



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 2022

Page

01 見通しサマリー

03 世界経済・金融市場見通し

04 早見表 主要資産の見通し

05 早見表 主要国 - 予想値

06 早見表 その他の国々 - 予想値

07 各国経済・金融市場見通し

07. 米国/ 11. ユーロ圏/ 14. 英国/ 15. 日本
19. カナダ/ 21. 豪州/ 23. 中国/ 25. ブラジル
27. その他の新興国等

31 商品市場見通し

31. 原油/ 32. 金

33 付録 データ集

33. 当面のリスク要因
34. 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率
35. 株価指数・リート指数 - 推移
36. 為替レート・商品価格 - 推移
37. 経済指標 - 過去3年実績値・各国金融政策
38. タイムテーブル

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

インフレ抑制に舵を切る

- 多くの国でインフレの上振れが続いている。従来インフレ上振れは一過性と分析していたパウエルFRB議長は一過性との見方を撤回し、インフレ抑制へと舵を切る。
- 先行きは各国中央銀行の「早期利上げ」がメインシナリオとなる。その場合、長期金利も上昇する、あるいは株式市場が下落基調に転じるのではないかとの見方もあろう。しかし、当社ではそのリスクは低いと考えている。

 米国	経	… 経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。
	株	… 利上げ開始後に株価上昇の経験則とオミクロン株への懸念で揺れ動く展開を想定。
	債	… FRBの利上げ開始を2022年6月と想定、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。
	リ	… 変異株の動向、業績改善の見通し、及び金利動向に注目。
	為	… 利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。
 ユーロ圏	経	… 新型コロナ感染再拡大の影響は限定的。実質GDPは2022年にコロナ前の水準超えへ。
	株	… オミクロン株のリスクが相対的に大きく、目先は先進国株内でやや警戒。
	債	… ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。
	リ	… リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。
	為	… リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。
 日本	経	… 緊急事態宣言解除で内需急回復。実質GDPは2022年後半に消費増税前の水準へ。
	株	… 内需回復への注目は継続、相対的に割安なバリュエーションも魅力。
	債	… 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。
	リ	… 年明け以降の公募増資の増加と需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
	為	… 海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。

表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 労働市場の順調な回復や過剰貯蓄の取り崩しなどによる個人消費主導の成長局面。
- 債 … 2022年は利上げにより短中期金利が上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。
- 為 … 商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。



豪州

- 経 … 供給要因によるインフレ懸念は相対的に小さく、個人消費主導の成長へ。
- 債 … 2023年の利上げ開始が近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。
- 為 … 利上げが米国に遅れることは織り込み済み。良好なファンダメンタルズが見直されよう。



中国

- 経 … 景気低迷が2022年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。
- 株 … 政策支援を受ける産業等、構造改革の恩恵を受けるテーマに注目。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。
- 為 … 当局が元高けん制に動き出したことを受け、強含みから当面はレンジ推移へ。



ブラジル

- 経 … 供給制約は漸次解消も、高金利政策が需要を抑制し、ゼロ%前後の低成長が継続。
- 債 … 高水準のインカムゲインに加え、将来の利下げを織り込み債券価格は上昇へ。
- 為 … 財政悪化懸念は一巡、高金利政策の継続とインフレ率の沈静化が支え。

2022年1月
SERIES

世界のつながり



地域特有の風習や文化などを通じて、
様々な心のつながり(絆)をご紹介します。



文化から感じるつながり カナダのアイスホッケー

子どもからお年寄りまで、どの年代にも親しまれているのがカナダの国技アイスホッケー。世界4大スポーツのひとつでもあり、カナダがこれまで獲得したタイトルは国別代表チーム最多を誇っています。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

インフレ上振れは「一過性」の撤回

多くの国でインフレの上振れが続いている。基本的には新型コロナ禍でのサプライチェーンの混乱等に起因するものであるが、いよいよ無視しえなくなってきた。従来インフレ上振れは一過性と分析していたパウエルFRB議長は11月末の議会証言で一過性との見方を撤回した。カナダ銀行も12月金融政策決定会合の声明文で「一時的」の文言を削除した。

インフレ抑制に舵を切る

FRBを始めとする多くの中央銀行には、①景気を良くする、②物価を安定させる（インフレにしない）、の2つの使命がある。コロナ禍では①の景気を良くするをより重視した政策運営が行われてきた。しかし、インフレ上振れが許容レベルを超えてきたようで、各国がインフレ抑制へと舵を切っている。すなわち、「早期利上げ」がメインシナリオとなる。

金融市場

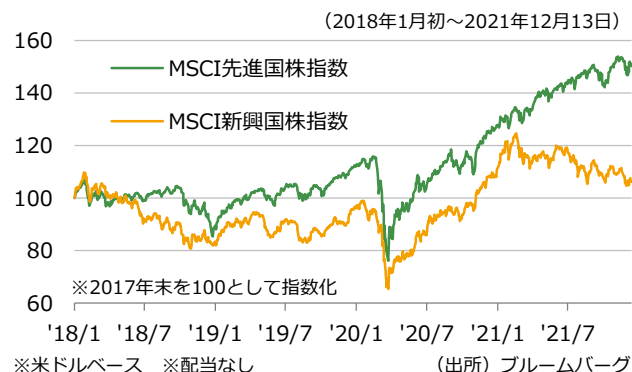
長期金利の上昇は限定的

利上げが前倒しされると長期金利も上昇するとの見方もあろう。しかし、当社では長期金利の上昇は限定的と考えている。例えば、米10年国債利回りは2022年末、23年末とも2021年のピーク水準に近い1.7%程度に留まると予想している。利上げが前倒しされる結果、将来的なインフレリスクや景気過熱リスクは逆に低下すると考えられることによる。

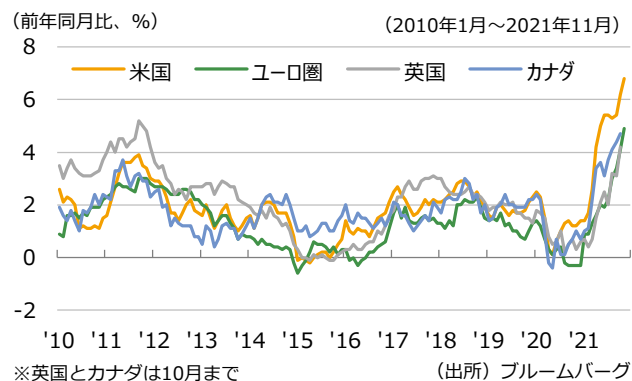
株式市場の下落リスクはかなり先の話

利上げ開始で株式市場が下落基調に転じるのではないかと警戒論もあろう。しかし、当社ではそのリスクは小さいと想定している。なぜなら、景気が強いから利上げする（できる）のであり、実際に過去をみても株価がピークをつけるのは、複数回の利上げ後、もう利上げが必要なくなる頃、言い換えると景気が弱まり始める頃となっている。そのような時期はまだかなり先になると考えられる。

世界株式



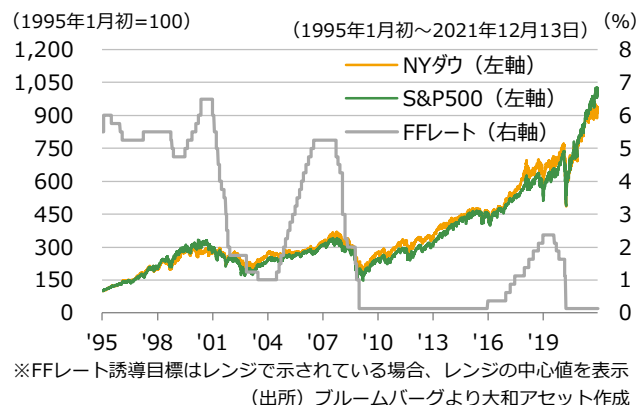
先進国の消費者物価指数



米国金利の推移：実績と予想



米国の政策金利と株価指数の推移



主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国				経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。新型コロナウイルス感染再拡大の影響は限定的。実質GDPは2022年にコロナ前の水準超えへ。緊急事態宣言解除で内需急回復。実質GDPは2022年後半に消費増税前の水準へ。労働市場の順調な回復や過剰貯蓄の取り崩しなどによる個人消費主導の成長局面。供給要因によるインフレ懸念は相対的に小さく、個人消費主導の成長へ。景気低迷が2022年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。供給制約は漸次解消も、高金利政策が需要を抑制し、ゼロ%前後の低成長が継続。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				利上げ開始後に株価上昇の経験則とオミクロン株への懸念で揺れ動く展開を想定。オミクロン株のリスクが相対的に大きく、目先は先進国株内でやや警戒。内需回復への注目は継続、相対的に割安なバリュエーションも魅力。政策支援を受ける産業等、構造改革の恩恵を受けるテーマに注目。中期的な上昇余地は大きい、足元は高いバリュエーションに注意。経済活動の再開や中長期的な構造改革等により、上昇余地は大きい。経済活動の再開や、中期的にインフラ投資が加速する期待等で上昇余地あり。割高感が乏しく、経済活動の再開や好調な輸出等を受け、一段の上昇余地あり。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
	ベトナム				

債券	米国				FRBの利上げ開始を2022年6月と想定、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。2022年は利上げにより短中期金利が上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。2023年の利上げが近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。高水準のインカムゲインに加え、将来の利下げを織り込み債券価格は上昇へ。量的緩和は終了へ。2022年中の追加利上げが見込まれ、長期金利は1%前後で推移。物価上昇圧力と金融政策正常化への懸念を受け、中期的には金利上昇圧力が高い。追加利下げの可能性が後退し、金利が動く場合は上昇方向へ進む。インフレや米国の金融政策をにらみながら利上げを継続。長期金利の上昇余地は限定的。利上げサイクルは終盤戦。インフレが落ち着けば2022年後半からの利下げを織り込む展開。高水準のインカムゲインが期待できる一方、拙速な利下げが中長期金利の低下を抑制。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				変異株の動向、業績改善の見通し、及び金利動向に注目。年明け以降の公募増資の増加と需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
	日本				

商品	原油				2022年の需給バランスは供給超過で、地政学リスクが高まらない限り上昇余地は乏しい。米国は金融政策の正常化局面に入っており、金価格は上値の重い展開が続く。
	金				

※現地通貨建ての期待リターン・リスク・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

為替	米ドル				利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。利上げが米国に遅れることは織り込み済み。良好なファンダメンタルズが見直されよう。当局が元高けん制に動き出したことを受け、強含みから当面はレンジ推移へ。財政悪化懸念は一巡、高金利政策の継続とインフレ率の沈静化が支えに。インフレ懸念に伴う利上げ期待と金利上昇がボンド高要因に。景気減速がボンド安リスク。資源価格上昇への懸念や、中銀のルビー売りの介入等を受け、上値は限定的。政策金利の低位推移期待が上値を抑える一方で、経常収支の改善が下支えに。国際収支がおおむね均衡すると予想し、割高感も解消されたことで、レンジ推移を予想。米国の為替操作国認定の解除とともに、政府が通貨上昇を容認する姿勢を継続しよう。供給問題により輸出は不安定も、海外労働者送金の増加や利上げ期待が通貨を下支え。インフレ抑制に向けた積極的な利上げは追い風だが、地政学リスクとエネルギー価格に注意。相対的な高インフレ体質の継続、中銀の信認低下により、通貨には減価圧力。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値*2 2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	実績値*2 2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
米国	-3.4	5.5	4.0	2.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.50 ~ 0.75	1.25 ~ 1.50	0.91	1.42	1.7	1.7
ユーロ圏*1	-6.4	5.3	3.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.57	-0.38	-0.2	-0.2
日本	-4.5	1.8	2.7	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.05	0.0	0.0
カナダ	-5.2	4.6	3.7	2.5	0.25	0.25	0.75	1.25	0.68	1.40	1.7	1.7
豪州	-2.2	4.3	3.6	3.0	0.10	0.10	0.10	0.50	0.97	1.60	1.7	1.8
中国	2.3	7.9	5.5	5.3	2.95	2.95	2.95	2.95	3.15	2.89	3.0	3.0
ブラジル	-3.9	4.8	0.2	1.9	2.00	9.25	10.75	8.25	7.31	10.62	9.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*2 2020年末	2021年末	2022年末	2023年末		実績値*2 2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
米国	30,606	35,651	37,700	40,600	米ドル	103.25円	113.54円	113円	112円
NYダウ	7.2%	16.5%	5.7%	7.7%		-4.9%	10.0%	-0.5%	-0.9%
米国	3,756	4,669	4,890	5,210	ユーロ	126.18円	128.14円	131円	130円
S&P500	16.3%	24.3%	4.7%	6.5%		3.6%	1.6%	2.2%	-0.8%
欧州	3,553	4,183	4,490	4,710	カナダ・ドル	81.13円	88.63円	93円	90円
STOXX 50	-5.1%	17.7%	7.3%	4.9%		-3.0%	9.2%	4.9%	-3.2%
日本	27,444	28,640	32,500	34,500	豪ドル	79.47円	81.01円	87円	89円
日経平均株価	16.0%	4.4%	13.5%	6.2%		4.2%	1.9%	7.4%	2.3%
日本	1,805	1,978	2,180	2,340	中国人民元	15.89円	17.81円	18.2円	18.4円
TOPIX	4.8%	9.6%	10.2%	7.3%		1.8%	12.1%	2.3%	0.7%
中国	108.58	86.98	108	118	ブラジル・レアル	19.89円	20.00円	23.1円	21.5円
MSCI	26.7%	-19.9%	24.2%	9.3%		-26.3%	0.5%	15.5%	-6.9%

	リート			
	実績値*2 2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
米国	18,543	25,441	26,500	28,600
NAREIT指数	-8.0%	37.2%	4.2%	7.9%
日本	1,784	2,049	2,200	2,300
東証REIT指数	-16.9%	14.9%	7.4%	4.5%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

*2 実績値の2021年末は2021年12月13日時点

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値*4 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値*4 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
英国	-9.7	6.8	4.1	2.5	0.10	0.10	0.50	0.50	0.20	0.70	1.0	1.0
インド*1	-7.3	9.8	7.8	6.6	4.00	4.00	4.50	5.00	5.87	6.37	7.0	8.0
インドネシア	-2.1	3.7	6.0	5.8	3.75	3.50	4.00	4.50	5.89	6.32	7.5	8.0
フィリピン*2	-9.6	5.2	6.3	6.5	2.00	2.00	2.50	3.00	1.83	2.24	2.5	3.0
ベトナム	2.9	2.0	6.5	6.7	4.00	4.00	4.50	5.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	6.0	2.9	2.5	4.25	5.00	6.25	7.00	5.55	7.33	7.4	7.0
ロシア	-3.0	4.5	2.5	2.5	4.25	7.50	7.50	6.00	6.27	8.55	7.0	6.8
トルコ	1.6	10.0	3.5	4.1	17.00	15.00	14.00	14.00	12.42	20.80	16.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*4 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末		実績値*4 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
インド MSCI	1,600 16.8%	2,033 27.0%	2,200 8.2%	2,350 6.8%	英ポンド	141.15円 -2.0%	150.07円 6.3%	152円 1.3%	150円 -1.3%
インドネシア MSCI	6,597 -9.5%	6,754 2.4%	7,700 14.0%	7,800 1.3%	インド・ルピー	1.41円 -7.1%	1.50円 5.9%	1.47円 -1.8%	1.47円 0.0%
ベトナム VN指数	1,104 14.9%	1,476 33.7%	1,550 5.0%	1,580 1.9%	インドネシア・ルピア*3	0.739円 -5.7%	0.793円 7.3%	0.785円 -0.9%	0.767円 -2.3%
					フィリピン・ペソ	2.15円 0.1%	2.26円 5.1%	2.17円 -3.8%	2.15円 -0.9%
					ベトナム・ドン*3	0.447円 -4.5%	0.494円 10.5%	0.514円 4.0%	0.523円 1.8%
					メキシコ・ペソ	5.19円 -9.5%	5.40円 4.1%	5.38円 -0.4%	5.21円 -3.2%
					ロシア・ルーブル	1.40円 -20.4%	1.54円 10.7%	1.54円 -0.3%	1.49円 -3.2%
					トルコ・リラ	13.9円 -23.8%	8.2円 -40.9%	7.2円 -12.4%	6.4円 -11.1%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 実績値の2021年末は2021年12月13日時点

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

「オミクロン株」の影響は軽微

世界的に新型コロナウイルスの変異株「オミクロン」の感染が拡大している。その経済への影響から、今回2022年のGDP見通しを若干引き下げた。もっとも、オミクロン株は繰越需要の発現時期等の景気回復の時間軸に影響を与えるもので、経済への影響は従来のデルタ株同様と想定。すなわち、ロックダウンなどの強力な措置は取られず、ウィズコロナが継続する中で、緩やかな景気回復が続く見通し。

企業景況感是好調もオミクロン前

ISM景況感指数などで確認される企業の景況感は引き続き好調。11月は製造業・非製造業ともに60台の高水準から続伸した。とりわけ非製造業は69.1に上昇し、10月に記録した統計開始以来の最高を更新。もっとも、新型コロナウイルス・オミクロン株感染拡大前のデータであり、オミクロン株が企業の景況感にどのような影響を与えるのか、12月の数値が注目される。

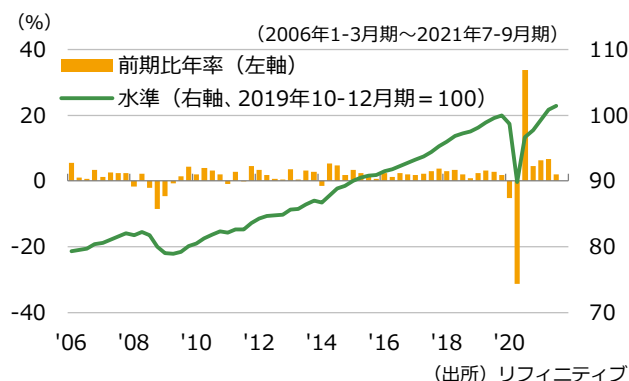
来月にも最大雇用を達成

11月の失業率は10月の4.6%から一段として低下して4.2%に。FRBは利上げの要件の1つに「最大雇用の達成」を掲げている。単純に言えば、失業率が自然失業率の4.0%まで低下したら最大雇用を達成したと言え、早ければ来月にも達成する。ただ、失業率が急速に低下しているのは労働参加率がコロナ前を大きく下回っているからで、雇用者総数はコロナ前のピークを391万人下回った水準にある。

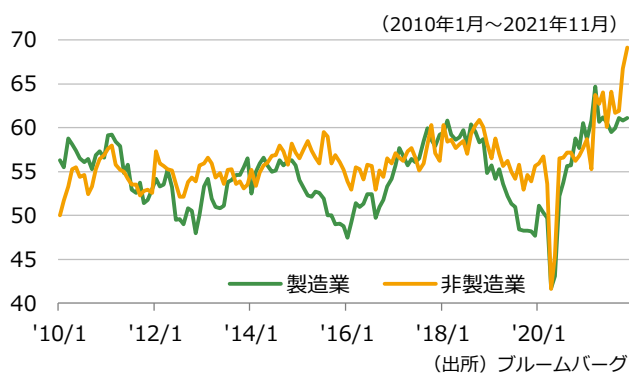
2022年6月利上げがコンセンサス

11月のCPIは続伸し、総合指数の前年比は約40年ぶりの高水準。ポイントは、①経済活動再開による一過性の物価上昇とされた中古車価格等が再度上昇していること、②インフレの持続性の点で鍵を握る帰属家賃が前年比3.5%と、伸び率を加速させていること、③物価上昇に広がりが見られること。市場が予想するFRBの初回利上げ時期はどんどん前倒しされ、今や2022年6月がコンセンサスとなっている。

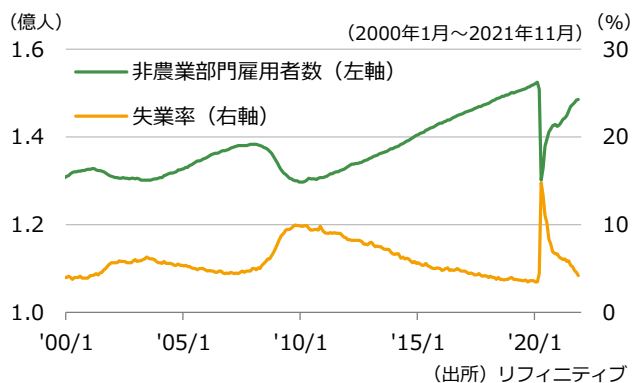
実質GDP



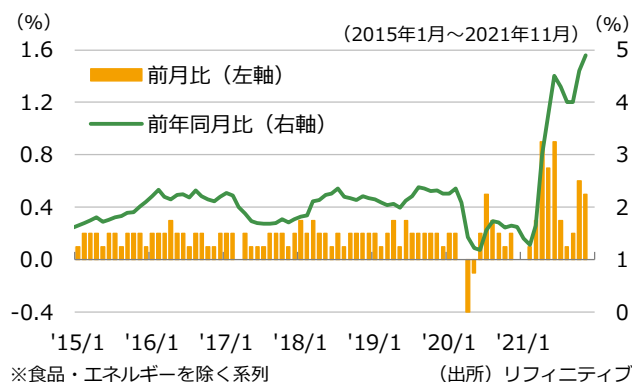
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数 (コア)





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。2022年はFRBの利上げ開始時期が焦点となる中、利上げサイクルの序盤から中盤の株価は強いとの経験則がある一方、新型コロナウイルスのオミクロン株の影響が拡大した際には、景気に不確実性が出る中での利上げ開始が意識され株式市場が不安定化するリスクもある。特に2022年前半は両者の見方が交錯し揺れ動くことが予想され、押し目を拾うスタンスで挑みたい。

リスクプレミアムは一時より改善

S&P500のリスクプレミアムは足元で3.2%程度。この数年のボトムである2.6~2.7%からはやや余裕がある。バリュエーションの高さが意識され易い状況は継続も、バリュエーション調整のきっかけとなり得るFRBの金融政策引き締め市場織り込みは大きく進展している。金融政策修正の時間軸が変動する余地が乏しくなる中、大きなバリュエーション調整が発生するリスクも低下しつつあると考える。

利上げ開始前に大幅下落の可能性は低い

利上げと米国株に関する見方に変更はない。利上げ開始後に米国株が強含む傾向がある一方、利上げ開始前の動きはまちまち。ジリ高もあれば、上値が重い場合も見られる。「利上げが行われる程の需要の強さや良好な景況感」の前提が保たれる環境下では、底堅い株価推移が期待出来ると考える。前提が変わるとすれば、オミクロン株による悪影響が懸念される中での利上げ決定となる場合が想定される。

ブースター接種の動向は注視

オミクロン株への警戒は足元で後退。既存ワクチンのブースター接種が有効との見方が広がったことに加え、数カ月以内に新しいワクチンの開発が見込めること等が寄与した。一方、ブースター接種比率は欧米主要国でまだ低く、2022年1-3月期を中心にオミクロン株による感染状況悪化による行動制限措置強化のリスクはあるとみられる。ブースター接種比率の動向は注視したい。

S&P500の推移

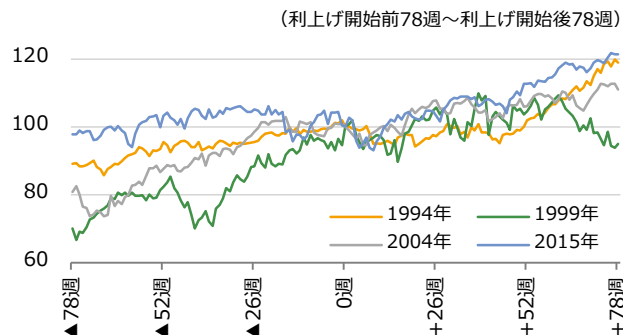


S&P500のリスクプレミアムの推移



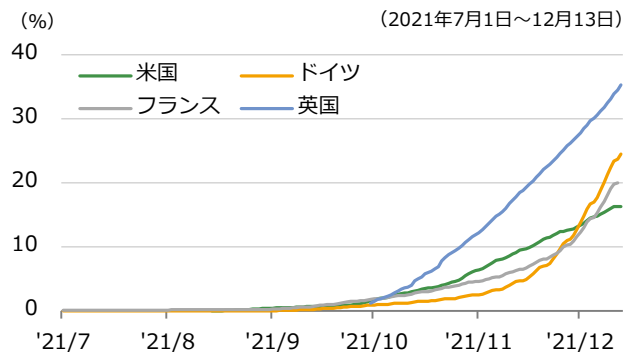
※S&P500の益利回りと10年米国債利回りを差し引いて算出
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

初回利上げとS&P500指数



※最初の利上げを決定した直後の週末を100として指数化
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ブースター接種比率の推移



※フランスの直近は2021年12月12日時点
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成



債券・金利

FRBは量的緩和の縮小ペースを加速

12月FOMCでは、前回11月FOMCで決定した量的緩和の縮小ペースを早くも修正。具体的には2022年6月での量的緩和終了から同年3月終了へ前倒し。FRBは量的緩和の縮小と利上げを同時に行わない意向であることから、当初の計画では初回利上げは最速シナリオで2022年7月のFOMCとなる。つまり、量的緩和の縮小ペースを加速させることには、初回利上げの時期を前倒しするという含意がある。

FRBの初回利上げ見通しを前倒し

今回、当社はFRBの初回利上げの見通しを、従来の2023年1-3月期から、2022年6月へと前倒しした。その理由は、前述した量的緩和の縮小ペース加速に因る。一方で10年国債利回りの見通しは2022年末、2023年末ともに1.7%で据え置いた。より早めの利上げに転じることで、将来のインフレ上振れや景気過熱リスクが抑制されることを想定。

リート

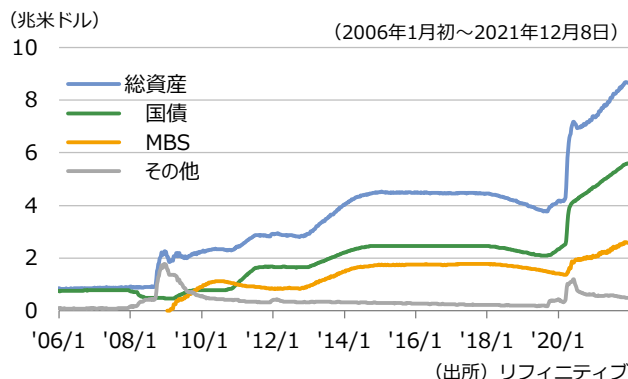
新たな変異株への懸念が重しに

米国リート市場は、11月末から12月初にかけて新型コロナウイルスの新たな変異株への懸念が高まり軟調に推移。その後は懸念の後退とともに戻り基調。足元米国では住宅や物流施設などを中心に賃料が上昇傾向で、インフレがリート業績にポジティブに働き始めている。ただ変異株の影響度合いはまだ明らかになっていないことも多く、今後の動向に注意を払いたい。

長期金利は低下基調

長期金利は新たな変異株への懸念もあり、低下基調。ただインフレは過熱気味で、FRBもインフレへの警戒感を明確にしている。急激な金利上昇は、金利負担の増加や株価バリュエーションへの影響を通じて、リート市場にネガティブに働きやすい。金利上昇が緩やかなものになるかどうか注目したい。

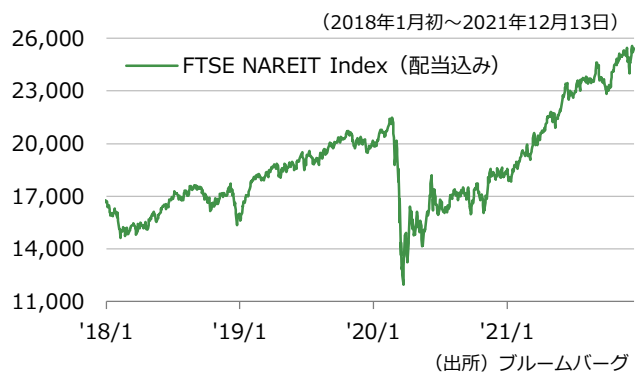
FRBの総資産残高と内訳



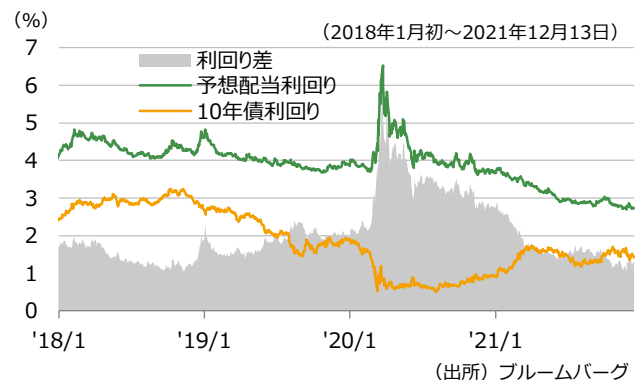
2年金利と5年先5年インフレ期待



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差拡大と米ドル円上昇が一服

日米5年国債金利差と米ドル円は高い連動性を示してきた。同金利差は21年4月以降、0.8～1.0%程度で推移してきたが、9月以降は1%を超えて拡大し、米ドル円が上昇した。ただ、その後は金利差拡大と米ドル円上昇は一服している。FRBの利上げ期待とともに米2年国債金利などは上昇傾向にあるが、米10年国債金利などには低下の動きもあり、米5年国債金利の上昇は進みにくい状況となりつつある。

米実質金利は米ドル円上昇を抑制

21年8～9月は、米国の実質金利が日本に比べ上昇し、米ドル円上昇の一因となった。ただ、日米実質金利差は4月や6月に比べて高い水準にはならず、米ドル円を大きく上昇させる要因とはならなかった。10月は日米の名目金利差拡大で米ドル円は上昇したが、実質金利差は拡大せず、11月以降の実質金利差拡大も限定的だ。実質金利の面からは米ドル円の上昇が進みにくい状況にあると言える。

インフレ期待低下で実質金利が上昇

21年10月以降、供給制約によるインフレへの懸念が高まったため、米国の期待インフレ率が上昇した一方、実質金利は低下した。インフレはコストを高め、成長期待を押し下げやすいので、過度にインフレ期待が高まると実質金利が低下しやすい。ただ、最近ではFRBの金融引き締めがインフレや景気拡大を抑制するとの見方があるためか、期待インフレ率が低下する一方で、実質金利が上昇している。

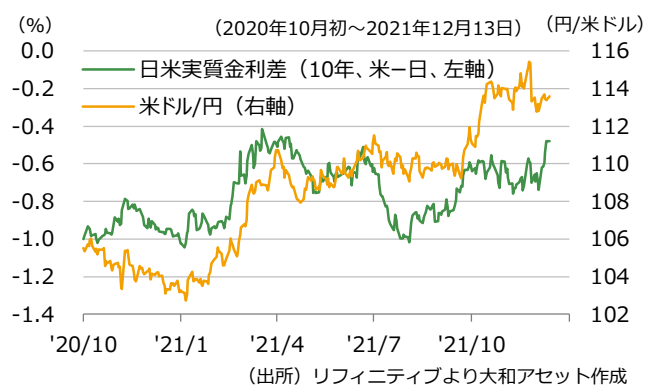
実質的にも米ドル高・円安が進行

BIS実質実効為替レートを見ると、米国は2021年に上昇し10月時点で2001～20年平均を8%上回る。一方、ユーロ圏は同平均を4%下回り、日本は24%も下回る低水準にある。相対的に米国の物価が上昇し、日本の物価が下落するなかで米ドル高・円安が進んだため、実質的にも円安が進み、日本の実質実効為替は2015年6月の安値に迫っている。日本経済へのプラスとマイナスの不均衡が拡大している。

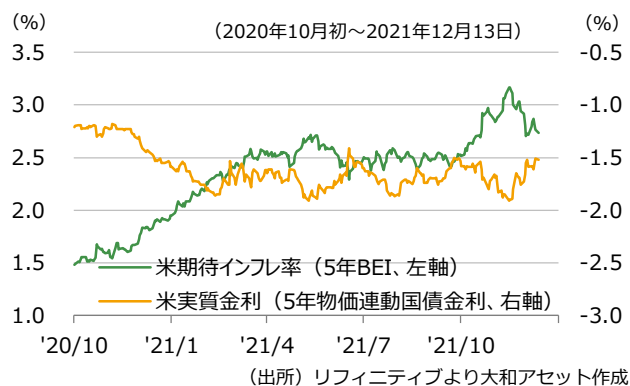
日米5年国債金利差と米ドル円



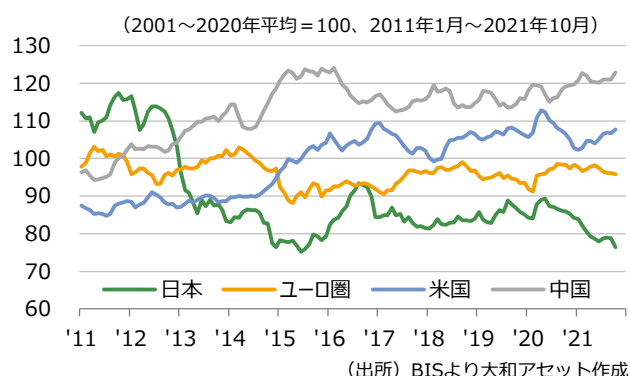
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



実質実効為替レート





経済

実質GDPはコロナ前の水準へ接近

ユーロ圏の実質GDPは7-9月期に前期比2.2%、前期比年率9.1%となり、4-6月期と同じ成長率に。新型コロナウイルスの新規感染者数が減少して経済再開が進んだことが、個人消費の回復に寄与した。実質GDPはコロナ前の水準に迫っている（2019年10-12月期を100として99.65に到達）。ただし、新型コロナ感染が再拡大しているので、10-12月期の経済成長ペースは鈍化する可能性が高そうだ。

企業景況感の改善ペースに天井感

ユーロ圏のマークイットPMIは製造業、サービス業ともに12月は低下。11月に上昇したサービス業の低下が目立つ。行動制限緩和がプラスに影響していたが、新型コロナ感染が再拡大したことが悪影響を及ぼしたようだ。製造業は原材料や中間財の供給制約が生産回復を抑制しており、景況感は小幅に低下。ドイツの自動車産業に生産回復の兆しはあるが、新型コロナの影響により海外からの受注は弱い。

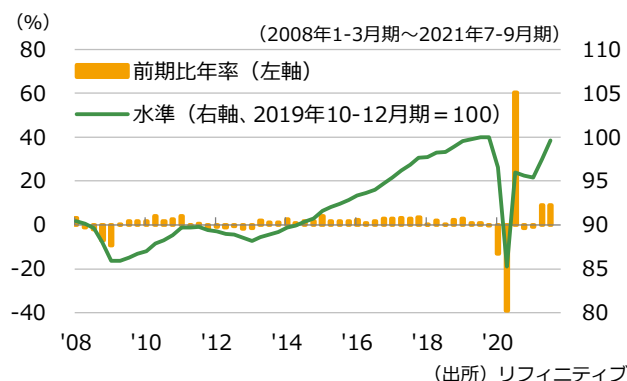
雇用情勢の改善で個人消費は堅調

失業率は2020年3月の7.1%をボトムに、同年8月には8.6%まで上昇したが、その後は低下基調で推移。2021年10月には7.3%まで低下しており、コロナ前の水準が視野に入ってきた。また、実質小売売上高は月ごとの変動が大きいものの、コロナ前のトレンドにほぼ回帰している。目先は新型コロナ感染再拡大の悪影響が懸念されるものの、雇用情勢の改善とともに個人消費は堅調な展開を見込む。

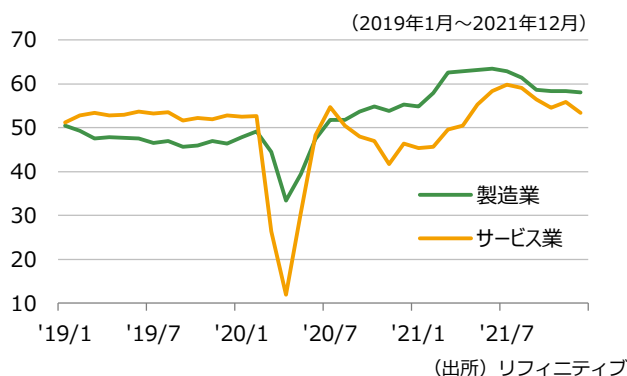
インフレ率の上振れは一過性か

11月消費者物価指数は総合で前年同月比4.9%、コアで同2.6%と、10月の各4.1%、2.0%から上昇が加速。エネルギー市況上昇、経済活動再開、時限的な付加価値税引き下げの反動、供給制約の強まりなどが影響した。当面は高いインフレ率が続きそうだが、一過性の要因も多く、2022年にはインフレ率が低下すると見込まれる。ただ、供給制約が弱まらないと低下幅も限られたものになるだろう。

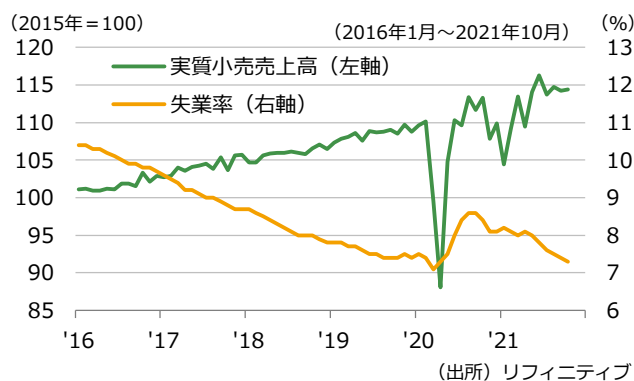
実質GDP



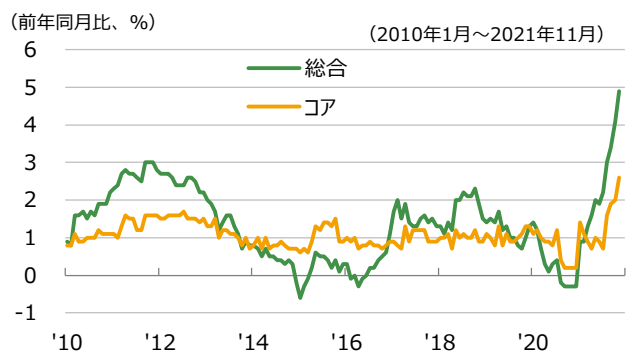
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・たばこを除く系列

(出所) リフィニティブ



株式

中立スタンスを継続

欧州株の判断は中立を継続する。新型コロナウイルスのオミクロン株への懸念により11月下旬に株価は下落も、足元はほぼ半値戻しの水準まで回復。しかし、先進国内で欧州はアフリカとの関係が深く、同問題に対するリスクは相対的に高いことは否めない。今後オミクロン株への懸念が再び強まったとしても、影響は一時的と考えているものの、現時点で積極的に買い進める理由は乏しいと考える。

オミクロン株のリスクはまだ残る

感染者数の増加に伴い、フランスにおいても新規入院者数が増加するなど状況は悪化気味。まずは、ワクチンのブースター接種を進めることが当面の対策となるが欧州主要国の同接種比率は対総人口で英国を除き2割に満たない。2022年1-3月期は公衆衛生上の措置強化が意識され易く、一時的に市場センチメントが弱含むリスクがある点は注意したい。

債券・金利

PEPPは2022年3月で終了へ

ECBは12月理事会でPEPP（新型コロナ対応の緊急購入プログラム）での資産購入を2022年1-3月期に減額して3月末で終了する予定とした（再投資の期間を少なくとも2024年末まで延長）。そして、APP（資産購入プログラム）での毎月の資産購入ペースを4-6月期400億ユーロ、7-9月期300億ユーロ、10月以降200億ユーロにすることを決定。段階的に縮小しつつも資産購入を続ける方針である。

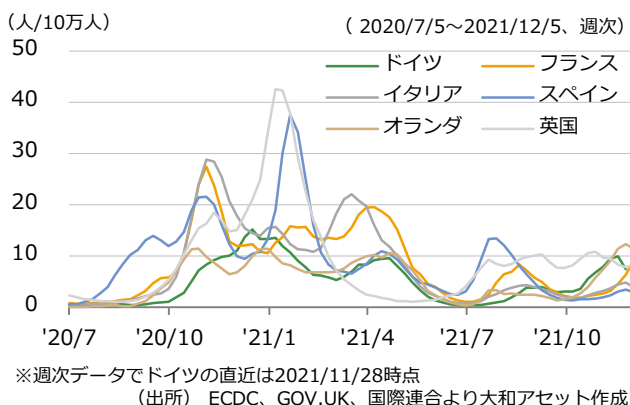
2022年中の利上げの可能性は低い

ECBの量的緩和は縮小しても、金融政策の新たな枠組みの下で実施の要件が厳しくなった利上げの可能性は低いままだろう。ECBはエネルギー高と供給制約などによるインフレは2022年中には緩和すると見ており、利上げ要件の一つである「現実のインフレ率が今後1年から1年半の間に2%に達し、その後も持続する」との見通しは描けないようだ。

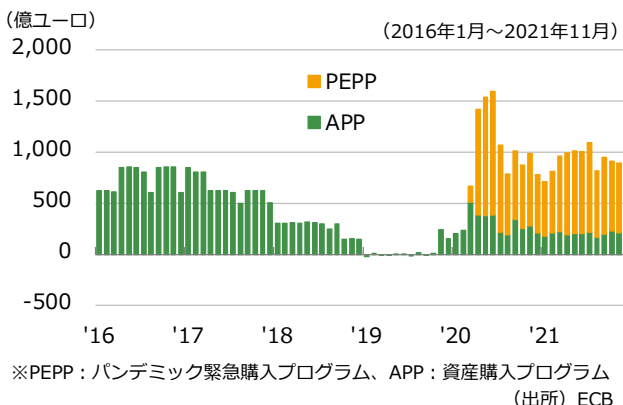
Euro STOXX 50の推移



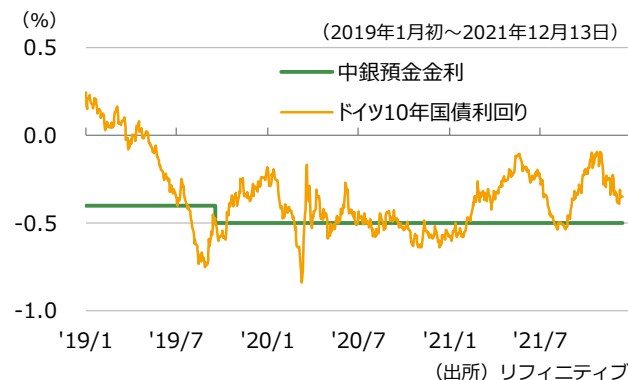
欧州主要国の新型コロナウイルス新規入院者数



ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは米ドルと円に対して下落

ユーロは米ドルや円に対して下落した。新型コロナウイルス感染の再拡大や、11月にユーロ圏の長期金利が低下したためだ。ECBは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入を2022年3月に終了するとはいえ、資産購入は継続し、FRBに比べるとインフレは一時的としてハト派的なメンバーが多い。ECBの利上げ期待がなかなか高まらないことが金利上昇を抑制し、米ドルに対してユーロを弱くしている面はあるだろう。

新型コロナウイルス感染状況はユーロ安要因に

冬を迎える北半球を中心に新型コロナウイルスの新規感染が再拡大し、リスクオフの円高要因に。なかでも欧州の新規感染者数が過去最多となり、拡大が目立つ。米国でも感染が拡大しているが、欧州に比べると抑制されており、ユーロ安・米ドル高に作用しやすい要因になっている。ただ、新変異株のオミクロン株は感染力が強い一方で重症化リスクが低いとの見方が強まり、市場の懸念は後退している。

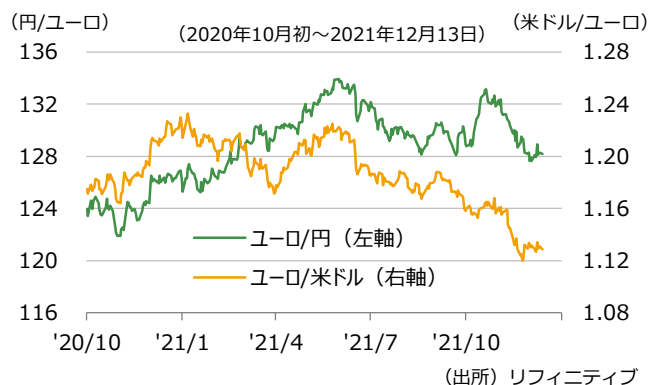
ドイツの新型コロナウイルス感染に鈍化の兆し

欧州では新型コロナの感染拡大が続く国が多く、フランスの週間新規感染者数は2020年11月のピークを更新した。当面は政府の行動規制が強まることで経済活動が抑制されるリスクがある。ただ、過去最多にまで拡大していたドイツやオランダの新規感染者数には鈍化の兆しもある。自主的な行動抑制や政府の行動規制が影響し始めた可能性がある。欧州全体でも拡大が鈍化するかどうか、注目される。

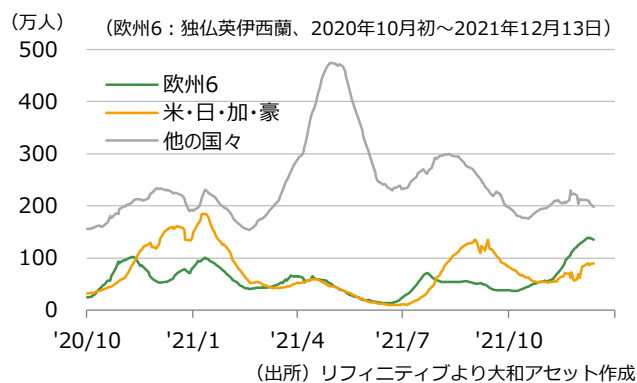
経済指標はユーロ高・円安要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、米国に続きユーロ圏もプラス圏へと浮上する一方、日本はマイナス圏のままだ。相対比較すると、経済指標が米ドル高・ユーロ高・円安に作用しやすい状況にある。世界的に経済指標が市場予想を上回るケースが増えるとリスクオンの円安に作用しやすいが、ユーロが低金利で金利上昇が小幅だとユーロ高が抑えられやすいとも言える。

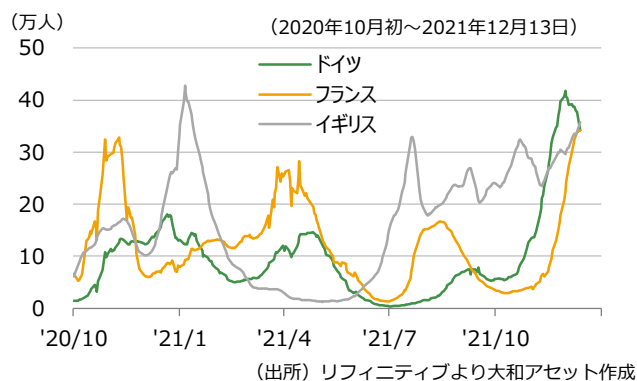
ユーロの対円相場と対米ドル相場



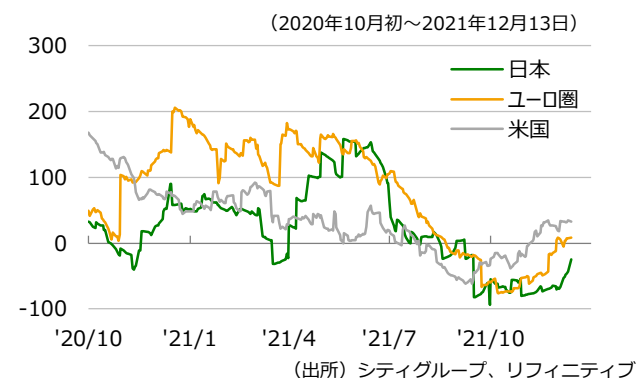
新型コロナウイルスの週間新規感染者数



欧州主要国・新型コロナウイルスの週間新規感染者数



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは7-9月期に前期比1.3%、同年率5.1%となり、4-6月期の前期比5.5%、同年率23.9%から大幅に成長率が鈍化した。7月以降の新型コロナウイルス感染拡大や供給制約による物価上昇が個人消費などに悪影響を与えた。ただ、景気回復が頓挫することはなく、実質GDPは年率平均4%程度のペースで成長していき、2022年4-6月期にコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

消費者物価が大幅に上昇

消費者物価指数の前年同月比は11月に総合5.1%、コア4.0%となり、10月の各4.2%、3.4%から上昇が加速した。新型コロナの影響による需要低迷の反動と供給制約に、EU離脱の影響による労働者不足も重なり、価格が上昇している。雇用改善もあって賃金上昇率が高く、インフレ期待も高まっているため、当局がインフレ持続への懸念を強めている。

為替

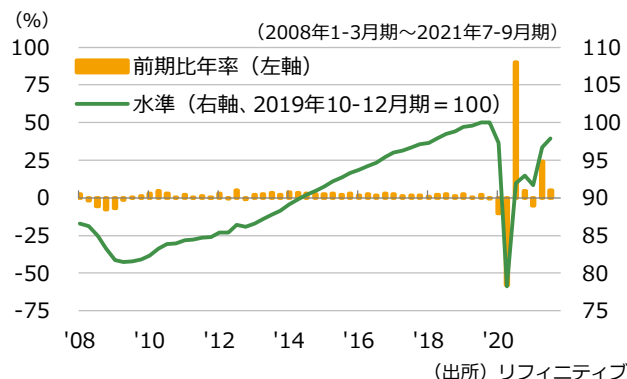
BOEは2021年12月に利上げ

BOEは12月の金融政策委員会で政策金利の0.10%から0.25%への引き上げと資産購入枠の据え置きを決定。資産購入は総枠に達して終了することになる。政府の雇用支援制度が9月末に終了した後も失業手当受給者が減り続けるなど、雇用が悪化に転じる動きは見られず、インフレ圧力が持続的になる兆しがあるために利上げが必要と判断した。中期的にも若干の金融引き締めが必要と判断している。

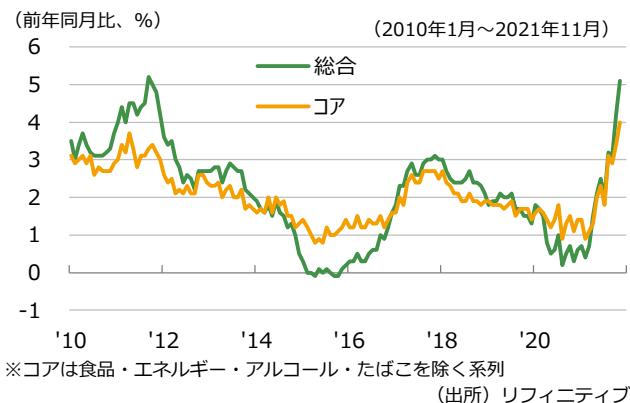
金利上昇・ポンド高は限定的か

ポンドは11月にBOEの利上げ見送りをを受けて下落したが、12月には利上げを受けて上昇。新型コロナの感染状況を見極めたうえで2022年2月に利上げするとの見方が多かったが、BOEは新型コロナ感染があっても雇用が改善しているので、インフレ抑制を重視した。ただ、景況感は鈍化しつつあるので、金利上昇・ポンド高は抑えられやすいだろう。

実質GDP



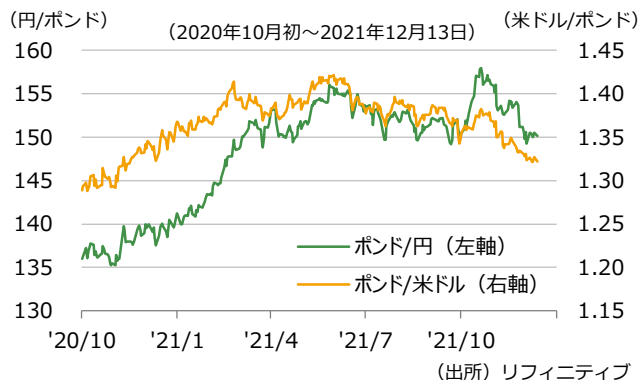
消費者物価指数

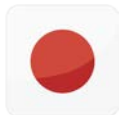


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは22年後半以降に消費増税前回復

7-9月期の実質GDPは、新型コロナウイルス感染拡大の影響や自動車のサプライチェーン問題などから前期比年率で▲3.6%とマイナス成長となったものの、10-12月期以降は緊急事態宣言解除による経済活動の再開や自動車の挽回生産、財政支出規模55.7兆円の大規模経済対策の効果などから高成長を実現するものと想定。消費税率引き上げ前の実質GDP水準への回帰は2022年後半以降を見込む。

内需回復本格化へ

緊急事態宣言が解除され、景気ウォッチャー調査の現状判断DIが急上昇。これまで低迷してきた飲食関連、サービス関連などが急回復した。また、雇用関連のDIも高水準まで回復しており、今後は消費税引き上げ以前のような人手不足の状況への逆戻りも想定される。新型コロナウイルスのオミクロン株次第ではあるが、大規模経済対策の効果も上乗せされることから内需の本格的な回復が期待される。

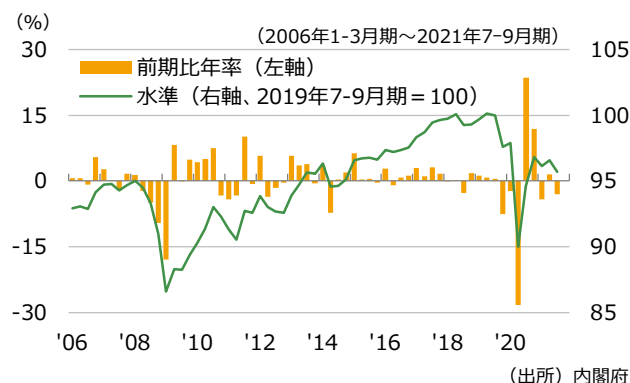
自動車の挽回生産に期待

半導体不足や新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う東南アジアのロックダウンなどで自動車メーカーは減産を余儀なくされてきた。新型コロナの影響が一段落し部品不足の影響が緩和されたこともあり、自動車の挽回生産が期待される状況にある。半導体など引き続き品薄な部品もあり、オミクロン株感染状況次第の部分もあるが、徐々に生産は正常化の方向に向かうものと想定される。

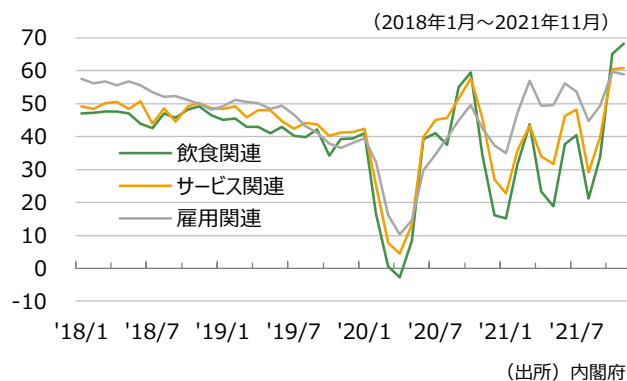
原材料価格上昇の影響を注視

11月の国内企業物価指数は前年同月比+9.0%となり第2次オイルショック以来約41年ぶりの上昇率となった。世界的な資源価格の上昇と円安の進行が幅広い製品の価格を押し上げている。一方、10月の消費者物価指数は前年同月比+0.1%とほぼ横這いに止まっている。今後原材料価格の転嫁がタイムラグを伴って行われていくことから、物価上昇が企業収益や家計を圧迫するリスクに注意が必要である。

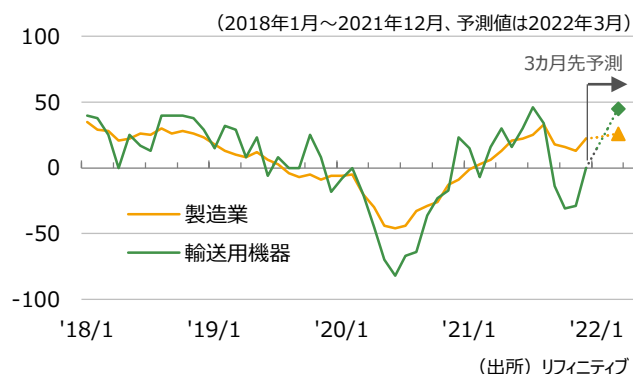
実質GDP



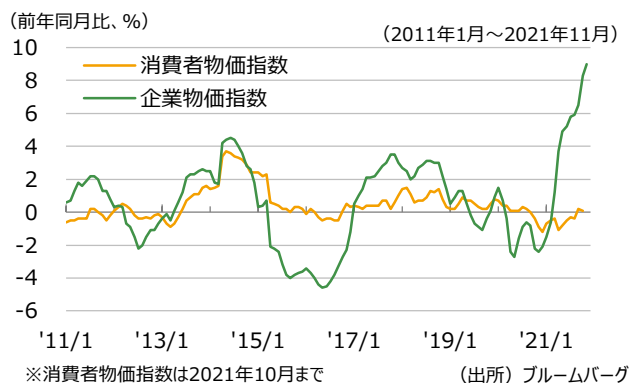
景気ウォッチャー調査 現状判断DI

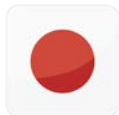


ロイター短観



消費者物価指数および企業物価指数





株式

やや強気判断を継続

日本株の判断はやや強気を継続する。行動制限措置の緩和による内需の回復期待に変化はなく、今後の決算発表にて回復が確認されることが期待される。2022年はFRBの利上げ開始時期が焦点になる中、米国初回利上げ前の時期における日本株のパフォーマンスは過去良好であり、米国利上げに対する不確実性が意識される局面では日本株が選好される余地があると考えられる。

引き続き割高感はない

2021年度第1四半期を中心に一時的要因などにより一部セクターの利益率が高く、これにより2022年度会社計画が上期計画を中心に弱く映る可能性がある点は2022年の業績面における1つのリスク要因。しかし、それにより2022年度通期の利益目線が切り下がる訳ではなく、グローバルに金融政策の修正が意識される相場環境下においては、割高感のないバリュエーションが評価される余地はあるとみる。

米国利上げ前のパフォーマンスは良好

2022年の注目がFRBの利上げ開始時期となる中、1990年以降の米国の初回利上げ前の時期におけるTOPIXのパフォーマンスは良好。同期間中、日本の利上げは米国の後であり、米国の利上げ開始に対して市場が不確実性を懸念した際、日本株が選好され易いことが影響していると考えられる。過去と比べ日本株の存在感が低下したことはリスク要因も、日本株に評価の余地はあると考える。

新市場区分別銘柄発表の影響は限定的

2022年1月11日に東証の新市場区分別の銘柄が公表される。7月に東証1部のうち664社がプライム市場基準を満たしていないと発表も、経過措置適用のための計画書提出も進み、除外銘柄は664社から少なくなる見込み。流通時価総額100億円未満の銘柄が段階的にTOPIXから除外される措置は2022年10月以降であり、新市場区分別の銘柄発表が株式市場に与える影響は特定銘柄に限られるとみる。

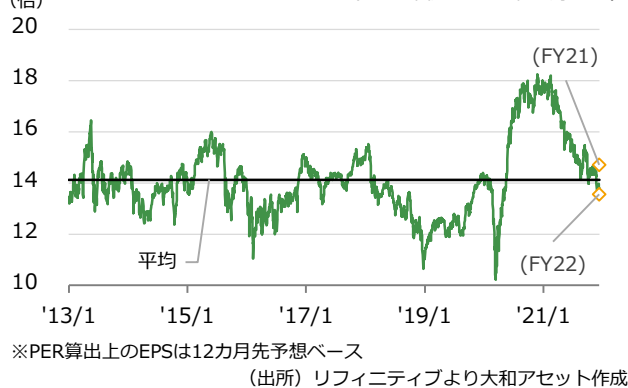
TOPIXの推移

(2013年初～2021年12月13日)



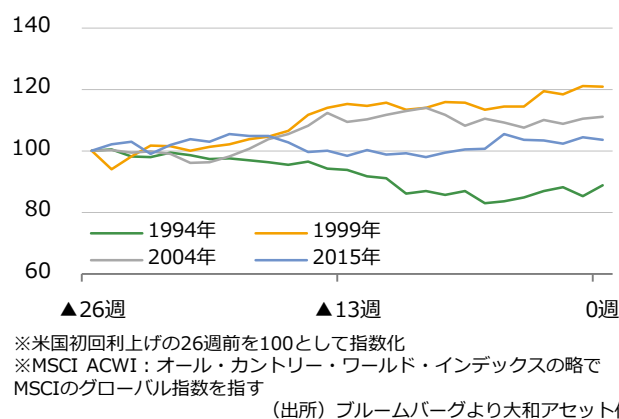
PERの推移 (TOPIX)

(2013年初～2021年12月13日)



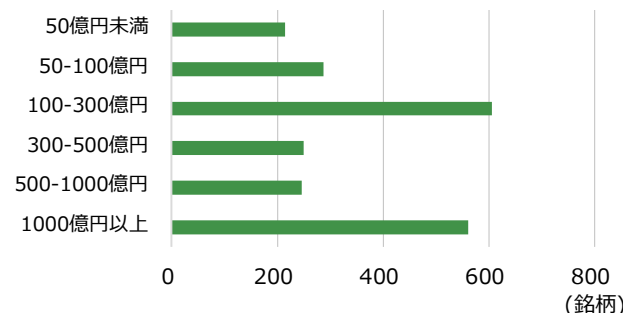
米国初回利上げ前のTOPIX (対MSCI ACWI相対)

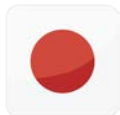
(起点=100)



流通時価総額の銘柄分布状況 (TOPIX)

(2021年6月末時点)





債券・金利

物価上昇に広がりがあるとは言えず

10月の消費者物価指数は携帯電話料金の引下げの影響もありコアで前年同月比+0.1%。品目別・前年同月比の構成比をみると0-+1%の構成比がこの数カ月で上昇基調にあるものの、物価上昇に広がりがあるとまでとは言えない状況であり、日本銀行が目標とする2%の「物価安定の目標」との乖離は依然大きい。物価面から金融政策の修正が意識される局面ではない状況は継続している。

レンジ内の推移を予想

10年国債利回りは0%から0.1%の狭いレンジでの推移が継続。政府の大型経済対策に係る国債発行増に伴う需給悪化なども後退し、材料に乏しい状況にある。政府と日銀の関係に変化は見られないことに加え、黒田総裁の任期は2023年4月であり、後任人事を市場が気にするのもまだ早く、当面はレンジ内での推移を予想する。

リート

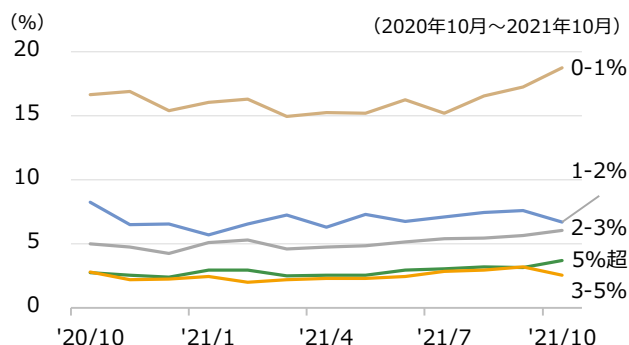
往って来いの展開

J-REIT市場は11月末から12月初にかけて大きく下落したものの、その後上昇に転じ、足元1カ月ではおおむね往って来いの展開。新型コロナウイルスの新たな変異株の感染拡大懸念にともなう投資家のリスク回避姿勢の強まりにより一時下落したが、過度の懸念が後退したのに合わせて反発した。J-REIT市場では、2021年度末に向けて再び公募増資が増加すると見込み、その動向に注目。

短期的には新たな変異株の情報に注目

短期的には、新たな変異株の特性や経済活動への影響などの情報に注目。2021年度末に向けて、上記J-REIT市場での公募増資の動向に注意。中期的には、世界的に金融政策が引き締めに向かうなかでも長期金利の上昇は緩やかとみており、相対的に高い配当利回りが期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的で、緩やかな上昇を見込む。

消費者物価指数（品目別・前年同月比の構成比）



10年国債利回り

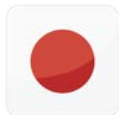


東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

米金利上昇が押し上げてきた米ドル円

リスクオン・オフによって円と米ドルは同じ方向に動きやすいだけに、米金利変動次第で米ドル円の方角性が決まりやすい。10月はリスクオンの円安に米金利上昇の米ドル高も加わり、米ドル円は大幅に上昇した。11月はリスクオフの円高より米金利上昇の米ドル高が優勢となり、米ドル円が上昇した。米金利変動が小さくなると、米ドル円はクロス円との連動性を強めることになるだろう。

米金利・株価との順相関高まる米ドル円

米ドル円と米長期金利の順相関は高水準にあり、米金利上昇で米ドル円上昇、米金利低下で米ドル円下落となりやすい。また、米ドル円と米株価の順相関も高まり、米株高で米ドル円上昇、米株安で米ドル円下落となりやすい。これは米長期金利と米株価の順相関が高まっているためでもあるが、長期金利が短期金利よりも景気やインフレの見通しを反映して動きやすくなってきたことが背景にあるだろう。

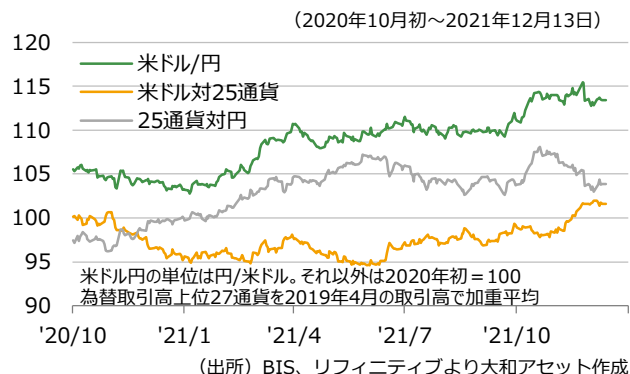
原油・金価格比率に連動する米ドル円

相対比較すると、リスクオン時に金より原油の価格が上昇しやすく、リスクオフ時に金より原油の価格が下落しやすい。原油は景気や需給の見通しを反映しやすく、金は金利上昇がマイナス、金利低下がプラスに働きやすいことが一因だ。2021年10月にかけて上昇してきた原油・金価格比率が低下に転じるとともに米ドル円も下落に転じており、市場がリスクオフや金利低下に傾いたことを反映している。

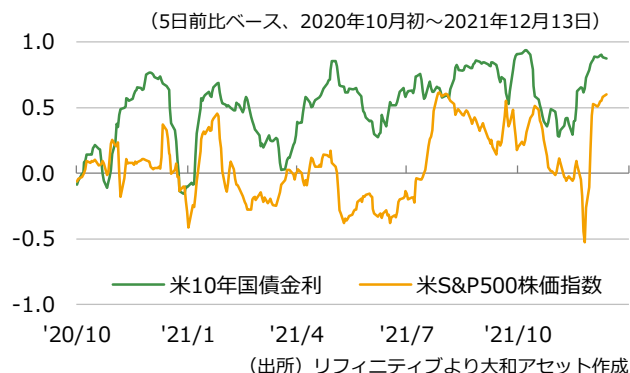
貿易収支悪化が円安に作用

為替と貿易収支は相互に影響し合いながら、円高→日本の貿易収支悪化→円安→貿易収支改善→円高という循環を形成しやすい。最近では原油高による輸入増の影響もあり貿易収支が悪化し、円安に作用している。米ドル円は日米購買力平価からの円安方向への乖離率が拡大（実質的円安が進行）しているので、貿易収支を改善させる要因になる。そして、貿易収支が改善に転じると円高に作用しやすくなる。

米ドル・円・他通貨の為替



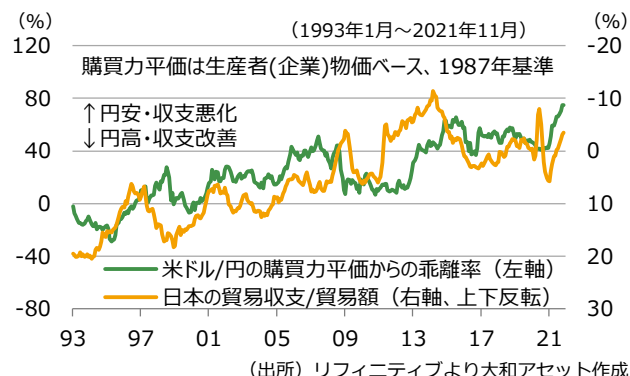
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



原油・金価格比率と米ドル円



米ドル円の購買力平価乖離率と日本の貿易収支比率





経済

個人消費主導の回復局面

実質GDP予想は、4-6月期実績の下方修正やブリティッシュコロンビア州の洪水、新型コロナウイルスのオミクロン株による影響を加味し、2021年と2022年を引き下げた。ただ、労働市場の回復や過剰貯蓄の取り崩しなどにより、個人消費主導の回復局面であるとの全体観は変わらない。実質GDPは2021年10-12月期にコロナ前の水準を回復し、2022年半ばに需給ギャップが解消すると見込む。

オミクロン株の影響は軽微か

足元で新型コロナウイルスの新規感染者数は増加傾向にあるが、入院患者数は減少傾向が続いている。少なくともこれまでのところは、オミクロン株のまん延が重症患者の増加につながっていないと言える。入国制限は一部の国にとどまっており、国内の行動制限導入の動きは限られる。現時点の情報に基づけば、オミクロン株は、景気回復を多少遅らせることはあっても、頓挫させる可能性は低そうだ。

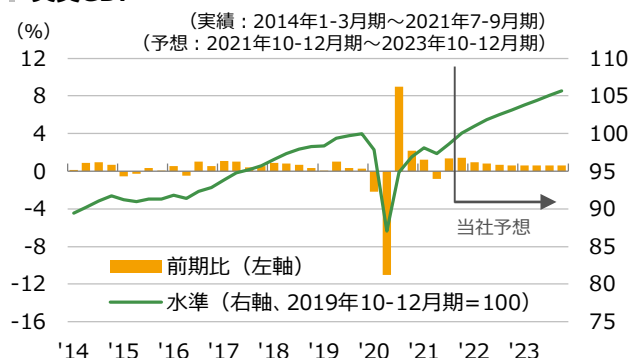
急速に進む労働市場の回復

11月の雇用者数は前月から15.4人増加し、総労働時間もついにコロナ前のピークを上回った。失業率は6.7%から6.0%に急低下し、コロナ前の5%台後半の水準に近づいた。経済全体（実質GDP）の回復に比べて労働市場の回復が早いと言える。目先はブリティッシュコロンビア州の洪水やオミクロン株の影響により、改善ペースが鈍化すると見込まれるが、その方向性を覆すものにはならなさそうだ。

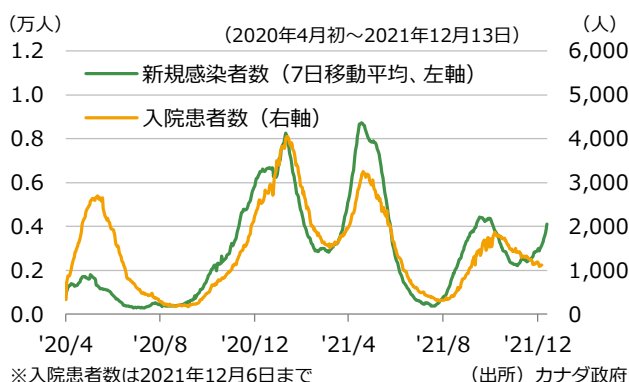
インフレ上振れは一時的から持続的に

CPI-common（特殊要因により変動した品目を除いて算出されるコア指数）が2%弱での推移が続いている通り、足元の消費者物価指数（総合）はガソリンや自動車など特定の品目の特殊要因によって押し上げられている側面が強い。これらの要因による上振れは一過性だが、その影響は根強く、そうこうしているうちに需給ギャップ解消による持続的なインフレに移行する可能性が高まっている。

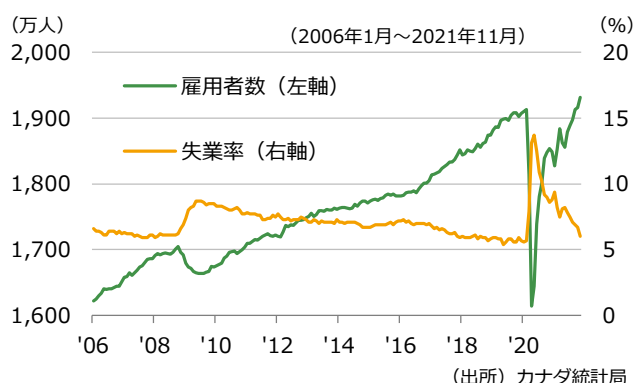
実質GDP



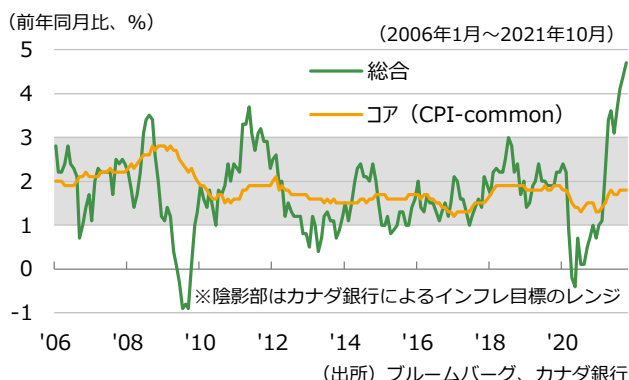
新型コロナウイルス



雇用者数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

利上げ開始が近づく

カナダ銀行は「経済の弛みが吸収されるまで利上げしない」とした上で、この条件が満たされる時期を「2022年半ば（4月～9月）」と想定している。金融政策報告書の公表と記者会見がある1・4・7・10月の会合に限ると、経済全体（実質GDP）で見た場合には、7月の利上げ開始が最速と言える。だが、労働市場やインフレの動向を考慮すると、予防的に4月に利上げを開始する可能性が高そうだ。

長期金利は1%台後半中心のレンジ

カナダ銀行は金融政策の枠組み見直しで、従来のインフレ目標に加えて「最大かつ持続可能な雇用」をめざすことを明記。また、中立金利が過去に比べて低下しているとも言及した。この見直しは市場の想定より利上げが進まないことを意味するだろう。2023年末でも政策金利が1.25%にとどまり、長期金利は1%台後半中心のレンジで推移すると予想。

為替

カナダ・ドルの予想値を小幅に下方修正

前回までは米国よりカナダの利上げが先行すると想定していたが、現在の予想では両者の差はほぼない。そのため、金利面でのカナダ・ドルの相対的な魅力は低下したと判断し、予想値を小幅にカナダ・ドル安方向へ修正した。商品価格も現状からの大きな変動は見込まないが、貿易収支など実需のフローを加味し、1.2カナダ・ドル台のレンジの中で、緩やかなカナダ・ドル高方向への推移を想定する。

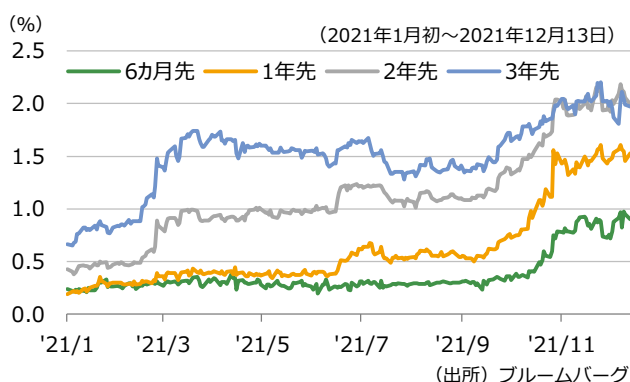
カナダ・ドル円は反発の時期をうかがう

カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差の拡大に連動して9月から10月末まで上昇。しかし、やや前のめり過ぎていたカナダの利上げ織り込みが後退することで、11月以降は金利差拡大が一服し、また原油価格下落の影響も重なりカナダ・ドル円は反落した。オミクロン株への懸念が後退すれば、再び90円台前半のレンジに回帰すると見込む。

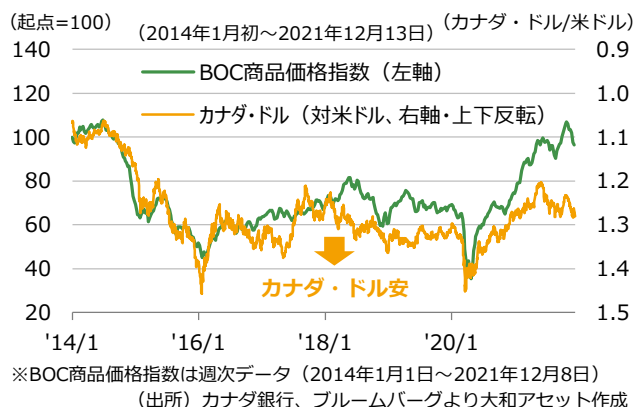
政策金利と10年国債利回り



市場が織り込む将来の政策金利



商品価格とカナダ・ドル



5年国債金利差とカナダ・ドル円



経済

マイナス成長からの急回復局面

足元の経済指標は、7-9月期マイナス成長からの経済の急速な立ち直りを示している。新型コロナウイルスのオミクロン株により、先行きの不確実性は高まったものの、景気回復の方向性を覆すものにはならないと想定。当面は個人消費などの内需が主導するかたちで、基調としては潜在成長率を上回るペースでの成長が続こう。実質GDP成長率は、2022年を3.6%、2023年を3.0%と予想。

ウィズコロナ戦略を継続

足元で再び新型コロナウイルスの新規感染者数は増加しているが、人の移動量は増加傾向が続いている。オミクロン株の発生により、国境の再開を遅らせるなどの措置は取られたが、国内の経済活動を抑制する動きは限られる。急速にワクチン接種が進んだことにより、2021年の夏まで続けてきたゼロコロナ戦略から完全に脱却し、まさにウィズコロナ戦略を体現していると言える。

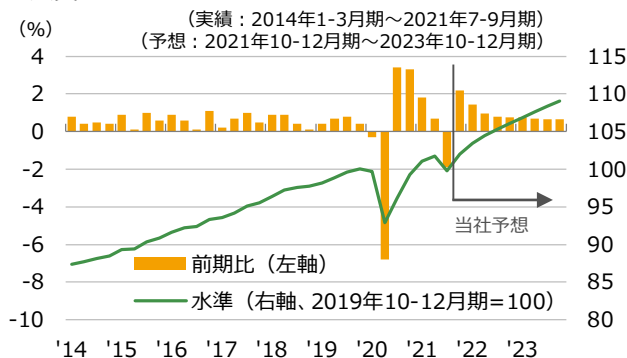
当面の労働市場の急回復を示唆

雇用統計の先行指標であるANZ求人広告件数は、10月と11月に急増し、直近ピークの2021年5月の水準を明確に上回った。これは経済活動の再開および正常化に向けて、企業が雇用の確保に努めていることを表し、当面の雇用者数の急増ならびに失業率の低下が示唆される。2022年は失業率が自然失業率と推計される4%に向けた低下が想定され、次第に賃金上昇圧力が高まることが見込まれる。

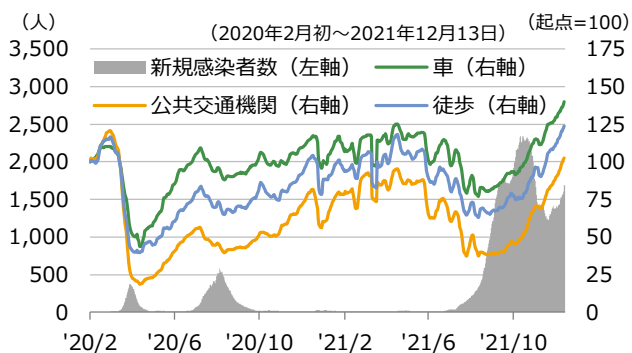
個人消費の下振れリスクは小さい

ニューサウスウェールズ州やビクトリア州のロックダウンにより、7-9月期の貯蓄率は再び高まった。労働市場の急速な回復による購買力の高まりに加え、積み上がった貯蓄がバッファとして働き、当面の個人消費を下支えするだろう。米国などと比較してインフレは抑制されているため、再び強力なロックダウンでも実施されない限り、個人消費の下振れは考えづらい。

実質GDP



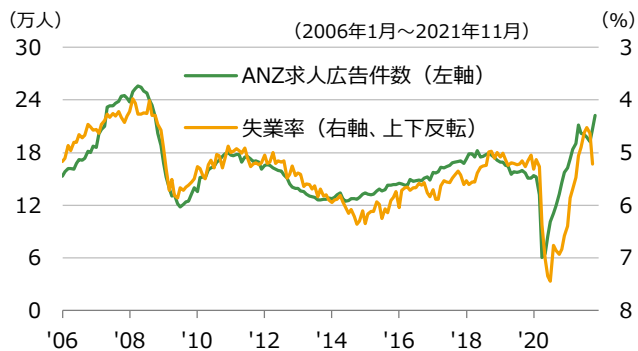
新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量



※全て7日移動平均 ※「車」「公共交通機関」「徒歩」はAppleが経路検索などを基に推計した各手段による人の移動量

(出所) ABC News、Apple Incより大和アセット作成

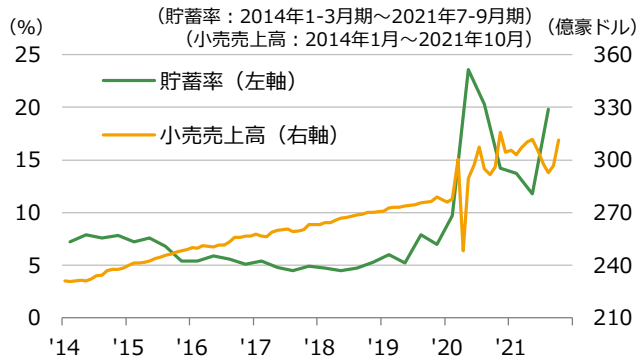
ANZ求人広告件数と失業率



※失業率は2021年10月まで

(出所) ブルームバーグ、豪州統計局

貯蓄率と小売売上高



(出所) 豪州統計局



債券・金利

量的緩和は早期に終了も利上げはまだ先

RBAは量的緩和を「現行の週40億豪ドルのペースで少なくとも2022年2月半ばまで続ける」としており、オミクロン株の影響が深刻化しなければ、2月半ばから週20億豪ドルペースに減額した後、米国の量的緩和終了を確認して4月か5月に終了させると見込む。一方、豪州のインフレ率は相対的に低く、賃金の伸びも鈍いために、利上げ開始は米国からかなり遅れる公算が大きい。

長期金利は1%台後半中心のレンジ

米国が2022年に2回、2023年に3回利上げする一方、豪州の利上げ開始は2023年となり、同年末の政策金利は0.5%にとどまると予想。時間の経過により、利上げサイクルが近づく一方、足元のやや前のめりぎみに織り込んでいる利上げ期待がはく落することで、長期金利は1%台後半を中心としたレンジで推移すると見込む。

為替

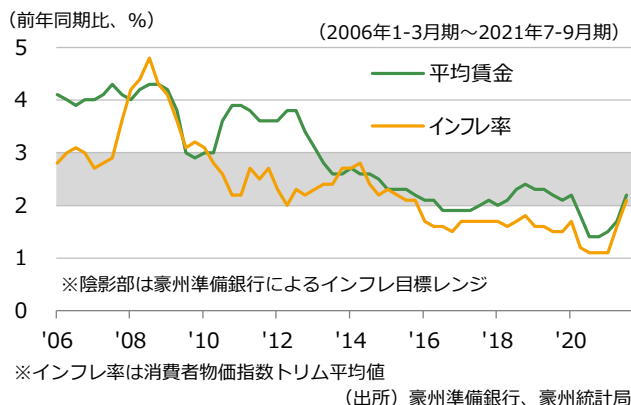
豪ドルの予想値を小幅に下方修正

10月下旬まで連動していた日豪5年国債金利差と豪ドル円だが、YCC撤廃に伴う債券市場の混乱により、両者の連動性は崩れた。更に、オミクロン株の発生によるリスクオフが豪ドル安・円高をもたらした。また、今回は米国の利上げ予想を前倒しした一方で、豪州の利上げ予想は据え置いたことにより、金利面での豪ドルの相対的な魅力が低下したと判断し、豪ドル円の予想値を下方修正した。

現時点からの上昇余地は大きい

豪州の利上げがカナダや米国に遅れることは為替市場にも織り込み済みと考えられる。また、中国が景気浮揚に舵を切れば、鉄鉱石価格などの反発も期待されよう。足元の豪ドル下落がオミクロン株による一時的な要因を多分に含んでいると考えれば、買い戻し余地も大きいと言える。そのため、豪ドルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持する。

平均賃金とインフレ率



政策金利と10年国債利回り



5年国債金利差と豪ドル円



鉄鉱石価格と豪ドル円





経済

景気低迷が春先まで長引くと予想

鈍化している主要経済指標の前年同月比伸び率は下げ止まろうが、引き続き低水準に留まると予想。景気モメンタムが強まるのは春先以降と考える。その際には財政支出の拡大や、オリンピック以降の一段の経済活動の正常化が寄与しよう。但し、経済成長の質を重視する政府の姿勢は変わらず、2022年通年の実質GDP成長率は5.5%程度と予想。

2022年は「安定」が政府の最重要目標

12月10日に終了した中央経済工作会议では、経済政策の一番の目標として「安定」が取り上げられ、景気支援策への期待が高まった。主に財政支出の前倒しと加速が言及され、今後は政府部門を中心にレバレッジの拡大が容認されると予想。2021年の与信拡大の鈍化傾向に終止符が打たれよう。

株式

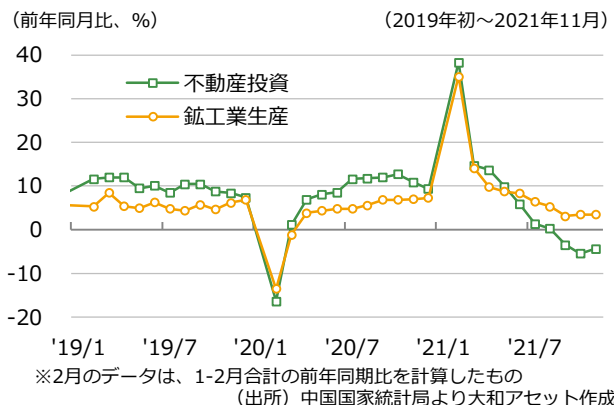
米上場企業、即座の上場廃止にはならず

12月上旬に米国上場の中国企業の上場廃止懸念が急速に高まり、ナスダック・ゴールデン・中国指数が大きく下落。しかし、監督部門の要請に応じない中国企業が上場廃止になるのは早くも2023年末。また、米中両政府の協議次第で上場廃止が回避される可能性もある。ディディ社への懸念も香港上場計画によりソフトランディングしたと言えよう。

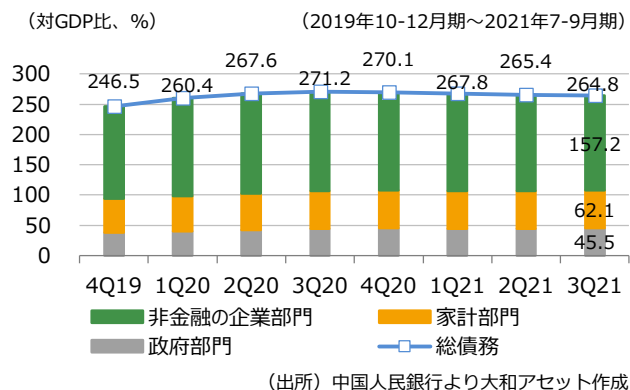
2022年は成長分野の株価上昇を予想

2022年は、企業収益の伸び率鈍化が重しになるうが、本土株は景気下支え策の恩恵を受けやすく、海外からの資金流入も続きやすい。ここもと米国株との連動性が低いとみられていることも分散投資の点でポジティブ材料。また、海外上場の中国銘柄も、規制強化がピークアウトする期待感によりセンチメントが徐々に改善し、株価が持ち直すと予想。

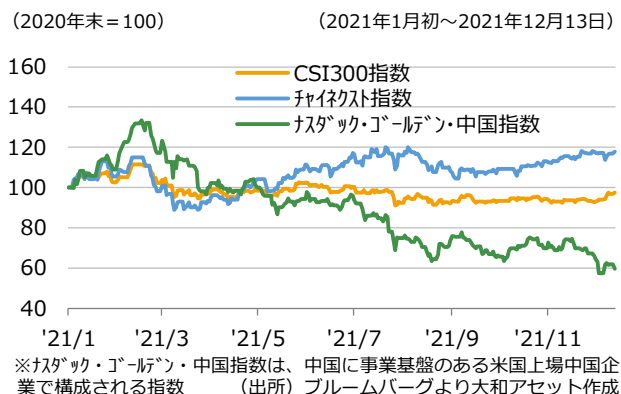
不動産投資と鉱工業生産の推移



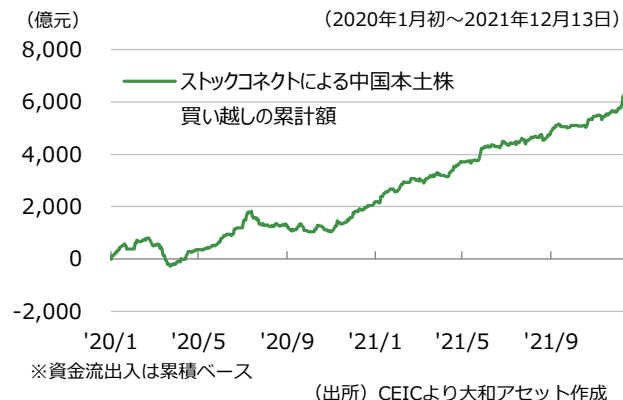
債務残高の推移



各種株価指数の推移



本土株式市場への海外からの資金フロー





債券・金利

全面的な金融緩和は見込みにくい

11月の生産者物価指数の前年比伸び率が高水準ながら10月比では上昇が一服したことで、インフレ懸念の一段の強まりは一旦回避されている。川上産業を中心に価格上昇を抑制する行政指導が幾分効果を発揮した模様。但し、脱炭素政策の推進もあり、先行きの不確実性は依然高い。それが全面的な金融緩和への足かせになり、2022年の景気対策は金融緩和より財政支出の拡大が中心になると予想。

恒大集団危機の影響は限定的

中銀は金融緩和に傾くも、的を絞った緩和に留める可能性が高く、長期金利は引き続き3%近辺でのレンジ推移を見込む。恒大集団のオフショア米ドル建て社債のデフォルトが発生したが、金融市場の動揺はみられず。今後は恒大集団の債務再編も注目されようが、不動産規制の緩和観測もあり、金融市場及びその他不動産企業への影響は限られよう。

為替

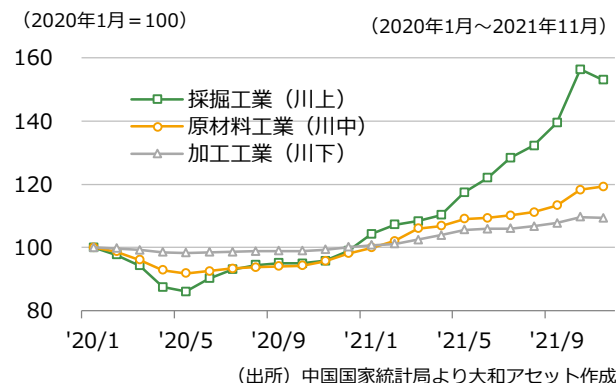
目先は対米ドルでレンジ推移に転じる

足元の人民元は、貿易面や対内証券投資等での資金流入を背景に、対米ドルで約3年半、対円で約6年ぶりの高値を更新するなど強含みの推移となった。また、中銀発表の実効レートが約6年半ぶりの高水準を更新。それに対する当局の通貨高への危機感は強く、外貨預金準備率の引き上げを実行し、外貨流動性を吸収。当局の明確な人民元高抑制姿勢を受け、当面对米ドルでのレンジ推移を予想。

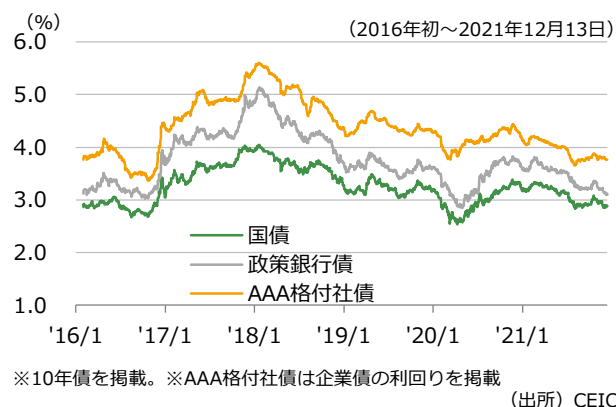
貿易黒字が再び高水準を記録

9月以降の貿易統計では、再び貿易黒字が顕著に拡大し、10月には過去最大の月次の貿易黒字を記録。半導体、電気・機械等の輸出が好調で、世界の工場としての地位は揺ぎがない模様。証券投資や直接投資においても資金流入が続いており、ファンダメンタルズ面から見た人民元高の圧力は依然として強い。

サプライチェーン上の各段階からみた生産者物価指数



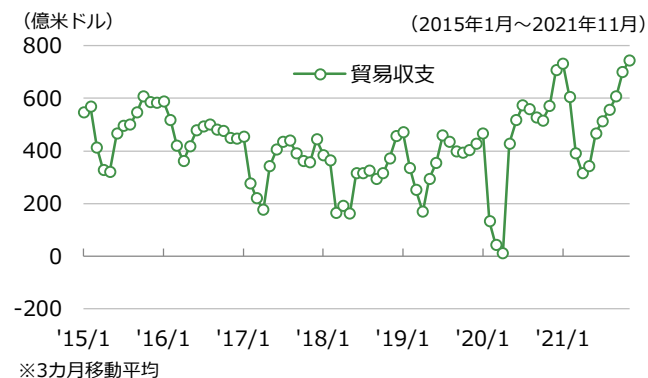
本土債券市場の利回り



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



貿易収支の推移





経済

当面は低成長が継続

実質GDPは、2021年7-9月期に前期比▲0.1%となり、定義上の景気後退（2四半期連続のマイナス成長）に陥った。今後は供給制約が徐々に解消に向かうと期待されるが、インフレ抑制のための高金利政策が需要の回復を妨げるため、おおむねゼロ%前後の低成長が続くと見込む。今回、2022年の成長率予想を一段と引き下げ、0.2%とした。2023年の成長率予想は前回から変更なく1.9%。

供給制約に加えて個人消費の回復も一服

サプライチェーンの混乱、少雨によるダムの貯水率低下などを反映した電気料金の上昇など、様々な供給要因が企業の生産活動に影響を及ぼしてきた。また、それによるインフレや急速な利上げが消費者の購買力を低下させているとの指摘もあり、足元では小売売上高やサービス業売上高の回復にも一服感が見られる。経済の歯車が上手くかみ合っておらず、順調な景気回復は難しい状況にあると言える。

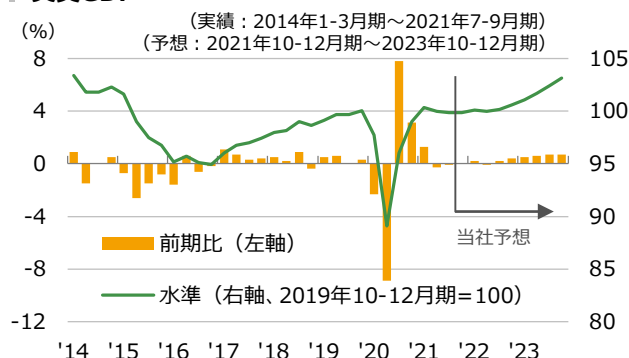
インフレ率は徐々に沈静化へ

11月のインフレ率（前年同月比）は、ガソリン価格（「運輸」に分類）の上昇が寄与して10.7%まで加速。ただ、「食品・飲料」の伸びは鈍化傾向が続いており、電気料金（「住居」に分類）の急騰も一巡している。ガソリン価格の前年同月比は12月から鈍化する公算が大きいいため、インフレ率は11月がピークとなり、その後も高金利政策が需要の抑制に貢献するため、鈍化傾向で推移すると見込む。

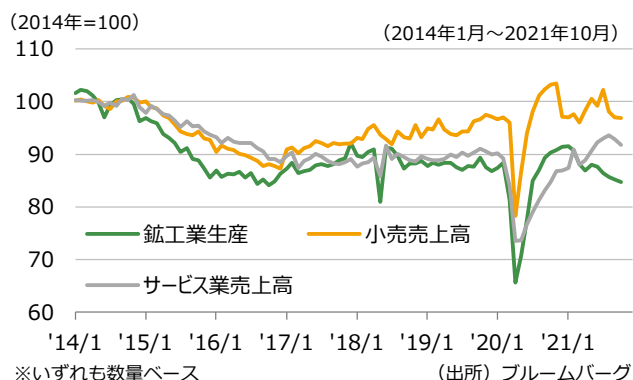
財政悪化への懸念は一巡

実質GDPの回復は鈍いものの、インフレにより名目GDPが拡大（≒歳入が増加）し、足元で基礎的財政収支は改善している。新たな社会保障制度「アウシリオ・ブラジル」による財政悪化が懸念されていたが、ゲジス経済相は2022年の基礎的財政赤字が対GDP比で0.5%（2020年の実績は10.5%、2021年の予想は1%）にとどまると予想。意外と財政が悪化しないことが市場に浸透しつつある。

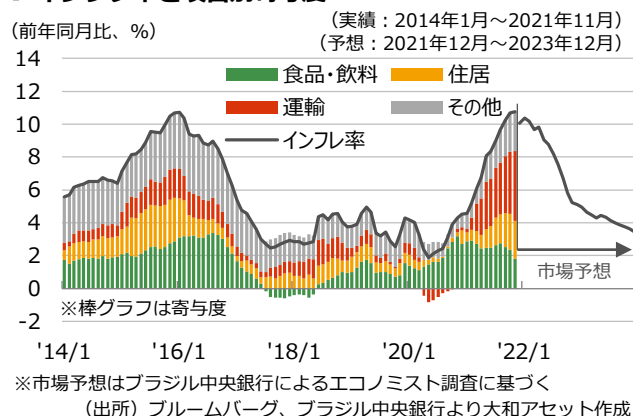
実質GDP



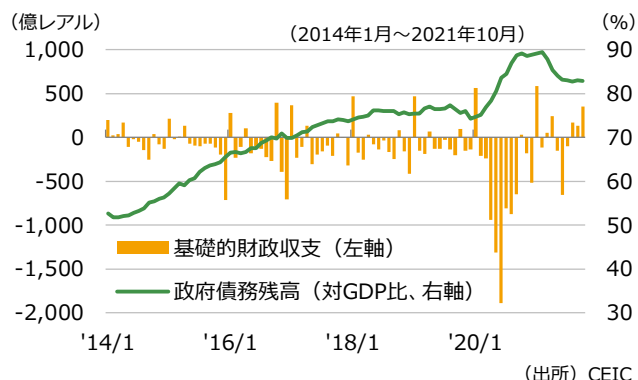
鉱工業生産と個人消費



インフレ率と項目別寄与度



基礎的財政収支と政府債務残高（対GDP比）





債券・金利

利上げサイクル中だが長期金利は低下

今回の利上げサイクルは、2022年の2月か3月までは続く見込まれるが、足元では早くも長期金利が低下に転じている。これは、財政悪化への過度な懸念が後退したことに加え、市場が将来のインフレ沈静化と利下げサイクルを織り込み始めたためだと言える。2022年の前半には長期金利と政策金利の水準が逆転し、その後も長期金利が先行して低下を続けることになるだろう。

キャピタルゲインも期待できる局面に

金利低下は長期金利に限ったことではない。2年国債など幅広い年限の金利が低下しており、ブラジル国債指数は直近で反発している。2016年からの利下げサイクルのように、高水準のインカムゲインに加えて、キャピタルゲインも期待できる局面に入ったと言える。ブラジル債券の今後1年程度の見通しを「やや強気」から「強気」に引き上げた。

為替

高金利政策がレアルの下支え要因

ブラジル・レアルは、2020年春の急落以降、対米ドルでおおむね5~6レアルの広いレンジで推移。過去数カ月は、財政悪化への懸念やインフレ率の一段の上振れなどが通貨安要因となってきたが、それに応じてブラジル中銀が引き締め姿勢を強化したため、結果的に底堅さを維持した。2022年の大部分は政策金利がインフレ率を上回る状態が続くことで、金利面でのレアルの魅力は増すと考えられる。

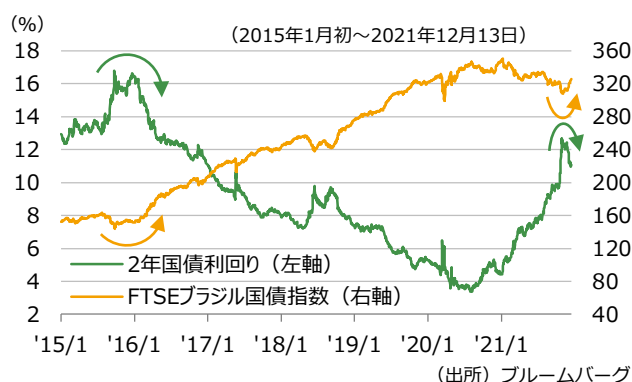
貿易収支は春から再び改善へ

商品価格に対してレアルが割安なことなどから、特に大豆の収穫シーズンとなる春以降の貿易収支は改善が期待できる。10月の大統領選に向けて政治の不透明感はあるも、財政悪化への懸念は最悪期を脱した感がある。金利、実需、市場センチメントなどを総合的に勘案し、今回、レアルの今後1年程度の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

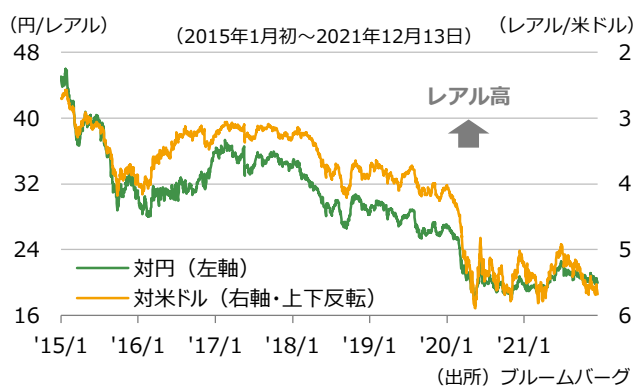
10年国債利回りと政策金利



2年国債利回りと国債指数



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



商品価格とブラジル・レアル





経済

インドとアセアンが中国を上回る成長へ

IMFの2021年10月の世界経済見通しによると、今後数年間の世界の成長の中心はアジア新興国にあり、その中でもインドとアセアン-5は中国を上回る経済成長が見込まれている。この見通しが実現すれば、2022年は中国の高度成長期の終了とともに、インドとアセアンの時代が到来する歴史的な転換点になろう。明るい成長見通しを背景に、資本の南アジアへの流入が期待されよう。

ワクチン接種は停滞気味

ワクチン接種に関しては、ベトナム、インドネシア、タイ、インド等の国において接種ペースが加速したが、その他の新興国は接種率の低い国も含めてほぼ停滞状況にある。ワクチン調達のボトルネックは解消しつつあるが、新興国においても接種意欲の低さが影響している模様。新興国で感染再拡大や、死亡率の上昇等のリスクは残されており、依然としてオミクロン株の動向等には予断を許さない状況。

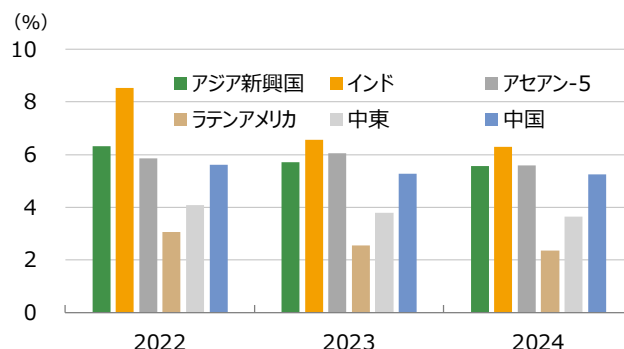
新興国の金融政策が乖離する局面へ

2021年はインドネシアが1回、トルコが大幅に利下げした一方で、ラテンアメリカ、東欧では予想を上回るペースで利上げ。2022年においても、個別要因のトルコや中国を除いて、多くの新興国が米国の利上げに同調しよう。但し、補助金支給等により資源価格の上昇を国内に転嫁させないインドネシアやマレーシア等アジアの国においては、物価上昇圧力が限定的で、利上げ開始は2022年後半と予想。

中国景気減速の影響は懸念ほどではない

足元中国の景気減速が顕著化する中で、アセアン諸国等、中国経済と関わりが深いとみられる国に対して、景気回復が頓挫するとの懸念が浮上。しかし、右側のグラフをみると、アセアン諸国においては、輸出が中国一辺倒になっている国はみられない。むしろ、ベトナムやフィリピン等は米国への依存度の方が高く、中国の景気減速がもたらすアジアへの影響は懸念ほど深刻ではないと考える

IMFの経済見通し



※アセアン-5は、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、ベトナムの略称
(出所) IMF2021年10月世界経済見通し

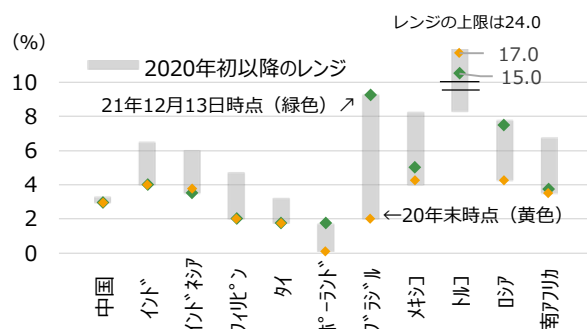
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2021年12月14日公表の最新データ)

国	一回接種	接種完了	国	一回接種	接種完了
中国	85%	74%	ハンガリー	64%	62%
インド	59%	37%	ポーランド	56%	55%
ブラジル	77%	65%	マレーシア	79%	78%
ロシア	48%	42%	ベトナム	76%	59%
トルコ	67%	60%	タイ	71%	62%
メキシコ	62%	51%	インドネシア	53%	37%
南アフリカ	31%	26%			

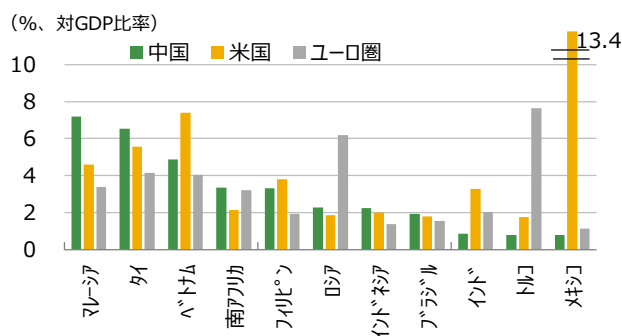
※太字は、直近1カ月で接種率が6%程度以上上昇した国。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

政策金利のコロナ後のレンジと2021年の動向



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出



※2018年基準
(出所) OECD TiVA2018, IMFより大和アセット作成



株式

2022年は出遅れ感のある国に注目

2021年は株価に明暗が分かれた一年。自国の金融緩和、個人マネー等に支えられたトルコやベトナム、インド等が大きく上昇する一方で、規制強化、金融引き締め等を受け、中国、ブラジルが大幅に下落。2022年は感染状況や米利上げ等に影響されやすいが、依然金融緩和環境が続く国の株価が堅調に推移しやすい。利上げサイクルが年後半とみられ、出遅れ感も強いASEANは上昇余地があると予想。

ASEANの景況感改善が顕著

主要新興国の製造業PMIは、アジアやロシア等において改善傾向が続いている。新規感染者数が大幅に減少し、経済活動が回復方向に動き出したことが寄与。オミクロン株の影響を見極める必要はあるが、アジアでは感染対策と経済の両立を目指す政策に移行するなど、ウィズコロナ政策への転換が鮮明化し、景気回復の期待は依然として高い。

2022年に新興国全般の上昇は見込まず

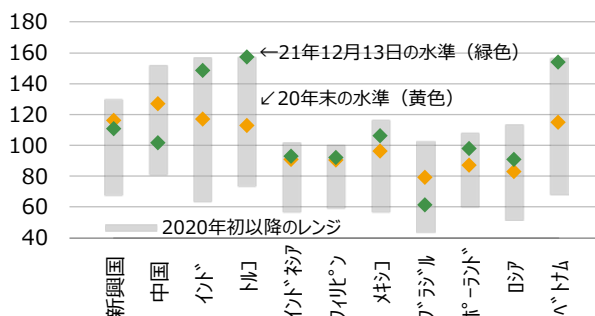
新興国の企業業績に関しては、リビジョン指数が再びマイナス圏へ下落。景気回復に出遅れ感のある国において業績の改善余地があるが、オミクロン等変異株の出現などで、予想ほど業績が回復しないリスクは残る。新興国株のバリュエーションも米ドル高により押し上げられにくい状況にあり、新興国全般が上昇する可能性は低く、投資国の選別が重要な局面と予想。

インドネシアへの資金流入が堅調

足元、米国利上げ前倒しの懸念にも拘わらず、インドネシアへの海外からの資金流入はおおむね堅調に推移。変異株感染者数の大幅減少や経済活動の回復のほか、10月末に付加価値税の引き上げ等による財政健全化の改革が評価されている模様。雇用の法改正等の改革や、IT分野での発展等が好感されやすいことに加え、2022年以降も中国を上回るGDP成長率が見込まれ、株価の上昇余地は大きいと予想。

新興国株価のコロナ後のレンジと2021年の推移

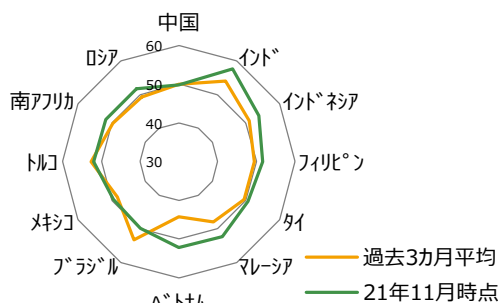
※縦軸は、2019年末=100



※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

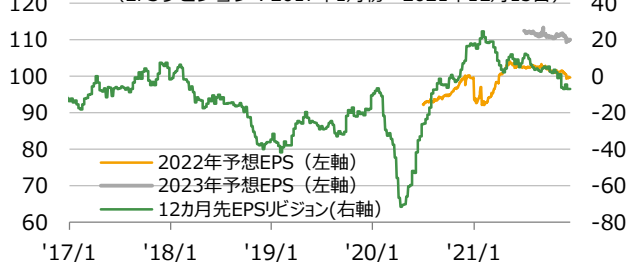
新興国のマクイット製造業PMI



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI新興国インデックスの業績見通し

(2022年予想EPS: 2020年7月初~2021年12月13日)
(2023年予想EPS: 2021年7月初~2021年12月13日)
(EPSリビジョン: 2017年1月初~2021年12月13日)



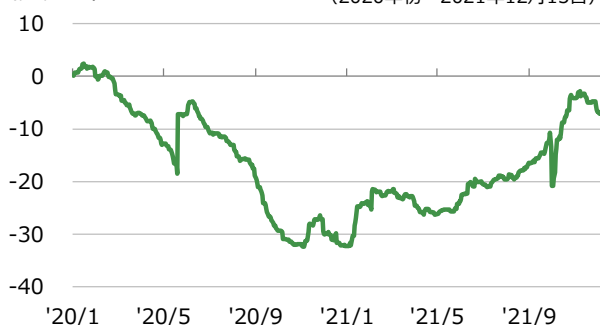
※リビジョン指数は、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出される

(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

外国人投資家のインドネシア株式市場への資金フロー

(億米ドル)

(2020年初~2021年12月13日)



※累積ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

2022年は依然金利上昇しやすい環境

2021年はまちまちな動き。アジアでは低金利環境長期化観測を背景に小幅な金利上昇に留まった一方、ラテンアメリカと中東ではインフレ懸念を受け事前予想を上回る利上げが実施され、国債利回りは大幅に上昇。2022年は米利上げを背景に新興国も利上げ・金利上昇しやすい環境にある。但し、ブラジルやトルコ等金利水準が高い国では、インフレ懸念が和らぐ局面で投資妙味があるとみる。

コアインフレの上昇には注意が必要

新興国のインフレ懸念は、ベース効果の剥落や供給制約の解消が期待されることに加え、多くの国で通貨が堅調で通貨安による物価押し上げ圧力が弱いこと等を受け、引き続き限定的。但し、東欧やラテンアメリカにおいてコアCPIの伸び率が高水準にあり、資源価格上昇の2次的な波及がみられる。予想以上の追加利上げを迫られるリスクに注意。

リート（アジア先進国含む）

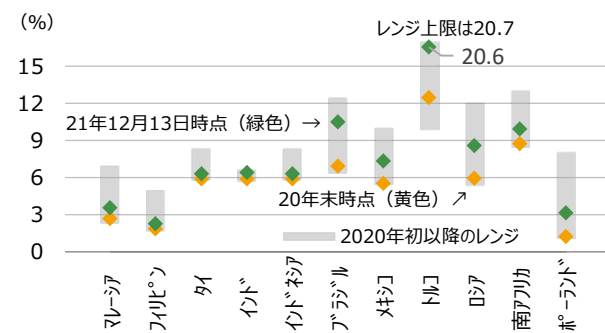
新たな変異株への懸念が重しに

アジア・オセアニアの国や地域のリート市場は、業績改善への期待感などから堅調に推移していたものの、11月末から12月初にかけて新型コロナウイルスの新たな変異株への懸念から軟調推移。その後懸念は後退しつつあるが動向には注意を払いたい。また当地域では、観光や留学が重要な産業となっていることが多く、変異株が国をまたいだ移動に影響を与えるか注目。

相対的に魅力的なバリュエーション

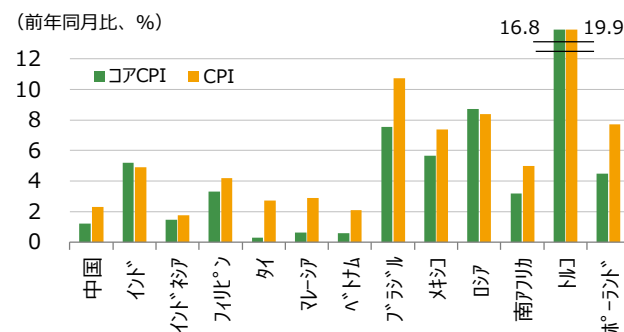
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利は変異株の影響もあり先進国を中心におおむね低下基調。当地域のインフレは比較的落ち着いた状況で各国中央銀行は慎重に金融政策を判断していくと想定。社債の信用スプレッドは足元上昇傾向だが、水準としては依然低位で、当地域のバリュエーションは相対的に魅力的と言えよう。

新興国国債利回りのコロナ後のレンジと2021年の変化



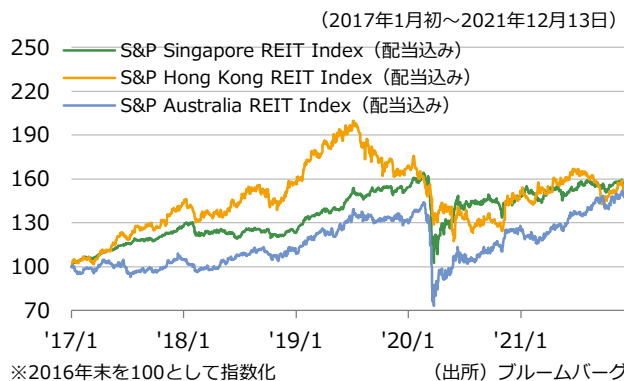
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



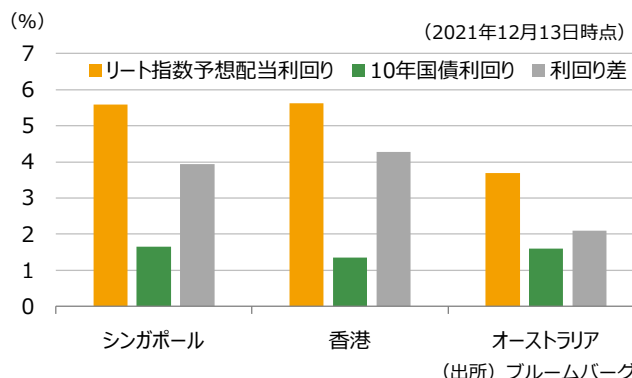
※マレーシア、南アフリカが10月、その他は11月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

2022年は新興国通貨に下押し圧力続く

2021年は米ドル高の環境の中、新興国通貨が軟調に推移。利上げを行った国も通貨下落から逃れず。特に、独自要因を抱えるブラジルや南アフリカ、トルコに加え、観光業頼りのタイが大きく下落。一方、米量的緩和の縮小が発表される前後には、大きな動きはみられず、一定の耐性も示された。2022年は米利上げに伴う米ドル高等を背景に、多くの新興国通貨に下押し圧力が続く可能性が高いと予想。

海外マネーの流入は足踏み

昨年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インドへの流入が大勢を占め、その他の国への流入はおおむね足踏み状態。足元では、新たにインドネシアを中心としたASEANへの資金流入が観測されている。新興国各国の株価上昇を支えたのは、海外マネーではなく、自国の金融緩和による個人投資家の可能性が高い。低金利長期化の環境が続くかが新興国の選別において重要になろう。

資源国の経常収支が上向くと予想

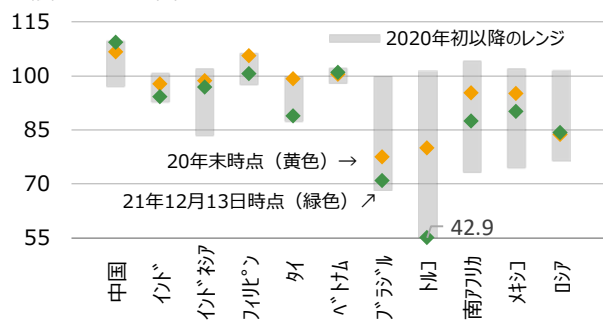
新興国の経常収支は主力産業の相違等で2極化が進むと見込む。以前の経常黒字国のタイは変異株の懸念もあり観光業の改善が2023年にずれ込むと見込まれる一方で、資源国のロシア、インドネシア、ブラジル、南アフリカ等においては、資源価格の高止まりの恩恵を受け経常収支が上向き、通貨の下支えになると見込む。

多くの新興国で外貨準備高が増加

コロナ禍以降、ほとんどの新興国で外貨準備高は増加し、対外脆弱性のある国にとってはセーフティネットの増強が確認されている。一時的に外貨準備高が大きく減少したトルコにおいても、IMFのSDR追加拠出や、経常収支の一時的な黒字化等を受け、今年は増加に転じた。また、インドの外貨準備高がロシアを超過し、積み増しが目覚ましく今後の海外マネーの流出には備えられていると言えよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと2021年の推移

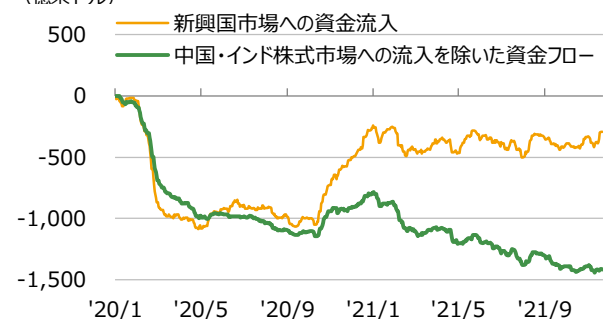
※縦軸は、2019年末=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の資金流入の状況 (株+債券)

(億米ドル) (2020年1月21日～2021年12月12日)



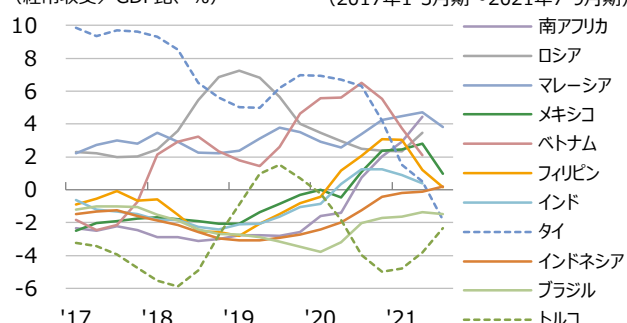
※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP比、%)

(2017年1-3月期～2021年7-9月期)

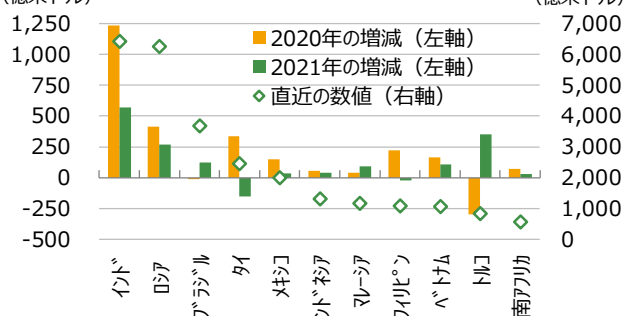


※4四半期の移動平均を計算したもの。※ロシア、南アフリカ、インド、ベトナムは4-6月期まで。(出所) CEICより大和アセット作成

新興国の外貨準備高

(億米ドル)

(億米ドル)



※2021年はベトナムが9月まで、その他国は11月までの集計

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



原油

オミクロン株の影響が消えても供給超過

足元の原油価格の下落を受け、今後1年程度の見通しを「弱気」から「やや弱気」に引き上げた。下落のきっかけはオミクロン株だったが、そもそも2022年は原油の需給バランスが供給超過（在庫は増加傾向）で推移すると見込まれていたため、下落に転じるのは時間の問題だった。今後、仮にオミクロン株の懸念が消えたとしても供給超過のままであり、原油価格が高値を更新するのは難しいだろう。

引き続きバイデン政権の方針が重要

2022年11月の米中間選挙に向けて、バイデン政権の最優先課題は「インフレ抑制」である。先般の戦略石油備蓄の放出はアナウンスメント効果にとどまった（不発に終わった）が、国内のシェール企業に増産を要請することやイラン核合意を再建することで原油の供給量を増やし、またFRBに金融引き締めを迫ることで需要を抑制し、ガソリン価格（原油価格）の上昇を防ぐことに努めるだろう。

目先はイラン核合意の再建交渉に注意

短期的にはイラン核合意の再建交渉が原油相場の波乱要因になる可能性がある。メインシナリオは交渉が妥結に至ることでイランの産油量が速やかに増加し、原油価格に一段の下押し圧力がかかることである。一方リスクシナリオとして、仮に完全な破談となれば、米国からイランへの経済制裁は強まり、中東の地政学リスクは一気に高まるだろう。同問題は原油価格に上下双方向のリスクをもたらす。

OPECプラスが価格の安定化要因

向こう1年程度を見通せば、OPECプラスの協調減産が価格の安定役として機能するだろう。イランの増産などにより原油価格が下押しされれば、OPECプラスは増産計画を凍結するか逆に減産することによって価格を支えよう。一方、米国とイランの決別やオミクロン株の早期収束により原油価格が上振れれば、OPECプラスが粛々と増産を続けることで過度な上昇は抑制されよう。

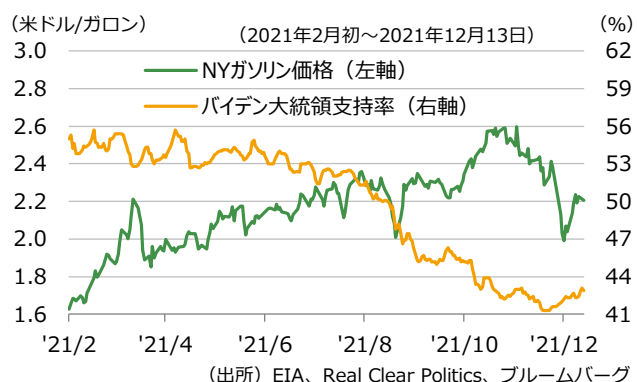
原油価格と原油在庫



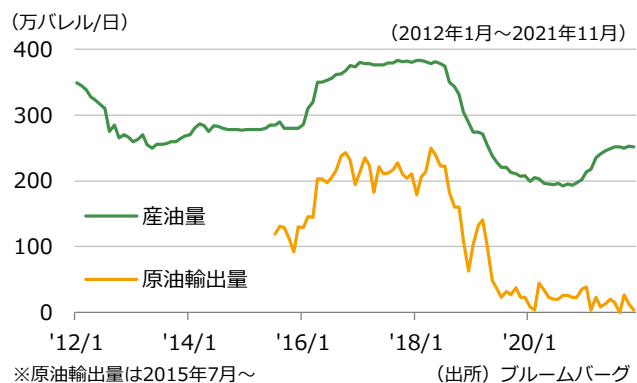
※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫（2021年12月以降はEIAの見通し）
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

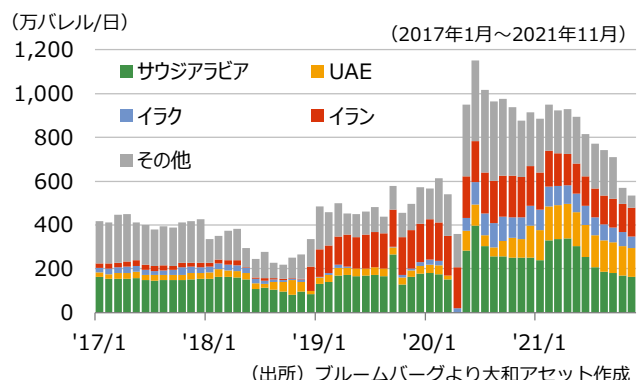
米国のガソリン価格とバイデン大統領支持率



イランの産油量と原油輸出量



OPEC加盟国の増産余地





金

金価格は上値の重い展開が続く見通し

1カ月前に金価格の今後1年程度の見通しを「やや弱気」から「弱気」に引き下げたばかりだが、この1カ月の下落を受けて再び「やや弱気」に戻した。ただし、基本的な見方は変わっておらず、向こう1年程度を見通せば、過度なインフレ懸念が緩やかに解消していくことと米国の利上げサイクルが近づくことで実質金利はマイナス幅を縮小させる公算が大きく、金価格は上値の重い展開が続くと見込む。

2021年は方向感の乏しい動きに終始

2021年初めからの金価格はおおむね1,700米ドルから1,900米ドルのレンジで推移してきたが、その変動は投機筋（非商業部門）による先物の売買が主導してきたことが示唆される。また、1,700米ドル前後では中銀による金準備の積み増しや実需の買いが観測されてきた。ただし、いずれも金価格のトレンドを形成する主体ではなく、結果的に金価格は方向感の乏しい動きに終始している。

金ETFからは資金が流出傾向

過去の経験則では、金価格が明確な上昇トレンドを描くためには金ETFへの継続的な資金流入が必要だと言える。しかし、2020年の後半以降は、金ETFからの緩やかな資金流出の傾向が続いている。FRBによる前回の金融政策正常化の局面で金価格は大きく下落した経験があり、今回もそうなるかは別として、その警戒感が中長期的な視点で金ETFへの投資を躊躇させる要因になっているのだろう。

前回同様にQE縮小発表後に一時的な上昇

2013年12月にFRBがQE縮小を決定した時と同様に、今回もQE縮小決定直後に金価格は「一時的な上昇」した。だが今回は、インフレ抑制に向けてQE縮小ペースを加速する可能性が高まったために、「一時的な上昇」の期間は極端に短かった。今後もQE終了や利上げを控える中で、金に投資しづらい環境が続こう。2022年末に1,700米ドル、2023年末に1,650米ドルと、緩やかな下落傾向を予想。

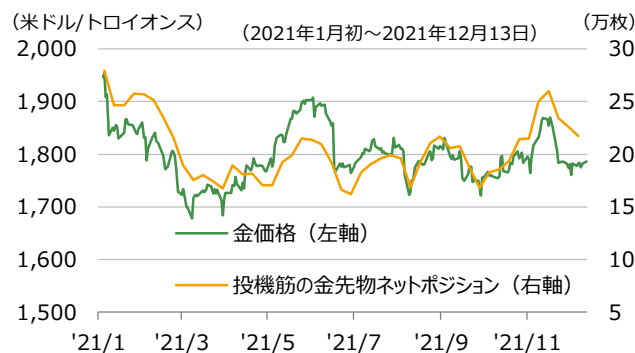
金価格と米国の実質金利



※実質金利=10年国債利回り－10年期待インフレ率

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

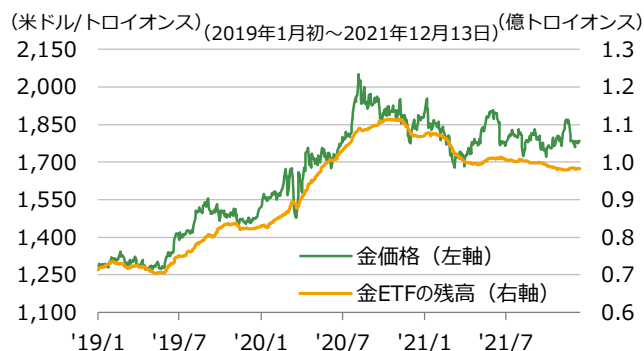
金価格と投機筋の金先物ネットポジション



※ポジションは週次データ (2021年1月5日～2021年12月7日)

(出所) ブルームバーグ

金価格と金ETFの残高



(出所) ブルームバーグ

米国のQE縮小前後の金価格



※FRBがQE縮小を決定した日を基準に450日前から750日後を表示

※今回は40日後 (21年12月13日) まで (出所) FRB、ブルームバーグ

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
インフレ懸念の一段の高まり	中	大	大	インフレの供給制約による部分は今後沈静化しようが、従来想定よりも時間を要する見込み。各国中銀もインフレ警戒姿勢を徐々に強めており、今後の需給バランス次第では利上げが加速する可能性も否定できず。為替は海外金利上昇が通貨高・円安に作用する一方、リスクオフが通貨安・円高に作用すること考えられる。株式市場においては、既にFRBの利上げタイミングを意識する中でも米国株の調整は限定的であり、過去平均比で高いバリュエーションが調整するリスクは低下の一方、企業業績の観点から価格転嫁の動向には注視が必要。先進国よりもインフレの影響が深刻化しやすい新興国では価格転嫁が可能な国を除き、株・債券・通貨が全般的に売られやすい。また、インフレを抑制するために、意図しない利上げに追い込まれる可能性が高く、構造的なインフレが問題となっているブラジルやインド、インドネシアなどが特に大きく売られよう。
米中対立の激化	中	中	大	米国が中国との話し合いの糸口を模索しているとの見方も一部あるが、台湾問題では対立が先鋭化しているとの見方も多く、対立激化リスクは後退していないとみる。半導体をはじめ、中国のハイテク産業が西側諸国の包囲網を突破できない状況が続けば、中国の潜在成長率は低下が速まろう。対立激化なら先進国株式は企業業績への悪影響が再び意識され、下落しよう。人権問題による対立がさらに高まれば、先進国の公的資金などが中国への投資を避ける動きに繋がるリスクも想定される。米中両政府の報復合戦がエスカレートする場合は、質への逃避や景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般に売られやすい。一方で中長期的には、一部供給網の中国離れの受け皿として、東南アジアやインドが恩恵を受けよう。為替はリスクオフの円高に振れやすい。
原油価格の極端な変動	中	小	大	供給要因での価格高騰であれば、世界経済に著しい打撃に。一方で、価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅する。脱炭素の潮流が化石燃料の需給両面に負の影響を与えるが、その程度・時期の差で需給失調が生じる恐れがある。為替への影響はリスクオンやリスクオフによっても変わるが、貿易収支面からは原油高は円安、原油安は円高に作用しやすい。株式市場にとってはコストへの影響、価格転嫁のタイミングによりセクター毎に動きは異なる。ファンダメンタルズへの影響に加え、短期間での大幅な変動は金融市場のセンチメント悪化を通じて株式市場にもネガティブに働くと予想する。新興国は原油の海外依存度によって選別が進み、原油高の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどが恩恵を受ける一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどには売り圧力がかかろう。
半導体不足の長期化	中	中	中	半導体不足により各国の自動車生産の落ち込みが長期化しており、裾野産業への悪影響は続いている。中国では半導体不足がピークを過ぎたが、本格的な回復は早くて来年後半以降と道筋は遠い。問題の長期化は景気への下押し圧力となろう。新興国において、裾野の広い自動車産業の停滞は、主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因にもなる。株式市場にとっては、自動車やスマートフォンの生産見通しの下方修正で、関連サプライチェーン銘柄の業績見通しが幅広く切り下がる懸念が強まる。
新型コロナウイルス問題のほぼ完全な収束、あるいは著しい深刻化	小	大	大	新型コロナウイルス問題が収束すれば、繰越需要の発現と供給制約の解消で景気は大幅に上振れ株価は上昇、金融正常化が速やかに進展し長期金利も上昇しよう。逆に深刻化すれば、強力な行動制限で特にサービス業が極度に悪化する上、供給制約は一段と強まり、スタグフレーションの様相を呈するなか、金融は極端に緩和的な状態が継続し、長期金利は大きく低下へ。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され先進国の株価も下落しよう。但し、変異株に対応したワクチン開発への期待が消失しなければ、調整は一時的なものに留まる可能性はある。新興国でも深刻化する場面では景気低迷が長期化し、政府および民間部門の返済能力や米ドル不足などの脆弱性が露呈し、株、債券、為替等、金融資産が全般的に一段の下落圧力に晒される。為替はリスクオフと内外金利差縮小が円高要因となろう。
中国政府の極端な規制強化	小	中	大	中国当局の規制強化が経済、社会の幅広い分野に広がり、イデオロギー面での極左化が進む場合は、過去の文化大革命時の苦い記憶から、経済活動の委縮や中国からの資金逃避が進む可能性が高く、チャイナショックの再来も視野に入れたほうが良いだろう。新興国においては、中国経済と相対的につながりの深いと考えがちなASEAN諸国や資源国を中心に影響が広がり、景気減速、金融市場の調整に見舞われる可能性が高い。為替はリスクオフの円高や米ドル高圧力がかかる一方で、資源・新興国通貨安圧力がかりやすいだろう。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		12/13	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-2.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	0.00	-1.50
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	0.00	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.35
ブラジル	セリック・レート	9.25%	1.50	7.25	2.75
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.65
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.50
インドネシア	7日物借入金利	3.50%	0.00	-0.25	-2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.00%	0.00	0.75	-3.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.00	3.25	0.00
トルコ	1週間物レポ金利	15.00%	-1.00	0.00	-9.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		12/13	1カ月	1年	3年
米国		1.42%	-0.15	0.52	-1.50
ドイツ		-0.38%	-0.12	0.25	-0.67
日本		0.05%	-0.02	0.04	-0.01
カナダ		1.40%	-0.28	0.68	-0.76
豪州		1.60%	-0.19	0.62	-0.86
中国		2.89%	-0.05	-0.42	-0.47
ブラジル		10.62%	-0.97	2.95	0.47
英国		0.70%	-0.22	0.53	-0.59
インド		6.37%	0.00	0.47	-1.04
インドネシア		6.32%	0.27	0.18	-1.89
メキシコ		7.33%	-0.04	1.61	-1.66
ロシア		8.55%	0.47	2.41	-0.23
トルコ		20.80%	2.02	8.00	3.39

		直近値	期間別変化率		
株価指数		12/13	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	35,651	-1.2%	18.7%	44.9%
	S&P500	4,669	-0.3%	27.4%	76.2%
ユーロ圏	STOXX 50	4,183	-4.3%	20.0%	34.4%
日本	日経平均株価	28,640	-3.3%	7.5%	31.3%
	TOPIX	1,978	-3.1%	11.0%	22.4%
中国	MSCI中国	86.98	-7.1%	-17.7%	15.8%
インド	MSCIインド	2,033	-3.9%	31.5%	62.0%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,754	-0.3%	2.0%	-5.3%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,476	0.2%	41.1%	53.7%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		12/13	1カ月	1年	3年
米ドル		113.54	-0.3%	9.1%	-0.1%
ユーロ		128.14	-1.7%	1.7%	-0.7%
カナダ・ドル		88.63	-2.3%	8.7%	4.2%
豪ドル		81.01	-3.0%	3.3%	-1.3%
人民元		17.81	-0.3%	11.9%	7.8%
ブラジル・リアル		20.00	-4.2%	-2.6%	-31.5%
英ポンド		150.07	-1.8%	9.1%	4.5%
インド・ルピー		1.50	-2.2%	6.2%	-5.5%
インドネシア・ルピア		0.79	-1.1%	7.6%	1.1%
フィリピン・ペソ		2.26	-1.4%	4.2%	4.8%
ベトナム・ドン		0.49	-1.9%	9.8%	1.3%
メキシコ・ペソ		5.40	-2.8%	4.6%	-3.4%
ロシア・ルーブル		1.54	-1.2%	8.4%	-10.0%
トルコ・リラ		8.22	-27.9%	-38.0%	-61.3%

		直近値	期間別変化率		
リート		12/13	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,441	1.7%	40.3%	48.3%
日本	東証REIT指数	2,049	-0.6%	19.8%	13.6%

		直近値	期間別変化率		
商品		12/13	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	71.29	-11.8%	53.1%	35.6%
金	COMEX金先物価格	1,786	-4.4%	-2.9%	43.7%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

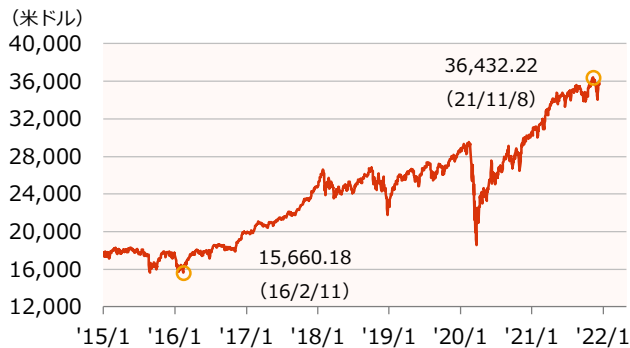
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

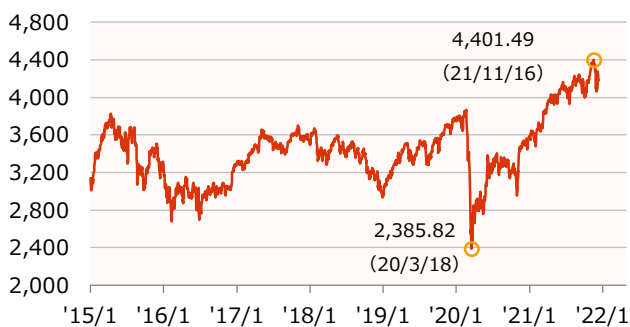
NYダウ



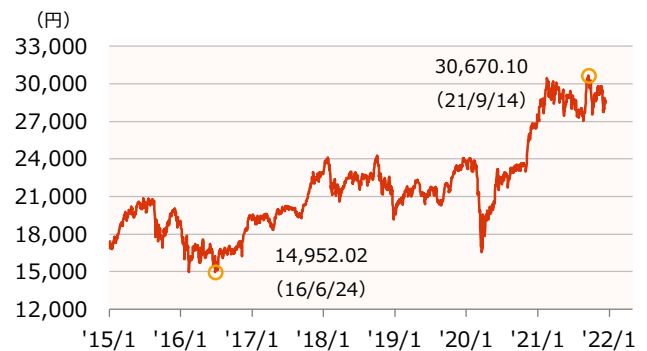
S&P500



STOXX 50



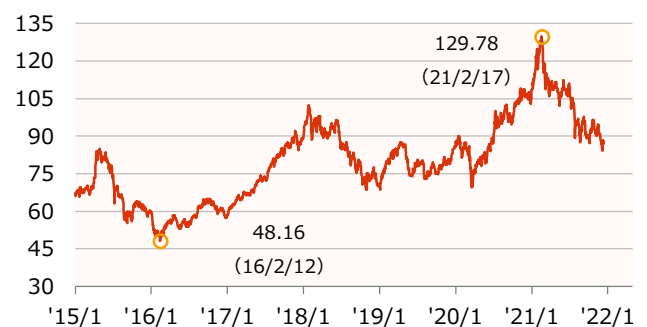
日経平均株価



TOPIX



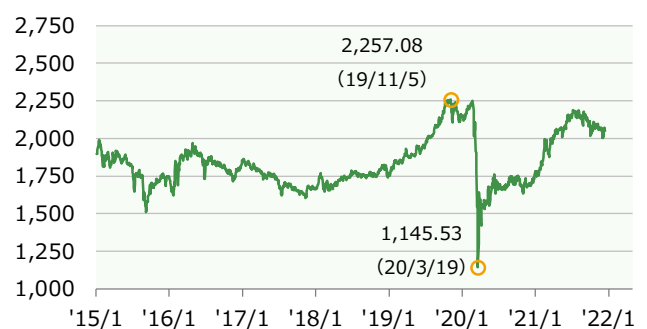
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)

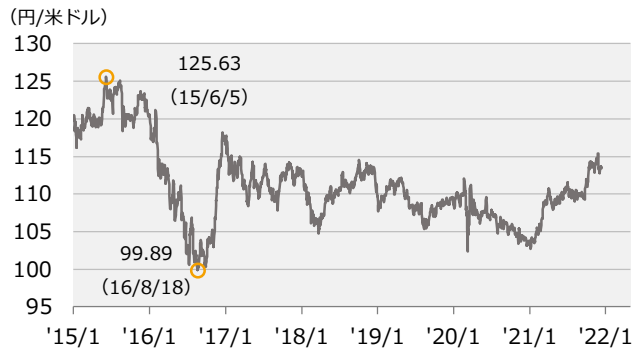


※グラフの期間は2015年1月初～2021年12月13日

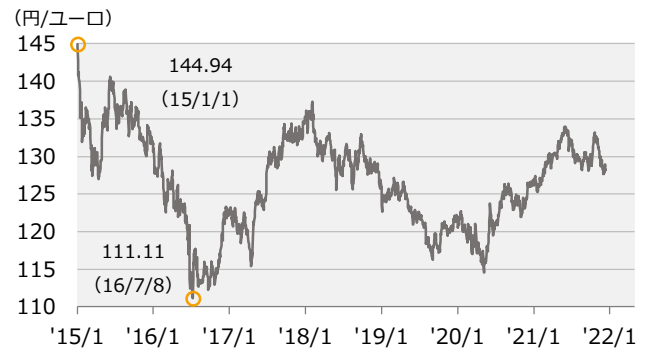
(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

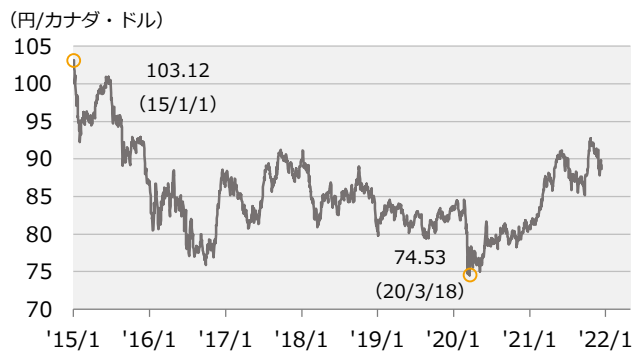
米ドル



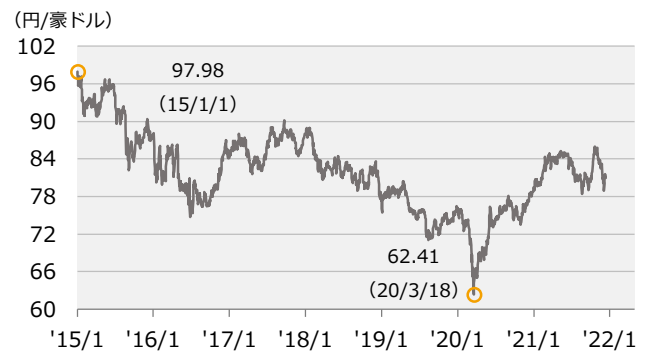
ユーロ



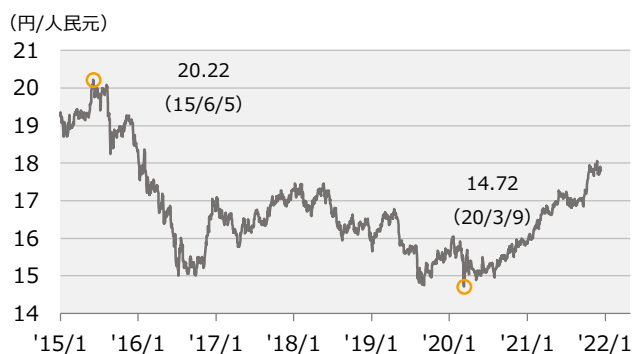
カナダ・ドル



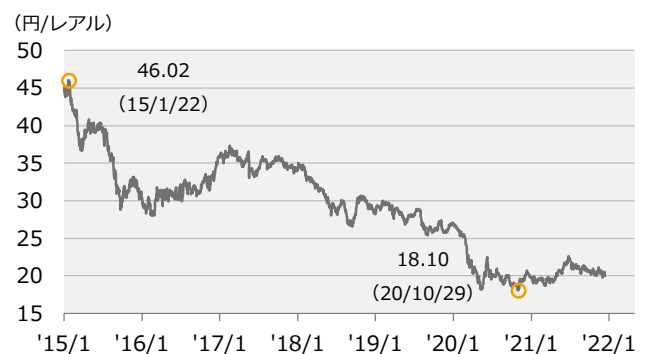
豪ドル



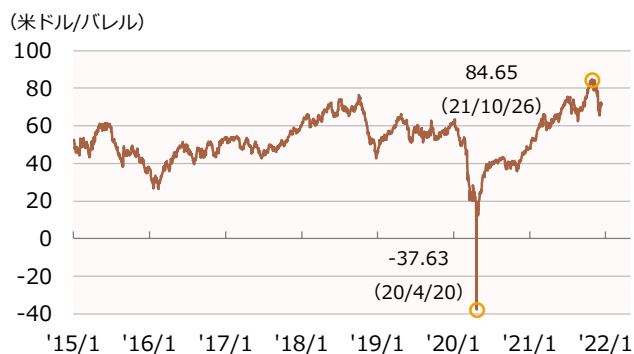
中国人民元



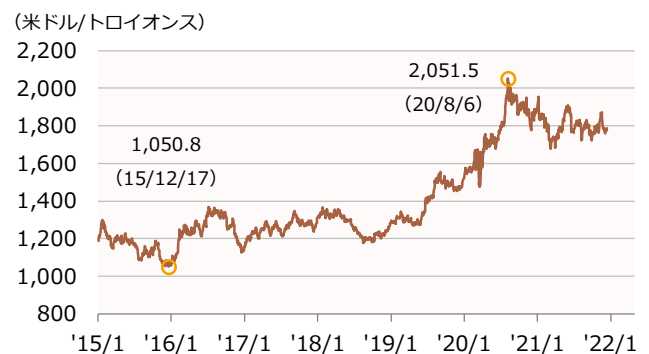
ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2021年12月13日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2018年	2019年	2020年
米国	2.9	2.3	-3.4
ユーロ圏	1.9	1.4	-6.4
日本	0.6	0.0	-4.6
カナダ	2.4	1.9	-5.3
豪州	2.8	1.9	-2.4
中国	6.7	6.0	2.3
ブラジル	1.8	1.4	-4.1
先進国	2.3	1.6	-4.7
新興国	4.5	3.6	-2.2

消費者物価	前年比		
	2018年	2019年	2020年
米国	2.4	1.8	1.2
ユーロ圏	1.8	1.2	0.3
日本	1.0	0.5	0.0
カナダ	2.3	1.9	0.7
豪州	1.9	1.6	0.9
中国	2.1	2.9	2.4
ブラジル	3.7	3.7	3.2

政策金利		年末値		
		2018年	2019年	2020年
米国	FFレート（上限）	2.50	1.75	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.50	-0.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	1.75	1.75	0.25
豪州	キャッシュ・レート	1.50	0.75	0.10
中国	1年物MLF金利	3.30	3.25	2.95
ブラジル	セリック・レート	6.50	4.50	2.00

失業率	年末値		
	2018年	2019年	2020年
米国	3.9	3.6	6.7
ユーロ圏	7.8	7.4	8.2
日本	2.5	2.2	3.0
カナダ	5.8	5.7	8.8
豪州	5.0	5.1	6.6
中国	3.8	3.6	4.2
ブラジル	11.6	11.0	13.9

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	(現在は主として) 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2022年末の予想値	0.50~0.75%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2022年3月に新規の資産買入れを終了。バランスシートの残高は当面維持。 2022年6月に利上げを開始。2022年は計2回（0.5%ポイント）の利上げ	2022年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化	2022年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2022年

1月

- 上場会社の新市場区分選択結果の公表（11日・予定）
- 日銀金融政策決定会合（17-18日）
- 通常国会召集（月内）

- 世界経済フォーラム年次総会（ダボス、17-21日）
- ECB理事会（20日）
- FOMC（25-26日）
- ポルトガル総選挙（30日）
- クラリダFRB副議長任期（31日）
- 米一般教書演説（月内）

- RCEP協定発効（1日）
- OPECプラス会合（4日）
- カナダ金融政策決定会合（26日）

2月

- パウエルFRB議長任期（5日）
- 米予算教書（月内）
- ドイツ大統領選挙（13日）

- 中華圏旧正月（1日）
- RBA理事会（1日）
- ブラジル金融政策決定会合（2日）
- 北京冬季オリンピック、パラリンピック競技大会（4-3月13日）

3月

- 日銀金融政策決定会合（17-18日）

- ECB理事会（10日）
- FOMC（15-16日）
- EU首脳会議（24-25日）

- 中国全人代（上旬）
- RBA理事会（1日）
- カナダ金融政策決定会合（2日）
- 韓国大統領選挙（9日）
- ブラジル金融政策決定会合（16日）
- 香港行政長官選挙（27日）

4月

- 年金制度改正法施行（1日）
- 東証新市場区分移行（4日）
- 日銀金融政策決定会合（27-28日）

- ECB理事会（14日）
- 米財務省為替報告書（月内）
- フランス大統領選挙（10日、24日）

- ラマダン開始（3日）
- RBA理事会（5日）
- カナダ金融政策決定会合（13日）

5月

- FOMC（3-4日）

- ラマダン終了（2日）
- RBA理事会（3日）
- ブラジル金融政策決定会合（4日）
- フィリピン大統領・議会選挙（9日）
- 豪州総選挙（21日実施期限）
- イラク議会選挙（月内）

6月

- 日銀金融政策決定会合（16-17日）
- 通常国会会期末（月内）

- ECB理事会（9日）
- FOMC（14-15日）
- フランス議会選挙（12日、19日）
- EU首脳会議（23-24日）
- G7首脳会議（ドイツ、26-28日）

- カナダ金融政策決定会合（1日）
- RBA理事会（7日）
- ブラジル金融政策決定会合（15日）

7月

- 日本共産党創立100周年（15日）
- 日銀金融政策決定会合（20-21日）
- 参議院議員任期満了（25日）

- ECB理事会（21日）
- FOMC（26-27日）

- RBA理事会（5日）
- ハッジ開始（7-12日）
- カナダ金融政策決定会合（13日）
- インド大統領選挙（月内）

8月

- 米ジャクソンホール会合（月内）

- RBA理事会（2日）
- ブラジル金融政策決定会合（3日）

9月

- 日中国交正常化50周年（29日）
- 日銀金融政策決定会合（21-22日）
- 沖縄県知事選（29日任期満了）

- ECB理事会（8日）
- 第77回国連総会（NY、13-27日）
- FOMC（20-21日）

- RBA理事会（6日）
- カナダ金融政策決定会合（7日）
- ブラジル金融政策決定会合（21日）

10月

- TOPIXの段階的ウエイト低減銘柄を公表（7日）
- 日銀金融政策決定会合（27-28日）

- ECB理事会（27日）
- 米財務省為替報告書（月内）

- ブラジル大統領選挙（2日、23日）
- RBA理事会（4日）
- カナダ金融政策決定会合（26日）
- ブラジル金融政策決定会合（26日）
- 中国共産党大会（未定）

11月

- FOMC（1-2日）
- 米中間選挙（8日）

- RBA理事会（1日）
- COP27：国連気候変動枠組条約第27回締約国会議（エジプト、7-18日）
- サッカー・ワールドカップ（カタール、21-12月18日）

12月

- 日銀金融政策決定会合（19-20日）

- FOMC（13-14日）
- ECB理事会（15日）

- RBA理事会（6日）
- カナダ金融政策決定会合（7日）
- ブラジル金融政策決定会合（7日）

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2021年12月13日）

（発行日：2021年12月17日）