



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

3

MAR. 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

インフレ見通しと金融政策の不確実性

- I 過去1カ月を振り返ると、主要国での利上げ織り込みが一段と加速した。その背景にはインフレ圧力がますます高まっていることがあり、インフレ率が中銀目標の2%に向けて低下する姿は見通し難い。
- I 見通しの不確実性は2つの点で高い。①コロナ要因を除いた基調的なインフレ圧力が読みづらい点、②インフレの不確実性が高い中、中央銀行がどのような政策対応を行うのかという点。リスクはインフレ見通し、利上げ見通しともに上方に傾いている。



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 … 利上げ開始後もFRBのバランスシート縮小への懸念は残り不安定な展開を予想。
	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 … 利上げや量的引き締め観測による金利上昇は米ドル高要因だが、その余地は限定的。



ユーロ圏

	経 … 実質GDPはコロナ前の水準超え。供給制約は次第に緩和も、物価上昇が成長を抑制へ。
	株 … 金融引き締めに加え、地政学リスクが懸念材料。状況の落ち着きを待ちたい。
	債 … ECBの利上げの可能性を織り込んで、ドイツの長期金利はわずかなプラスを継続。
	為 … 高いインフレ率に伴う利上げ観測と金利上昇がユーロ高要因だが、その余地は限定的。



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 … オミクロン株にピークアウトの兆し。低バリュエーションに安心感。
	債 … 金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。
	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 … 海外金利上昇が円安要因となり得るが、世界経済成長ペースの鈍化が円安を抑制。

表の見方

-
- …経済
-
- …株式
-
- …債券・金利
-
- …リート
-
- …為替



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3月に利上げを開始した後、早期にバランスシート縮小にも着手すると想定。
- 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 … 利上げ開始は2022年6月以降いつでもあり得る。バランスシートは先んじて縮小へ。
- 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 … 実効レート of 急速な上昇を受け、当面、当局が元高けん制を強めよう。



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 … 証券投資の資金流入、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。

2022年3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。



継承から感じるつながり スペインのファジェラ

スペイン3大祭りのひとつ「バレンシアの火祭り」では、17世紀の宮廷衣装を身にまとった美しい女性ファジェラが街を彩ります。おばあちゃんから孫娘まで年齢関係なく家族総出で参加し、代々伝統を受け継ぎ家族をひとつにしています。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げ織り込みが一段と加速

過去1カ月を振り返ると、主要国での利上げ織り込みが一段と加速した。例えば、米国の場合、市場は2022年に計6回（1回当たり0.25%）以上の利上げを織り込む。また、これまで年内の利上げの可能性を否定してきたユーロ圏（ECB）や豪州（RBA）も、それぞれ「ノーコメント」へと変わり、市場は利上げ織り込みを加速させている。

中央銀行のタカ派化の背景

各国中央銀行がタカ派化する背景には、インフレ圧力がますます高まっていることがある。新型コロナウイルス・オミクロン株の感染拡大による供給面でのインフレ圧力の長期化に加え、その価格転嫁による幅広い品目での物価上昇、賃金インフレの可能性など、少なくとも現時点でインフレ率が先進国中央銀行目標の2%に向けて低下する姿は見通し難い。

金融市場

見通しの2つの不確実性

もっとも、見通しの不確実性は2つの点で高い。
①インフレの持続性、あるいはコロナ要因を除いた基調的なインフレ圧力が読みづらい点、②インフレの不確実性が高い中、中央銀行がどのような政策対応を行うのかという点。とりわけFRBを始めバランスシート縮小方針が明らかではないことから、市場も利上げのペースを十分に織り込めていない模様。

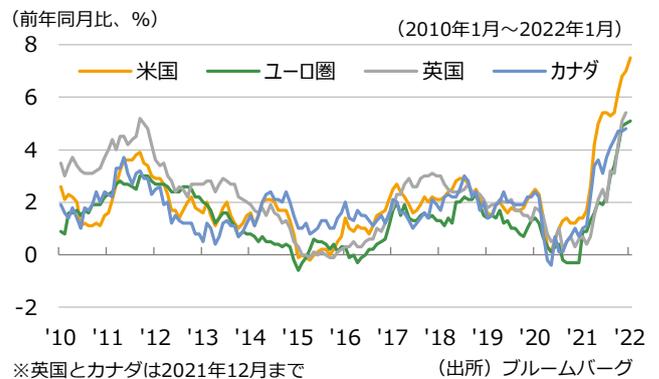
利上げ回数は増えてしかるべき

ユーロドル金利先物カーブの9月末時点と直近を比較すると、①2022～23年にかけての利上げ見通しが上方シフト、②（2026年末の）利上げの最終地点はほとんど変化していない。つまり必要な利上げ回数は変わらず、その配分が前倒しされただけと言える。とはいえ、インフレ抑制のためには必要な利上げ回数は増えてしかるべきで、リスクは上記①、②ともに上方シフト方向で、警戒が必要。

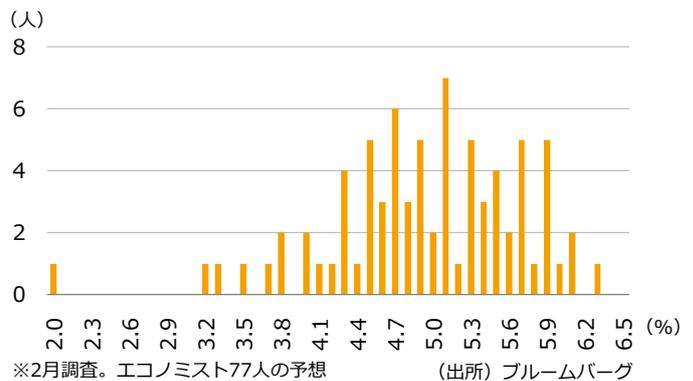
世界株式



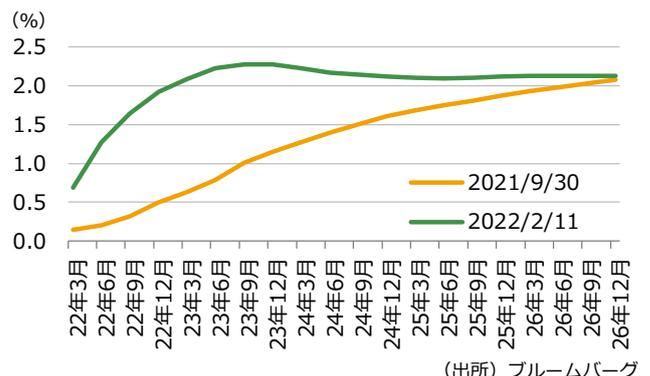
先進国の消費者物価指数



2022年末の米CPI（前年比）の見通し分布



ユーロドル金利先物カーブの変化



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。実質GDPはコロナ前の水準超え。供給制約は次第に緩和も、物価上昇が成長を抑制へ。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				利上げ開始後もFRBのバランスシート縮小への懸念は残り不安定な展開を予想。金融引き締めに加え、地政学リスクが懸念材料。状況の落ち着きを待ちたい。オミクロン株にピークアウトの兆し。低バリュエーションに安心感。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の利上げの可能性を織り込んで、ドイツの長期金利はわずかなプラスを継続。金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。2022年3月に利上げを開始した後、早期にバランスシート縮小にも着手すると想定。利上げ開始は2022年6月以降いつでもあり得る。バランスシートは先んじて縮小へ。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。追加利上げと量的引き締めを織り込み済みで、長期金利は1%台前半中心のレンジ。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。インフレ動向や米国の金融引き締めペースをにらみながら利上げを継続。インフレ加速や地政学リスクの高まりを受けて目先は利上げ継続。利下げは来年に後ずれ。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				ウクライナ情勢の沈静化とイラン核合意の再建が実現すれば供給不足懸念の後退で反落へ。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				利上げや量的引き締めの観測による金利上昇は米ドル高要因だが、その余地は限定的。高いインフレ率に伴う利上げ観測と金利上昇がユーロ高要因だが、その余地は限定的。海外金利上昇が円安要因となり得るが、世界経済成長ベース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。実効レートの上昇を受け、当面、当局が元高けん制を強めよう。証券投資の資金流入、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追加利上げ観測と金利上昇がポンド高要因だが、その余地は限定的。資源価格上昇への懸念や、ルピー売り介入等を受け、上値は限定的。政策金利の低位推移期待が通貨高を抑える一方、経常収支の改善が通貨の下支えに。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。為替変動からリラ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				
中国人民幣				
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	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
米国	-3.4	5.7	4.0	2.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.00 ~ 1.25	1.50 ~ 1.75	0.91	1.51	1.9	1.7
ユーロ圏*1	-6.4	5.2	3.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.57	-0.18	0.1	0.1
日本	-4.5	1.7	3.2	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.2	0.2
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	0.50	1.25	0.97	1.67	1.8	1.9
中国	2.2	8.1	5.2	5.0	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	12.25	8.25	7.31	10.94	10.5	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	98	110	ブラジル・リアル	19.89円	20.65円	23.5円	21.9円
MSCI	26.7%	-22.4%	16.3%	12.2%		-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	2,100	2,200
東証REIT指数	-16.9%	15.8%	1.6%	4.8%

※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 カナダ、豪州、ブラジルの2021年の実質GDP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

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	7.5	4.1	2.5	0.10	0.25	1.00	1.00	0.20	0.97	1.3	1.3
インド*1	-6.6	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	5.6	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	2.6	6.5	6.7	4.00	4.00	4.50	5.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	4.8	2.9	2.5	4.25	5.50	7.50	7.50	5.55	7.57	7.4	7.0
ロシア	-2.7	4.5	2.5	2.5	4.25	8.50	10.00	8.00	6.27	8.44	9.5	8.0
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%
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%
WTI原油 (米ドル/バレル)	48.52	75.21	75	70	ロシア・ルーブル	1.40円	1.53円	1.56円	1.52円
	-20.5%	55.0%	-0.3%	-6.7%		-20.4%	9.7%	1.9%	-2.6%
金 (米ドル/トロオンス)	1,895	1,829	1,620	1,650	トルコ・リラ	13.9円	8.6円	7.5円	6.5円
	24.4%	-3.5%	-11.4%	1.9%		-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 インド、ロシア、トルコの2021年の実質GDP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

オミクロン株感染拡大でも経済堅調

10-12月期の実質GDPは前期比年率6.9%と、2020年7-9月期の同33.8%以来の高い伸びを記録。オミクロン株感染拡大下でも、経済が巡航速度以上で推移していることを示した。その背景にはコロナ禍で導入された大規模な財政・金融政策の影響がある。もっとも10-12月期の高成長はサプライチェーンの混乱等に対応した在庫積み上げの影響が大きく（寄与度+4.9%）、見た目ほど強い内容ではない。

経済堅調も価格指数に再上昇の兆し

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。1月の総合指数は製造業・非製造業ともに12月から若干低下したものの、それでも50台後半の高水準を維持している。ただ、価格指数に再上昇の兆しが見られる点は気がかり。足元で原油価格を始め商品市況が上昇しており、供給制約解消によりインフレ圧力緩和となるには一筋縄で行かず。

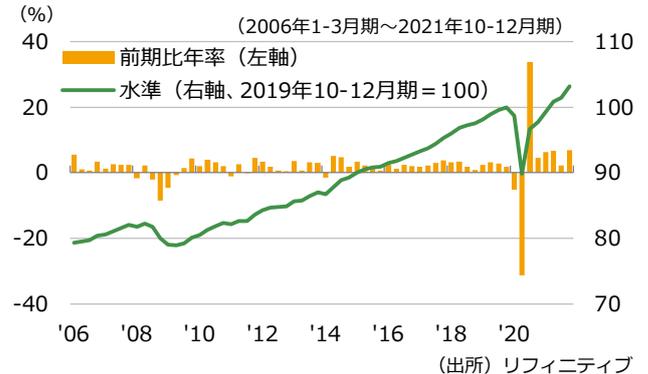
労働供給増でも賃金上昇加速

1月の雇用統計では、平均時給が12月の前月比+0.5%、市場予想の同+0.5%に対して、同+0.7%と上振れ。前年比ベースでは5.7%へと加速（12月：4.9%、市場予想：5.2%）。とりわけ、労働参加（労働供給）が大幅に増える中で賃金上昇が加速しているのは、賃金・インフレを加速も減速もさせない失業率の水準である自然失業率（FRBの推定値は4.0%）が想定よりも高い可能性を示唆する。

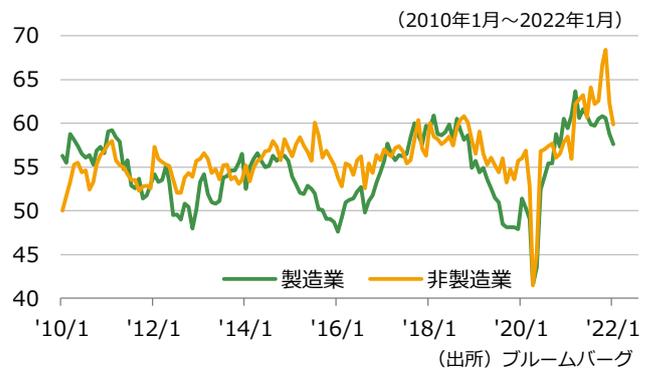
インフレ率は約40年ぶりの高水準

1月の消費者物価指数（総合）は前月比+0.6%と引き続き高い伸び。前年比ベースでは7.5%で、これは約40年ぶりの高水準。前年比ベースでのインフレ圧力は、1年前の供給制約に起因する中古車価格の急騰等の裏が出るため、目先がピークで先行き低下していくことが見込まれるものの、前年比ベースでの高い伸びが続けばインフレ率が2%に向けて低下していく姿を描けず。

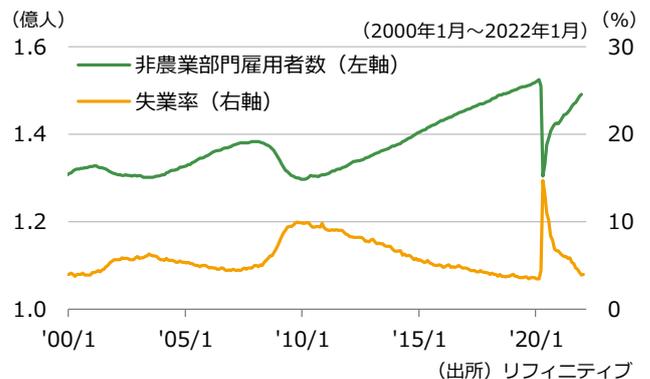
実質GDP



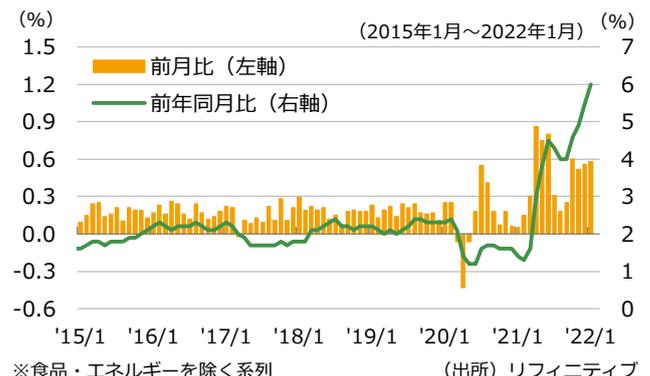
ISM景況感指数



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。インフレ懸念の高まりにより、FRBの金融引き締め加速に対する警戒感が強まっている。3月に予想されるFRBの利上げ開始後も不透明感は継続することが見込まれる。我々の2022年末のS&P500予想は4,890と現状を1割近く上回る水準であるが、達成のためにはFRBの金融政策に対する材料出尽くし、金融市場の過度な懸念の後退、企業業績の堅調さ維持が求められる。

バランスシート縮小が当面のリスク

金利先物が織り込むFRBの利上げ予想回数は上昇を続け、2022年はほぼ各FOMCでの利上げが織り込まれた。1回0.5%の利上げ実施のリスクは残るものの、利上げの市場織り込みは相当程度済んでいる。一方、バランスシート縮小については依然不透明。1月FOMCで縮小に関する原則は公表されたものの、時間軸など市場織り込みに必要な情報は無い。株式市場が不安定化するリスクは引き続き残っている。

物価上昇の沈静化を求められる

2月のミシガン大学消費者信頼感指数は61.7と11年ぶりの水準まで低下した。今後1年の予想物価上昇率は5.0%と2008年以来の水準。物価上昇が消費者マインドに与える悪影響が強まっている。供給制約の緩和、中古車価格など極端な価格上昇品目の落ち着き、金融引き締めの効果発現など、いずれにせよ株式市場のセンチメント改善には物価の落ち着きが求められる状況にある。

企業業績は堅調に推移

企業業績は全体として堅調に推移。S&P500構成銘柄の税前利益率は前四半期比で小幅な低下に留まった。コスト増が懸念される局面では、利益率や増収減益銘柄数を見ることがポイントと考える。しかし、増収減益銘柄の比率は直近でも新型コロナウイルス前程度に留まる。製造業の一部でコスト増の影響は見られるものの、悪影響が全体に広がっていない。金融政策に対する不透明感低下が待たれる。

S&P500の推移



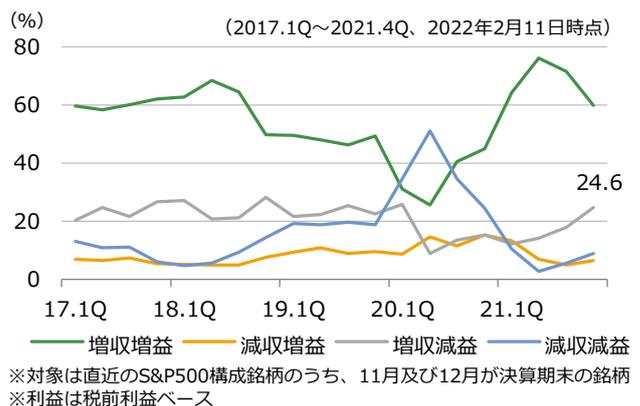
市場が織り込むFRBの利上げ予想回数



ミシガン大学消費者信頼感指数



S&P500の業績動向 (銘柄数の構成比)





債券・金利

FRBの利上げ見通しを上方修正

今回、当社はFRBの2022年の利上げの見通しを従来の3回（3・6・12月）計0.75%ポイントから、4回（3・6・9・12月）計1.0%ポイントへと改めた。その背景は、オミクロン株の感染拡大で供給制約によるインフレ圧力が長期化し、同時に賃金インフレの可能性が高まっていること等に因る。もっとも、この見通しの不確実性は高く、リスクは利上げ回数の上方向修正方向に傾いている。

長期金利の見通しは変更なし

政策金利の見通しは「実際に起こること」を予想する必要があることに対し、長期金利の見通しは「美人投票の結果、市場が織り込むこと」を予想する必要がある。長期金利の見通しに関しては、もともと市場がより多くの利上げ回数を織り込むことを前提としていたことから、2022年末の10年国債利回りの見通しは1.9%で変更なし。

リート

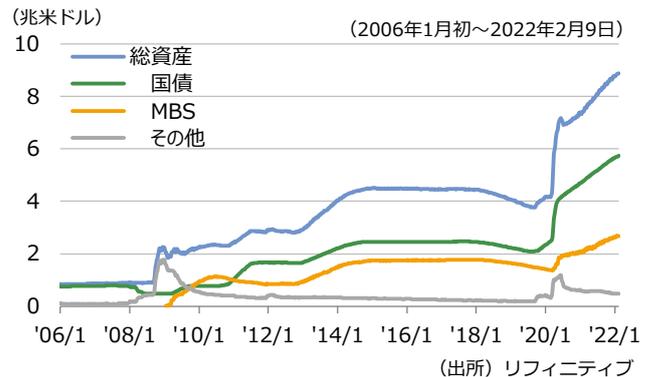
金利上昇を背景に軟調推移

米国リート市場は、1年半ばから2年半ばにかけて反発する局面もあったものの、金利上昇を受けておおむね軟調に推移。高まるインフレ圧力を背景に金利は引き続き上昇傾向で投資家センチメントにはネガティブ。進行中の2021年10-12月期決算発表はおおむね堅調で、2022年の見通しも賃料上昇を背景に良好なものが多い。ただ短期的には投資家センチメントに振らされる展開が続こう。

バリュエーション調整が進む

業績が改善する一方で株価が下落しているため、株価バリュエーション上の割高感は解消されつつある。ただ配当利回りと長期金利の利回り差は、金利が上昇していることもあり依然タイトな状況。また信用スプレッドも拡大傾向にあり、投資家のリスク許容度の変化には注意したい。

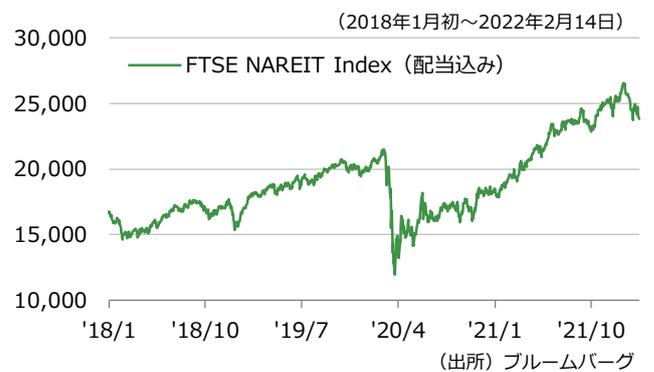
FRBの総資産残高と内訳



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いる。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てきた。2022年も米金利上昇余地は多少あるだろうが、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、金利差が1.6%なら米ドル円は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円を中心に114~120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。米金利の上昇余地は限定的で、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。

米実質金利の上昇が米ドル高要因に

2021年10~11月は供給制約によるインフレへの懸念が高まり、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。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、米ドル高要因になっている。

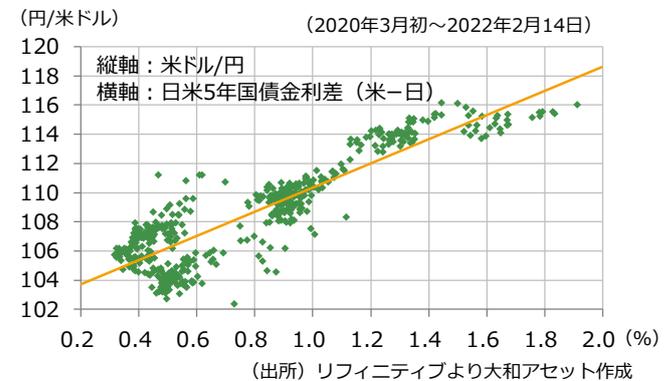
米中間選挙年は米ドル円下落リスク高い

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。

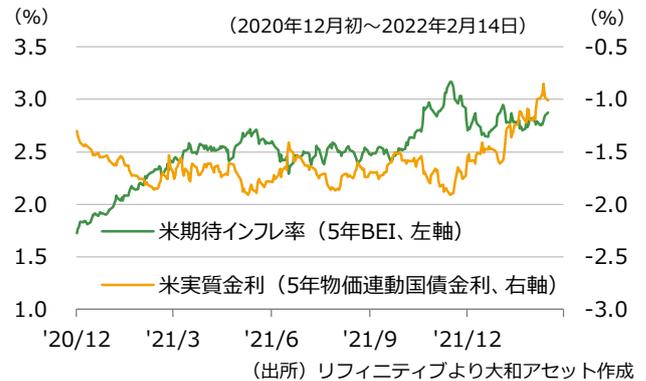
日米5年国債金利差と米ドル円



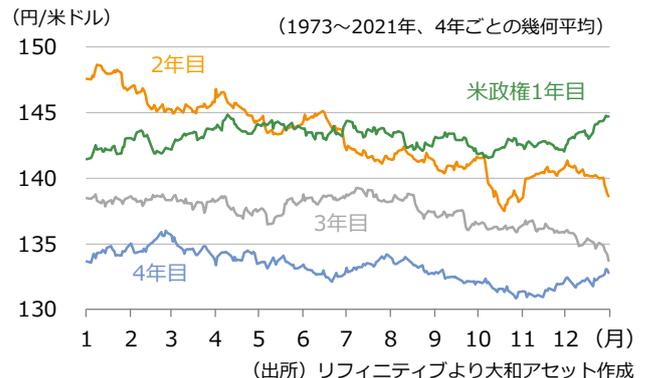
日米5年国債金利差と米ドル円



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はコロナ前の水準を回復

ユーロ圏の実質GDPは10-12月期に前期比0.3%（年率1.2%）となり、7-9月期の前期比2.3%（年率9.4%）から大幅に減速。11月以降の新型コロナウイルスの感染再拡大が需給両面で減速要因となった。ただ、実質GDPはコロナ発生前の水準を回復（2019年10-12月期を100として100.02に到達）。今後、供給制約は次第に緩和しても、物価上昇の影響で経済成長ペースは抑制されやすいと考えられる。

サービス業の企業景況感が悪化

ユーロ圏のマークイットPMIは1月に製造業が小幅上昇したが、サービス業は2カ月連続で低下した。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いるが、供給制約は緩和しつつあるようだ。一方、新型コロナ感染の再拡大が個人の行動を抑制し、サービス需要に悪影響を及ぼした。新型コロナの感染減少とともに需要が回復するだろうが、消費者物価の上昇が需要拡大を抑制する可能性がある。

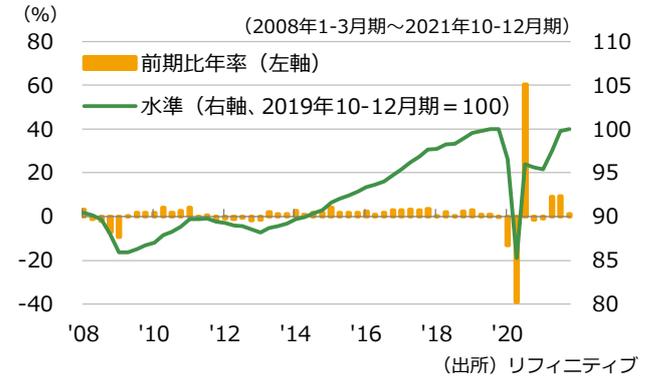
雇用情勢改善が個人消費を下支えか

失業率は12月に7.0%まで低下し、2020年3月の7.2%を下回った。1998年4月の統計開始以降で最低水準であり、労働需給の引き締まりが賃金上昇率の高まりにつながる可能性も出てきた。12月の実質小売売上高は新型コロナ感染再拡大の影響により減少したが、コロナ前の上昇トレンドに回帰した状況に大きな変化はない。雇用情勢の改善に支えられて、個人消費は堅調な推移を見込む。

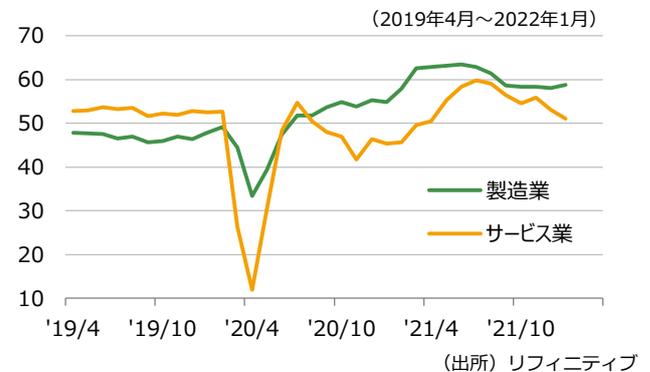
エネルギー高によりインフレ率が上振れ

1月の消費者物価指数は総合で前年同月比5.1%、コアで2.3%（12月各5.0%、2.6%）となり、総合がわずかに加速。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がなくなったにもかかわらず、インフレ率は低下せず、インフレ圧力の強さを示した。ただ、総合はエネルギー高の影響が大きい。コアは上昇が鈍化しており、インフレ率は低下に向かうと見込む。

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。FRBの金融引き締めにつき、ECBについても引き締めの市場思惑が強まりつつあることに加え、ウクライナ情勢に対する不確実性が欧州株を不安定化させている。3月に想定されるFRBの利上げ開始後は、FRBのバランスシート縮小に対する注目度がより高まり、不安定な相場環境は継続することが見込まれる。不確実性の後退にはまだ時間が掛かると考える。

地政学リスクの動向は冷静に判断したい

地政学リスクは時間軸を含めて不確実性が高いものの、株価がボトムをつけるのはリスク事象が進行している最中であることが多く、地政学リスク終結時には株価は既に回復済みとなりやすい。つまり悪材料の出尽くしや好転の兆しに株価が反応しやすいことは他のリスクイベントと変わらない。過度に悲観視せず、冷静に状況を注視したい。

債券・金利

ECBは資産購入縮小を速める可能性も

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月末で終了の予定とした（再投資は少なくとも2024年末まで）。APP（資産購入プログラム）での毎月の資産購入を4-6月期400億ユーロ、7-9月期300億ユーロ、10月以降200億ユーロとしたが、インフレリスクの高まりを背景に、次回3月理事会で資産購入の縮小を速める可能性もある。

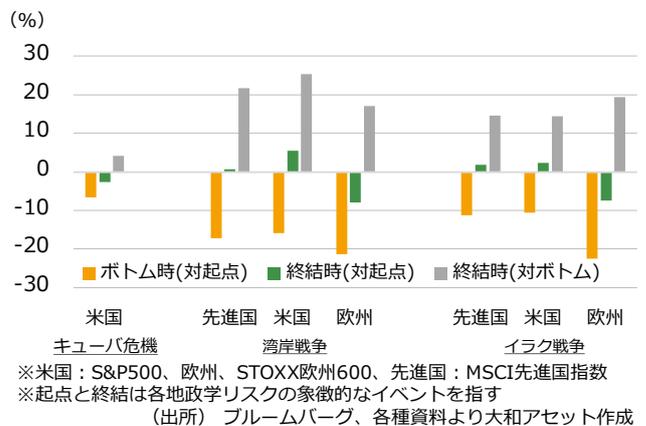
2022年中の利上げの可能性は低い

ECBは3月の理事会でインフレ予想を上方修正し、2023年や24年のインフレ率が2%近辺になるとの見通しを示す可能性がある。インフレ率が中期的に目標の2%を持続的かつ大幅に上回るとの見通しでなければ、金融引き締めが必要とは判断しがたいだろう。ただ、市場では利上げ観測が続くだろうから、独長期金利はプラス圏での推移を続けると見込む。

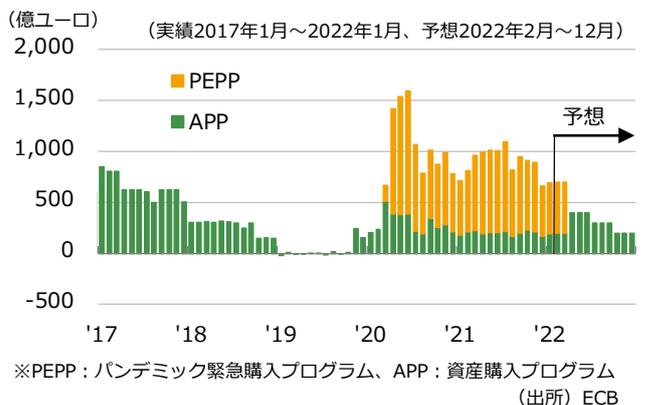
Euro STOXX 50の推移



地政学リスクの振り返り



ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ECBの金融政策がユーロを左右へ

1月に一時1.11米ドル台まで下落したユーロは反発し、2月には1.14米ドル台を回復。また、対円では3カ月ぶりの132円台へと上昇した。ユーロ圏の1月CPIが市場予想を大幅に上回ったため、ECB総裁がインフレリスクの高まりを認め、年内利上げを否定しなかったことが原因だ。3月の理事会でECBがインフレ予想を上方修正したうえで資産購入の早期縮小（終了）を決めるかがユーロを左右しそうだ。

相対的な金利反発とユーロ高は続くか

近年、ドイツの5年国債金利は米国に比べ相対的に低下し、ユーロが対米ドルで下落する一因となってきた。だが、ECBの利上げ観測浮上によりドイツの金利は米国に比べても上昇し、ユーロ高に働くようになった。今後はECBの金融政策がどのように変化していくかが焦点となるが、ECBが市場の観測ほどにはタカ派姿勢を強めないと、ドイツの相対的な金利上昇とユーロ高は進みにくくなるだろう。

欧州の新型コロナ新規感染減少は鈍い

世界的に新型コロナウイルスの新規感染がピークアウトしており、欧州でも新規感染者数は減少しつつある。ただ、英国、フランス、イタリア、スペインで減る一方、ドイツ、オランダでは増えており、米国に比べると欧州の新規感染減少ペースは鈍い。世界的な感染減少がリスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に働きやすくなる一方で、感染状況の相对比较が米ドル高・ユーロ安に働く可能性もある。

最近の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、ユーロ圏がプラス圏にあるが、米国や日本はゼロ付近にとどまる。相对比较からは、円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい状況にある。また、新興国を含めて世界的に経済指標が市場予想を上回るケースが優勢な状況にあるので、リスクオンの円安や米ドル安に働きやすい面もある。最近の経済指標はユーロ高要因と言える。

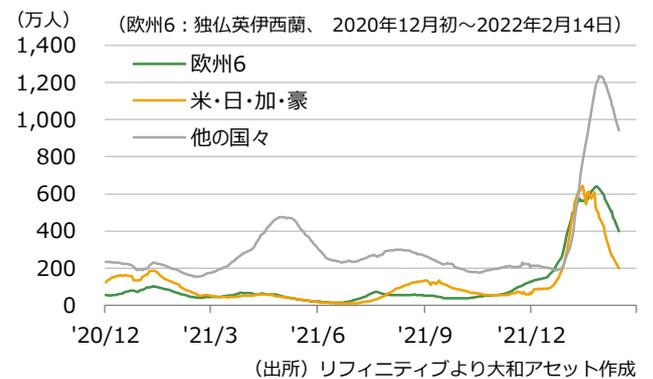
ユーロの対円相場と対米ドル相場



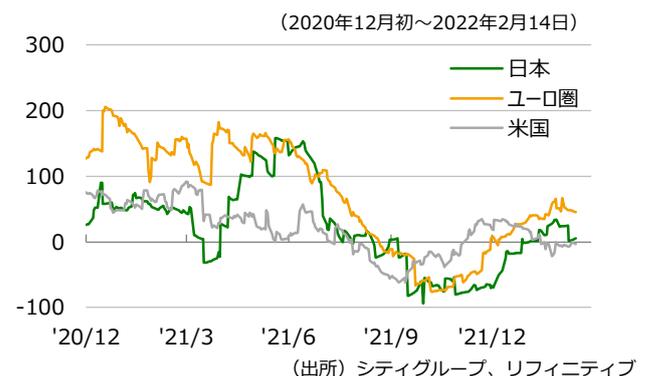
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



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2021年10-12月期に前期比1.0%（年率3.9%）となり、7-9月期の前期比1.0%（年率4.0%）とほぼ同じ成長率となった。新型コロナウイルスの感染再拡大や、供給制約による物価上昇が、個人消費に悪影響を与えた。ただ、今後も景気回復が頓挫することはなく、実質GDPは年率平均3～4%程度のペースで成長を続け、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1月に総合5.5%、コア4.4%となり、12月の各5.4%、4.2%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

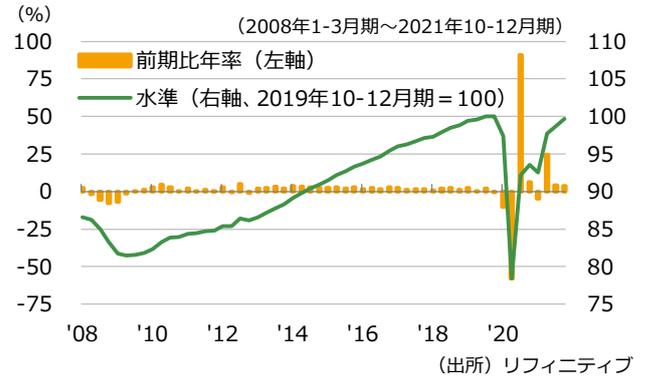
BOEはさらに追加利上げへ

BOEは2月の金融政策委員会で政策金利の0.25%ポイント引き上げを決定。また、保有する英国債と社債の再投資を停止して残高を削減し始めることも決定した。労働需給のひっ迫で賃金上昇率が高く、エネルギー高と世界的な供給制約によるインフレ圧力が持続しているため、今後も引き締めを継続すると見込まれる。年内に0.25%ポイントの追加利上げを2回行い、政策金利は1%に達すると予想する。

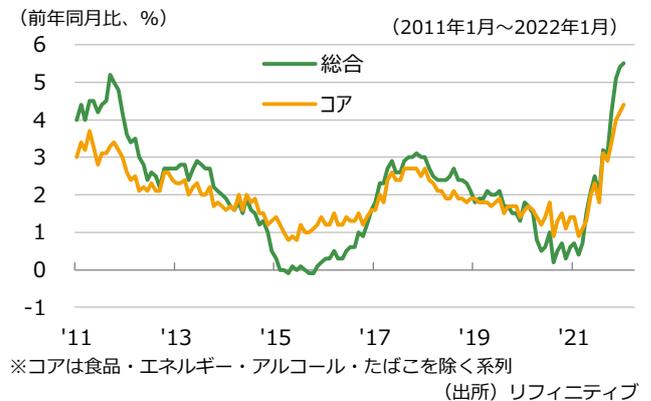
段階的利上げがポンド高を抑制か

ポンドは2021年12月のBOE利上げを受けて円や米ドルに対し上昇したが、22年2月の利上げ後は上昇が限定的に。すでに市場が追加利上げを織り込み済みであることが原因だろう。BOEは利上げが経済に与える影響を見極めながら段階的に利上げを行う可能性が高い。市場観測を超える引き締めとならなければ、長期金利とポンドの上昇は抑制されよう。

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

オミクロン株感染拡大は一服へ

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、まん延防止等重点措置が拡大されたが、先行して感染が拡大した地域では新規感染者数はすでにピークアウトしており、東京都の新規感染者数にも頭打ち感が出てきた。世界的にも感染拡大は峠を越えつつあり、経済が正常化に向かい物価上昇の大きな要因である人手不足やサプライチェーンの混乱が緩和に向かうかに注目したい。

感染拡大の影響は大きくないか

オミクロン株の感染が急拡大し、まん延防止等重点措置が拡大されたが小売販売額には大きな影響は見られない（家電のぶれは年末年始の曜日まわりの影響か）。飲食店、対人サービス等は影響を免れないであろうが、それ以外への影響はさほど大きくないようだ。昨年の12月半ば以降は、子ども1人当たり10万円の子育て世帯への臨時特別給付も開始しているが良くも悪くも大きな変化は見られない。

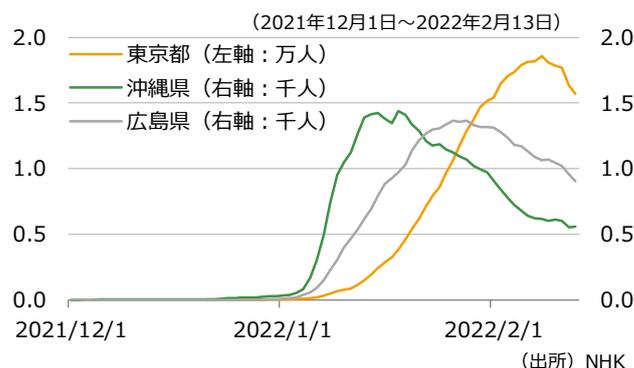
自動車の挽回生産が進むかに注目

12月の鉱工業生産指数（速報、季節調整済）は前月比▲1.0%と3カ月ぶりの低下となったが、オミクロン株の感染拡大によるサプライチェーンへの影響や前月に急増した反動があったものと思われる。しかしながら2カ月先の予測指数はむしろ上向きとなっており、電子部品・デバイス工業は1月に大幅な増産を想定している。部材不足解消により自動車などが本格的な挽回生産局面に入るかが注目される。

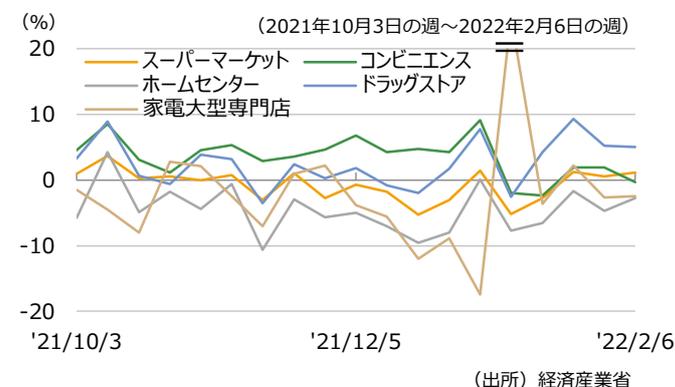
引き続きインフレ基調は継続か

12月の消費者物価指数（全国、総合）の前年同月比は0.8%上昇した。寄与度別でみると、電気代、ガソリン、食料などの上昇の影響が+1.7%程度と大きい。携帯電話通信料の下落、Go To キャンペーンの反動増など一過性要因の寄与が▲1.2%程度あり、これを除くと日銀が目標とする前年比+2%に近づくが、今まで通りの日銀のスタンスであれば、早期の金融政策の変更はないと想定する。

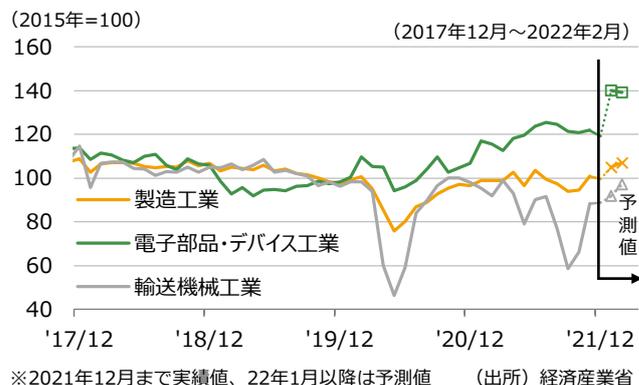
新型コロナウイルス新規感染者数（7日移動平均）



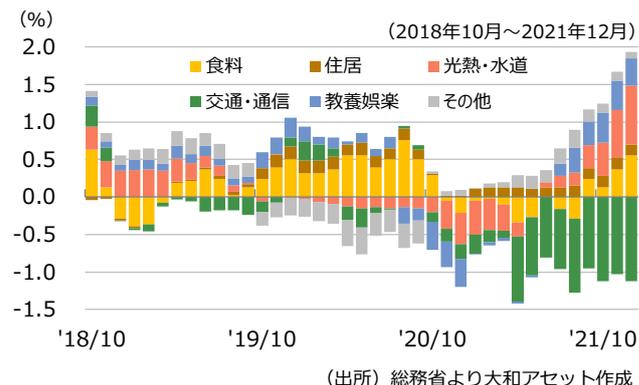
METI POS小売販売額指数（前年同週比）



製造工業生産予測指数（季節調整済指数）



消費者物価指数（全国）前年同月比、費目別寄与度





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気を継続する。米国金融政策への懸念や地政学リスクなどリスク要因が目立ち、足元の不確実性は強い。FRBのバランスシート縮小の株式市場への影響も懸念され、目先は不安定な株価推移が予想される。その一方、相対的に低位なバリュエーションや挽回生産余地、新型コロナの感染状況改善によるプラス寄与などは注目され、不確実性が後退すれば株価反発余地はあると考える。

バリュエーションは相対的に低位

日米欧の主要株価指数のバリュエーション比較は右図の通り。日本のPERは過去平均に対して低位であり、リスクプレミアムは過去平均より高い（割安）状況にある。金融引き締めが意識される状況下、バリュエーションが切り下がるリスクはあるものの、そのリスクは欧米対比で見て低いと考える。不透明感が後退し、平均への回帰が起こるだけでも株価には反発が生じることになる。

企業業績は堅調さを継続

企業業績は堅調さを継続。TOPIX構成銘柄の直近四半期業績は前年同期比で10%弱の増収・経常増益。コスト増の影響は一部で見られるものの、経常利益率は全体で見れば横ばい圏を維持している。増収減益の銘柄比率は20%程度とやや上昇したものの、コロナ前と比べて高い水準ではない。今後のコスト増の影響は注視が必要だが、企業業績に幅広く懸念が生じている状況にはないと考える。

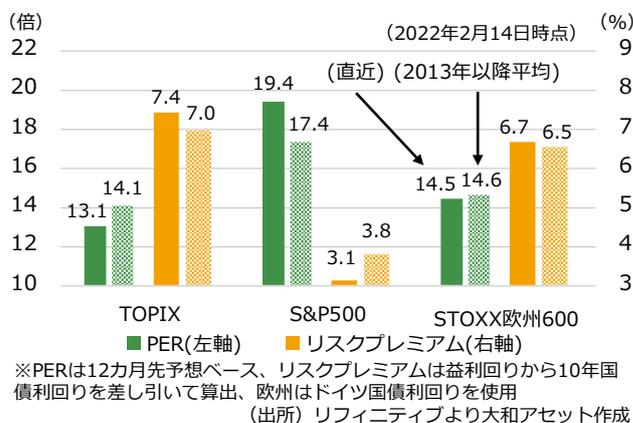
新型コロナの状況改善に期待

人々の移動量を示すモビリティ指数は、新型コロナウイルスの感染拡大により再び低下。低下幅は過去と比べれば小さいものの、直近ピークと比べると20%ポイント前後の低下は見られる。消費活動に一定の影響は出ていると見られ、今後の感染ピークアウトの鮮明化、まん延防止等重点措置の解除後の回復余地はあると考える。順調に感染状況が好転すれば、内需系企業の業績見通しの改善が期待される。

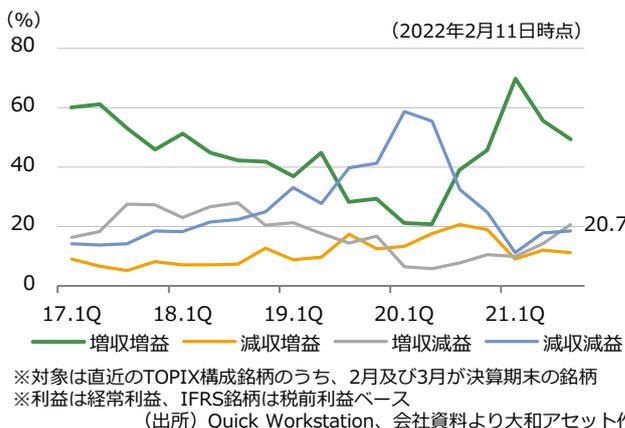
TOPIXの推移



バリュエーションの日米欧比較



TOPIXの業績動向 (銘柄数の構成比)



モビリティ指数の動向





債券・金利

早期の金融政策修正は予想せず

2022年4月より携帯電話通信料引下げの影響が剥落し、コアCPIの伸び率は1%台後半となる見込み。一方、日銀のマネタリーベースの拡大方針を示すオーバーシュート型コミットメントは「コアCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで」とされている。これはYCCに紐付けられていないものの、一時的要因による物価上昇により日銀が全面的な金融引き締めに向かうことはないと考え。

市場思惑により金利は上昇圧力を受ける

10年国債利回りの年末値は2022年、2023年共に0.2%に引き上げる。物価動向からすれば早期の金融政策修正は予想されないものの、黒田総裁の任期末を2023年4月に控え、金融政策修正への思惑は残り続けると考える。一方、日銀は2月14日に10年0.25%での指値オペを通告。YCCにおけるレンジ上限も意識され、0.25%を上抜ける想定も描き難い。

リート

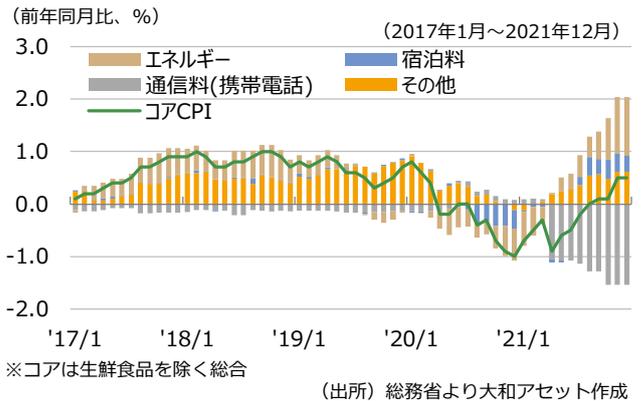
金利想定の変更に合わせて見通しを修正

東証REIT指数の予想値を2022年末2,100pt、2023年末2,200ptに100ptずつ引き下げた。不動産ファンダメンタルズに変化はないが、日本の10年国債利回り予想値の上方修正に合わせ、要求利回り水準を引き上げたことによる下方修正。2月14日時点の1,894ptからのキャピタルゲインと配当が期待できることから投資スタンスとしてはやや強気を維持する。

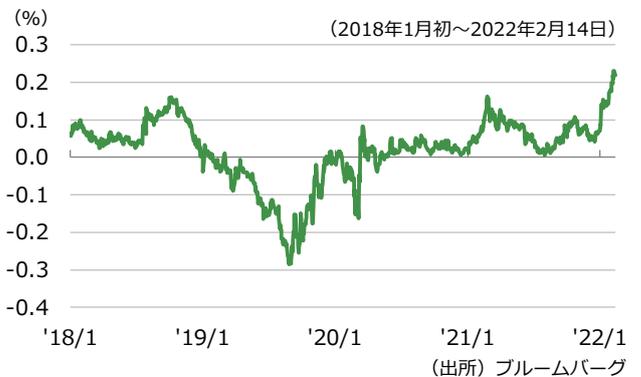
短期的には公募増資に注目

短期的には、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により、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。

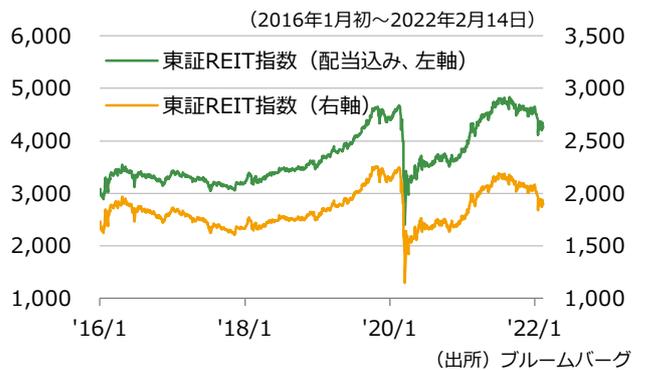
コアCPI伸び率と主な内訳



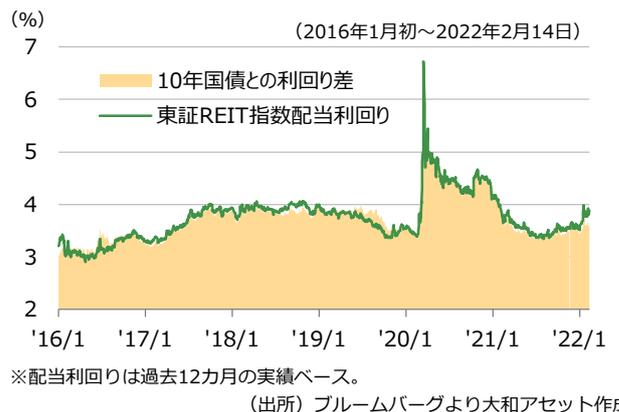
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

クロス円上昇で米ドル円も堅調に

米ドル円は1月にピークアウトした後、堅調に推移している。世界的に金利が上昇するなか、株価は下落した後に反発し、クロス円が下落（円高）から上昇（円安）に転じたことが大きい。米ドルは株安時に上昇した後、株高時に下落したが、米金利が上昇したために高水準を維持している。金利が上昇しても株価の下落が抑えられている限りにおいては、クロス円や米ドル円の上昇が期待できる。

米金利や株価との順相関弱まる米ドル円

米金利と株価が順相関では、金利上昇・米ドル高と株高・円安か、金利低下・米ドル安と株安・円高で、米ドル円は変動しやすい。ただ、今年は米金利と株価の順相関が低下している。逆相関では、金利上昇・米ドル高と株安・円高か、金利低下・米ドル安と株高・円安で、米ドル円の変動は抑えられる。最近、米金利と米ドル円、米株価と米ドル円の順相関が低下しているのは、そうしたことが背景にある。

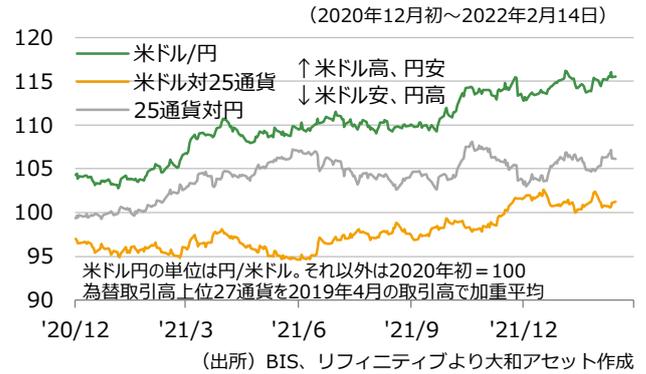
原油・金価格比率と連動する米ドル円

リスクオンでは金より原油の価格が上昇しやすく、リスクオフでは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ためだ。原油・金価格比率が上昇する局面では、リスクオンの円安と米金利上昇の米ドル高で、米ドル円は上昇しやすい。ただ、地政学リスクが原油高を招く場合には、米ドル円の上昇は鈍くなりやすい。

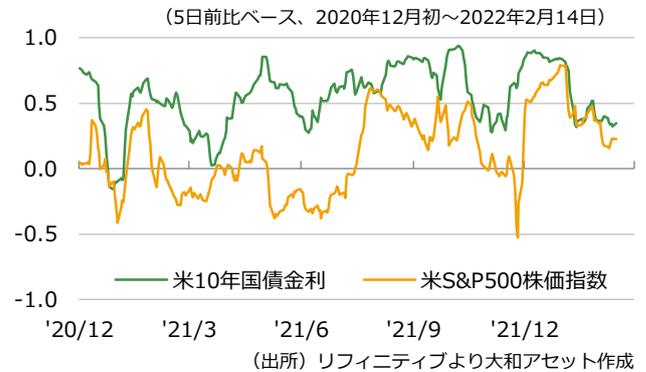
貿易収支悪化が円安に作用

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



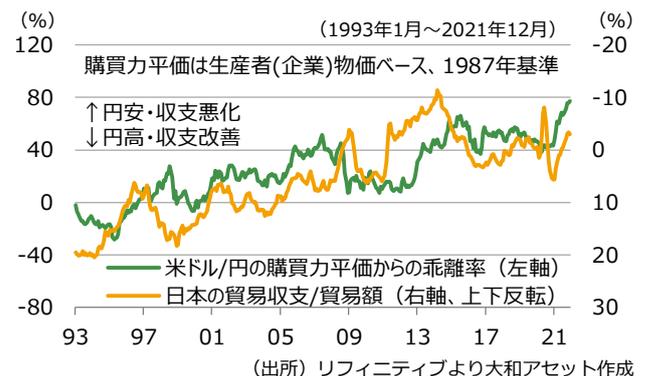
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

昨年後半の高成長の後、新型コロナウイルスのオミクロン株の影響などにより、1-3月期は一時的に成長が減速する可能性が高い。ただし、景気が腰折れすることはなく、オミクロン株はすでに収束に向かっており、今後は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、個人消費主導の成長が期待される。実質GDP成長率は、今年が+3.7%、来年が+2.5%と予想する。

オミクロン株は収束へ

昨年終盤からのオミクロン株まん延により、新型コロナウイルスの新規感染者数は急増したが、年初にピークを打ち、直近ではピーク時の5分の1程度まで減少。オミクロン株への懸念は大きく後退した。一方、足元ではフリーダム・コンボイ（新型コロナワクチンの接種義務化などに抗議するトラック運転手らによるデモ）が物流・インフレに与える懸念が強まっており、目先はその動向に注意したい。

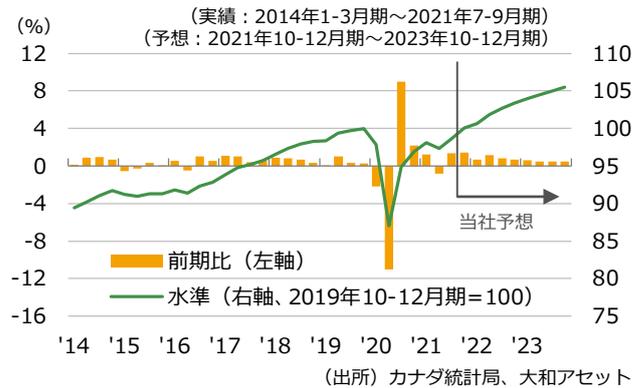
労働市場は再び回復軌道へ

1月の雇用者数は前月から20.0万人減少し、失業率は前月の6.0%から6.5%へ上昇したが、この悪化はオミクロン株の影響でほぼ説明がつく。また、一時解雇者が前月から13.6万人も増加しており、感染収束を見越して企業が雇用を維持しようとする姿勢もうかがえる。オミクロン株の収束後はすぐに職場に戻ってくることが期待でき、労働市場は再び回復軌道に復することが想定される。

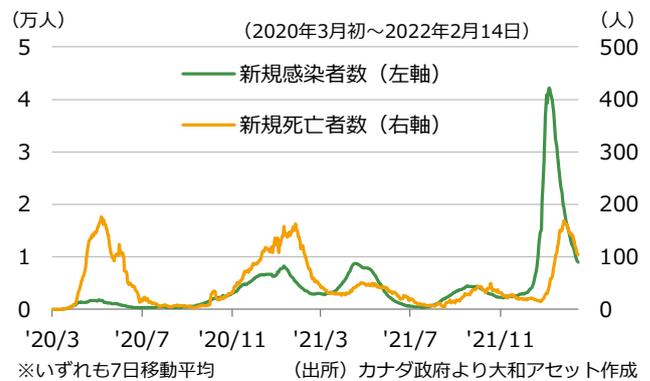
インフレ加速も長期インフレ期待は安定

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。短期のインフレ期待も過去のレンジを明確に上放れているが、長期（5年先）のインフレ期待は安定している。これがカナダ銀行に利上げを急がせない要因となっている。逆に、長期のインフレ期待が高まってくれば、利上げペースが速まることになるため、この動向に注目したい。

実質GDP



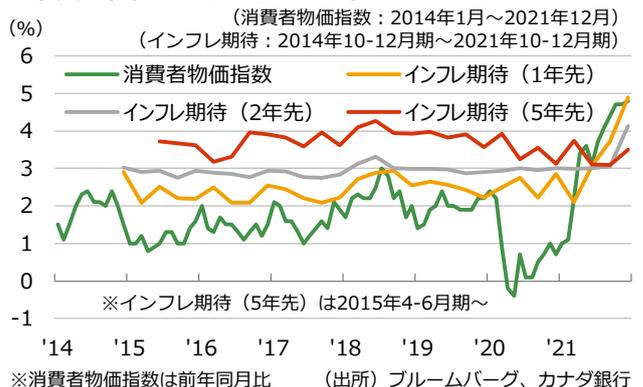
新型コロナウイルス



雇用者数と失業率



消費者物価指数とインフレ期待





債券・金利

3月に利上げ開始の公算

カナダ銀行は1月の金融政策決定会合で「経済の弛みは吸収された」とし、「経済の弛みが吸収されるまで利上げしない」としていたフォワードガイダンスを撤廃した。次回3月の会合で利上げに踏み切る可能性が濃厚。政策金利は今年末が1.00%、来年末が1.50%との予想を維持するが、仮に長期のインフレ期待が高まってくるようだと、利上げペースが速まり、また利上げ回数も増える可能性が高まる。

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

商品価格の上昇がカナダ・ドルを下支え

カナダ・ドルは対米ドルでおおむね1.2~1.3カナダ・ドルのレンジで推移している。原油などカナダの主要輸出品目の価格上昇が顕著になっているが、米国の利上げ織り込みの加速や市場センチメントの悪化が、カナダ・ドルの上値を抑える要因になっている。当面、カナダと米国がほぼ横並びで金融政策の正常化に向かう中、商品価格の上昇を背景とした貿易収支の改善がカナダ・ドルを下支えしよう。

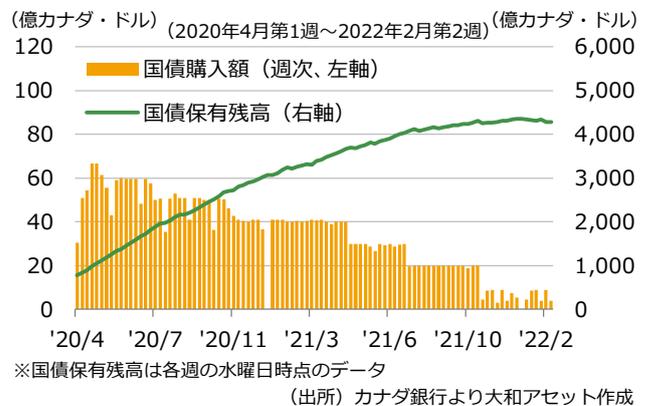
カナダ・ドル円は90円台定着か

オミクロン株の発生や原油価格の下落などにより、カナダ・ドル円は昨年終盤に90円を下回る場面もあったが、足元では再び90円台前半で推移している。カナダの利上げはすでに相当程度織り込まれているものの、利上げ継続とともに短中期金利には引き続き上昇圧力がかかりやすいため、金利差拡大を支えにカナダ・ドル円は底堅く推移すると見込む。

政策金利と10年国債利回り



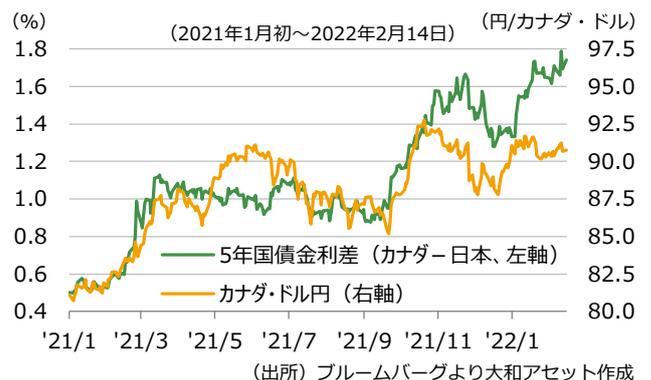
カナダ銀行の国債購入額と国債保有残高



BOC商品価格指数とカナダ・ドル



5年国債金利差とカナダ・ドル円





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、今年が+3.6%、来年が+3.0%と予想する。

オミクロン株は収束へ

新型コロナウイルスの新規感染者数（7日移動平均）はピーク時の4分の1以下まで減少し、入院患者数や新規死亡者数も減少傾向となっている。人の移動量も増えており、更にワクチン接種を条件に2月21日から全ての国からの観光客とビザ保有者の入国を受け入れる方針が示されている。ウィズコロナ社会に向けて前進しており、観光業などこれまで出遅れていた分野にも景気回復の波が押し寄せよう。

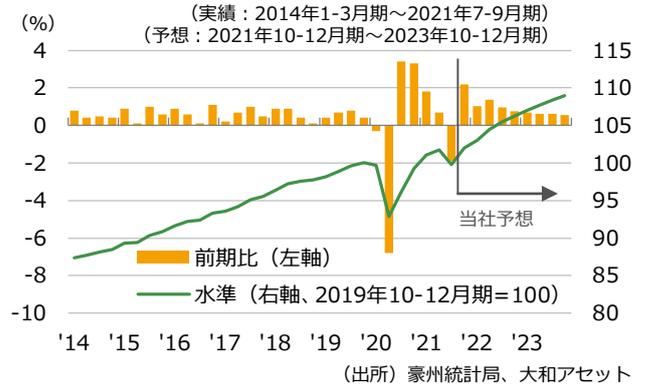
労働市場の順調な回復

失業率は12月に4.2%まで改善した。失業率の先行指標とされるANZ求人広告件数の動向から考えても、目先はオミクロン株まん延の影響が出ると見込まれるが、それは一時的にとどまろう。RBAは、失業率が今年の4-6月期には自然失業率（賃金上昇率やインフレ率を加速も減速もさせない失業率の水準）と推計される4%まで低下し、その後は3%台後半での推移が続くと予想している。

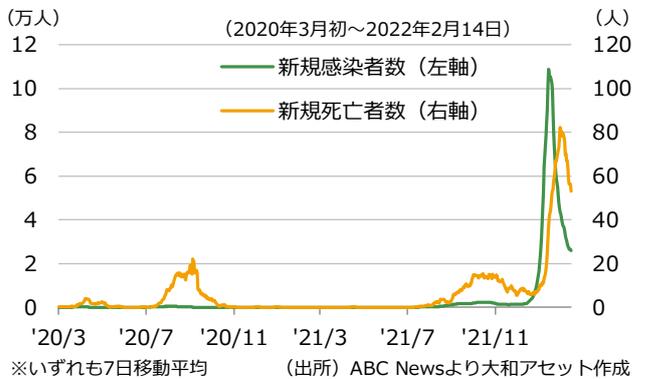
賃金上昇率の加速に注目

基調的なインフレ率（消費者物価指数トリム平均値）は前年同期比+2.6%となり、目先は更なる加速が見込まれる中、平均賃金の伸びがRBAの金融政策に大きな影響を与えることになる。失業率が自然失業率を下回ることによって平均賃金の伸び加速が想定される。また、2022年度（2022年7月～2023年6月）には最低賃金の大幅な引き上げも予想されており、この点も平均賃金の押し上げに寄与しよう。

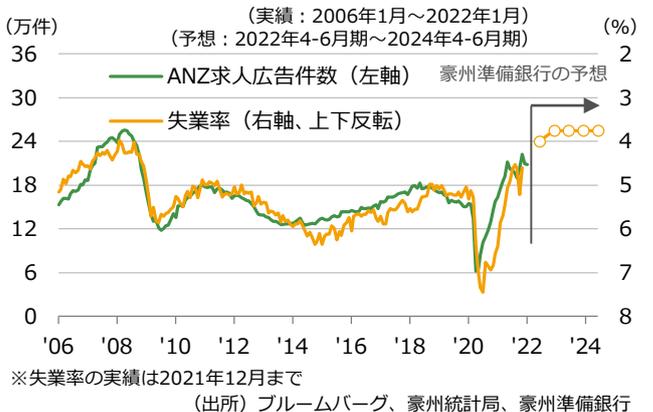
実質GDP



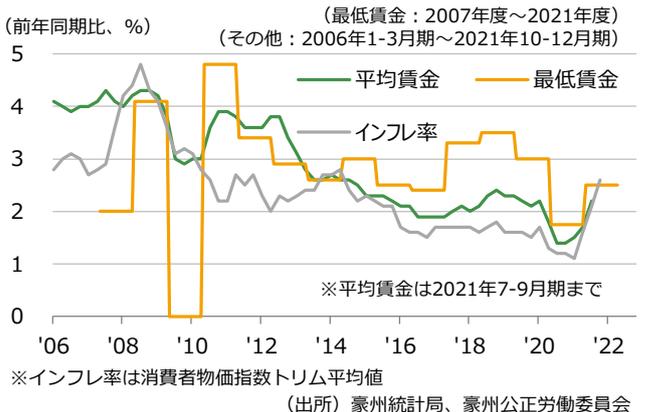
新型コロナウイルス



求人広告件数と失業率



賃金とインフレ率





債券・金利

量的緩和終了後に即バランスシート縮小

RBAは2月10日に量的緩和を終了した。5月のRBA理事会で保有債券の再投資について検討する予定だが、少なくとも2023年4月までは償還を迎える保有債券が微々たるものであるため、これまで通り保有債券が満期を迎えても再投資しない方針を維持すると見込む。また、3月と4月に償還を迎える準政府債についてはすでに再投資しない方針を示しているため、バランスシートは緩やかに縮小していく。

利上げ開始は2022年6月以降いつでも

12月雇用統計を受けて、利上げ開始予想を2023年2月から2022年中に前倒した。RBAは賃金上昇率を重視する姿勢を示しているが、利上げを開始するための判断基準は曖昧であり、6月以降であれば、どの理事会で利上げが決定されてもおかしくない。利上げサイクルの道筋が見えてくれば、不確実性の後退により長期金利は落ち着きを取り戻すだろう。

為替

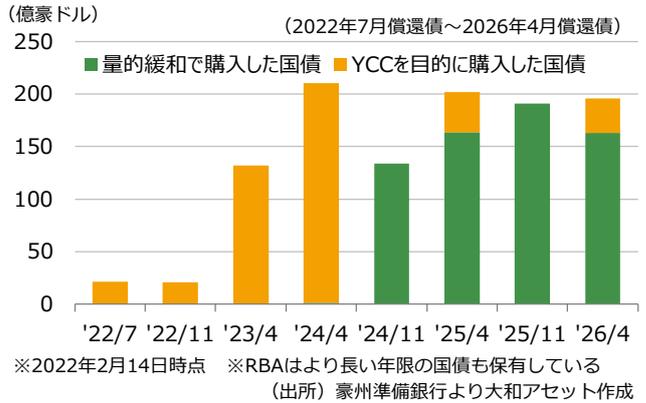
商品価格から見た豪ドルの割安感が増す

鉄鉱石など豪州の主要輸出品目の価格が上昇している一方で、RBAの利上げがFRBに比べて遅れることによる金利面での相対的な魅力の低下、不動産市場を中心とした中国経済への懸念、ウクライナ情勢の緊迫化による市場センチメントの悪化などにより、豪ドルは弱含んでいる。そのため、商品価格から見た豪ドルの割安感が一段と増しており、また貿易収支は大幅な黒字が定着している。

豪ドルの買い戻し余地は大きい

豪ドルは、投機筋の売り越し枚数が過去最大規模に膨らんでいることから分かる通り、買い戻される余地が大きいと言える。ウクライナ情勢の沈静化などにより市場センチメントが改善し、更にRBAの利上げが近づくことなどにより、豪州の良好なファンダメンタルズが見直される場面がやってくれば、豪ドルの上昇は大きくなりやすいだろう。

RBAの国債保有額（償還年限別）



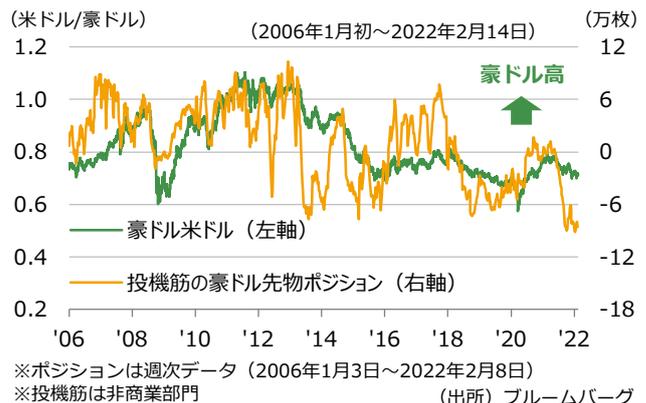
政策金利と10年国債利回り



RBA商品価格指数と豪ドル



豪ドル米ドルと投機筋の豪ドル先物ポジション





経済

与信拡大が景気を下支えすると予想

昨年幅広い業種での政府の規制強化を背景に、与信拡大のペースが大幅に減速し、景気が鈍化。今年に入り、1月に準政策金利の1年物MLF金利の引下げなど、金融緩和姿勢が強まった中で、与信が拡大に転じた。4-6月期の景気に影響を及ぼす1月の新規社会融資総量は、前年同月比20%の伸び率を記録。春先以降の投資を後押しし、景気の持ち直しに寄与すると見込む。

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

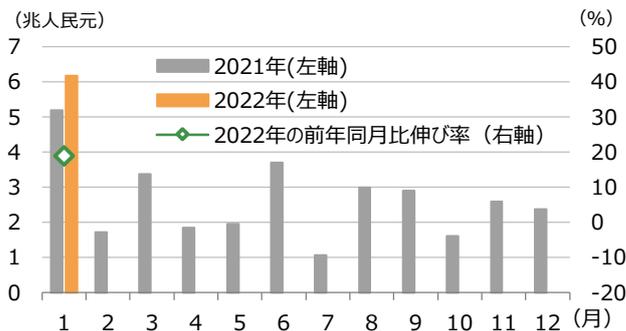
足元はバリュー株が買われる

年明け以降の米金利上昇、バリュー株上昇の局面では、中国でもバリュー株へのシフトがみられた。政策支援で昨年力強く株価上昇した半導体やEVなどのセクターも利食いの動きから逃れられず、但し、バリュエーションの割高感も解消しつつあり、政策支援という支えがあるこれらのセクターに押し目買いの動きが出やすいと予想する。

大型IT銘柄の値ごろ感が強い

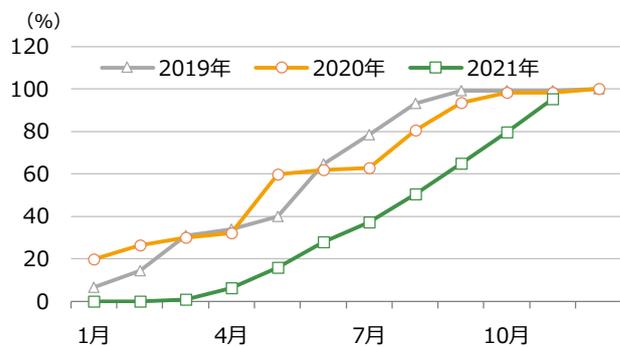
独占禁止法を含むIT企業への規制強化を受け、大型IT銘柄の株価は昨年大幅下落。MSCI中国指数のそれぞれ約15%、約10%を占めるテンセント、アリババは、株価のバリュエーションがともに上場以来の最低水準近辺まで低下し、値ごろ感は強い。規制強化がピークアウトした可能性は高く、春先以降景気の持ち直しが進めば、ある程度買戻しが進む。

新規社会融資総量の推移



(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

新規地方政府専門債の発行の進捗度



※2021年は11月まで公表済み

(出所) WINDより大和アセット作成

MSCI中国指数の主要セクターの推移



※次世代自動車は2021年2月17日から

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

テンセントの株価および12カ月先予想PERの推移



(出所) リフィニティブ



債券・金利

預金準備率の追加引き下げを予想

1月に準政策金利とみなされる1年物MLF金利を引下げ、本格的な金融緩和に向けて舵を切った中銀。今後は引き続き地方政府の資金調達などの与信拡大を支えるために、昨年12月に続き追加的な0.50%ポイントの預金準備率引き下げを予想。財政支出の拡大・金融政策の緩和の両面により景気を下支えすると見込む。

米金利上昇の中でも底堅い推移

追加金融緩和の期待が強い中で、10年国債利回りは一時的に約1年9カ月ぶりの低水準の2.70%を割り込むまで低下。今後の見通しに関しては、年後半の景気の持ち直し予想もあり、0.20%ポイント以上のMLF金利の引き下げの可能性は低く、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の流入傾向も継続しよう。

為替

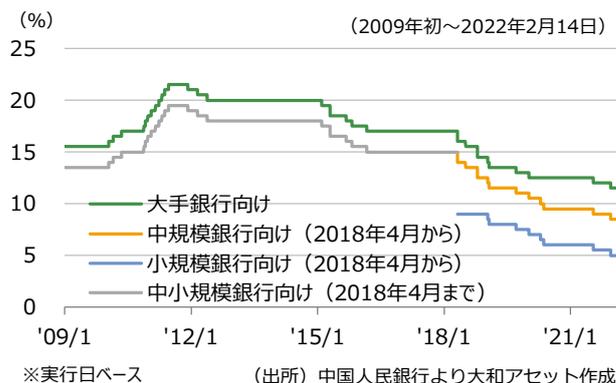
目先は対米ドルでのレンジ推移を予想

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年半ぶり、対円で約6年ぶりの高値を更新するなど強含みで推移。また、中銀発表の実効レートも約6年半ぶりの高水準で推移。それに対して当局は元高のスピードを抑制するために昨年12月に外貨預金準備率を引き上げ、外貨流動性を吸収。当局の人民元高抑制の姿勢は根強く、当面对米ドルでのレンジ推移を予想。

人民元の国際化が進む

昨年12月、人民元の国際決済に占める比率は日本円を抜いて世界4位となった。貿易面で12月に過去最大の貿易黒字額を記録し、投資面においても中国本土債券への外国人投資家の資金流入が続いており、貿易と投資の両面で人民元の需要が高まった。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く、中長期的な通貨高が期待されよう。

各種預金準備率の推移



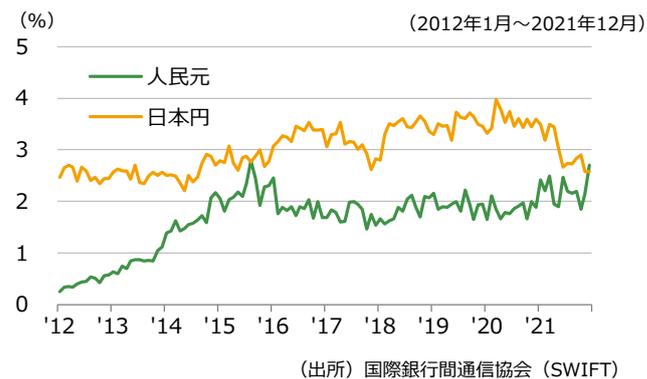
本土国債の金利および外国人投資家の債券保有額



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



国際決済における日本円と中国人民幣の割合





経済

経済活動はほぼ横ばいで推移

経済活動指数（≒月次の実質GDP）は、2021年の初めにコロナ前の水準を回復したが、その後はほぼ横ばいで推移している。昨年末にかけては自動車を中心に生産活動に改善の兆しが見られたが、オミクロン株のまん延により、目先は再び低迷することが想定される。またオミクロン株が収束しても、インフレ抑制のための高金利政策が重荷となり、当面はおおむねゼロ%前後の低成長が継続すると見込む。

センチメントは幅広く低迷

インフレ率の加速、それを抑制するための急速な利上げ、サプライチェーンの混乱、天候不順、新型コロナウイルスの感染再拡大など、様々な要因により、製造業、サービス業、建設業、消費者のセンチメントが幅広く悪化している。最大の要因は高金利政策だと思われるため、センチメントの全般的な改善のためには利下げが待たれる。そこで、まずはインフレが沈静化していくかを注視する必要がある。

インフレ率は鈍化傾向を見込む

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、12月の+10.06%から1月は+10.38%へ加速したが、直近のピークである昨年11月の+10.74%は下回っている。今後、原油価格が極端に上昇しない限りは、ガソリンを含む「運輸」の伸び鈍化、更には電気料金を含む「住居」の伸び鈍化が想定される。依然として先行きの不確実性は高いものの、インフレ率は鈍化傾向で推移する公算が大きい。

財政収支は改善も減税議論に注目

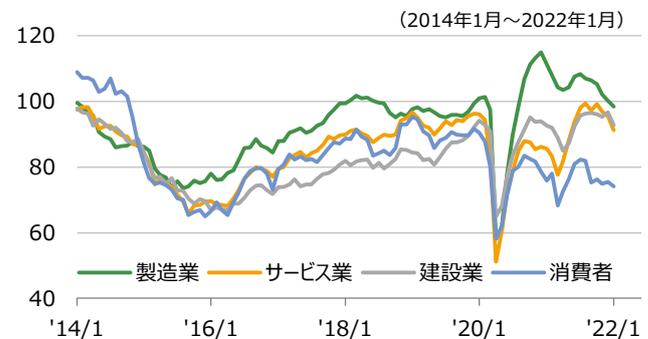
2021年の基礎的財政収支は2013年以来となる黒字を記録し、足元では政府債務残高（対名目GDP比）も低下基調となっており、財政は意外と悪くないことが市場にも浸透している。ただ、足元ではガソリンなどに対する減税法案が連邦議会で議論されている。減税でインフレ抑制効果が期待できる一方で、財政健全化への期待を削ぐ可能性もある。インフレ（経済）と財政のバランスが保たれるか要注目。

新型コロナウイルス新規感染者数と経済活動指数



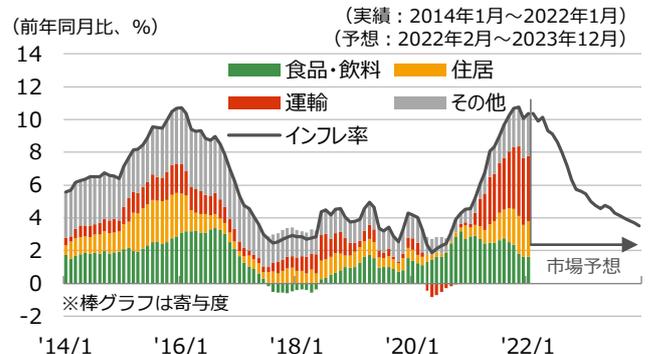
※新規感染者数は7日移動平均
(出所) CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成

FGV信頼感指数



(出所) ブルームバーグ

インフレ率と項目別寄与度



※市場予想はブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

基礎的財政収支と政府債務残高



※政府債務残高は2006年12月～ (出所) CEICより大和アセット作成



債券・金利

利上げサイクルは終盤戦へ

ブラジル中銀は昨年3月から計8.75%ポイントの利上げを実施し、政策金利は10.75%に達した。2月の金融政策決定会合では、前回と同じ1.50%ポイントの利上げを決定した上で、次回の利上げ幅縮小を示唆した。米国の想定を上回る金融引き締めや、政治リスクに対するブラジル中銀の断固とした姿勢を考慮し、今年末の政策金利の予想値を引き上げた。利上げサイクルは次々回の5月会合での終了を想定。

キャピタルゲインも期待できる局面に

2016年にインフレ率がピークアウトした後は、利下げに先んじて長期金利が低下した。現在は利上げサイクルの途中であるため、まだ長期金利は下がりづらい状況だ。しかし、利上げ打ち止めが意識されれば、次は来年からの利下げを織り込む展開が想定されよう。年内には長期金利が政策金利を下回る水準に低下（債券価格が上昇）すると見込む。

為替

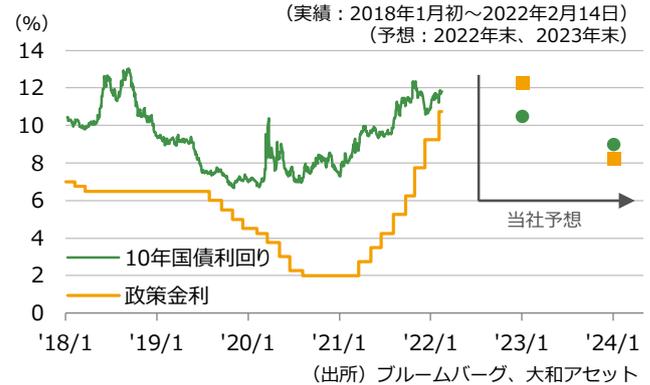
ブラジル株式への資金流入が顕著

ブラジル・レアルは昨年末から上昇傾向。海外からブラジル株式への資金流入のペースが加速しており、これがレアルを押し上げる一因になっているようだ。ブラジル株が買われている理由は、世界的なグロース株からバリュー株への資金シフトの一環、歴史的な割安水準に放置されていたブラジル株の見直し、などが指摘されており、この流れはしばらく続く可能性が高いとみられる。

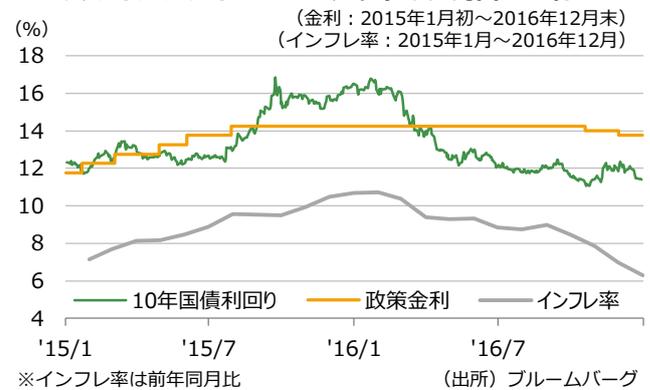
今後は貿易収支の改善にも期待

これからが大豆の収穫・輸出シーズンとなり、貿易収支の改善もレアル買い要因として存在感を増す可能性が高い。昨年も春先から6月ごろにかけてレアルは上昇したが、背景には過去最高額を記録した大豆の輸出があった。収穫量は天候に左右されるかもしれないが、それに伴う価格変動により、大豆の輸出額は昨年並みの高水準で推移する公算が大きい。

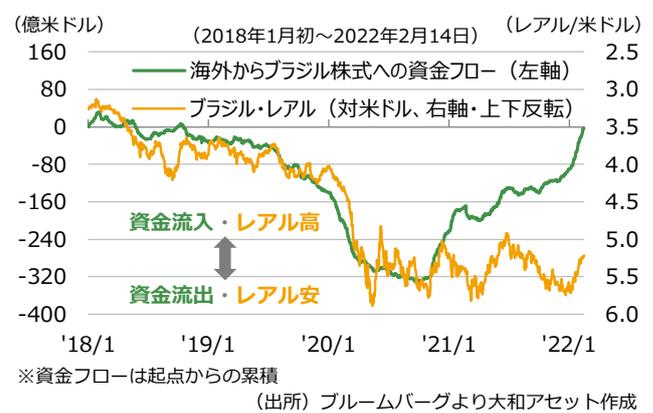
10年国債利回りと政策金利



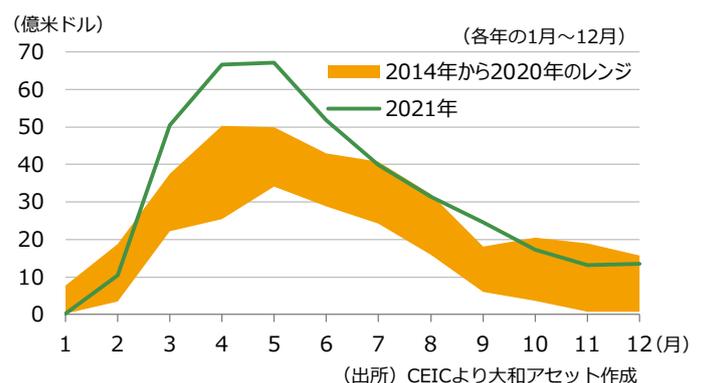
過去のインフレ率がピークアウトした局面の金利



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの大豆輸出額





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広がったが、多くの国でピークアウトがみられるなど、金融市場はさほど懸念していない模様。中国のように一部地域で厳格な移動制限措置を導入した国はみられず。モビリティ指数もインド、ベトナムを中心に改善した国が多く、景気回復が頓挫する可能性は低いと予想。

多くの新興国は接種率が60%以上

ワクチン接種に関しては、ロシアと南アフリカで接種率が低水準にも拘わらず、進捗はみられず。一方で、インド、インドネシアの接種ペースが加速したほか、多くの新興国は接種率が60%以上に到達。重症化予防効果が期待される中で、新興国は海外旅行者の受け入れも含めて、本格的に経済活動を再開するための環境が整いつつあると言えよう。

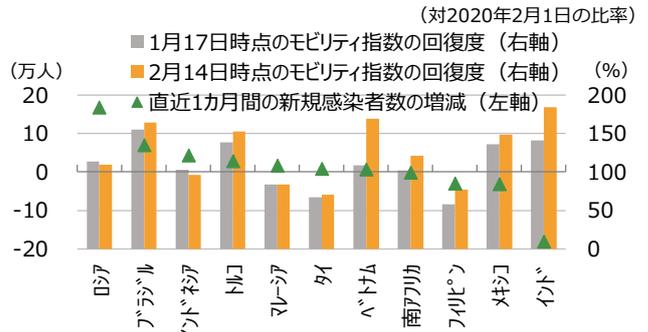
新興国の金融政策が乖離する局面へ

2021年はラテンアメリカ、東欧の国が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。利上げによる景気への押し下げ圧力にも注意が必要。一方で、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。

インドのインフラ投資加速に期待

インドの株価指数は、1月にも最高値を更新したが、足元は原油価格の動向や高いバリュエーションを受け、上値が重い展開に。しかし、中長期的には上昇余地があると見込む。2月1日に発表された2022/23年度予算案では、政府が本気を出してインフラ投資に取り組む姿勢が示された。モディ首相の改革への期待は引き続き高く、中長期的には高い経済成長見通しが株式市場を後押ししよう。

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

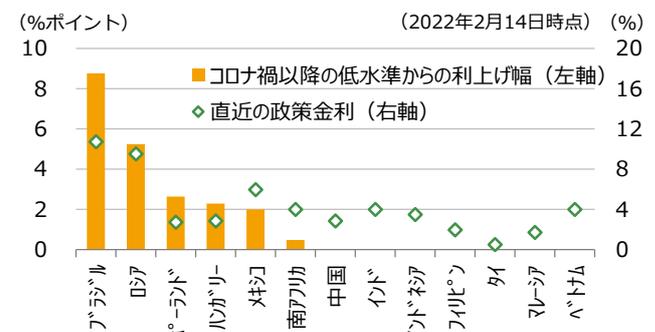
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2022年2月14日公表データより)

国	日付	接種完了	国	日付	接種完了
中国	'22/2/7	85%	ハンガリー	'22/2/14	64%
インド	'22/2/14	54%	ポーランド	'22/2/13	58%
ブラジル	'22/2/14	71%	マレーシア	'22/2/14	79%
ロシア	'22/2/14	49%	ベトナム	'22/1/13	73%
トルコ	'22/2/14	62%	タイ	'22/2/14	70%
メキシコ	'22/2/14	60%	インドネシア	'22/2/14	49%
南アフリカ	'22/2/12	29%			

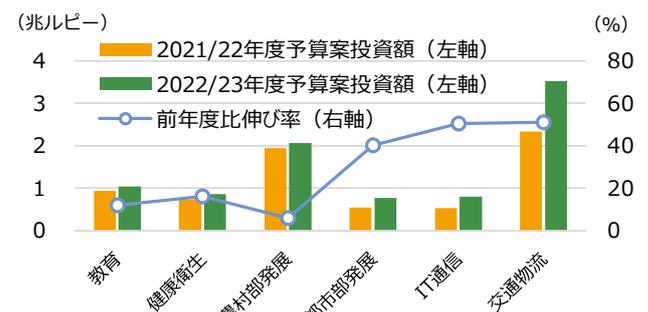
※太字は、直近1カ月で接種率が5%程度以上上昇した国。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

コロナ禍以降の金融正常化局面での利上げ幅



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インド2022/23年度予算案の主要な歳出項目



(出所) インド財務省2022/23年度予算案より大和アセット作成



株式

年初来は割安感のある国に資金流入

年初来の新興国株式市場はまちまちな動き。個別地政学リスクを抱える東欧の国を除いて、割安感のあるブラジル、フィリピン、インドネシアなどが上昇。バリュー株買いの流れもこれらの国の上昇を後押しした。一方で、割高感の強いインド、ベトナム等において利食い売りが出た模様。引き続き、足元は高値警戒感のある国や原油高の影響を受ける国などには警戒が必要。

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が、コロナ禍からの経済正常化に伴い、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。一方で、新興国株のバリュエーションも米ドル高の懸念により押し上げられにくい状況にある。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。

バリュエーションの低い国に注目

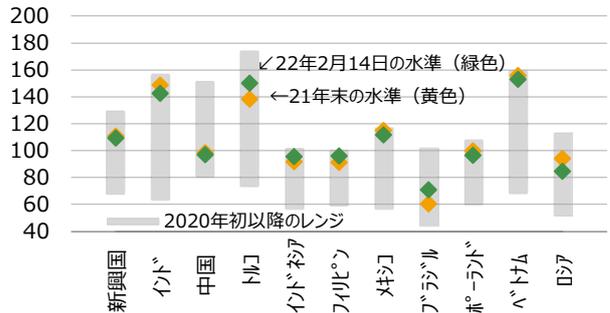
新興国の国別のバリュエーションをみると、インドの割高感が強い一方で、多くの国が過去平均を下回る水準にある。ASEAN諸国はコロナ禍からの景気回復に出遅れていることもあり、EPSに関しても上方修正余地は比較的大きいと考えられる。今後も、全体の方向感が定まらない中で、企業業績の回復余地が残されており、PERも低水準にあるASEANの株式市場に注目したい。

バリュー株優位の際に恩恵を受ける国

目先では、先進国のバリュー株が買われる場面で、新興国でも同様にバリュー株が選好されやすい。その際は、バリュー株の比率の高いロシア、ブラジル、インドネシア、マレーシア等が上りやすい。一方で、バリュー株買いが一巡する場合は、テック産業の割合の高い韓国と台湾、バリュー株の比率が特に低い中国、メキシコなどに買いが入りやすい。

年初来の新興国株式市場の変化

※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

MSCI新興国インデックスの業績見通し

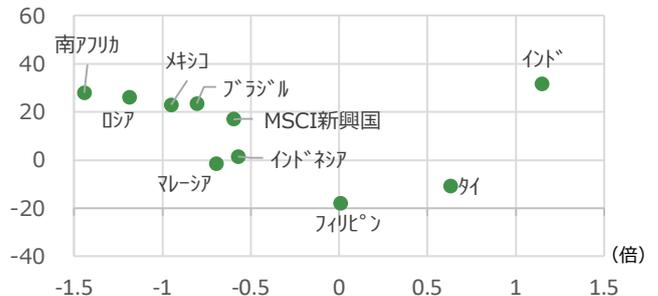
(2022年予想EPS: 2020年7月初~2022年2月14日)
(2023年予想EPS: 2021年7月初~2022年2月14日)
(EPSリビジョン: 2017年1月初~2022年2月4日)



※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

主要新興国の12カ月先EPSおよびPER

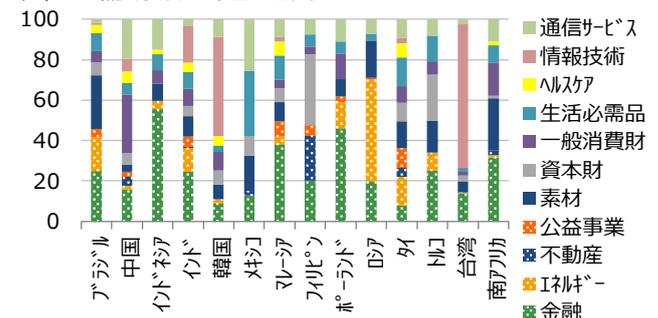
※縦軸は、12カ月先予想EPSのコロナ禍以降の調整幅 (2022年2月14日時点対2020年2月17日時点比、%)



※横軸は、12カ月先予想PERの過去5年平均からの乖離を標準偏差の倍数で表示したもの。 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI指数からみた各国のバリューセクターの比率

(%) ※点入りは、バリューセクター



※2022年2月9日時点 (出所) MSCIより大和アセット作成



債券・金利

米金利上昇も新興国の耐性が示される

2022年に入り、米金利が急速に上昇したが、新興国現地通貨債券市場では金利上昇幅はさほど大きくない。金利が大幅に上昇した国は個別要因を抱えるロシアとブラジルに限られ、新興国の米金利上昇に対する耐性が示された。今後も米国の金融政策正常化により新興国の金利が大幅に上昇する可能性は低いと言えよう。また、ブラジル等高金利の国は、インフレ懸念が和らぐ局面で投資妙味があるとみる。

インフレ圧力は依然として強い

足元は、アジアの国を除いて、多くの新興国ではCPI上昇率が中銀目標値を上回る水準にあり、インフレ懸念は強い。ベース効果の剥落や供給制約の解消が期待されるものの、コモディティ価格の一段の上昇もあり、当面インフレ懸念は後退しそうにない。予想以上の追加利上げを迫られるリスクに引き続き注意。

リート（アジア先進国含む）

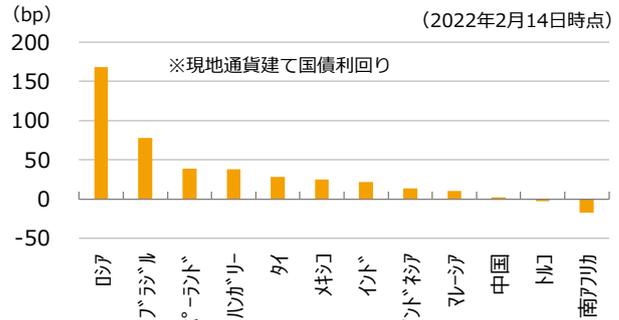
金利上昇を背景に上値の重い展開

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、1月は金利上昇を背景に下落基調となり、2月に入り割安感などから上昇するも上値の重い展開。当地域のインフレは比較的落ち着いているが、引き続き投資家センチメントに左右される展開となろう。多くの国でオミクロン株の影響が残るが、国境をまたいだ移動が徐々に緩和されつつある。観光や留学への影響に注目したい。

相対的に魅力的なバリュエーション

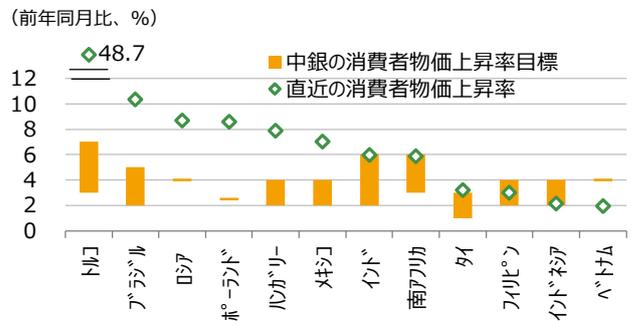
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は米国の影響を受けて先進国を中心に上昇傾向。ただ当地域の景気動向に過熱感はありません。各国中央銀行は慎重に金融政策を判断していくと想定。また当地域のバリュエーションが相対的に割安なことも金利上昇局面では相場を下支えしよう。

年初来の米金利上昇局面での新興国債利回りの変化



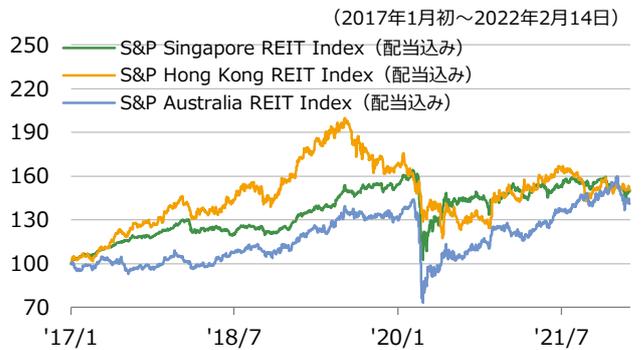
※トルコは7年、その他は10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



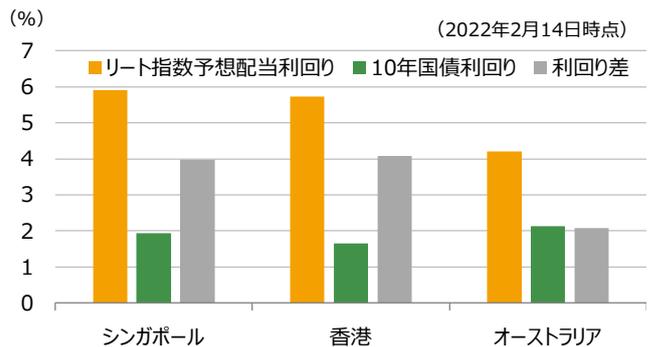
※マレーシアと南アフリカは2021年12月時点で、その他は2022年1月時点
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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

早期の利上げは新興国通貨にポジティブ

足元の米国金利上昇局面で、新興国通貨はまちまちな動きとなった。大幅下落する通貨はみられず、2021年に先行して大幅利上げを実施したブラジルなどの国においては、対米ドルで通貨の増価もみられ、新興国の耐性が示された。一方で、ウクライナ情勢などの地政学リスクがロシアをはじめとする東欧諸国への影響を注視する必要がある。

ASEAN株式市場へ海外資金が流入

2020年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インド、ブラジル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。かかる状況下、2021年10月以降は、株式市場を中心としたASEAN諸国への資金流入が観測されている。2022年以降中国を上回るGDP成長率が海外からの証券投資を後押しし、通貨を支えたと見込む。

資源国の経常収支が上向くと予想

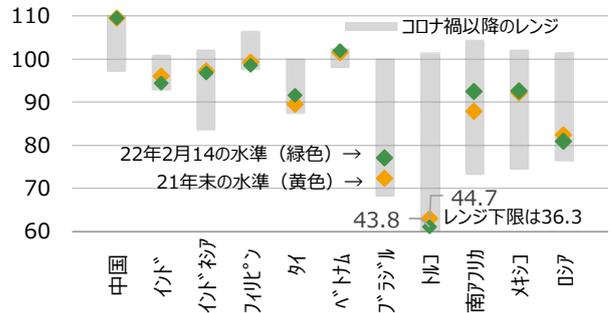
新興国の経常収支は主力産業の相違などで二極化が進むと見込む。以前の経常黒字国のタイは変異株の懸念もあり観光業の改善が2023年にずれ込むと見込まれる一方で、資源国のロシア、インドネシア、ブラジル、南アフリカ等においては、資源価格の高止まりの恩恵を受け経常収支が上向き、通貨の下支えになると見込む。

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年初来の変化

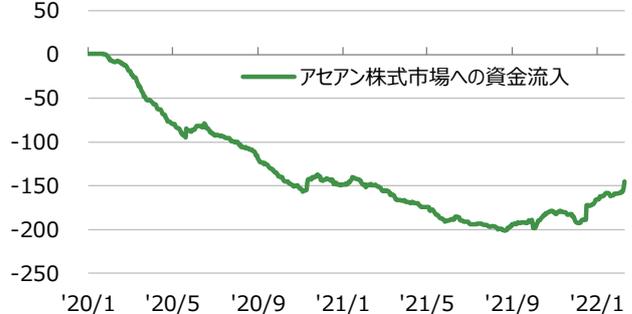
※縦軸は、2019年末=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ASEAN株式市場への海外マネーの流入

(億米ドル) (2020年1月21日～2022年2月9日)

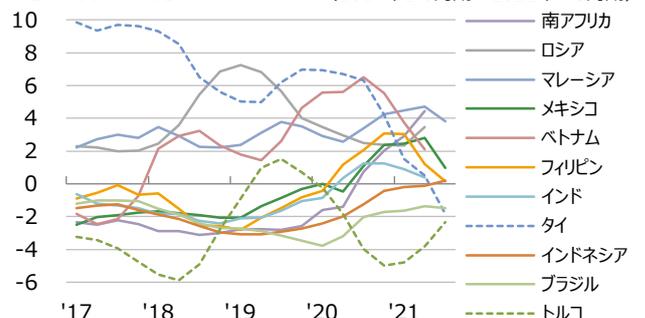


※累積ベース ※データ入手可能なインドネシア、タイ、フィリピン、ベトナムを集計 (出所) IIFより大和アセット作成

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)

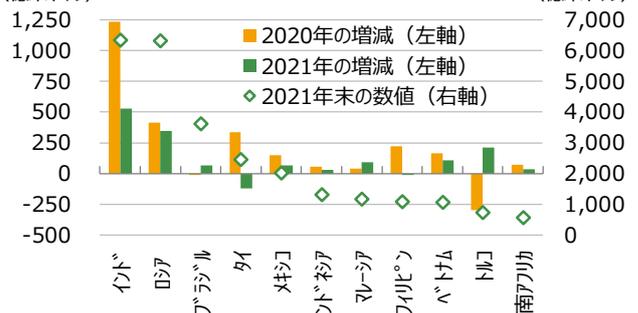


※4四半期の移動平均を計算したもの。※ロシア、南アフリカ、インド、ベトナムは4-6月期まで。(出所) CEICより大和アセット作成

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

供給不安の解消待ち

OPECプラスが目標以上に減産している（増産できていない）こと、米国の増産ペースが想定以上に緩慢であることを考慮し、WTI原油先物価格の今年末の予想値を64米ドルから75米ドルに引き上げた。ただし、足元の価格上昇はウクライナ情勢の緊迫化などを受けた過度な供給不足懸念によって押し上げられている側面が強いいため、これらの懸念が和らぐことで、原油価格には下押し圧力がかかると想定。

足元の原油価格上昇は主に供給要因

NY連銀は原油価格の変動を需要要因と供給要因に分解しているが、足元では明らかに供給要因が原油価格を押し上げていることが分かる。OPECプラスが目標通り生産量を増やせていないこと、ウクライナ情勢を中心とした複数の地政学リスクにより産油量が減少していること（その懸念が強まっていること）、米シェール企業が以前に比べて増産に消極的であること、などが作用しているようだ。

需要要因による押し上げ余地は限定的か

コロナショックから経済が立ち直る過程では、需要の回復（期待）が原油価格を押し上げたが、足元ではそのモメンタムが鈍化している。今後はオミクロン株の収束による景気回復が期待される一方で、価格上昇による購買力の低下や、世界的な金融引き締めが原油需要の増加を抑制するだろう。ビジネスサイクルも循環的に後退しやすい局面に入っており、需要面からの価格上昇圧力は限定的と思われる。

供給要因が当面の原油価格を左右

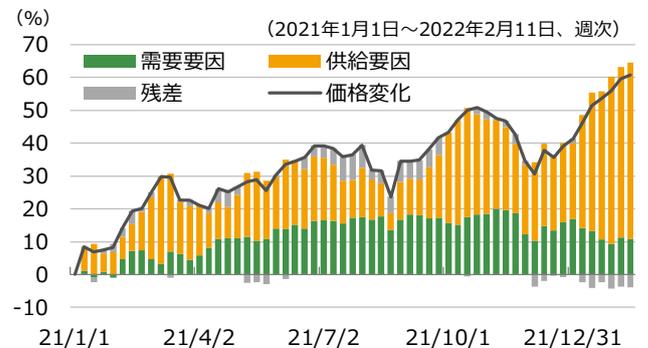
当面の原油価格は供給要因（特に米国、ロシア、イランの産油量）がカギを握る。米シェール企業が増産を進める、ウクライナ情勢が沈静化してロシアが増産を進める、イラン核合意が再建されてイランが増産を進める、ことで過度な供給不足懸念が和らぐことがメインシナリオ。ただし、いずれかの想定が崩れれば、原油価格は高止まり、場合によっては一段と上値を伸ばす可能性も高まるため、要注意。

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2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

北海ブレント原油価格の変動率とその要因



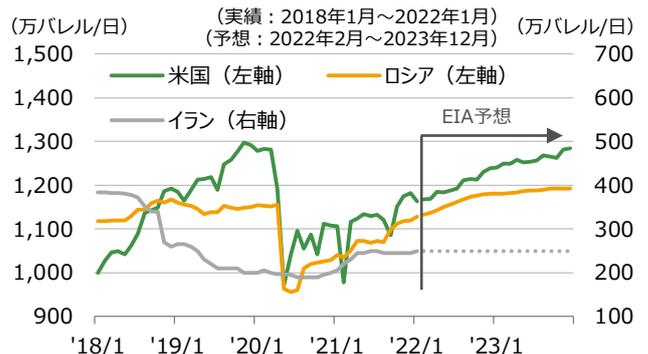
※起点からの累積
※棒グラフは寄与度 (出所) NY連銀より大和アセット作成

ISM製造業景況感指数と原油需要のトレンド乖離率



※原油需要は、NY連銀算出の原油価格変動における需要要因を使用
※トレンドはHPフィルター (λ=無限大) で計算
(出所) ブルームバーグ、NY連銀より大和アセット作成

米国・ロシア・イランの産油量



※EIAはイランの産油量予想を「現状からの横ばい」と仮定しているため、核合意が再建されれば現在の予想から上振れることになる (出所) EIA



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と言える。当面は、米国が金融政策の正常化を進める中で、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。今年末の金価格の予想値は1,620米ドルで維持する。

ウクライナ情勢の変化に注目

年初から米国の実質金利は上昇しているが、金価格は1,800米ドル前後での横ばい推移が続いている。ここまで金価格が底堅い最大の要因はウクライナ情勢の緊迫化にあると言える。したがって、同問題が沈静化すれば金は売られやすくなるだろう。また、実際にロシアがウクライナに侵攻したとしても、原油やパラジウムなどと異なり、金の供給量が減る（世界的に需給がタイト化する）懸念は小さい。

「有事の金」は本当か

「有事の金」とよく言われるものの、金価格は、戦争などの警戒感が高まる局面で上昇し、実際に始まると下落に転じる、というのが経験則である。ロシアのウクライナ侵攻への警戒感が高まれば高まるほど（市場の織り込みが進むほど）、実際に有事が起こった場合の出尽くし売りのインパクトも大きくなるだろう。また、すでに現在の金価格にはある程度の戦争プレミアムが乗っていることに注意したい。

インフレ抑制に失敗すれば大幅上昇か

一方、金価格が大きく上昇する可能性があるとしたら、FRBがインフレ抑制に失敗する時だろう。1970年代の米国では、インフレ率の加速に沿って金価格が急騰したことが分かる。また、インフレが沈静化すると金価格も下落している。今年前半のうちにインフレ率がピークアウトする可能性が高いと考えるものの、仮にインフレを制御できなくなれば、金価格が大きく上昇する可能性も出てこよう。

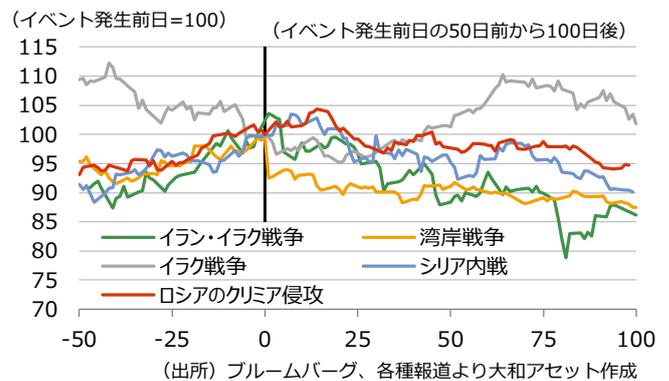
金価格と米国の実質金利（長期チャート）



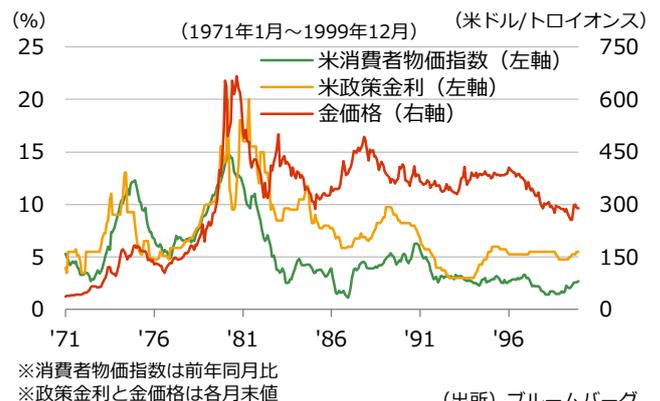
金価格と米国の実質金利（短期チャート）



地政学リスクが顕在化した前後の金価格



米インフレ急騰時の政策金利と金価格



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 上振れの継続	中	大	大	昨年来、インフレが上振れ。各国中央銀行が引き締めへ転じ始めたことや、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。
地政学リスクの 顕現化 あるいは後退	中	大	大	ロシアがウクライナに軍事侵攻するならば、短期的には金融市場全般に著しいリスクオフ圧力が掛かる。場合によってはロシアと欧米の軍事衝突に発展しかねないとの懸念が、市場心理を極端に悪化させよう。仮にロシアの実力行使に対し、欧米が経済制裁で対抗する場合は、資源・エネルギーや金融を中心に国際的なネットワークに断絶が生じ、市場の混乱を招く恐れがある。資源・エネルギー価格が高騰し、足元のインフレ上振れ懸念に拍車も掛かることも想定される。ウクライナ以外では、イランと国際社会との核合意の再交渉が頓挫すれば、原油価格の一段の高騰を招く恐れがあり、世界的に景気回復の腰折れが生じかねない。一方、外交により何らかの合意が得られ、軍事紛争が回避される場合は、短期的にリスクオフからの巻き戻しが株式市場を中心に発生しよう。
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	中	中	中	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へ。金融は極端に緩和的な状態に逆戻りし、長期金利は大きく低下へ。現状は多くの国でウィズコロナでも行動制限を解除する方向にあるが、新たな変異株が発生し、再び行動制限を強化せざるを得ない事態も否定できず。行動制限が強化されれば、先進国の株価も下落しよう。新興国は景気低迷が長期化し、政府および民間部門の返済能力不足や米ドル不足などの脆弱性が露呈し、株、債券、為替等、金融資産全般に下落圧力がかかる。為替はリスクオフと内外金利差縮小が円高要因となる。
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る。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。
米中対立の さらなる激化	小	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。中国の第1段階の貿易協定の達成度も低く、対立激化リスクは残存している。対立激化なら先進国株は企業業績への悪影響が意識され下落しよう。為替はリスクオフの円高に振れやすい。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。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。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。
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、過去の文化大革命などが想起され、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発生も。新興国においては、中国経済と相対的につながりの深い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、資源国・新興国は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

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		2/14	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-2.25
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	2.85%	-0.10	-0.10	-0.45
ブラジル	セリック・レート	10.75%	1.50	8.75	4.25
英国	バンク・レート	0.50%	0.25	0.40	-0.25
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.25
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.25	-2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	6.00%	0.50	2.00	-2.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	9.50%	1.00	5.25	1.75
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-3.00	-10.00

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		2/14	1カ月	1年	3年
米国		1.99%	0.20	0.78	-0.67
ドイツ		0.28%	0.33	0.71	0.18
日本		0.22%	0.08	0.15	0.23
カナダ		1.91%	0.13	0.88	0.03
豪州		2.14%	0.29	0.92	-0.01
中国		2.80%	0.00	-0.45	-0.29
ブラジル		11.80%	0.44	3.50	2.70
英国		1.59%	0.44	1.07	0.44
インド		6.67%	0.08	0.68	-0.67
インドネシア		6.51%	0.12	0.29	-1.48
メキシコ		7.82%	0.13	2.23	-0.56
ロシア		10.02%	0.77	3.22	1.51
トルコ		21.07%	-1.71	8.55	6.42

株価指数		直近値 期間別変化率			
		2/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,566	-3.7%	9.9%	35.9%
	S&P500	4,402	-5.6%	11.9%	60.3%
ユーロ圏	STOXX 50	4,064	-4.9%	10.0%	27.7%
日本	日経平均株価	27,080	-3.7%	-8.3%	28.1%
	TOPIX	1,931	-2.4%	-0.2%	21.4%
中国	MSCI中国	83.19	-2.3%	-35.1%	3.5%
インド	MSCIインド	1,951	-8.5%	13.6%	56.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,962	0.6%	4.2%	-2.9%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,472	-1.6%	32.0%	54.6%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		2/14	1カ月	1年	3年
米ドル		115.54	1.2%	10.1%	4.6%
ユーロ		130.64	0.2%	2.7%	4.7%
カナダ・ドル		90.76	-0.2%	9.7%	9.2%
豪ドル		82.35	0.0%	1.1%	4.9%
人民元		18.18	1.2%	11.2%	11.6%
ブラジル・リアル		22.15	7.4%	13.4%	-25.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		2/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	23,809	-6.7%	21.6%	31.4%
日本	東証REIT指数	1,894	-5.1%	-1.7%	2.9%

英ポンド		156.32	0.1%	7.5%	10.5%
インド・ルピー		1.53	-0.8%	5.9%	-1.6%
インドネシア・ルピア		0.81	1.0%	7.3%	2.9%
フィリピン・ペソ		2.25	0.9%	2.9%	6.1%
ベトナム・ドン		0.51	1.1%	11.0%	6.3%
メキシコ・ペソ		5.66	0.6%	7.5%	-1.4%
ロシア・ルーブル		1.51	1.0%	5.9%	-9.0%
トルコ・リラ		8.50	0.4%	-43.0%	-59.4%

商品		直近値 期間別変化率			
		2/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	95.46	13.9%	60.5%	75.4%
金	COMEX金先物価格	1,868	2.8%	2.5%	42.6%

※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2月14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



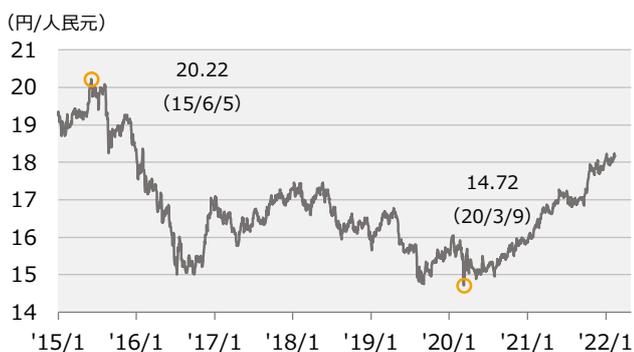
カナダ・ドル



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2月14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	1.00~1.25%	▲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4回（1.00%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。新規の資産買入れを縮小 2%近辺のインフレ率見通しを背景に、極めて緩和的な金融政策からの出口に向かう 	<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	日本	欧米	その他地域	
2022年	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） ●世界経済フォーラム年次総会（ダボス、22-26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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●カナダ金融政策決定会合（月内）
	2月			<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会（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：2022年2月14日)

(発行日：2022年2月18日)