 … 利上げは停止されたが、インフレ沈静化には時間を要するため、高金利政策は長期化。
- 為 … 相対的な景気後退リスクの小ささや金利高止まりの思惑から、米ドル安の受け皿に。



中国

- 経 … 2月以降、本格的に経済活動正常化も、不動産業の回復鈍く緩やかな景気回復を予想。
- 株 … 米中摩擦等が株価指数の上値を重くするも、テーマ株の投資妙味がある局面に。
- 債 … ゼロコロナ政策を撤廃するも景気回復は緩やかで、金利は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

待ちに待った時が近づいている

この1年ほど、市場での大きなテーマであり続けたのが「いつインフレが収まるのか?」。別の言い方をすると「いつ利上げが打ち止めとなるのか?」。今、その待ちに待った時が近づき、コロナ禍以降の各国での利上げが最終局面を迎えている。米国では次回5月FOMCでの0.25%ポイントの利上げで今利上げ局面は終了と見込まれ、FOMCのコアメンバーであるNY連銀総裁も、4月にそう述べている。

今ひとつスッキリしない感じが残る

豪州やインドは4月の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定し、カナダのように既に政策金利を2会合連続で据え置いた国もある。本来であれば、もう少し浮かれても（リスクオン）いいはずであるものの、今ひとつスッキリしない感じが残る。その理由は当初想定したシナリオと異なることに因る。当初のシナリオとは景気がそれほど弱くならず、インフレが収まり、利下げが行われるというもの。

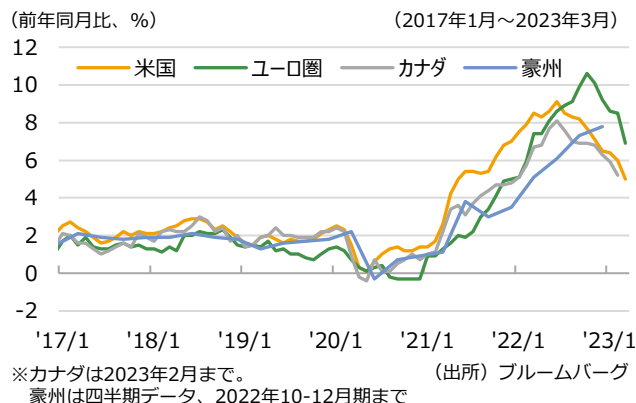
先行きのシナリオが複雑化

つまり、ソフトランディングシナリオである。シナリオに異変が生じたのは、3月に欧米で発生した金融不安。この結果、銀行が貸出態度を厳格化することなどが予想され、金融環境の引き締まりが追加的な景気悪化要因となる。市場にとって、大幅な景気悪化（ハードランディング）による利下げは望む利下げではない。さらには金融不安が再燃し、テールリスクながら金融危機シナリオも考えられる。

今しばらくは「おあずけ」の状態

先行きのシナリオをまとめると、①ソフトランディング、②ハードランディング、③金融危機（発生確率が高い順に、①、②、③と考えられる）。では、どのシナリオが実現するのか。それを見極めるには、金融環境の引き締まりで経済にどのような悪影響が出るのか、あるいは出ないのか、を知る必要があり、利上げ局面は終わりつつあるものの、今しばらくは「おあずけ」の状態にある。

先進各国の消費者物価指数



各国・地域の実質GDP成長率の市場予想平均

(%) (2023年4月17日時点)

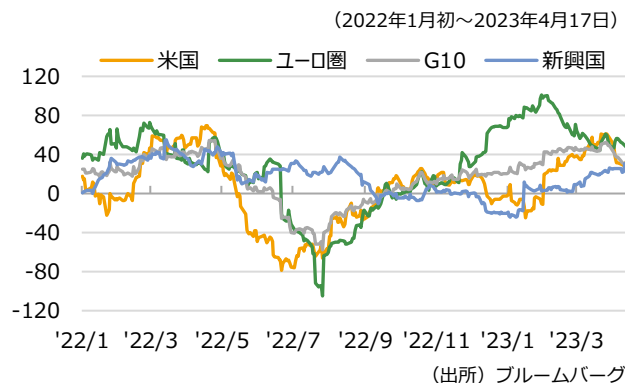
	2022年	2023年	2024年
	10-12月期	1-3月期	1-3月期
米国	2.6	1.4	0.2
ユーロ圏	0.0	0.0	0.2
英国	0.1	-0.1	0.2

【御参考】米国での過去の景気後退局面での実質GDP成長率

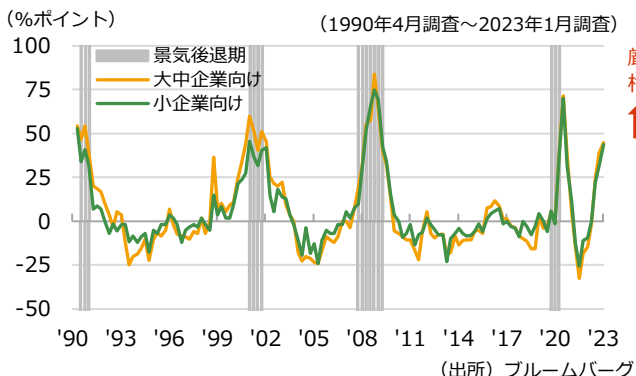
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
コロナ	1.8	-4.6	-29.9	35.3	3.9	6.3
リーマン	2.5	-1.6	2.3	-2.1	-8.5	-4.6
ITバブル	2.4	-1.3	2.5	-1.6	1.1	3.4

※米国は前期比年率、ユーロ圏・英国は前期比 (出所) ブルームバーク
※コロナは2019年10-12月期～、リーマンは2007年10-12月期～、ITバブルは2000年10-12月期～

エコノミック・サプライズ指数



米国銀行の貸出基準 (次回は5月上旬に公表予定)



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				景気後退予想を維持、金融不安後の貸出態度の更なる厳格化が追加的な下押し圧力に。金融引き締め一方で供給制約の緩和や潜在需要の発現もあり、景気はゼロ近傍の成長。経済正常化さらに進み、物価上昇一服、自動車生産回復、賃上げ進展と良好な環境に。深刻な景気後退を回避しつつ、インフレ沈静化に向けた動きが進展。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。2月以降、本格的に経済活動正常化も、不動産業の回復鈍く緩やかな景気回復を予想。更なる景気対策への期待は乏しく、高金利環境下で経済成長は巡航速度を下回る。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				信用不安は後退したもの、まだ警戒は必要。利下げの本格織り込みはまだ先。信用不安は後退。ECBの利上げ停止待ち。内需の回復期待は継続で相対的に安心感。決算は期初会社計画に注意が必要。米中摩擦等が株価指数の上値を重くするも、テーマ株の投資妙味がある局面に。世界3位の経済大国への成長期待や、国内からの資金流入などが、上昇をけん引しよう。良好な経済状況は変わらないが、昨年の堅調な株価推移を受け当面上値が重いと予想。目先は、インフレの高止まりや利上げ継続の影響を受け、上値が重い地合いを予想。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、利上げ打ち止めが明確になるまでは上下しやすい。金融引き締め強化による景気停滞、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。利上げは停止されたが、インフレ沈静化には時間を要するため、高金利政策は長期化。ゼロコロナ政策を撤廃するも景気回復は緩やかで、金利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。2024年央の物価目標の達成を視野に利上げは既に打ち止めで、長期金利は低下へ。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。インフレブレイクアウトで利上げ停止へ。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 5月の大統領・議会選挙で政権交代が起これば利上げに転じる公算大。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				利上げと米銀の貸出態度厳格化が、金利や不動産価格に与える影響に注目。当面は金利動向に左右されるが、配当利回りの高さから緩やかな上昇を見込む。
	日本				

商品	原油				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。中銀の持続的な金買いに加え、来年以降のFRBの利下げを意識した投資需要にも期待。
	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。経常黒字や景気回復を支えにキャピタルフライトの可能性は低く、レンジ推移を予想。財政政策への過度な懸念が和らぐ中、高金利や貿易収支改善が評価されやすい局面に。追加利上げ観測がポンド高要因も、インフレによる景気悪化への懸念がポンド安要因。貿易赤字の縮小、中銀の介入等を受け、外部環境悪化の局面でも底堅い推移を予想。資源輸出増による経常収支の改善が下支えになるも、当面は外部環境に注意が必要。貿易収支の悪化と大幅利上げの綱引きの中、レンジ推移を予想。米ドル高の一服を受け、減価圧力が緩和し、米ドルバグ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、対米ドルでは堅調な推移が続こう。※脚注参照 エルドアン大統領続投なら緩やかなリラ安継続。政権交代なら一時的なリラ高の可能性。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2021年	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
米国	5.9	2.1	-0.4	0.5	0.00 ~ 0.25	4.25 ~ 4.50	5.00 ~ 5.25	4.00 ~ 4.25	1.51	3.87	3.2	2.6
ユーロ圏*1	5.3	3.5	0.4	1.0	0.00 -0.50	2.50 2.00	4.00 3.50	2.50 2.00	-0.18	2.57	1.6	1.2
日本	2.1	1.0	1.4	1.0	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.07	0.42	0.5	0.5
カナダ	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	3.60	3.60	1.67	4.05	3.3	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%	31,000 18.8%	33,000 6.5%	豪ドル	83.68円 5.3%	89.37円 6.8%	91円 1.8%	89円 -2.2%
日本 TOPIX	1,992 10.4%	1,892 -5.1%	2,210 16.8%	2,350 6.3%	中国人民元	18.11円 14.7%	19.16円 5.8%	18.8円 -1.9%	18.5円 -1.6%
中国 MSCI	84.29 -22.4%	64.47 -23.5%	70 8.6%	77 10.0%	ブラジル・レアル	20.65円 3.8%	24.80円 20.1%	26.6円 7.2%	25.5円 -4.1%

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

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2021年	2022年	予想値 2023年	2024年	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
英国	7.6	4.1	0.2	1.2	0.25	3.50	4.25	3.00	0.97	3.67	2.6	2.2
インド*1	9.1	7.0	6.2	6.4	4.00	6.25	6.50	5.75	6.45	7.33	7.0	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	5.00	5.00	-	-	-	-
メキシコ	4.7	3.1	1.0	1.5	5.50	10.50	11.50	9.50	7.57	9.04	8.5	8.0
ロシア*4	5.6	-2.1	-	-	8.50	7.50	-	-	8.44	10.31	-	-
トルコ	11.4	5.6	3.5	4.0	14.00	9.00	12.00	15.00	23.18	9.16	14.0	16.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末		実績値 2021年末	2022年末	予想値 2023年末	2024年末
インド	2,037	2,069	2,380	2,350	英ポンド	155.74円	158.47円	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	6.9円	6.7円
						8.0%	19.9%	2.6%	-2.9%
					ロシア・ルーブル*4	1.53円	1.77円	-	-
						9.7%	15.5%	-	-
					トルコ・リラ	8.55円	7.00円	6.3円	5.5円
						-38.5%	-18.2%	-10.0%	-12.7%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで（2022年は実績見込み）

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

交錯する景気モメンタム指標

アトランタ連銀が日々算出する1-3月期のGDP推計値は14日時点で前期比年率+2.5%と、潜在成長率を大きく上回る加速が見込まれ続けている。他方、3月ISM景況感指数では製造業が46.3、非製造業が51.2と、前月からいずれも低下。両者ともに新規受注指数や雇用指数が悪化し、景気悪化を示唆する格好。なお、FRBスタッフは3月FOMCで年後半の緩やかな景気後退へと景気見通しを引き下げている。

緩和方向も、労働市場のひっ迫感続く

3月雇用統計では、労働参加率が62.6%と前月の62.5%から上昇したにも拘わらず、失業率は3.5%と前月の3.6%から低下した。賃金上昇率に先行する2月離職率は2.6%と、直近ピークの3.0%から低下基調にあるものの、賃金上昇率に換算すれば前年比5.0%前後の上昇に相当する高さである。一部に弱含みもみられるとは言え、2%インフレ目標の実現に向けて、雇用環境は一段と鈍化する必要がある。

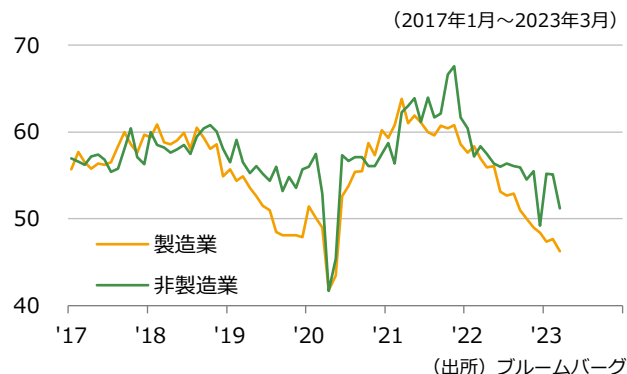
住居費鈍化もコアCPIに下げ渋り感

3月の食品・エネルギーを除くコアCPIは前月比+0.4%と、インフレ目標相当である前月比+0.2%弱を優に上回っている構図は大きく変化していない。内訳はまちまち。コア財価格が同+0.2%と反発した。一方、住居費は同+0.6%と鈍化し、想定よりも早いタイミングでの鈍化は待望の結果ともいえる。そのほか、FRBが最も注視する住居費を除くコアサービス価格は前月比+0.4%と高い伸びを続けた。

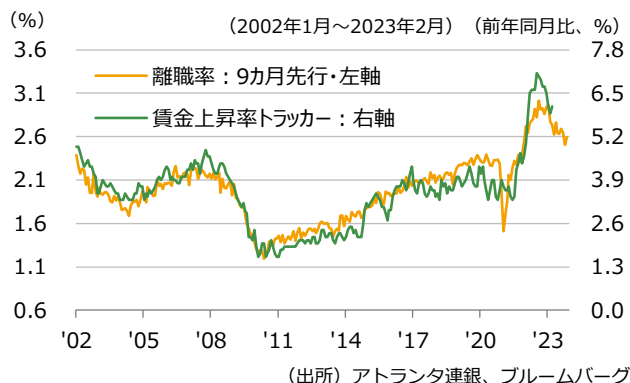
金融不安が景気に及ぼす影響は？

3月のNFIB中小企業調査では、融資環境判断が▲9と前月の▲5から大きく悪化。昨年の利上げ開始から悪化傾向にあった中、今回の金融不安が更なる悪化を促した模様。ただし、信用収縮が設備投資や雇用計画の大幅見直しを迫るまで、实体经济への目立った影響は顕在化しづらいだろう。なお、FRB議長は金融不安が「原則として1回程度の利上げに相当」と発言したが、根拠ある見解とも言い難い。

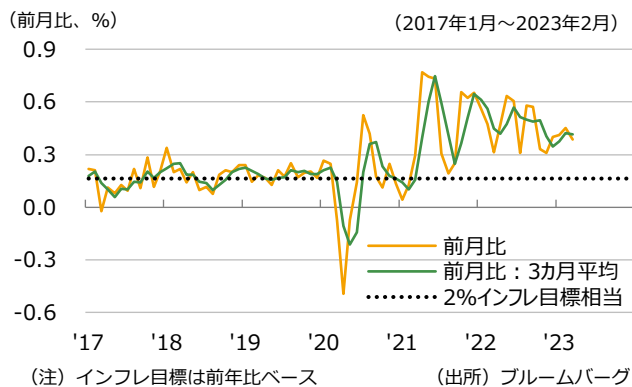
ISM景況感指数



離職率と賃金上昇率トラッカー



食品・エネルギーを除くコアCPI



中小企業の融資環境判断





株式

中立スタンスを継続

信用不安の後退により直近1カ月で株価は反発。また、5月FOMCにおいて利上げが停止されるとの市場の期待は大きく、市場の目線は利上げ停止から利下げ開始時期に移りつつある。その一方、決算発表において確認される中小銀行の預金動向や、融資態度の厳格化による経済へのマイナス影響などの不透明要因もある。目先はこれら不透明要因の見極めが必要と考え、中立スタンスを継続する。

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、リスクプレミアムは2%程度。直近の株価上昇により、PERでの割安感は乏しく、また、リスクプレミアムも低水準にあり、金利上昇には注意が必要と考える。しかし、株式市場の関心は金融政策に回帰しており、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ており、このタイミングを待ちたい。

信用不安は後退も警戒はまだ必要

4月5日時点の商業銀行の預金高は一部銀行の破綻発生後初めて前週比増加に転じ、信用不安への警戒は低下しつつある。しかし、今回の決算発表において預金額が大きく減少した中小銀行が出てくるリスクにはまだ注意が必要と考えている。5月上旬には銀行上級貸出担当者調査において市場が注目する貸出態度の公表も控えており、株式市場が再び懸念するリスクはまだ残っていると考ええる。

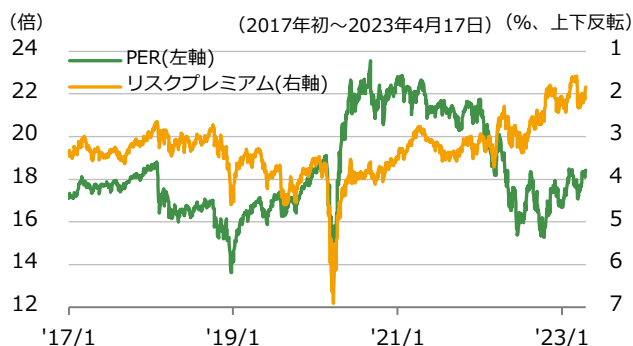
利上げ停止後の米国株はおおむね堅調

当社では利上げ停止を5月FOMCと予想。右図にある通り、過去、利上げ停止後の米国株の騰落率はおおむね良好。一方、リスク要因は上記信用不安の動向や、米国景気が予想以上に落ち込むこと、利下げ開始時期の市場織り込みが大きく後ろ倒しされることなどが挙げられる。これらリスク要因の後退には時間が必要であり、利下げ開始への期待が市場の中心テーマとなるのはまだ先であると考ええる。

S&P500の推移



S&P500のPERとリスクプレミアム



※PERは12カ月先予想PER

※リスクプレミアムはS&P500の益利回り－10年国債利回り

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

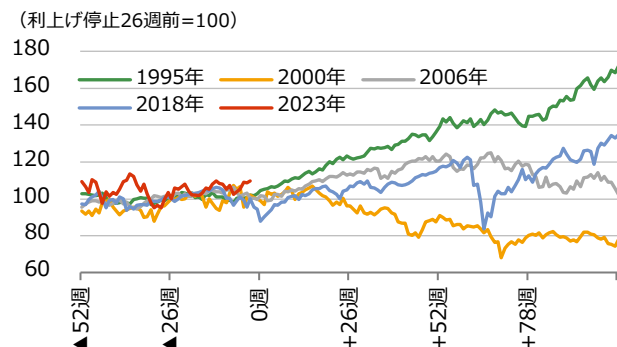
米国商業銀行の預金動向



※季節調整済

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

利上げ停止と米国株式市場



※0週は利上げ停止週を指し、年表記は利上げ停止年を指す

※2023年は5月FOMCにて利上げを停止すると仮定

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

5月で利上げ打ち止めか？

5月FOMCでの0.25%ポイント利上げ織り込みは、14日時点で8割へと上昇。金融不安が小康状態となった上に、雇用・物価情勢に目立った減速感が見られないことから、追加利上げ見送りを正当化しづらくなっている。FRBの政策金利見通しでは次回の利上げで打ち止めとの格好だが、会合時点では利上げ打ち止めに自信をもって判断することは難しく、FRBは6月追加利上げの可能性を残すことになるだろう。

金融不安台頭以前の水準回復は難しい

金融不安や景気後退懸念を受けて長期金利は3.2%台に一時低下したが、いずれも短期で収束したため、目先の利上げが再び意識される局面では金利上昇圧力が働きやすくなっている。もっとも、両懸念ともに完全な剥落は難しく、3月初旬の4%前後への上昇は見込み難い。中期的な低下を予想も、利上げ休止が明確になるまで、レンジ推移となろう。

リート

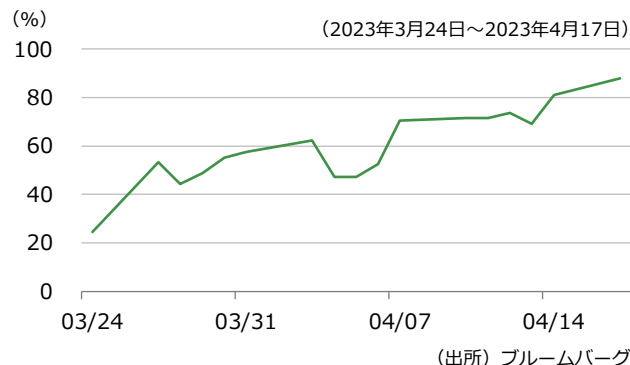
信用リスク懸念後退でやや持ち直し

米国リート市場は、3月半ばから4月半ばにかけて、米当局の預金者保護や銀行救済策の進展などを背景に投資家のリスク回避姿勢が後退し上昇。今後金融機関の貸し出し姿勢の厳格化がどの程度進展するか注目したい。また4月後半から2023年1-3月期の決算発表が始まる。引き続き堅調な業績動向が確認できるか、今後の見通しに変化がないか、セクター別の強弱感などに注目したい。

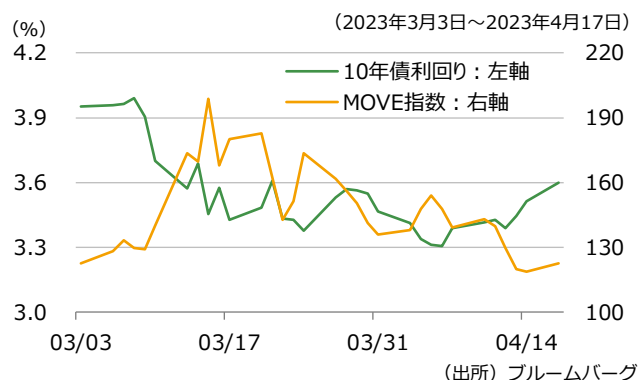
金融政策に左右される展開が続こう

金融引き締め策は引き続き金融システムの負荷となろう。また債務負担軽減のための資産売却などにより今後実物不動産市場には下方圧力がかかろう。一方で危機発生時には政策的なサポートが想定される。健全なバランスシートや強固な顧客基盤を持ち、厳しい環境下でも成長を持続できるセクターや銘柄に注目したい。

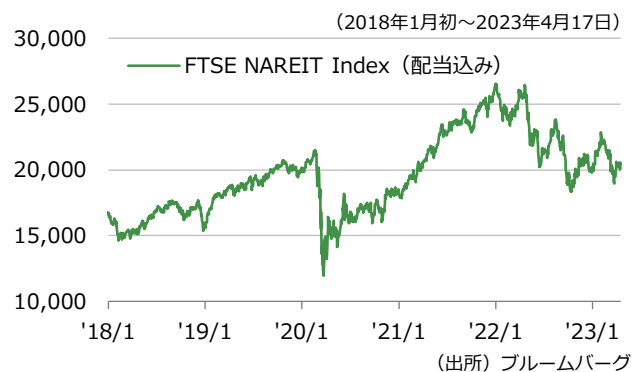
5月FOMCでの0.25%ポイント利上げ織り込み確率



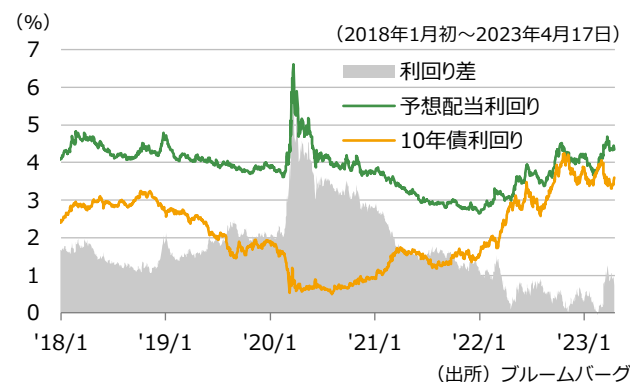
10年債利回りと米国債の予想変動率



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差に連動する米ドル円

日米5年国債金利差と米ドル円は中長期的に連動している。昨年の米金利上昇局面では日米金利差のわりに米ドル円の水準が高かったが、米国のインフレ鈍化と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月以降は日銀の政策修正が影響し、日米金利差のわりに米ドル円の水準が低くなった。最近では米金利低下局面でのリスクオンの円安により、米ドルの割安感が解消した。

米ドル円は120～138円程度で推移か

日米5年国債金利差が3.7%なら米ドル円は138.1円を中心に129.6～146.6円（推計値±標準誤差×2）、3.0%なら131.5円を中心に123.0～140.0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120～138円程度のレンジ内で下落傾向と予想する。

米実質金利低下が米ドル安圧力に

米ドル高を促した米実質金利（5年）は昨年9月末に2009年以降のピークである2%弱まで上昇した後、低下に転じた。今年2月に米雇用統計や物価統計の予想以上の強さから、期待インフレ率と実質金利がともに上昇したが、3月には再び低下に転じた。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、一段と実質金利が低下し、米ドル安圧力となる可能性が高い。

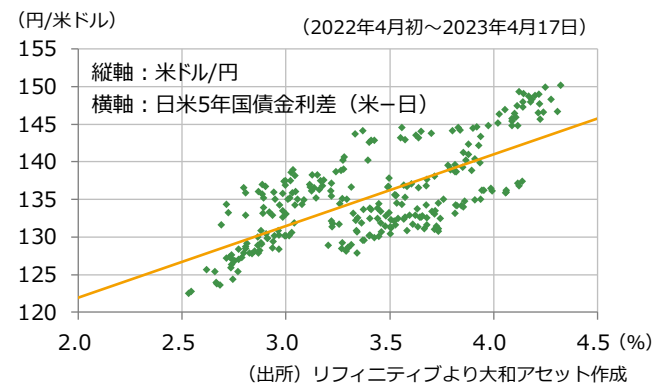
米経済指標は米ドル円の下落要因に

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が上昇した。この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で経済サプライズ指数は低下に転じている。米ドル相場の動向から見ると、当面は経済サプライズ指数が低迷し、米金利や米ドル円の下落要因となりそうだ。

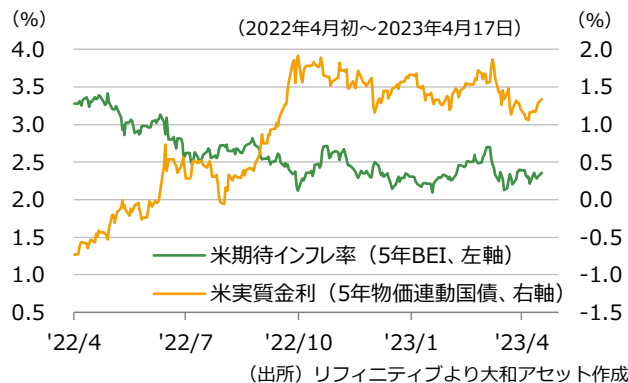
日米5年国債金利差と米ドル円



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

2022年10-12月期の実質GDPは前期比▲0.1%、前期比年率▲0.2%と、ごく僅かながら7四半期振りのマイナス成長に陥った。個人消費、固定資本形成の減少が要因。ECBの金融引き締めの一時的な効果が強まる一方、供給制約の緩和や潜在需要の発現もあり、景気は一進一退で推移しよう。先行指標に鑑みれば、当面の景気後退は免れるにせよ、2023年中はこのままゼロ近傍の成長が継続すると見込む。

景況感はサービス業で目立って改善

PMIは製造業が2022年7月以降50を下回って推移しており、直近の2、3月は続けて低下した。一方、サービス業は3カ月連続で50を上回って推移しており、足元の上昇が目立つ。独仏に比して伊西の上昇が顕著で、伊西では製造業も50を、サービス業は55を超えている。エネルギー不安の後退や暖冬で観光を含む潜在需要が発現したと考えられる。今後はECBの金融引き締めとの綱引きになろう。

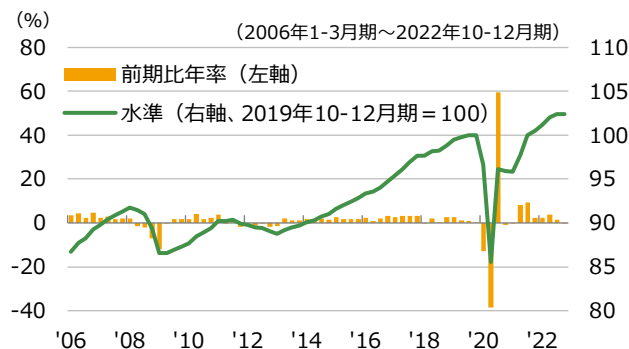
当面の個人消費はインフレ率次第

ユーロ圏の失業率は過去1年に亘ってユーロ発足来最低水準の6.6%~6.8%で推移しており、労働需給がひっ迫するなか、賃金の伸びが加速しつつある。それでも、高インフレ下で賃金の伸びはインフレ率を下回っており、それを映じて、実質小売売上高は2021年半ば以降の減少基調に変化が見られず。インフレ率がどの程度速やかに低下するかが、当面の個人消費、延いては景気の鍵を握る。

消費者物価は総合とコアで対照的な推移

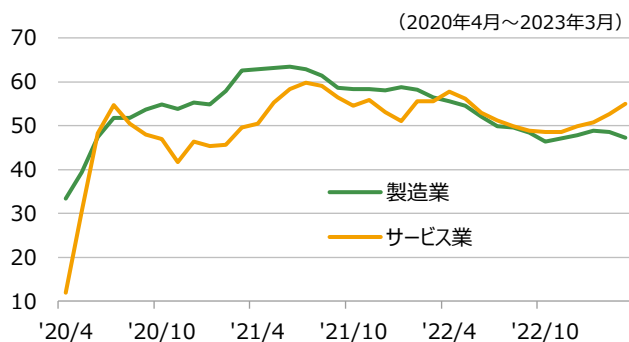
3月消費者物価指数は総合で前年同月比6.9%と、昨年10月の同10.6%をピークに鈍化基調が明白である。最大の要因はエネルギー価格の下落で、総合では鈍化基調の継続を見込む。一方、コアはじりじりと伸びが加速している。うち財価格には一巡感もあるが、サービス価格は上振れ気味。金融引き締めの効果で早晚コアも鈍化に転じると見込むが、総合の鈍化が需要を下支え、コアの反転を阻む恐れも。

実質GDP



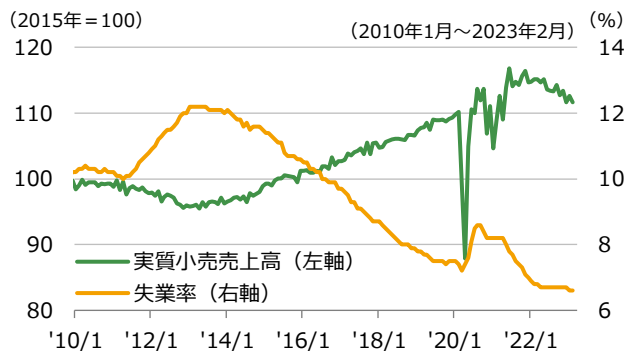
(出所) リフィニティブ

PMI



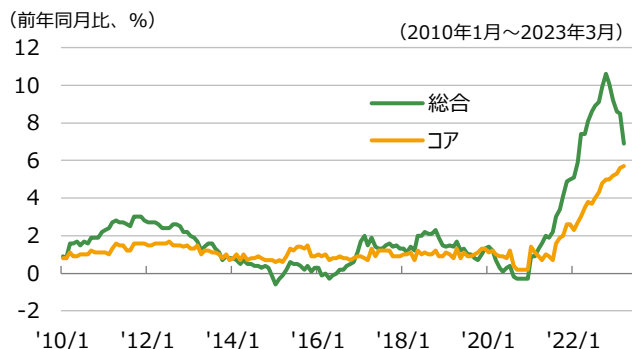
(出所) ブルームバーグ

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・タバコを除く系列

(出所) リフィニティブ



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。UBSによるクレディ・スイスの買収が決定したことにより欧州の信用不安は後退。一時30台まで上昇したVSTOXX指数も足元では10台後半まで低下し、直近1カ月の株価は先進国株の中で優位な動きとなった。その一方、OISベースでは計0.75%ポイント近くの利上げが予想されており、利上げ停止に向けてまだ不確実性が残っていることなどを考慮した。

先行きの改善期待は進展

エネルギー価格の落ち着きもあり消費者信頼感指数は低水準ながらも直近ボトムからは改善。また、右図の通り、内数である経済の直近12カ月と先行き12カ月の差を見ると先行きの改善期待は相当程度織り込まれ、過去との比較では平均以上にある。年初来の欧州株の上昇率は大きいこともあり、利上げ停止時期の確度の高まりを待ちたい。

債券・金利

ECBは次回5月の利上げで打ち止めか

金融市場の緊張にも拘らず、ECBは3月も0.5%ポイントの利上げに踏み切った。今後の金融政策については、経済・金融指標、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さの3点を考慮しつつ、会合毎に判断する重要性を強調した。金融市場は小康を得ており、次回5月も0.5%ポイントの利上げを見込む。しかし、銀行の貸出態度が厳格化するなか、結果的に次回で利上げ打ち止めとなろう。

金融引き締めの効果で長期金利は低下へ

長期資金供給オペの期限前返済が多額に及んでいる。また、ECBは従来の資産購入プログラムによる保有債券の償還分のうち月間150億ユーロを上限に3月から再投資を停止しているが、7月からは全額停止しよう。利上げと量的引き締めの下、景気は停滞し、インフレ期待の下振れも想定されるなか、潜在的な金融不安もあり、長期金利は低下を見込む。

Euro STOXX 50の推移

(2020年初～2023年4月17日)



(出所) リフィニティブ

消費者信頼感と経済情勢・見通し

(1990年1月～2023年3月)

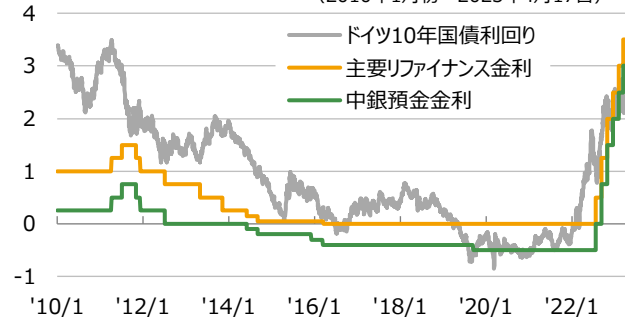


※経済情勢・見通しは、消費者信頼感調査のうち、今後12カ月の経済見通しから過去12ヶ月の経済情勢を差し引いたもの

(出所) Eurostat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4月17日)

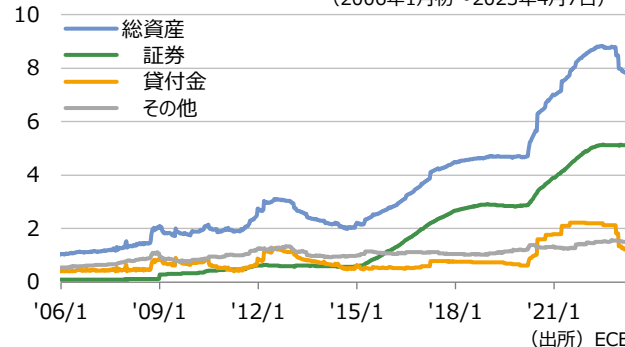


※政策金利は発表日ベース

(出所) ブルームバーグ

ECBの資産残高

(兆ユーロ) (2006年1月初～2023年4月7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、最近は欧米金融機関の信用不安もあり、独日金利差は縮小に転じている。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いる。今後は、欧米の景気悪化懸念によ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・米ドル安に。ユーロ圏のコア・インフレ率上昇を抑えるために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信用収縮懸念が背景にある。また、欧米金利低下を受けたリスクオンの動きもユーロ高・米ドル安に働いてきた。だが、欧米景気悪化懸念が強まるとリスクオフがユーロ安・米ドル高に働くことになろう。

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。

経済指標弱まるとユーロ安要因に

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、ユーロ圏に続き日本と米国が低下に転じた。相対比較からはユーロ相場が動きにくい状況にある。欧米のESIは低下に転じたとはいえ、低下ペースは緩やかでリスクオフ圧力は限定的だ。ただ、ESIが一段と低下してマイナス圏になると、世界的な景気悪化懸念からリスクオフのユーロ安・円高・米ドル高に傾きやすくなるだろう。

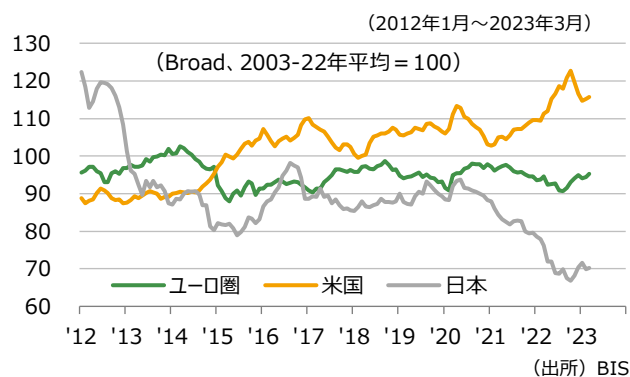
独日5年国債金利差とユーロ・円相場



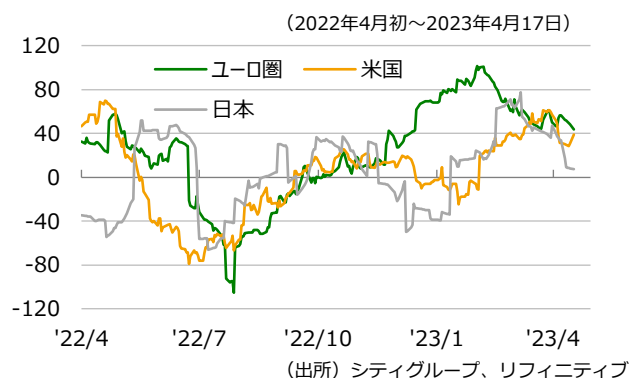
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



実質実効為替レート



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

2022年10-12月期の実質GDPは前期比0.1%（前期比年率0.5%）と、2四半期連続のマイナス成長を免れた。サービス業の景況感は改善しつつあるが、2023年前半は既往の物価高騰に伴う実質購買力の低下や金融引き締めを主因にゼロ近傍の成長が継続しよう。2023年後半はインフレ率の低下を受けて若干のプラス成長を見込むが、実質GDPの水準がコロナ前を上回るのは2024年1-3月期と想定する。

賃金、物価の伸びは頭打ちの様相

3月消費者物価指数は総合で前年同月比10.1%、コアで同6.2%と、依然高い伸びながら、頭打ちの様相が窺える。週平均賃金も均してみれば、伸びが一段と加速する状況ではなくなりつつある。既往のエネルギー価格の下落がより明確に反映されてくることや、当面の景気停滞による労働需給の緩和で、インフレ率は時間の経過に連れて低下すると見込む。

為替

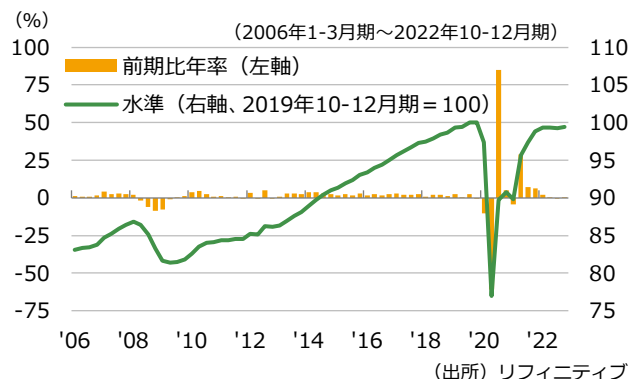
BOEは既に利上げ打ち止めの公算

BOEは2021年12月に利上げを開始し、2023年3月には政策金利をリーマン・ショック直後以来となる4.25%まで引き上げた。保有債券の売却も昨年11月に開始している。BOEはインフレ率がまもなく急速に低下し、2024年4-6月期には目標値の2%を下回るとの見通しを示している。金融引き締めの累積的な効果の発現や、金融不安への潜在的な懸念に鑑みれば、利上げは既に打ち止めと考える。

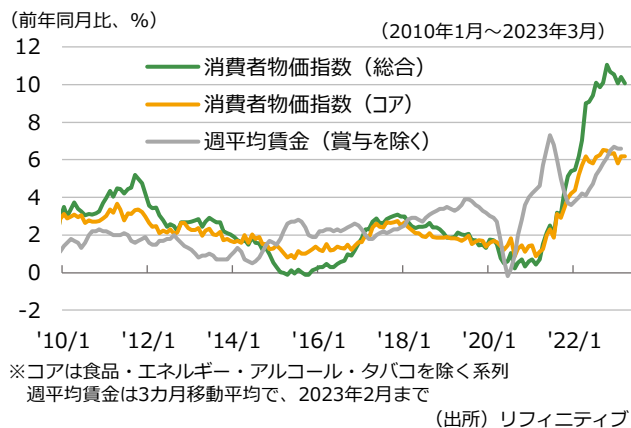
利上げ停止ならポンド安が進行か

スナク首相が増税・歳出削減案を策定するなかで、長期金利が反落し、ポンドが反発した後、対ユーロでは再びポンド安に振れた。英国はユーロ圏に比べ景気後退懸念が大きいうえに、BOEが追加利上げに慎重姿勢を示し始めたからだ。最近では英長期金利の上昇とともにポンド相場がやや持ち直したものの、利上げを停止すればポンド安に振れるだろう。

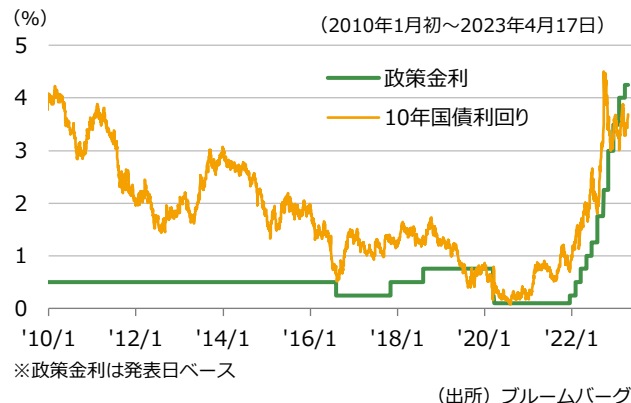
実質GDP



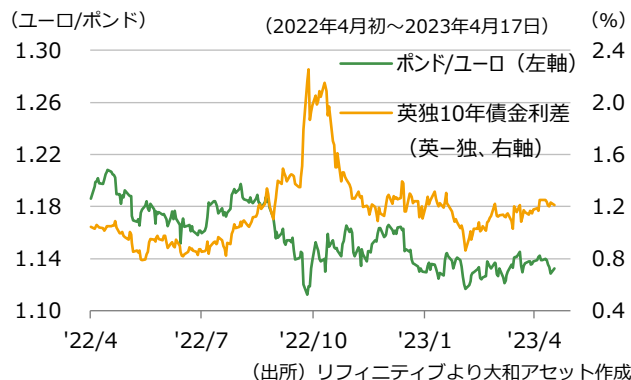
消費者物価指数と週平均賃金

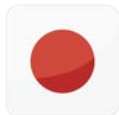


政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

経済活動正常化の動きがさらに進む

3月PMI、日銀短観、景気ウォッチャー調査などサービス業を中心に力強い回復を示す統計の発表が相次いだ。新型コロナ規制や入国制限の緩和により、人流やサービス活動の回復が鮮明になっている。輸入物価の上昇一服や政府の電気・ガス代の負担軽減策も寄与している。なお、製造業は部材不足緩和により自動車生産が回復基調となってきた一方、半導体、電子部品などは在庫調整の動きと跛行色が強い。

製造業と非製造業で対照的な動き

3月調査日銀短観・業況判断DIは、非製造業が宿泊・飲食などサービス業を中心に前回予想比大幅上振れとなった一方、製造業は前回予想比下振れと対照的な動きが広がった。前回予想比下振れが次回以降の実績悪化に先行する傾向があるため、今後の製造業の動向は要注意。また、2023年度の売上・収益計画は製造業、非製造業共に小幅減益となっており、企業業績の期初予想は慎重となる可能性が高い。

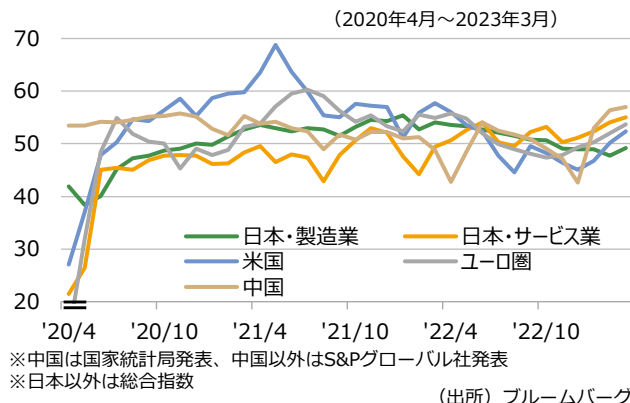
自動車の生産・販売回復

3月の国内自動車販売の前年同月比は15.7%と3カ月連続の2桁増となった。半導体等の部材不足が緩和され、自動車の生産、販売が回復している。米国の自動車販売も8カ月連続で前年同月比増加だが、金利上昇によりローンが組みづらくなっているとの声も聞かれる。中国は補助金終了の影響が懸念されたが、2月以降の販売は例年並みに回復しており自動車の生産・販売は全般的に回復傾向にある。

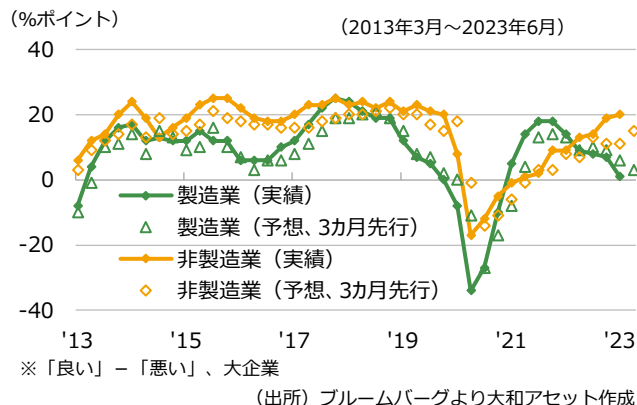
春闘では30年ぶりの賃上げ率に

連合が発表した2023年春闘の第4回集計では、賃上げ率が3.69%と約30年ぶりの高い伸びとなった。中小組合も3.39%となったほか、非正規の有期・短時間・契約等労働者の加重平均も、時給が5.36%、月給が3.96%と高い伸びとなった。人手不足が深刻化していることや、企業の価格転嫁がこれまでになく進み、賃上げしやすい環境にあるなど、日本経済は低インフレ局面から脱却しそうな状況にある。

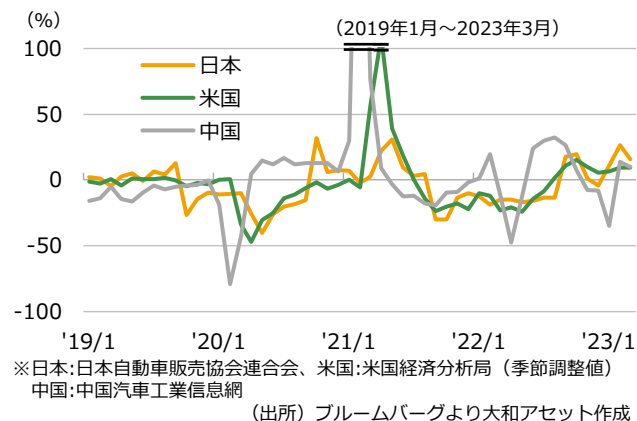
PMI



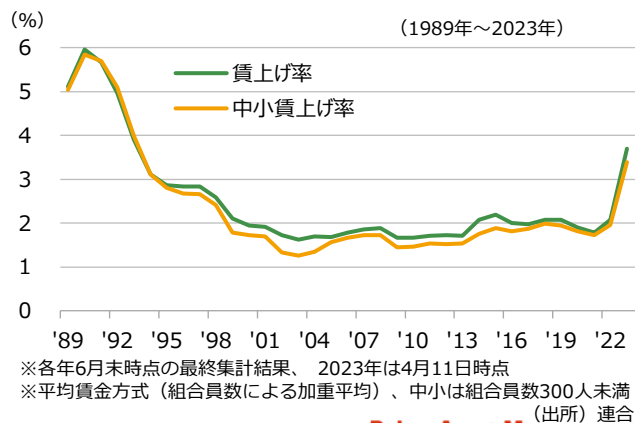
日銀短観 業況判断DI



自動車販売台数 (前年同月比)



春闘賃上げ率





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。信用不安の後退が材料となる中、直近1カ月で株価は上昇したものの、欧米株に対しては劣位な動きとなった。欧米は利上げ停止時期が近付く一方、これまでの利上げによる景気減速リスクがあることは否めない。このため、新型コロナ対策緩和の寄与など国内独自のプラス材料がある点が日本株の強みであることは変わらないと考える。

PERには依然割安感あり

バリュエーションの見方に大きな変化はない。TOPIXのPERは12倍台後半、PBRは1.2倍程度。PERには割安感がある一方、米国の景気減速に焦点が当たる局面など、株式市場のセンチメント悪化時にPBR1倍に向けた株価調整が発生する可能性は残る。その場合でも2023年の日本は欧米対比で底堅い景気が期待出来る状況に変わりはないため、下落があったとしても一時的と考える。

ガイダンスリスクには注意

4月下旬から本格化する国内企業の2022年度決算発表におけるガイダンスリスクには注意したい。4月頭に発表された日銀短観の大企業の収益計画は、経常利益が前年度比▲3.1%となった。実際の期初会社計画と短観の収益計画にはある程度の相関が見られ、短観の3%台の減益計画は期初会社計画の減益の可能性を示唆する。株式市場が弱い会社計画を警戒するのか、保守的と判断するのかを注視したい。

人流は回復基調かつ回復余地あり

国内の新型コロナに対する規制緩和は徐々に効果を発揮すると予想。人流データでは緩やかな回復基調が確認出来る一方、東京都は2019年対比でまだマイナスに留まる。しかし、インバウンドの回復に加え、新型コロナの法令上の位置付け変更を5月8日に控えており、人流は今後一段と回復に向かうと考える。人流の回復はサービス業など内需の回復に繋がり易く、株式市場にポジティブに作用しよう。

TOPIXの推移

(2020年初～2023年4月17日)



TOPIX-PBRとISM製造業景況感指数

(2010年初～2023年4月14日)



※PBRは直近12カ月ベース

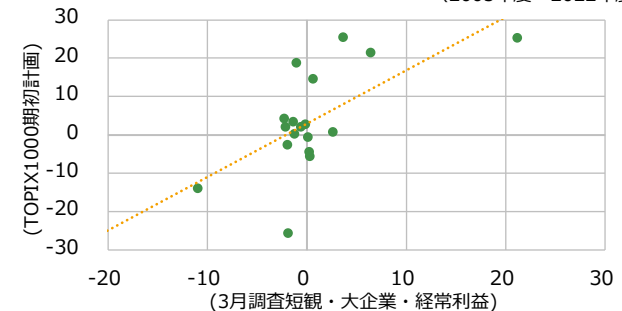
※ISM製造業は2010年1月～2023年3月

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

日銀短観・収益計画と期初会社計画

(縦軸・横軸: %, 前年度比)

(2005年度～2022年度)

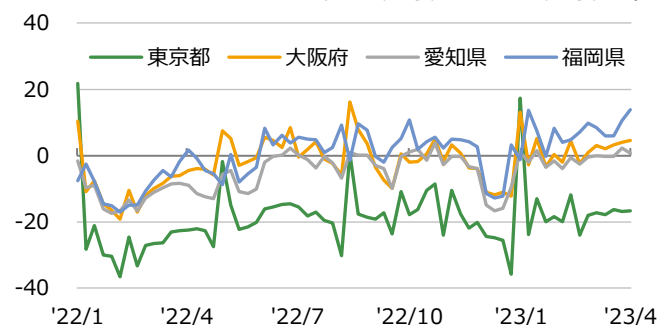


※期初計画はTOPIX1000の2月・3月決算銘柄の営業利益・経常利益計画
(出所) 日本銀行、INDB Accelより大和アセット作成

人流(滞在人口)の動向

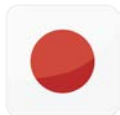
(%、2019年同週比)

(2022年1月第1週～2023年4月第1週)



※推定居住地別データで都道府県内、都道府県外の伸び率の平均値

(出所) V-RESASより大和アセット作成



債券・金利

就任会見後もYCC修正への思惑は残存

植田新総裁の就任会見を経て、市場では4月の金融政策決定会合におけるYCC撤廃への思惑は低下。しかし、YCCの副作用への言及がなされたこともあり新体制が金融政策の正常化を進めていくとの基本的な見方に変化は生じず。需給ギャップは依然マイナスであり、2%物価目標の早期実現が視野に入る状況ではないものの、日銀が慎重ながら機を見て金融政策の正常化に向かうとの見方に変わりはない。

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など主要な政策修正が行われるのは2024年以降との見方を継続する。市場では今秋にYCC修正との見方は根強く、より早期の政策修正を予想する見方もある。年内のYCC修正の可能性については、4月末の金融政策決定会合及び展望レポートにおける物価見通しを通じて、その可能性を見極めたい。

リート

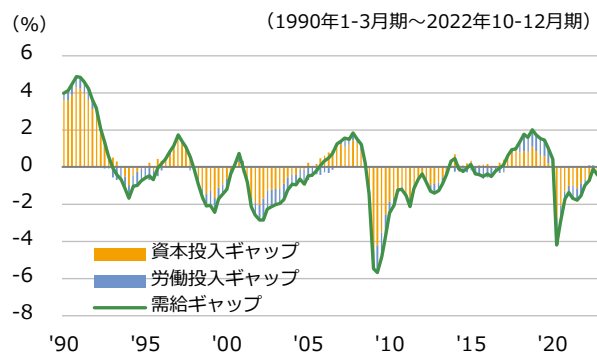
金融システムへの不安から下落

3月中旬にシリコンバレー銀行破綻をきっかけに金融システム不安が高まりJ-REIT市場は大きく下落した。3月下旬にかけては各国の対策からやや値を戻し、4月に入ると新年度入りで金融機関からと思われる積極的な買いで大きく上昇した。その後は依然として金融システムに対する不安がくすぶる中で上値の重い展開となった。

金融市場の落ち着き後の回復を期待

本格回復には金融システムへの不安が減退し、日米長期金利が落ち着くことが必要。落ち着き後は、株価が保有資産対比で割安な点が評価され、指数が回復するという見方には変化無し。中期的には、長期金利は上昇したとはいえ、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。

需給ギャップの推移



(出所) 日本銀行より大和アセット作成

10年国債利回り



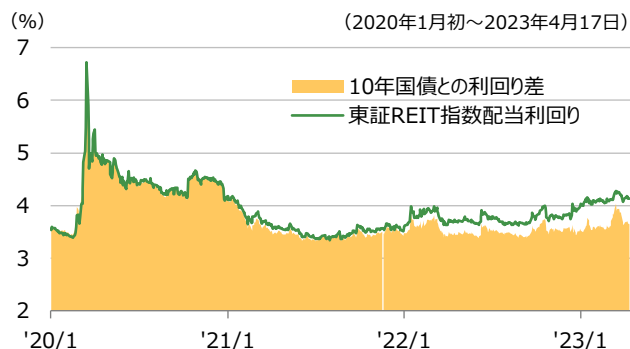
(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース

(出所) ブルームバークより大和アセット作成



為替

円安は一時的で再び円高進行か

昨年11月以降は米ドル安と円高が進んだが、最近では米ドル安と円安に傾いている。欧米金利低下による円高が一服したうえ、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いたためだ。ただ、今後は欧米の景気悪化懸念によるリスクオフと金利低下の円高が進むと予想。また、リスクオフが米ドル高に働く一方で米金利低下が米ドル安に働き、米ドルの実効為替は安定的に推移すると予想している。

米ドル円と米株価は順相関に転換

米ドル円と米長期金利は高い順相関にある。一方、米ドル円と米株価は逆相関の局面が多かったが、最近では順相関に転換した。米銀破綻後に米長期金利と株価が逆相関から順相関へと変化したことが背景にある。米金利上昇・株安より米金利上昇・株高の方がリスクオンの円安もあり米ドル円は上昇しやすく、米金利低下・株高より米金利低下・株安の方がリスクオフの円高もあり米ドル円は下落しやすい。

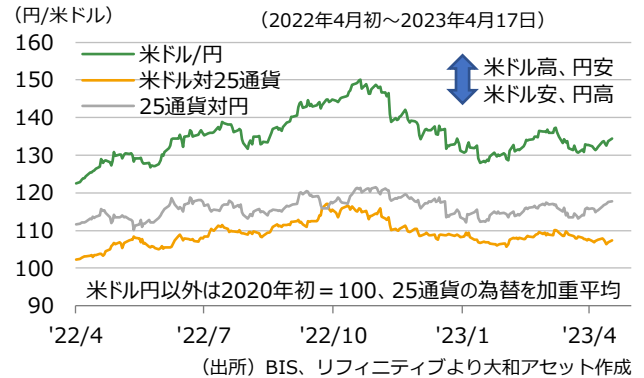
米金利低下・リスクオフでは円高に

米金利上昇・低下とリスクオン・オフの組み合わせで米ドルと円の変動パターンは4つに分類できる。昨年は「米金利上昇・リスクオフの米ドル高」が多かったが、10～12月は「米金利低下・リスクオンの米ドル安」に転換。今年3月には米銀行破綻を受けて「米金利低下・リスクオフの円高」に振れた。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。

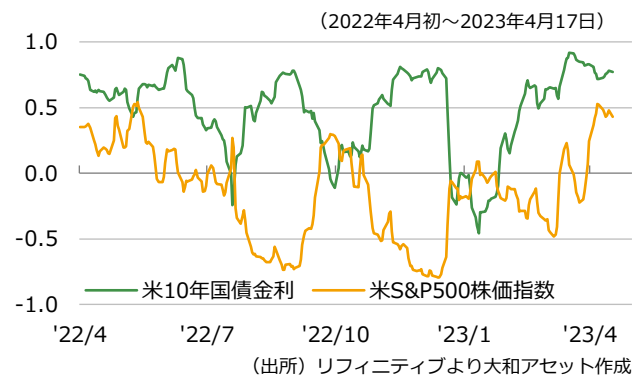
貿易収支が改善して円高に働く兆し

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）



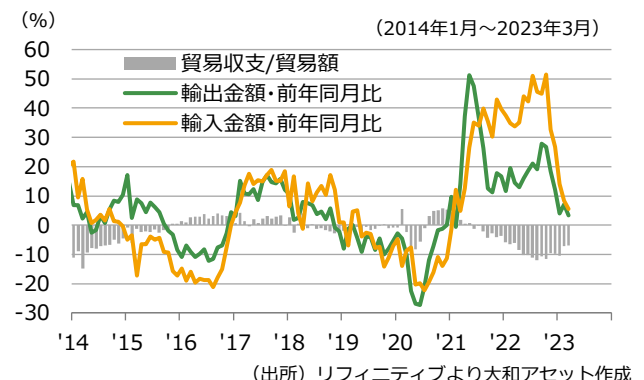
米ドルと円の変動パターン

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

年内の低成長から来年は徐々に加速

暖冬などによる年初の景気上振れや、連邦政府・州政府の財政拡張的な予算案を受けて、今年の成長率予想を0.5%から1.0%に引き上げた。今後数四半期は潜在成長率を下回り、一時的なマイナス成長の可能性もあるが深刻な景気後退には陥らず、その後はインフレ沈静化と利下げにより徐々に成長率が加速するとの見方は変わらず。なお、引き続きカナダで銀行の信用不安は起こりづらいと考えている。

インフレ鈍化が鮮明に

3月消費者物価指数（前年同月比）は4.3%と、2月の5.2%から減速。今後数カ月はエネルギーを中心に財価格がけん引役となり、インフレ鈍化が更に進むだろう。カナダ銀行推計の需給ギャップは、2022年10-12月期時点で0.7%のプラスだが、潜在成長率を下回る成長が続くことで今年後半のマイナス転換が見込まれている。経済全体の供給能力が需要を上回ることインフレ圧力は一段と低下する。

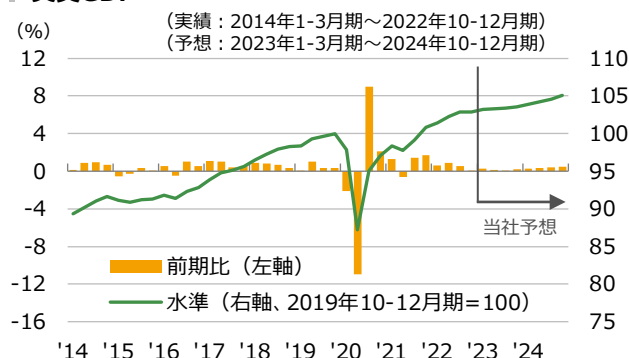
2%の物価目標達成には粘り強さが必要

企業の賃金や物価の上昇率予想はピークアウトが鮮明だが、2%の物価目標と整合的な水準にはまだ遠い。平均時給やサービス価格の伸びも高いまま。カナダ銀行はこうした点を懸念しており、消費者物価指数（前年同月比）が今年半ばに3%付近まで鈍化するも、2%の物価目標達成は来年末と想定。企業と消費者の物価認識を元に戻すためには、現行の引き締め的な金融政策を粘り強く続ける必要がある。

引き締め過ぎの可能性は低下

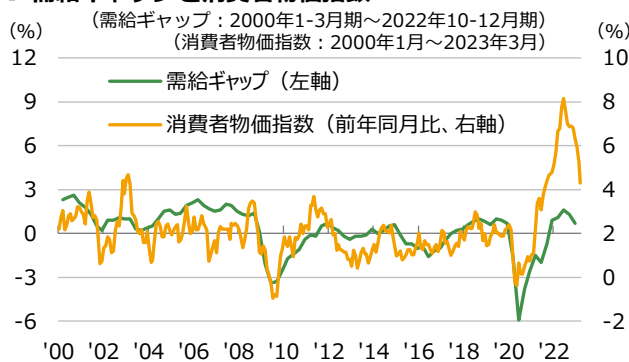
今後のインフレ抑制に向けた利上げでは、引き締め過ぎるリスクも懸念されていた。しかし、利上げ停止によって消費者心理が改善したほか、特に金融引き締めの影響を強く受けてきた住宅市場にも底打ちの兆しがうかがえる。今後もこれまでの利上げが住宅ローンの利払い負担増加などに時間差で効いてくるが、少なくとも個人消費が腰折れし深刻な景気後退を招くリスクは一段と低下したように見える。

実質GDP



(出所) カナダ統計局、大和アセット

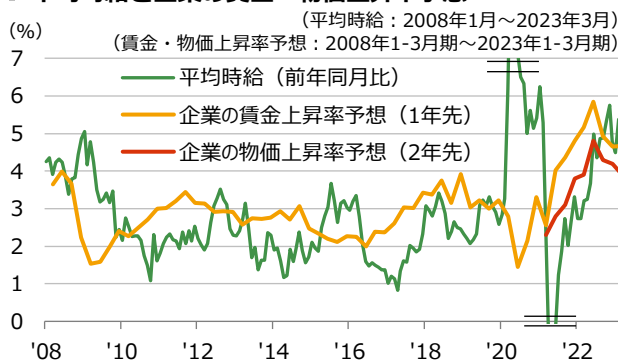
需給ギャップと消費者物価指数



※需給ギャップはカナダ銀行が金融政策報告書で公表している推計値

(出所) カナダ銀行、カナダ統計局

平均時給と企業の賃金・物価上昇率予想



※企業の物価上昇率予想（2年先）は2021年1-3月期～

(出所) カナダ統計局、カナダ銀行

消費者の景況感と住宅価格上昇率予想



(出所) ブルームバーグ、カナダ銀行



債券・金利

政策金利は現行の高い水準で長く維持

カナダ銀行は3月に続いて4月の金融政策決定会合でも政策金利を4.50%に据え置くことを決定した。四半期に1度の金融政策報告書では、前回1月時点からインフレ見通しに大きな変化がなく、利上げ再開の可能性は依然低い。他方、2%の物価目標達成にはまだ時間を要するため、早期の利下げ開始も想定しがたい。マクレム総裁も「年内の利下げ開始は、可能性が最も高いシナリオではない」と述べた。

来年以降は中立金利に向けた利下げへ

引き締め的な金融政策を続け、インフレ目標達成に向けた動きが進展することで、来年以降は中立金利に向けた利下げが見込まれる。カナダ銀行は4月に中立金利の推計値をアップデートし、従来通り2.5%を中心に2~3%とした。2年先1カ月金利はこのレンジを意識した水準で推移しており、将来的な利下げ期待が長期金利の上昇を抑制するだろう。

為替

過去1カ月ではカナダ・ドル高が進行

米国で高まった銀行の信用不安が金融危機に発展する可能性は低下し、また原油価格の反発もあり、この1カ月でカナダ・ドルは米ドルに対して増価した。カナダは世界的にも銀行の健全性が高いことで知られており、米国のような信用不安が起こる可能性は相対的に低いとみられる。信用不安による追加的な景気下押しリスクの小ささや、原油価格の堅調な推移が今後もカナダ・ドルを下支えするだろう。

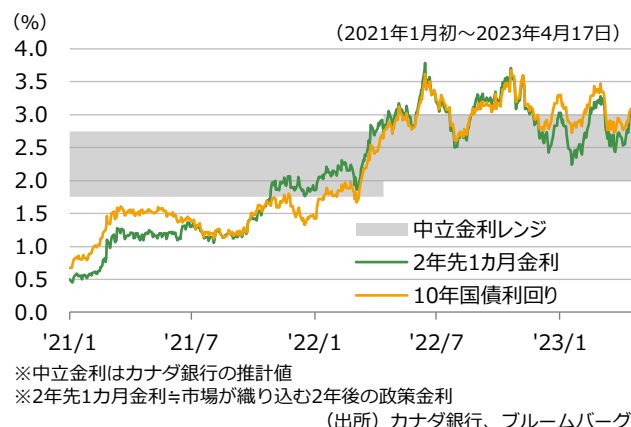
米国との金利差縮小も下支え要因に

政策金利は足元でカナダより米国の方が高いが、両国ともに中立金利は2%台半ばと推計されているため、インフレ沈静化後に想定される利下げ幅は米国の方が大きくなる。今年と来年は両者の金利差縮小を背景に、カナダ・ドルは対米ドルで緩やかな増価傾向を辿ると予想する。前述の円高・米ドル安予想により、カナダ・ドル円はレンジ相場を見込む。

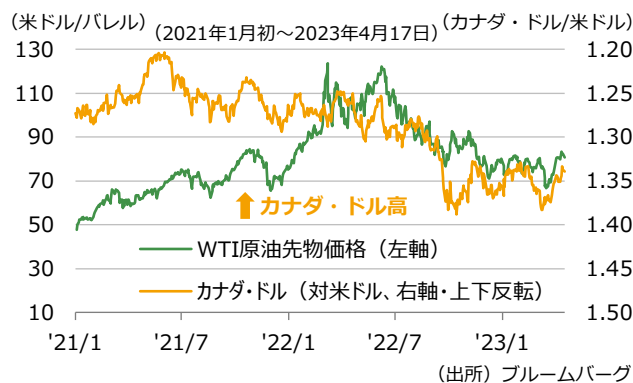
政策金利と10年国債利回り



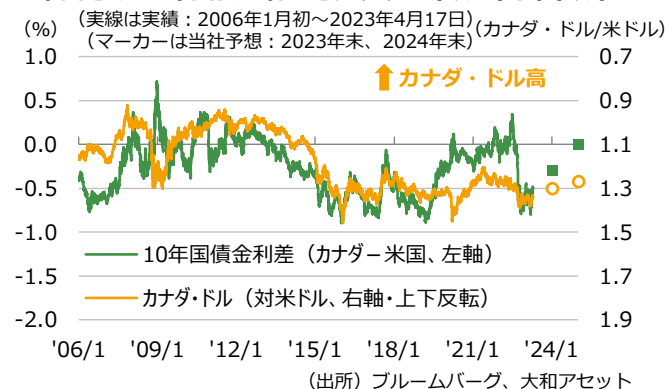
中立金利と2年先1カ月金利、10年国債利回り



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

引き続き景気後退は見込まず

インフレピークアウトとRBAの利上げ停止により、経済のソフトランディング（軟着陸）が実現する可能性は一段と高まった。引き締めの金融政策の下で基調としては潜在成長率を下回る状態が続くものの、堅調な労働市場やコロナ禍以降に積み上がった家計の過剰貯蓄に支えられ、景気後退は回避されるとの見方を維持する。実質GDP成長率は今年を1.5%、来年を1.6%と引き続き予想している。

賃金・物価のスパイラル的な上昇は回避

2月消費者物価指数（前年同月比）は6.8%と、1月の7.4%から鈍化し、ピークアウト感が強まった。また、賃金・物価のスパイラル的な上昇は回避される可能性が高まっており、RBAは「賃金上昇率はインフレ目標と整合的な高さ」と評価している。ただし、賃金指数は前年同期比でまだ加速している状況にあり、7月には最低賃金の大幅な引き上げも見込まれるため、インフレ沈静化にはなお時間を要する。

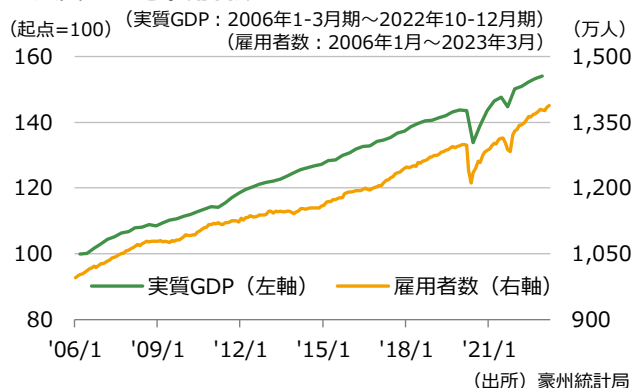
金融政策の伝達速度の速さで危機を回避

豪州の住宅ローンや企業向け融資は、欧米諸国に比べて満期が短いという特徴がある。そのため、利上げに対して家計や企業の返済負担が増すのも早く、相対的に低い水準で利上げを停止することが可能となった。金融政策の伝達速度の速さが引き締め過ぎるリスクを低下させた。とは言え、これまでの利上げの効果はまだ完全には表れておらず、今後時間差で返済負担が増し、景気は抑制された状況が続こう。

消費者のセンチメントは底打ちか

景気が腰折れするリスクも小さい。3月コアロジック住宅価格指数は前月比で0.8%上昇し、RBAが利上げを開始した昨年5月から続いていた下落が10カ月で止まった。また、RBAが4月理事会で政策金利の据え置きを決定したことを好感し、ウエストパック消費者信頼感指数は4月に反発。消費者のセンチメントは底打ちの兆しを見せており、個人消費が腰折れするような事態は回避される可能性が高い。

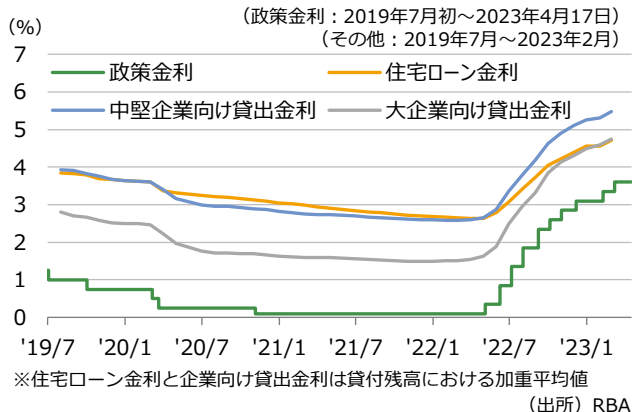
実質GDPと雇用者数



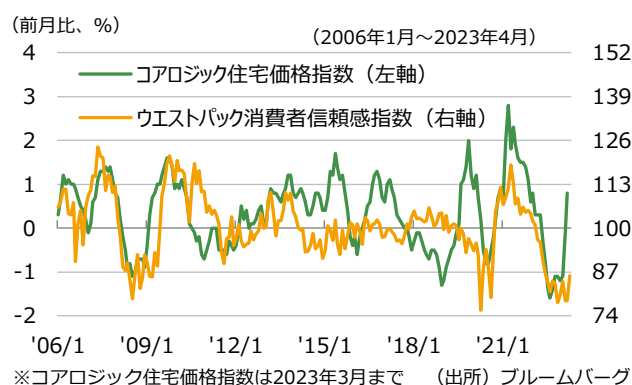
消費者物価指数と賃金指数



政策金利と既存の貸出金利



住宅価格指数と消費者信頼感指数





債券・金利

利上げはいったん停止

RBAは4月理事会で政策金利を3.6%に据え置くことを決定。昨年5月から続けてきた利上げを一時停止した。今後の方針は「いくらかの更なる金融引き締めが必要になることも十分にあり得るだろう」と、追加利上げに含みを持たせている。ただ、RBAは見通し期間の最後（現在は2025年半ば）にインフレ率が目標レンジ上限の3%に鈍化する予想に満足しており、利上げ再開のきっかけを見出しづらい。

利下げ転換のハードルは一段と上昇

利上げ再開の可能性は残るが、メインシナリオとしての政策金利の予想値は今年末を3.85%から3.60%に引き下げた。一方、これによりインフレ沈静化には更に時間を要すると考えられるため、来年末の予想値は3.35%から3.60%に引き上げた。10年国債利回りの予想値は、今年末を3.5%から3.3%に引き下げ、来年末を3.0%に据え置いた。

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、米国の信用不安に対する過度な懸念の後退により豪ドル高・米ドル安が進行する場面もあったが、RBAの利上げ停止が豪ドルの重荷となり、為替相場に方向感が出なかった。今年、来年を見通すと、来年以降は米国の利下げ幅が相対的に大きくなることで、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。

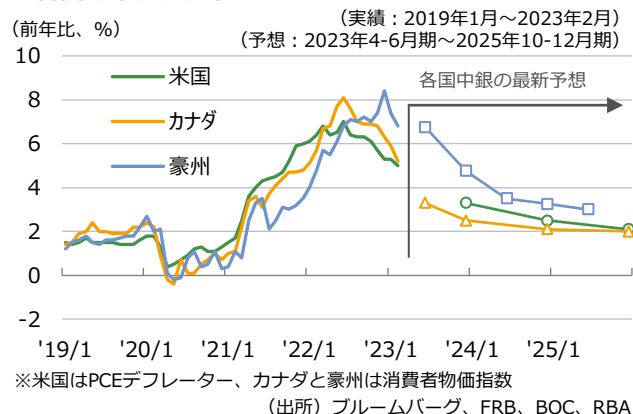
米中の景気格差も豪ドルの追い風に

豪ドル米ドルの騰落率は米中のOECD景気先行指数の差に連動する傾向がある。米国では信用収縮による景気減速（米ドル安に作用）が懸念される一方、豪州との経済的な結びつきが強い中国は経済再開により景気は緩やかな回復が続く（豪ドル高に作用）と予想される。また、最近は豪中の通商関係改善の話も増えており、外部環境も豪ドルに追い風か。

政策金利と10年国債利回り



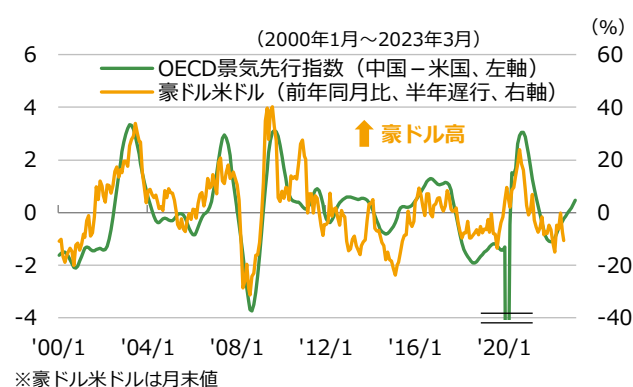
各国のインフレ率



米国との10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）



米中の景気格差と豪ドル（対米ドル）





経済

ベース効果で経済指標の改善傾向が続く

足元は、ゼロコロナ政策撤廃の影響で、サービス業を中心に経済活動の正常化が急進。2022年3-6月に上海ロックダウン等で景気が悪化していたベース効果もあり、3月を含む今後の経済指標において、前年同月比でみた伸び率は改善傾向を継続しよう。ただ、実態に関しては、アウトドアなどの個人消費は堅調も、製造業生産や不動産投資の回復は勢い不足で、不均衡な景気回復に留まっている。

企業景況感は業種によって明暗分かれる

不均衡な景気回復は、PMIでも現れている。3月には、国家統計局PMI、財新PMIともに非製造業が大幅に続伸する一方、製造業は頭打ちとなった。特に中小企業の製造業PMIが50近辺まで低下したことについて、輸出低迷や電子製品の需要減が背景にあると推測される。景気先行きに関しては予断を許さない状況にある。

株式

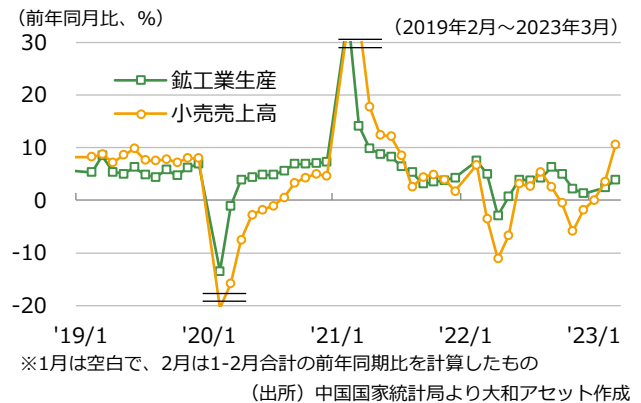
1月につけた高値は当面上回らないか

2月以降は、米中関係の悪化や米シリコンバレー銀行の破綻などが影響し、株価指数は反落。一方、アリババ・グループの分割上場の方針が示されたことで、政府による規制強化の一段落が印象付けられ、3月に大手IT企業の株価が急騰する場面も。今後は、経済指標の一段の改善が株価指数を下支えしようが、外部環境や米中摩擦が重しで、1月につけた高値を上回る可能性は低く、レンジ推移の継続を予想。

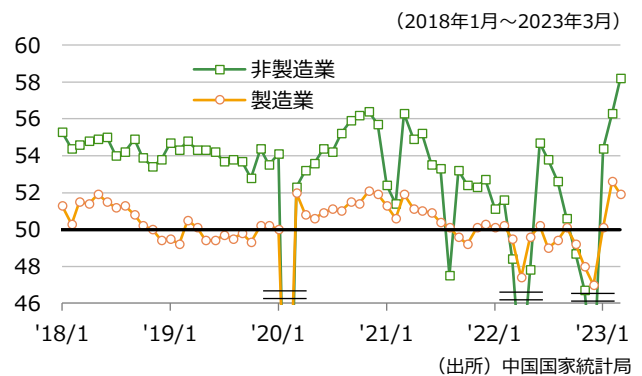
海外マネーは本土株式市場に流入

本土株式市場への海外資金のフローは、ゼロコロナ政策解除後概ね流入基調にある。米国との対立や、ウクライナ問題でロシア寄りとなる姿勢など政治面からの影響は限定的。また、本土株は相対的に海外のリスク回避の動きに影響されにくいことや、成長株の発掘の面も評価されている。流入が続けば、中期的に海外上場中国株の上昇も後押ししよう。

主要経済指標の推移



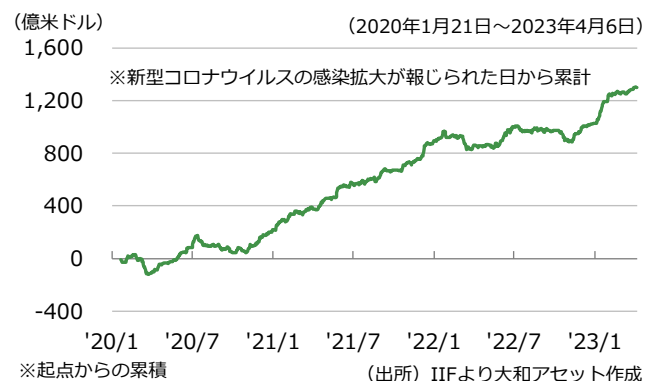
中国国家統計局PMI



各種株価指数の推移



本土株式市場への外国人投資家の資金フロー





債券・金利

年後半の追加金融緩和の可能性は残る

3月に欧米銀行の信用不安が強まる中で、3月17日に中銀は27日から大中規模銀行向けの預金準備率を0.25%ポイント引き下げると発表。足元は国内の需要が徐々に回復しているとみられるが、先行きには不確実性が残る。当面金融緩和の効果を見極める段階だが、不動産業を含めて需要不足の改善が力不足の場合、年後半に追加の預金準備率引き下げの可能性もある。

経済正常化は金利上昇要因にならず

ゼロコロナ政策の解除が観測され始めた昨年12月以降、経済活動の正常化期待で金利上昇が進んだが、10年国債利回りは3%を超えることはなかった。2023年は緩やかな景気回復に留まり、10年国債利回りは2.8-3.0%のレンジ推移の見込み。米金利低下期待もあり、米中金利差（米国-中国）が一段と縮小すれば、需給も金利上昇抑制に作用しよう。

為替

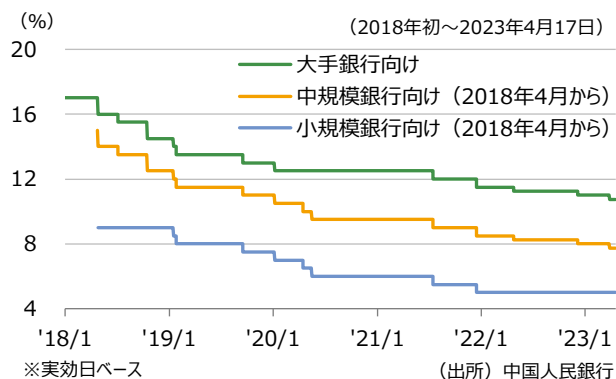
対米ドル、対円でレンジ推移継続を予想

2月以降は、人民元は対米ドル、対円ともおおむねレンジでの推移となっている。貿易比率で計算される実効レートは、中国にとって好ましい輸出入バランスが期待される水準にあり、この水準を維持するために、対米ドルでは当局が米ドル円の方方向性に沿って誘導する可能性が高い。そのため、人民元の対円レートも今後レンジ推移を継続すると予想する。

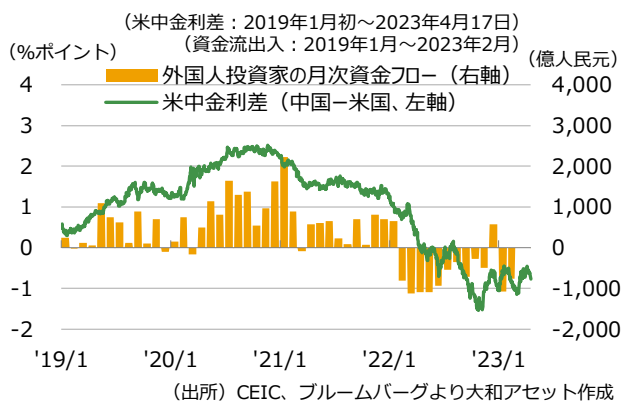
先物ポジションは人民元高傾向を示す

投機筋による先物ポジションは、人民元高を狙ったポジションが2月に約2年ぶりの高水準まで増加し、人民元高バイアスがかかっている。ただ、輸出の低迷が懸念され、当局は人民元高をけん制する可能性がある。その一例として、昨年9月に導入した外貨先物取引におけるリスク準備金積み立ての資本規制を緩和することもあるとされる。

平均預金準備率の推移



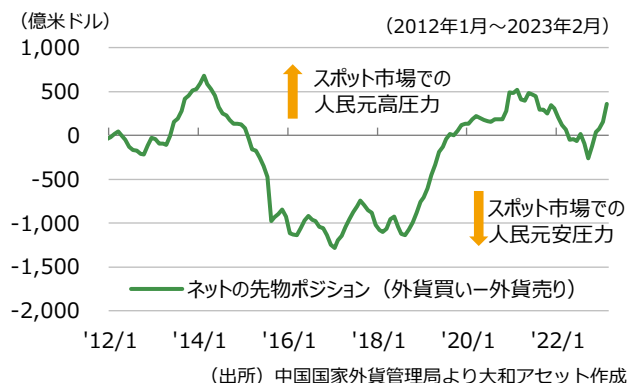
米中金利差と外国人投資家の中国債券売買



人民元の対米ドルおよび対円レートの推移



対米ドル等外貨のネットの先物ポジションの状況





経済

潜在成長率を下回る成長が継続

足元では潜在成長率を下回る成長が続いており、需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向にある。景況感指標などを見る限り大幅なマイナス成長に陥る可能性は低いが、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れば景気浮揚は難しく、当面はゼロ%前後の低成長が継続すると見込まれる。そのため、需給ギャップのマイナス幅は拡大傾向で推移する可能性が高く、インフレ圧力も低下しよう。

財政悪化への懸念が後退

財務省は3月末に新たな財政枠組み案を公表した。財政政策の柔軟性を高める一方で、過去12カ月の歳入の伸びに対して歳出の伸びを70%以下に抑えることなどにより、同時に財政規律を保つ方針。基礎的財政収支（対名目GDP比）を改善傾向に、政府債務残高（対名目GDP比）を70%台半ばに安定させるとの目標が示された。今後、議会を通過する必要があるが、財政悪化への懸念は後退したようだ。

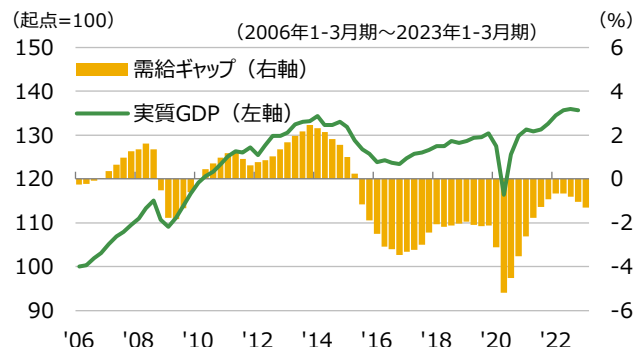
企業・消費者の信用創造は一段と減速

2021年3月以降の急速で大幅な利上げが時間差で債務返済負担を高めており、足元では企業・消費者信用残高（前年同月比）が一段と減速。今年は財政支出の拡大余地が限られ、新たな財政枠組み案でも歳出を増やすためには先に歳入を拡大させる必要があるため、財政による景気浮揚は困難で、民間部門の信用創造停滞が景気減速に直結しやすい環境にある。インフレ沈静化と利下げ転換が待たれる状況。

インフレ目標が変更されるか注目

3月消費者物価指数（前年同月比）は4.65%と今年のインフレ目標上限である4.75%を下回った。当面は減税などのノイズが大きいため、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いる。上記の通りインフレ抑制に向けた環境は整っているように見えるが、市場予想は目標の中心から上振れたまま。インフレ目標が引き上げられるか否かで政策金利のパスが変わるため、その変更の有無に注目。

実質GDPと需給ギャップ

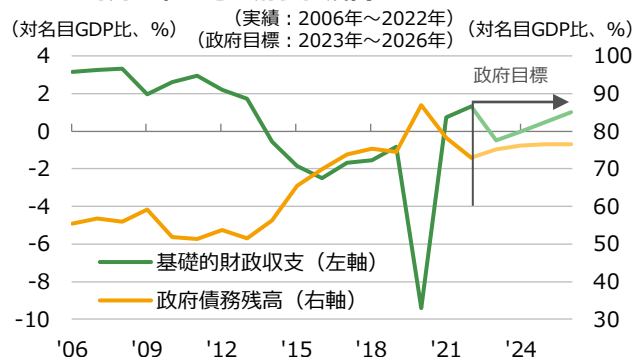


※需給ギャップはブラジル中央銀行の推計値

※実質GDPは2022年10-12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

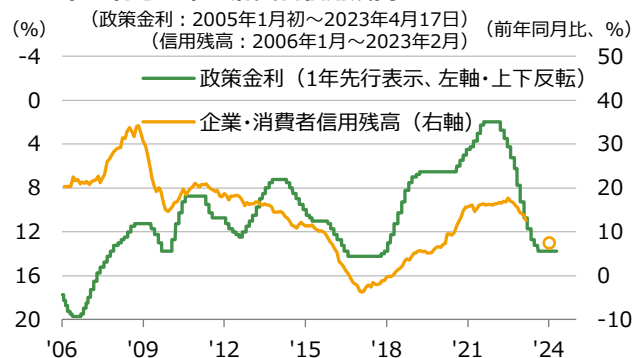
基礎的財政収支と政府債務残高



※政府目標は3月30日に財務省が公表した新たな財政枠組み案に基づく

(出所) CEIC、IMF、ブラジル財務省

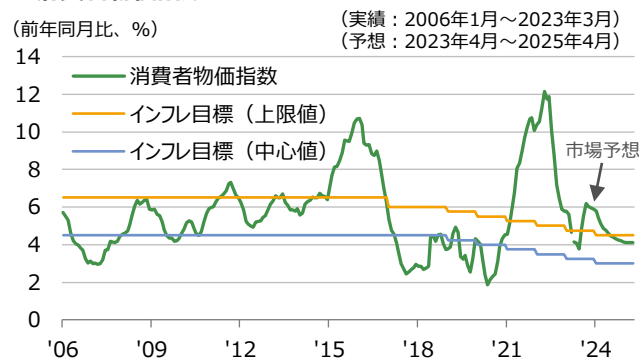
政策金利と企業・消費者信用残高



※○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

消費者物価指数



※インフレ目標は2006年～2025年

(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行



債券・金利

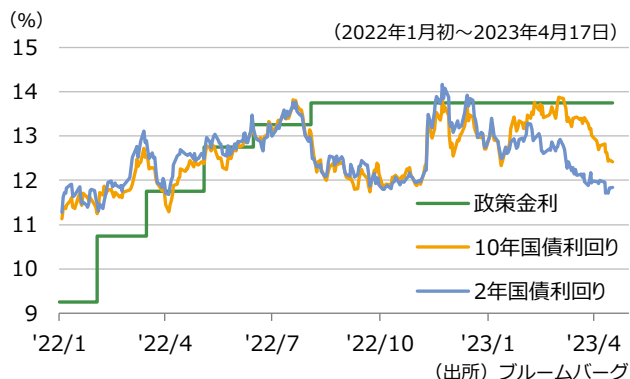
国債利回りは幅広い年限で低下

新たな財政枠組み案や足元のインフレ鈍化を好感して、国債利回りは幅広い年限で低下。残る大きな不透明要因はインフレ目標変更の有無だが、これは遅くとも例年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）で明らかになるだろう。市場のコンセンサスは今年11月の利下げ開始だが、当社は引き続き8月の利下げを開始を予想。インフレ目標の変更によってその時期は変化しよう。

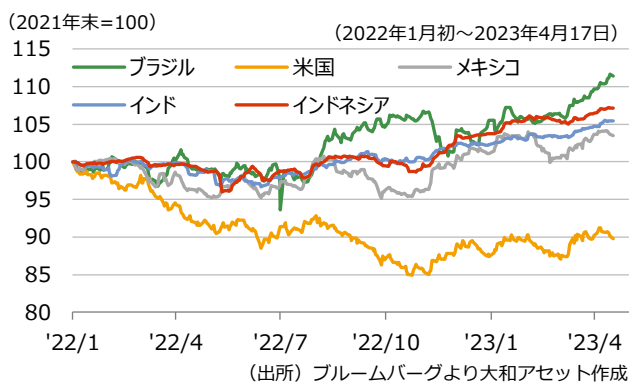
ブラジル債券の「強気」見通しを継続

利下げ開始時期や利下げの到達点はインフレ目標の変更に依存するため、短期的には国債利回りの不安定な動きが想定される。ただし、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は崩れそうにない。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

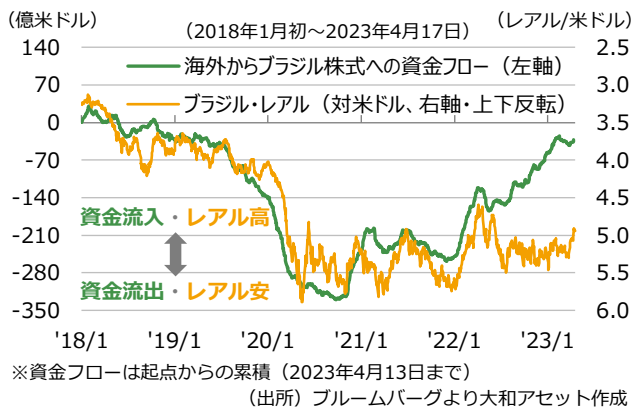
対米ドル相場のレンジを抜ける

昨年半ば以降、ブラジル・レアルは対米ドルでおおむね5.0～5.5レアルのレンジ相場が続いていたが、レアル高方向に抜けた。新たな財政枠組み案が好感されたほか、インフレ率の鈍化により利下げ前倒しの思惑が強まったことも背景にある。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り、米国の利上げ打ち止め観測により米ドル高圧力が後退すれば、更なるレアル高も想定されよう。

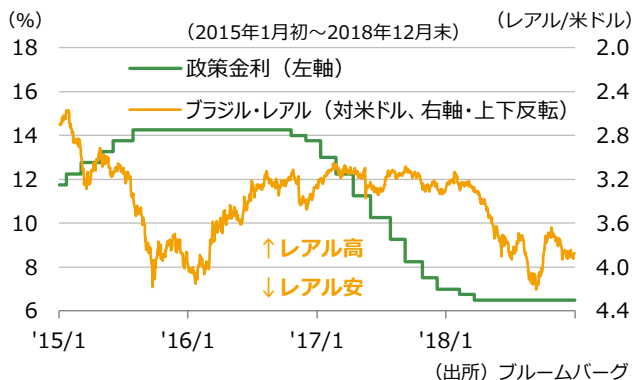
経験則通りのレアル高

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

際立つASEAN・インドの高成長期待

IMFの4月の世界経済見通しをみると、目先数年は、ASEANとインドの実質GDP成長率見通しが高水準を維持し、世界経済への不安が熾る中でも際立つ存在となっている。中国経済正常化および米中摩擦の「恩恵」や、内需の強さが背景にある。また、2024年には利下げ期待が強い、東欧・アフリカやブラジルの景気モメンタムが強まる見通しが示されている。

食品価格の下落幅拡大は安心材料

新興国の物価に最も影響をもたらす食品価格が下落傾向を継続し、原油価格も2021年末時の水準まで下落したことで、新興国のインフレ懸念の再燃は見込まれていない。個別国の天候不順のリスクには留意すべきだが、前年の比較ベースが高いため前年同期比の伸び率でみた商品市況は鈍化を継続し、多くの新興国でインフレ率が低下傾向を継続する見込み。

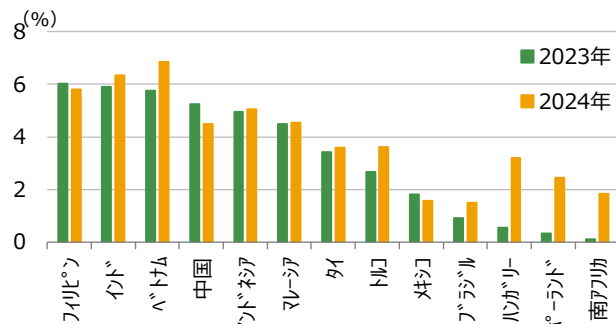
物価が中銀目標レンジに収まる国が増加

新興国でインフレ率が低下傾向を強める中、インド、ブラジル、ベトナム、タイなどでは、物価上昇率が中銀目標レンジに収まった。これらの新興国では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、メキシコ等は利上げが打ち止めと予想されている。さらにベトナムが予想外に金融緩和に転じるなど、新興国では今後1年以内の金融緩和への期待も強まりそうだ。

インドの個人消費の意欲は旺盛

インドは、引き続き強い内需に支えられ、高成長が続くと期待される。インフラ投資が活発な他、中間層の拡大に伴い、個人消費の意欲は旺盛である。個人向け貸出は、前年同月比約20%増のペースで拡大。また、2017年の法律改正や完成物件へのGST（物品・サービス税）優遇措置が導入されるなど、不動産市場の健全化が進む中で、個人の消費意欲が好調な不動産販売に繋がっている。

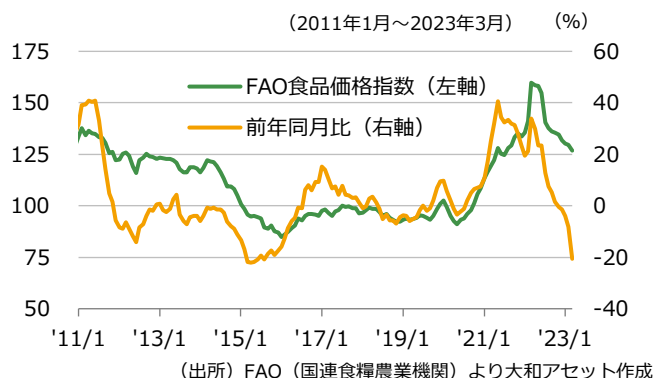
IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



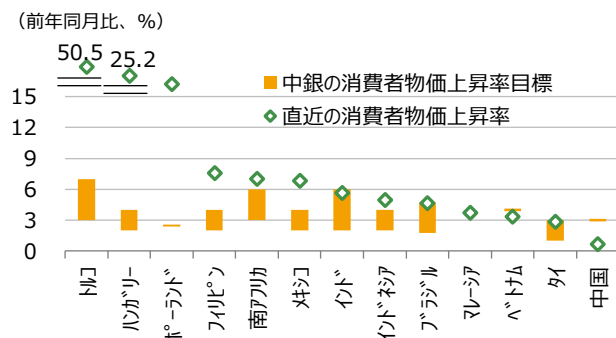
※インドは、当該年4月から翌年3月まで

(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



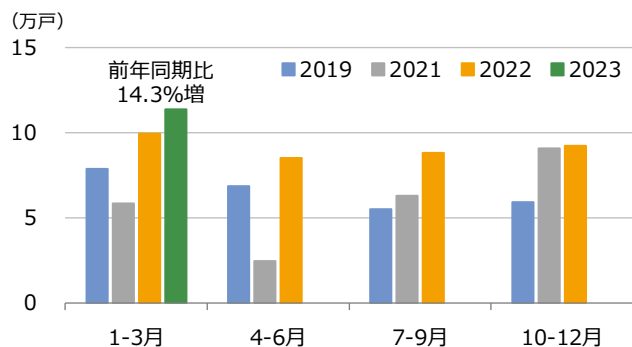
主要新興国の直近のインフレ動向



※マレーシアと南アフリカは2月時点で、その他は3月時点

(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

インドの住宅販売戸数



(出所) ANAROCK Property Consultantsより大和アセット作成



株式

中国の景気回復、米中摩擦の恩恵で選別

欧米銀行の信用不安が一旦落ち着くと、リスク選好の流れが強まり、新興国株は反発。東欧地域の株価上昇が目立ったほか、個別要因を好感したブラジル、メキシコが大きく上昇。メキシコは、米EV大手テスラがメキシコで自動車工場建設などの投資計画を発表したことを好感し、大幅に上昇。引き続き、中国リオープンや米中摩擦の恩恵を受けるインド、ASEAN、メキシコ等が選好されやすい見込み。

米ドル安への期待が新興国株を支える

欧米銀行の信用不安を受け、米国が早期に利上げ停止や利下げを行い、米ドル安が進むとの見方がある。米ドル（米ドル指数）と新興国株のバリュエーションには、ある程度の負の連動性がみられ、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、目先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。

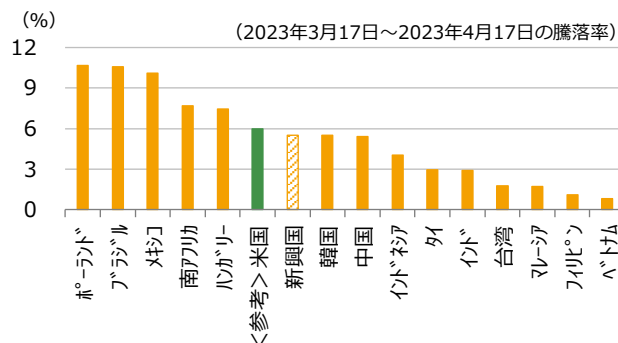
個別国のバリュエーションは魅力的

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。

インド株の割高感が剥落する

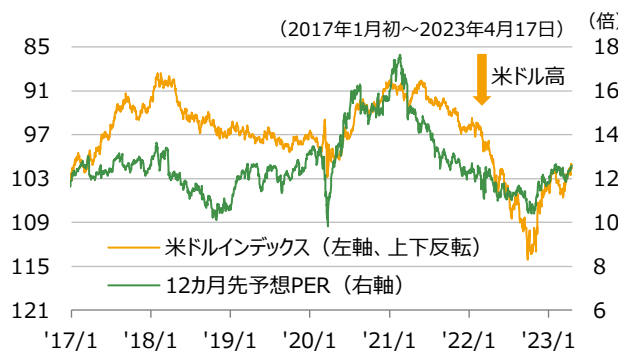
インド株価指数のバリュエーション（予想PER）の低下が目立ち、割高感が剥落したと言える。アダニ・グループの極めて高いPERが是正されたことも寄与。足元は米中小銀行を顧客とするIT銘柄に収益減の懸念でやや売り圧力がかかろうが、インド株は強い内需に支えられていることや、インド銀行システムが健全であることから、株価の下値は固く、投資妙味が増したと予想する。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



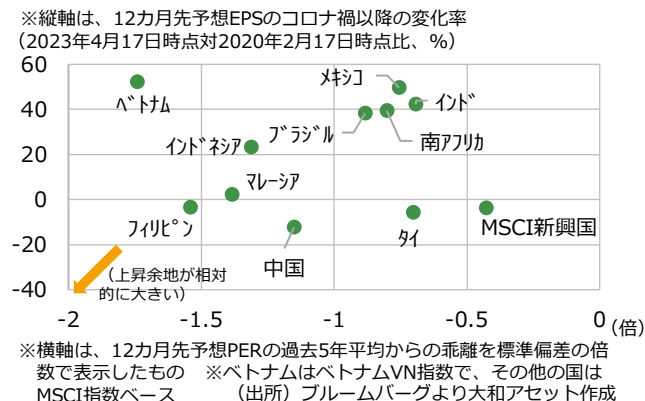
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドル指数と新興国株のバリュエーション



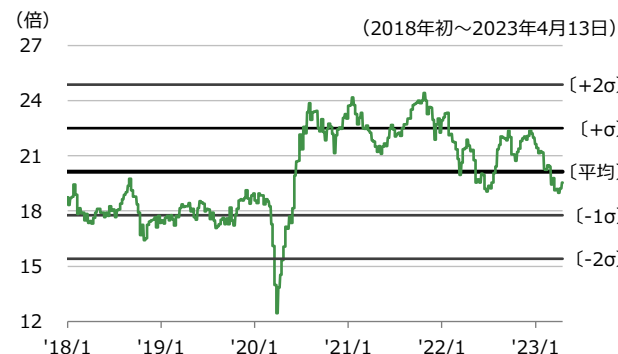
※PERはMSCI新興国指数ベース
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の12カ月先予想EPSおよびPER



※縦軸は、12カ月先予想EPSのコロナ禍以降の変化率 (2023年4月17日時点対2020年2月17日時点比、%)
※横軸は、12カ月先予想PERの過去5年平均からの乖離を標準偏差の倍数で表示したもの ※ベトナムはベトナムVN指数で、その他の国はMSCI指数ベース (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

新興国債券が選好されやすい局面

欧米銀行の信用不安が一旦落ち着きを見せたことを好感し、新興国債券市場では金利低下した国が多い。米国と比較すると、個別リスク要因を抱えるトルコやポーランドを除き、多くの国が米国をアウトパフォームした。ブラジルやアジアの国をはじめ、新興国では利上げ打ち止め、さらに1年以内の利下げ開始などが意識されやすく、当面選好されやすい局面と考える。

実質金利の高い国に投資妙味

アジアで利上げ打ち止めの国が増え、さらにベトナムが金融緩和に転じるなど、新興国の利上げは最終盤にある。それ故に金利上昇リスクが抑制されているほか、すでに高いインカム収入に加えて、債券価格の上昇による収益も享受できよう。特に、ブラジル、メキシコ、インドネシアなど、実質金利の高い国は利下げ余地が大きく、投資妙味が高いと予想。

リート（アジア先進国含む）

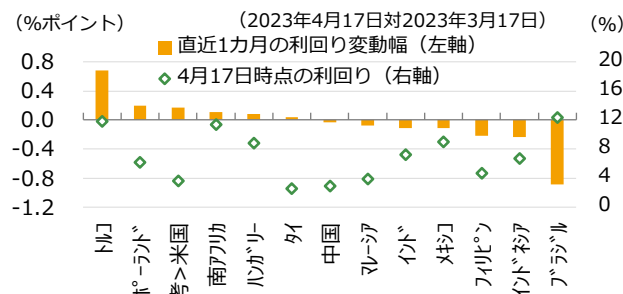
信用リスク懸念後退でやや持ち直し

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、3月半ばから4月半ばにかけて、米当局の預金者保護や銀行救済策の進展などを背景に投資家のリスク回避姿勢が後退し、おおむね堅調に推移。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。

相対的に魅力的なバリュエーション

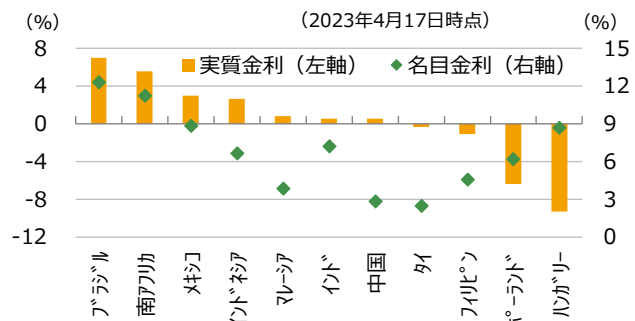
金利が低下傾向になったこともあり、シンガポールでは、予想配当利回りと長期金利の利回り差が3%を超えてきている。当地域は金融引き締めの場合が欧米先進国と比較して相対的にマイルドな一方、リーートの予想配当利回り水準は相対的に高め。この両面が魅力的なバリュエーションを支えている。

直近1カ月の新興国国債市場利回りの動向（現地通貨）



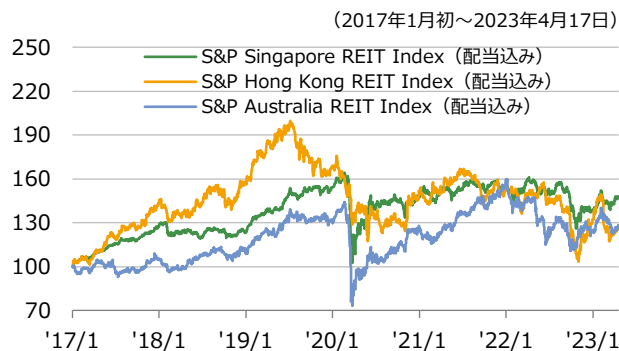
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の実質金利と名目金利



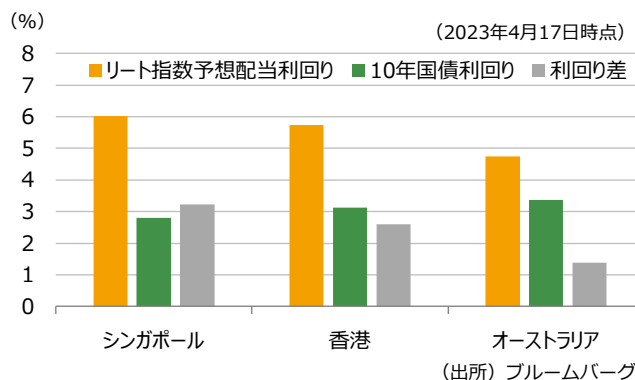
※実質金利＝名目金利－2023年予想CPI上昇率
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

リスク選好の流れを受け、通貨高傾向

リスク選好の流れが強まる中、新興国通貨の対米ドルレートでは、ラテンアメリカ、東欧をはじめ、多くの国で通貨高が進んだ。特にメキシコ・ペソが強いが、テスラ社の投資をきっかけに米中摩擦の恩恵を受けるとの期待が高まり、通貨高が進んだ。今後は米金融政策の動向が注目されるが、米国の景気減速やインフレ鈍化が強まれば、早期の利上げ停止や利下げ転換期待で、新興国通貨が買われよう。

欧米信用不安による資金流出は限定的

欧米銀行の信用不安が発端の世界的なリスク回避の流れが一時的に強まったが、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。

インドの貿易収支の改善が目立つ

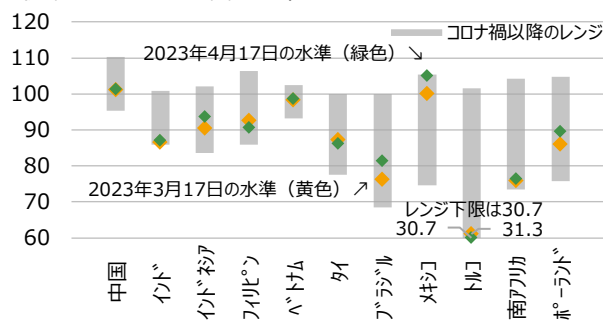
原油価格が1バレル80米ドル前後まで下落したことで、資源を輸入に依存するインドや、ポーランドなどでは貿易赤字の減少傾向が鮮明化。それでも、資源価格の水準がコロナ禍前より高いため、資源輸出のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は高い貿易黒字水準を維持。貿易バランスからみた新興国通貨の売り材料は後退。貿易赤字で減価したインド・ルピーに通貨高の余地がありそうだ。

殆どの新興国はショックへの耐性を持つ

欧米銀行の信用不安が完全には払しょくされない中、新興国投資では対外脆弱性などで選別の必要性が高まった。外貨準備によるセーフティネットをみると、ハンガリーとトルコを除き、月次輸入額に対する外貨準備が判断目安の3カ月を超えている。コロナ禍以降にインド、最近ではベトナム等が外貨準備の積み増しを進めたことが特筆に値し、ショックへの耐性を持っていると言える。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近一カ月の変化

(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4月6日)

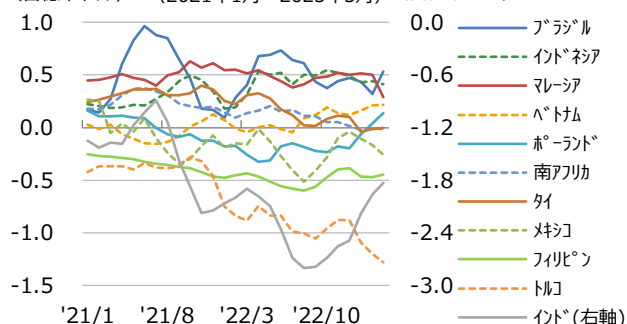


※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支

(百億米ドル) (2021年1月～2023年3月) (百億米ドル)

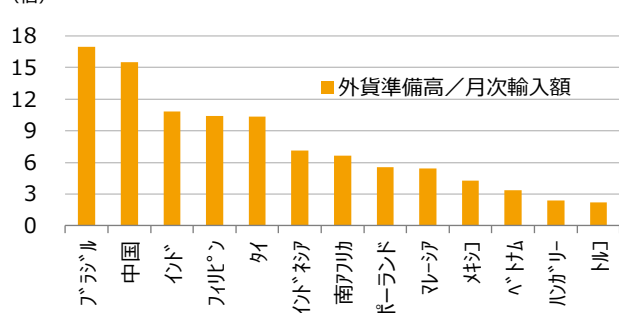


※3カ月移動平均

(出所) CEICより大和アセット作成

月次輸入額に対する外貨準備の比率

(倍)



※直近3カ月の月次データで計算

(出所) IIFより大和アセット作成



原油

OPECプラスの追加減産で原油価格反発

OPECプラスは5月から追加で日量116万バレル減産すると4月初旬に発表。ロシアも3月に始めた日量50万バレルの追加減産を今年末まで続ける方針を示した。3月に米国で高まった銀行の信用不安や、それによる景気悪化懸念で下落していたWTI原油先物価格は、80米ドル台前半まで反発した。米銀の信用不安が原油価格の急落を招き、エネルギー企業の信用不安に波及する事態はひとまず回避された。

需給バランスは需要超過に

従前は、世界的に緩慢な供給増に対してアジアの需要増により、今年後半に原油の需給バランスが需要超過に転じると想定していた。しかし、OPECプラスの追加減産がその時期を早める。他方、原油価格の上昇により、米政府がSPR（戦略石油備蓄）を積み増す期待は後退したほか、民間の需要にも若干の下押し圧力が加わる。今後の価格上昇は緩やかになるとみられ、今年末の予想値は90米ドルを維持。

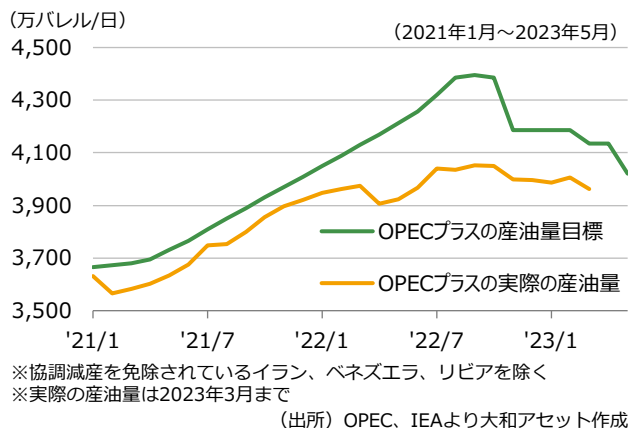
リスクは世界的な深い景気後退

現在想定しているように米国の景気後退が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米ドルまで下落した場合は、米政府によるSPRの積み増し期待も再び高まりそうだ。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米ドルを明確に下回る展開も想定されるが、依然としてリスクシナリオ。

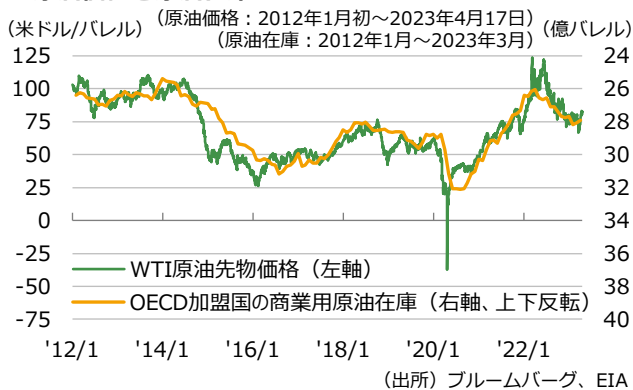
時間の経過で下値は切り上がる

米ダラス連銀が3月に集計した当該地区のシェール企業の損益分岐点は平均62米ドルと、1年前の56米ドルから10%超上昇。脱炭素に向けた潮流の中、投資不足や人手不足が解消される目処は立っておらず、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まれる。

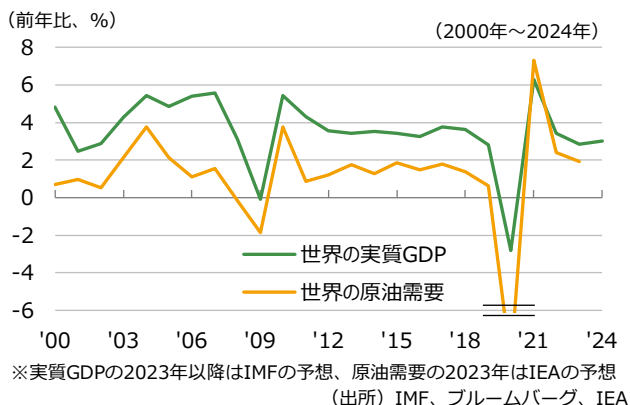
OPECプラスの協調減産



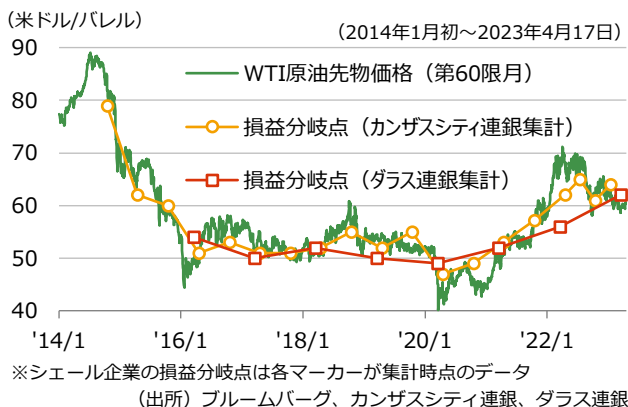
原油価格と原油在庫



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

中銀の想定を見直し、予想値を上方修正

各中銀の米ドル（米国債）離れからの継続的な金買いを想定し、金価格の予想値は今年末を1,900米ドルから2,100米ドルに、来年末を2,000米ドルから2,300米ドルに上方修正した。従来の中銀は下値で買って高値で売る傾向があり、金価格の方向性を決める主体ではなかった。しかし、最近は高値圏でも中銀の金買いが続いており、価格を予想する上でも軽視できないほど存在感を高めている。

銀行の信用不安で最高値をうかがう動き

2021年以降、金価格の短期的な方向性はおおむね投機筋の金先物ネットポジションの変動で説明がついてきた。今年3月以降は米国で銀行の信用不安が高まったことを材料とした先物買いが金価格を押し上げる格好となった。信用不安が金融危機に発展する可能性は低下したものの、米国の景気減速は避けられず、FRBの利上げからの転換も近づいているため、金を積極的に売る材料とはなっていない。

利下げ転換への期待でETFに資金流入か

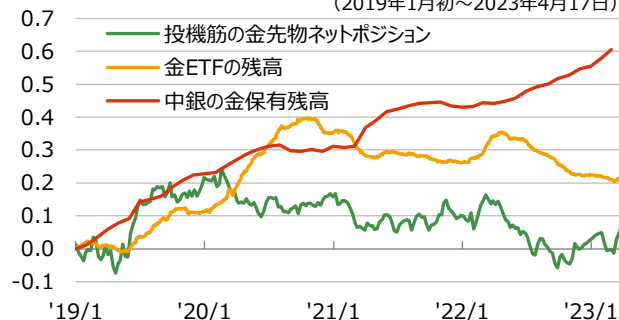
昨年終盤以降の金価格の上昇に対しても金ETFの残高拡大は限定的。FRBの金融引き締めが金の相対的な魅力を低下させたと言えるが、利上げの終了は近い。年内の利下げ織り込みは前のめり過ぎだと考えているが、来年には利下げ転換が予想されるため、それを織り込むように実質金利は低下しやすくなる。今年の終盤以降はETFへの資金フローも流入超過となり、金価格の押し上げ要因になると見込む。

中銀の米ドル離れが継続

各国の中央銀行は金の積み増しを継続。中国は2月まで4カ月連続の大幅な買い越し。ロシアも2月は統計上での買い越しが確認された。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、米ドルを大量に保有する動機が弱まっているようだ。むしろ、米国との関係が芳しくない国にとっては米国債を持つことのリスクも意識される。中銀の米ドル離れと金買いは長いテーマになりそうだ。

先物ポジション、ETF残高、中銀保有残高の累積変化

(起点からの累積、億トロイオンス) (2019年1月初～2023年4月17日)

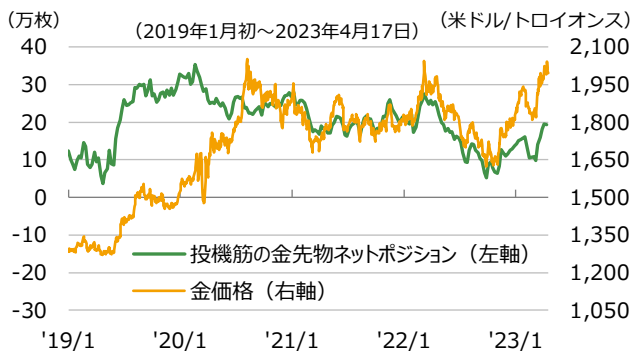


※金先物ネットポジションは週次 (2019年1月1日～2023年4月11日)

※中銀の金保有残高は月次 (2019年1月～2023年2月)

(出所) ブルームバーグ、World Gold Councilより大和アセット作成

投機筋の金先物ネットポジションと金価格



※金先物ネットポジションは週次 (2019年1月1日～2023年4月11日)

(出所) ブルームバーグ

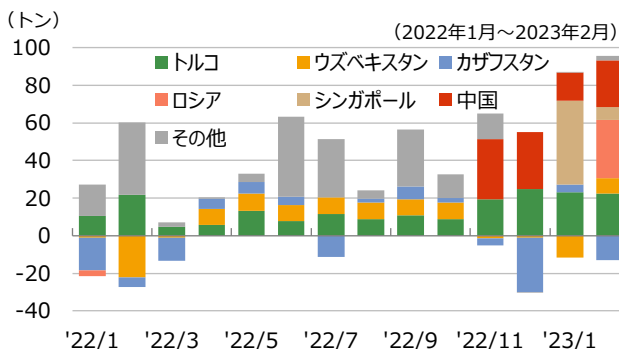
米国の実質金利と金ETFの残高



※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

各中銀の金購入量



(出所) World Gold Council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	米国では過去半年ほどCPIの伸び率は鈍化傾向で、インフレ率が加速するという意味での上振れ懸念はかなり後退しており、むしろ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、市場が期待しているほどにはインフレが鈍化しないリスクは残っている。また、欧州では米国ほどインフレ鈍化がみられておらず、特にコアに関しては前年比伸び率がまだ加速している国もある。よって、米欧とも容易には利上げを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ると、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。債務上限問題のタイムリミットは夏場とされているが、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。
米中対立の深刻化による地政学リスクの高まり	小	大	大	蔡英文台湾総統の訪米と、馬英九前総統の訪中という好対照の外交イベントなどを受け、台湾問題における米中関係は緊張が高まっている。中国によるロシア支援や、米国での気球問題などもあり、様々な面で米中対立の構図が継続しそうだ。米国は政治情勢が混迷し決められない政治に陥りつつあるが、それ故、各政治グループの合意が比較的得やすい対中強硬路線が「決められる政治」や「実行力のある政治」の宣伝材料として前面に出やすくなっているとみられる点もリスクだろう。
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。
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		4/17	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	5.00%	0.25	4.50	4.75
ユーロ圏	中銀預金金利	3.00%	0.00	3.50	3.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	4.50%	0.00	3.50	4.25
豪州	キャッシュ・レート	3.60%	0.00	3.50	3.35
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	2.00	10.00
英国	バンク・レート	4.25%	0.25	3.50	4.15
インド	レポ金利	6.50%	0.00	2.50	2.10
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%	0.25	4.75	4.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	-9.50	1.50
トルコ	1週間物レポ金利	8.50%	0.00	-5.50	-1.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		4/17	1カ月	1年	3年
米国		3.60%	0.17	0.77	2.96
ドイツ		2.47%	0.37	1.63	2.95
日本		0.49%	0.20	0.24	0.46
カナダ		3.10%	0.32	0.34	2.45
豪州		3.37%	-0.02	0.40	2.51
中国		2.84%	-0.03	0.05	0.29
ブラジル		12.42%	-1.01	0.16	4.82
英国		3.69%	0.41	1.80	3.39
インド		7.23%	-0.11	0.02	0.88
インドネシア		6.66%	-0.24	-0.27	-1.25
メキシコ		8.94%	-0.11	0.09	2.02
ロシア		10.99%	0.16	0.38	4.60
トルコ		11.40%	0.28	-11.18	-2.60

		直近値	期間別変化率		
株価指数		4/17	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,987	6.7%	-1.3%	40.2%
	S&P500	4,151	6.0%	-5.5%	44.4%
ユーロ圏	STOXX 50	4,368	7.4%	13.5%	51.2%
日本	日経平均株価	28,515	4.3%	5.2%	43.3%
	TOPIX	2,027	3.4%	6.9%	40.5%
中国	MSCI中国	67.95	5.4%	-4.6%	-15.5%
インド	MSCIインド	1,953	2.9%	-5.1%	80.2%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,563	4.0%	3.9%	48.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,054	0.8%	-27.7%	33.5%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		4/17	1カ月	1年	3年
米ドル		134.47	2.0%	6.3%	25.0%
ユーロ		146.92	4.4%	7.5%	25.6%
カナダ・ドル		100.41	4.1%	0.0%	30.7%
豪ドル		90.11	2.0%	-3.6%	31.6%
人民元		19.54	2.2%	-1.5%	28.6%
ブラジル・リアル		27.21	9.0%	1.1%	32.5%
英ポンド		166.44	3.7%	0.8%	23.8%
インド・ルピー		1.64	2.8%	-0.7%	16.5%
インドネシア・ルピア		0.91	5.8%	3.3%	31.1%
フィリピン・ペソ		2.40	-1.3%	-0.1%	13.4%
ベトナム・ドン		0.57	1.6%	3.7%	24.8%
メキシコ・ペソ		7.46	7.0%	17.8%	64.6%
ロシア・ルーブル		1.64	-4.1%	7.6%	12.9%
トルコ・リラ		6.93	-0.1%	-19.8%	-55.4%

		直近値	期間別変化率		
リート		4/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,505	4.2%	-19.8%	30.9%
日本	東証REIT指数	1,819	2.9%	-8.7%	15.4%

		直近値	期間別変化率		
商品		4/17	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	80.83	21.1%	-24.4%	342.4%
金	COMEX金先物価格	1,994	1.0%	1.2%	18.1%

※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）、

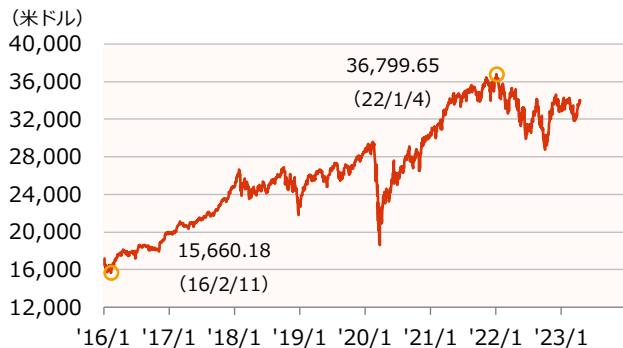
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

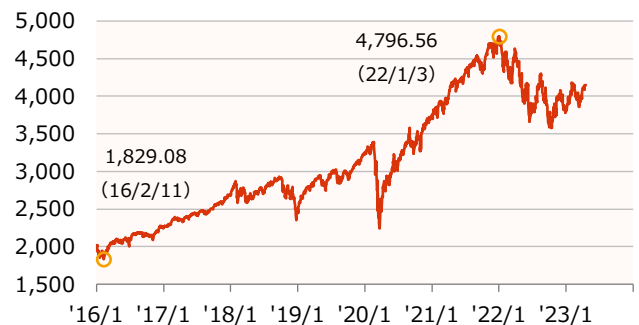
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

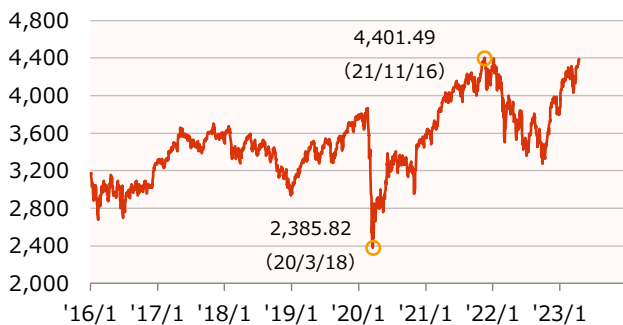
NYダウ



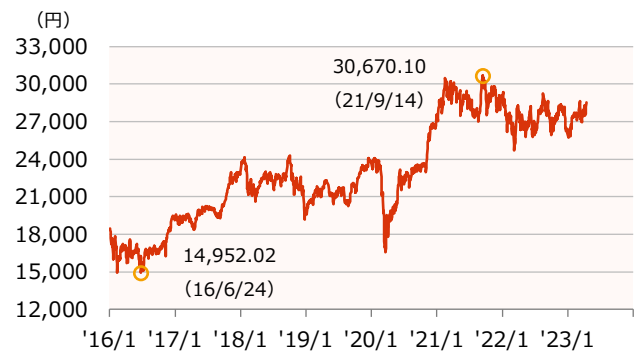
S&P500



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)



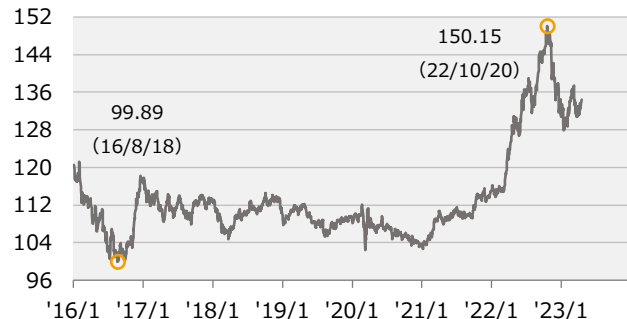
※グラフの期間は2016年1月初～2023年4月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

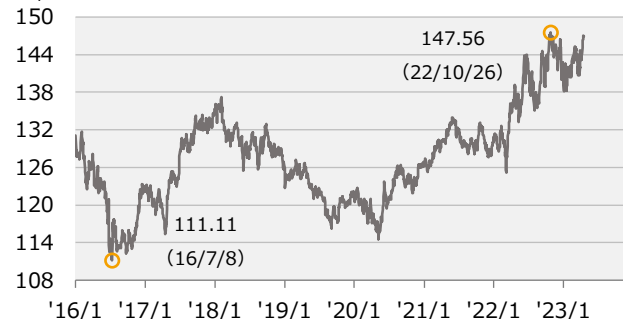
米ドル

(円/米ドル)



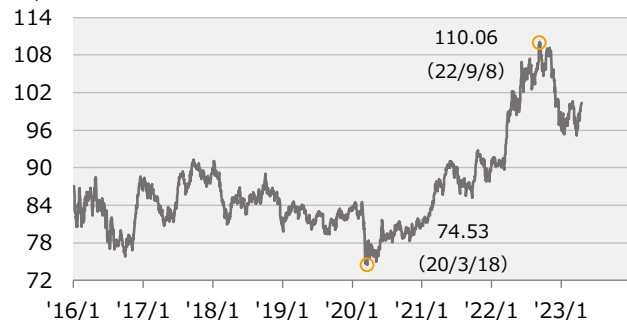
ユーロ

(円/ユーロ)



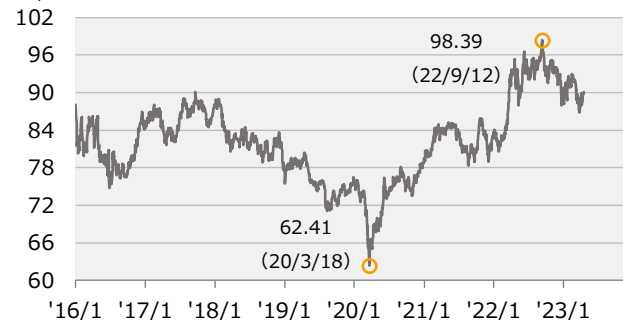
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



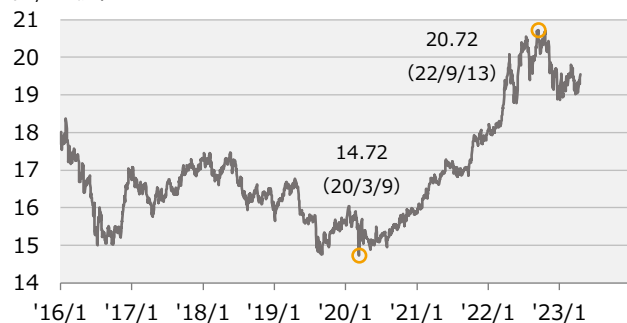
豪ドル

(円/豪ドル)



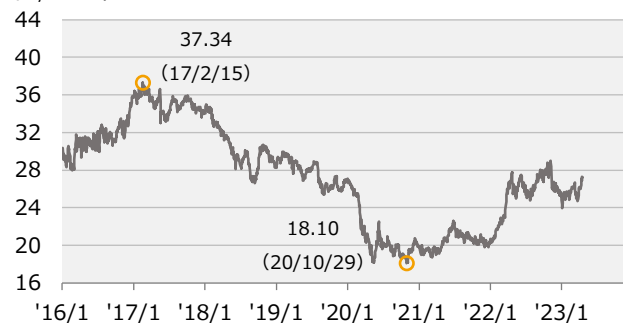
中国人民元

(円/人民元)



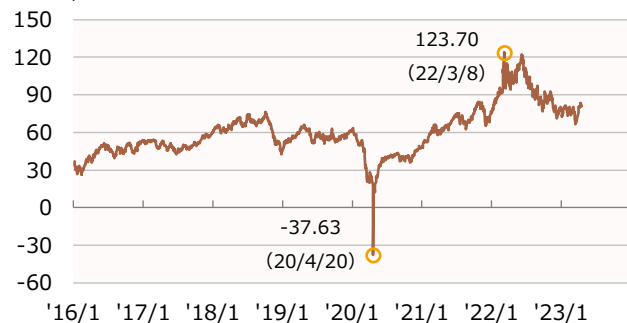
ブラジル・レアル

(円/レアル)



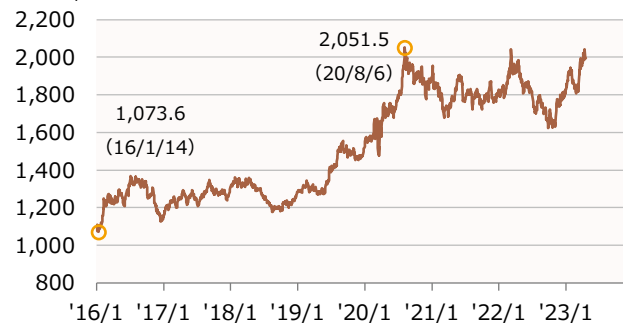
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2016年1月初～2023年4月17日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	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% 3.5%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2023年5月に0.25%ポイントの追加利上げ。 - 米国債を月額600億ドル、MBSを同300億ドル圧縮し、バランスシートを縮小。 2024年は累計1.00%ポイントの利下げ。	2023年5月に0.5%ポイントの追加利上げ。 2024年に計1.5%ポイントの利下げ。 - APPで保有の償還債券の再投資を2023年の7月から全額停止。	- 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	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（14日） ●トルコ総選挙（14日）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●通常国会会期末（21日）	●ECB理事会（15日） ●FOMC（13-14日） ●EU首脳会議（29-30日）	●RBA理事会（6日） ●ハッジ開始（28-7月3日） ●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（21日）
	7月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●FOMC（25-26日） ●ECB理事会（27日）	●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（12日） ●カンボジア総選挙（23日）
	8月		●米ジャクソンホール会議（月内）	●RBA理事会（1日） ●ブラジル金融政策決定会合（2日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日）	●ラグビーワールドカップ（フランス、8日-10月28日） ●ECB理事会（14日） ●FOMC（19-20日）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●G20首脳会議（インド、9-10日） ●上海協力機構サミット（インド、中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（20日） ●シンガポール大統領選挙（月内）
	10月	●インボイス制度開始（1日） ●日銀金融政策決定会合（30-31日）	●スイス総選挙（22日） ●ECB理事会（26日） ●EU首脳会議（26-27日） ●FOMC（31日-11月1日） ●米財務省為替報告書（月内）	●RBA理事会（3日） ●カナダ金融政策決定会合（25日） ●アルゼンチン大統領・議会選（29日） ●中国共産党3中全会（月内）
	11月		●APEC首脳会議（米国、月内）	●ブラジル金融政策決定会合（1日） ●COP28（アラブ首長国連邦、6-17日） ●RBA理事会（7日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（インドネシア、月内）
	12月	●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●大納会（29日）	●FOMC（12-13日） ●ECB理事会（14日） ●EU首脳会議（14-15日）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●中国中央経済工作会议（中旬） ●ブラジル金融政策決定会合（13日）
2024 年	1月	●大発会（4日） ●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（月内）	●世界経済フォーラム（ダボス会議）（スイス・ダボス、15-19日） ●FOMC（30-31日）	●台湾総統・立法院議員選挙（13日） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	2月		●ECB理事会（1日）	●RBA理事会（6日） ●中華圏春節（10日） ●インドネシア大統領・議会選（14日）
	3月	●東京マラソン（3日） ●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（月内） ●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）		●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）

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：資産担保证券、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：住宅ローン担保证券、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4月17日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
(発行日：2023年4月21日)