

2023年春号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

NOMURA
Connecting Markets East & West

野村アセットマネジメント



『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。2023年春号では以下の点について分析してみました。

2023年に入ってようやく米国の利上げの最終到達点が見えてきた一方、欧米で一部の銀行経営が行き詰り、金融システム不安が高まるなど、急速で大幅な利上げの弊害が出始めています。また、国内では日本銀行の体制が10年ぶりに刷新されます。今号では、こうした環境変化をどう見るのか、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。日銀新体制の国内債券と株式市場への影響や米国ハイ・イールド債市場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2023年3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いです。

CONTENTS 2023年 春号

02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	16 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	17 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	18 景気循環
06	国内債券市場	19 米国
10	日本株式市場	20 ユーロ圏
	トピック	21 日本
13	米国ハイ・イールド債市場	22 中国
	見通し	23 新興国
		24 各国経済・市場見通し

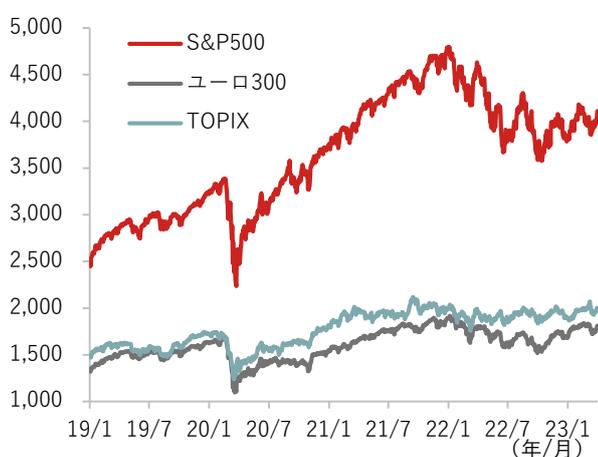
金融市場の動き

2023年1-3月期の金融市場では、米国の強い経済指標を受けて、米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げ加速が意識され、一時米長期債利回りは4%超まで上昇しました。しかし、米銀行の経営破綻をきっかけに金融環境の不安定化への懸念が高まり、長期債利回りは低下に転じました。米ドルは一時上昇したものの、長期債利回りの低下とともに下落しました。株式市場は、FRBによる利上げ加速が懸念された局面や、その後の金融環境の不安定化が懸念された局面では軟調に推移しました。しかし、期末にかけて、金融環境の不安定化懸念が後退したことで、再度上昇しました。

日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2023年3月31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～2023年3月31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～2023年3月31日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

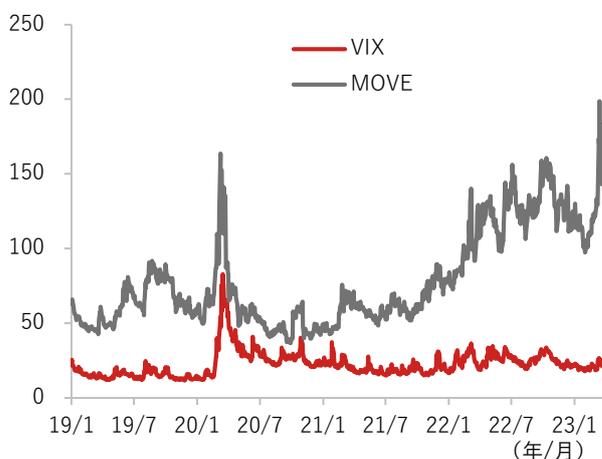


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2023年3月31日、日次)

(ポイント)



(注) VIXは米国株の、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

金融システム不安が景気を下押し、金利低下を見込む



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

振れ幅が大きい最近の金融市場

前回のインベストメント・アウトックでは、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策に関する金融市場の見方はやや楽観的であり、2023年前半にその修正が起こることで市場のボラティリティが高まる可能性を指摘しました。実際、米国の労働需給はタイトなままであり、インフレ鈍化観測を高めるに至らなかったことなどから、FRBのパウエル議長は利上げ再加速の可能性も示唆しました。金融市場においても年内利下げ織り込みが剥落し、低下傾向にあった金利が再度上昇に転じました。

しかし、3月10日、米銀シリコンバレー銀行（SVB）の経営破綻を受け、金融市場ではリスク回避的な動きが生じ、主要先進国債利回りは大

きく低下しました。この銀行破綻については、同行の預金構造や資産ポートフォリオが一般的な銀行とは異なっているとして、その特殊性が指摘されました。また、3月12日、米当局は預金の全額保護に乗り出し、FRBは銀行の資金繰りを支える新たな枠組みの導入を発表しました。一方、欧州ではクレディ・スイスの経営不安が焦点となり、当局が仲介する形でUBSによる買収が決定されました。こうした当局の対応もあり、現時点で金融システムリスクが起こるとは見ていません。ただし、人々が金融機関の脆弱性を注視したり、規制当局が一段の規制強化に向かうことで、幅広いリスクテイクが抑制され、それが実体経済の重石になることも考えられます。以下でより詳しく説明します。

金融システム不安が実体経済と金融政策に与える影響を考える

金融システム不安が実体経済と金融政策に与える影響を勘案して今後の金融市場のシナリオを整理します。

(1) リスク許容度の早期回復：当局が幅広く預金の全額保護を表明。市場は金融システムの問題を注視しなくなり、金融環境が緩和する。市場の焦点は再びインフレ動向に戻る。

(2) 経済・物価を抑制、金利低下：金融システム不安が残るが、システムリスクの顕在化は回避される。センチメントの悪化、金融機関や一部セクターのリスクテイク抑制が、景気を下押し。その結果、SVB問題がなかった場合と比較して、低いターミナルレート（政策金利の最終到達地点）であったとしても、インフレ

は低下。結果的に長短金利はこれまでの予想よりも低位で推移。株価には、金利低下という好材料と景気減速という悪材料が入り混じること

(3) システムリスク懸念が残存：「次のSVB」が出続け、当局が「全ては救えない」ことが明確化し、金融危機が発生する。

現状では、当局がシステムリスク回避に早急に動いたこと、センチメントやリスクテイクの経路を通じて実体経済を下押しすると考えることから、(2)のシナリオを基本シナリオとしています。

金利は低下傾向で推移と予想、リスク回避で再び米ドル高局面も

金融システム不安の帰趨について不確実性がある中、3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、0.25%ポイントの追加利上げが決定されました。政策金利のフォワードガイダンスは、継続的な利上げを示唆する表現から、「幾分の追加的な引締めが適切となる可能性がある」へ修正されました。FOMC参加者のFF金利見通し（ドット・チャート）中央値は、今回の局面ではあと1回分の利上げにとどまるとの予想となっています。

当社は年後半の米欧マイナス成長予想を維持し、金融システム不安は良くも悪くも曲折を経ると考えていることから、債券利回りは比較的高い

ボラティリティの中で、基調としては低下傾向になると予想します。

為替相場については、2022年に利上げの急速な織り込みとともに進んだ米ドル高が巻き戻されると見ていましたが、金融システム不安がある程度続くようだと米ドル需要が高まる可能性があります。リスク回避姿勢が強まると、円高・米ドル高となると予想します。2024年までの見通し期間後半には、金融システム不安が緩和するとともに、利下げ転換によってリスクオンとなっている可能性が高く、米ドル安となると考えます。

株価は上下両方向の材料、金融資産のリプライシングに注意

金融システム不安は金融市場のリスクセンチメントを悪化させ、経済成長の重石となるでしょう。一方で、大幅な追加利上げ継続の可能性は低下しました。従って、株価にとっては企業収益の悪化という悪材料はあるものの、金利低下がバリュエーションの改善に寄与し得るといふ、上下両方向の材料になると考えられます。そのため、セクター間でまちまちの動きとなり、株式指数全体としては不安定化しつつも、一方向に下落する状況にはなりにくいでしょう。

2024年まで見通せば、金融システム不安の緩和、利下げによる長短金利の低下、金融緩和による景気回復期待などが株価に織り込まれていくと

考えています。

また、クレディ・スイスの救済にあたって、劣後債の一種であるAT1債の無価値化が当局から発表されました。これを受けて、リスクに対する認識が改められ、劣後債の需要が鈍って発行環境に悪影響を与えたり、劣後債のリプライシングが進む可能性もあるでしょう。

国内債券市場

植田次期日銀総裁下でのさらなる金融政策修正を意識



チーフ・ポートフォリオ
マネージャー
岸本 範大

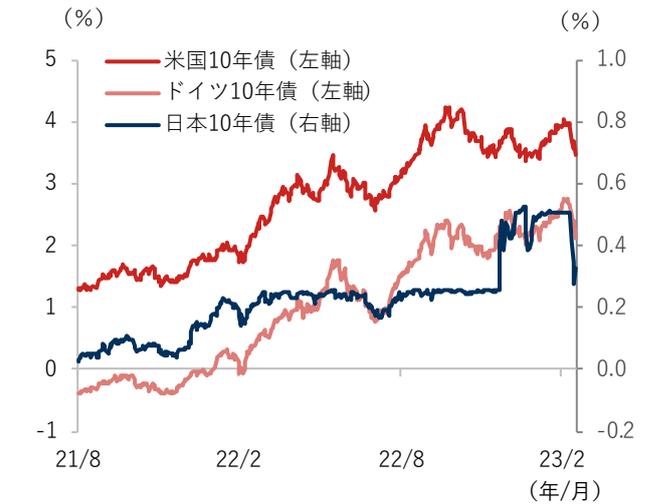


シニア・ポートフォリオ
マネージャー
宇治田 達哉

日銀の金融政策修正により債券利回りは上昇した

世界的にインフレリスクの高まりが意識され、主要中央銀行が積極的な金融引き締め姿勢を示した2022年初以降、グローバルに金利上昇圧力が強まる展開となりました。日本でもインフレ率は上昇基調にありましたが、日銀がイールドカーブ・コントロールを堅持していたため、国内10年債利回りは、日銀の許容レンジ上限である0.25%程度での推移が継続していました。日銀は毎営業日指値オペを通告することで上限の0.25%を死守し続けていましたが、12月の金融政策決定会合では突如10年債利回りの許容変動幅がそれまでの±0.25%から±0.50%へと拡大されたことにより、利回りは新たなレンジ上限である0.50%まで上昇することとなりました。

各国国債利回りの推移
(2021年8月31日～2023年3月15日、日次)

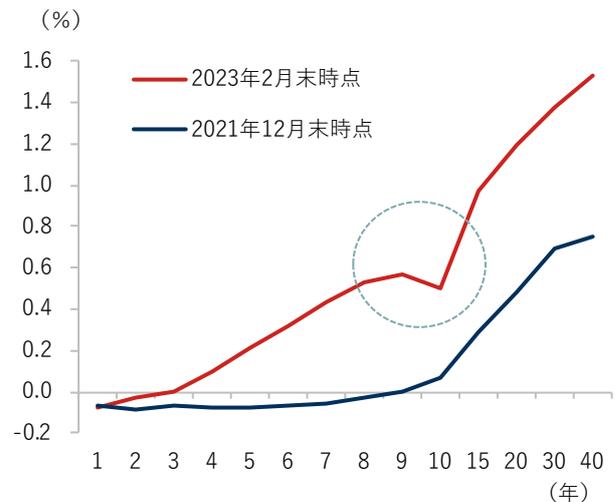


(注) 利回りはBloomberg Generic
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日銀の金融政策によりイールドカーブに歪みが表出

世界的な金利上昇の動きが、国内債券にも金利上昇圧力となりましたが、日銀がイールドカーブ・コントロールの下、10年債利回りを許容レンジ上限（2022年12月決定会合までは0.25%、2022年12月決定会合以降は0.50%）で押し留めていることにより、同年限帯の利回りは他年限と比較して歪に低い水準となっています。先行き金利上昇が見込まれる環境下では、イールドカーブは右肩上がりの形状となるのが自然ですが、現状の日本のイールドカーブに関しては残存8年～10年程度の年限で逆イールド（年限の短い金利と長い金利の逆転）の形状となっています。

日本国債イールドカーブ
(2021年12月30日・2023年2月28日 時点)



(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

※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。

さらなる金融政策修正の可能性が高く、金利は上昇含みに

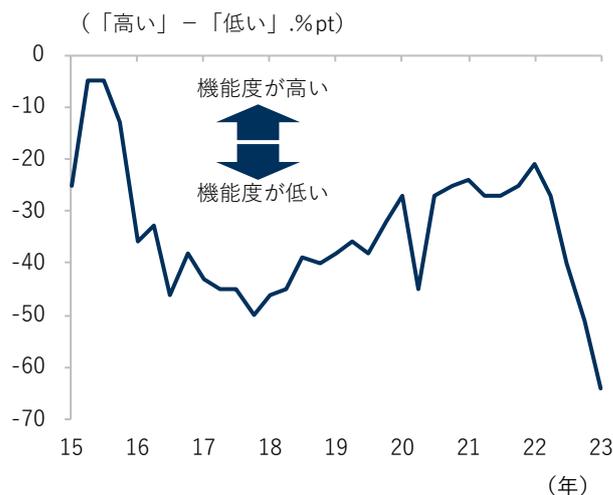
2013年3月に就任した黒田日銀総裁の下、約10年間にわたり強力な金融緩和政策が実施されました。「異次元緩和」と呼ばれた強力な金融緩和政策の実施にもかかわらず、現時点でも「2%の物価安定の目標」の達成には至っていません。2023年4月には黒田総裁は10年の任期を終え、植田次期日銀総裁が今後の金融政策運営を担っていくこととなります。植田次期日銀総裁の下で、金融政策はどのように運営されていくのでしょうか。国会での所信聴取では現状の金融政策が適切であるとの見解を示していましたが、私たちは近い将来に現状金融政策のさらなる修正が決定されるのではないかと考えています。

世界的にインフレ及び金利環境が大きく変化するなかで、日本だけが長期金利を低水準にコントロールする根拠は乏しくなっています。また大量の国債買い入れ実施により市場機能が著しく低下しており、金融緩和の持続性を強化するためにもイールドカーブ・コントロールの修正が必要な状況になってきていると考えられます。私たちが想定する金融政策修正シナリオはイールドカーブ・コントロールを事実上撤廃するというものです。具体的には、最適なイールドカーブ形成に資するように国債買い入れを続けつつ、10年債利回り0.50%での毎営業日の指値オペは取り下げると考えています。

イールドカーブの形状変化に着目した投資戦略が有効に

私たちが想定している金融政策の修正が実施された場合、それまで歪な形で低水準に抑え込まれていた10年債利回りは大きめに上昇することが想定されます。ただし、マイナス金利政策の維持により短中期金利の安定が見込まれることや、超長期金利はすでに金融政策の修正を一定程度織り込んで上昇してきたことを勘案すると、金利が全体的に大きく上方シフトすることは想定していません。こうした金利変化が見込まれるなかでは、10年を中心とした年限のイールドカーブの歪み解消を期待した投資戦略が有効に機能すると考えています。債券市場の機能度は大きく低下していますが、政策修正により今後機能度が改善していくことを期待しています。

債券市場サーベイによる機能度判断DI（現状）
（2015年2月～2023年2月調査）



(注) 日銀の強力な金融緩和政策が市場機能に負荷をかけており、年限10年近辺の国債利回りが需給に応じた適切な水準に定まりにくいなど、同調査開始来で機能度DIが恒常的にマイナスとなっています。

(出所) 日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、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、ご自身でご確認ください。

円クレジット：足元のクレジットスプレッド拡大は投資検討の好機に

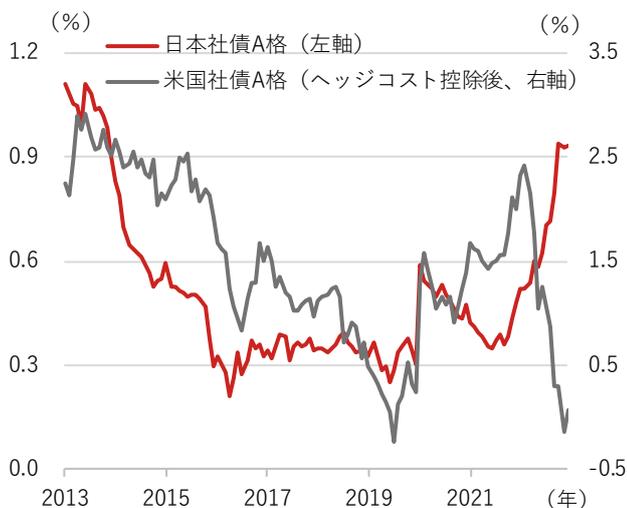
2013年4月に発表された黒田日銀による異次元金融緩和政策の下、国内社債市場においても長らく低金利環境が続きましたが、いよいよ円債投資を再検討する好機に差し掛かってきたと言えます。

理由① 社債利回り（社債スプレッド）の上昇：2022年はおおよそ期を通じて社債スプレッドの全般的・継続的な拡大が見られた1年となり、足元水準は2013年以来の高値水準まで上昇しています。これは主に国内外の債券利回りの上昇を警戒した、投資家の買い控え行動がもたらした需給要因の側面が大きいと見込んでいます。また、海外短期金利の上昇等により、為替変動の影響を除いた外国債券（ヘッジ外債）の利回り低下も、国内社債の投資魅力度改善につながっています。

理由② 国内企業の財務健全性：リーマンショック・欧州債務危機等の大きな景気ショックを経て、国内社債発行企業の多くは事業構造改革を実施し、事業・財務基盤の強化を図ってきました。その後、安倍政権下での経済財政政策（アベノミクス）による業績回復の恩恵を受けた後も、財務規律を維持しつつ事業運営を行った結果、景気減速など将来のショックに耐え得る強固な財務基盤の構築に至っています。

理由③ 劣後債マーケットの拡大：通常の普通社債に比べて利回り水準の高い劣後債の市場規模が近年急速に拡大したことも、大きなトピックスとなりました。発行体は本邦大手金融機関や事業会社など、信用力状況が安定した企業が中心で、中期的な投資価値は高いものと見込んでいます。

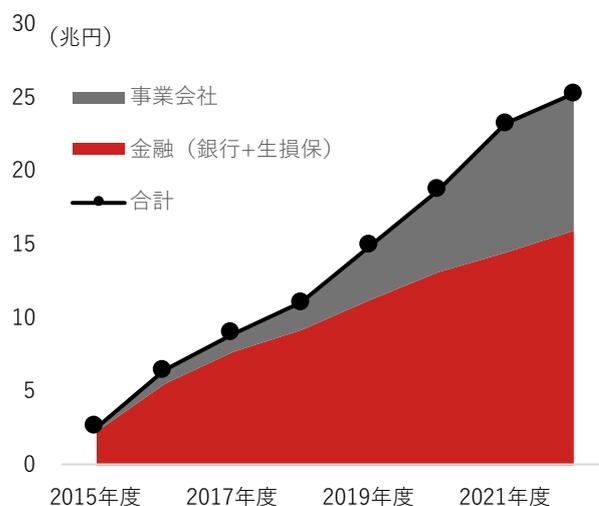
日米社債利回り推移（事業債A格）
（2013年3月末～2023年2月末）



（注）日本社債：NOMURA-BPIインデックス，米国社債：Bloomberg債券インデックス

（出所）Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

国内劣後債市場規模
（2015年度～2022年度、年度）



（出所）Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

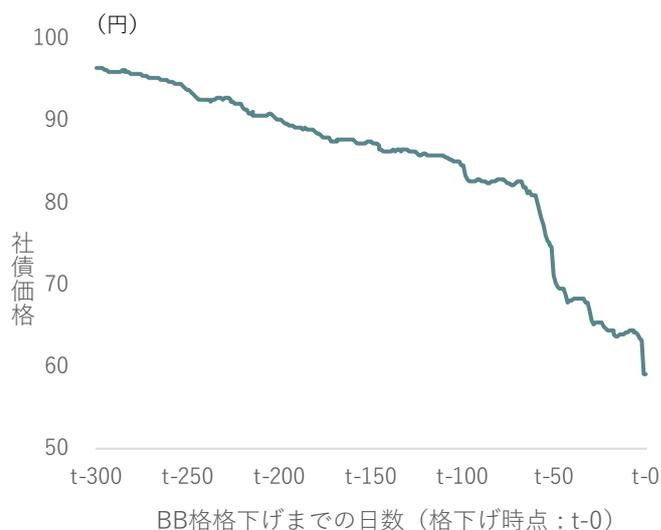
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

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。

円クレジット：景気減速リスクに備えた銘柄選択の重要性

ただし、世界的な金融引き締め政策が景気への下押し圧力を強める結果、個別銘柄間の業績動向に好悪二極化傾向が強まる可能性がある点には注意が必要です。特に現在の国内社債市場では、ハイ・イールド債券市場がまだ実質的に存在せず、業況不振に陥った企業の社債価格が急落（市場流動性の低下）するリスクをはらむ点には、平時/有事にかかわらず常に念頭に置く必要があると考えています。私たち円債クレジット運用では、『嵐の中でも倒れない樹の発掘』をチームの共通コンセプトに掲げ、投資先企業の潜在的なリスク要因・影響度の事前把握を重視した運用・リサーチ活動に日々努めています。

BB格に格下げされた企業の平均社債価格推移



(注) 集計対象企業（13社）のBB格下げ時点をt-0とし、300営業日以前データの単純平均により算出。

(出所) NOMURA-BPI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。

日本株式市場



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
森田 光信

新日銀体制下、日本企業の実力が試される局面へ

新日銀体制下ではリフレ政策の見直しが進むだろう

今回の日銀人事については、日銀政策委員会メンバーに目をやると、経済学者である植田新総裁をはじめ、新副総裁の内田氏、氷見野氏は「非リフレ派」とされています。3月にこれまで黒田総裁とともに異次元金融緩和をけん引してきたリフレ派の若田部氏が副総裁を退任したことで、日銀政策委員会メンバー9人のうち、積極的な金融緩和を主張するリフレ派が2人となったことから、新体制下ではリフレ政策の見直しを進めていくと考えています。日銀は1999年のゼロ金利政策導入を機に、世界に先駆けて非伝統的金融政策を推進してきましたが、植田新総裁の下では一連の政策効果の検証をしつつ、副作用が大きいものについては見直していくと考えています。

これまでの非伝統的な日銀金融政策を振り返ると、下図のようになると考えます。植田新総裁としては、まず手始めに2016年9月から始まった「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」から政策の見直しを始めていくことになるでしょう。

金融政策見直しに伴う国内株式市場への影響については、基本的には株安・円高に作用すると考えています。しかしながら、黒田総裁が事前に政策予告しない「サプライズ」の政策手法を用いたのと対照的に、経済学者出身の植田新総裁がデータを重視しながら金融市場との対話を進めることになれば、政策見直しに伴う金融市場への影響は小さくなるだろうとも考えています。

日本銀行の金融政策の変遷

期間	金融政策	操作目標	短期金利誘導目標	長めの金利への働きかけ	リスク・プレミアムへの働きかけ	マイナス金利の適用(当座預金への付利)	インフレ期待への働きかけ
1999年2月 2000年8月	ゼロ金利政策	無担保コールレート(O/N物)	「できるだけ低め」(事実上ゼロ%)	時間的効果(フォワード・ガイダンス)			
2001年3月 2006年3月	量的緩和政策	日銀当座預金	ゼロ%程度で推移	時間的効果(フォワード・ガイダンス)			
2010年10月 2013年4月	包括的な金融緩和政策	無担保コールレート(O/N物)	0~0.1%(実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利オペ 時間軸効果(フォワード・ガイダンス)	リスク性資産買入れ(CP、社債、ETF、J-REIT)		2%の「物価安定の目標」(2013年1月導入)
2013年4月 2016年9月	量的・質的金融緩和	マネタリーベース	ゼロ%程度で推移 ↓ マイナス圏で推移(2016年1月~)	大規模な長期国債買入れ	リスク性資産買入れ	マイナス金利(2016年1月導入)	強く明確なコミットメント
2016年9月	長短金利操作付き量的・質的金融緩和	長期金利 短期政策金利 10年物国債金利	マイナス圏で推移	イールドカーブ・コントロール(10年物国債金利操作)	リスク性資産買入れ	マイナス金利	オーバーシュート型コミットメント

(出所) 日本銀行の資料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、ご自身でご確認ください。

新年度の日銀金融政策が国内株式市場に与える影響は軽微だろう

2022年12月に市場機能低下が問題視され、既に変更が加えられたイールドカーブ・コントロール政策（以下、YCC政策）については、早い段階でYCCの枠組みは残したままで10年物金利目標を柔軟化していき、YCCの事実上の撤廃をすることを考えています。ただ、この材料は10年物円建てスワップレート動きからみても既に金融市場にはかなり織り込まれているとみられ、前回の変更時のような大きな反応にはならず、国内株式市場への影響は軽微だろうと考えています。

国内株式市場への影響としては、現時点では植田新総裁がタカ派色を出していないことからマイナス金利政策の見直しが実施されればインパクトが大きいと考えています。植田新総裁は経済データ、特にインフレ指標動向を注視しながら、慎重に判断を下すことになるだろうと考

えています。仮に将来、国内の物価動向が非常に強い状況が続く中で十分な市場対話がなされない形でマイナス金利政策解除に追い込まれた場合は、株式市場の調整は大きなものになると思われます。

しかし当社の国内消費者物価見通しを踏まえるとその可能性は低いと考えます。国内消費者物価指数が目標である2%をサステイナブルに達成できるかを判断するには、少なくとも2024年の春闘を経てからだろうと考えており、2023年度中にマイナス金利政策の見直しで国内株式市場が影響を受けることはないと考えています。仮に2024年にマイナス金利政策が見直された場合でも、実質ゼロ金利政策となる中では長期国債買い入れ政策が見直されることは難しいと考えています。

国内消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の推移
(2010年1-3月期～2025年1-3月期、四半期)



(注) 2023年1-3月期以降は野村アセットマネジメント予想

(出所) 総務省統計局 (<https://www.stat.go.jp>) 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移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。

上場投資信託（ETF）買い入れスキーム見直しは現実的な対応が進もう

上場投資信託（以下、ETF）買い入れスキームの見直しは植田新総裁の下でいずれ検討が進むだろうと考えています。ETF買い入れ策は白川総裁時代にリスクプレミアムの正常化を通じて株式市場の機能回復を支援する狙いで導入され、黒田総裁時代になり2%物価安定目標を達成する手段の一つと位置付けられ活用されてきました。他の主要国で価格変動リスクの大きいETFを購入している中央銀行はなく、株式市場の下落リスクを日銀が抱えているという財務リスクが問題視される中、ETF購入の副作用の検証が進められるのではないかと考えています。

ただ既に日銀は2019年から買い入れ額を縮小させ始めており、ETF買い入れ策については、事実上のテーパリング（量的金融緩和の縮小）が進んでいると思われます。最終的にはETFのオフバランス化を模索することになると思いますが、近いうちに日銀保有のETFを処分するとは考えてはいません。仮に将来、2%の物価安定目標の持続的・安定的な達成が視野に入り、金融緩和の出口を考慮する場合においても、ETFの処分については市場に大きな影響を与えるような対応にはならないだろうと考えています。

金融緩和に依存しない国内株式市場の自律的成長を期待

ここまで今後の金融政策想定と国内株式市場動向について述べてきましたが、今後の金融政策運営の本質は、過去20年以上にわたり続けてきた「非伝統的な金融政策」をどこまで見直し、日銀の独立性をどこまで回復するのか、というチャレンジになるだろうと考えています。

従来から中央銀行は、市場機能を最大限に生かしながら金融政策を運営するという金融政策規律を重んじています。一方で日銀は「非伝統的な金融政策」を進める中で、資産購入は短期債に限らず長期債にまで及び、資産規模は実体経済規模に対して適切にすることが望ましいにもかかわらず拡大させ続けるなど、金融政策規律を緩めてきたと思われます。また、日銀が長期にわたって金融緩和を続けたことで、産業や企業の新陳代謝を抑制したことで市場の健全な競争

環境が損なわれたとの指摘もあります。

1998年に日銀法が改正施行された最大の眼目は、中央銀行としての「独立性」を法制度として明確にすることであったはずですが、「2%の物価安定目標」など政府からの介入とも解釈できる政策目標は日銀の独立性を危うくしており、日銀の独立性が十分に発揮されてきたかは疑問が残ります。

植田新総裁の下で「非伝統的な金融政策」の見直しが進められ、日銀の中央銀行としての「独立性」が維持・向上することで健全な金融政策運営がなされていく中、健全な競争環境の下で日本企業の競争力・経営効率化が高まることで、国内株式市場が金融緩和に依存せずに自律的な上昇を辿っていくことを期待しています。

※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。

米国ハイ・イールド債市場見通し



Brett Collins, CFA
Executive Director &
Client Portfolio Manager.
NCRAM*

米国ハイ・イールド債市場は、予想されるFRBによる金融引き締め策の緩和により有利な投資環境へ。魅力的な利回り水準、堅調なファンダメンタルズ、市場テクニカルが今後12ヵ月のパフォーマンスの支えになると考えられる。

慎重ながらも楽観的な米国ハイ・イールド債市場の見通し

2022年、米国ハイ・イールド債市場 (ICE BofA US High Yield Constrained Index) は他の資産クラスとともに下落し、リターンは-11.21%となりました。2023年に入ってからマクロ経済の逆風を背景にボラティリティの高い状況が続いており、リスク資産の2022年の低迷からの回復を妨げる要因となっています。米国ハイ・イールド債市場の利回りは8%を上回り、過去10年間のデータに基づくと最も割安な水準にあ

ることから、利回りベースでのバリュエーションは非常に魅力的であると考えています。景気は減速していますが、私たちは米国ハイ・イールド債市場の相対的に健全なファンダメンタルズ、良好な需給関係による下支え、そしてハイ・イールド債への投資リスクを補う魅力的な利回り水準から、同資産クラスに対して楽観的な見通しを持っています。

下支えする米国ハイ・イールド債のファンダメンタルズ

12ヵ月に及ぶFRBの積極的な引き締めが米国経済を減速させ、クレジット資産の環境悪化が弱小金融機関や企業に明らかに影響を及ぼしています。とはいえ、米国ハイ・イールド債市場のファンダメンタルズは依然として健全です。米国ハイ・イールド債の発行体の2022年第3四半期のEBITDAは前四半期比で6%減少しましたが、前年同期比では17%増加し、2022年第4四半期の収益は上向きに推移し、予想を上回りました。米国ハイ・イールド債の発行体は引き続きキャッシュ・フローを生み出しており、その原資を景気悪化に備えるための資金として活用しています。米国ハイ・イールド債市場のレバレッジは、パンデミック時の5.2倍から2023年2月には3.3倍まで低下しました。過去12ヵ月間のデフォルト率は1%強と抑制されています。経済が徐々に景気後退に転じる可能性があるため、デフォルトが若干増加することが予想されます

が、米国ハイ・イールド債の発行体が抱えるレバレッジが低いこと、同市場の主要セクターが大きなストレス（例えば、2015～16年のエネルギーや金融危機時の住宅）を受けていないことなどから、デフォルト率は長期平均の3.2%を下回る水準で推移すると予想しています。

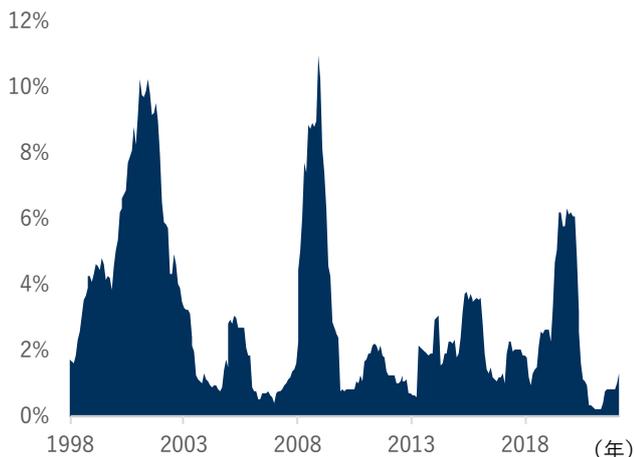
デフォルトが抑制されると確信するもう一つの理由は、近年、米国ハイ・イールド債市場において、クレジットの質が向上していることです。歴史的に見ると、米国ハイ・イールド債市場では最低でも35%をBB格が占めており、金融危機直後には市場の25%近くをCCC格以下が占めていました。現在では、BB格が50%近くを占め、CCC格以下は10%程度となっています。一般的に、質の高い発行体は景気後退に耐えるのに有利な立場にあると考えられています。

* NCRAM : Nomura Corporate Research & Asset Management Inc.

※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。

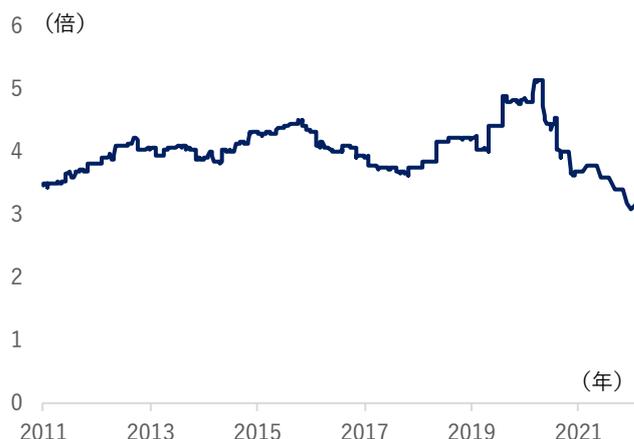
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投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

デフォルト率の推移
(1998年12月末～2023年2月末、月次)



(注) 過去12カ月のデフォルト率、金額ベース
(出所) JPモルガンのデータを基にNCRAM作成

レバレッジ比率（ネット）
(2011年12月末～2023年2月末)



(注) 2011年12月末～2021年12月末は週次、以降月次
(出所) BofA Global Researchのデータを基にNCRAM作成

力強い市場テクニカル

現在、米国ハイ・イールド債市場の需給はとも良好です。米国ハイ・イールド債市場の時価総額は2022年に2,000億米ドル近く縮小しました。コール、テnder、償還を迎えた債券の総額は年間2,000億米ドル近くとなり、加えて1,000億米ドル以上のハイ・イールド債が投資適格債に格上げされた一方で、投資適格債からハイ・イールド債に格下げとなったのは100億米ドル未満となりました。その結果、2022年には3,000億米ドル近くが同市場から姿を消したのに対し、同資産クラスの新規発行額は1,000億米ドル強にとどまりました。この減少した米国ハイ・イールド債の発行残高2,000億米ドル近く（ハイ・イールド債発行体による市場での買い戻しを除く）は、米国ハイ・イールド債市

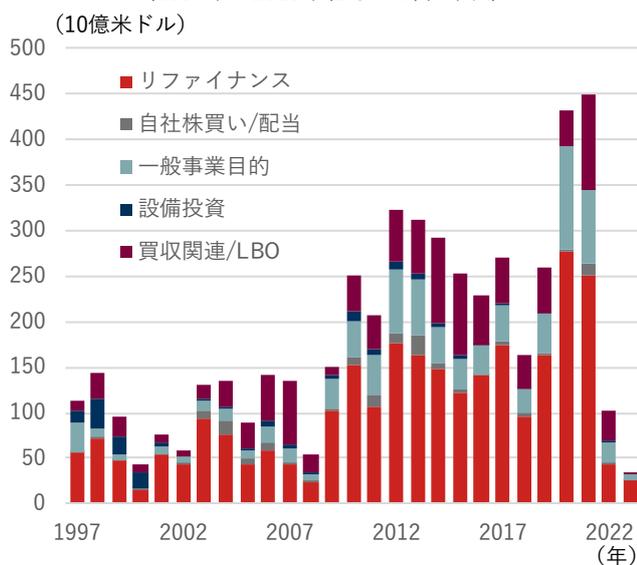
場の時価総額（市場規模は1.5兆米ドル弱）の10%以上に相当します。

Occidental Petroleumのような大型発行体が投資適格に格上げされる可能性があるため、私たちは2023年もライジングスターのトレンドが続くと予想しています。米国ハイ・イールド債の発行体は、昨年償還を迎えるはずだった債券の多くが、発行量が多く条件の良かった2020年から21年の間に借り換えされたため、悪条件だった2022年を避けることができました。2025年以前に償還を迎える米国ハイ・イールド債は約1億米ドル程度であり、米国ハイ・イールド債発行体の80%以上が今後2年間にわたり償還がないという状態も、デフォルトが2023年に急増することを回避できると確信している理由です。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

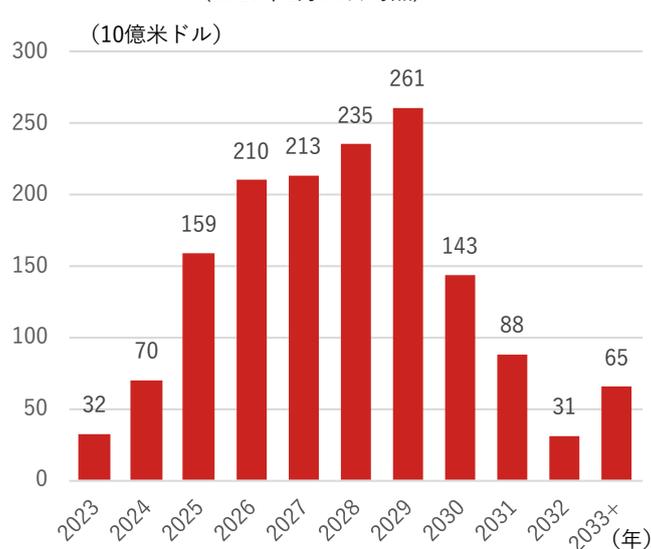
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

新規発行と調達資金の使途
(1997年～2023年(2月まで)、年次)



(出所) BofA Global Researchのデータを基にNCRAM作成

償還スケジュール
(2023年2月15日時点)



(出所) JPモルガン、IHS Markitのデータを基にNCRAM作成

魅力的なエントリーポイント

米国ハイ・イールド債市場の8%を上回る利回りは、スプレッドが500bpsに迫っていることから過去のデータから見れば割安とは言えませんが、近況から考えると高い水準にあると言えます。この利回り水準は、前述のファンダメンタルズとテクニカル背景とともに、今後12ヵ月間に8~10%のリターンを見込む私たちの予想を裏付けていると考えています。JP Morgan Researchによれば、過去37年間、米国ハイ・イールド債の利回り水準が8~9%の時に投資家が同資産クラスに資金を投じた場合の12ヵ月のフォワード・リターンの中央値は+11.4%でした。市場のクレジットの質が向上していることから、投資家は米国ハイ・イールド債を保有す

るために、より低いリスク・プレミアムを求めると予想されます。私たちは、米国が緩やかな景気後退に陥るものの、米国ハイ・イールド債市場は景気後退を乗り切ることができるものと予想しています。仮に、私たちの成長見通しがあまりにも楽観的で、景気後退が予想以上に深刻であったとしても、米国債利回りの急低下は、米国ハイ・イールド債市場のスプレッド拡大と相殺されるでしょう。また、利回りが8~9%の水準にある米国ハイ・イールド債市場は、景気後退がより深刻になったとしても、プラスのリターンを生み出すことができると考えています。

※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

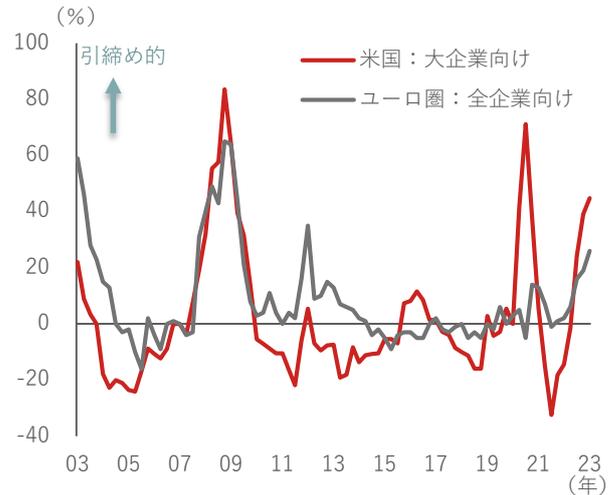
金融引締め効果の表出により成長鈍化へ向かう

2023年後半の米欧マイナス成長予想を維持

米国雇用統計で労働需要が堅調なままであることが示されるなど、インフレが中銀の目標に収束していく確度は高まっていません。ただし、2022年の世界同時大幅利上げは、主要国・地域の銀行貸出基準の厳格化にも繋がっています。さらに足もとの金融システム不安や今後起こり得る金融規制強化の流れを勘案すると、一般的にリスクテイクが抑制され、景気減速要因になると考えています。2023年後半の米欧経済のマイナス成長という当社予想の確度がやや高まったと見ています。

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。

米欧の銀行貸出基準
(2003年1月～2023年1月、四半期毎)



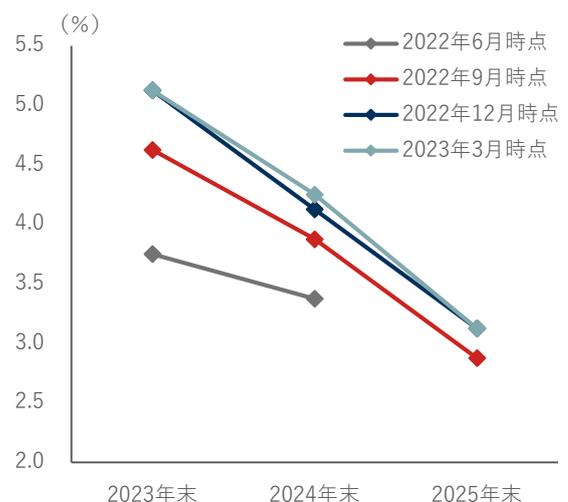
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

中銀は金融システム・インフレ退治を両睨み

当社は現時点で金融システムリスクが広範に伝播するシナリオを基本シナリオとはしていません。理屈の上では、FRBやECBは金融システム安定化にはマクロプルーデンス政策、あるいは流動性供給策を、経済・物価の動向に対しては金融政策を充てることで、インフレ抑制のために利上げをしながら金融システムの安定化を図ることは可能です。米欧中銀は小幅な追加利上げをした後、インフレ動向を見極め、2024年に利下げ局面入りするとの予想を維持します。

ただし、金融システムや金融市場が急速あるいは持続的に不安定化すれば、それが実体経済に負の影響を与えることも考慮し、当社予想よりも早期かつ大幅な利下げを決定する可能性もあるでしょう。

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

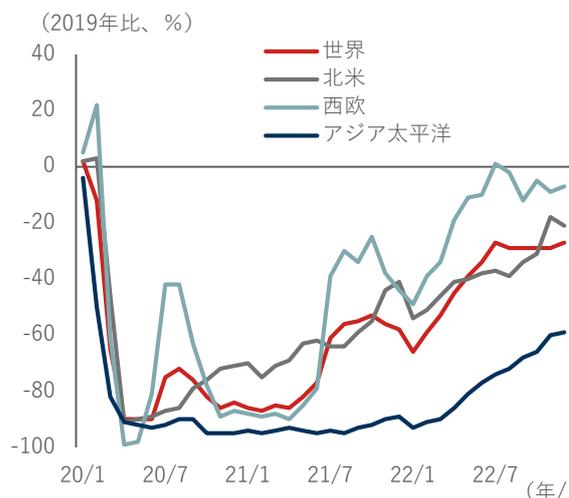
ダウンサイドリスクが高まる

アップサイドリスク：旅行需要・設備投資の強い成長

コロナ禍で抑制されていた旅行需要の回復が続いています。牽引役だった欧州がかなりコロナ前に近いところまで既に戻ったこともあり、国際観光客到着数の回復は横這い圏ではありますが、依然としてアジア太平洋の回復余地が大きい状況です。特に中国の国際移動を伴う旅行需要が急速に回復する場合、グローバル経済のアップサイドリスクになり得るでしょう。

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12月、月次)



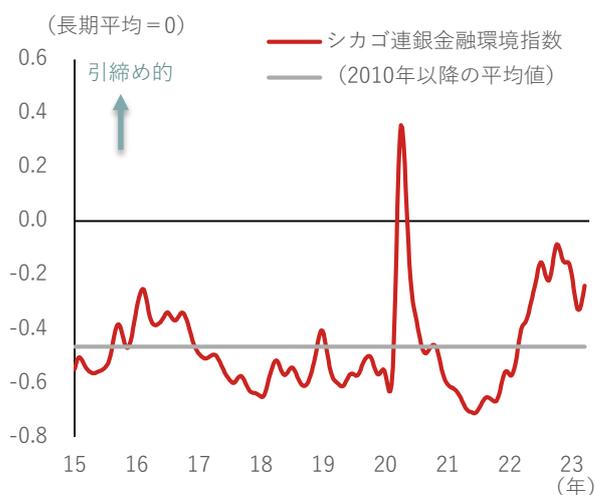
(出所) 国連世界観光機関のデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスク：金融システム不安の影響

足もとの金融システム不安を受けても、シカゴ連銀金融環境指数は金融緩和領域にとどまっています。米国当局が早急に預金保護措置や流動性支援措置を決定したことが奏功しているようです。ただし、今後も金融システムの脆弱性に焦点が当たり、金融機関や企業等の破綻懸念が燻り続けることで金融危機が意識されるリスクは否定できません。

当社の基本シナリオには、金融環境のタイト化とそれに対する中銀の行動による経済・物価への影響を織り込んでいますが、予想を大きく超えた金融環境の引き締まりが生じるダウンサイドリスクには十分注意を要するでしょう。当面、リスクバランスはダウンサイドに傾くと判断しています。

シカゴ連銀金融環境指数
(2015年1月～2023年3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。ご自身でご判断ください。

景気循環

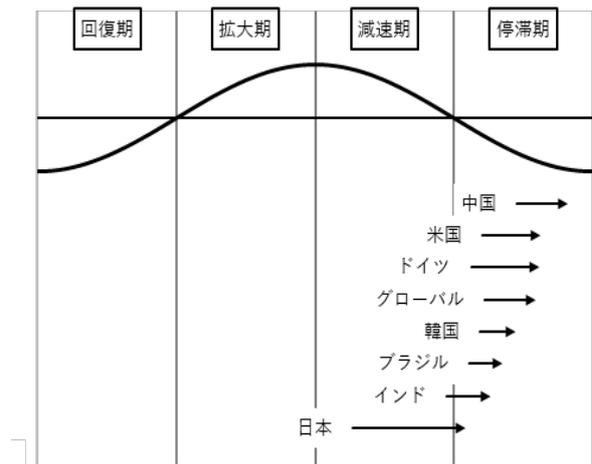
グローバル景気は底打ちが間近だが、金融引き締め環境では一旦悪化する可能性もある

グローバル景気は底打ちが間近に

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。この景気先行指数は、経済成長率に半年程度先行する指標から構成されたものであるため、グローバルの実体経済は当面弱い状態が続くことが示唆されます。

一方、中国景気はグローバル景気に先行して回復局面に移りつつあります。中国は他の国・地域の景気先行指数と比べて早く動く傾向が過去から見られてきました。2月の中国の購買担当者景気指数（PMI）がおよそ半年ぶりに50を上回った点からも、回復の兆候は見られます。グローバルでも、こうした景況感の指標は、実体経済に先立ち改善しやすい時期にいると考えられます。

世界景気の推移
(2022年8月～2023年2月)

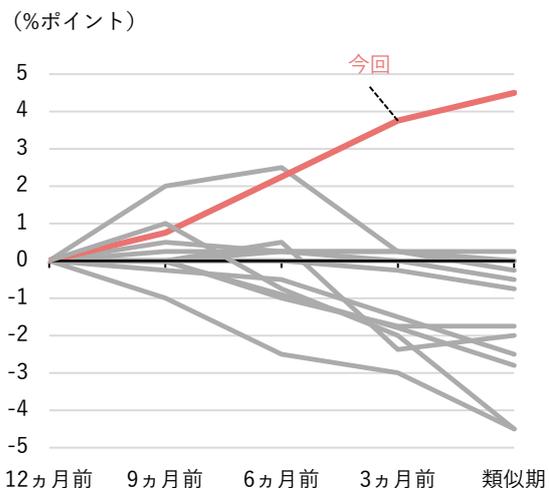


(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

類似期と比較し明らかに異なる金利環境

一方、今回のグローバル景気の停滞期と過去の停滞期では、金利の推移が大きく異なっています。過去の類似期はほぼ共通して利下げ局面と重なっており、今回のような利上げ環境の状態です。他方、利上げの環境は、過去の景気循環では拡大期から減速期に多く見られてきました。過去のように、利下げから景気回復に移っていくというパターンに戻るには、今回の景気回復は短期的で一旦悪化し、利下げが進んでから本格回復するという可能性がかなり高いと考えられます。また、直近表面化した金融不安を鑑みると、そうした景気が悪化した後、回復に向かう動きがより短期のうちに進むリスクにも注意が必要でしょう。

類似期の過去1年間の米国政策金利の推移
(1970年以降を対象とした景気局面の類似期)



(注) 類似期はグローバル景気を基に定量的に類似期を抽出したもので、米国政策金利について各類似期の12ヵ月前をゼロとした変化幅を記載。過去の類似期は1970年以降12件抽出される。
(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。

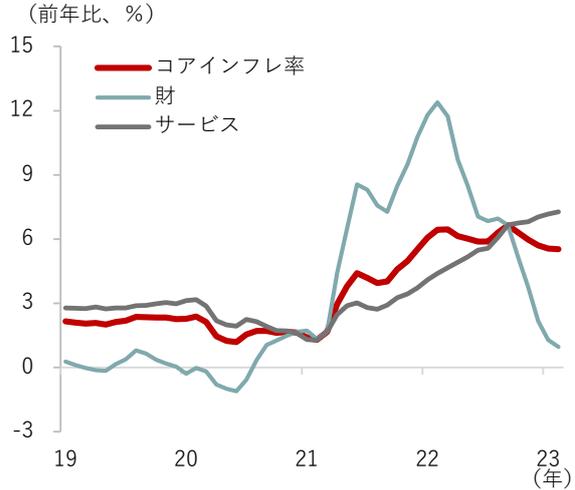
米国

銀行破綻に伴う金融環境のタイト化が、FRBの利上げ終了を後押し

依然として強いインフレ圧力がFRBの悩みの種

米国景気は底堅いです。景気の屋台骨である個人消費関連の指標が総じて良好なことに加え、これまで悪化一辺倒だった住宅関連の指標の一部には復調の兆候がみられます。堅調な雇用増加や高めの賃金上昇に加え、このところのインフレ率の鈍化を背景に、家計の実質所得が改善して景気を支えていると考えられます。もっとも、鈍化しているとはいえ、インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%を大きく上回ったままであり、強いインフレ圧力がFRBにとって引き続き悩みの種と言えるでしょう。内訳では、供給網の混乱が解消に向かう中、財物価の上昇率は大幅に鈍化してきました。しかし、賃金上昇を背景に、サービス物価の上昇率は加速傾向です。

米国のインフレ率
(2019年1月～2023年2月、月次)

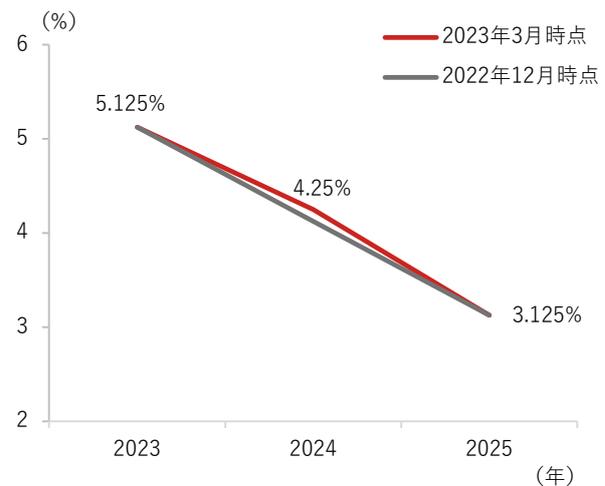


(注) 消費者物価ベース。コアと財はエネルギー及び食品を除く、サービスはエネルギーを除く。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融環境のタイト化が進む中、FRBの利上げ終了が近づく

2月の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、これまでの利上げの効果を評価するために利上げペースを0.25%ポイントに落としました。他方、3月初旬にパウエル議長は、景気の底堅さやインフレ圧力の強さを背景に「利上げ到達点は従前予想より高くなる可能性がある」と発言し、緩やかな利上げがより長く続く可能性を示唆しました。しかし、発言の数日後に米国の銀行が破綻して金融環境は大幅に引き締まりました。3月FOMCでは0.25%ポイントの利上げが決まった一方、FOMC参加者の利上げ到達点の予想は据え置かれました。金融環境の引き締まりを踏まえると、大幅な追加利上げをせずとも景気・物価への下押し圧力が十分強まると認識されているのでしょうか。この予想通りなら、次回5月FOMCが最後の利上げとなります。

FOMCメンバーの政策金利予想
(2023年3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、3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

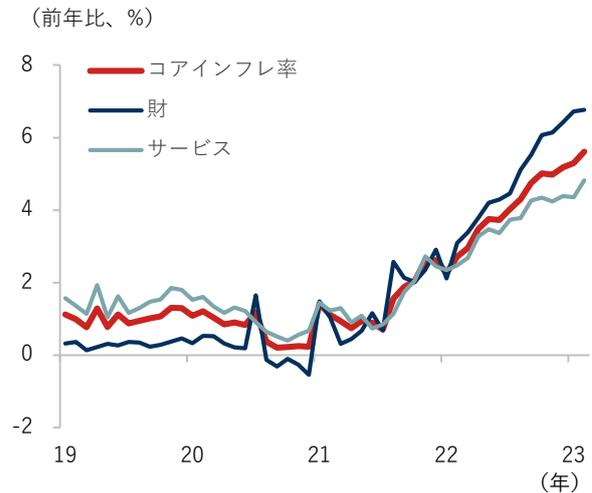
ユーロ圏

高インフレが続く中、ECBは大幅利上げを継続

景気は停滞しているが、インフレ圧力は強い

ユーロ圏景気は停滞しています。深刻なエネルギー不足や景気後退が暖冬によって回避されたことを背景に、マインド指標は良好です。しかし、消費や生産の関連指標は横ばいとどまり、景気の基調の弱さを示しています。こうした中でも、インフレ率は欧州中央銀行（ECB）が目標とする2%を大きく上回り、インフレ圧力は強いままです。財、サービスとも物価上昇率は加速傾向にあり、前者は過去のエネルギー価格や部材価格の高騰などが転嫁されているとみられます。後者に関しては、高インフレが続いてきたことが賃金上昇に繋がり、それが転嫁されている模様です。ECBは、こうした状況に加え、エネルギー価格高騰のために各国が導入した財政措置が追加的なインフレ圧力に繋がらないかを懸念しています。

ユーロ圏インフレ率
(2019年1月～2023年2月、月次)



(注) コアと財はエネルギー及び食品を除く。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ECBは追加利上げを基本路線としている模様

ECBは、2月理事会で0.50%ポイントの利上げを決定すると共に「3月も0.50%ポイントの利上げを行う意向」を表明しました。3月理事会の直前には米国の銀行が破綻したことで、利上げ幅縮小の可能性が金融市場で意識されたものの、ECBは0.50%ポイントの利上げを決定し、高インフレ鎮静化に対する強い決意を改めて示しました。新たに公表された経済見通しでは、2025年にかけてのインフレ率が下方修正されましたが、この見通しが追加利上げを前提として作成された点には注意が必要です。また、ラガルド総裁は今後の利上げに関して従前ほど明確な情報を発信しませんでした。「見通し通りに状況が推移するならば、我々にはすべきことがまだ多くある」と述べ、利上げ継続の必要性を示唆しました。

ECBによる経済見通し
(2023年3月のECB理事会と同時に公表)

(単位：%)

		2023	2024	2025
GDP 成長率	今回 (3月)	1.0	1.6	1.6
	前回 (12月)	0.5	1.9	1.8
HICP インフレ率	今回 (3月)	5.3	2.9	2.1
	前回 (12月)	6.3	3.4	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

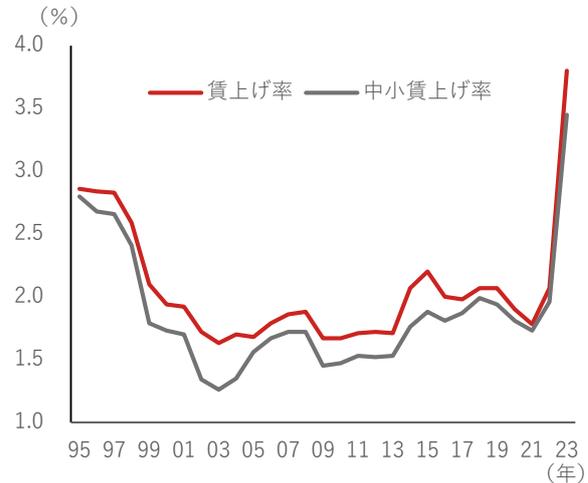
年央のYCC修正を予想、ただし金融システム不安の帰趨に注意

市場予想を上回った春闘

3月半ばに発表された春闘の第1回回答集計において、賃上げ率は大方の予想を上回る+3.80%となりました。毎月勤労統計における実質賃金は高インフレを背景に前年比マイナスですが、春闘賃上げ率と当社のインフレ予想を勘案すると年後半に実質所定内給与は前年比+1%前後に増加すると考えています。この実質所得環境は過去と比べて良好とまでは言えませんが、個人消費を支えることになるでしょう。

これまでのコスト・プッシュ要因による物価押し上げ圧力は減衰していくでしょう。それとともに中長期のインフレ期待が下がっていくのか、それとも、ある程度の水準で維持されるのが注目です。

春闘の賃上げ率
(1995年～2023年、年次)



(注) 平均賃金方式による定昇相当見込み賃上げ率。2022年までは6月末時点の最終集計結果。2023年は第1回回答集計結果。

(出所) 日本労働組合総連合会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日銀はYCCの事実上の撤廃に向かうと予想

米欧で生じた金融システム不安の帰趨、実体経済への影響に不確実性がある中、日本経済への影響も見極めつつ、日銀は政策修正の機会を模索するでしょう。特にイールドカーブ・コントロール (YCC) については市場機能低下の副作用もあるため、金融システム不安がある程度軽減されれば、年央にかけて、事実上の撤廃を決定すると見えています。

5月8日には新型コロナウイルス感染症の感染症法上の位置付けが変わります。それに伴って、日銀の政策金利のフォワードガイダンス修正が必要と考えられるため、利上げは遠いことを示すガイダンスにする一方で、長期金利のコントロールを実質的に外すことで、併せて「金融緩和の縮小ではない」というコミュニケーションをすることを考えています。

債券市場の機能度判断DI (現状)
(2015年2月～2023年2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

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。

中国

経済再開に伴い、消費中心に回復の勢いが続く見込み

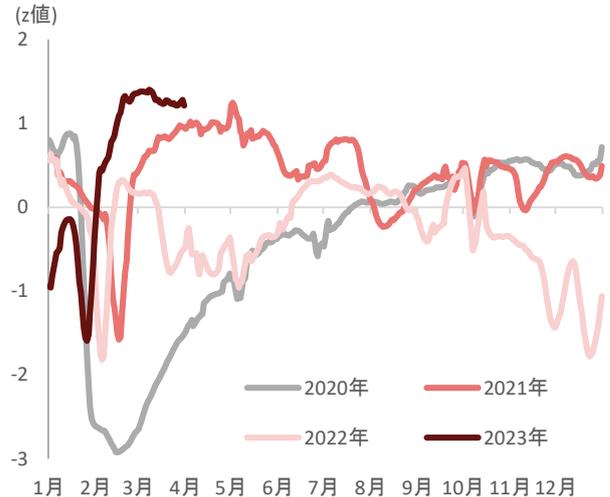
経済再開に伴い、内需は着実に回復している

昨年末のゼロコロナ政策転換を受けた経済再開により、内需は着実な回復を見せています。ゼロコロナ政策の打撃を受けたサービスを中心とした消費に牽引され、年前半は回復の勢いが継続するでしょう。その後、正常化の一巡や年後半に見込まれる欧米経済のマイナス成長に伴い、回復の勢いは鈍化するものの、年内は潜在成長率を上回る回復が継続し、政府目標である「5.0%前後」の成長率は達成可能と予想します。需要回復に伴いインフレ率は上昇に転じると思われませんが、供給面の影響を受けやすい食肉・エネルギーや、政策の影響を受けやすい品目の寄与度も大きく、インフレは問題になりにくいと考えます。金融政策の追加緩和余地は限られますが、緩和スタンス自体は維持されるでしょう。

現時点で、景気のリスクは上下に均衡

財政面では、財政赤字が小幅に拡大する見込みですが、未使用資金の繰り越しや、中央銀行・国有企業からの剰余金移転は無くなるか、縮小する見込みです。総合的に見た財政刺激の規模は、2022年に比べて縮小すると予想しています。景気回復の強さと持続性は、ゼロコロナ政策以外の押し下げ要因であった不動産市場と雇用の先行きに左右されるでしょう。1-2月の住宅関連指標は底打ちの兆しを示しており、上振れリスクをもたらしています。一方、若年者を中心に失業率が高止まりしており、先行きを楽観するのは時期尚早です。また、欧米の金融システム不安をきっかけに、景気後退が深刻化すれば、外需の見通しがさらに悪化する可能性もあります。

地下鉄の利用状況（7日移動平均）
（2020年1月1日～2023年3月31日、日次）



（注）11都市の平均を使用。表示期間の平均が0、標準偏差が1となるように標準化している。

（出所）Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

今年の経済目標

		2022年	2023年
GDP 成長率	目標	5.5%前後	5.0%前後
	実績	3.0%	
消費者物価上昇率	目標	3.0%前後	3.0%前後
	実績	2.0%	
都市部新規雇用	目標	1,100万人以上	1,200万人前後
	実績	1,206万人	
財政赤字 (対GDP比)	目標	2.8%	3.0%
	実績	2.8%	

（出所）各種報道等より野村アセットマネジメント作成

新興国

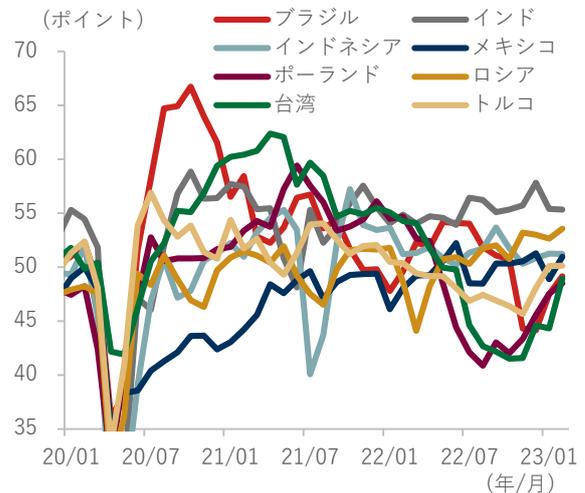
景気減速・インフレ鈍化は継続。金融政策は様子見姿勢へ

今後も景気減速・インフレ鈍化は継続すると見る

新興国経済は、外需の落ち込みや高インフレ、金融引締めの影響から、減速を続けています。アジアを中心に、国内の行動制限緩和後の需要回復が一巡したことも、影響しています。インフレ率は、国際商品価格の下落や景気減速の中で、ピークアウトしつつあります。今後は、中国経済の再開がアジア景気を中心に好影響を与えるものの、新興国全体で見ると、景気減速が継続すると見えています。インフレ率についても鈍化を続けるでしょう。

一方で、インフレ率が高止まるリスクもあります。労働市場が底堅さを維持したり、政府が財政支援を維持もしくは拡大した場合には、景気が想定以上に底堅く推移する可能性があります。そうなれば、インフレ鈍化も遅れるでしょう。

製造業PMIの推移
(2020年1月～2023年2月、月次)

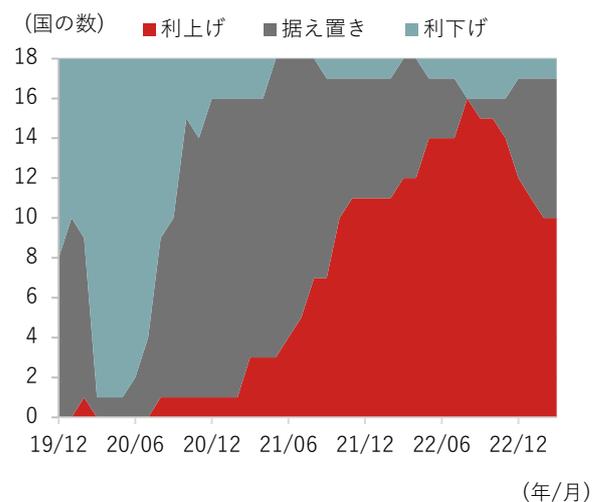


(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融政策は様子見姿勢へ

金融政策面では、政策金利を据え置き、様子見姿勢に転じる中央銀行が増えてきました。しかし、インフレへの警戒感は維持しており、拙速な金融緩和への転換は当面行われないと見えています。インフレや景気の動向、主要中銀の動向を注視しつつ、今年の後半から来年にかけて、緩やかな利下げに転じる国が出てくるでしょう。中銀の慎重な姿勢は、新興国通貨にとってはプラスに働き、新興国通貨全体は堅調に推移しやすいと見えています。コロナ禍を経て、新興国に対する海外投資家のポジションが縮小していることも新興国通貨の底堅さにつながるでしょう。一方、グローバルな金融不安定化が深刻になり、市場のリスク回避的な動きが強まれば、新興国通貨も大きく売られることになるでしょう。

主要新興国の金融政策動向
(2019年12月～2023年3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

			2023				2024		2021	2022	2023	2024
			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	1.9	2.6	1.8	2.1	1.9	2.0	6.1	2.9	2.1	2.1
	先進国	*2	1.4	0.4	-0.5	0.0	0.6	0.9	5.4	2.6	1.0	0.5
	新興国	*1,*3	2.3	4.6	3.6	4.8	5.0	4.8	7.3	3.3	3.8	4.6
	米国		2.1	0.8	-1.1	-0.6	0.1	0.5	5.9	2.1	1.3	0.2
	ユーロ圏		0.4	0.1	-0.8	-0.9	-0.2	0.4	5.3	3.5	0.3	-0.1
	日本		2.7	1.4	1.3	1.0	0.6	0.9	2.1	1.0	1.3	0.9
	中国	*1	2.9	7.5	5.1	6.1	5.9	5.0	8.4	3.0	5.4	5.0
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	6.1	5.0	4.3	3.9	3.4	3.1	3.2	7.0	4.8	3.1
	先進国	*2	6.6	5.3	4.2	3.4	2.8	2.4	3.3	7.5	4.9	2.4
	新興国	*3	5.2	4.5	4.5	4.7	4.3	4.1	3.0	6.2	4.7	4.1
	米国		6.0	5.1	4.3	3.8	3.0	2.4	4.7	8.0	4.8	2.4
	ユーロ圏		8.3	6.7	5.0	3.4	2.5	2.0	2.6	8.4	5.8	2.0
	日本	*5	3.3	2.4	2.0	2.2	1.7	1.8	-0.2	2.3	2.5	1.8
	中国		1.7	2.0	2.0	2.3	2.5	2.3	0.9	2.0	2.0	2.6
政策金利 (%)	米国	*6	5.00	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	0.25	4.50	5.25	3.25
	ユーロ圏	*6	3.00	3.50	3.50	3.50	3.00	2.00	-0.50	2.00	3.50	1.50
	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	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65	3.80	3.65	3.65	3.65
10年債利回り (期末値、%)	米国		3.47	3.30	3.00	2.90	2.90	2.80	1.51	3.87	2.90	3.00
	ドイツ		2.29	2.30	2.10	1.90	1.60	1.60	-0.18	2.57	1.90	2.00
	日本		0.35	0.70	0.50	0.40	0.40	0.40	0.07	0.42	0.40	0.50
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,109	3,850	3,880	3,950	4,030	4,120	4,766	3,840	3,950	4,290
	ユーロ300		1,811	1,740	1,760	1,780	1,820	1,860	1,890	1,678	1,780	1,930
	TOPIX		2,004	1,920	1,930	1,970	2,020	2,070	1,992	1,892	1,970	2,170
	MSCI EM (\$)		990	990	990	1,030	1,070	1,110	1,232	956	1,030	1,190
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.09	1.08	1.10	1.10	1.10	1.10	1.14	1.07	1.10	1.13
	日本円/米ドル		133.1	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	115.2	131.9	120.0	122.0
	日本円/ユーロ		144.6	130.0	132.0	132.0	132.0	132.0	131.0	140.8	132.0	138.0
	人民元/米ドル		6.87	6.80	6.60	6.60	6.60	6.60	6.37	6.95	6.60	6.40

		2021	2022	2023	2024
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インドルピー	74.3	82.7	79.0	77.0
	インドネシアルピア	14,253	15,568	14,600	14,200
	ブラジルリアル	5.6	5.3	5.1	5.0
	メキシコペソ	20.5	19.5	18.5	18.0
	ロシアルーブル	75.0	73.0	75.0	80.0
	トルコリラ	13.3	18.7	31.0	40.0
政策金利 (%)	インド	4.00	6.25	6.50	6.00
	インドネシア	3.50	5.50	5.75	5.00
	ブラジル	9.25	13.75	12.50	9.00
	メキシコ	5.50	10.50	11.25	8.00
	ロシア	8.50	7.50	7.50	7.50
	トルコ *6	14.00	9.04	30.00	30.00

(注) 見通しは2023年3月27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、ご自身でご確認ください。

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

- NOMURA-BPIインデックス
- ICE BofA US High Yield Constrained Index
- FTSEユーロファースト300
- MSCI Emerging Market Index
- S&P500 Index
- 東証株価指数 (TOPIX)

当資料で使用した指数の著作権等

- 「NOMURA-BPIインデックス」は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属しております。また、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社は、当該インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではありません。
- 「ICE BofA US High Yield Constrained Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 「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 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)」の指数値及び「東証株価指数 (TOPIX)」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)」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数 (TOPIX)」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)」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4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