



「新春討論会—2023年の経済展望」

令和5年2月7日

1

木内登英氏資料

野村総合研究所金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト

2023年世界経済は欧米中心に減速：日本経済は外需の影響強く

世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (期末、%)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
全世界	3.2	1.8	2.8	8.0	5.1	3.1			
先進国	2.6	0.0	0.5	7.5	4.0	1.4			
新興国	3.7	3.2	4.6	8.4	6.0	4.3			
米国	2.0	0.0	0.1	8.0	2.7	1.1	4.25-4.50	4.00-4.25	0.50-0.75
日本	1.3	1.9	0.9	2.5	2.3	0.0	-0.10	-0.10	0.00
ユーロ圏	3.3	-0.4	0.7	8.4	5.6	1.8	2.00	3.50	2.50
フランス	2.5	-0.3	0.8	5.9	4.7	1.7			
ドイツ	1.9	-0.8	0.3	8.6	6.3	2.0			
英国	4.1	-0.7	0.7	9.1	6.8	2.6	3.50	4.25	3.50
中国	3.0	4.8	5.5	2.0	2.5	2.2	2.00	2.00	2.00
インド	6.7	4.5	6.7	6.7	5.0	5.1			
ロシア	-3.0	-2.9	1.6	13.8	5.8	4.4			

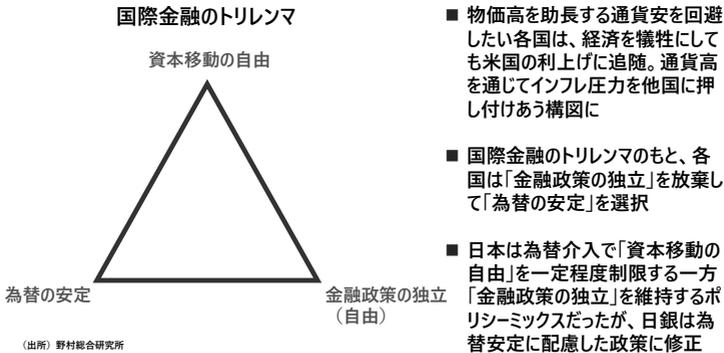
(出所) Nomura Global Market Research

(注) 見通しは2023年1月20時点

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

3

国際金融のトリレンマのもと世界は通貨高・利上げ競争に



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

4

実質金利の急速な上昇が米国を本格的な景気後退に陥れる可能性



- 米国の実質政策金利は、3月末でリーマンショック前に並ぶ。その後景気が減速し予想物価上昇率が低下する中でも、インフレ警戒を解除しないFRBが利下げに慎重な姿勢を続ければ、実質政策金利はさらに上昇。これが、米国経済に大きな打撃を与え、本格的な景気後退に陥れる可能性

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

2023年はドル高の修正局面に

為替見通し（対ドルレート）

	2023年3月	6月	9月	12月	2024年3月	6月	9月	12月
日本円	130.0	130.0	127.5	125.0	122.5	120.0	120.0	120.0
ユーロ	1.11	1.13	1.14	1.16	1.17	1.18	1.19	1.2
英ポンド	1.25	1.26	1.28	1.32	1.34	1.37	1.4	1.43

(注) 2023年1月26日時点の予測値

(出所) 野村

日本株見通し

	2023年3月	6月	9月	12月	2024年3月
日経平均（円、期末値）	26,500	28,000	29,000	30,000	30,000
（円、期中レンジ）	25,500 ~ 29,000	26,000 ~ 29,500	26,500 ~ 30,000	27,000 ~ 31,000	27,000 ~ 31,000

(注) 2023年1月13日時点の予測値

(出所) 野村

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

歴史的なドル高円安進行後に巻き戻しは起こるか



Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

上野泰也氏資料

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケット
エコノミスト



世界経済の見通し～減速するものの「意外に底堅い」推移か

◆FRB、ECBなどが急速に利上げを進める中で、教科書的に「リセッション入り」が予測されるものの…

何らかの金融ショックが加わっているわけではないこと

米国の雇用情勢が構造的に底堅いこと(シニア層の早期引退志向、移民の流入に制約)

記録的な暖冬をうけて天然ガス価格が急落し、欧州の景気を間接的にサポートしたこと

中国が「ゼロコロナ」を突然放棄。当面は混乱が続くものの、経済成長に希望が持てるようになったこと

などから、米国やユーロ圏の景気後退は「浅い」ものにとどまる可能性が高いとみる。

◆物価指標の前年同月比プラス幅が順調に縮小してくる場合、FRBやECBが不要な実質金利上昇を回避すべく、柔軟に利下げを行うかどうかとも、世界経済の行方に影響してくる。

◆最大のリスクシナリオは、ウクライナ戦争が第3次世界大戦に拡大すること(ロシアの核兵器使用問題)。

MIZUHO

9

日本経済の見通し～「低空飛行」を継続へ

◆23年の日本経済の見通しを、人口動態を軸にした中長期の視点と、景気動向指数やOECDのCLIなど短期スパンの動向を示す指標の双方から考察すると、出てくる結論は、「低空飛行」継続。米欧のような大きな振れがない、安定した飛行ではあるものの、高度は低いままで、海外経済減速の影響が大きいと下がる。

◆物価面では、消費者物価指数が目標である+2%を超えて推移する時間帯が多くなっているものの、主因は「供給ショック」。物価高の見合いで春闘の買上げ率が23年に高まって、その持続性には疑問符が付く。人口減・少子高齢化と、過剰供給の温存。この2つが組み合わさった「デフレ構造」は足元でも不変とみる。

■図表1: 日銀短観 国内での製商品・サービス需給判断D(回答比率「需要超過」)―「供給超過」(個人消費関連3業種 全規模合計)



注: 直近は22年12月調査における先行き(23年3月季調)
出所: 日銀

MIZUHO

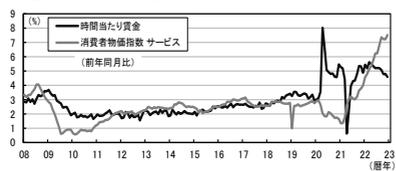
10

日米金融政策①～FRBは利上げ停止、秋以降に(数は少ないが)利下げへ

米FOMCは昨年11月2日の声明文で、利上げの累積的效果とラグの問題を明記した。累積的な引き締め効果やラグが、文章の構成上、「データ次第」を意味するとみられる「経済・金融情勢」よりも前に置かれた点が画期的。

「将来の誘導レンジ引き上げベースを決める際、金融政策の累積的な引き締め、金融政策が経済活動やインフレに影響するまでのラグ(時間差)、そして経済・金融情勢をFOMCは考慮する(In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.)」

■図表2: 米雇用統計 時間当たり賃金(民間部門)、米消費者物価指数 サービス



出所: 米労働省

MIZUHO

11

日米金融政策②～新体制に移行する日銀の「ピボット(方向転換)」を市場は警戒

◆昨年12月に緩和策修正を日銀が突然決めた背景:

(1)YCCを巡る海外投資家との攻防が「短期決戦」では終わらず、想定外に長期化してしまう中で、(2)債券市場の機能低下による弊害が累積して地方債や社債などの発行市場にも及び、中央銀行として看過しにくい状況になってきたこと、そして(3)円安ドル高急進行への対応で苦慮する首相官邸からは度重なる金融政策「柔軟化」の要請があった。※11月10日の岸田・黒田会談の次の決定会合は、12月19、20日開催。

◆産経新聞記事(1/22)には、「今回の人事は市場だけでなく、政治との関係も考えないといけない」と政府関係者が打ち明けたエピソードも紹介されていた。次期日銀総裁・副総裁人事は、「経済・金融市場・党内情勢」という各方面への影響を熟慮した上での、「人事の岸田」による決断となる。

◆日銀によるマイナス金利解除は、総裁・副総裁が交代して新体制が発足してからでも、ハードルが引き続き高いとみる。「物価安定の目標」2%が「持続的・安定的に」達成されるメドが立っていないからである。目標である2%という数字を柔軟化する(レンジ化したり、長期目標に切り替えて事実上棚上げする)ためには、政府・日銀による13年1月の共同声明(いわゆる日本版アコード)の書き換えが必要。それは政府と日銀の合意が前提である。

◆日銀の金融政策正常化に関する市場の見方には「落とし穴」もある。日米中銀の金融政策のベクトルが正反対になったと市場がみなし、為替の円高ドル安が急進行する場合には、日銀金融政策の正常化論議どころではなくなる可能性もある点に留意。

MIZUHO

12

金融市場(株式・債券・為替)の見通し

◆2023年のマーケットにおける主な注目点:

- (1)米FRBによる金融政策の舵取り(利上げ局面終了と利下げ転換のタイミング)
- (2)総裁・副総裁交代後の日銀新体制(岸田政権の行方など国内政治の動向も注視)
- (3)ウクライナ戦争・台湾問題・北朝鮮などの地政学リスクや、中国経済の動向

■図表3. 2023年(暦年)の各市場 筆者予想レンジ(23年1月4日時点) ※日銀新体制によるVCC撤廃や短期化のシナリオは織り込んでいない。

		23年の予想(23年1月4日時点)
国内債 ・金利	5年物国債利回り	0.10~0.35%
	10年物国債利回り	0.25~0.60%
	20年物国債利回り	1.00~1.50%
	30年物国債利回り	1.35~1.75%
株式	日経平均株価	2万3,000~3万円
	ダウ工業株30種平均	2万9,000~3万9,000ドル
為替	ドル円	110~140円
	ユーロドル	1.00~1.30ドル
米債	ユーロ円	130~150円
	米10年物国債利回り	2.40~4.10%

出所:みずほ証券金融市場調査部



【開示事項】

Mizuho Securities USA LLC (MSUSA)はみずほ証券とグループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリストか、レゾの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有していません。本レポートはMSUSA、またはその関連会社の「proprietary interests」と無関係ではない場合がございます。MSUSA、またはその関連会社は自己勘定、および特定顧客のための一任勘定取引において本レポートで記載している証券の売買を行っており、これら取引は本レポートで推奨している取引と相反する可能性があります。

【アナリスト確認事項】

本資料に記載された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接関係を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

【留意事項】

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは中立的な目的で提供されるものではありません。

本資料はみずほ証券がすべてに十分な信頼性に基づき作成したものです。本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報が必ずしも信頼性に検証されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて網羅するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容は記日以後の市場や経済情勢の状況に起因し不当な場合もありません。また、ここに記載された内容が事後的に真実に変更されることもあり得ます。

本資料は税務、法務、あるいは投資の助言を提供するものではありません。本資料は個人のお客様の状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で述べられている有価証券やその関連金融商品はすべてに投資家適合するものではありません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様に自身で判断し責任を負います。本資料においてみずほ証券が提供する投資や取引を行う際にフィナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負いません。

みずほ証券およびその関係会社は本資料への信頼または使用の結果（直接的、間接的）には結果として生じた損失、利益の損失、損害を含むいかなる損害賠償責任を負いません。かかる損害賠償責任を負う必要はありません。本資料は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身が負う必要があります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。特に短期の短い期間で将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づき推定を要するものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる保証も責任も負いません。

本資料で及ぼされたみずほフィナンシャルグループ(MHFG)、あるいはその関係会社に関する内容は、すべて公に入手可能な情報に基づいたものであり、本資料の作成者はMHFGならびに本資料で言及された会社は一切の内部者情報を知りません。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについてのMHFGに関する情報を整理・加工することはありません。

みずほ証券およびその関係会社、または他のMHFGの関連会社は、本資料で言及されている企業が発行する有価証券の有価証券の証券品質を自己申告は行っており、本資料で言及されている企業に対しては、本資料に示されている投資判断とは異なる形での取引を行うことがあります。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式については会社法第135条に従い、自己売買を行うことを禁じられています。

英国ロンドン(欧州域、英国)では、MHFGグループの一員であるMizuho International plc.(MHII)、30 Old Bailey, London EC4M 7AU が本資料を配付します。MHIIはプリンセス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority, FCA)及びプリンセス規制機構の規制の下において、ロンドン証券取引所の会員です。ドイツでの本資料の配布はMizuho Securities Europe GmbH (MHSEU)、Taunusanter 1, 60310 Frankfurt, Germanyが行います。MHSEUはドイツ連邦金融監督官庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)の認可を受け、その規制の下にあります。本資料は欧州域外諸国その他の加盟国の監督官庁(MHII, MHSEU)に配布されることがあります。なお、本資料はCA, BaFinの規制により登録された個人投資家向けではありません。利害相反の防止および関連に関する組織的、経営的管理の詳細についてはウェブサイトを<https://www.mizuhogroup.com/verneen/who-we-are/eng>をご覧ください。

米国: 本資料の米国の配布または配付の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社でNRA会員であるMizuho Securities USA LLC, 1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, USA、連絡先+1-212-209-0300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する最新情報や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、会社および業界の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が取引を行うすべてMizuho Securities USA LLC(MSUSA)を通してのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々は、MSUSAの営業担当者とご連絡下さい。

香港: 本資料の香港での配布はMizuho Securities Asia Limited(MHSA)、14 - 15/F, K11 Atelier, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。MHSAはMHFGグループの一員で、香港証券交易所委員会により免許を認められ、その規制を受けます。本資料は香港証券交易所の定義に基づく(プロ)投資家向けに作成されたものです。本資料はMHSAが定める利益相反管理規程に基づいて作成されています。利害相反の防止・回避に関する管理体制の詳細をご希望の場合はMHSAにご連絡ください。

オーストラリア: 本資料はオーストラリアの2019年企業法(CA法)709条に基づき(プロ)投資家または特定された投資家、またはCA法710条に基づき(ネット)顧客のみ配布されるものです。オーストラリア国内における前述の投資家層外に属する者は直接的な関係のある関係会社として登録されており、CA法に基づきオーストラリア金融サービス免許の義務をそれらオーストラリア証券投資委員会の会法(業法)および取引に関する規制2018(999)により免除されています。

シンガポール: 本資料はシンガポールのMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd. (MHSS)が行います。MHSSはシンガポール金融管理局の規制により、資本市場サービス免許を保有するとともに、免許取得を免除されたファイナンシャルアドバイザーです。みずほ証券はシンガポール規制(FAR)の32C1に基づき、MHSSはその関連会社その他の外資の関連会社によって作成された分析やレポートを配布することがあります。本資料はARで定義される機関投資家、機関投資家、(ネット)投資家向けのみ配布されるものです。本資料に起因または関連する事項についてお問い合わせは、MHSS, 12 Marina View, #06-02 Asia Square Tower 2, Singapore 018981までお問い合わせください。

日本: 本資料の日本の配布は、みずほ証券株式会社で100-0004東京都千代田区大手町1丁目1番1号大手町ファーストスクエアが行います。日本における各種機関投資家への配布については日本の法令に従ってみずほ証券株式会社が行います。本資料は日本を除く、各種機関投資家以外への配布は行っていません。

みずほ証券において有価証券購入する場合は、購入対象のみを支払いいただくことになります。その他の手数料(税込)は必ずしも、各取引の頻度に応じて、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。国内取引の売買取引には、約定代金の約1.155%(税込)、最低2,750円(税込)の、売却時(税込)に、約定代金の約2.750円(税込)の、約定代金の約2.750円(税込)の、約定代金の約2.750円(税込)の委託手数料を「負担」いただきます。手数料率に関する利率は10%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

本資料の著作権はみずほ証券が保有し、著者として権利を主張ししてまたは一部を複製、再配布、第三者に転送することはできません。各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号
みずほ証券株式会社 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

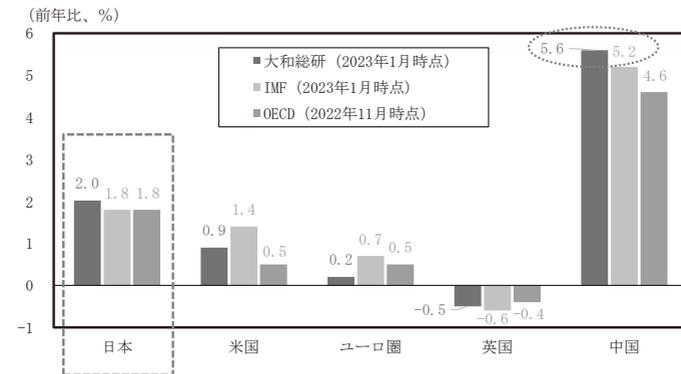
神田慶司氏資料

大和総研経済調査部 日本経済調査課長
シニアエコノミスト



2023年の日本経済は欧米を上回るプラス成長か

主要国・地域における2023年の実質GDP成長率見通し



(注) 大和総研の見通しは、日本は2023年1月31日時点でそれ以外の国・地域は1月20日時点。
(出所) IMF、OECD資料より大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiva Institute of Research Ltd. All rights reserved.

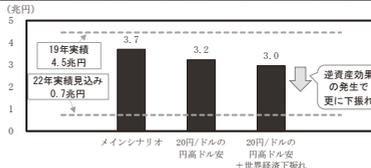
17

2023年における日本経済の主な下支え・押し上げ要因

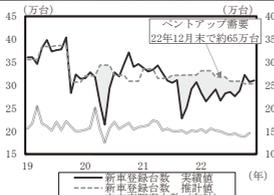
可処分所得対比のサービス消費(インバウンドを除く)



シナリオ別に見た2023年の実質インバウンド消費額の見通し



国内乗用車のペントアップ(継続)需要



密計の「過剰貯蓄」(フローベース)の推移



(注1) サービス消費に含まれるインバウンド消費分は、SNAの非居住者家計の国内での直接輸入に相当する「対日外国人消費喚起額」より算出したサービス消費の割合を乗じて試算。
(注2) インバウンドのインシデントは2020年の急激な減少を100%を想定、セクター別想定、セクター別推定。対日外国人、1人あたり消費額をそれぞれについて2020年の対日外国人1人あたり消費額を基準とする。
(注3) 新車登録台数の増減は大和総研による。増減分については当社の「第14回日本経済予測(改訂版)」(2022年12月8日)の「インバウンド」(中国のロックダウンを除く)に基づく。
(注4) 家計貯蓄＝可処分所得－家計最終消費支出。2015～2019年のトレンドは、消費増税や自然災害の影響を除く。自社の貯蓄見通しは大和総研による。
(出所) 日本銀行、総務省、経済産業省、内閣府、観光庁、日本政府観光局、日本自動車販売協会連合会、全額額自動車販売協会連合会、FOMC、IMF、各国統計、IHS Markit、Bloombergより大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiva Institute of Research Ltd. All rights reserved.

18

グローバル経済のリスク要因

- ① 米国の深刻な景気後退入り(⇒失業率の大幅な上昇を伴うマイナス成長)
- ② ウクライナ情勢の緊迫化(⇒欧州を中心とした景気の悪化、資源価格の高騰)
- ③ 中国で不動産市場が大幅調整
- ④ 日銀がイールドカーブ・コントロール(YCC)を撤廃
- ⑤ 一部の新興国で債務リスクが顕在化
- ⑥ 台湾有事の発生
- ⑦ 重症化リスクを大幅に高める新たな変異株の流行

米欧中でテールリスクが発現した場合の各国・地域の実質GDP成長率への影響(当社マクロモデルによる試算)

	(%pt)					
	世界経済	日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
米欧リスク ⇒失業率が10%程度上昇	▲ 3.7	▲ 2.8	▲ 4.6	▲ 2.2	▲ 3.3	▲ 4.2
欧州リスク ⇒ユーロ圏の金融機関のレバレッジが15%縮小(10年代 前半の政府債務危機時の約1.5倍)	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 4.2	▲ 2.0
中国リスク ⇒不動産市場が大幅に縮小(08年の世界金融危機時の2倍)	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 1.7

(注) 試算方法の詳細については「第215回日本経済予測(改訂版)」(2022年12月8日)を参照。
(出所) IMF, Haver Analytics より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

19

物価動向と金融政策の先行き

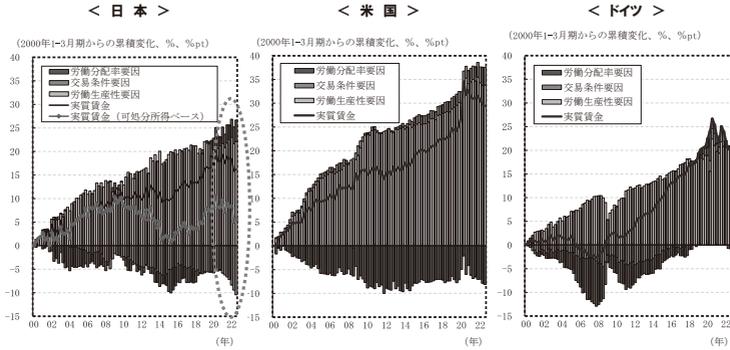
- 「ディマンドプル・インフレ」への転換は進むか
 - ✓ 各種指標から見ると「コストプッシュ・インフレ」の側面が依然として大きい
 - ✓ 価格上昇率分布の「山」はプラス方向にシフト。家計の「値上げ嫌い」にも変化
 - ✓ 今回は「デフレ脱却」(インフレの定着)の可能性が最も高い?
 - 【好材料】①約40年ぶりの高インフレ、②資産バブル期に迫る労働需給の逼迫、③経済活動の正常化、④コロナ禍以降に大幅に積み上がった家計貯蓄、⑤過去最高水準付近にある企業収益 など
 - 【懸念材料】①世界景気の悪化、②春闘での賃上げの伸び悩み、③労働市場の硬直性、④価格転嫁率の低さ など
- 日銀は2023年7月にもYCC見直しの可能性
 - ✓ 米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、日銀は大規模緩和策を維持か(直近のメインシナリオでは少なくとも23年中は現状維持)
 - ✓ ただし共同声明の見直しや「点検」などを踏まえ、日銀が早期(7月?)にYCCの見直し(段階的に短期金利操作に移行)に着手する可能性も
⇒国債買入れの継続や低金利の維持など金融緩和そのものは当面継続
- デフレ脱却後は成長力強化などが一段と課題に
 - ✓ 企業の価格支配力の回復 ⇒ 企業努力は「コストカット」から「高付加価値化」へ
 - ✓ 物価と国債市場の2つの安定が課題 ⇒ 成長力強化などでの成果が一層必要に

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

20

日本の実質賃金の伸び悩みは生産性と交易条件などに起因

日米独における時間あたり実質賃金の要因分解



(注) 実質賃金は1人1時間あたり実賃雇用者報酬（ただし日本については雇用者報酬に混合所得を加えて就業者数ベースの総労働時間で除したものの、「交易条件要因」は家計最終消費支出デフレーターとGDPデフレーターとGDPデフレーターとの比率の変化。
 (注2) 日本の「実質賃金（可処分所得ベース）」は実質賃金に税・社会保険料の負担割合を控除することで算出。
 (出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、財務省、Iwata Analytics より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

21

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報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。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2023 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

22

中空麻奈氏資料

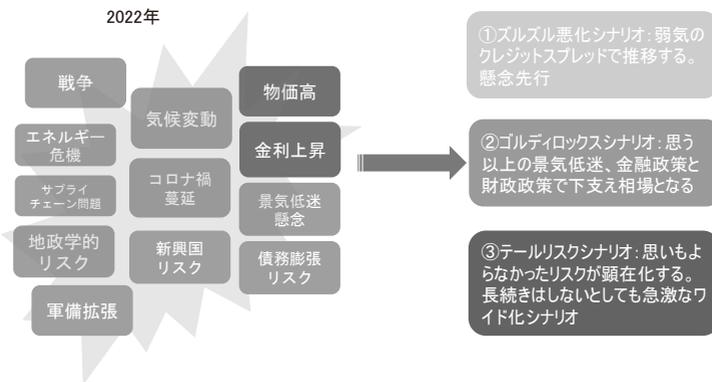
BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部
副会長



JSRI 23

激動の2022年を経た2023年のポイント

宿題はほとんど残したまま⇒①ズルズル悪化、②ゴルディロックス相場、③テールリスクシナリオ、か？



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: BNPパリバ

2023年の景気・物価見通し

見通しの修正：谷深く、山低し・・・

経済成長見通し(BNPパリバ 2023年1月5日現在)

先進国	年成長率 (%Y/Y)			四半期成長率 (% Q/Q)			
	2022	2023	2024	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
米国	1.9	0	-0.2	0	-0.4	-0.4	-0.3
欧州	3.2	-0.5	1.3	-0.5	-0.2	0.2	0.3
ドイツ	1.8	-1	1.1	-0.7	-0.3	0.2	0.3
フランス	2.5	0	1	-0.4	0.2	0.2	0.1
イタリア	3.8	-0.4	1.1	-0.6	-0.1	0.2	0.3
スペイン	4.6	0	1.3	-0.4	0	0.2	0.2
中国	3.2	4.5	4.8	0.8	1	1.2	1
日本	1.2	0.9	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.1
英国	4.4	-0.9	0.8	-0.6	-0.2	0.2	0.2

物価見通し(BNPパリバ 2023年1月5日現在)

先進国	年成長率 (%Y/Y)			四半期成長率 (% Q/Q)			
	2022	2023	2024	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
米国	8.1	4.2	2.4	6.1	4.3	3.6	3.1
欧州	8.4	4.8	2.3	7.5	5.5	3.8	2.4
ドイツ	8.6	4.8	2.1	7.9	5.6	4	1.8
フランス	5.9	6.3	2.8	7.8	6.8	6	4.6
イタリア	8.7	6.8	2.1	9.8	8.5	6.5	2.4
スペイン	8.3	2	1.5	3.6	2	0.3	2.1
中国	2.1	2.7	2.5	3.1	2.2	2.7	2.7
日本	2.5	2	1.3	2.6	2.7	1.8	1
英国	9	6.8	2.1	10.1	7.5	5.9	3.8



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: National Statistics Agencies, BNPパリバ

25

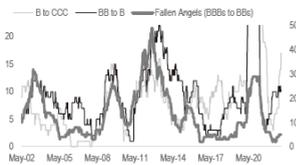
クレジットスプレッドを形成する要因：ファンダメンタルズ、需給

クレジットスプレッドは徐々にワイド化へ

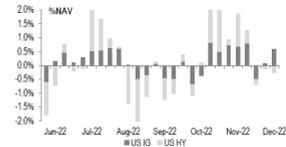
クレジットサイクルは終盤



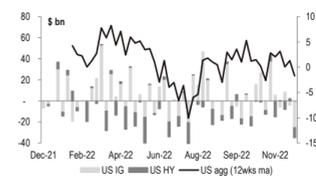
欧州格下げ動向



ファンドフロー：米国



ネット発行量：米国



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: Capital IQ, フルームバーグ, Dealogic, BNPパリバ

26

シナリオ別クレジットスプレッドの見通し

これからのクレジットスプレッドシナリオ

16 US IG スプレッド見直し



BNPP2023予想	米国			欧州		
	IG	HY	LL	IG	HY	LL
現在スプレッド	135	450	540	192	531	622
BNPPスプレッド予想	200	825	850	275	1090	1070
変化	65	375	310	83	559	448
期間	7.4	4.5	4.6	4.8	3.4	4.4
超過リターン年度予想	-3.50%	-12.40%	-13.70%	-2.10%	-13.70%	-19.50%
デフォルト/除下げ率	1.30%	5.50%	6.50%	1.00%	5.00%	6.00%
回収率	86%	30%	50%	90%	30%	50%
損失率	0.20%	3.90%	3.30%	0.10%	3.50%	3.00%
損失調整後超過リターン年度予想	-3.70%	-16.30%	-17.00%	-2.20%	-17.20%	-22.50%

- クレジットスプレッドは徐々にワイド化の様相
- 中央銀行による利上げが減速する可能性が出てきている。ファンダメンタルズは悪化方向へ。これは低格付け・循環セクター・低流動性のクレジットは回避すべきであることを示す（高格付け等のクレジットは投資可能）
- 中央銀行の大転換点をいつと読むか、ということになる。欧州はファンダメンタルズのより一層の悪化と、ECBの金融政策（QTリスク）が見られる可能性が高い。米国のスタグフレーションリスクの顕在化で、しばらくゴールドロックとなるものの、その後はファンダメンタルズの悪化が効いて、2023年後半にはクレジットスプレッドがワイド化していく
- クレジットスプレッドのワイド化が始まった年後半（2024年？）にはファンダメンタルズ悪化によって起こるため、銘柄選びが重要



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：ブルームバーグ、Markit、BNPパリバ

27

リスク整理

どのリスクに警戒するべきか？

想定されるリスク

- ①物価高と金利上昇
- ②ロシアによるウクライナ侵攻の継続⇒物価高・エネルギー問題・サプライチェーン問題
- ③債務膨張リスク
- ④新興国リスク
- ⑤「見えざる在庫」と業績下押し

11のテールリスク

- ①ブラザ合意2.0によるドル安
- ②グローバル不動産市場の瓦解
- ③中国不動産市場の急激な調整
- ④ユーロ圏の財政危機
- ⑤外国人投資家による米国売り(国債・IG)
- ⑥サイバー攻撃
- ⑦新興国危機の顕在化
- ⑧欧州銀行:AT1資本のクーポンスキップ
- ⑨CLO:AAA格付けの喪失
- ⑩地政学的リスクの顕在化(台湾有事?)
- ⑪シャドーバンクの動向



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

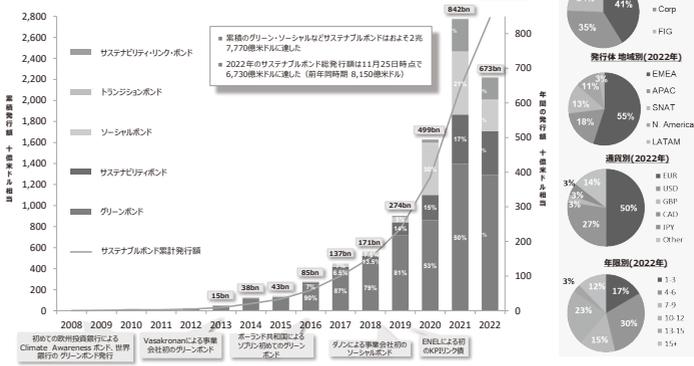
出所：BNPパリバ

28

(参考)ESG: サステナブルファイナンス市場の動向

22年の市場規模は21年を越えられなかった・2023年は？

■ サステナブルボンド市場の発行額(2022年11月28日現在)



出所: 7&7&P-1, BNP/IFC, 2022年11月25日現在



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

免責事項

本資料に含まれる情報は、BNPパリバ証券株式会社が発行した情報と異なる情報源より取得されたものですが、弊社はその正確性について意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものがあります。本資料は、目録裏面ではありません。本資料で取り扱われている有価証券の価値についての判断の基礎を必ず自分で作成されたものではありません。また、本資料は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本資料に含まれる予想や意見は、資料作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更される可能性があります。弊社またはその関連会社(以下を合わせて「BNPパリバ」)は、本資料で取り扱われている有価証券またはその関連証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。BNPパリバ及びその役員は本資料に取り扱われている発行者のアドバイザー又は役員を過去に兼ねた、または将来兼ねる可能性があります。BNPパリバは本資料を取り扱った発行者に対して、過去12ヶ月以内に(アドバイザー、シニョリアン・マネジャー、アンダーライター等)として有価証券の引受その他の投資銀行サービスを提供した可能性があります。BNPパリバは、法律で許される範囲において、本資料の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本資料の内容に依拠して投資が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本資料は取られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することできません。

本資料は、機関投資者のために作成されたものであり、英金融監督当局(FCA)より定義されたところのいわゆる英国の個人投資者のために提供されたものではなく、かつその個人投資者に勧誘することはできません。本資料の発行における発行および配布は、ディーエスシーパリバエスエー(株)の米国で登録するディーエスシーパリバフロンティア支店の承認を得たものとなります。ディーエスシーパリバフロンティア支店は、英国における投資業務の遂行にあり、証券業者協会(SFA)の規制を受けています。また、ロン証券取引所の会員です。このレポートが米国内で配布される場合には、本資料は、米国の規制に基づく「大手機関投資家」のみを対象に配布するものであることをご承知ください。本資料を受け取り、記載されている証券について取引を行い、または望む場合には、必ず米国の規制に基づいて登録されている証券会社を通して発行していただく必要があります。BNP Paribas Securities Corporationは、米国において登録されている証券会社です。米国のBNP Paribas Securities Corporationは、資料が直接、米国の受取人に配布された場合において、レポートの内容に關して責任を負うものではありません。

金融商品取引法第17条に定める事項の提示

金融商品取引法第17条に規定する事項に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委任手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内および政治・経済・金融相場、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情報、発行体の信用力、その他様々なリスクを伴う取引であり、多額の損失または支払義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社またはその関連会社および貴客が受ける保証金等の変動に對して、取次、追加保証金等を要し、入れていると可能性があります。こうした取引についてはお取引の保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていなくても見出しで示されています)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法第17条第1項(「原資産」)の取次者として貴客に對して、追加保証金等を要する場合があります。なお、金融商品取引手数料およびお取引のリスクは異なるりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目録裏面またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。
 前期決算結果、自動消滅事項等の早期終了条件が付き添っている場合は、予定された終了の日に取引が終了する可能性があります。
 高等等/BNPパリバ証券株式会社・金融商品取引業者 関東証券局長(兼)副社長
 加入協会/日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

無登録格付に関する説明書

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事業者の登録がなされております。これに伴い、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、無登録格付業者の登録の有無及び登録の意図等を顧客に告げなければならぬこととされております。

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義務、③業務管理体制の整備義務、④格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、⑤格付方針等の存続及び公表、⑥格付情報の公表権限等の情報開示義務等の規程を定けるとともに、報告請求、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。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベストメント・サービス格付グループの呼称：
ムーディーズ・インベストメント・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称：
S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
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7号）

フィッチ・レーティングス格付会社の呼称：
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
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）

無登録格付を受けるために用いる方法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・ジャパン株式会社ウェブサイト
（<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news/>）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明書」の欄に掲載されております。

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/registered/>）の「1/7」規制関連」の「無登録格付情報」（<http://www.spglobal.co.jp/ratings/>）に掲載されております。

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
（<http://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

無登録格付の価値、価値及びリスクについて

ムーディーズは、ムーディーズの信用格付は、事業体、与債契約、債務又は債務信託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、事業体の契約上・財産上の債務を履行に履行できないリスク及びデフォルトの発生した場合に及ぼされるある程度の相対的損失と定義しています。信用格付は、潜在的リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて考慮するものではありません。また、信用格付は、価値又は格付に関する価値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、いかなる形式及び方法によっても、これらの格付が、もしくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、客観性及び特定の目的への適合性について、明示的・黙示的に関与していることを保証していません。ムーディーズは、信用格付に関する信用格付業者、発行体から取得した情報、公開情報を基盤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正確を要し、またその情報源がムーディーズによって信頼できると考えられるものであると判断するたため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは調査を行う者ではなく、格付の適合性に関する情報の正確性及び特別性について無条件の保証を行うことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の証券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証券の価値が将来に大幅な増減を伴うに留めず、格付を再評価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はなく、市場の流動性及び流通市場での価格を示すものではありません。信用格付は、業績や外部環境の変更、買付け意欲の減少やパフォーマンスの低下の信用リスクの変化など、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、価値しうる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、格付変更し得ることのできるだけの十分な品質および量の情報が得られていると考えられる場合にのみ信用格付を行います。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、フェア・オピニオンまたは他の保証を行っておりません。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る結果の正確性、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、特許可能な入力パラメータが限定的であることに基づき潜在的なバイアスが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：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。格付はそれ自身が価値を要するものではなく、正確又は正確な程度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変動性及び市場流動性について意見を述べたものではありません。格付はリスクの相対的評価であつたため、同一カテゴリの格付付与をたとえども、リスクの顕著な差異は必ずしも十分に反映されない場合があります。信用格付はデフォルトに関する歴史的相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付付与・格付に対して、発行体情報に関する信頼する情報源から入手する商業的証拠に基づいており、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拠に基づいて当該証拠において利用可能な情報は、当該情報による保証を、全部の範囲で行いますが、格付に利用した情報がある情報又はその他の情報に対する正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

ある情報が虚偽又は不正確を示すことが判明した場合は、当該情報に関連した格付は変更されない場合があります。また、格付は、現時点の商業的価値にのみあつて、格付付与と関係ない事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳述には説明書について、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する開示」をご参照ください。

この情報は、当社が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。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world