



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

2

FEB. 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

金融政策正常化相場が始まる

- 1 過去1カ月の特徴を1つ挙げるとすれば、特に本年入り後に、主要国での利上げ開始時期の予想が一気に前倒しされたこと。その背景には、インフレの上振れが続いていることがある。
- 1 今回、当社は主要国の政策金利の見通しを改めた。もっとも、特に利上げの回数予測は不確実性が高い。なぜならバランスシート政策（縮小）も関係してくるからだ。各国ともバランスシート政策の方針を明らかにしておらず追加情報を待つ状態にあるが、いずれにしても金融政策正常化相場が始まった。



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 … 利上げ前倒しは一巡も、FRBのバランスシート縮小の開始時期が懸念材料。
- 債 … FRBの利上げ開始を2022年3月、バランスシート縮小開始の発表を同年9月と想定。
- 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 … オミクロン株への懸念後退はポジティブだが、目先の材料は出尽くし感。
- 債 … ECBの利上げの可能性は低く、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。
- 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 … 相対的な出遅れからの回復局面へ。実質GDPは2022年後半に消費増税前の水準へ。
- 株 … オミクロン株はリスクだが、バリュエーションを含めて相対的に安心感あり。
- 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 … 公募増資の増加による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	



- 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。



- 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。



- 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 … 実効レートの上昇を受け、当面、当局が元高けん制を強めよう。



- 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 … 財政悪化懸念の後退、実質政策金利の上昇、貿易収支の改善などがレアル高要因。

2022年2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。



祭事から感じるつながり ブラジルのリオのカーニバル

世界3大祭りのひとつに数えられるリオのカーニバルは、ブラジル人にとって最も身近で、最も愛するもの。毎年200万人以上を動員し「地上最大のショー」とも呼ばれています。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げ開始予想を大幅前倒し

過去1カ月の特徴を1つ挙げるとすれば、特に本年入り後に、主要国での利上げ開始時期の予想が一気に前倒しされたこと。例えば米国（FRB）の場合、市場は量的緩和策終了直後の3月FOMCでの利上げを織り込んでいる。超低金利政策が継続してきたユーロ圏（ECB）でも年内の利上げ（マイナスとなっている中銀預金金利の引き上げ）を織り込む。

オミクロンでインフレ上振れ継続

その背景の1つには、インフレの上振れが続いていることがある。特に、新型コロナウイルス・オミクロン株の感染拡大は、市場も中央銀行も、景気悪化要因というよりもインフレ要因として認識している。なぜなら、サプライチェーンの混乱等を通じた供給サイドを制限するものとして、インフレ上振れを長期化させる要因だと考えられるからだ。

金融市場

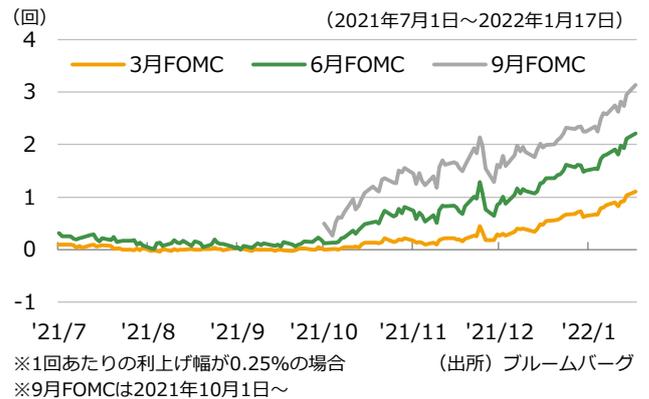
利上げ見通しの不確実性は高い

今回、当社は主要国の政策金利の見通しを改めた。例えば、米国の利上げ開始時期を従来の2022年6月から同年3月へ、2022年は計3回（従来は2回）の利上げへと改めた。もっとも、特に利上げの回数の予測は不確実性が高いことも認識している。なぜならバランスシート政策も関係してくるからだ。FRBは早期のバランスシート縮小開始を予告している。

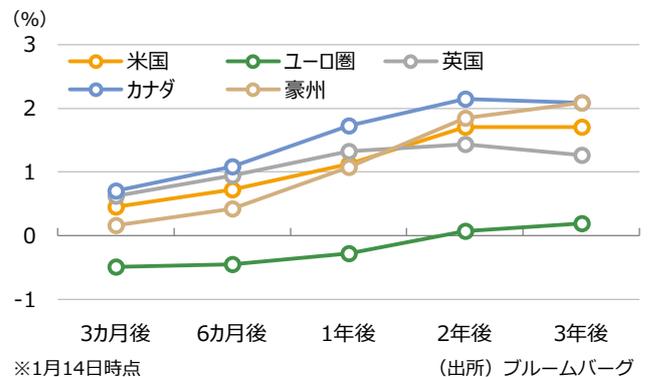
金融政策正常化相場が始まる

金融引き締めツールには、①利上げ、②バランスシート縮小、の2つがある。イールドカーブに与える影響は、①はフラット化、②はスティープ化だと考えられ、この2つのツールの組合せ次第でイールドカーブの形状が変わり、それが株式の物色にも影響を与える。各国ともバランスシート政策の方針を明らかにしておらず追加情報を待つ状態にあるが、いずれにしても金融政策正常化相場が始まった。

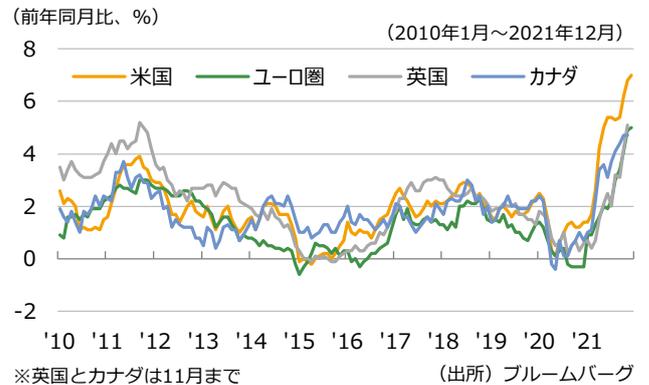
市場が織り込む2022年の各FOMCまでの利上げの回数



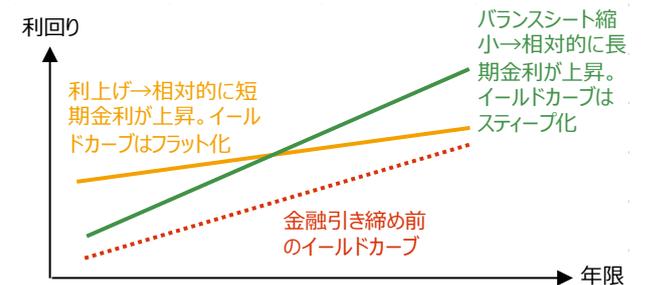
市場が織り込む将来の政策金利の水準



先進国の消費者物価指数



金融引き締めとイールドカーブの変化（イメージ図）



(出所) 大和アセット作成

早見表

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。相対的な出遅れからの回復局面へ。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				利上げ前倒しは一巡も、FRBのバランスシート縮小の開始時期が懸念材料。オミクロン株への懸念後退はポジティブだが、目先の材料は出尽くし感。オミクロン株はリスクだが、バリュエーションを含めて相対的に安心感あり。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。大統領選挙は波乱にならず、政策の大幅転換も予想せず。投資加速で上昇余地あり。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3月、バランスシート縮小開始の発表を同年9月と想定。ECBの利上げの可能性は低く、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。2022年中の追加利上げが見込まれるなか、長期金利は1%前後で推移と想定。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もう。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。インフレ沈静化により2022年後半からの利下げが期待されるも、ウクライナ問題がリスク。高水準のインカムゲインに加え、金融市場が落ち着けば金利低下によるキャピタルゲインも。
	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。公募増資の増加による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。実効レートは急速な上昇を受け、当面、当局が元高けん制を強めよう。財政悪化懸念の後退、実質政策金利の上昇、貿易収支の改善などがリアル高要因。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。為替変動からリソ建て定期預金を保護する制度の下、緩やかなリラ安に誘導されよう。
	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 ^{*2}		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	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	0.75 ~ 1.00	1.25 ~ 1.50	0.91	1.51	1.9	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	-0.18	-0.2	-0.2
日本	-4.5	1.8	3.2	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.0	0.0
カナダ	-5.2	4.6	3.7	2.5	0.25	0.25	1.00	1.50	0.68	1.43	1.8	1.7
豪州	-2.2	4.3	3.6	3.0	0.10	0.10	0.10	0.75	0.97	1.67	1.8	1.9
中国	2.2	8.1	5.5	5.3	2.95	2.95	2.85	2.85	3.15	2.78	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	10.94	9.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末		2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
米国	30,606	36,338	37,700	39,700	米ドル	103.25円	115.08円	115円	114円
NYダウ	7.2%	18.7%	3.7%	5.3%		-4.9%	11.5%	-0.1%	-0.9%
米国	3,756	4,766	4,890	5,100	ユーロ	126.18円	130.90円	131円	130円
S&P500	16.3%	26.9%	2.6%	4.3%		3.6%	3.7%	0.1%	-0.8%
欧州	3,553	4,298	4,490	4,710	カナダ・ドル	81.13円	91.08円	94円	91円
STOXX 50	-5.1%	21.0%	4.5%	4.9%		-3.0%	12.3%	3.2%	-3.2%
日本	27,444	28,792	32,500	34,500	豪ドル	79.47円	83.68円	89円	90円
日経平均株価	16.0%	4.9%	12.9%	6.2%		4.2%	5.3%	6.4%	1.1%
日本	1,805	1,992	2,180	2,340	中国人民元	15.89円	18.09円	18.4円	18.7円
TOPIX	4.8%	10.4%	9.4%	7.3%		1.8%	13.9%	1.7%	1.6%
中国	108.58	84.29	108	118	ブラジル・レアル	19.89円	20.65円	23.5円	21.9円
MSCI	26.7%	-22.4%	28.1%	9.3%		-26.3%	3.8%	13.8%	-6.8%

	リート			
	実績値		予想値	
	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
米国	18,543	26,561	26,500	28,600
NAREIT指数	-8.0%	43.2%	-0.2%	7.9%
日本	1,784	2,066	2,200	2,300
東証REIT指数	-16.9%	15.8%	6.5%	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 実質GDPの2021年は中国を除いて実績見込み

(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*4		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2020年	2021年	2022年	2023年	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
英国	-9.4	6.8	4.1	2.5	0.10	0.25	0.50	0.50	0.20	0.97	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	6.45	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	6.38	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	2.18	2.5	2.5
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	5.50	7.00	7.00	5.55	7.57	7.4	7.0
ロシア	-2.7	4.5	2.5	2.5	4.25	8.50	7.50	6.00	6.27	8.44	7.0	6.8
トルコ	1.6	10.0	3.5	4.1	17.00	14.00	14.00	14.00	12.42	23.18	16.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値*4		予想値	
	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	
インド	1,600	2,037	2,200	2,350	英ポンド	141.15円	155.74円	154円	152円
MSCI	16.8%	27.3%	8.0%	6.8%		-2.0%	10.3%	-1.1%	-1.3%
インドネシア	6,597	6,696	7,700	7,800	インド・ルピー	1.41円	1.55円	1.49円	1.50円
MSCI	-9.5%	1.5%	15.0%	1.3%		-7.1%	9.5%	-3.8%	0.7%
ベトナム	1,104	1,498	1,550	1,580	インドネシア・ルピア*3	0.739円	0.807円	0.799円	0.792円
VN指数	14.9%	35.7%	3.5%	1.9%		-5.7%	9.3%	-1.0%	-0.9%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.21円	2.19円
						0.1%	5.2%	-2.1%	-0.9%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.523円	0.533円
						-4.5%	12.7%	3.7%	1.9%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	5.48円	5.30円
						-9.5%	8.0%	-2.3%	-3.3%
					ロシア・ルーブル	1.40円	1.53円	1.56円	1.52円
						-20.4%	9.7%	1.9%	-2.6%
					トルコ・リラ	13.9円	8.6円	7.5円	6.5円
						-23.8%	-38.5%	-12.3%	-13.3%

※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 実質GDPの2021年は実績見込み

(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が出始める

新型コロナウイルス・オミクロン株の感染拡大による経済への悪影響が少しずつ出ているようだ。エコノミック・サプライズ指数はデルタ株収束後の昨年後半から反発していたが、足元では再度マイナスに。つまり、発表される経済指標が事前の市場予想を下回るケースが増えていることを意味する。もっとも、急減速はしていない。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は変わらず。

供給制約解消の兆しが見られる

ISM景況感指数などで確認される企業の景況感はおミクロン株の影響が見られるとはいえ、引き続き堅調。12月の総合指数は製造業・非製造業ともに11月から低下したものの、それでも60前後の高水準を維持している。とりわけ注目に値するのは、製造業・非製造業ともに供給制約の象徴とも言える入荷遅延指数が大幅に低下したこと。供給制約解消の兆し（インフレ圧力低下の兆し）が垣間見える。

利上げの要件を全て達成

12月雇用統計では、注目の失業率が11月の4.2%から3.9%へと一段と低下。FRBが想定する自然失業率の水準（≒最大雇用の水準）が4.0%なので、それを下回ったことで利上げの要件である「最大雇用の達成」を満たした。既にインフレに関する要件を満たしているため、量的緩和策終了後（3月）にはいつでも利上げ可能になった。市場は3月FOMCでの利上げ織り込みを加速させている。

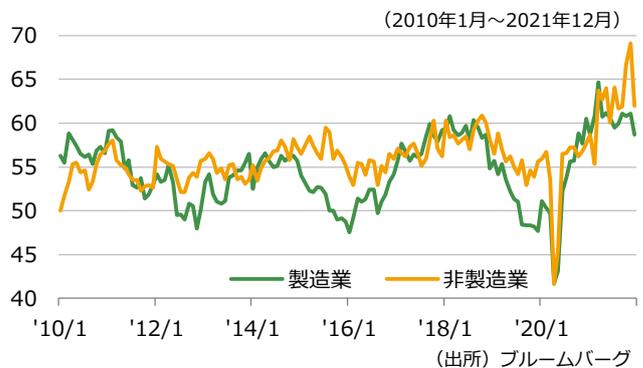
消費者物価指数は早期利上げを後押し

12月の消費者物価指数（総合）は、11月の前月比+0.8%から伸び率が鈍化して同+0.5%。もっとも、伸び率鈍化はエネルギー価格が11月の前月比+3.5%から同▲0.4%となったためで、コアは11月の前月比+0.5%から同+0.6%へと伸び率が加速。コアの前年同月比は5.5%で、1991年以來の高水準。インフレ圧力低下の兆しは最終商品価格（CPI）では見られず、FRBの早期利上げを後押しする結果に。

実質GDP



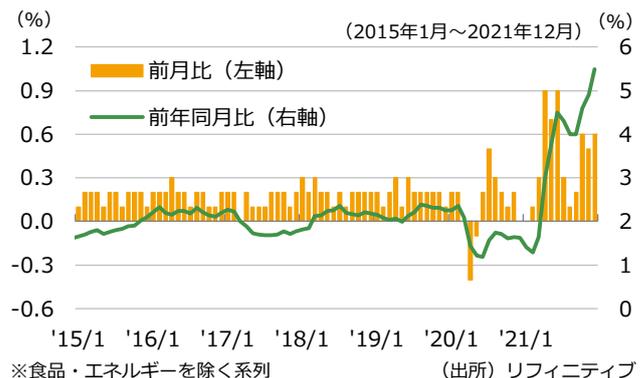
ISM景況感指数



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。利上げ開始が3月に前倒しされる見込みの中、物色面での動きが大きい1カ月となったものの株価指数の下落は小幅に留まった。ただし、バランスシート縮小開始時期が早期化する可能性が高まっており、この点が想定外。金融政策に対する不確実性が後退するためには、このバランスシート縮小内容の明確化が求められ、株価は不安定な状態が継続しやすいと考える。

バランスシート縮小開始が不確実要因

利上げ開始から利上げ期間の前半は株価が上昇するとの過去の経験則は広く認知されている。利上げが行われるほど景気が強いことを株式市場が評価することが理由であると考えが、同時に利上げ開始により不確実性が後退したことを評価した側面もあるとみられる。今回は、利上げ開始後の早期にバランスシート縮小が開始される見込みだが、経験のない相場であり不確実性は残る。

物色面でもバランスシート縮小に注目

政策金利と物色の関係を見ると、利上げ開始前後にバリュー株や大型株が優位になり易い傾向がある。利上げ開始の局面に至り、景気サイクルの後半が意識される中、大型株が選好される状況は今回も起こり易いと考え。一方、バリューとグロースの選好は金利動向次第の側面が強い。このため、バランスシート縮小の内容次第では金利を通じた影響が大きくなるため、今後の動向に注意が必要と考える。

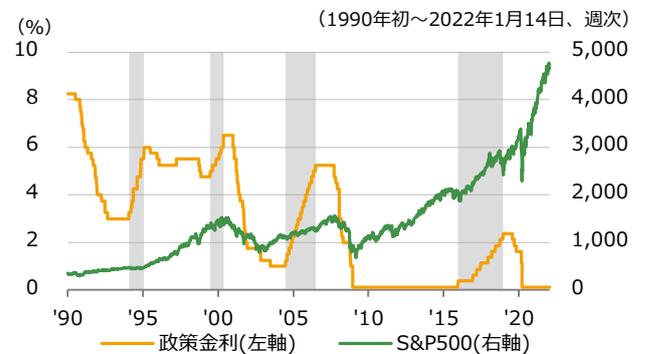
インフレに対する耐性は相対的に強い

2022年の増収率は、前年の落ち込みからの反動が大きかった2021年から低下する見込み。増収による増益貢献が低下するため、インフレによるコスト増及び価格転嫁が企業業績に与える影響が注目され易い。米国は相対的に最終価格まで価格転嫁が浸透し易い市場であり、企業業績のインフレ耐性は相対的に強い。インフレが企業業績に与える影響への懸念が高まった際には注目され易いだろう。

S&P500の推移



政策金利とS&P500



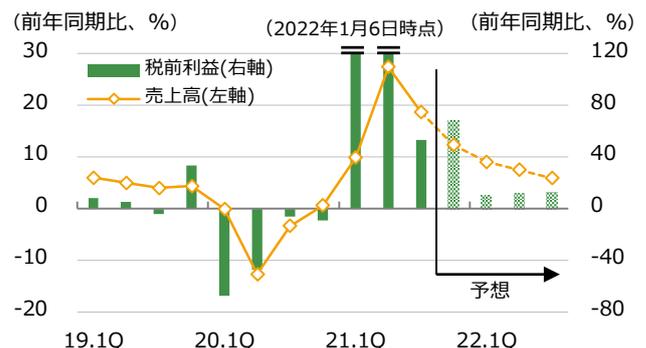
※政策金利がレンジで公表されている場合は、その中央値を表示
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

政策金利と株式物色



※陰影部は利上げ局面 ※バリュ-グロ-スはラッセル1000のバリュ-指数/グロ-ス指数 ※大型・小型はラッセル1000/ラッセル2000
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500四半期業績



※対象は直近のS&P500構成銘柄のうち12月が本決算・四半期決算末の銘柄
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

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2022年6月から同年3月へと前倒した。その理由は、①12月雇用統計で利上げの最後の要件である「最大雇用の達成」を満たしたこと、②市場が3月FOMCでの利上げをほぼ織り込んでいること、③早期利上げに前のめりなFRBからすると、わざわざその期待をはがしに行く必要もないこと、である。今年はず計3回（0.75%ポイント）の利上げを想定。

2022年の長期金利の見通しを上方修正

早期利上げに加え、量的緩和策で拡大したFRBのバランスシートの早期縮小開始も予想される。当社は2022年9月発表と想定。FRBがイールドカーブをスティープ化させたい（過度なフラット化を避けたい）意向を持っていること等を踏まえ、2022年末の10年国債利回りの見通しを従来の1.7%から1.9%へと修正した。2023年末は1.75%と想定。

リート

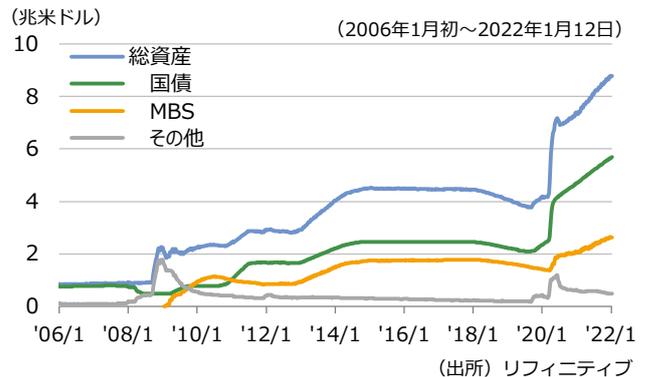
金利上昇を嫌気

米国リート市場は、2021年12月後半に業績改善への期待感などから上昇したものの、2022年1月前半には長期金利の上昇などを嫌気して下落。足元米国では高まるインフレ圧力を背景にFRBは金融政策の調整を加速させており、投資家センチメントにはネガティブ。一方業績面ではインフレは賃料上昇を促すなどポジティブに働きつつあり、今後はこの両面を市場がどう消化していくか注目。

長期金利は上昇

長期金利は高まるインフレ圧力を背景に上昇。ただ水準としては依然低位（コロナ前と同程度）で、今後の動向が重要となろう。負債コストの面では固定金利での調達が大部分であり、過度な懸念は不要だが、配当利回りが過去比では低水準ということもあり、バリュエーション面での影響には注意したい。インフレを追い風に業績改善が続くが注目。

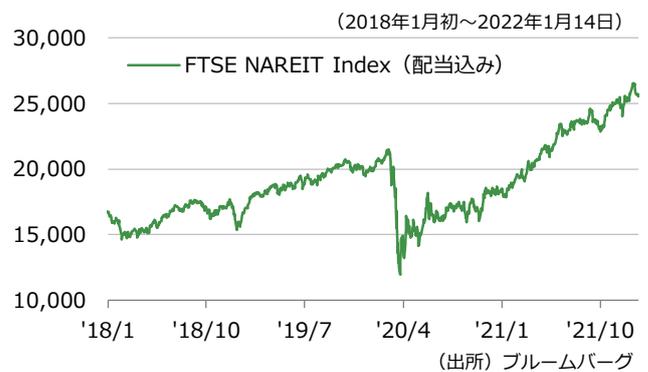
FRBの総資産残高と内訳



米国金利の推移：実績と予想



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

日米金利差拡大とともに米ドル円が上昇

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。2021年はFRBの早期利上げやバランスシート縮小への観測が台頭するとともに米金利が上昇し、日米金利差拡大とともに米ドル円が上昇した。2022年も米金利上昇余地はあると見込むが、もし金融引き締めがインフレの抑制だけでなく経済成長の減速につながるとの見方が強まる場合には、米金利と米ドル円の上昇は進みにくくなるだろう。

日米金利差から想定される米ドル円水準

日米5年国債金利差と米ドル円の連動性からすると、金利差1.5%で米ドル円は115円を中心に112～118円（推計値±標準誤差×2）に収まりやすく、金利差が1.8%なら117.5円を中心に114.5～120.5円に収まりやすい。そして、リスクオンではレンジ上限に、リスクオフではレンジ下限に近づきやすい。日米金利想定からすると、米ドル円は2022年に120円を超える可能性は低いと考えられる。

インフレ期待低下で実質金利が上昇

2021年10月以降、供給制約によるインフレ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て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。だが、その後は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から期待インフレ率が低下する一方、実質金利が上昇し、米ドル高要因に。

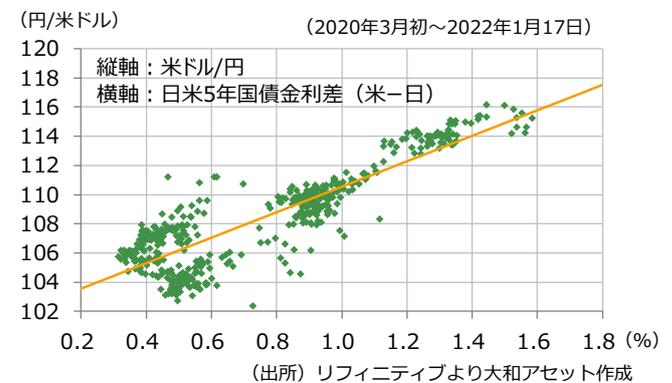
米中間選挙年は米ドル円下落リスク高い

過去の米ドル円を4年ごとに平均化すると、米政権1期の1年目は堅調に推移するが、中間選挙がある2年目は下落する傾向にある。年初から6月中旬までは2%程度の下落だが、そこから10月中旬にかけては5%程度の下落となる。これはあくまでも過去の平均だが、バイデン政権の支持率が低迷し、中間選挙で共和党が議席を伸ばす可能性があるだけに、政治リスクによる米ドル円下落の可能性は否めない。

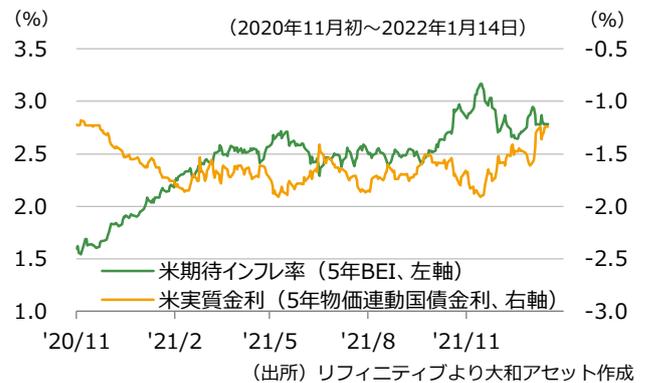
日米5年国債金利差と米ドル円



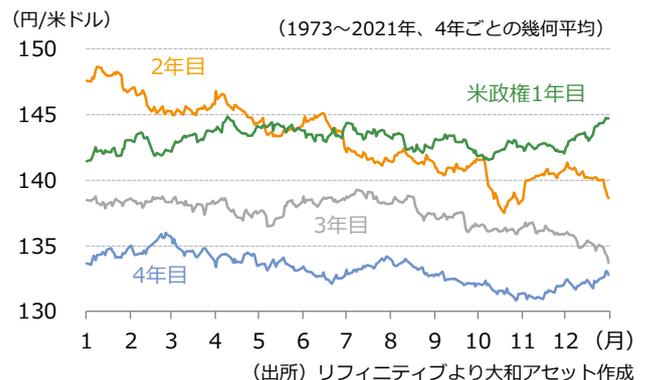
日米5年国債金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米政権 (1期) 1～4年目の米ドル円





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ため、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11月には7.2%まで低下しており、コロナ前の水準に迫ってきた。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。

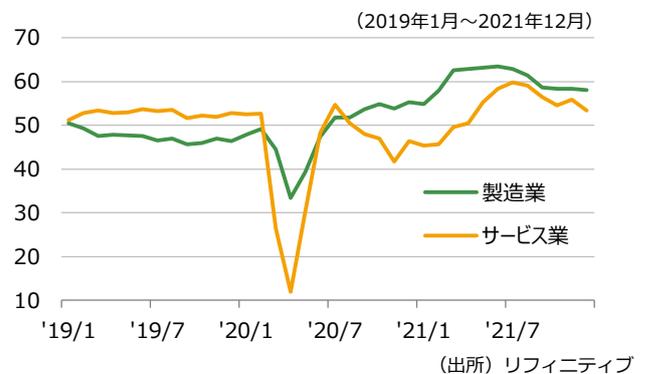
インフレ率の上振れは一過性か

12月消費者物価指数は総合で前年同月比5.0%、コアで同2.6%（11月各4.9%、2.6%）となり、総合の上昇率がわずかに高まった。供給制約の影響が残るうちは、高めのインフレ圧力が働き続けそうだ。ただ、ドイツの2020年7~12月の付加価値税引き下げの反動による前年同月比の押し上げ効果は2021年12月までで終わるため、2022年1月以降は前年同月比のインフレ率が低下すると見込まれる。

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





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。直近1カ月の騰落率は先進国株の中で良好。オミクロン株への懸念後退から反発した。FRBの金融引き締めが明確化する中、ECBが直ちに利上げを行う局面ではないものの、懸念は高まりやすい環境にあると考える。オミクロン株への懸念後退という好材料を消化したことも考慮すれば、目先はポジティブ方向への材料も乏しく、中立判断を継続する。

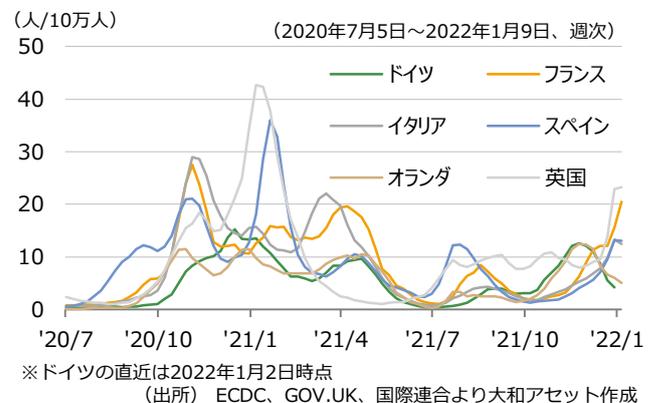
オミクロン株は一部ピークアウトの兆し

英国で新規感染者数がピークアウトする一方、ドイツやオランダでは再び感染者数が増加するなど、オミクロン株の状況はまだ流動的。しかし、感染者数に対して入院者数は抑制的であり、かつてのような強い行動制限措置が取られるリスクは低いとの市場の見方をサポートしている。オミクロン株を材料に株式市場が大きく調整するリスクは低下した。

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



債券・金利

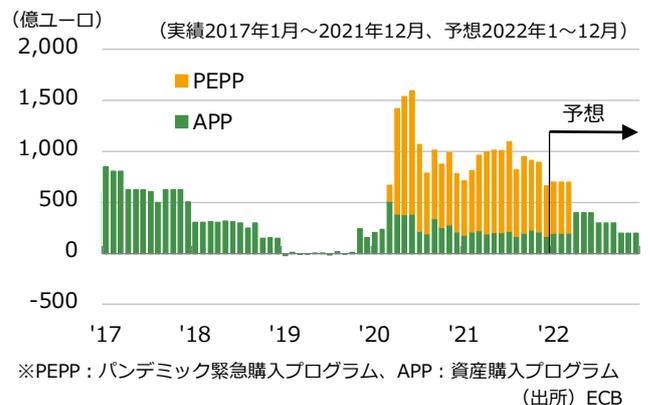
PEPPは2022年3月で終了へ

ECBは12月の理事会で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（再投資の期間は少なくとも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200億ユーロとすることを決定した。段階的に縮小しつつも資産購入を続ける方針だ。

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要件が厳しくなった利上げの可能性は低い。ECBはエネルギー高と供給制約による物価上昇は2022年中に緩和し、23年と24年のインフレ率は1.8%と予想。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。

ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロ高・円安の進行余地は限定的か

ユーロは1月にかけて、米ドルに対して低迷した一方で、円に対しては上昇した。米国や英国で金融引き締め観測が強まった影響もあり、ドイツなどユーロ圏の金利が上昇したことが、ユーロ高・円安に作用した。ただ、ユーロ圏のインフレ率がピークアウトすると、ECBがインフレ抑制を急がない姿勢を示し、金利上昇が止まりやすくなる。日欧金利差拡大によるユーロ高・円安は大幅には進みにくいか。

新型コロナはリスクオフの円高要因に

世界的に新型コロナウイルスの新規感染が急拡大。欧州での拡大が先行していたが、米国でも感染が急拡大し、新興国などの他の国々でも急拡大している。相対的格差よりリスク許容度の面から、リスクオフのユーロ安・円高・米ドル高に作用しやすい要因になっている。ただ、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あるために、リスクオフ圧力はさほど強くはなっていない。

重症化率が低くても経済には悪影響

欧州で新型コロナの新規感染が拡大し、フランスやイタリアで過去最多を更新している。だが、重症化率が低く、新規死者数の増加は抑制されており、新規感染者数に対する死者数の割合は低水準だ。政府の行動規制が厳格化することで経済活動が抑制されるリスクは小さいだろう。ただ、感染拡大が続くと、エッセンシャル・ワーカーの人手不足が経済に悪影響を与える可能性は大きくなるだろう。

経済指標はユーロ高要因に

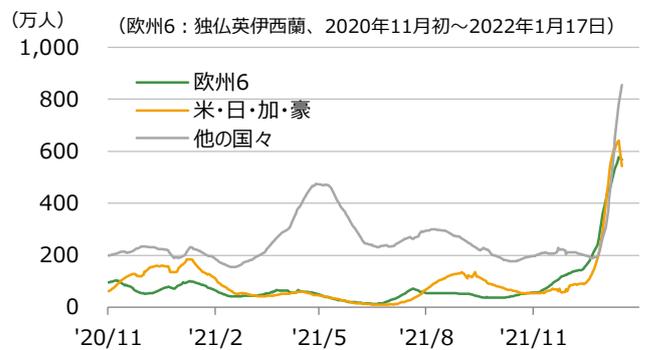
市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、ユーロ圏がプラス幅を拡大し、日本もマイナスを脱しつつある。一方、米国は低下を続け、小幅ながらマイナスに転換。相对比较からは、経済指標がユーロ高・米ドル安に作用しやすい状況にある。また、新興国を含め世界的には経済指標が市場予想を上回るケースが増える傾向にあるので、リスクオフの円安に働きやすい面もある。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



(出所) リフィニティブ

新型コロナウイルスの週間新規感染者数



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

新型コロナウイルスの週間死亡者数と死亡率



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



(出所) シティグループ、リフィニティブ



経済

GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは2021年7-9月期に前期比1.1%、同年率4.3%となり、4-6月期の前期比5.4%、同年率23.6%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なく、実質GDPは年率平均3~4%程度のペースで成長し、2022年前半にコロナ前の水準を取り戻すと見込まれる。

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12月に総合5.4%、コア4.2%となり、11月の各5.1%、4.0%から上昇が加速した。EU離脱の影響による労働者不足に、新型コロナの影響による供給制約が重なり、物価が上昇している。エネルギー価格上昇や雇用改善も続いており、期待インフレ率も高まる傾向にあるため、当局がインフレ持続への懸念を強めている。

為替

2022年前半に追加利上げか

BOEは2021年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。政府の雇用支援制度が終了した後も雇用の悪化は見られず、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おり、2022年前半に0.25%ポイントの追加利上げを見込む。

ポンドは当面、堅調に推移か

ポンドは2021年12月の利上げを受けて円や米ドルに対し上昇した。英国では新型コロナの感染拡大が収まりつつあり、政府の規制強化策が終了する見通し。BOEのインフレ抑制に向けたタカ派姿勢がポンド高要因となりそうだ。景況感が悪化すると英金利上昇・ポンド高は抑えられるだろうが、2022年前半のポンド相場は堅調に推移すると見ている。

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

日本経済は出遅れ解消局面へ

世界的な景気回復局面において日本の実質GDPの回復は他の国々に対し出遅れていたが、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、大型経済対策の効果などから今後の高成長が見込まれる。昨年12月発表のOECD世界経済見通しにおいて、主要国では日本だけが22年の実質GDP見通しが上方修正され、かつ前年に対して成長が加速する見通しが示された。今後の出遅れ解消が期待される。

自動車の挽回生産が進むかに注目

11月の鉱工業生産指数（速報）は前月比7.2%上昇した。自動車が前月比43.1%上昇と大きく寄与し、挽回生産が進んでいることが確認された。一方、自動車の製造工業予測指数は頭打ちとなっており、引き続き調達面での不安があるものと思われる。電子部品等は1月以降の大幅な増産を見込んでいるが、世界的なオミクロン株感染拡大の影響もあり、今後想定通りに生産が回復していくかが注目される。

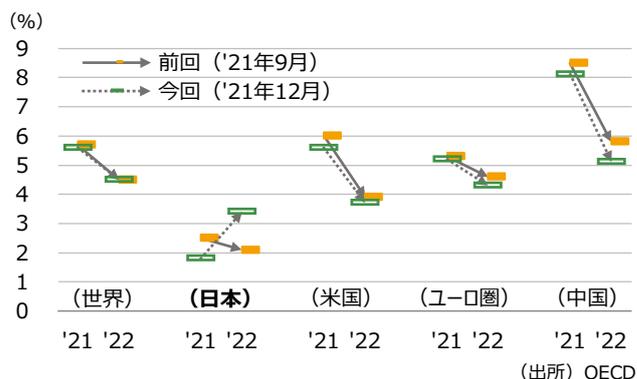
オミクロン株感染拡大の影響を注視

従来のウイルスよりも感染力が非常に強いオミクロン株の感染が急拡大し、沖縄など3県でまん延防止措置等重点措置が適用された。重症化リスクは従来と比べて低く、先行して感染が拡大した南アフリカや英国では既に新規感染者数が減少に転じており治療薬の効果も期待されるが、行動制限措置の適用拡大や新たに市中感染が確認された中国など海外での感染拡大による供給網への影響等を注視したい。

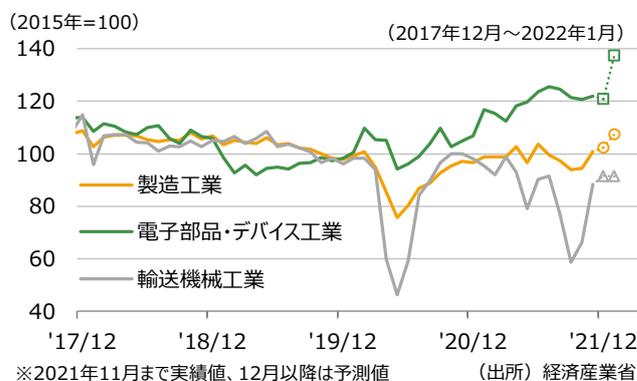
引き続きインフレ基調は継続か

11月の消費者物価指数総合（前年同月比）は0.6%の上昇となった。携帯電話通信料の下落など一過性の要因の寄与が▲1.1%程度あり、実態は2%に近い上昇となった。上昇要因のほとんどが原油価格の上昇によるものであり、他の費目においては十分な価格転嫁が進んでいない様子が見られる。過去の企業物価指数の急上昇局面では、その後に景気後退局面入りする場合も多く見られ注意が必要である。

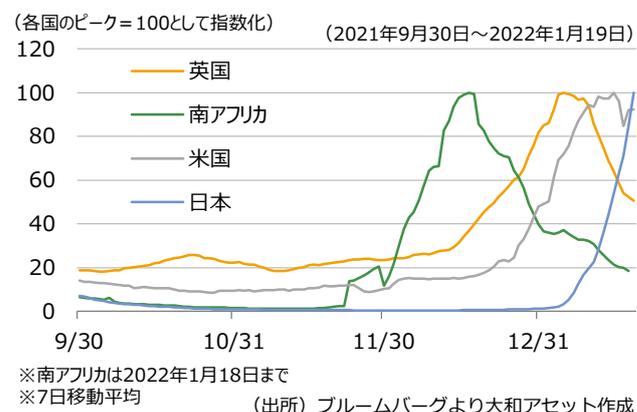
OECD世界経済見通し（実質GDP成長率）



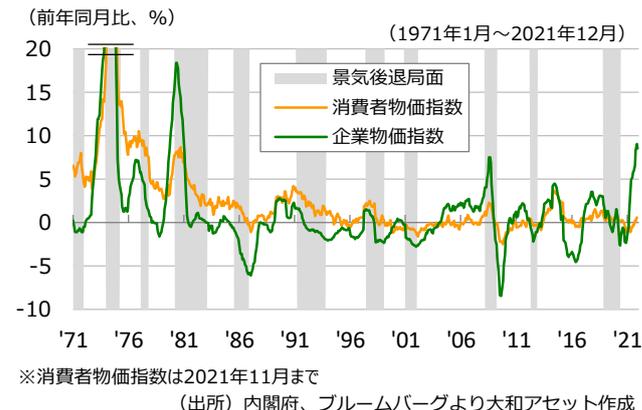
製造工業予測指数（季節調整済指数）



新型コロナウイルス新規感染者数



消費者物価指数および企業物価指数（総合）





株式

やや強気判断を継続

この1カ月間の大きな変化は米国の金融引き締め開始時期が前倒しされる見込みとなったこと。利上げに加え、バランスシート縮小開始も市場予想より早期化する見込みであり、不確実性が増している。この不確実性が解消するにはまだ時間が掛かるとみられる中、挽回生産の期待や相対的なバリュエーションの低さにより、日本株が選択される局面が起り易いと考え、やや強気判断を継続する。

低位なバリュエーションは選好余地あり

12カ月先予想EPSを基準としたPERは14倍弱と過去平均を小幅に下回る水準。グローバル株価指数のPERを2割強下回っており、下振れ率は過去数年レンジを小幅に上回るまで拡大している。足元のオミクロン株の状況や、日銀の金融政策修正に対する思惑が生まれ易い環境が出来つつある点はリスク要因だが、米国の金融政策に対する不透明感が残る中では、日本株が選好される余地があると考えられる。

価格判断DIは過去にも発生した水準

日銀短観の販売価格判断DIから仕入価格DIを差し引いた値は、12月調査の最近で▲24まで拡大も先行きは▲22と小幅に改善見込み。大幅のマイナスは企業のコスト上昇圧力を示唆するものの、マイナス幅は過去にも到達したことがある水準。価格転嫁に対してコスト増が先行することにより、企業業績に影響が出る可能性はあるが、この影響のみで企業業績が大きく崩れるには至らないと考える。

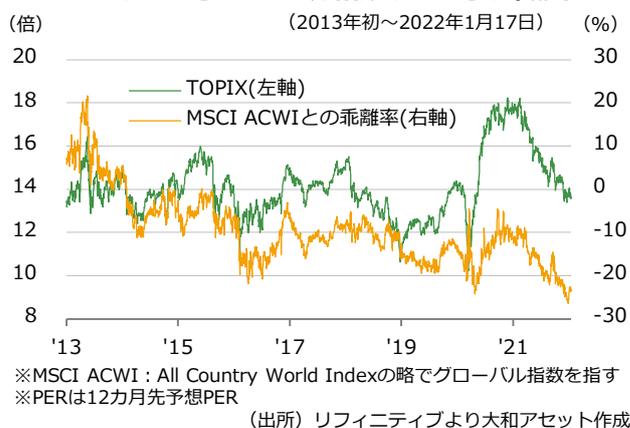
オミクロン株は懸念も短期収束を期待

目先の注目は国内のオミクロン株の動向。日本は当初のワクチン接種開始時期のズレにより、ブースター接種の比率が欧米各国と比べ低い点がリスク要因。このため国内の感染動向は注視が必要。しかし、英国の感染が短期間でピークアウトするなど、短期収束の期待は強い。日本においても感染者数に対して、入院者数が低位に留まることが確認出来るかをまずは注視したい。

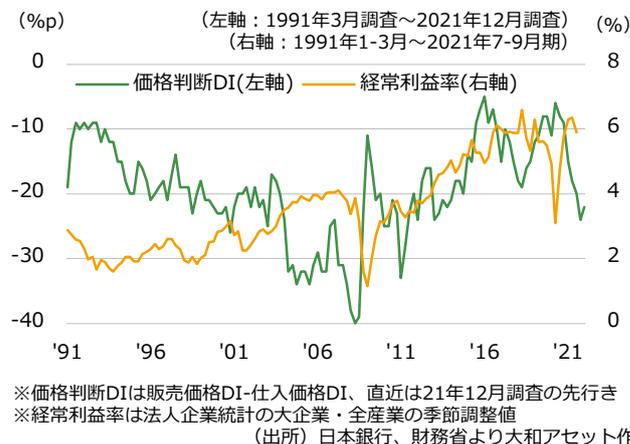
TOPIXの推移



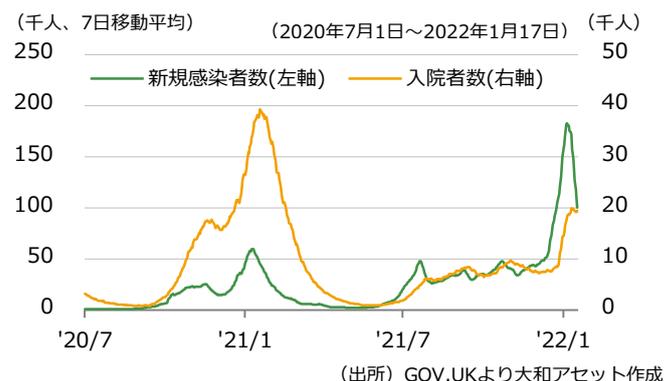
TOPIXのPERとグローバル指数のPERとの乖離率



日銀短観・価格判断DIと企業収益(全産業)



英国の新型コロナウイルス新規感染者数と入院者数





債券・金利

物価安定目標とはまだ距離

日本銀行が消費者物価指数を基に算出している基調的なインフレ率を補足するための指標は、直近の2021年11月時点で対込平均が前年同月比+0.8%、上昇品目と下落品目の差は25.9%p。共に上昇基調であるものの、過去数年のレンジ内にまだ留まる。エネルギー価格の上昇が影響している側面もあり、日本銀行が目標とする2%の「物価安定の目標」の軌道に乗ったとはまだ言えない状況とみられる。

政策修正への思惑が生じやすい状況に

米国の利上げ開始時期の前倒しの市場織り込みや、日銀の金融政策に対する観測報道もあり、年明け以降、10年金利は0.1%を上回って推移している。2023年4月に総裁任期を控え、2022年は金融政策の引き締めへの思惑が生じやすい年と考えるものの、実際に引き締めを行うのはまだ先であり、目先にレンジを大きく切り上げる状況にはないと考える。

リート

公募増資による需給悪化懸念から下落

J-REIT市場は2021年12月末にかけて上昇したものの、2022年1月に入ると下落に転じ、足元1カ月で下落した。2022年初から、米国金融政策の引き締めペース加速への懸念からリスク資産が下落した影響に加え、J-REIT市場では公募増資の発表が相次ぎ、需給悪化懸念から下落した。東証REIT指数が2,000ptを終値ベースで下回るのは、2021年4月以来。

短期的には公募増資の規模に注目

3月まではJ-REIT市場での公募増資の動向に引き続き注目。公募増資が相次ぐと需給悪化懸念から上値が重い状況が続く。一方で、公募増資による1株当たりの配当の成長が、J-REIT市場の投資魅力を高めている。中期的には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。

基調的なインフレ率を捕捉するための指標



※消費者物価指数の前年同月比ベース
※対込平均は品目別伸び率の上下10%を控除したもの
(出所) 日本銀行より大和アセット作成

10年国債利回り



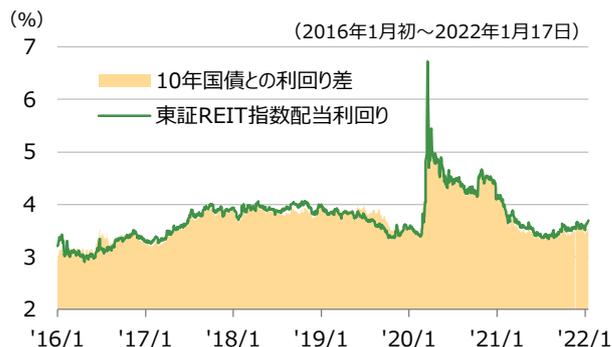
(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。
(出所) ブルームバークより大和アセット作成



為替

リスクオンの円安で上昇した米ドル円

リスクオン・オフにより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。2021年12月以降はリスクオンに傾いたうえ、金融引き締め観測から米金利が上昇したため、米ドル安より円安が優勢となり、米ドル円が上昇した。ただ、米金利上昇や新型コロナウイルス感染拡大の影響からリスクオンが弱まりつつあり、金利上昇とリスクオンが両立しなくなる兆しがある。

米金利・株価との順相関弱まる米ドル円

米ドル円と米金利は順相関で、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、米ドル円と米株価も順相関で、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。ただ、2022年1月には、こうした相関が弱まっている。米金利と株価が逆方向に動くことが増え、例えば米金利上昇・株安となった場合に米ドル円が上昇するケースもあれば、下落するケースもあるためだ。

原油・金価格比率と連動する米ドル円

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12月以降は市場がリスクオンや金利上昇に傾いたことを反映し、原油・金価格比率が上昇した。リスク許容度と金利の影響を受ける米ドル円との連動性は高い。

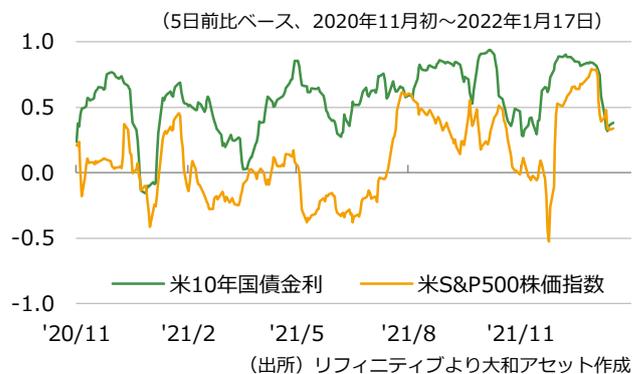
貿易収支悪化が円安に作用

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）しているため、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



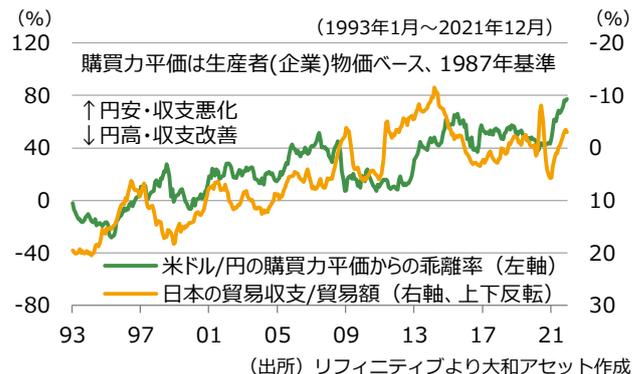
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

オミクロン株の影響は軽微かつ一時的

新型コロナウイルスのオミクロン株の影響が懸念されるものの、感染抑制と経済活動のバランスが取られており、景気が腰折れする可能性は低い。労働市場の順調な回復や過剰貯蓄の取り崩しなどを背景に、オミクロン株による感染が収束した後の経済はすぐに回復軌道に戻るだろう。1-3月期の一時的な成長減速の後、4-6月期の成長加速により、今年半ばには需給ギャップが解消すると見込む。

被害の少ない「津波」

新型コロナウイルスの新規感染者数は、過去の波と比較にならないほど増加し、現地では「津波」と形容されるほどだ。その割に新規死者数の増加は過去と比べても限定的であり、オミクロン株は感染力が強い一方で重症化リスクは小さいことが実証されている。また、直近では新規感染者数がピークアウトの様相を呈しており、経済への影響が長引く可能性も低そうだ。

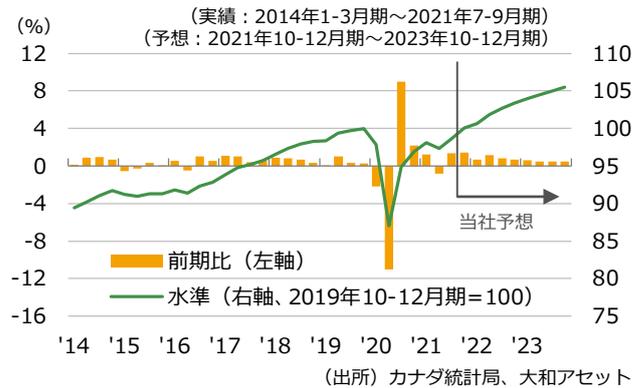
順調に進む労働市場の回復

失業率は12月に5.9%まで低下し、ほぼコロナ前の水準に戻った。米国と大きく異なるのは、労働参加率もコロナ前の水準まで上昇している（雇用者数がコロナ前の水準を上回っている）こと。それゆえに、賃金上昇率は米国ほど高まっていないが、着実に完全雇用に近い状態に近づいていると言える。オミクロン株が労働市場に与える影響は限定的かつ一時的にとどまると見込む。

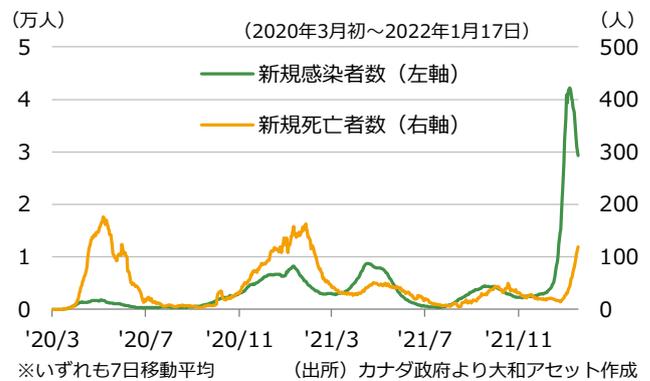
物価上昇の裾野が広がる

消費者物価指数（前年同月比）は、カナダ銀行のインフレ目標のレンジ上限である3%を明確に上回って推移している。更に、直近では前年同月比で3%を上回っている品目が全体の半数を超えるまで増加しており、物価上昇が広範囲に及んでいることも確認できる。供給要因による一時的なインフレ上振れから、需要の回復による持続的なインフレ上振れへ、シームレスに移行した可能性が高い。

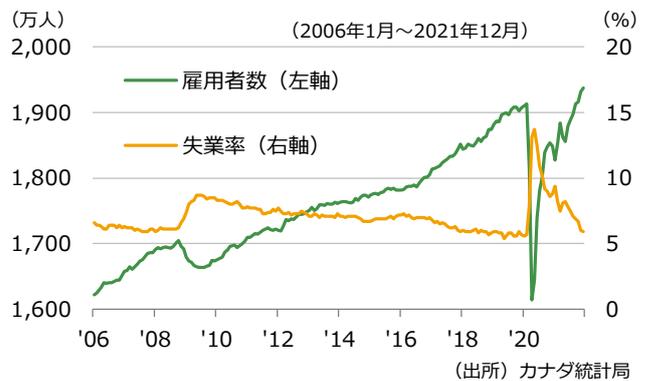
実質GDP



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

いつ利上げを開始してもおかしくない

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）」と想定しているが、労働市場やインフレの動向に鑑みれば、すでにいつ利上げを開始してもおかしくない状況にある。今年3回と来年2回の利上げを想定し、政策金利は今年末が1.00%、来年末が1.50%と予想する（前回よりそれぞれ0.25%ポイント上方修正）。

利上げ開始後はバランスシートの縮小へ

現在、カナダ銀行は国債保有残高を維持するための再投資フェーズにある。利上げ開始後は、それほど時間を空けずにバランスシートの縮小に着手すると見込む。長期金利は、利上げとバランスシート縮小により上昇圧力がかかりやすいものの、来年には利上げ打ち止めが想定されるため、おおよそ1%台後半を中心としたレンジでの推移になると予想。

為替

カナダ・ドルは反発

昨年11月以降、原油価格の下落やオミクロン株の発生などによりカナダ・ドル円は下落していたが、オミクロン株に対する過度な懸念の後退や原油価格の反発などにより、再び90円台を回復した。短期的には原油価格の変動に注意が必要だが、カナダ銀行が利上げを進める中で、基調としてはカナダと日本の5年国債金利差が拡大しやすい状況にあるため、カナダ・ドル円も上昇傾向で推移すると見込む。

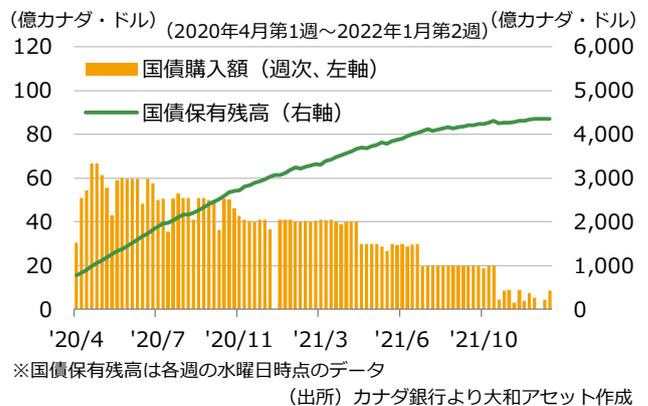
貿易黒字の定着はカナダ・ドルの下支え

ブリティッシュコロンビア州の洪水が物流に与える影響が懸念されたが、資源価格の上昇や米国の需要増などが補い、貿易黒字は2008年以來の高水準まで拡大。カナダと米国の金融政策はほぼ横並びで正常化に向かうと想定されるが、貿易赤字が続く米国に対してカナダは貿易黒字が続く公算が大きく、カナダ・ドルは対米ドルでも底堅く推移するだろう。

政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の国債購入額と国債保有残高



5年国債金利差とカナダ・ドル円



商品価格と貿易収支





経済

経済の回復基調は崩れず

実質GDPは、昨年10-12月期の急回復後、オミクロン株の感染拡大により1-3月期は一時的に減速する可能性が高い。しかし、デルタ株のまん延時とは違い、ゼロコロナ戦略からウィズコロナ戦略に転換しているため、オミクロン株が経済全体に与える影響は比較的軽微にとどまるだろう。基調としては潜在成長率を上回るペースでの成長が続き、実質GDP成長率は今年を3.6%、来年を3.0%と予想。

オミクロン株がウィズコロナを進める

新型コロナウイルスの新規感染者数（7日移動平均）は10万人を超え、昨年のデルタ株まん延時の40倍以上に。一方、昨年の12月以降の感染者数に対する死者数の割合は0.04%にとどまっている。隔離措置による労働者不足で医療や物流などにも影響が出たことで、職種によっては濃厚接触者や無症状者の隔離措置を免除する動きも広がっており、ウィズコロナ社会に向けて更に前進したとも言える。

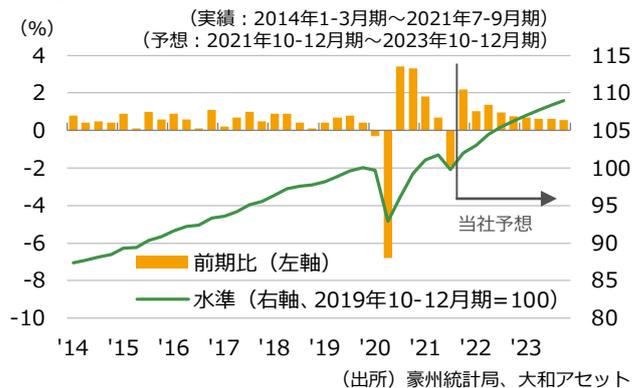
労働市場の順調な回復

昨年夏から秋のデルタ株まん延による労働市場の悪化を乗り越え、雇用者数は11月に再び過去最多を記録し、失業率も4.6%まで改善した。この経験は、たとえオミクロン株の影響が労働市場に表れても、それは一時的に収まるであろうとの自信を深めてくれる。今年は失業率が自然失業率と推計される4%に向けて低下していくことが想定され、次第に賃金上昇圧力が高まることを見込まれる。

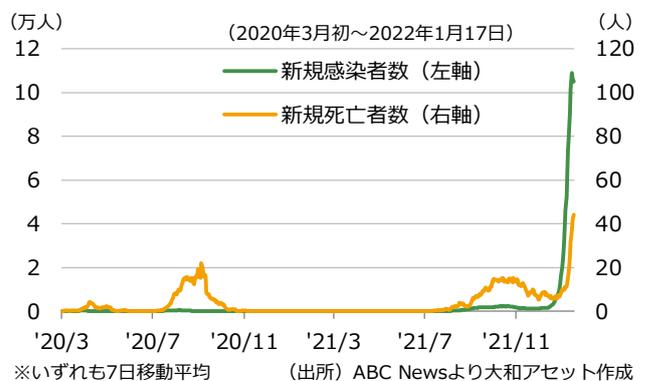
政治リスクは限定的

今年5月までに総選挙が実施される予定。モリソン首相の支持率は下がっているが、国民の反中感情は年々高まっているため、政権交代が起こっても対中強硬姿勢が崩れる可能性は低そうだ。もっとも、中国との外交関係悪化にもかかわらず、インドなど新たな輸出先をすぐに見つけることに成功し、昨年は財の輸出額が過去最高を記録した。良くも悪くも総選挙の結果が経済に与える影響は限定的だろう。

実質GDP



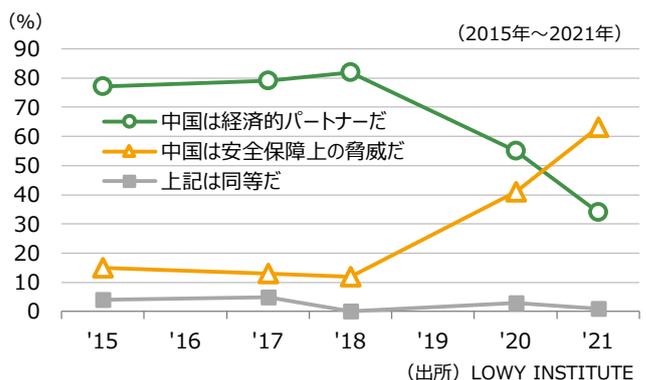
新型コロナウイルス



雇用者数と失業率



中国に対する見方の世論調査





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、その後は週20億豪ドルに減額し、米国の量的緩和終了を確認してから5月に終了すると見込む。ただし、早ければ2月で打ち切る可能性もある。一方、豪州のインフレ率は相対的に低く、また完全雇用には距離があり賃金上昇率も鈍いために、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

米国が今年3回、来年2回利上げする一方、豪州の利上げ開始は来年2月となり、同年末の政策金利は0.75%にとどまると予想（前回の0.50%からは上方修正）。利上げ開始が米国から大きく遅れることで豪ドルの相対的な調達コストが下がるため、豪州の長期金利も比較的抑制されやすく、当面は1%台後半を中心としたレンジでの推移を見込む。

為替

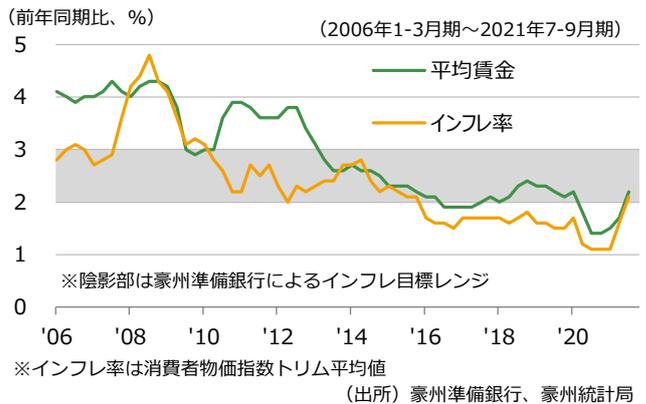
オミクロン株への懸念が和らぎ反発

豪ドル円は、資源価格の下落やオミクロン株の発生により12月初旬にかけて下落したが、その後はオミクロン株に対する過度な懸念が和らいだことで反発した。このように豪ドル円は今後も短期的には市場センチメントの変化に敏感な反応を示す可能性があるものの、より長い目で見れば、豪州が金融政策の正常化に向かう中で、豪州と日本の金利差拡大に伴って、豪ドル高・円安基調で推移すると見込む。

豪ドルは出遅れ修正へ

昨年の豪ドル円の上昇率が比較的小幅にとどまった主因は、豪州の利上げ開始が米国などに遅れることだった。しかし、遅ればせながらも豪州は来年の早い時期に利上げを開始する可能性が高く、それが近づくにつれて豪ドルの出遅れ修正が期待される。また、商品価格が高値圏で推移し、大幅な貿易黒字が定着していることも豪ドルの追い風になるだろう。

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



商品価格と貿易収支





経済

景気低迷が春先まで長引くと予想

10-12月期実質GDP成長率は、前年同期比+4.0%へ鈍化し、12月の主要経済指標も一段と減速したものが多く、1-3月期の景気下振れの懸念はなお強い。春先以降は、金融緩和や財政支出の拡大、冬季オリンピック以降の一段の経済活動の正常化等が寄与し、景気モメンタムが強まると見込む。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。

インフラ投資が景気回復のけん引役

2021年後半の景気減速の一因としては、インフラ投資に3~6カ月程度先行する地方政府専門債の発行状況において、進捗が緩慢であったことが挙げられる。10月以降は発行ペースが加速し、2022年の発行計画の一部も2021年12月に前倒したことで、今後は資金調達が進み、春先以降のインフラ投資の加速を後押ししよう。

株式

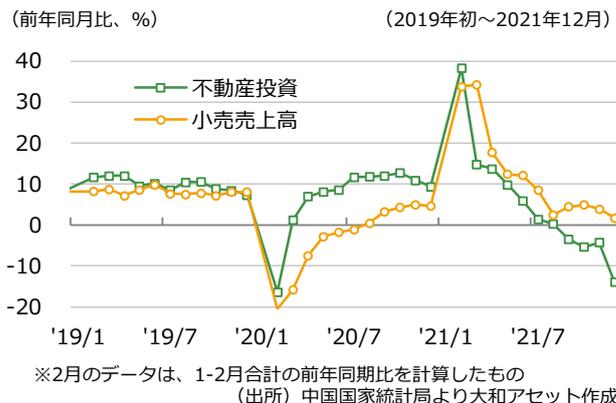
底値を固める局面を予想

2021年は、本土上場と海外上場の株価指数が大きく乖離した一年。当面、海外上場の企業に関しては、IT業界に対する規制強化や、優良銘柄を含む不動産企業の株価調整を受け、センチメントは引き続き脆弱も、一部には安値を拾う動きもみられる。金融政策が本格的に緩和方向へ舵を切ったことが、各種株価指数の下支えになると見込む。

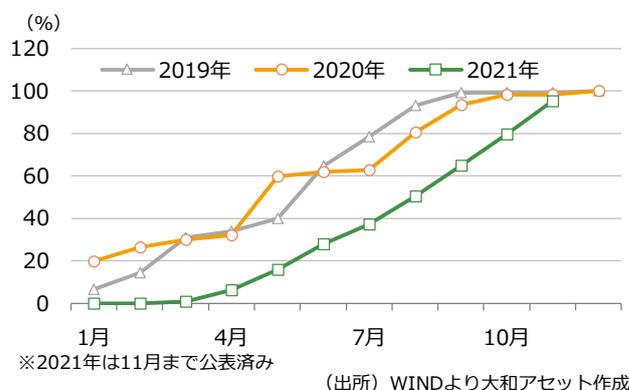
高いバリュエーションが解消される

MSCI中国指数の12カ月先の予想PERは、足元で過去の平均値まで低下し、割高感は解消された。不動産企業の資金繰り懸念は注視する必要があるが、本土市場においては国内の個人投資家や海外投資家の資金流出はみられていない。センチメントが改善すれば、本土株に対する海外上場株の割安感が意識されやすく、買戻しがある程度進むと予想。

不動産投資と小売売上高の推移



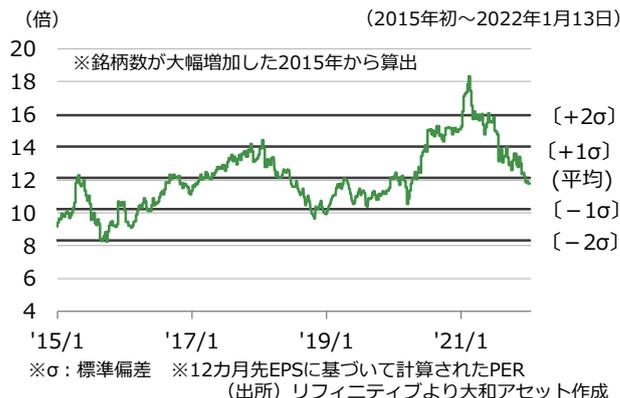
新規地方政府専門債の発行の進捗度



各種株価指数の推移



MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移





債券・金利

本格的な金融緩和に舵を切る

1月17日、中銀は準政策金利とみなされる1年物MLFの金利を2.95%から2.85%へ0.10%ポイント引き下げた。2020年4月以来の引き下げで、本格的な金融緩和に向けて舵を切ったことになる。これを受け、市中銀行の企業貸出の参照金利となる1年物LPRにも一段の低下余地が生じた。財政支出の拡大に加えて、実体経済の資金調達コストの低下が進み、景気の下支えになると予想。

米金利上昇の中でも底堅い推移

MLF金利の引き下げがポジティブサプライズをもたらしたこともあり、10年国債利回りは約一年半ぶりの低水準の2.80%近辺まで低下。今後の見通しに関しては、年後半の景気を持ち直し予想もあり、追加的なMLF金利の引き下げの可能性は低いと予想。長期金利は安定的な推移を見込む。分散投資効果を狙う海外資金も流入傾向を継続しよう。

為替

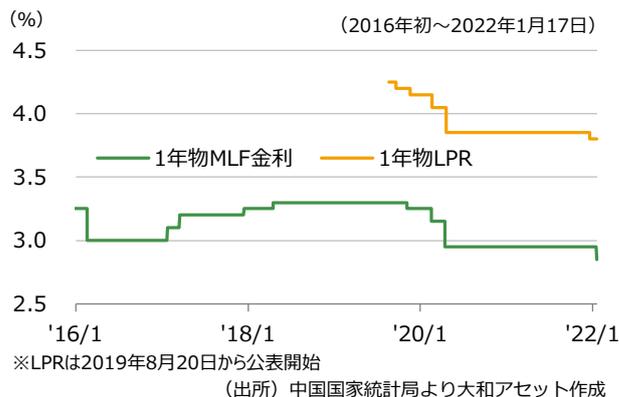
目先は対米ドルでレンジ推移に転じる

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年半ぶりの高水準の近辺で推移。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執行し、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

昨年春以降、貿易黒字は急速に拡大しており、単月では10月、12月と過去最大の貿易黒字額を記録。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。

準政策金利のMLF金利および貸出参照レートのLPR



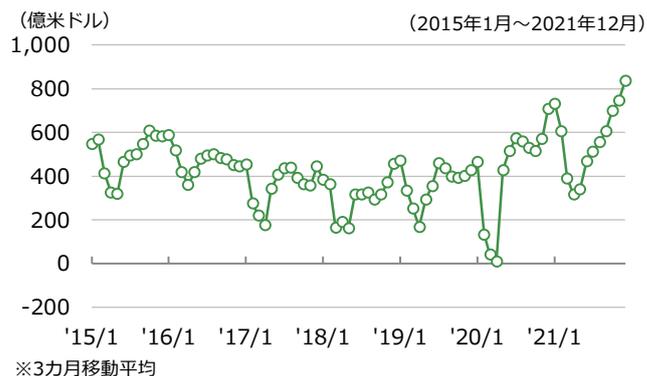
本土債券市場の利回り



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

生産活動に改善の兆し

サプライチェーンの混乱や電力不足など、様々な供給要因が企業の生産活動に影響を及ぼし、鉱工業生産は11月まで6カ月連続の減少となった。一方、自動車生産台数は12月まで5カ月連続で増加するなど、一部には供給制約解消の兆しもうかがえる。供給能力の低下が実質GDPの抑制ならびにインフレ率の押し上げにつながっていただけに、今後の生産活動の改善状況が注目される。

消費者センチメントは低迷

経済活動の再開に伴い、個人消費は財を中心とした回復からサービスを中心とした回復へと変化した。一方、高インフレやそれに対処するための急速な利上げなどを背景に消費者センチメントは低迷しており、当面の個人消費は抑制されやすいだろう。緩やかながらも労働市場の持ち直しが続いていることはポジティブ材料だが、個人消費の本格的な回復のためには、インフレ抑制と金利低下が待たれる。

インフレ率はピークアウト

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、11月の+10.74%から12月の+10.06%へ、2020年5月以来の伸び鈍化を示した。足元では「食品・飲料」の伸び鈍化がインフレ抑制に寄与しているが、今後はガソリンを含む「運輸」、ならびに電気料金を含む「住居」の伸びが鈍化することが想定される。先行きの不確実性は依然として高いものの、インフレ率は鈍化傾向で推移すると見込む。

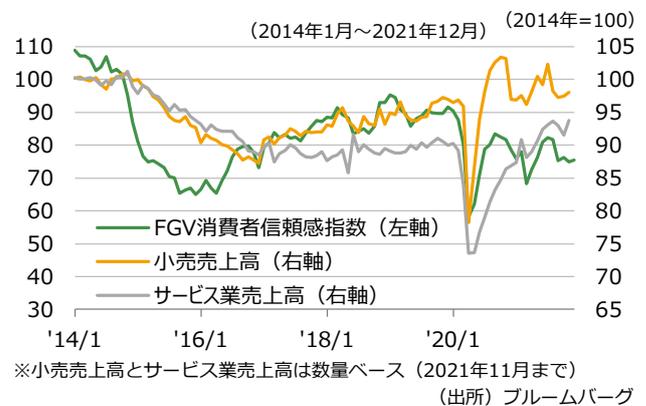
オミクロン株により久しぶりの感染拡大

新型コロナウイルスの新規感染者数が急増している。ブラジルではデルタ株による感染拡大が起らなかったため、オミクロン株により久しぶりの感染拡大だ。国外の事例を参考にすれば、重症化リスクは低いことが期待される。ただ、すでに地域によっては医療体制がひっ迫しているとの報告もあるため、改善の兆しが見られているサプライチェーンが再び混乱し、インフレ圧力が高まらないかは注視したい。

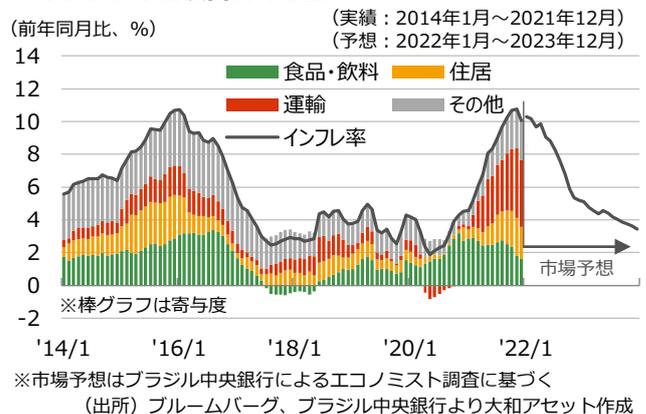
自動車生産台数と鉱工業生産



消費者信頼感指数と個人消費



インフレ率と項目別寄与度



新型コロナウイルス





債券・金利

利上げサイクルは終盤戦

ブラジル中銀は昨年、計7.25%ポイントの利上げを実施し、政策金利は9.25%に達した。12月のインフレ率が+10.06%に鈍化したため、12月の金融政策決定会合の声明文で示唆された通り、2月初旬の会合でこれまでと同幅（1.50%ポイント）の利上げが決定されれば、実質政策金利（政策金利－インフレ率）はプラスに転じることになる。いよいよ、利上げサイクルの終了が近づいてきた。

財政収支は改善

基礎的財政収支の12カ月累計が2014年10月以来の黒字に転換するなど、財政状況は意外と悪くない。問題は利上げによる利払い負担の増加であり、過剰な金融引き締めは財政悪化を招く。そうしたこともあり、インフレ率が目標に向けた鈍化傾向を示せば、次は利下げが視野に入ってくる。それを織り込み、長期金利は政策金利に先行して低下すると見込む。

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レアルのレンジ内で推移。足元ではFRBの金融引き締め姿勢が目立つものの、ブラジル中銀は先んじて大幅な利上げを進めていたこともあり、レアルは底堅く推移している。更に今年は、ブラジルの実質政策金利がプラスに転じ、またプラス幅を拡大させる可能性が高く、金利面でのレアルの魅力は増すと考えられる。

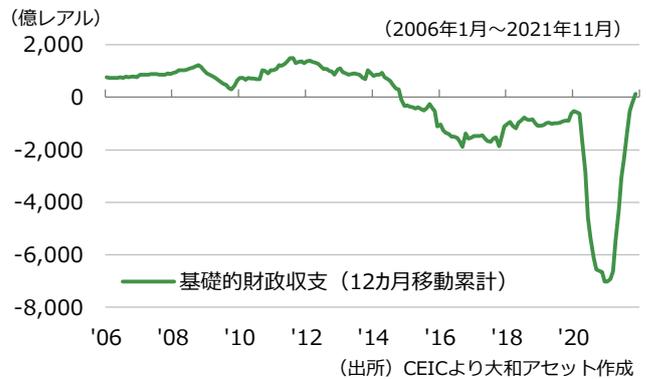
今後は実需のレアル買いにも期待

足元では海外からブラジル株式市場への資金フローが流入傾向となっているが、それに比べるとレアルの反発が鈍い。一因として昨年後半からブラジルの貿易収支が悪化していることが考えられるが、今後数カ月で大豆の収穫シーズンを迎え、輸出の回復が想定されるため、実需の資金フローもレアル買い要因として存在感を増すことが期待される。

10年国債利回りと政策金利



基礎的財政収支



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル





経済

オミクロン株への懸念は限定的

新興国においても、オミクロン株の感染拡大が一部国で広がったが、金融市場はさほど懸念していない模様。特にワクチン接種率が低位に留まる南アフリカにおいて、オミクロン株の感染が先月に比べて減少したことは安心感をもたらす。中国のような広範囲での移動制限措置はみられず。モビリティ指数も、高水準から低下したインド等を除き、おおむね安定し、景気回復が頓挫する可能性は低いと予想。

ワクチン接種は停滞気味

ワクチン接種に関しては、中国、ベトナム、インドネシア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。

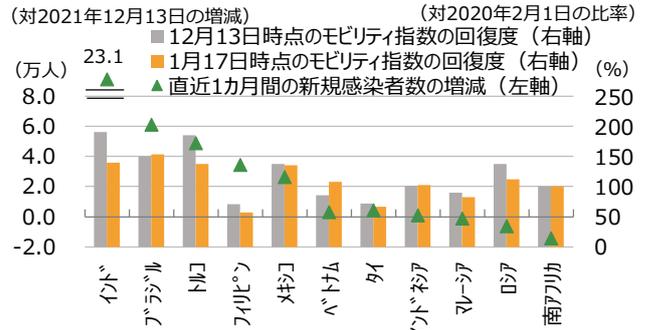
新興国の金融政策が乖離する局面へ

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になる中、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。

新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数



※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。
(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

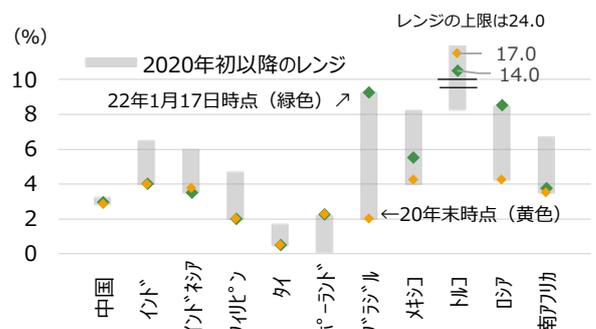
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2022年1月17日公表の最新データ)

国	日付	接種完了	国	日付	接種完了
中国	'22/1/14	84%	ハンガリー	'22/1/17	63%
インド	'22/1/17	47%	ポーランド	'22/1/17	57%
ブラジル	'22/1/17	69%	マレーシア	'22/1/17	78%
ロシア	'22/1/17	47%	ベトナム	'21/12/30	70%
トルコ	'22/1/17	61%	タイ	'22/1/17	68%
メキシコ	'22/1/17	58%	インドネシア	'22/1/13	43%
南アフリカ	'22/1/17	27%			

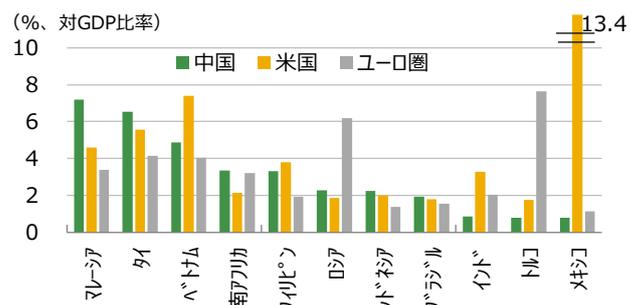
※太字は、直近1カ月で接種率が6%程度以上上昇した国。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

政策金利のコロナ後のレンジと2021年以降の変化



(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。自国の金融緩和や個人マネーなど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、規制強化や金融引き締めなどを受け、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。利上げ開始が年後半とみられ、出遅れ感も強いASEANは上昇余地があると予想。

ASEANなど、多くの国の景況感良好

新興国の製造業PMIは、アジアやロシア等において節目の50を上回り、おおむね良好な水準を維持。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。一方、ウクライナ問題による、ロシア、東欧地域の地政学リスクに注意。

2022年に新興国全般の上昇は見込まず

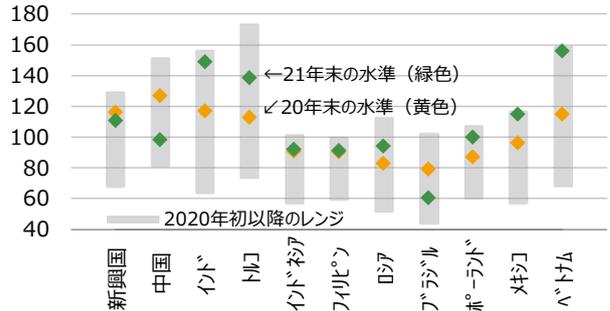
新興国の企業業績に関しては、リビジョン指数が低下傾向にある。景気回復に出遅れ感のある国において業績の改善余地があるが、オミクロン株の出現などで、予想ほど業績が回復しないリスクは残る。新興国株のバリュエーションも米ドル高により押し上げられにくい状況にあり、新興国全般が上昇する可能性は低く、投資国の選別が重要な局面と予想。

インドの株価指数が最高値を再更新

インドの株価指数は、足元、海外投資家の資金流出がみられるにもかかわらず、直近1カ月で再び上昇傾向を強め、最高値を更新。その背景としては、規制強化を受けた中国IT銘柄の売りの受け皿になっていることや、国内個人投資家の株式投資ブームがあると考えられる。中長期的には上昇余地があると見込むが、目先は原油価格の動向や、バリュエーションが高いことには注意が必要。

新興国株価のコロナ後のレンジと2021年の変化

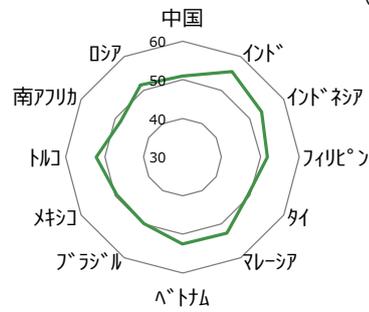
※縦軸は、2019年末=100



※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

新興国のマークイット製造業PMI

(2021年12月時点)



(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~2022年1月17日)
(2023年予想EPS: 2021年7月初~2022年1月17日)
(EPSリビジョン: 2017年1月初~2022年1月7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

MSCIインド指数の12カ月先予想PERの推移

(倍)

(2011年初~2022年1月13日)



※σ: 標準偏差 ※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER (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輸入を通じた物価押し上げ圧力が弱いことなどから、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）

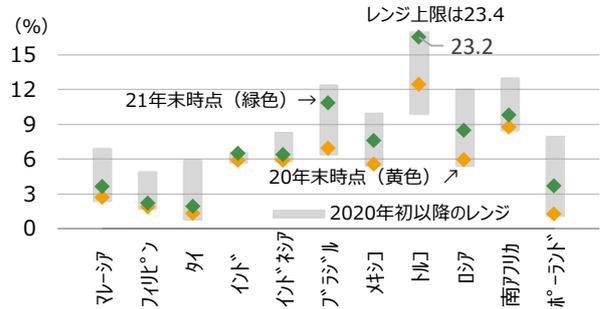
金利上昇を嫌気

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、2021年12月後半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、2022年1月前半には金利上昇を嫌気して軟調に推移。当地域のインフレは比較的落ち着いているが、引き続き米国の動向に左右される展開となろう。また当地域では観光や留学ビジネスが重要な国が多く、オミクロン株がどのような影響与えるか注目される。

相対的に魅力的なバリュエーション

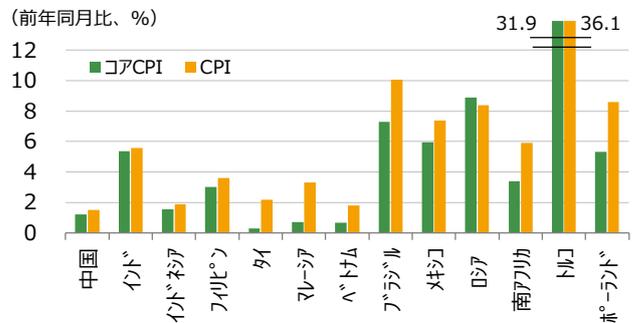
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は米国の影響を受けて先進国を中心におおむね上昇。ただ当地域の景気動向に過熱感はありません。各国中央銀行は慎重に金融政策を判断していくと想定。当地域のバリュエーションは相対的に魅力的で、経済正常化による業績改善が今後の市場動向を占う上で重要と考える。

新興国国債利回りのコロナ後のレンジと2021年の変化



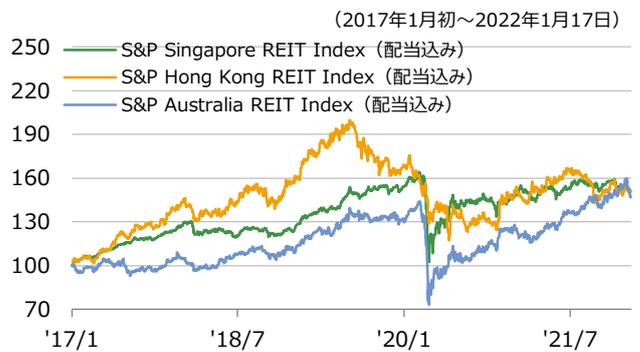
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



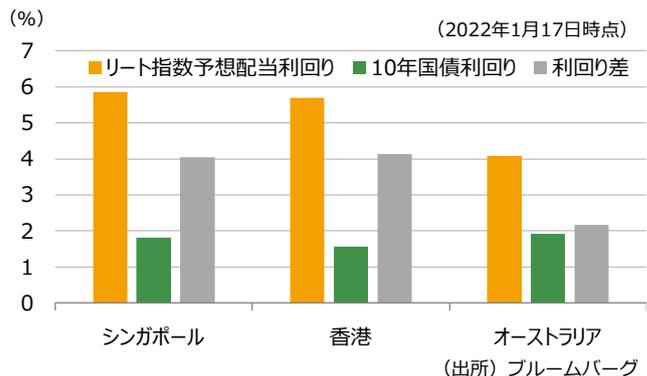
※マレーシアが11月、その他は12月時点。 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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下落。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、主要産業に観光業があるタイが大きく下落。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る。

資源国の経常収支が上向くと予想

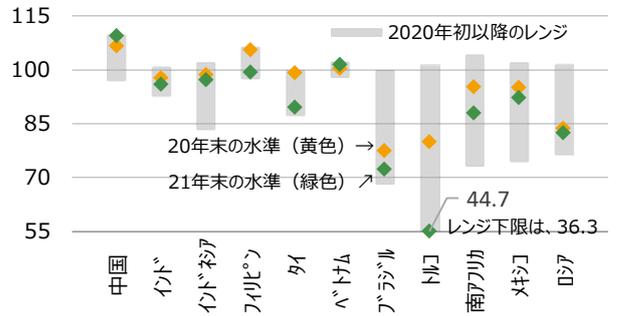
新興国の経常収支は主力産業の相違などで二極化が進むと見込む。以前の経常黒字国のタイは変異株の懸念もあり観光業の改善が2023年にずれ込むと見込まれる一方で、資源国のロシア、インドネシア、ブラジル、南アフリカ等においては、資源価格の高止まりの恩恵を受け経常収支が上向き、通貨の下支えになると見込む。

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、2021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年の変化

※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~2022年1月11日)



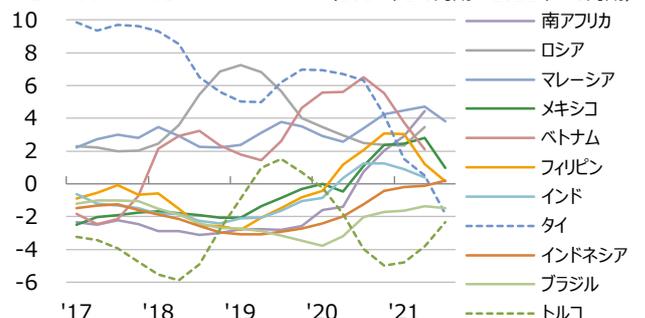
※累積ベース

(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)

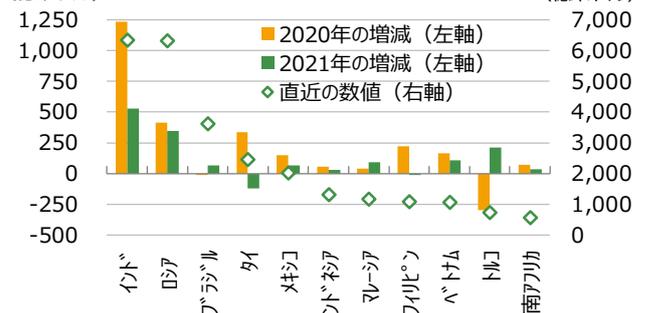


※4四半期の移動平均を計算したもの。※ロシア、南アフリカ、インド、ベトナムは4-6月期まで。(出所) CEICより大和アセット作成

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12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

供給超過に転じる時期が後ずれ

WTI原油先物価格は、オミクロン株の発生を受けて12月初旬にかけて下落していたが、同問題への過度な懸念が和らぎ、またカザフスタンやリビアなどの供給不安も重なり、再び80米ドル台を回復。EIAの予測でも需給バランスが供給超過（在庫増）に転じる時期が後ずれした。ただ、暖房需要期が過ぎ、更に供給問題が解消されることで、春先以降は供給超過が継続し、原油価格は軟調に推移しよう。

米国の産油量見通しに不透明感

ダラス連銀の調査によると、米国の石油・天然ガス企業は昨年より設備投資に積極的であることがうかがえる。また、49%の企業が今年の最優先事項を「増産」と回答した（2位は15%で「産油量の維持」）。一方、EIAは今年の米国の平均産油量を日量1,180万バレル（昨年12月最終週の産油量と同等）と予測しており、見方が分かれている。米国の中間選挙の見通しや結果も産油量に影響しよう。

地政学リスクは上下双方向のリスク

ウクライナ問題が更に深刻化したり、イラン核合意の再交渉が決裂したりすれば、ロシアやイランの産油量が想定より増えず（あるいは減少し）、短期的には原油価格が一段と上昇する可能性も否定できない。また、カザフスタンなど政情不安による供給減も指摘されている。一方、これらの問題が解決に向かえば、市場が織り込んでいるよりも産油量が増加するため、逆に原油価格の下振れ要因にもなる。

OPECプラスが価格の安定化要因

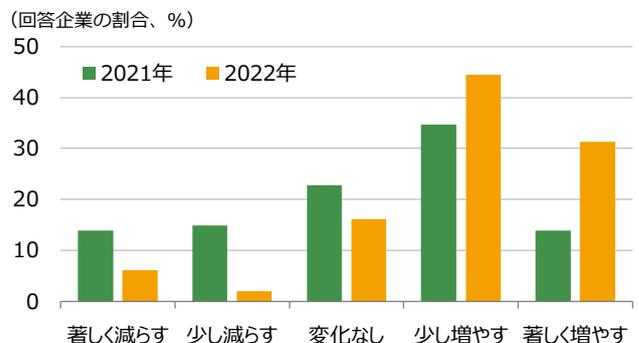
より長い目で見れば、OPECプラスの協調減産が価格の安定役として機能することが期待される。イランの増産などにより原油価格が下押しされれば、OPECプラスは増産計画を凍結するか逆に減産することによって価格を支えよう。一方、米国とイランの交渉決裂や地政学リスクの更なる高まりで原油価格が上振れれば、OPECプラスが粛々と増産を続けることで過度な上昇も抑制されよう。

原油価格と原油在庫



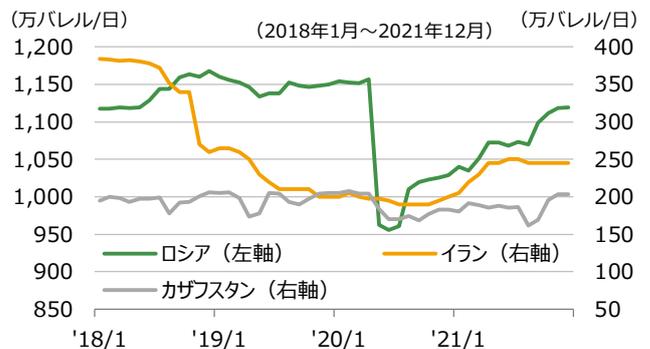
※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末
※原油在庫の2022年1月以降はEIAの見通し
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

米国の石油・天然ガス企業の設備投資計画 (前年比)



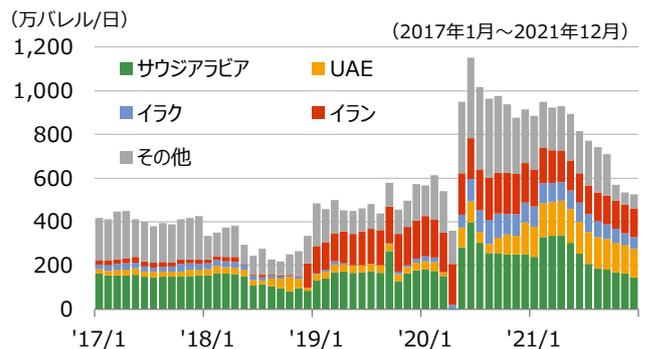
※2021年の調査期間は2020年12月9日~17日
※2022年の調査期間は2021年12月8日~16日 (出所) ダラス連銀

ロシア・イラン・カザフスタンの産油量



(出所) EIA

OPEC加盟国の増産余地



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



金

金価格は上値の重い展開が続く見通し

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にある。これは「名目金利が上昇すれば金価格が下落しやすく、インフレ懸念が高まれば金価格が上昇しやすい」ことを表し、定性的にも納得できる関係。当方は実質金利が上昇傾向で推移する可能性が高く、金価格は上値の重い展開が続くと見込む。今回、米長期金利の予想値引き上げに伴い、今年末の金価格予想値を1,700米ドルから1,620米ドルに引き下げた。

“Don't fight the Fed”

相場の格言に「Don't fight the Fed (FRBに逆らうな)」というものがある。FRBは完全にインフレ抑制に舵を切り、インフレが落ち着く(≒期待インフレ率が低下する)までは金融引き締めを行う(≒長期金利を上昇させる)ため、実質金利の上昇が想定される。また別の言い方をすれば、通貨(米ドル)の価値を上げる、もしくは維持することをめざすため、金価格にとっては逆風の環境が続きやすい。

短期的には投機筋の売買に左右される

昨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分かる。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た。

中期的には金ETFからの資金流出が重荷

金価格のトレンドを形成するのは、金ETFへの資金フローだと言える。2020年後半以降、金ETFから資金流出の傾向が続いており、金価格も中期的には下落トレンドの中にある。FRBが金融政策の正常化を進めるため、この傾向はしばらく続きそうだ。もっとも、米実質金利の上昇余地は2013年当時より大きくないため、金価格は2013年から2015年のような大幅な下落は回避されると見込む。

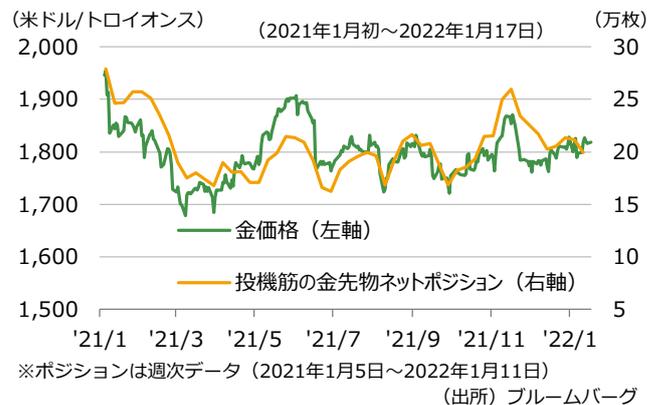
金価格と米国の実質金利



米国の期待インフレ率と長期金利



金価格と投機筋の金先物ネットポジション



金価格と金ETFの残高



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		コメント
		先進国	新興国	
新型コロナウィルス問題のほぼ完全な収束、あるいは著しい深刻化	中	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とみられる。新興国は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。
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、市場のファーストリアクションとして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。
地政学要因による原油価格の急変	中	小	大	ロシアがウクライナに侵攻した場合や、イラン核合意の再交渉が完全に破綻となった場合には、これらの国の原油・天然ガスの供給量が減少し、原油価格は一段と上昇することに。一方、ロシア・ウクライナの緊張が緩和したり、イラン核合意の再交渉がまとまれば、逆に原油価格が急落する可能性も。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。カザフスタンのように、燃料価格の高騰による生活不安から政情が不安定化する国が増える恐れも。
半導体需給の不安定化	中	中	中	半導体不足による自動車生産の落ち込みは徐々に回復傾向だが、一部の品目ではタイトな状態が継続している模様。需給ひっ迫の長期化により、ユーザーの過剰発注→過剰在庫の発生→生産調整といったリスクにも注意が必要。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も年後半以降とみられ、長期化すれば景気への下押し圧力となろう。新興国では、自動車の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。
インフレ上振れの継続	小	大	大	昨年来、インフレ上振れが継続。各国中央銀行が引き締めを転じ始めたことや、供給制約に改善の兆候があることから、今後徐々に沈静化がメインシナリオだが、コロナや労働参加率、エネルギー価格等の動向次第ではインフレ上振れの継続も否定できず。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も考えられる。株式市場においては、FRBの利上げ開始時期の織り込みが前倒しされる中、成長株の下落などを通じてバリュエーション調整が一部で発生。しかし、今後もインフレ高進が継続することになれば、各国中銀の利上げへの懸念の高まりにより、さらなる下落リスクは残る。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。インフレを抑制するために、意図しない大幅利上げを行う国が増加し、景気回復が頓挫する可能性も。特に、構造的なインフレの問題を抱えるブラジルやトルコ、インドなどに注意が必要。
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						直近値 期間別変化幅			
政策金利		1/17	1カ月	1年	3年	10年国債利回り		1/17	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-2.25	米国	1.78%	0.38	0.70	-0.97	
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10	ドイツ	-0.03%	0.35	0.52	-0.27	
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本	0.15%	0.10	0.11	0.14	
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	0.00	-1.50	カナダ	1.80%	0.48	0.99	-0.20	
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	0.00	-1.40	豪州	1.92%	0.33	0.84	-0.36	
中国	1年物MLF金利	2.85%	-0.10	-0.10	-0.45	中国	2.79%	-0.11	-0.36	-0.30	
ブラジル	セリック・レート	9.25%	0.00	7.25	2.75	ブラジル	11.64%	0.76	3.82	2.22	
英国	バンク・レート	0.25%	0.00	0.15	-0.50	英国	1.19%	0.43	0.90	-0.15	
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.50	インド	6.64%	0.23	0.69	-0.64	
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.25	-2.50	インドネシア	6.39%	-0.04	0.21	-1.71	
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.50%	0.00	1.25	-2.75	メキシコ	7.71%	0.36	2.12	-0.97	
ロシア	1週間物入札レポ金利	8.50%	0.00	4.25	0.75	ロシア	9.44%	1.05	2.97	1.03	
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-3.00	-10.00	トルコ	22.46%	0.69	9.51	7.04	

		直近値 期間別変化率						直近値 期間別変化率			
株価指数		1/17	1カ月	1年	3年	為替（対円）		1/17	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	35,912	1.5%	16.5%	47.4%	米ドル	114.63	0.9%	10.4%	4.9%	
	S&P500	4,663	0.9%	23.7%	76.9%	ユーロ	130.77	2.3%	4.1%	5.1%	
ユーロ圏	STOXX 50	4,302	3.4%	19.5%	40.2%	カナダ・ドル	91.59	3.9%	12.3%	11.3%	
日本	日経平均株価	28,334	-0.7%	-0.7%	38.9%	豪ドル	82.66	2.0%	3.3%	5.2%	
	TOPIX	1,987	0.1%	7.0%	28.7%	人民元	18.05	1.4%	12.7%	12.0%	
中国	MSCI中国	84.56	1.4%	-26.2%	12.6%	ブラジル・リアル	20.78	4.1%	5.9%	-28.7%	
インド	MSCIインド	2,133	7.3%	29.0%	68.2%	英ポンド	156.41	3.9%	10.9%	10.2%	
インドネシア	MSCIインドネシア	6,889	1.9%	-0.3%	-7.3%	インド・ルピー	1.54	3.3%	8.5%	0.4%	
ベトナム	ベトナムVN指数	1,453	-1.8%	21.7%	61.1%	インドネシア・ルピア	0.80	1.0%	8.0%	3.9%	

		直近値 期間別変化率						直近値 期間別変化率			
リート		1/17	1カ月	1年	3年	為替（対円）		1/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,524	0.5%	37.9%	50.1%	フィリピン・ペソ	2.23	-1.8%	3.4%	7.5%	
日本	東証REIT指数	1,983	-4.3%	13.0%	9.7%	ベトナム・ドン	0.50	1.8%	12.1%	7.1%	
						メキシコ・ペソ	5.65	3.4%	7.7%	-1.7%	
						ロシア・ルーブル	1.50	-2.2%	6.3%	-8.8%	
						トルコ・リラ	8.52	23.4%	-38.6%	-58.2%	

		直近値 期間別変化率			
商品		1/17	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	84.30	19.0%	61.0%	61.9%
金	COMEX金先物価格	1,819	0.8%	-0.6%	40.7%

※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）、

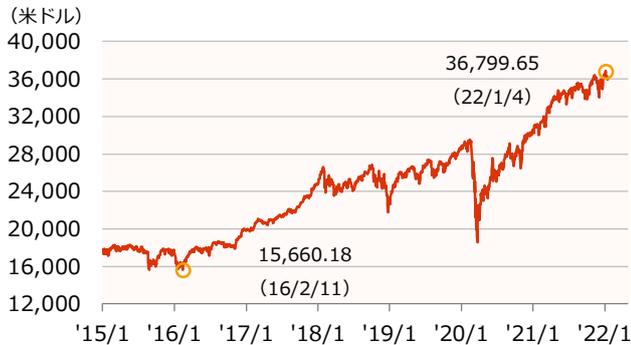
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



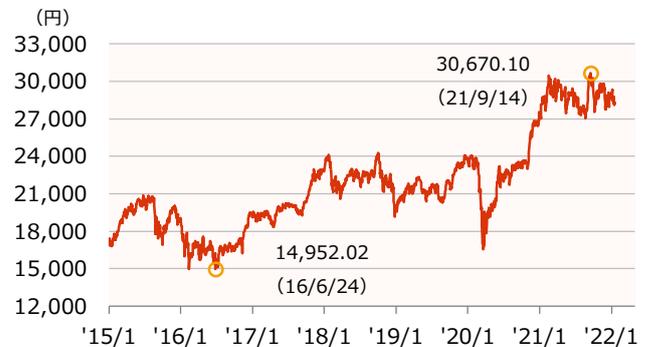
S&P500



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～2022年1月17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



中国人民幣



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～2022年1月17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	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：平均して2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 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	0.75~1.00%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> 2022年3月に新規の資産買入れを終了 2022年3月に利上げを開始。2022年は計3回(0.75%ポイント)の利上げ 2022年9月にバランスシート縮小開始を発表 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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

年	月	日本	欧米	その他地域
2022年	2月		<ul style="list-style-type: none"> ●パウエルFRB議長任期（5日） ●ドイツ大統領選挙（13日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（17-18日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●米バイデン大統領一般教書演説（1日） ●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） ●EU首脳会議（24-25日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●フランス大統領選挙（10日、24日） ●ECB理事会（14日） ●米財務省為替報告書（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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		<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（3-4日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（9日） ●フランス議会選挙（12日、19日） ●FOMC（14-15日） ●EU首脳会議（23-24日） ●G7首脳会議（ドイツ、26-28日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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） ●鈴木日銀審議委員任期（23日） ●片岡日銀審議委員任期（23日） ●参議院議員任期満了（25日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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		<ul style="list-style-type: none"> ●米ジャクソンホール会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（3日）
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（21-22日） ●日中国交正常化50周年（29日） ●沖縄県知事選（29日任期満了） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（8日） ●第77回国連総会（NY、13-27日） ●FOMC（20-21日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（27日） ●米財務省為替報告書（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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		<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（1-2日） ●米中間選挙（8日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（19-20日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（13-14日） ●ECB理事会（15日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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）
	2023年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（月内） ●米一般教書演説（月内）

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：2022年1月17日)
(発行日：2022年1月21日)