

2023年新春号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



『インベストメント・アウトLOOK2023年新春号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。2022年は世界の中央銀行がひたすらインフレ退治に奔走し、欧米中心に大幅な利上げが行われました。その結果、エネルギーや財、住宅に関するインフレは収まりつつある一方、今後は景気への配慮も必要となり、2023年は利上げの終着点が検討されるでしょう。今号では、こうした環境をどう見るのか、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。債券・為替、内外株式、J-REITについて弊社プロフェッショナルが解説しています。また、マクロの視点からも毎号同様のラインナップで経済を分析しました。

なお、各意見は2022年12月中下旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一の見解ではないものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸甚です。

CONTENTS 2023年 新春号

02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	17 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	18 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	19 景気循環
06	債券・為替	20 米国
09	日本株式市場	21 ユーロ圏
12	外国株式市場	22 日本
	トピック	23 中国
15	J-REIT市場	24 新興国
		25 各国経済・市場見通し

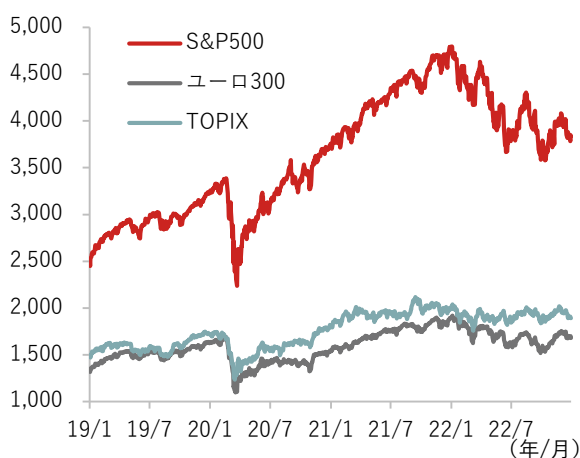
金融市場の動き

2022年10-12月期の金融市場では、10月分と11月分の米CPIが市場予想を下回ったことを背景に、FRBによる金融引き締め観測が後退し、2023年中の利下げ転換も織り込む中で、長期債利回りは低下、米ドルは幅広い通貨に対して下落しました。株式市場は一時上昇していたものの、景気後退懸念が増す中で、期末にかけて上昇幅を縮小しました。

日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2022年12月30日、日次)

(ポイント)

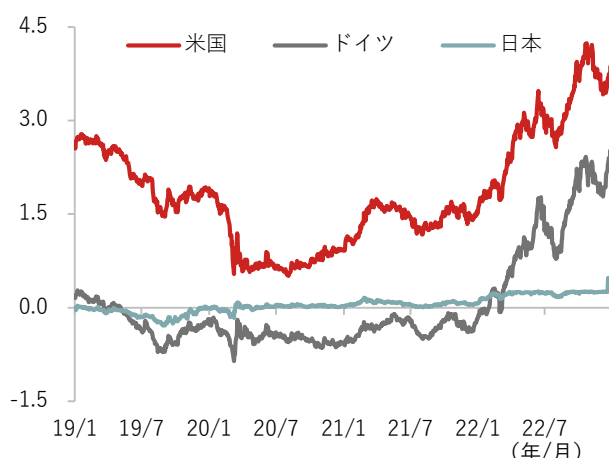


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2022年12月30日、日次)

(%)



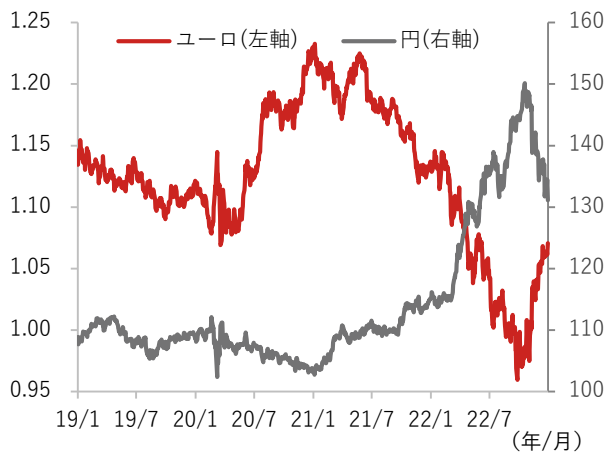
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2022年12月30日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

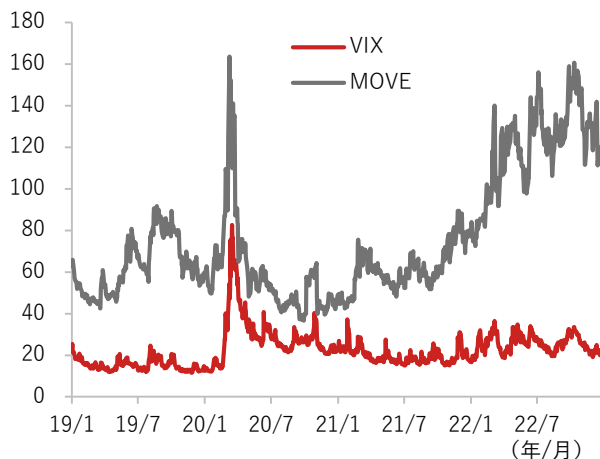


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2022年12月30日、日次)

(ポイント)



(注) VIXは米国株、MOVEは米国債の先行きの変動リスクを示す指数
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

投資環境見通し

2023年の局面変化を見込む



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

高インフレ警戒感が払拭されるまで時間がかかる

世界的にインフレ率が高止まる中、賃金・物価スパイラルや中長期的なインフレ期待の不安定化が懸念される国・地域の中銀は、「インフレ退治」を最優先に、金融引き締めを継続してきました。2022年11月に4会合連続で0.75%ポイントの利上げを決定した後の会見で、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は金融引き締めペースの減速を示唆し、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.50%ポイントの利上げを決定しました。

現状で米欧ともにインフレ率が目標に収束するという確信度は高まっていません。そもそも金融引き締めの程度が不十分なのか、金融引き締め効果が経済・物価に表出するまでに時間がか

かっているのか、現時点では中銀も判断がつかないと思われます。そのため、利上げペースを落としつつも、2023年前半まで利上げが継続される可能性が高いでしょう。

12月のFOMC直後、利上げの最終到達地点（ターミナルレート）は5.0%（FF金利誘導目標レンジの上限）、2023年の年末までに合計0.50%ポイントの利下げが行われているとの予想がFF先物市場では織り込まれました。当社はこの市場織り込みよりもFRBはタカ派的になるのではないかと予想しており、2023年前半に市場のボラティリティが高まる可能性もあると考えています。

2023年の長期債利回りは低下傾向と予想

2022年12月のFOMC参加者の政策金利見通し（中央値）では、ターミナルレートが5.25%に引き上げられました。当社も2023年5月まで利上げが継続され、5.25%に至ると予想しています。金融市場の金融政策に関する織り込みが修正される過程で、足元から米10年債利回りがやや上昇する局面はあると考えています。ただし、景気減速やインフレ鈍化が見えてくる中で、大幅な金利上昇にはならないと見ています。

その後、2023年央のFOMCで利上げが見送られれば、利上げ停止・利下げ転換観測が高まり、グローバルに金利低下が進みやすくなるでしょう。一方、2022年12月にイールドカーブ・コン

トロールにおける長期金利の変動幅を拡大した日本銀行ですが、2023年春に発足する新体制の下で、もう一段の政策調整が入ったり、政府・日銀の共同声明の改定の可能性が意識されたりすることで、円債利回りは下がりにくい可能性もあります。

なお、金融引き締めによる景気減速は、金融危機後のバランスシート調整を伴う景気後退ほど深刻かつ長期化しないとの見方が優勢です。インフレ率もコロナ前ほど低位にはならないと見られます。そのため、2023年に予想する金利低下局面において、長期金利はある程度の水準を維持すると考えています。

2023年後半の株価は金利低下に支えられる

これまで金利上昇に伴い、株価のバリュエーション調整が進んできました。米欧中銀の利上げペースは2022年12月に減速したものの、利上げ局面が続く下では株価収益率（PER）の本格的な上昇は想定しにくいと見ています。さらに、景気減速が企業業績に影響し、1株当たり利益（EPS）の下方修正に繋がる可能性があります。当面、PER、EPSとともに株価上昇の重石になると考えられます。

ただし、当社の経済・物価見通しが実現すれば、2023年後半以降は主要中銀のハト派化がリスク資産価格を支えるでしょう。一旦世界的な景気減速が株価に織り込まれた後、深く長い景気後

退にはならないとの観測が高まれば、金利低下によるPERの回復とともに株価は上昇基調に回帰すると見ています。

さらに米欧中銀が2024年に利下げ局面入りし、金利のもう一段の低下とともに先行きの景気回復期待が高まれば、株価の本格的なリバウンドも期待できるでしょう。

2023年の為替市場は米ドル高の修正へ

2022年11月に10月の米消費者物価指数が市場予想よりも弱かったことを受けて、為替市場では米ドルが対ユーロ、対円で減価しました。2022年の米ドル高は米国の利上げ織り込みとともに進展したことを勘案すると、先行きの利上げ停止や利下げ転換が意識されると米ドル高の揺り戻しが生じやすいと考えられます。

他方で、エネルギー価格が高止まりすれば、欧州や日本は貿易収支の改善に繋がりにくいでしょう。また、2023年後半に失業率の上昇を伴うマイナス成長になったとしても、深く長期にわたる景気後退にはならないとすれば、米国の利下げ織り込みは急速には進まないと見ていま

す。こうした点を勘案すれば、2023年の米ドルの減価ペースも緩やかになる可能性があるでしょう。

なお、主要3地域の景況感を比較すると、潜在成長率を上回ると見込む日本に対し、米欧が劣後すると考えています。米ドル高の修正という文脈の中で、その相手方として、ユーロ高よりも円高の方が進みやすくなるかもしれません。

債券・為替

インフレのみならず、景気動向の重要性が増す局面に



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航

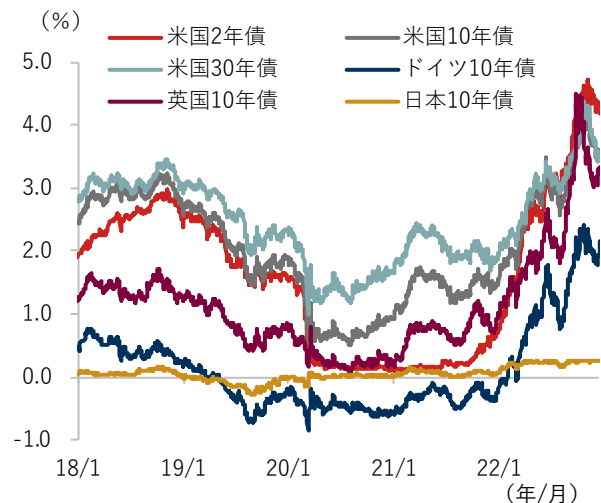


ヘッド・オブ・フィクスト・インカム
野村AM-UK
前田 有司

2022年に債券利回りは大幅に上昇した

2022年の債券市場では、利回りが大幅に上昇しました。インフレ率の加速に対して、主要中央銀行が金融引き締めを積極化させたことが債券利回りの大幅な上昇をもたらしました。FRBは、2022年に暦年の利上げ幅としては過去最大規模となる、累計で4.25%の利上げを実施しました。約1年前に、インフレの加速について一過性のものに留まる可能性が高いと評価していたパウエル議長は、インフレの抑制に向けて急激な引き締めへの転換を迫られることとなりました。

各国国債利回りの推移
(2018年1月2日～2022年12月16日、日次)



(注) 利回りはBloomberg Generic
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBはインフレだけではなく、雇用への配慮も必要に

インフレ率が数十年ぶりの水準に達し、2022年はインフレ退治が中央銀行の政策決定において主要なテーマとなりました。2023年に向けても、インフレの動向は引き続き金融政策の決定、ひいては債券市場に大きな影響を与えると考えています。加えて、2023年の金融政策を見通す上では、インフレと同時に、景気動向の重要性がより増してくると想定しています。FRBは、失業率が3%台半ばと歴史的な低水準にある足元のような状況においては、インフレ退治にのみ専念することができました。しかし、景気が減速し雇用市場が悪化する際には、物価の安定と雇用の最大化、という二つの責務（デュアル・マンドート）の間で、FRBは難しい舵取りを迫られることとなります。

米国では、政策金利が4.25-4.5%に達し、既に利上げの悪影響が生じている住宅市場に加えて、個人消費にも悪影響が出てくるのが想定されます。また、足元では堅調に推移している雇用市場についても、景気の減速に伴い失業率が徐々に上昇に向かうと見ております。インフレの沈静化には雇用市場の減速が必要です。しかし、仮に景気が後退に向かい失業率が大きく上昇することが見込まれる場合に、2000年代以降の低インフレ期のように積極的な利下げ姿勢に転換できるのか、それとも再度のインフレ高進を恐れるあまり利下げには躊躇してしまうのか、インフレの先行きに不透明感が強い中でFRBの政策についても見通しづらい展開となると想定しています。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

足元の米国景気は依然として堅調

米国景気は物価の高騰やFRBによる金融引き締めという逆風下でも、底堅い推移となっています。米サプライマネジメント協会（ISM）製造業景況感指数は景気拡大・縮小の境目となる50を割り込み、金利感応度の高い住宅市場は減速しています。しかしながら、労働市場は引き続きひっ迫しており、個人消費についてもコロナ禍で積み上がった過剰貯蓄を背景に底堅く推移するなど、経済全体としては堅調さを保っています。

米国の景気拡大のペースは鈍化しているものの、当面は粘り強く回復を続けていくと私共は考えております。

米国の労働市場
(2008年1月～2022年11月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

債券利回りは2023年後半にかけて低下に転じるだろう

米国景気の拡大が続きインフレが高止まりする中では、FRBは速度を落としながらも利上げを継続せざるを得ないでしょう。米国の政策金利は、最終的に2008年の金融危機直前以来となる5%を上回る水準へと引き上げられていくと私共は想定しています。

一方で、2023年半ばには、FRBのこれまでの金融引き締めによる悪影響が徐々に出てくることで、米国で景気後退を示唆するような経済指標の変調が確認されると考えております。また、足元の景気の底堅さを受けてFRBの金融引き締めが行き過ぎる場合には、将来的に深刻な景気後退に陥るリスクがあります。

債券利回りは、高インフレを背景にFRBが金融

引き締めを継続する限り、上昇基調が続くと見えています。しかし、2023年の後半にかけては、景気の腰折れが確認され、FRBの利下げへの転換が意識されることで、利回りは低下に転じると予想しています。

2022年に生じた債券利回りの大幅な上昇トレンドがいつ本格的な転換点を迎えるかは、金融市場全体にとって重要な注目点です。その転換点を見通すにあたっては、様々な経済指標からインフレ率が目標の2%まで低下する予兆をいち早く捉え、その結果としてFRBが利下げに転じるタイミングを見極めていくことが肝要と考えております。

米ドルは主要通貨に対して当面はレンジ圏での推移を想定

為替市場では、FRBの積極的な金融引き締め姿勢を背景に米ドル高が進行してきました。しかし足元では、米国のインフレに減速の兆しが見えてきたことで、これまでの米ドル高の巻き戻しも見られています。

FRBは、2022年6月以降、4会合連続で0.75%の利上げを行ってきましたが、12月には0.50%の利上げを決定し、引き締めのペースを減速させました。インフレの完全な沈静化にはまだ時間がかかり、FRBの利上げ継続により米ドル高が続く余地は依然として残ります。しかし、米国景気の減速につれて、将来的な利上げ停止や利下げへの転換を市場が意識しやすくなることで、米ドルは当面の間、ユーロや円などの主要先進国通貨に対して大きな方向感が出にくい展開が続くと予想します。2023年の後半にかけては、

米国での景気後退が意識され、FRBによる利下げへの転換が現実味を帯びてくることで米ドルは明確な下落基調に転換すると予想します。

2022年の為替市場では、エネルギー価格の高騰による経常収支の悪化がユーロ圏や日本といったエネルギーの純輸入国の通貨に対する減価圧力の一つとして意識されました。西側諸国とロシアとの対立は早期の解決を見込みづらいついており、グローバルな景気動向なども反映したエネルギー価格の今後の動向にも注意が必要と考えております。

資源国・新興国通貨は、グローバルな景気減速が向かい風になりつつも、新型コロナウイルス抑制策の緩和などによる中国景気の持ち直しが追い風になると見えています。

FRBの利上げ到達点の上方修正には留意

このような見通しが実現しない一つのシナリオとしては、残存する過剰貯蓄の取り崩しが継続し、引き続き堅調な個人消費に支えられる形で米国の景気後退タイミングが後ずれすることが挙げられます。その場合、インフレが十分に鈍化しない中で、FRBの利上げの到達点が現在の市場の織り込み以上に大きく引き上がることで、債券利回りが一段上昇するとともに、米ドル高が改めて進行する可能性があります。ただし、利上げ到達点の上方修正は、その後の景気後退の程度と、それに伴う利下げ幅を大きくすることが想定されることから、最終的には利上げ停止や利下げに向けて大幅に米ドル安が進む局面が訪れると予想します。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移
(2008年1月2日～2022年12月16日、日次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

日本株式市場



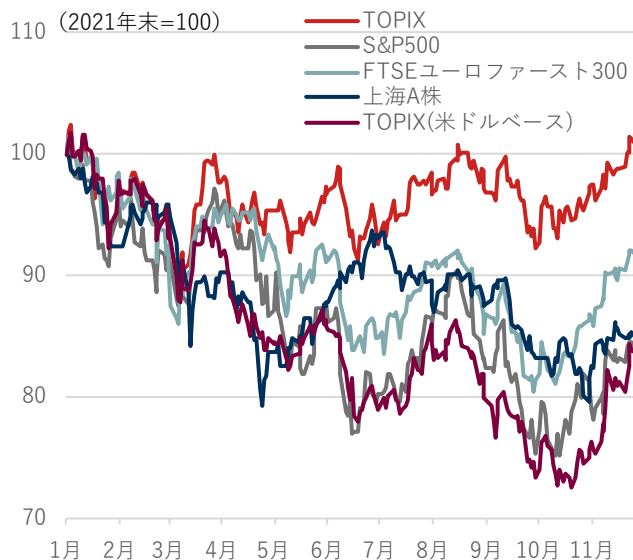
執行役員・CIO
村尾 祐一

世界景気減速局面で相対的に良好な投資環境続く

現地通貨ベースと米ドルベースのリターン格差

2022年の世界の金融市場は、予想以上のインフレ率を背景とした各国中央銀行の金融引き締め政策の影響を受け、債券、株式ともに下落する厳しい展開となりました。そうした環境下、日本の株式市場は、日銀による金融緩和政策の継続、円安に支えられた堅調な企業業績、コロナ後の経済正常化期待などに支えられ、現地通貨ベースでは他国市場と比較して堅調に推移しました。一方、海外投資家にとってのリターンを表す米ドルベースのリターンは、急激な円安の影響を受け、ほぼ他国と同様のリターンとなっています。日本の株式市場が海外投資家から注目を集めるためには、業績の改善に加えて為替市場の安定化が必要と考えられます。

主要国の株価（現地通貨ベース）
（2022年1月3日～2022年11月30日、日次）



（出所） Datastream のデータを基に野村アセットマネジメント作成

各国比較で相対的に堅調な企業業績見通し

2022年度の日本企業の企業収益は、Russell/Nomura Large Capで約9.6%の経常増益が予想されています(2022年12月5日現在)。10%前後の増益率予想は従前との比較で大きな変化がなく、今期の大幅な円安が業績押し上げに貢献している事を考慮すると、実態面では下方修正が行われてきた事を意味します。市況上昇の恩恵を受けた商社や資源関連の業種がある一方、半導体などの供給制約の影響が予想以上に長引いた自動車や、スマホ、PCなどの需要一巡、在庫調整が予想される電機関連の製造業を中心とした見通しの引き下げが、全体としての業績下方修正に結びついています。

2023年度の業績予想については、約6.2%の経常増益が予想されています。ただし、前提となる為替レートが22年度の137円に対し23年度は140円とされており、その水準を上回る円高米ドル安水準では為替は減益要因として働きます。こうした円高リスクを念頭に置く必要がありますが、2023年の業績見通しの変化を欧米、新興国の各地域で比較すると、年初時点での予想から上方修正されているのは日本のみとなります。来年度は、渡航規制の緩和による訪日外国人の増加（インバウンド需要の増加）や、堅調な設備投資を背景に、外需よりも内需が日本経済全体を支えると見込まれ、各国との比較で優位な企業収益の伸びを予想します。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

割安な株価評価の修正は起こるか？

日本の株式市場の株価評価（バリュエーション）が欧米の主要市場と比較して割安である状況に変化はありません。背景としては、市場全体として、株主資本収益率（ROE）が継続して他市場を下回っていることがあげられます。しかしながら、日米両市場の上場企業の中から、ROEが同様の水準（15%以上）の企業群を抽出し、その2つの企業群同士を比較しても、日本の企業群の方が米国の企業群よりもPER（株価収益率）が割安となっています（右下図）。その背景として色々な解釈が可能と思われませんが、米国企業が本業への積極的な投資を行いつつ高いROEを実現しているのに対し、日本企業の場合は利益率が頭うちになる中で株主還元を通じて高いROEを実現しており、将来の売上成長力

に対しての期待感が低い、という考え方があります。そうした考え方を前提とすると、今後日本企業が積極的な投資を通じて高成長、高ROEを実現していくことが割安な株価評価の修正には必要という事になりますが、その観点では「新しい資本主義」の名のもと、岸田政権が発表した政策に含まれる多くの「投資」の実効性が注目されます。投資分野として「人」、「科学技術・イノベーション」、「スタートアップ」、「GX・DX」の4つの分野があげられていますが、官民連携において民間企業から実効性のある投資が積極的に行われるためには、国家戦略として予見可能性を高める事と、投資を促す規制の再設計が必要不可欠と考えられます。

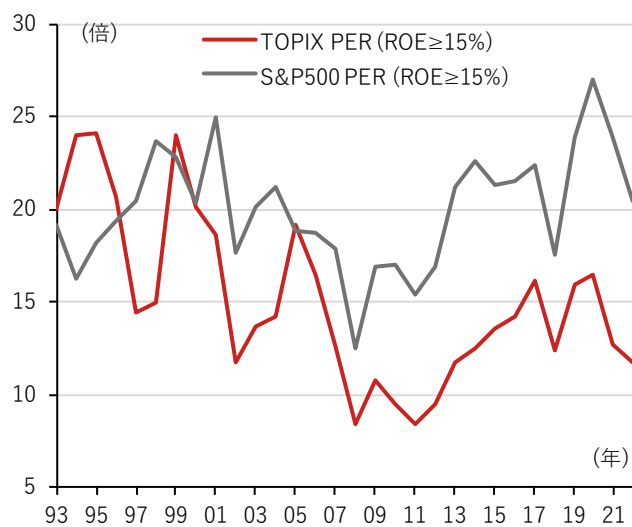
益利回り格差（日本対世界）
（1973年1月末～2022年11月末、月次）



（出所）Datastream のデータを基に野村アセットマネジメント作成

高ROE銘柄群の株価評価比較
（1993年～2022年、年次）

※TOPIXは年度末、S&P500は年末、2022年は11月時点



（出所）Factset のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

非財務情報の評価と機関投資家のエンゲージメント活動

企業評価において、財務情報に加えて非財務情報の分析がますます重要になる傾向に変化はありません。環境、社会、企業統治の各分野で、企業経営におけるリスクと機会をとらえ、持続可能な企業価値向上を目指した経営がなされているかどうかという評価が、中期的な株価評価に結びつきます。気候変動に関しては、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の枠組みに順じて脱炭素社会実現に向けた移行リスク、物理的リスクなどに関わる取組を開示することが求められてきました。現在は、生物多様性や自然環境の保全に関わるリスクと機会にどのように取り組んでいるのかを開示するために、TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）において情報開示枠組みの策定がすすめられています。また、企業の成長戦略と結びついた人材戦略と、人的資本の開示もまた重要なテーマとなりつつあります。従業員の能力を伸ばし、最大限に引き出すために、ジェンダー、国籍、人種、年齢等に捉われず多様な価値観を持つ人材を活用し、多様性と包摂性を受け入れる企業風土を形成することが重要とされます。

人々がそれぞれの職場でやりがいをもって働ける環境、「ウェル・ビーイング」な状況を実現し、従業員エンゲージメントを高めていくことが、持続的な企業価値向上に繋がると考えられます。

機関投資家には、こうした自然資本や人的資本への企業の積極的な取組や情報開示を求めて建設的対話（エンゲージメント）を行う事が求められています。野村アセットマネジメントは、我々自身のこれまでのエンゲージメント活動が、企業経営や株価評価にどのような影響を与えて来たかを定量的に分析しました。結果は、統計的に有意にプラスの効果が現れたものと、そうでないものが混在するものとなりました。この結果に関して重要なのは、外形的に効果が観察されたものが実効性を伴って企業価値向上に結びついているかどうかを継続して評価していくことと、本質的に企業価値として顕在化するのに時間がかかると思われる、自然資本、人的資本などの無形資産の価値向上への企業の取組を粘り強く求めていく事であると考えます。

外国株式市場



執行役員・CIO
中山 貴裕

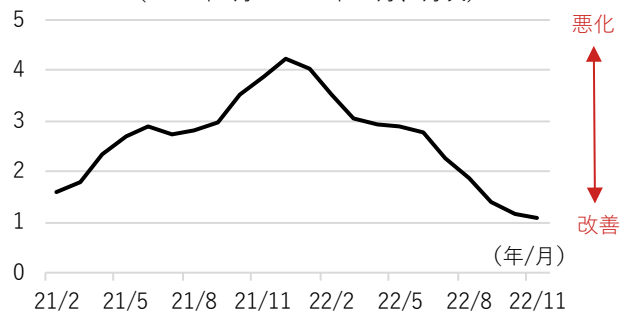
先進国では、マクロから業績へという視点で企業の業績動向の変化に、新興国では、インフレ抑制に成功している市場に注目

金融政策の影響

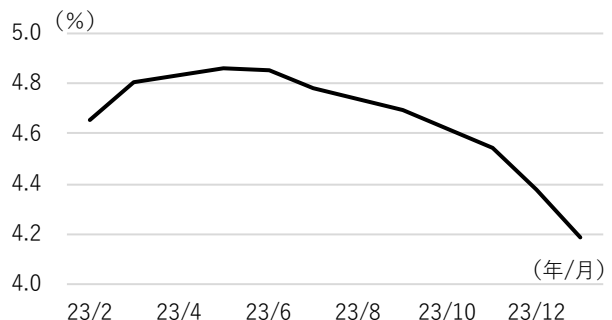
2022年はインフレ懸念を背景とする各中央銀行の金融引き締め加速や、金利上昇による景気の先行き不透明感などが重しとなり、株式市場は弱含んで推移しました。特に、中長期の成長期待が積極的に評価されていた成長株が大きく下落する展開となりました。これらの不透明感が完全に払拭されるには、まだ時間がかかると考えておりますが、インフレ動向については、コモディティ価格の落ち着きやサプライチェーン問題の改善による財価格の低下が確認できます。また、注目されてきた住宅価格上昇ペースにも減速感がみられ、今後インフレ懸念を背景とする金融引き締め自体の不透明感が市場の下落要因となる状況は改善していくと考えています。昨年12月のFOMCでは、6、7、9、11月と4回続いてきた0.75%の利上げ幅が0.5%に縮小され、市場の注目はさらなる利上げから、利下げのタイミングに徐々に移行していくと思

われます。

サプライチェーン指数の推移 (3ヵ月平均)
(2021年2月～2022年11月、月次)



市場が想定する政策金利の推移 (2022/12/18時点)
(2023年2月1日～2024年1月31日、FOMC開催日)

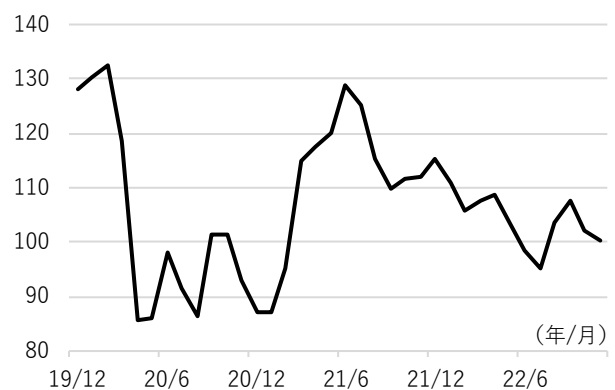


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

景気動向を注視

これまでの金融引き締めの影響やロシア・ウクライナ紛争などの地政学リスクの高まりを背景に、世界各国の経済成長は鈍化傾向にあります。米国のGDPの約7割を占める個人消費についても、2020～21年に積み上がった貯蓄によって、足元では健全性を維持しているものの、金融引き締めの累積的な効果や高インフレを受けて低所得層を中心に嗜好品や娯楽などの選択的支出が弱含む兆しがみられるなど、今後の景気動向を注視する必要があると考えています。

米消費者信頼感指数の推移
(2019年12月～2022年11月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（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。

成長見通しとバリュエーション

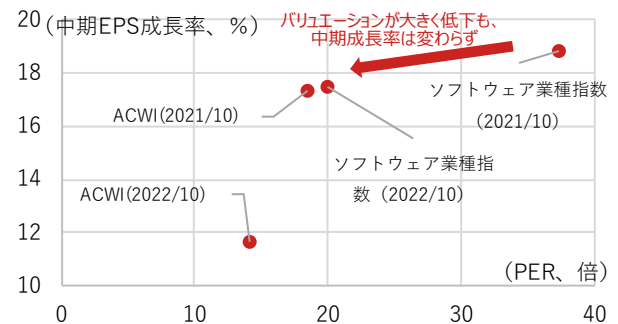
景気減速懸念を背景に、2023年の企業業績予想も足元で下方修正が進んでいます。Factsetが集計した2023年のS&P500指数のEPS成長率予想は昨年6月末時点の8%から12月16日時点で5%以下まで低下しています。また、成長見通しの一時的な減速に対しバリュエーション面でも大きな調整がみられ、業種や企業によっては、大幅な修正が進んだことで、バリュエーション面で魅力が高まっていると考えられます。1995年以降の米国企業の収益性を見ると、リセッション期に収益性は低下しているものの、景気サイクルごとに収益性の水準を切り上げていることがわかります。今後、景気動向次第で企業の収益性の低下は想定されるものの、低下幅は、現在市場で懸念されているほど大きくないことも考えられます。特に、強固なブランド力を背景に価格決定力が強く、継続的に高い収益性を実現してきた実績のあるような企業には、この

注目される投資テーマ

不透明な投資環境でも、すべての企業の成長見通しが今後一律に低下していくと考えるべきではありません。例えば、労働力不足や資源不足などに対して、IT技術を活用した問題解決の手段を提供する企業へのニーズは一層高まっていくと考えられます。また、米国では、2021年に成立した予算総額が1兆米ドルを超えるインフラ投資雇用法案に加え、昨年8月には今後10年間で約3,900億米ドルの気候変動対策費を含むインフレ削減法案が成立しています。これらの法案では、EVの充電施設、水道、ブロードバン

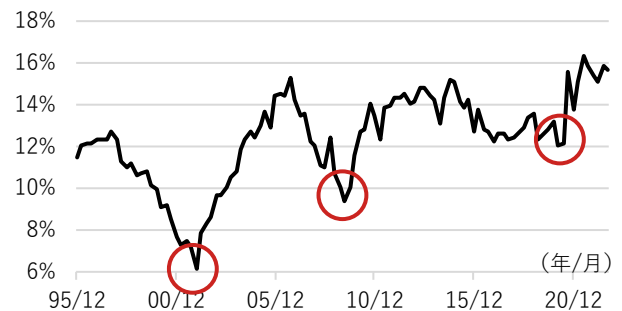
のような視点からも注目できると考えています。

中期成長率予想とバリュエーションの変化



(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国企業(除く金融)の収益性推移(○はリセッション期)
(1995年10-12月~2022年7-9月、四半期)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ド、電力グリッドなど幅広い分野のインフラ整備と、太陽光パネル、風力タービン、バッテリー製造に加えEV購入時の補助金など、クリーンエネルギー分野も対象となっています。このような政策による追い風を背景に、オフィス、住居、物流システムを含めた広範なインフラの再構築や代替エネルギー、EVの普及などが魅力的な中長期の成長テーマとして期待されます。恩恵を受ける企業は、テクノロジー、インダストリアル、公益関連など幅広い業種の企業が想定されます。

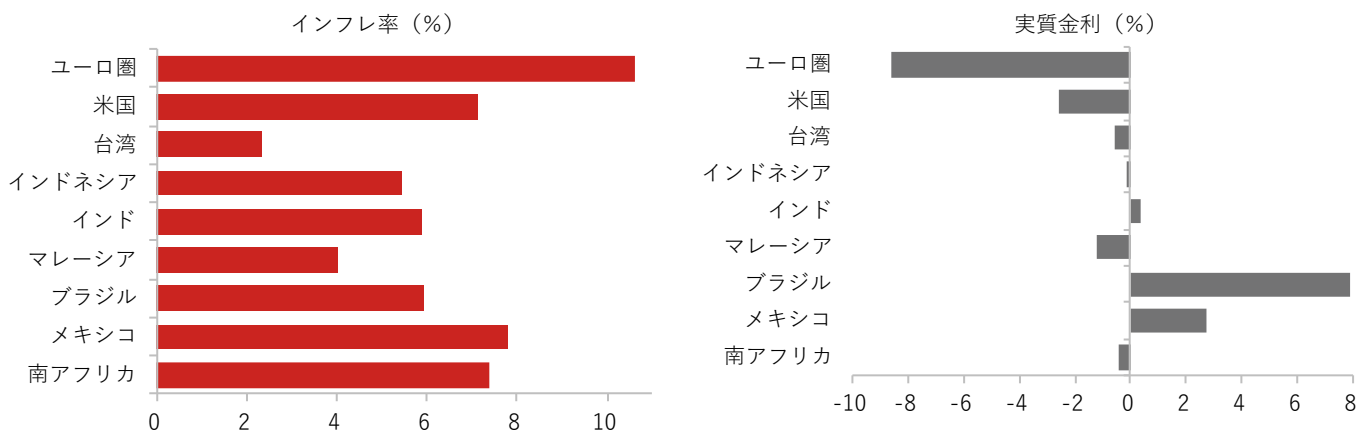
新興国株式：インフレ抑制に成功している市場に注目

2022年11月末時点で、MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）の年初来収益率は中国株やロシア株の下落を受けて-18.6%となり、MSCI先進国株式指数の-14.1%をアンダーパフォームしました。2022年も新興国株式市場にとって失望の1年になったように見えますが、実は先進国23カ国中、収益率がプラスとなった市場は皆無であった一方、（途中に除外されたロシアを含めた）新興国市場では、25カ国中10カ国もの市場がプラスの収益率となりました。

2022年に上昇した市場には、長らく軟調に推移したものの、市場固有の要因で反発したトルコやチリ、エネルギー価格高騰の恩恵を受けたクウェートやカタールなども含まれます。一方、2023年に注目したい市場はインフレ率の抑制に成功している国々で、2022年11月末現在で年初来で上昇してきたインドネシアや南アフリカ、ブラジルに加え、下落となったインドや台湾などが挙げられます。これらの国々は欧米諸国と比べてインフレ率が低い水準にあり、インフレ

率を考慮した実質金利も高くなっています。新興国は従来、インフレ率が比較的高水準であるというイメージですが、一部の新興国が早い段階で利上げに踏み切ったことや新型コロナウイルスに対して巨額な経済対策を実施しなかったことが、今回のインフレ抑制に寄与しているとみられます。経済対策として利下げや財政拡大などの金融・財政政策の余地があるこれらの国々は、2023年も景気回復が続き、株式市場も堅調に推移する可能性が高いとみています。

最後になりますが、東欧、特にロシアを除いた中欧諸国（ポーランド、チェコなど）も注目したい市場です。インフレ率が高い上に、経済的な結びつきが強いユーロ圏の景気減速も懸念されますが、ロシアのウクライナへの軍事侵攻を受け各国の株式市場が大幅に下落しました。地政学的リスクに緩和の兆しが見られれば、中欧諸国の株式市場が2023年に反発する可能性があると考えています。



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

インフレ率：2022年12月15日時点で公表されている直近のCPI（消費者物価指数）上昇率（前年同月比）

実質金利：各国の中央銀行の政策金利（2022年12月15日時点）からインフレ率を差し引いた指標

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご確認ください。

J-REIT市場

ポストコロナでの回復期待が高まるも
目先は内外金利動向の影響を受けやすい

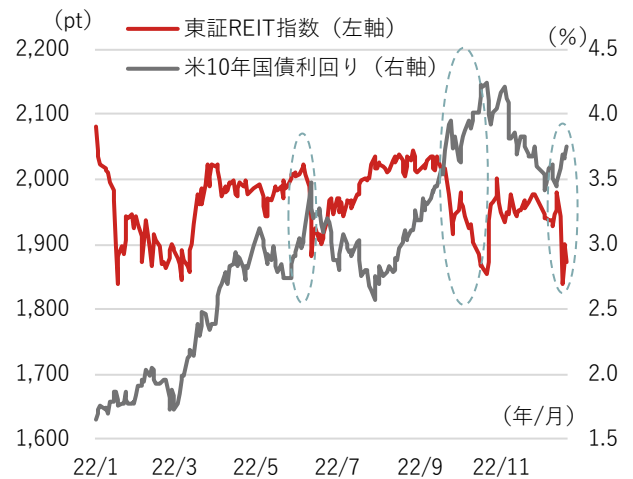


シニア・エクイティ
アナリスト
延原 知行

J-REIT市場は内外金利動向に左右される展開

2022年は海外市場での金利上昇の間接的な影響を受ける形でJ-REIT市場のボラティリティが高まる局面が見られました。米10年国債利回りが6月に上昇したタイミングやその後8月から10月にかけての継続的な金利上昇局面ではJ-REIT市場は一時的に調整局面に入りました。一方国内長期金利やインフレ率の水準は諸外国と比較しても低いためJ-REIT市場へのマイナス影響は海外REIT市場と比較して軽微にとどまってきました。しかし日銀が12月の金融政策決定会合で長期金利の変動許容幅を拡大したことからJ-REIT市場のボラティリティは再び高まっています。J-REIT市場は目先は内外金利動向に左右される展開が続くそうです。

東証REIT指数と米10年国債利回りの推移
(2022年1月4日～2022年12月23日、日次)



(注) 米10年国債利回りはブルームバーグ・ジェネリック
(出所) Bloombergのデータをもとに野村アセットマネジメント作成

インバウンド回復期待からホテルセクターが堅調に推移

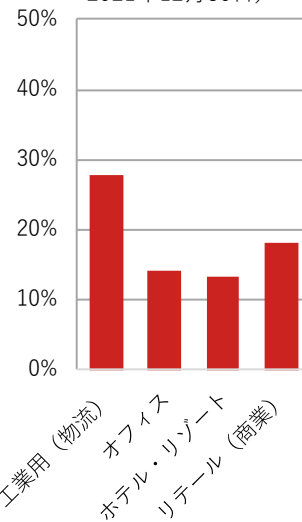
2021年はポストコロナでの経済活動回復を織り込む形でオフィス、ホテル、商業セクターのリターンがプラスとなりました。一方で断続的な感染拡大や在宅勤務の浸透によりeコマースと物流施設の需要拡大が継続するとの見方から物流セクターのリターンも好調に推移しました。

2022年は海外市場での金利上昇の影響を受ける形で、成長性が高いものの分配金利回りが低いことから投資魅力度の低下が意識されやすい物流セクターのリターンがマイナスに転じました。ホテルセクターは全国旅行支援などの需要喚起策に加えてインバウンド解禁による需要回復が期待されることから大きく上昇しています。

東証REIT指数のセクター別リターン

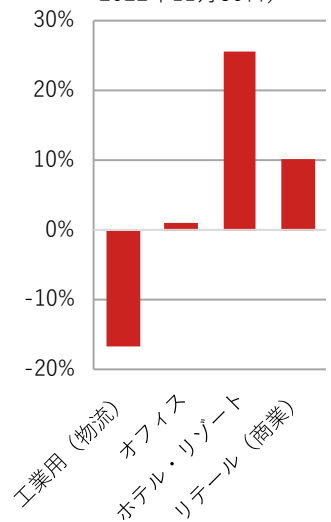
2021年間

(2020年12月30日～
2021年12月30日)



2022年初来

(2021年12月30日～
2022年11月30日)



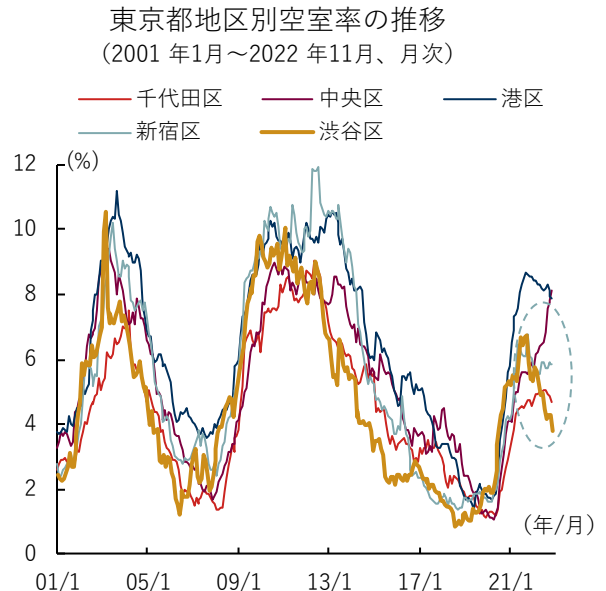
(注) 時価総額加重平均、業種分類はGICSの産業サブセクター分類
(出所) Bloombergのデータをもとに野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書(交付目録見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

オフィス市況は横ばい圏での推移

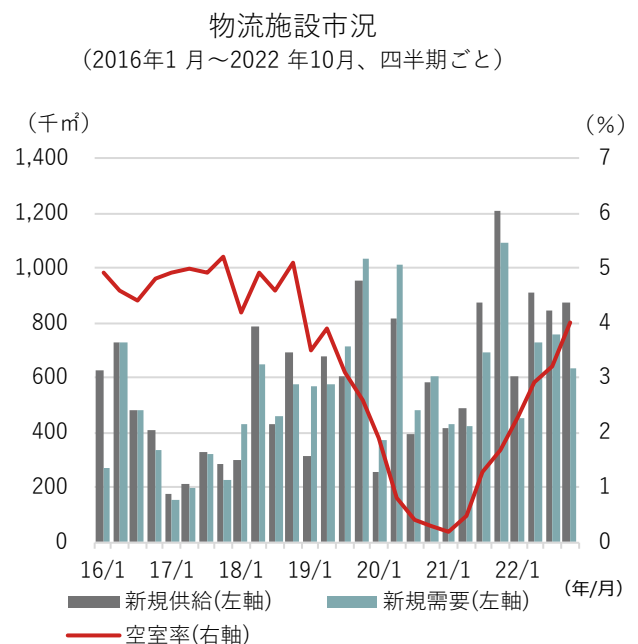
コロナ禍以降、オフィス空室率は上昇を続けてきましたが、足もとでは横ばい圏での推移に転じてきています。コロナ禍直後は在宅勤務との親和性が高く経営判断も早いIT関連企業が集積する渋谷区でいち早く空室率が上昇しましたが、最近では賃料下落により需要が喚起されたことから同区空室率は低下に転じています。2023年以降も新築オフィスビルの供給が継続する点は懸念材料で明るい見通しは描きにくい状況ですが、ポストコロナでの経済活動回復が視野に入中で渋谷区のように需給が改善するエリアに広がりが出てくるか注目されます。



(出所) 三鬼商事のデータを基に野村アセットマネジメント作成

物流施設は需要と供給共に大幅な増加が継続

eコマース拡大に伴う先進的物流施設へのニーズの高まりから物流施設の新規供給は近年大幅な増加傾向で推移していますが、需要も大きく伸びているため需給バランスは保たれている状況です。足もとで空室率は上昇していますが、開発競争激化に伴う用地価格やコスト上昇の影響からテナント募集賃料を高く設定している物件や、テナントニーズと乖離した仕様で開発された物件が空室を抱えていることが影響していると見られます。今後も需要は増加が続くことが期待されますが、しっかりとテナントニーズを満たす物流施設が供給されることが需給バランスが維持される条件となりそうです。



(出所) 一五不動産情報サービスのデータを基に野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

世界経済の基本シナリオ

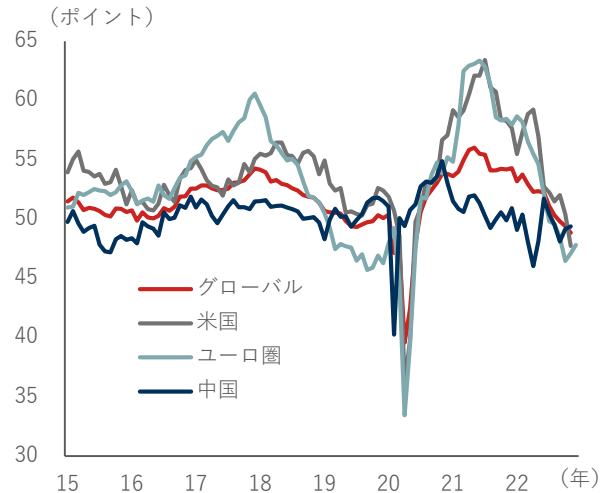
金融引き締め効果の表出により成長鈍化へ向かう

金融引き締め効果が時間差をもって表出

2022年の主要国・地域での金融引き締めの影響はインフレ率の目標への収束を確信させるほどの景気減速には繋がっていません。コロナ禍における供給制約によって生産が滞っていたことによる受注残や、特にサービス消費ができない環境下で政府からの財政移転があったことによる「過剰貯蓄」が、金融引き締めによる需要抑制効果を弱めている可能性があります。これらのバッファが小さくなっていく中で、金融引き締め効果がより強く表出するのは2023年半ば以降と考えています。

この間、供給制約の緩和が進めば、需要・供給両サイドから物価上昇圧力は後退すると考えています。

製造業PMIの推移
(2015年1月～2022年11月、月次)



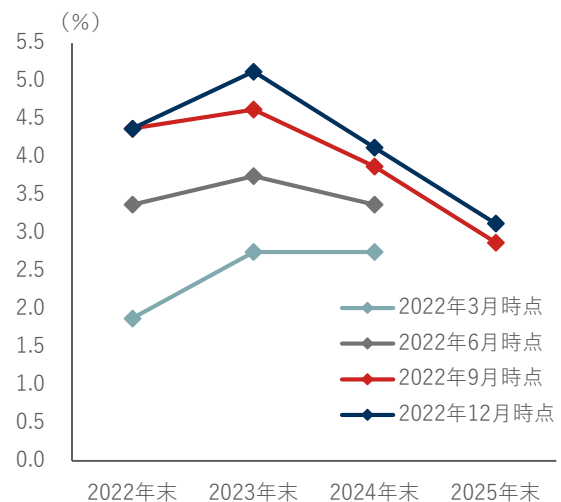
(注) ユーロ圏のみ2022年12月のデータまで表示。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融引き締めペースは鈍化、2023年央にターミナルレートに到達

当社は金融引き締め効果が実体経済・物価に表出するまでの間、FRBは様子見しながら小幅な利上げを行うと予想しています。2023年央にFF金利は5.25%程度まで引き上げられると見ており、2023年中はこの水準を維持すると考えています。その後は高インフレ警戒から実体経済悪化に焦点が移り、金融引き締めの程度を調整するという意味で、中立金利に向けた利下げに転じるでしょう。

特に家計セクターのバランスシートは健全とみられることから、景気後退が長期間に亘るとは考え難いですが、金融システミック危機に繋がりが得る領域はないか注意が必要です。

FOMC参加者のFF金利見通し (中央値)



(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

世界経済のリスクシナリオ

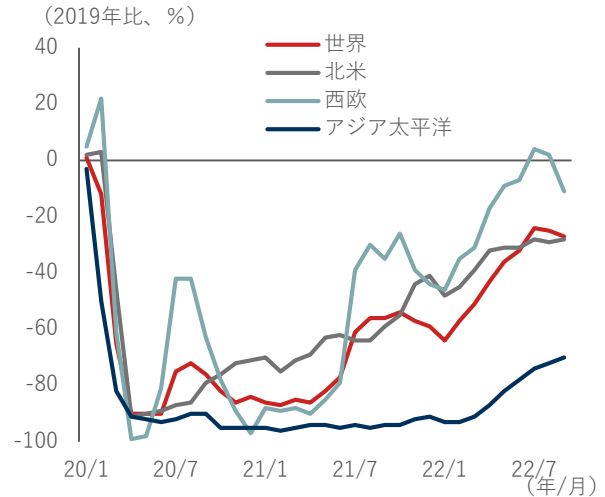
予想以上の金融引き締め効果などに注意

アップサイドリスク：旅行需要・設備投資の強い成長

ウィズ・コロナが浸透する下で旅行需要の回復が続いています。国際観光客到着数は2022年9月に2019年同月と比べて7割程度まで回復しました。欧州が回復の牽引役となっている一方、アジア太平洋は出遅れが目立っています。これは今後の旅行需要の回復余地が大きいことを意味します。中国のゼロコロナ政策の本格的な緩和がより早期に行われることで、アジアの旅行需要が大幅に回復し、それが経済全体に好影響を与える可能性もあるでしょう。

また、コロナ禍やロシアのウクライナ侵攻を経て、サプライチェーンの再構築を急ぐ場合、設備投資が上振れすることも考えられます。

国際観光客到着数
(2020年1月～2022年9月、月次)



(出所) 国連世界観光機関のデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスク：予想以上の金融引き締め効果と再びの供給ショック

米欧で金融引き締めが進んだものの、労働市場は堅調さを維持しています。しかし、この引き締めによる影響が徐々に顕在化し、2023年は予想よりも大きな需要抑制効果となることも考えられます。特に今回の局面は過去よりも速いペースで、かつ主要中銀の多くがほぼ同時に利上げを行ってきました。シカゴ連銀金融環境指数は長期平均よりも金融緩和的なままですが、金融危機以降の平均的な水準からは大きく上昇しています。米欧の銀行貸出調査でも貸出基準の厳格化が進んでおり、金融環境が経済成長を予想以上に下押しすることも考えられます。

また、新型コロナウイルス感染症も引き続きリスク要因です。中国の対応次第では、ロックダウンが繰り返され、需要と供給双方に影響する可能性もあります。

シカゴ連銀金融環境指数
(2015年1月～2022年12月、週次)



(出所) シカゴ連銀のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（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。

景気循環

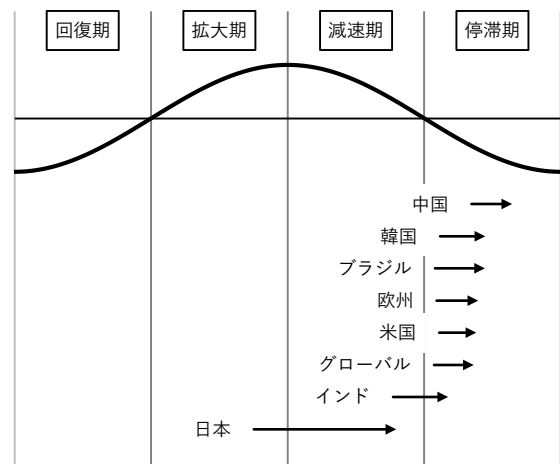
景気は循環的には回復に近づくものの、実体経済の面では不安が残る

世界景気は停滞期を推移

グローバル景気は景気循環の中で最も弱い停滞期を推移しています。過去の停滞期には、金融危機やコロナ・ショックなど実体経済に大きく影響を及ぼした期間も含まれますが、軽微な影響に留まった期間も多くあります。しかし、後者の場合でも経済成長率などの実体経済は今後弱まりやすいと考えられます。

一方、中国が景気の底に近づいてきた点はプラスです。グローバル景気が停滞期から回復期に移る過程では、中国景気はほぼ例外なく先行する傾向が見られてきました。他方、日本の景気は主要国・地域と比べて堅調に推移していましたが、足元ではやや弱い動きになっています。

世界景気の推移
(2022年5月～2022年11月)



(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

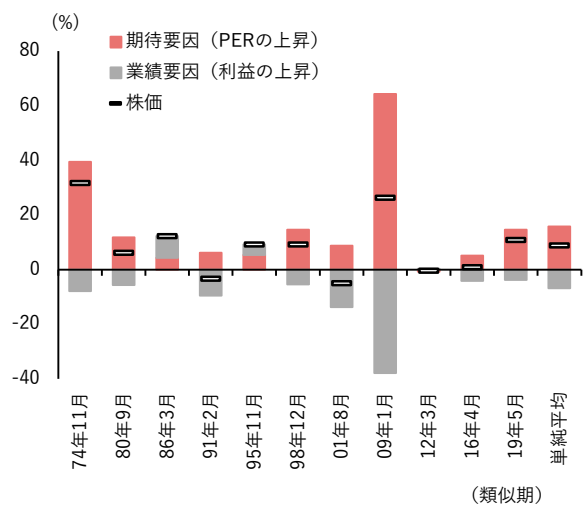
株式市場の先行きは主要国・地域の金融政策の動向次第

景気停滞期の株式市場は、企業業績の悪化が進んだ点は概ね一致しています。足元でも業績悪化懸念は高まっていますが、景気循環の面では決して例外的なものではありません。

今回はむしろ、株価と業績の差に相当する期待要因が、過去ほど大きく上昇しない可能性がリスクとして考えられます。期待要因は株価収益率 (PER) などの変化であり、金融政策が緩和的 (引き締めの) であれば上昇 (低下) しやすい関係が見られます。

足元は停滞期にも関わらず、米国をはじめ幅広い国・地域で政策金利の利上げが重なっている点が過去と大きく異なっています。今後の金融政策の動向と共に、期待要因がどの程度上昇するかが重要なポイントとなるでしょう。

類似期の半年先の株価と変動要因
(1973年以降を対象とした景気局面の類似期)



(注) グローバル景気を基に定量的に類似期を抽出したもの。株価はDatastreamの先進国株価指数を用いている。

(出所) OECD、Refinitiv、Datastream のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

米国

FRBは利上げ効果を見極める段階に近づいているが、利上げは当面継続へ

景気は減速しつつも底堅く推移

米国景気は、減速しつつも底堅く推移しています。企業のマインド指標が低調なほか、ローン金利上昇を背景に住宅販売・建設関連の指標が悪化していますが、消費関連の指標は総じて良好です。雇用者数の増加や賃金の上昇が続いていることに加え、コロナ禍で積み上がった「強制貯蓄」が取り崩されていることが、消費を下支えしている模様です。こうした中、11月のインフレ率（消費者物価指数の前年比）は7%台となりました。9%台だった6月と比べれば鈍化し、インフレ圧力の緩和が示唆されますが、なおFRBの目標である2%を大きく上回る状況です。供給網混乱が解消に向かうのに伴って財物価の伸びは鈍化していますが、労働市場の堅調を背景にサービス物価の伸びは依然として加速傾向となっています。

米国の雇用・賃金統計
(2019年1月～2022年11月、月次)

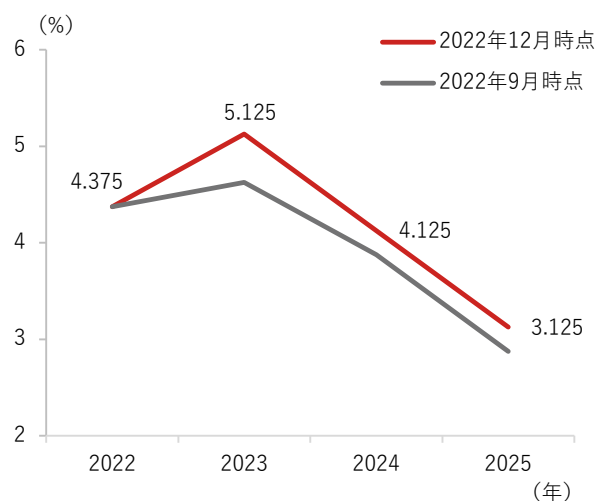


(注) 雇用者数は非農業部門。賃金は民間部門の時間当たり。直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBは、これまでの利上げ効果を見極める段階に接近

FOMCは、11月に0.75%ポイント、12月に0.50%ポイントの利上げを決定しました。累計利上げ幅が4.25%ポイントに達し、また、インフレ圧力が緩和しつつある中、パウエル議長は「利上げペースを緩めることが適切である」と説明しました。FRBは、利上げ効果を見極める段階に近づいているようです。もっとも、FOMCメンバーは、2023年に合計0.75%ポイントの追加利上げを予想しており、早期の利上げ停止が視野に入っているわけではありません。また、インフレ見通しを巡る上振れリスクが強いことや、金融市場で楽観的な観測が強まり、金融環境の引き締まりが不十分となるリスクがあることを踏まえると、FOMCが予想する以上の利上げに追い込まれる可能性にも注意が必要です。

FOMCメンバーの政策金利予想
(2022年12月のFOMCと同時に公表)



(注) FOMCメンバーの予想中央値（政策金利誘導レンジの中間値）。グラフ中の値は、12月時点の予想中央値。
(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

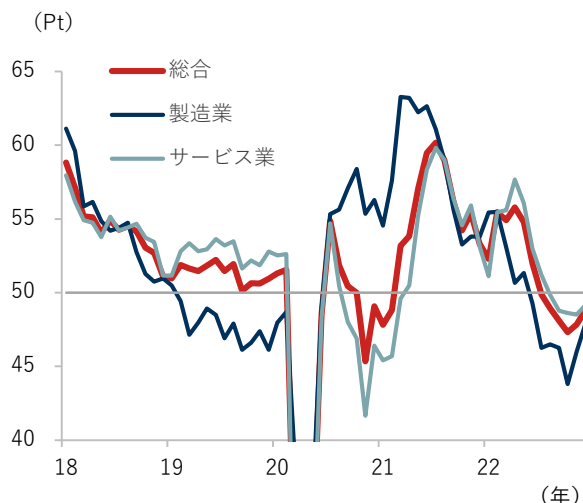
ユーロ圏

「二次的波及効果」への懸念を強め、ECBは大幅利上げを継続

エネルギー価格高騰を背景とした高インフレが経済活動の重石に

ユーロ圏景気は減速しています。景気との連動性の高い購買担当者総合景気指数（PMI）が節目の50を割り込む状況が続いているほか、10月以降の生産統計や消費統計には弱さがみられます。コロナ関連制限の緩和・撤廃による追い風が和らぐ中、エネルギー価格の高騰に起因する高インフレが経済活動の重石になっているとみられます。実際、11月のユーロ圏インフレ率は前年比10%台と、2カ月連続での2桁上昇となつて ECBが目標とする2%を大幅に上回りました。また、エネルギー価格高騰などの転嫁が進む中、食品及びエネルギーを除くコアインフレ率も、同5%台と高いままです。今後については、後述の利上げ効果が顕在化するとみられ、2023年のユーロ圏景気は停滞感を強めるでしょう。

ユーロ圏PMI
(2018年1月～2022年12月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ECBは2023年入り後も大幅利上げを継続する見込み

ECBは、10月理事会で0.75%ポイント、12月理事会で0.50%ポイントの利上げを決定しました。12月の利上げペースは縮小しましたが、声明文に「政策金利は大幅に引き上げられ、十分に引締め的な水準に達するだろう」との文言が追加され、ラガルド総裁が0.50%ポイントの利上げ継続の可能性を強く示唆したことを踏まえると、2023年入り後も大幅利上げが続くとみられます。新たに公表された経済見通しでは、2024年にかけてインフレ率が上方修正されると共に、2025年になってもインフレ率が2%目標に収斂しないとの予想が示されました。こうした中でECBは、高インフレがインフレ期待の不安定化や賃金上昇率の加速に繋がるという「二次的波及効果」に対する警戒を一層強めている模様です。

ECBによる経済見通し
(2022年12月のECB理事会と同時に公表)

(単位：%)

		2022	2023	2024	2025
GDP 成長率	今回 (12月)	3.4	0.5	1.9	1.8
	前回 (9月)	3.1	0.9	1.9	-
HICP インフレ率	今回 (12月)	8.4	6.3	3.4	2.3
	前回 (9月)	8.1	5.5	2.3	-

(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

日本

2023年春に発足する日銀新体制に注目

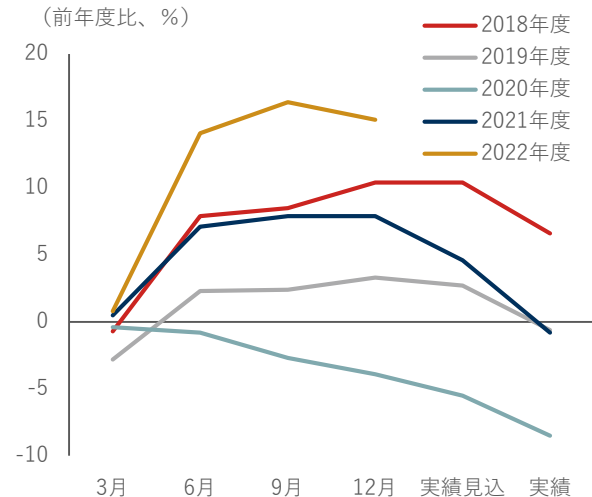
サービス消費と設備投資の回復が支えに

2023年の日本経済は、世界経済の減速が財輸出の重石となるものの、コロナ禍から内需とインバウンド需要の回復により、主要先進国対比で堅調な成長となると予想します。

2022年12月調査の日銀短観において、設備投資計画は前回から下方修正されたものの過去数年対比で高めの伸びとなっています。コロナ禍の供給制約によって先送りされた投資に加え、DX・GX投資、人手不足対応のための省人化投資などの需要がある模様です。

労働需給やインフレ動向から春闘の賃上げ率を推計すると、これまでの2%前後のレンジを上回り、3%内外になると考えられます。実質所得の伸びがプラスになれば、ペントアップ後の消費を支えることになるでしょう。

日銀短観の設備投資計画
(2018年度～2022年度)



(注) 全規模・全産業。
(出所) 日本銀行のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日銀は新体制下で更なる政策調整に向かうか

2022年12月の金融政策決定会合において、イールドカーブ・コントロール (YCC) における長期金利の変動幅を $\pm 0.25\%$ 程度から $\pm 0.50\%$ 程度に拡大しました。債券市場の機能低下が金融環境に悪影響を及ぼすおそれがあり、その対応であると説明しています。確かに、債券市場の機能度判断DIは2015年以降の最低水準まで低下しましたが、この時期の政策調整は多くの市場参加者にとってサプライズとなりました。

日銀の新体制発足後、政府との共同声明改定が検討されると報じられるなど、2023年春以降、もう一段の政策調整が決定される可能性もあります。その間、日銀は今回の変動幅拡大による金融市場への影響を見極め、次の一手を模索するかもしれません。

債券市場の機能度判断DI (現状)
(2015年2月～2022年11月、四半期)



(注) 2018年2月調査以降は調査対象が拡大している。
(出所) 日本銀行のデータを基に野村アセットマネジメント作成

中国

経済再開の道のりは平坦ではなく、本格回復は年後半以降に

ゼロコロナ緩和により、短期的には混乱、年後半以降は経済再開が加速

最重要政治イベントである共産党大会を終え、約3年にわたって中国経済の重石となってきたゼロコロナ政策は、緩和に向かい始めました。しかし、制限緩和に伴い、感染は急拡大していると見られ、外出の自粛、感染による労働者不足、サプライチェーンの混乱など、短期的にはむしろ経済活動の下振れが予想されます。本格的な経済再開は、高齢者へのワクチン接種が進み、春節休暇や全国人民代表大会などのイベントを経た春以降になるでしょう。

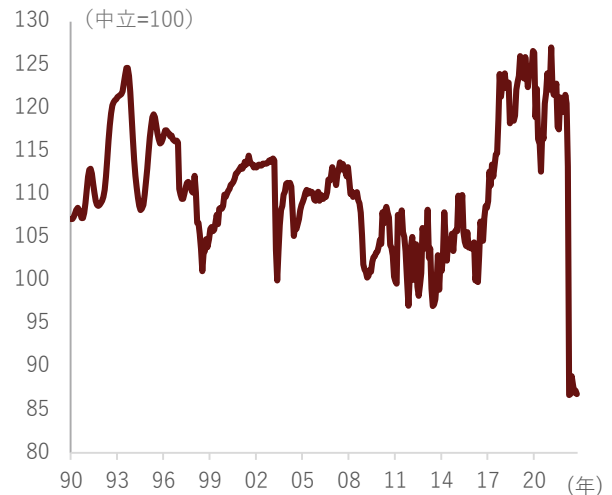
これまで打撃を受けてきた消費を中心に経済回復が期待されますが、雇用・所得環境が厳しいことや、家計マインドが低迷していることから、回復には時間がかかると見ています。グローバル景気の鈍化によって、これまで好調だった輸出も回復の重石に転じると考えます。

緩和スタンスは維持されるが、追加の緩和余地は限定的

景気回復が力強さを欠く中、当局は緩和的な政策スタンスを維持すると予想します。ただし、金融政策、財政政策ともに追加の緩和余地は限定的となっています。金融政策は、政策金利や預金準備率の引き下げ余地が限られる中、中国人民銀行（PBOC）による的を絞った資金供給や、政策銀行による融資枠の拡大が主に活用されるでしょう。財政政策では、財政赤字や地方政府の債券発行枠は高水準が続くと思われませんが、未使用資金の繰り越しなどがなくなれば、実質的な財政規模は縮小する可能性があります。

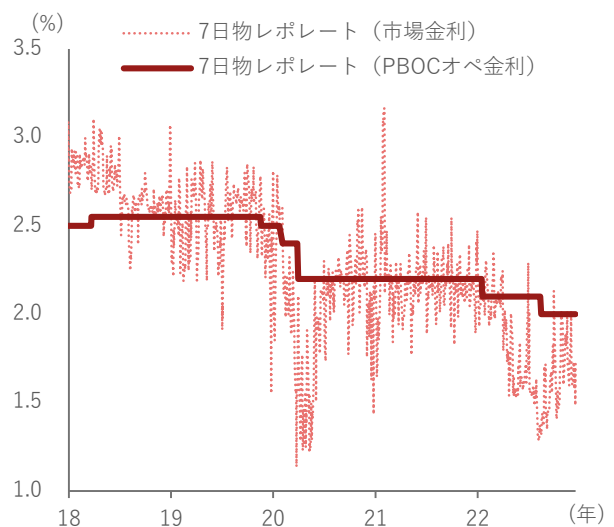
経済再開の進捗も、政策効果を左右するでしょう。経済再開が順調に進めば、資金需要が増し、これまでの金融緩和の効果が発現しやすくなるうえ、政府によるインフラ投資プロジェクトも進めやすくなります。

消費者信頼感指数
(1990年1月～2022年10月、月次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

7日物レポレート
(2018年1月2日～2022年12月16日、日次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご確認ください。

新興国

2023年は景気とインフレをにらみつつ、金融緩和への道を探る

景気減速は継続、インフレは目標レンジに回帰

金融引締めや外需の落ち込みを受けて、2022年の新興国経済は減速基調で推移しました。2023年も景気減速は継続するでしょう。特に、主要先進国の景気減速の影響もあり、年後半には景気がさらに減速すると想定しています。

景気減速にもかかわらず、基調的インフレは、足元で依然として高水準を維持しています。しかし、2023年に景気が一段と減速すれば、基調的インフレも鈍化すると考えます。一部の新興国では、インフレ率が中央銀行の目標レンジ内に回帰すると見えています。

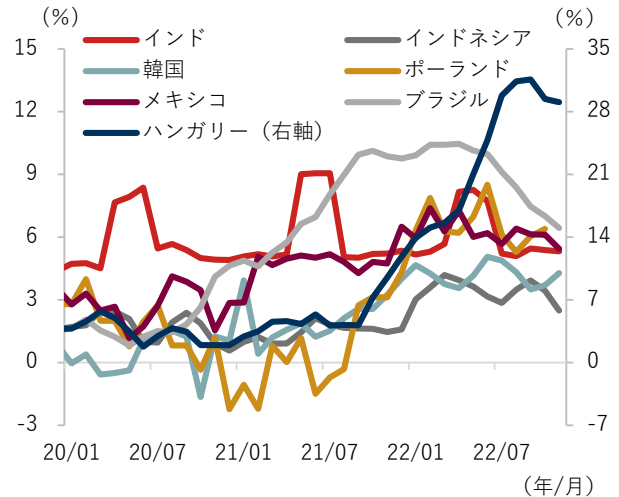
いくつかの新興国では、景気減速への配慮から、政策金利を据え置き始めています。インフレ鈍化の兆候が見られれば、2023年には様子見姿勢に転じる中銀がさらに増えていくでしょう。

金融緩和への道を探る

加えて、既に引締めの水準まで利上げを行っている中銀は、景気減速への懸念も一層高まることから、金融緩和に転じるタイミングを計ることになります。2023年半ばからは、基調的インフレの鈍化が鮮明になり、また、FRBをはじめとする主要中銀は利上げを停止すると見込んでいます。そのため、ブラジルやメキシコといった、これまで積極的に利上げを行ってきた中銀を中心に、いくつかの中銀は利下げに転換するでしょう。

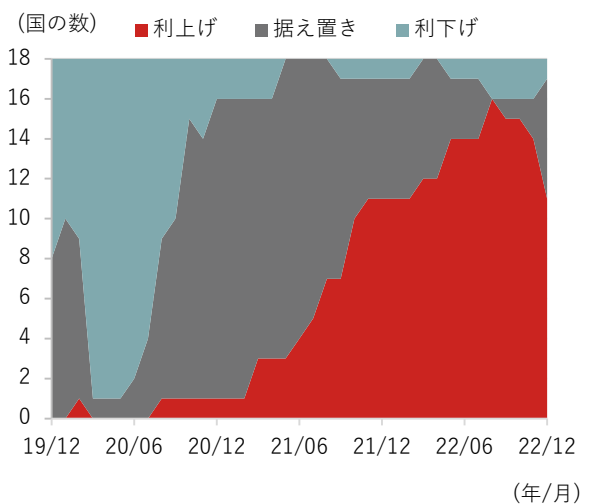
基調的インフレの鈍化や主要中銀の動向を考慮した利下げは、実質金利のプラス幅を十分に確保したまま慎重に行われると見えています。そのため、利下げをしたとしても、米ドル高の修正の中で、新興国通貨は上昇しやすいと考えます。

基調的インフレの推移
(2020年1月～2022年11月、月次)



(注) 基調的インフレは、季節調整済前月比(年率)の3ヵ月移動平均を使用。ポーランドのみ2022年10月までのデータを表示。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

主要新興国の金融政策動向
(2019年12月～2022年12月、月次)



(注) 金融政策動向は、政策金利の3ヵ月変化で判定。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書(交付目録見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

各国経済・市場見通し

			2022				2023		2020	2021	2022	2023
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測
					予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	4.4	2.7	2.9	1.4	1.5	2.1	-3.1	6.0	2.8	1.6
	先進国	*2	0.1	1.3	1.9	1.1	0.5	0.2	-4.6	5.3	2.6	0.6
	新興国	*1,*3	4.5	2.5	3.9	2.0	1.9	3.8	-0.8	7.0	3.2	3.2
	米国		-1.6	-0.6	2.9	1.7	0.9	0.4	-3.4	5.9	2.0	0.8
	ユーロ圏		2.5	3.2	1.3	-0.2	0.3	0.2	-6.5	5.3	3.4	0.2
	日本		-1.8	4.5	-0.8	4.2	1.9	1.2	-4.3	2.1	1.3	1.8
	中国	*1	4.8	0.4	3.9	2.0	2.5	6.7	2.2	8.1	2.7	4.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.9	7.3	7.8	7.3	5.9	4.4	1.6	3.2	7.1	4.3
	先進国	*2	6.4	7.7	8.1	8.1	6.2	4.5	0.8	3.3	7.6	4.3
	新興国	*3	5.0	6.6	7.2	6.2	5.4	4.3	3.0	3.0	6.3	4.3
	米国		8.0	8.6	8.3	7.4	5.5	4.0	1.2	4.7	8.1	3.9
	ユーロ圏		6.1	8.0	9.3	10.0	7.2	5.2	0.3	2.6	8.4	4.6
	日本	*5	0.6	2.1	2.7	3.7	2.7	2.2	-0.2	-0.2	2.3	2.1
	中国		1.1	2.2	2.7	1.9	1.9	1.7	2.5	0.9	2.0	1.8
政策金利 (%)	米国	*6	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	0.25	0.25	4.50	5.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	0.75	2.00	3.00	3.25	-0.50	-0.50	2.00	3.25
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	3.70	3.70	3.65	3.65	3.60	3.60	3.85	3.80	3.65	3.60
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.34	3.01	3.83	3.87	3.90	3.60	0.91	1.51	3.87	3.00
	ドイツ		0.55	1.34	2.11	2.57	2.60	2.40	-0.57	-0.18	2.57	2.00
	日本		0.22	0.23	0.24	0.42	0.45	0.45	0.02	0.07	0.42	0.45
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,530	3,785	3,586	3,840	3,730	3,730	3,756	4,766	3,840	3,990
	ユーロ300		1,783	1,604	1,537	1,678	1,630	1,610	1,537	1,890	1,678	1,700
	TOPIX		1,946	1,871	1,836	1,892	1,850	1,840	1,805	1,992	1,892	1,970
	MSCI EM (\$)		1,142	1,001	876	956	940	940	1,291	1,232	956	1,000
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.11	1.05	0.98	1.07	1.02	1.05	1.22	1.14	1.07	1.10
	日本円/米ドル		121.4	135.9	144.7	131.9	130.0	125.0	103.2	115.2	131.9	120.0
	日本円/ユーロ		135.0	142.0	141.8	140.8	133.0	131.0	126.3	131.0	140.8	132.0
	人民元/米ドル		6.34	6.69	7.09	6.95	7.00	7.00	6.54	6.37	6.95	6.70

		2020	2021	2022	2023
					予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド	73.1	74.3	82.7	78.0
	インドネシア	14,050	14,253	15,568	14,800
	ブラジル	5.2	5.6	5.3	5.0
	メキシコ	19.9	20.5	19.5	19.5
	ロシア	74.0	75.0	73.0	65.0
	トルコ	7.4	13.3	18.7	31.0
政策金利 (%)	インド	4.00	4.00	6.25	6.50
	インドネシア	3.75	3.50	5.50	5.50
	ブラジル	2.00	9.25	13.75	10.00
	メキシコ	4.25	5.50	10.50	9.00
	ロシア	4.25	8.50	7.50	7.00
	トルコ *6	17.03	14.00	9.04	30.00

(注) 見通しは2022年12月20日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

特定の有価証券への言及は、説明目的のみのためであり、有価証券の購入または売却を推奨するものではなく、また価格などの上昇や下落を示唆するものでもありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料で使用した指数

- FTSEユーロファースト300
- MSCI All Country World Index (ACWI)
- MSCI Emerging Market Index
- S&P500 Index
- 東証株価指数 (TOPIX)
- 東証REIT指数

当資料で使用した指数の著作権等

- 「FTSEユーロファースト300」インデックスにおけるすべての権利はFTSEに帰属します。「FTSE®」はLSEGの商標であり、ライセンスに基づき、FTSEにより使用されています。
- 「MSCI All Country World Index」、「MSCI Emerging Market Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P500 Index」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズファイナンシャルサービシーズエルエルシーに帰属しております。
- 「東証株価指数 (TOPIX)」、「東証REIT指数」の指数値及び「東証株価指数 (TOPIX)」、「東証REIT指数」に係る標章又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数 (TOPIX)」、「東証REIT指数」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数 (TOPIX)」、「東証REIT指数」に係る標章又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、「東証株価指数 (TOPIX)」、「東証REIT指数」の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

投資信託に係る費用について

2023年1月現在

ご購入時手数料 上限3.85%（税込み）	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 上限2.222%（税込み）	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号
加入協会：一般社団法人投資信託協会/
一般社団法人日本投資顧問業協会/
一般社団法人第二種金融商品取引業協会