



## 世界経済・金融市場見通し

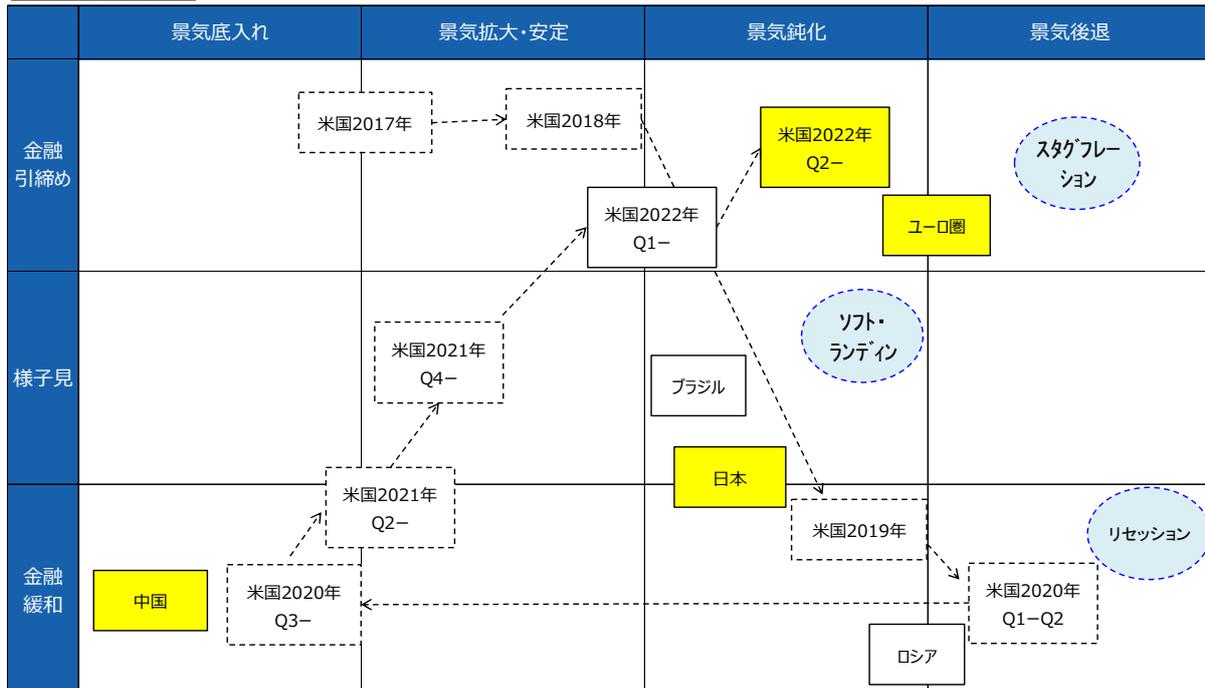


運用戦略部 エコノミスト  
大澤 俊平

### 【要約】

- ◆ グローバル経済は、2020年初をボトムとした回復の動きが一服、経済リオープン効果や財政刺激効果の一巡に加え、先進国の中央銀行による金融引き締め姿勢などを背景として鈍化している。2023年のGDP成長率は潜在成長率を下回る水準へ減速、リセッション懸念も燦る展開を想定する。インフレ率も徐々に安定化する展開を見込む。中国経済はやや例外的な動き、ゼロ・コロナ政策撤廃を背景に持ち直しを想定している。
- ◆ 米国及び欧州の金融政策は景気抑制的な金利水準への到達や景気及びインフレのピークアウトを背景として、2023年前半に様子見姿勢へ転じることを想定している。日銀は、4月以降の新体制下、YCC政策の副作用低減を意図したYCCレンジの再拡大を実施、金融緩和的な姿勢は維持することを見込む。
- ◆ 上記環境のもと2023年以降は、米欧の長期金利はピークアウト、為替相場もドル高一服の動きが継続する展開を想定する。株価は足下の金融引き締めや景気減速懸念で下振れも、金融政策引き締めペース鈍化や企業業績底入れ期待を織り込む形で、徐々に持ち直しの動きとなることを想定している。

### 主要国の景気サイクル



出所：TMAM作成

# Market Report

## 【経済見通し】

### ■ 低水準での成長が継続

米国経済は財政政策などによる景気押し上げ効果が一巡し、金利高などから2023年にかけて潜在成長率以下の低成長を想定している。欧州経済はロシアのウクライナ侵攻による天然ガス供給の不足とインフレ抑制を意図した金利高から、2023年初にかけての景気低迷を想定する。中国経済は2022年末のゼロ・コロナ政策撤廃による混乱も、経済リオープン効果から一旦の景気持ち直しを想定する。日本経済は経済リオープン効果が発露する一方、グローバル経済の減速が重石となり、徐々に減速する展開を想定している。

### 成長率見通し（前期比年率、中国は前年比）

				2023				2024
				Forecast				
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
米国	▲0.6%	3.2%	2.9%	0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
日本	4.5%	▲0.8%	3.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
ユーロ圏	3.4%	0.5%	0.5%	▲1.1%	0.0%	0.5%	1.0%	1.2%
中国	0.4%	3.9%	2.9%	3.2%	7.5%	4.7%	6.2%	5.3%

出所：TMAM作成 日本は2022年Q4以降、その他2023年Q1以降はTMAM予測

### ■ インフレ率は過去水準程度へ

米国インフレ率は、商品価格の下落に加え、景気減速やそれに伴う労働需給の逼迫改善などから、年末に2%程度への回帰を想定している。欧州では、天然ガス価格の下落や、経済リオープン効果の一巡、景気減速などから、米国に準ずる形で徐々にピークアウトする展開を想定している。日本については、当面のインフレ率は2%越えが続く可能性が高いものの、リオープン効果一服や海外景気減速、賃金上昇圧力が限定的と予想されるなか、商品高や円安が一巡し、年末のインフレ率は再び2%以下に低下することをベース・シナリオとして想定している。

### 物価見通し（前年比）

				2023				2024
				Forecast				
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
米国コアCPI	6.0%	6.3%	6.0%	4.8%	3.6%	2.5%	2.2%	2.0%
日本コアCPI	2.1%	2.7%	3.8%	2.1%	2.4%	1.6%	1.1%	1.6%
ユーロ圏HICP	8.0%	9.3%	10.0%	8.3%	5.4%	4.1%	2.2%	2.0%
中国CPI	2.2%	2.7%	1.8%	2.5%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%

出所：TMAM作成 2023年Q1以降はTMAM予測

## 【金融政策見通し】

### ■ FRBはインフレ抑制に向け金融引締めを継続も、年央までに様子見姿勢に転じる

FRBは11月のFOMCで75bp、12月に50bp、2月に25bpの政策金利引上げを決定した。2月会合では、財市場を中心としたインフレ圧力の緩和や、今後の利上げについての議論対象は利上げ幅から金利水準へと変わるとの声明文が公表された。景気抑制が見込まれる水準まで政策金利の引上げを行うことで、インフレ率もピークアウトを迎え、2023年央までに様子見姿勢に転じることを想定する。

### ■ ECBもインフレ抑制のため利上げ継続ながら、年央までの利上げ停止を視野へ

ECBは10月会合で預金ファシリティ金利75bpの引上げとTLTROⅢ借入条件の厳格化、12月会合で50bp引上げと3月からのQT開始、2月会合で50bp引上げを決定した。ECBはインフレ抑制優先から早期に中立金利を超える水準への政策金利引き上げを行ってきたが、2月会合では3月会合での50bp利上げを表明しつつ、インフレリスクは均衡しているとし、5月会合以降での利上げ停止の可能性を含ませた。米国と同様に、2023年央までに様子見姿勢に転じることが見込まれる。

### ■ 日銀はYCCを追加修正し、金融緩和を長期化へ

日銀は12月会合で市場機能の改善を目的としてイールド・カーブ・コントロール（YCC）のレンジ拡大を実施した一方、1月会合では金融政策を据え置き、共通担保オペの強化を決定した。また、日本のコアCPI（除く生鮮食品）は4%程度へ上昇している中、日銀も2022年度及び2024年度の物価見通しを上方修正した。YCCによる副作用が残存すると予想されることから、日銀は4月以降の新体制下、4-6月期にYCCのレンジ幅を1.0%へ再拡大させると見込む。持続的かつ安定的な物価上昇は予想しがたいことから、マイナス金利政策は維持するものと予想する。

### 金融政策見通し

				2023				2024
	Q2	Q3	Q4	Forecast				Q1
				Q1	Q2	Q3	Q4	
FF金利	1.75%	3.25%	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.75%
日本短期金利	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%
10年金利レンジ	0%±50bp	0%±50bp	0%±50bp	0%±50bp	0%±100bp	0%±100bp	0%±100bp	0%±100bp
ユーロ預金ファシリティ	▲0.50%	0.75%	2.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.75%
中国	3.70%	3.65%	3.65%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%

出所：TMAM作成 2023年Q1以降はTMAM予測

## 【先行きのリスク要因】

グローバルな経済環境は引き続き不透明感の高い状況と認識し、上述のメインシナリオに対するリスクバランスは上振れリスクより下振れリスクが勝ると想定している。上下の主なリスク要因は下記の通り。

### ■ 下振れリスク

グローバルな金融政策引き締め効果が想定以上に発露すること、日本の財政や金融の引き締めの動き、中国でのゼロ・コロナ政策の悪影響や不動産市場の低迷、ウクライナや台湾情勢の悪化など。

### ■ 上振れリスク

欧米を中心とした金融引締め姿勢の後退とそれに伴う市場環境の改善、日本・中国の経済リオープン効果、日本における賃上げ圧力の高まり、ロシア・ウクライナ戦争での停戦模索や米中関係改善といったグローバルな政治情勢の不透明感の後退など。

## 【金融市場見通し】

上述のシナリオを前提とした金融市場の見通しは下表の通り。欧米10年債利回りはインフレのピークアウト及び欧米中央銀行の利上げ停止を背景に、緩やかに低下する展開を想定する。為替相場も金利動向に準ずる動きが想定され、日米金利差の縮小からドル高圧力は一服、ユーロは欧州景気悪化の警戒からドル対比弱含む展開を予想している。米国株は景気後退と利上げ観測の思惑等から当面はボラタイルな展開が続くものの、米欧利上げ一巡と先行きの景気底入れ期待を背景に、上昇基調に戻る展開を予想する。日本株も日銀の政策や新総裁を巡る不透明感を背景に株価は低空飛行が継続するものの、日米の金融政策に対する不透明感後退を受けて、上昇基調への回復を想定している。

金融市場見通し

	2023								2024
	Forecast								
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
米国10年国債	3.01%	3.83%	3.88%	3.50%	3.40%	3.40%	3.30%	3.30%	
日本10年国債	0.23%	0.24%	0.42%	0.50%	0.75%	0.60%	0.50%	0.40%	
ドイツ10年国債	1.34%	2.11%	2.57%	2.20%	2.20%	2.10%	2.10%	2.10%	
ドル円	135.72	144.74	131.12	130	128	127	126	125	
ユーロドル	1.05	0.98	1.07	1.10	1.10	1.09	1.09	1.09	
S&P500	3,785	3,586	3,845	4,000	4,000	4,100	4,300	4,400	
TOPIX	1,871	1,836	1,892	2,000	2,050	2,100	2,200	2,250	

出所：TMAM作成 2023年Q1以降はTMAM予測

## 内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

## 内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

## 会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

## 当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

「TOPIX」は、株式会社 J P X 総研が算出する株価指数であり、日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有するマーケット・ベンチマークで、浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章また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、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。

## ～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

### 1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

#### 【スタンダード&プアーズ】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

#### 【ムーディーズ】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

#### 【フィッチ・レーティングス】

##### ■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

##### ■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

##### ■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

##### ■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に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・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。