

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

4

APR. 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



ウクライナ情勢とスタグフレーションへの懸念

- Ⅰ 過去1カ月の大きな変化は、言うまでもなくウクライナ情勢の緊迫化。基本的にはコロナ禍後の流れを増幅させるもので、ベクトルの方向が変わるわけではないと考えている。
- Ⅱ ウクライナ情勢の緊迫化が景気悪化・インフレ加速要因であることから、最近「スタグフレーション」と呼ばれることも多い。しかし、各国で潜在成長率を上回る成長が続くことが見込まれ、「スタグ（景気後退入り）」は想定されない。過度に悲観的になることには注意したい。



- 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 … インフレ高進により金融政策への不透明感が残る。バリュエーションも割安とは言えず。
- 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 … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
- 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。



- 経 … ウクライナ情勢の影響を受け、供給制約の継続と物価上昇が経済成長を抑制へ。
- 株 … ウクライナ情勢への懸念が先進国内で最も株価に反映され易い。
- 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 … 高インフレ率に伴う利上げ観測がユーロ高要因だが、景気減速懸念がユーロ安要因に。



- 経 … オミクロン株収束傾向も資源価格高騰やウクライナ情勢悪化により回復は先送りへ。
- 株 … 原油価格高騰などの影響は他国と変わらず。内需の回復に注目。
- 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 … 公募増資は一段落。4月初を抜けると需給面での悪材料は一巡し、緩やかな上昇へ。
- 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 … ウクライナ情勢の緊迫化に対して、労働市場の回復や交易条件の改善などが緩衝材に。
- 債 … 目先は利上げ継続。4月にQT開始を決定し、バランスシートは速やかに縮小。
- 為 … エネルギー価格上昇による交易条件の改善や金融政策の正常化期待が下支えに。



豪州

- 経 … 労働市場の順調な回復に加え、ウクライナ情勢の緊迫化は豪州経済のプラス要因に。
- 債 … 年内2回の利上げを想定。RBAは保有債券を再投資せずバランスシートは緩やかに縮小。
- 為 … ウクライナ情勢は交易条件の改善や金融政策正常化の流れを促し豪ドル高要因に。



中国

- 経 … 3月以降は景気モメンタムが徐々に強まろうが、ゼロコロナ政策で下方リスクが残る。
- 株 … 米上場廃止や対口制裁の飛び火などが懸念され、オフショア市場の見通し悪化が重し。
- 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レアル高要因。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

ウクライナ情勢の緊迫化

過去1カ月の大きな変化は、言うまでもなくウクライナ情勢の緊迫化。その先行きを予想することは非常に困難である。ただ、それゆえに見通しを放棄するというわけにはいかないため、当社ではいくつかの前提を置いている。基本的にはコロナ禍後の流れを増幅（インフレ加速要因）させるもので、ベクトルの方向が変わるわけではないと考えている。

エネルギー高を通じた景気への影響大

まず、世界経済（GDP）における、ロシア・ウクライナのシェアはわずかであることから、両国経済の停滞による世界経済の落ち込みは限定的と想定。一方、ロシアは石油等の主要産出国であることから、国際経済からロシアの切り離しが進むことを前提に、高水準のエネルギー価格が継続する。それは景気悪化要因であると同時に、インフレ加速要因でもある。

金融市場

ショックと金融政策のバランスの悪さ

ただ、コロナ禍後と大きく異なるのが金融政策のスタンス。新型コロナの感染拡大は金融緩和要因であったものの、ウクライナ情勢の緊迫化は景気よりもインフレを加速させるものと捉えることができる。そのため、各国中央銀行はインフレ抑制のために金融政策正常化に進むことになり、そのバランスの悪さが株式などのリスク資産の調整をもたらしている。

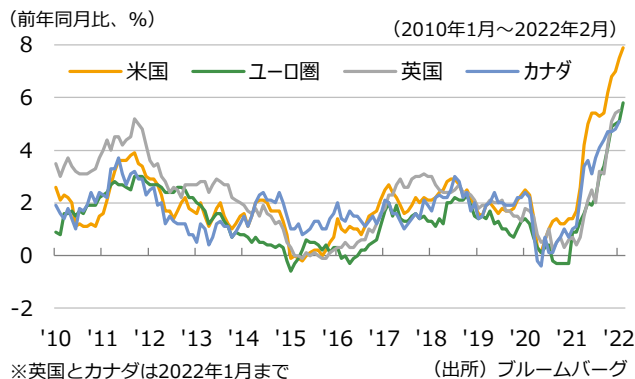
スタグ（景気後退入り）は想定されない

ウクライナ情勢が景気悪化・インフレ加速要因であることから、最近「スタグフレーション」と呼ばれることも多い。しかし今は新型コロナ禍後の景気回復局面にあり、「強制貯蓄」等を背景に各国で潜在成長率を上回る成長が続くことが見込まれる。つまり、「スタグ（景気後退入り）」は想定されない。インフレ抑制のためにはむしろ景気減速が必要とも言え、過度に悲観的になることには注意したい。

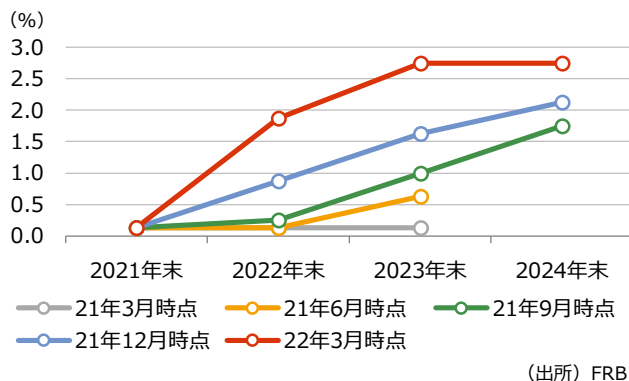
世界株式



先進国の消費者物価指数



FOMC参加者のFFレートの見通し



ウクライナ情勢のユーロ圏経済への影響（ECB）

(%)

メインシナリオ	2022年	2023年	2024年
実質GDP成長率	3.7	2.8	1.6
インフレ率	5.1	2.1	1.9
深刻なシナリオ	2022年	2023年	2024年
実質GDP成長率	2.3	2.3	1.9
インフレ率	7.1	2.7	1.9

深刻なシナリオでも潜在成長率を上回る成長が続く

(出所) ECB

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。ウクライナ情勢の影響を受け、供給制約の継続と物価上昇が経済成長を抑制へ。オミクロン株収束傾向も資源価格高騰やウクライナ情勢悪化により回復は先送りへ。ウクライナ情勢の緊迫化に対して、労働市場の回復や交易条件の改善などが緩衝材に。労働市場の順調な回復に加え、ウクライナ情勢の緊迫化は豪州経済のプラス要因に。3月以降は景気モメンタムが徐々に強まろうが、ゼロ・コロナ政策で下方リスクが残る。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				インフレ高進により金融政策への不透明感が残る。バリュエーションも割安とは言えず。ウクライナ情勢への懸念が先進国内で最も株価に反映され易い。原油価格高騰などの影響は他国と変わらずリスク。内需の回復に注目。米上場廃止や対ロ制裁の飛び火などが懸念され、オフショア市場の見通し悪化が重し。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。目先は利上げ継続。4月にQT開始を決定し、バランスシートは速やかに縮小。年内2回の利上げを想定。RBAは保有債券を再投資せずバランスシートは緩やかに縮小。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。※脚注参照 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。公募増資は一段落。4月初を抜けると需給面での悪材料は一巡し、緩やかな上昇へ。
	日本				

商品	原油				脱ロシアの流れは不可逆的であり、原油需給の逼迫状態は継続。ウクライナ情勢の緊迫化と米国のスタグフレーションへの懸念は相当程度織り込まれた。
	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）

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

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。高インフレ率に伴う利上げ観測がユーロ高要因だが、景気減速懸念がユーロ安要因に。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。エネルギー価格上昇による交易条件の改善や金融政策の正常化期待が下支えに。ウクライナ情勢は交易条件の改善や金融政策正常化の流れを促し豪ドル高要因に。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レアル高要因。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、ルビ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。※脚注参照 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

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	2021年	予想値 2022年	2023年	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	-3.4	5.7	3.5	2.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.75 ~ 2.00	2.00 ~ 2.25	0.91	1.51	2.2	2.2
ユーロ圏*1	-5.9	5.3	2.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	-0.57	-0.18	0.1	0.1
日本	-4.5	1.6	2.4	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.2	0.2
カナダ	-4.8	4.6	3.7	2.5	0.25	0.25	1.50	1.50	0.68	1.43	2.0	1.9
豪州	-2.2	4.7	4.3	3.0	0.10	0.10	0.50	1.25	0.97	1.67	2.1	2.2
中国	2.2	8.1	5.0	5.4	2.95	2.95	2.65	2.65	3.15	2.78	2.8	3.0
ブラジル	-3.9	4.6	0.2	1.9	2.00	9.25	12.75	8.75	7.31	10.94	11.0	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末		実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	30,606	36,338	35,800	37,500	米ドル	103.25円	115.08円	118円	117円
NYダウ	7.2%	18.7%	-1.5%	4.7%		-4.9%	11.5%	2.5%	-0.8%
米国	3,756	4,766	4,600	4,820	ユーロ	126.18円	130.90円	130円	130円
S&P500	16.3%	26.9%	-3.5%	4.8%		3.6%	3.7%	-0.7%	0.0%
欧州	3,553	4,298	3,890	4,160	カナダ・ドル	81.13円	91.08円	96円	94円
STOXX 50	-5.1%	21.0%	-9.5%	6.9%		-3.0%	12.3%	5.4%	-2.1%
日本	27,444	28,792	29,000	32,500	豪ドル	79.47円	83.68円	91円	93円
日経平均株価	16.0%	4.9%	0.7%	12.1%		4.2%	5.3%	8.7%	2.2%
日本	1,805	1,992	2,070	2,280	中国人民元	15.89円	18.09円	18.9円	19.0円
TOPIX	4.8%	10.4%	3.9%	10.1%		1.8%	13.9%	4.5%	0.5%
中国	108.58	84.29	85	90	ブラジル・レアル	19.89円	20.65円	24.1円	22.5円
MSCI	26.7%	-22.4%	0.8%	5.9%		-26.3%	3.8%	16.7%	-6.6%

	リート			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 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

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	2021年	予想値 2022年	2023年	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値 2020年末	2021年末	予想値 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	1.0	2.5	4.25	5.50	8.00	8.00	5.55	7.57	8.2	7.5
ロシア*4	-3.0	4.7	-	-	4.25	8.50	-	-	6.27	8.44	-	-
トルコ	1.6	11.0	2.9	4.1	17.00	14.00	14.00	14.00	12.42	23.18	20.0	18.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末		実績値 2020年末	2021年末	予想値 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	1.53円	1.52円
MSCI	-9.5%	1.5%	15.0%	1.3%		-7.1%	9.5%	-1.2%	-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	0.819円	0.813円
VN指数	14.9%	35.7%	3.5%	1.9%		-5.7%	9.3%	1.4%	-0.7%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.27円	2.25円
						0.1%	5.2%	0.5%	-0.9%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.527円	0.532円
						-4.5%	12.7%	4.5%	0.9%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	5.62円	5.44円
						-9.5%	8.0%	0.2%	-3.2%
					ロシア・ルーブル*4	1.40円	1.53円	-	-
						-20.4%	9.7%	-	-
					トルコ・リラ	13.9円	8.6円	7.7円	6.6円
						-23.8%	-38.5%	-10.0%	-14.3%

※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（2021年は実績見込み）

*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 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(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

2022年の成長見通しを下方修正

ウクライナ情勢の緊迫化を受け、その先行きを予想することは非常に困難であるものの、①サプライチェーンの混乱（継続）等による供給制約が成長を抑制すること、②エネルギー価格の高騰が消費を減退させること、から2022年のGDP見通しを従来の前年比+4.0%から同+3.5%へと引き下げる。それでも1.8%程度の潜在成長率を上回る成長は続き、景気後退入り（スタグフレーション）は想定されず。

ISM景況感指数は次回3月の数値に注目

2月のISM景況感指数は製造業・非製造業ともに、ここ数カ月で鈍化傾向にあるが、それでも50台後半の高水準を維持している。とはいえウクライナ情勢緊迫化前の数値であり、「過去形」と捉えるべき。次回3月の数値が注目され、仮に50を割れば景気後退入りが意識されることになろう。また、ここ数カ月で見えつつあった供給制約解消の兆し（入荷遅延指数の低下）もご破算に。

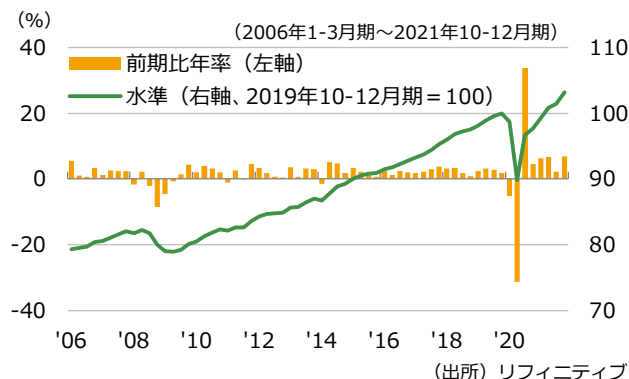
労働市場はコロナ前よりひっ迫

2月の非農業部門雇用者数は前月比67.8万人増となり、強い労働市場が継続していることを示す。新型コロナ直前（2020年2月）の水準まであと約210万人で、昨年1月以降は月間平均56万人増であることから、4カ月後にはコロナ前の水準を回復することになる。しかし、労働参加率はコロナ前の水準を下回っていることから、労働市場がよりひっ迫していることを意味し、賃金はより上昇しやすい。

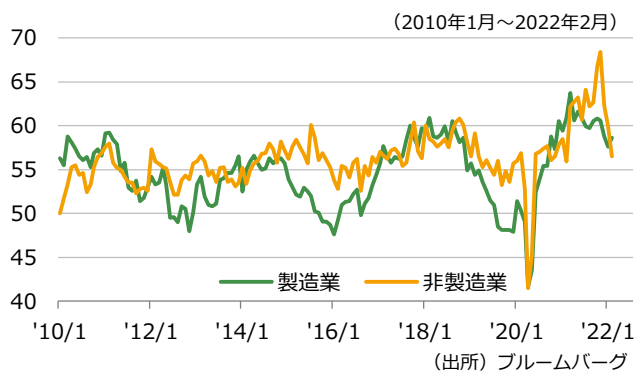
インフレ率は約40年ぶりの高水準

2月CPIは総合で前年比7.9%、コアは同6.4%とそれぞれ約40年ぶりの高水準。ウクライナ情勢緊迫化による原油価格高騰前のものであり、3月の数値は一段の上振れが想定される。懸念されるのは食品とエネルギー価格を除外したコア指数も高水準にあること（物価上昇に拡がり）と、物価上昇が賃金の伸び率（2月の前年比5.1%）を上回っているために実質賃金が下落していること（消費が減退）。

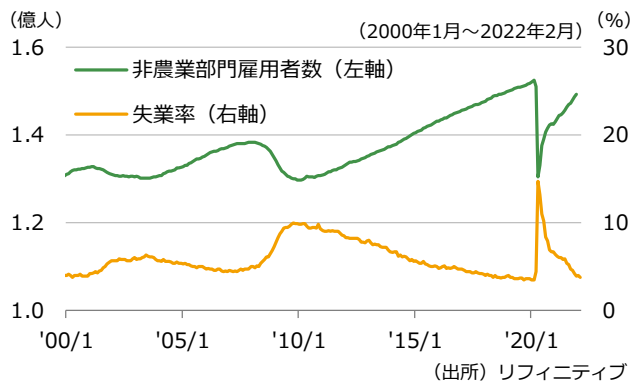
実質GDP



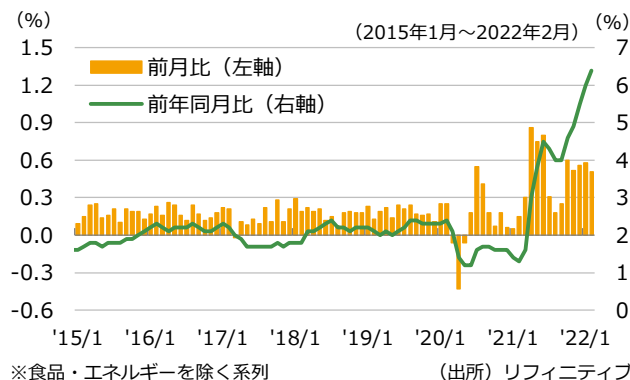
ISM景況感指数



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。インフレ懸念とウクライナ情勢により、S&P500は下落も12カ月先予想EPSベースのPERは依然過去平均を上回る。S&P500の予想値は2022年末：4,600pと前回から引き下げるものの、ウクライナ情勢の落ち着きや金融政策の不確実性後退を前提に、年後半には株価の反発余地があると考え。しかし、予想EPSの切り下がりリスクもあり、目先はまだ不安定さが残る。

市場として見たロシアは小さい

ウクライナ情勢が株式市場に与える経路は、①制裁によるロシア向け売上の消失、②ロシアとウクライナからの輸入停滞、③鉱物資源や穀物価格上昇によるインフレ圧力の高まり、が主なものになると考える。このうち、ロシア向け売上は、GDPや自動車市場を勘案すれば多くの産業にとって1桁台前半の影響に留まるとみられ、限定的と考える。問題は調達とインフレへの影響となる。

エネルギー調達リスクは相対的に低い

調達面は、ロシアやウクライナの生産シェアが高い鉱物資源やエネルギー資源の調達に対する不確実性の上昇が挙げられる。このうち、鉱物資源調達リスクは他国と同様も、企業の在庫対応もあり即座に影響が出るまでには至らないと予想。また、米国は先進国内で数少ないエネルギー自給率が100%を超える国であり、エネルギー調達の不確実性は低い。米国は相対的に調達面のリスクは小さいと考える。

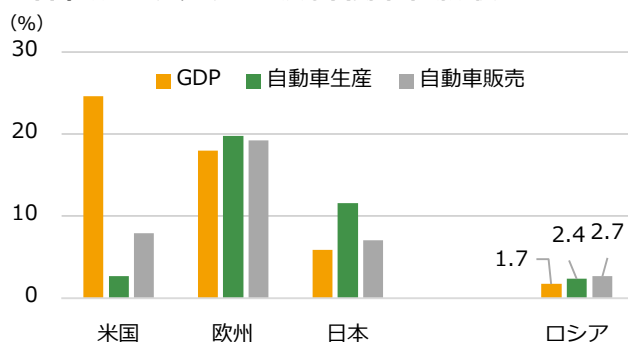
インフレ動向は注視

3月のミシガン大学消費者信頼感は59.7に低下。今後1年の予想物価上昇率は5.4%と前月からもう一段上昇した。物価上昇が消費者マインドに与える悪影響が強まる中、エネルギー価格高騰によりインフレ率がもう一段高まるリスクもある。株式市場のセンチメント改善には、金融引き締め効果発現などによる物価の落ち着きが求められる状況にあると考えられ、当面はインフレ指標を注視したい。

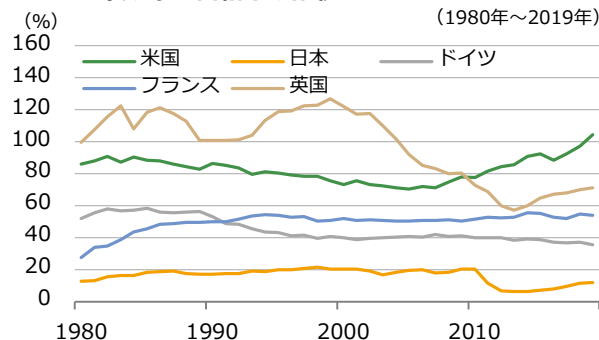
S&P500の推移



日米欧・ロシアのGDP及び自動車市場規模

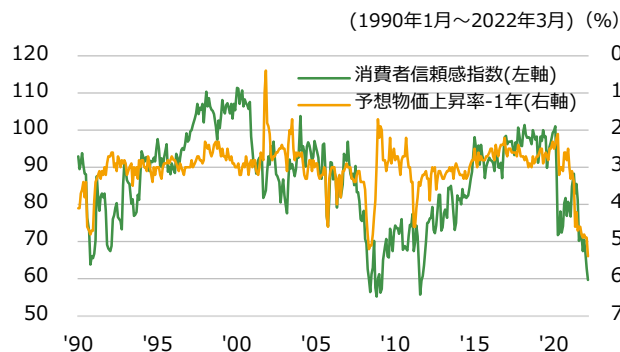


1次エネルギー自給率の推移



※1次エネルギーは化石燃料、原子力、再生可能エネルギーの合計（原子力は自国産扱い）

ミシガン大学消費者信頼感指数



※右軸の予想物価上昇率は上下反転



債券・金利

FRBはインフレ抑制に舵を切る

3月FOMCでは0.25%ポイントの利上げが決定された。また、FOMC参加者のFFレートの見通しでは、2022年に計7回（利上げ幅が0.25%の場合。うち1回は3月に実施済）、23年に計3.5回、の利上げを行う意向が示された。さらには、バランスシートの縮小を早ければ今年5月FOMCで開始することも示唆された。ウクライナ情勢緊迫化によるインフレ上振れ見通しもあり、FRBはインフレ抑制に舵を切る。

政策金利・長期金利の見通しを修正

ウクライナ情勢緊迫化と3月FOMCを受け、政策金利の見通しを今年末2.0%（従来1.25%）、来年末2.25%（従来1.75%）へと改めた。2023年の利上げ幅がFRBの見通しよりも少ないのは、バランスシート縮小の金融引き締め効果を考慮したこと因る。同時に長期金利の見通しも今年末2.2%（従来1.9%）、来年末2.2%（従来1.75%）へと修正。

リート

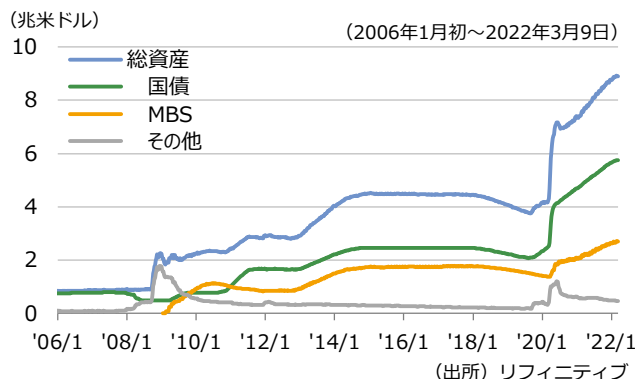
不透明な外部環境の中、横ばい

米国リート市場は、2月半ばから3月半ばにかけて、リスク回避による金利低下から一時上昇する局面もあったものの、おおむね横ばいでの推移。2021年10-12月期決算はおおむね堅調。リートは資源価格上昇の影響が比較的少なく、賃料上昇を背景とした堅調なキャッシュフロー成長が2022年も継続する見通し。ただ金利上昇はネガティブなため金利動向には注意を払いたい。

ボラタイルな金利動向

ウクライナ情勢の悪化を受けて供給制約は一段と強まり、資源価格上昇によるインフレ圧力が高まっている。一方で需要は堅調で中央銀行は難しい舵取りを迫られよう。また信用スプレッドが拡大傾向にあり、リーートの負債コスト上昇要因となるため金利動向とともに注意したい。

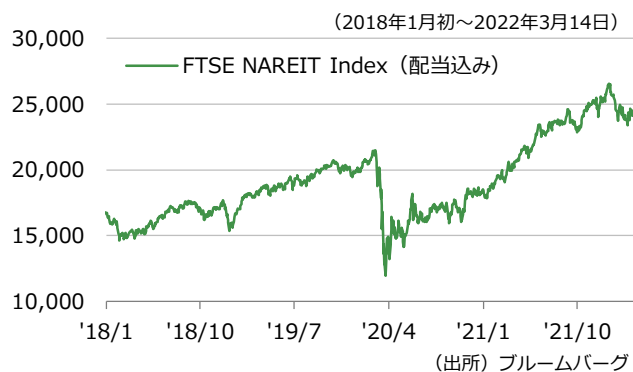
FRBの総資産残高と内訳



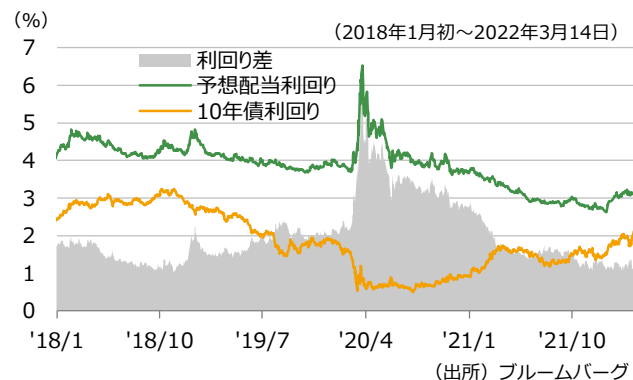
米国金利の推移：実績と予想



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上昇

日米5年国債金利差と米ドル円には高い連動性がある。FRBの利上げやバランスシート縮小の見通しで米金利が上昇し、日米金利差拡大とともに米ドル円が上昇した。ただ、ウクライナ侵攻への懸念で米金利が低下する局面も出てきた。米金利の上昇余地は多少あるだろうが、インフレや金融引き締めが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1.8%なら米ドル円は116.5円を中心に113.5~119.5円（推計値±標準誤差×2）に、金利差が2.0%なら118.0円を中心に115.0~121.0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円を大幅に超える可能性は低いと見ている。

米実質金利低下も米ドル安効果は限定的

2月にかけては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で実質金利が上昇したが、ロシアのウクライナ侵攻により期待インフレ率が上昇する一方で実質金利が低下した。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。ただ、世界的な動きであるため、米ドル安効果は限定的だ。

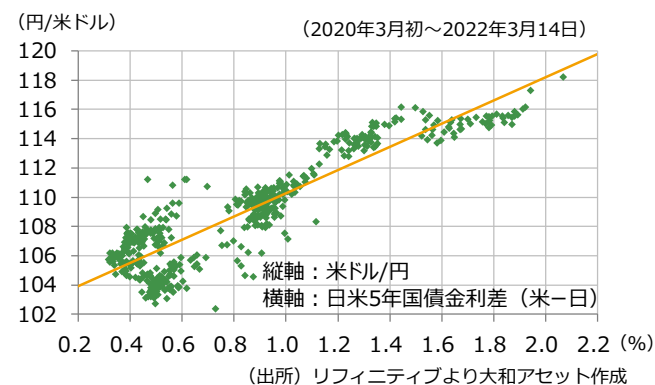
米中間選挙年は米ドル円下落リスク高い

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。

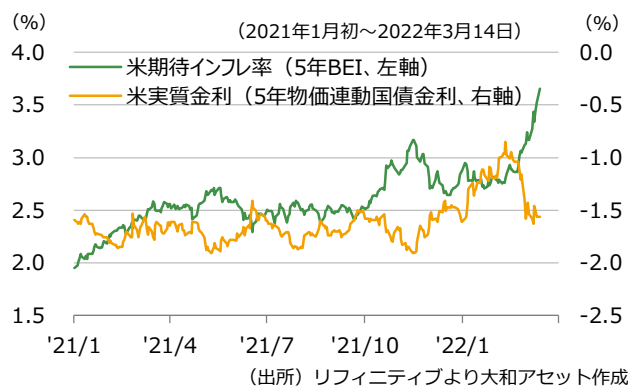
日米5年国債金利差と米ドル円



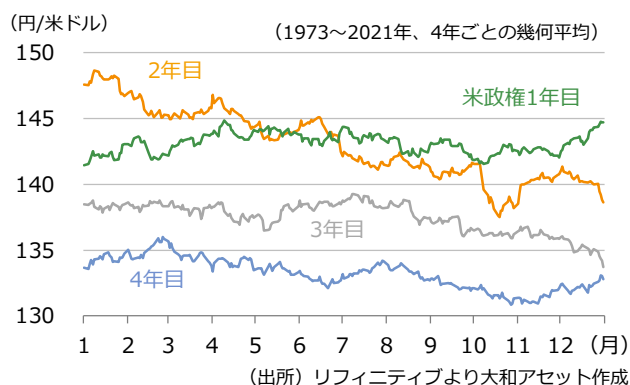
日米5年国債金利差と米ドル円



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1.0%）となり、7-9月期の前期比2.3%（年率9.3%）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が、実質GDPはコロナ発生前の水準を回復した（2019年10-12月期を100として100.17に到達）。ウクライナ情勢による供給制約の継続と物価上昇の影響で経済成長ペースは抑制されと考えられる。

サービス業の企業景況感が改善

マークイットPMIは2月に製造業が小幅低下したが、サービス業は大幅に改善した。製造業は生産が鈍化したものの、供給制約には緩和の兆しが見える。新型コロナ感染が減少して規制措置が緩和されたために個人のサービス需要が回復した。ただ、投入価格・産出価格ともに上昇が続いており、物価上昇が需要拡大を抑制する可能性がある。また、ウクライナ情勢が需要を抑制、供給を制約する可能性もある。

雇用情勢の改善が個人消費を下支え

失業率は1月に6.8%まで低下（ドイツは2月に5.0%に低下し、コロナ前の水準に並んだ）。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ある。1月の実質小売売上高は新型コロナ感染再拡大の影響が残り低調だったが、コロナ前の上昇トレンドに回帰した状況に変化はない。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。

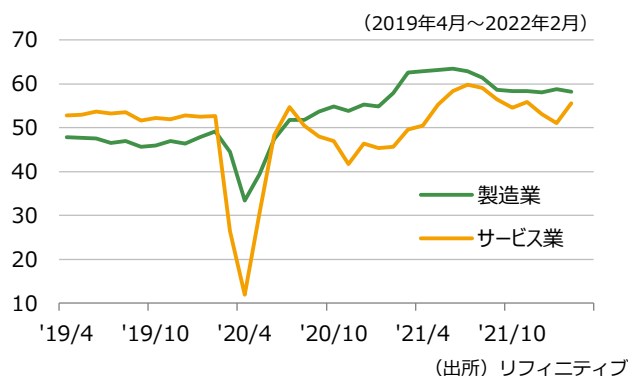
エネルギー高によりインフレ率が上振れ

2月の消費者物価指数は総合で前年同月比5.8%、コアで2.7%（1月各5.1%、2.3%）と加速。総合はエネルギー高の影響が大きいが、供給制約やコスト高の価格転嫁がコアの物価上昇圧力になっている。ウクライナ侵攻の影響により商品価格が一段と上昇しているため、総合・コア指数ともに物価上昇率が高止まりする可能性がある。賃金上昇率の動向もインフレ率に影響を与える一因として注目される。

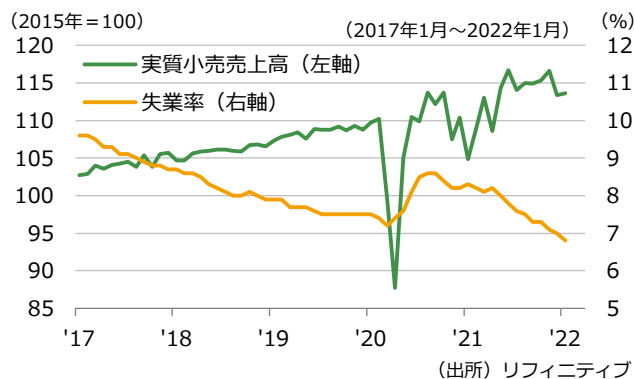
実質GDP



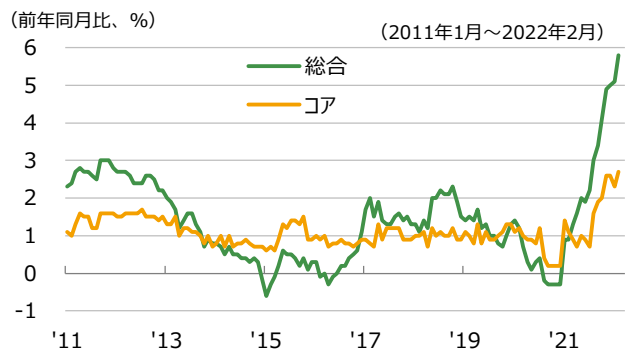
マークイットPMI



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も不確実性は高い

欧州株の判断は中立を継続する。先進国株の中でウクライナ情勢の影響を最も受けやすい一方、年初来下落率は約15%と日米株を上回る。ウクライナ情勢の好転で株価が反発する局面もあると考えるが、問題の落ち着き所が見えるまでは不安定な動きになり易いとする。エネルギー面でロシア依存度が高く、日米と比べて今後の調達に不確実性があることも考慮すると、積極的なスタンスは取り難い。

エネルギー調達はリスク

3月8日に欧州委員会は今後のエネルギー政策となる「REPowerEU」を公表。2030年までにロシア産化石燃料からの脱却を目指すとした。しかし、当面ロシア産のエネルギーに依存する状況は変わらない。ロシアの政策次第でエネルギー調達の不確実性が高まる点は、欧州株における重しであり、ウクライナ情勢に振られ易い状況は続くと思われる。

債券・金利

ECBは資産購入終了と利上げを示唆

ECBは3月理事会でAPP（資産購入プログラム）での毎月の純資産購入を4月400億ユーロ、5月300億ユーロ、6月200億ユーロとし、中期的インフレ見通しが弱まらないようであれば7-9月期に資産購入を終了するとした（従来は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）。資産購入終了後しばらくしてから政策金利を緩やかに引き上げるとし、年内利上げの可能性を示唆した。

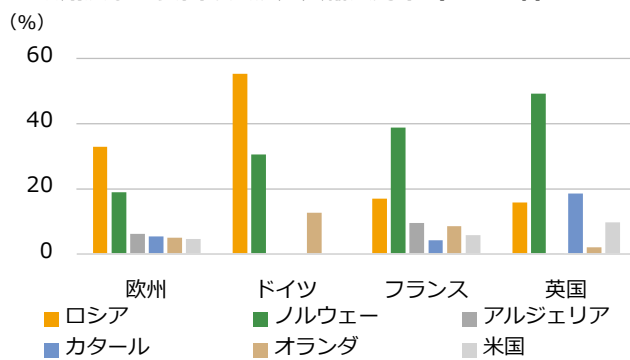
利上げ観測と市場金利上昇は限定的か

ECBは3月にインフレ予想を上方修正し、2023年のインフレ率が2.1%、24年が1.9%との見通しを示した。中期的なインフレ見通しが目標の2%近辺となり、2022年末までに利上げを行う可能性が出てきた。ただ、2%を持続的に上回る見通しではないので利上げ観測は強まりにくい。年内利上げ開始を織り込んだ市場金利は上昇が進みにくいと思込む。

Euro STOXX 50の推移

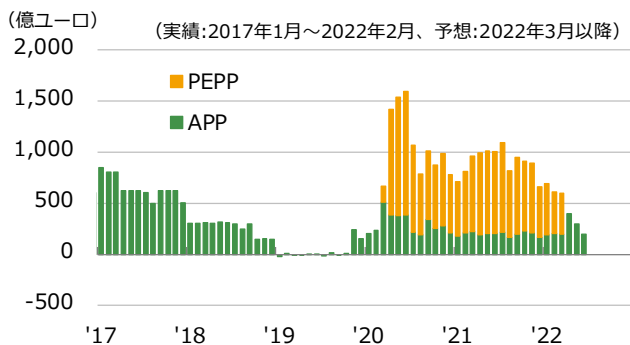


欧州及び主要国の天然ガス輸入比率（2020年）



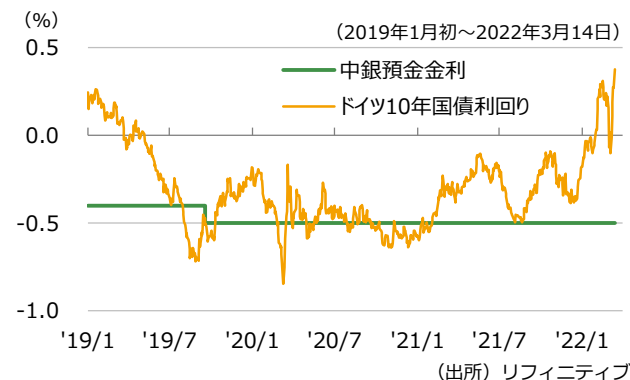
※欧州における天然ガス輸入先上位6カ国からの輸入比率
(出所) BPより大和アセット作成

ECBの資産購入



※PEPP：パンデミック緊急購入プログラム、APP：資産購入プログラム
(出所) ECB

ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ウクライナ侵攻でユーロが大幅下落

2月にはユーロ圏の1月CPIが市場予想を大幅に上回り、ECB総裁がインフレリスクの高まりを認めて年内の利上げを否定しなかったため、ユーロが上昇。だが、ロシアのウクライナ侵攻を受けてユーロは米ドルや円に対して大幅に下落。ロシアからのエネルギー供給減少懸念やエネルギー価格上昇が、エネルギー輸入依存度が高いユーロ圏の通貨安に作用。原発攻撃による欧州の放射能汚染リスクも警戒された。

相対的な金利低下の割にユーロ安が大幅

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。ECBの利上げ観測浮上によりドイツの金利が米国に比べて上昇しユーロ高に働く局面もあったが、ウクライナ侵攻の影響で再びドイツ金利が相対的に低下し、ユーロ安が進行した。ただ、独米金利差の変動の割にユーロ安が大幅である。欧州の地政学リスクがユーロ安を大きくしたと言えそうだ。

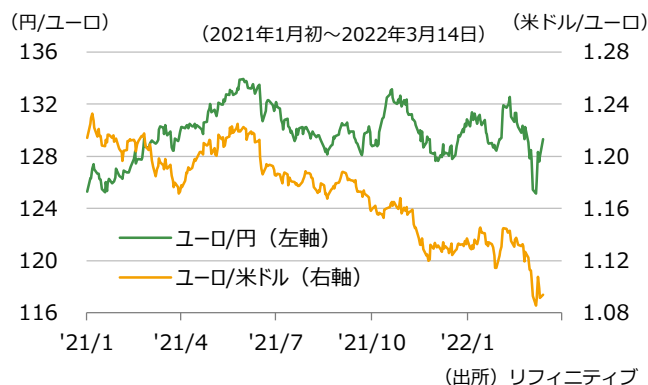
ロシア依存度の高さがユーロ安要因に

欧州のエネルギー輸入でのロシア依存度は高い。石油（原油＋石油製品）ではロシアからの輸入が31%、天然ガス（パイプライン＋LNG）では33%を占める。中でもドイツの天然ガス（パイプライン）輸入ではロシアの割合が55%に上る。エネルギー供給が減ると景気回復を妨げる。ロシアからのエネルギー供給減少懸念やエネルギー高によるインフレと景気悪化への懸念がユーロ安の要因と言える。

欧州経済指標は市場予想より強い状況に

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と米国が上昇し、日本は低下。相対比較からは、円安・米ドル高・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増えているので、リスクオンの円安や米ドル高に作用しやすい状況にもある。ただ、ウクライナ侵攻を受けて経済指標が弱まると為替にも影響しそうだ。

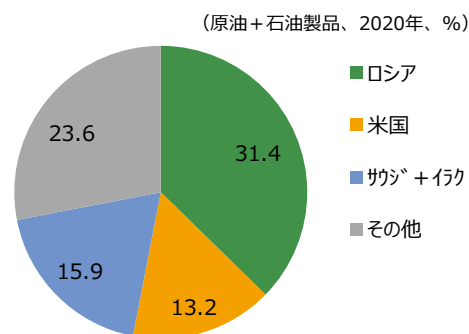
ユーロの対円相場と対米ドル相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場

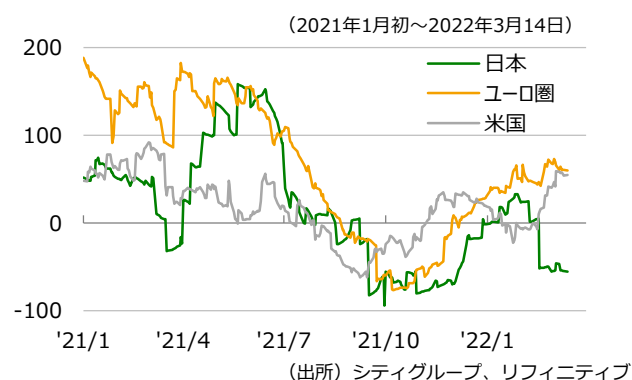


欧州の石油輸入先シェア



(出所) BP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





経済

GDPは22年前半にコロナ前水準超えへ

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%）とほぼ同水準の成長率となった。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超えると見込まれる。

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

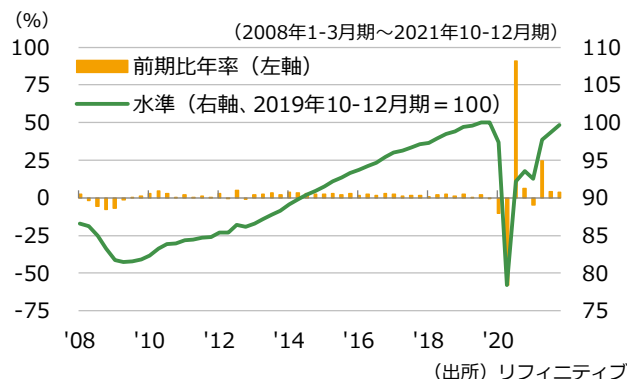
BOEはさらに追加利上げへ

BOEは3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。労働需給のひっ迫とインフレ圧力の持続リスクを考慮し、3会合連続の利上げに。ただ、9人中1人が金利維持を主張。今後数カ月の間の追加利上げを示唆したが、前回2月会合よりも表現が弱まった。5月会合でも0.25%ポイントの利上げを行うと見られ、少なくとも追加利上げにより政策金利は年内に1.0%に達すると予想する。

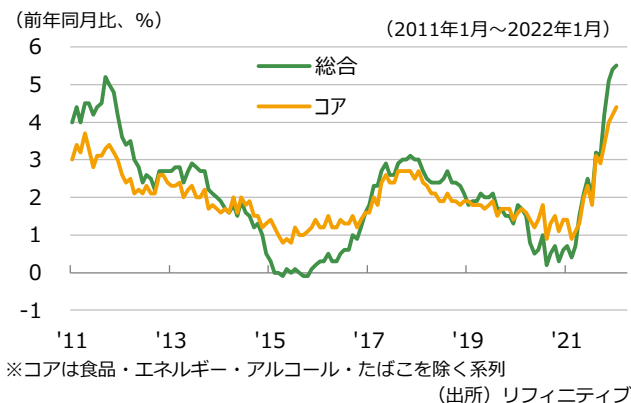
金融政策のタカ派色後退がポンド高抑制

ポンドは2月のBOE利上げ後は頭打ちに。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と見られる。BOEはインフレ加速が英国の経済成長を減速させると見ており、成長減速を警戒し始めたようだ。3月会合では、金融政策のフォワードガイダンスにおいてタカ派色が弱まったので、英長期金利とポンドの上昇は抑制されやすくなったと見る。

実質GDP



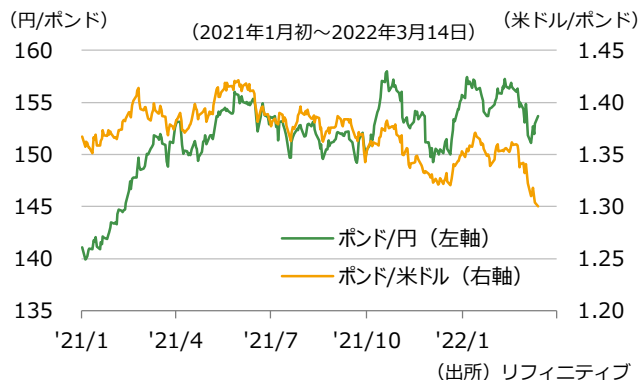
消費者物価指数

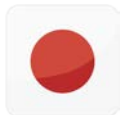


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

実質GDPは一旦回復

2021年10-12月期の実質GDP成長率は、新型コロナウイルス感染が落ち着いていた時期であり、前期比年率+4.6%と高い成長を見せたが、その後のオミクロン株感染拡大の影響により、次四半期の成長率は再度落ち込むことが想定される。オミクロン株の新規感染者数は減少傾向にあり今後の回復が期待されるが、ウクライナ情勢や商品市況高騰の影響などが加わり不透明感が払拭されない状況が続いている。

ウクライナ情勢への懸念

ロシアがウクライナへの本格的な軍事侵攻を開始。これに対し西側諸国が経済制裁措置を発動し、ロシアやウクライナからの輸出が多い原油、天然ガスやニッケル、小麦などの供給不安から商品市況が急騰した。引き続きウクライナ情勢は不安定な状況にあり、資源輸入国は原材料やエネルギー価格高騰の景気への影響が懸念されるほか、サプライチェーンへの影響も懸念される状況が続く。

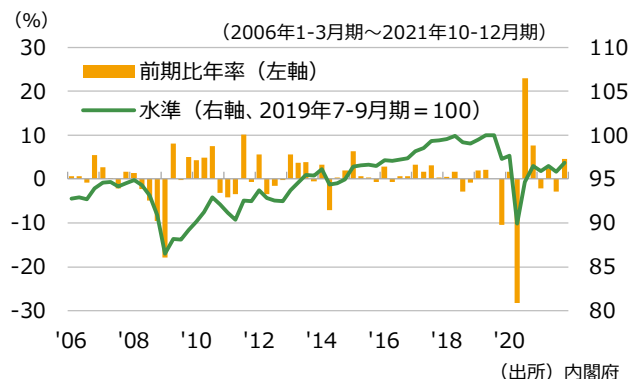
資源価格高騰の影響を懸念

日本のエネルギー自給率は約11%程度と低い状況が継続しており、エネルギー価格高騰時にコスト上昇を価格転嫁できず、景気後退に陥る局面が過去に多くみられてきた。エネルギーのみならず小麦など農産物価格やニッケル、アルミなど金属価格も大幅に上昇しており、価格転嫁出来ない企業の業績悪化が懸念されるほか、ガソリン価格や電力料金、食品価格等の上昇による消費への影響が懸念される。

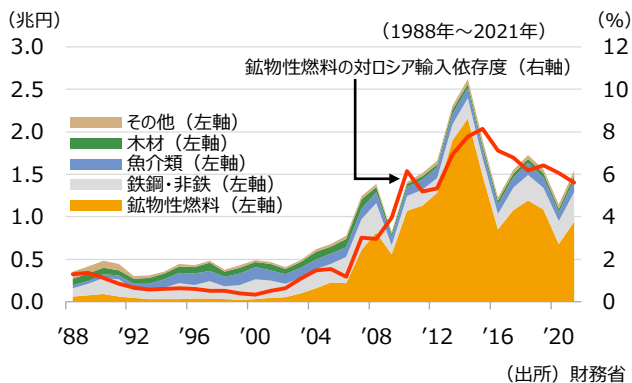
自動車の挽回生産に遅れ

1月の鉱工業生産指数（速報）は前月比▲1.3%と2カ月連続で低下した。オミクロン株感染拡大によるサプライチェーンへの影響などから自動車が予想より大幅に下振れ減産となった。予測指数では今後の大幅な増産が予想されているが、ウクライナ情勢悪化による供給不安やサイバー攻撃の影響、中国本土でのオミクロン株感染拡大などもあり、計画通りに挽回生産が進むか不透明な状況が続いている。

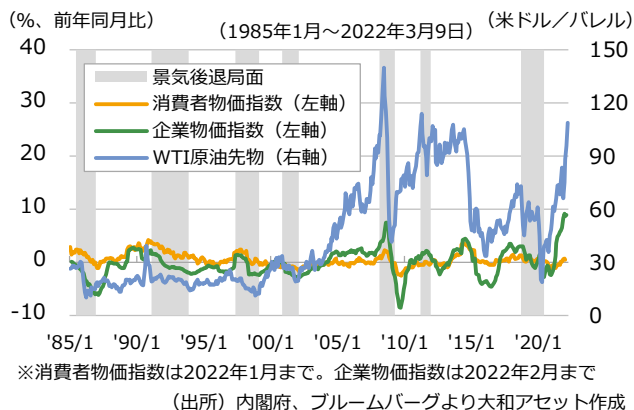
実質GDP



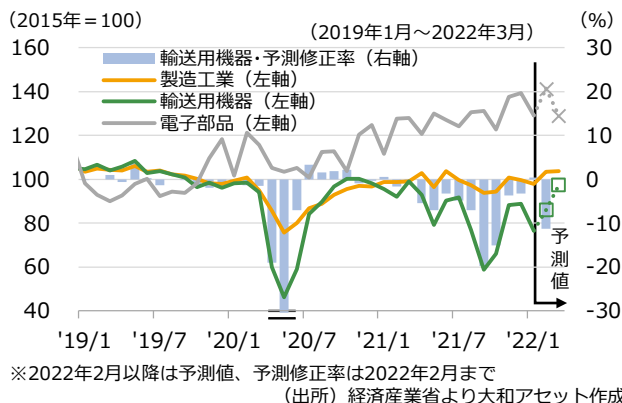
対ロシア品目別輸入額と鉱物性燃料の輸入依存度



WTI原油先物価格と物価指数



製造工業生産予測指数





株式

やや強気スタンスを継続

米国金融政策への懸念やウクライナ情勢により年初から株価は10%強下落した。下落要因が解消した状況にはまだなく、目先は不安定な株価推移が予想される。TOPIXの予想値は資源価格高騰などを勘案し、2022年末で2,070pに引き下げる。しかし、低位なバリュエーションや新型コロナウイルスの感染状況の改善を評価し、下落要因一巡後には株価の反発余地はあると考え、やや強気スタンスは継続する。

バリュエーションは相対的に低位

日本と欧州の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。資源価格高騰による企業収益の悪化や、米国の金融引き締めマイナス影響はあるものの、これまでの株価下落によりリスクは一定程度織り込まれたと考える。下落要因一巡後には、平均への回復によるバリュエーションの回復余地がある点は、日本株のポジティブ材料と考える。

原油価格高騰の影響は注意

内閣府の経済モデルによれば、原油価格の20%上昇は初年度で実質GDPを0.22%押し下げる。米ドル円を横ばいと仮定し、WTI原油価格が110米ドルを継続した場合、2022年度の原油輸入単価は円ベースで4割強上昇し、影響は右図の倍程度となる。原油価格上昇だけで国内経済がマイナス成長に陥る状況にはないと考えが、今後、企業業績のコンセンサス予想の切り下がりリスクは注意したい。

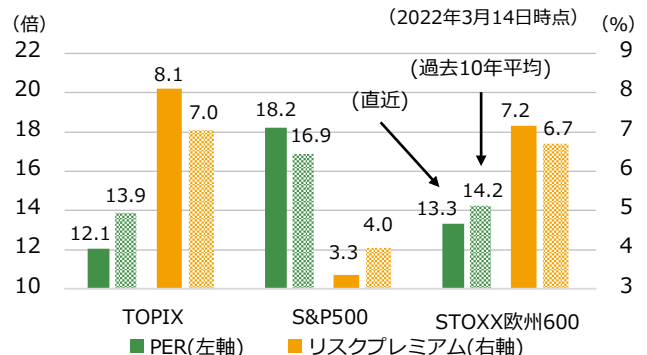
対個人サービスの回復に期待

3月21日が期限であるまん延防止等重点措置は、政府が大阪府を除く17都道府県で解除する方針と報じられている。一方、対個人サービス業の売上は新型コロナ前の2019年を2割程度下回る水準が続いている。人々の行動変容により元の水準までへの回復には不透明感があるものの、政府の制限措置の解除による改善余地はあると考えている。ウクライナ情勢に影響されない回復には注目したい。

TOPIXの推移

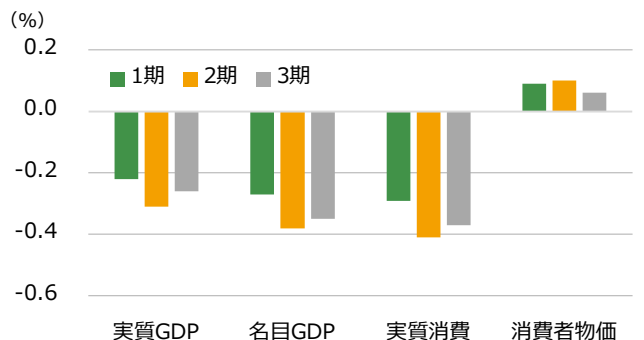


バリュエーションの日米欧比較



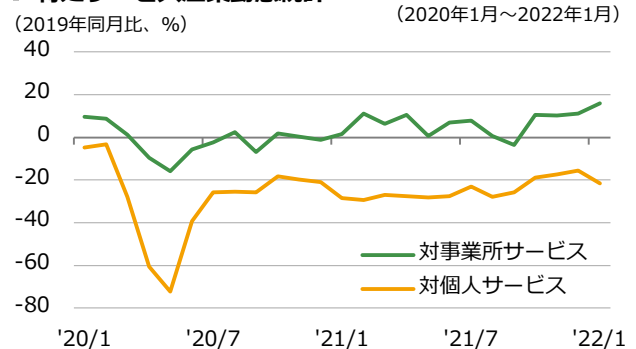
※ PERは12カ月先予想ベース、リスクプレミアムは金利回りから10年国債利回りを差し引いて算出、欧州はドイツ国債利回りを使用
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

原油価格が20%上昇した場合の国内経済への影響



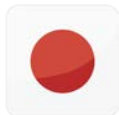
※内閣府の経済財政モデル2018年度版ベース
(出所) 内閣府より大和アセット作成

特定サービス産業動態統計



※2019年の同月に対する増減率

(出所) INDB Accelより大和アセット作成



債券・金利

早期の金融政策修正は予想せず

携帯電話料金引き下げの影響剥落に加え、足元の原油などの資源価格高騰の影響により、2022年4月以降のコアCPIの伸び率が日銀の物価安定目標である2%に到達する可能性が出てきている。しかし、日銀は「賃金と物価が持続的に上昇していく好循環の形成」を目指すとしており、エネルギー高や携帯電話料金の影響を主因とした物価上昇を理由に、日銀が政策変更を行う可能性は低いと考える。

政策修正にはサポート材料が必要

10年国債利回りの予想値は2022年末で0.2%を据え置く。2023年4月に日銀総裁の交代を控え、新総裁の下での金融政策修正への思惑がある一方、2月に日銀は10年金利の0.25%での指値オペを通告し、上限も意識され易い。日銀の政策修正には、需給ギャップがプラスに転じることなどが必要とみられ、市場の思惑が即座に高まることも困難と考える。

リート

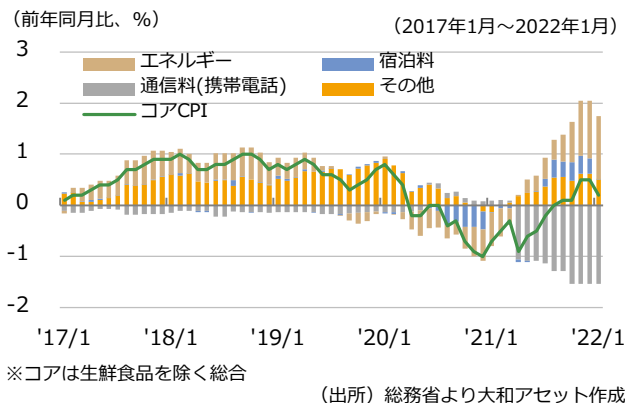
ボラティリティが高まるも底堅い動き

地政学リスクの高まりや国内外の長期金利の動向により、足元1カ月のJ-REIT市場は変動が大きな展開が続いた。一方、2月は2021年3月以来の日銀によるJ-REITの買い入れ（24億円）やJ-REIT市場での相次ぐ自己投資口取得決定の発表などから、変動が大きいなかでも底堅い動きだった。年初来発表が相次いでいたJ-REIT市場での公募増資はいったん落ち着く見込み。

4月初を抜けると需給面の悪材料は一巡

国内金融機関の決算期末となる3月末前後の利益確定売りの規模感に注目。一方で、低金利環境下で運用難に直面する国内金融機関の投資需要は強く、4月初を過ぎれば投資需要を期待。春以降は需給面での悪材料が一巡することが想定される。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



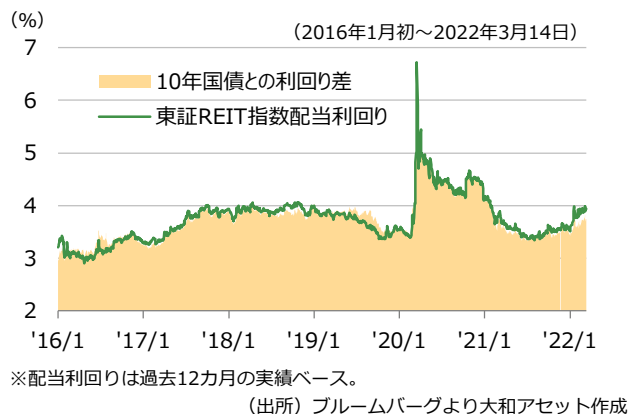
10年国債利回り

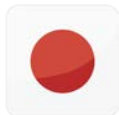


東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

円安と米ドル高で米ドル円が上昇

ロシアのウクライナ侵攻直後は、リスクオフの円高によりクロス円が下落した一方、リスクオフの米ドル高により米ドルが円以外の通貨に対して上昇。円高と米ドル高が相殺して、米ドル円は横ばいに。その後、供給懸念による原油高騰とリスクオフの円高が一服し、クロス円が反発。また、FOMCを控えて米金利が上昇したこともあり、米ドル高が進み、米ドル円は2016年2月以来の119円台へ上昇した。

原油高は米金利低下を招くケースも

原油価格の上昇を背景にインフレ懸念と金融引き締め観測が強まり、米金利が上昇してきた。だが、原油が高騰すると景気減速懸念も強まり、米金利が低下して、米ドル安圧力となるケースも出てきた。足元では供給懸念による原油高が一服し、米金利と米ドル円が上昇している。原油価格が高水準にある場合は、原油高が進むと米金利と米ドル円が下落し、原油安に振れると米金利と米ドル円が上昇しやすい。

原油価格との連動性が弱まる米ドル円

原油高は日本の輸入増加で円安に、原油安は輸入減少で円高に働く。一方、原油を輸入に依存しない米国は、原油高が米ドル安、原油安が米ドル高には働かないので、原油価格と米ドル円は連動しやすい。ただ、原油が高騰した局面では米ドル円が上昇しなくなっている。過度なインフレが景気悪化懸念を生み、リスクオフの株安・円高圧力や、米金利低下の米ドル安圧力が働くようになったためと見られる。

原油高による貿易収支悪化が円安に作用

為替と貿易収支は相互に影響し合いながら、円高→日本の貿易収支悪化→円安→貿易収支改善→円高という循環を形成しやすい。最近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。ただ、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、貿易収支の改善要因になる。実際に貿易収支が改善に転じると円高に作用しやすくなる。

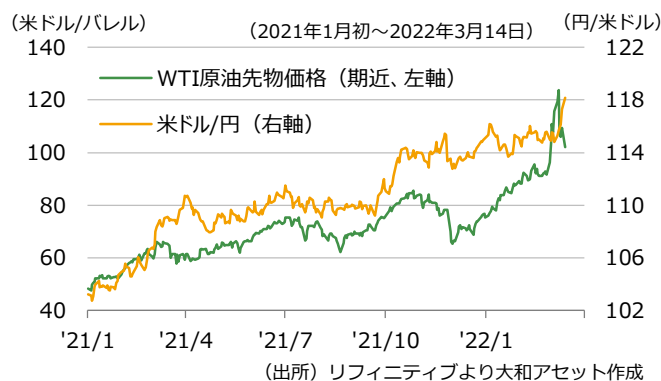
米ドル・円・他通貨の為替



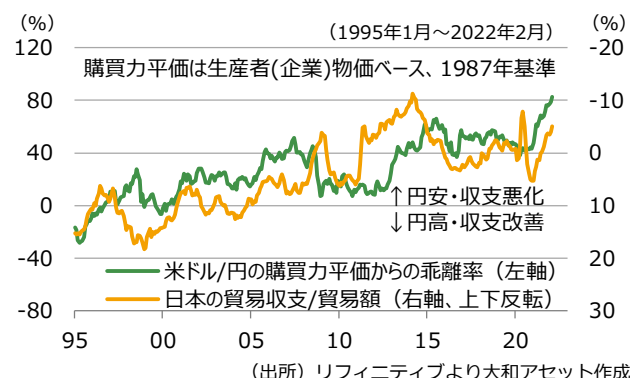
原油価格と米5年国債金利



原油価格と米ドル円



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

ウクライナ情勢の影響はほぼ中立

昨年10-12月期の実質GDPは前期比+1.6%となり、水準はコロナ前（2019年10-12月期）を上回った。ウクライナ情勢の緊迫化は新たな不確実性要因だが、労働市場の回復やコロナ禍で積み上がった過剰貯蓄、エネルギー価格上昇による交易条件の改善（資源輸入国からカナダへの所得移転）が同問題の影響を緩和させると見込む。実質GDP成長率は、今年が+3.7%、来年が+2.5%との予想を維持する。

資源価格上昇と需要移転の恩恵を受ける

カナダ政府はロシアとの貿易に関して積極的に規制を強化しているが、2021年のロシア向け輸出は全体の0.1%、輸入は全体の0.3%に過ぎず、直接的な影響はほぼない。一方、カナダの原油生産量は世界4位（シェア6%）、天然ガス生産量は世界6位（シェア4%）であり（2020年時点）、カナダはロシアのエネルギー輸出が減少することで恩恵を受ける国の1つである。

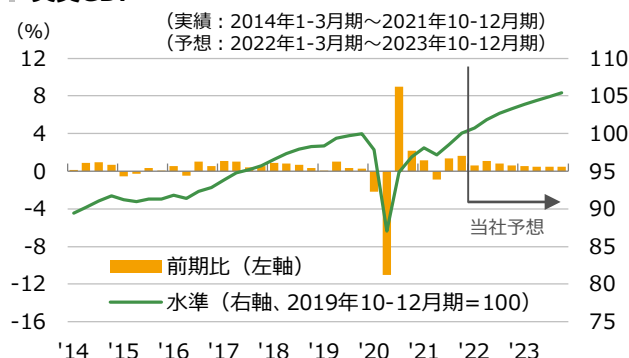
オミクロン株を乗り越え完全雇用達成

2月の雇用者数は前月から33.7万人増加し、オミクロン株の影響で1月に20.0万人減少した分を埋めて余りある回復を示した。失業率は1月の6.5%から5.5%へ一気に低下し、コロナ前の5.7%（2020年2月）を下回り、過去最低の5.4%（2019年5月）に迫るところまで改善した。宿泊・飲食サービスなど雇用者数がコロナ前を回復していない業種もあるが、総じて見れば完全雇用を達成したと言える。

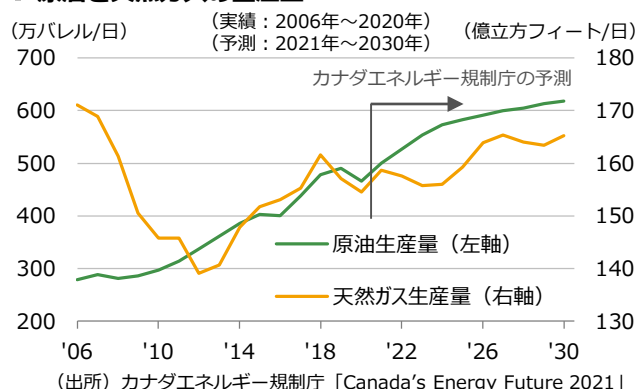
インフレ上振れの長期化リスク

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（1~3%）を上回った状態が継続している。ウクライナ情勢の緊迫化は、エネルギー価格の上昇や物流の混乱に拍車をかけ、今後数カ月で消費者物価指数は一段と加速する公算が大きい。また、労働市場の急速な回復により賃金上昇率の高止まりも想定され、供給と需要の両面からインフレ上振れが長期化するリスクが一段と高まった。

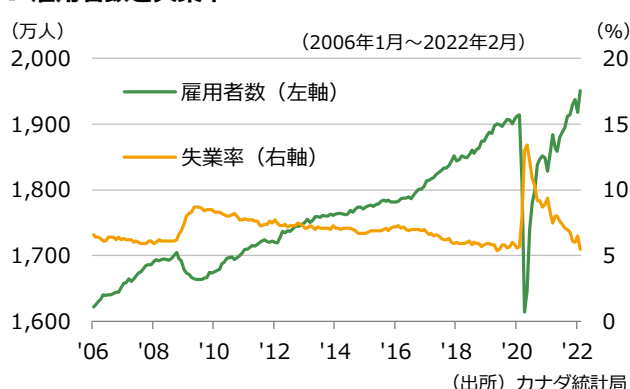
実質GDP



原油と天然ガスの生産量



雇用者数と失業率



総賃金と消費者物価指数



※総賃金＝雇用者数×過平均労働時間×過平均賃金
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成



債券・金利

ウクライナ情勢緊迫化は利上げ加速要因

ウクライナ情勢の緊迫化は、総じて見ればカナダ銀行の利上げペースを速める要因である。同行は3月2日に2018年10月以来となる利上げに踏み切ったばかりだが、インフレ率の持続的な上昇が長期のインフレ期待を高めることへの警戒心を強めており、目先は利上げが継続されよう。こうした状況を受け、政策金利の今年末予想値を1.00%から1.50%に引き上げた。来年末は1.50%との予想を維持する。

4月にQT（量的引き締め）の発表へ

4月の金融政策決定会合では追加利上げとともに5月からのQT開始が決定されると見込む。3月3日のマクレム総裁の講演に従えば、償還を迎えた債券は再投資せず、かつ途中売却もしない可能性が高いとみられる。保有国債の3分の1超は来年末までに償還を迎えるため、当面は速やかなペースでバランスシートの縮小が進むことになりそうだ。

為替

カナダ・ドル安要因は徐々に後退へ

足元のカナダ・ドル相場は、ウクライナ情勢の緊迫化による①市場センチメントの悪化（カナダ・ドル安要因）と②資源価格の上昇（カナダ・ドル高要因）が拮抗しており、対米ドルでは方向感に乏しい動き。グローバル経済の脱ロシアの動きは不可逆的なものとなっているため、ロシアとウクライナが停戦合意しても資源価格は高止まる可能性が高く、時間の経過で①より②の要因が強くなりそうだ。

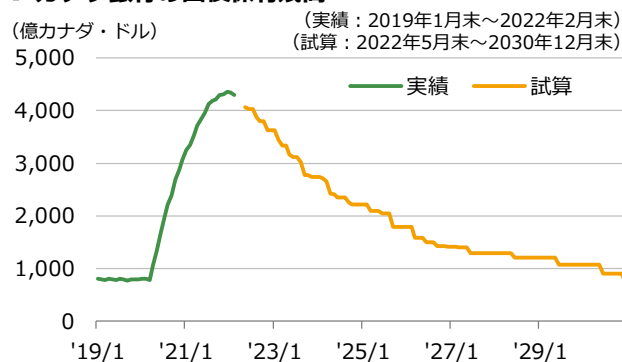
カナダ・ドル円は底堅い動き

資源価格の上昇やカナダと日本の金利差拡大に支えられて、ウクライナ情勢緊迫化の中でもカナダ・ドル円は底堅く推移している。当面、カナダ銀行は積極的な金融引き締め姿勢を示す可能性が高く、また交易条件の格差（カナダは改善、日本は悪化）も拡大した状況が続くそう。カナダ・ドル円のサポート材料はなかなか崩れそうにない。

政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の国債保有残高



※試算は、カナダ銀行が償還国債の再投資を2022年5月から停止し、かつ途中売却しないと仮定して大和アセットが計算したものであり、決定事項ではない。

BOC商品価格指数とカナダ・ドル



※BOC商品価格指数は週次データ（2014年1月1日～2022年3月9日）

5年国債金利差とカナダ・ドル円



経済

実質GDP成長率予想を上方修正

昨年10-12月期の実質GDPは前期比+3.4%となり、デルタ株の影響で落ち込んだ7-9月期分を埋めて余りある回復を示した。オミクロン株や洪水の影響は軽微かつ一時的にとどまり、基調としては個人消費主導により潜在成長率を上回るペースでの成長が続くと見込む。また、足元の想定を上回る国内経済の回復や資源価格の高騰を反映し、今年の実質GDP成長率予想を+3.6%から+4.3%に引き上げた。

資源輸入国からの所得移転

コロナショック以降の資源価格上昇などにより、資源輸出国と資源輸入国の交易条件の差は拡大していたが、ウクライナ情勢の緊迫化がこの流れを一気に加速させた。豪州は、天然ガス、石炭、金、ウランなどの価格上昇や需要移転の恩恵を受け、国民所得の増加が想定される。貿易相手国の成長減速を差し引いても、ウクライナ問題は豪州経済全体にとってプラスに作用すると考えられる。

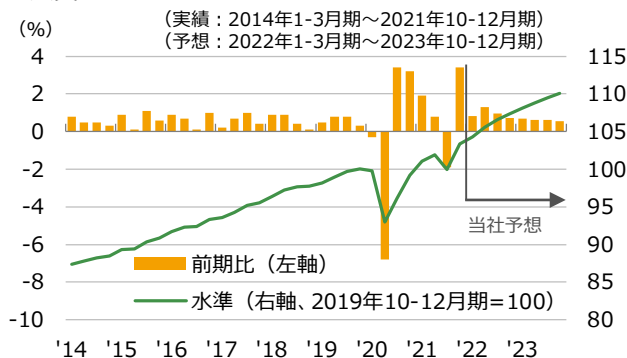
完全雇用に向けて一段と前進

ANZ求人広告件数は2月に前月比8.4%増となり、オミクロン株の影響により1月までの2カ月間で減少した分を完全に埋め戻した。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が、その実現可能性が更に高まったと言える。

インフレ・賃金の上昇圧力に拍車

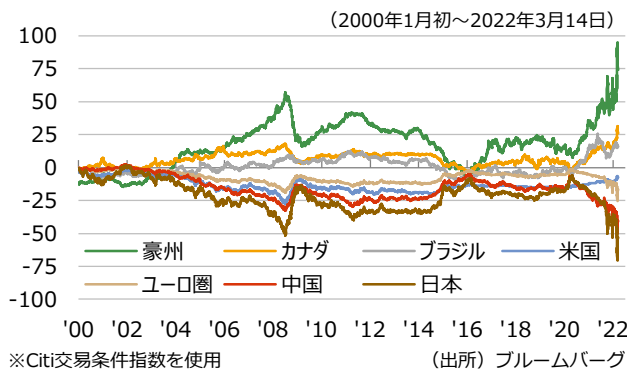
米国やカナダに比べれば、豪州におけるインフレ・賃金の上昇率は鈍いが、いずれも高まっていることに変わりない。労働市場の順調な回復に加えて、ウクライナ情勢の緊迫化による資源価格の高騰が、インフレ率ならびに賃金上昇率の加速に拍車をかけよう。RBAは利上げに際して幅広い賃金指標を総合的に判断するとの意向だが、どの賃金指標も今秋までの利上げ開始を正当化するデータになると見込む。

実質GDP

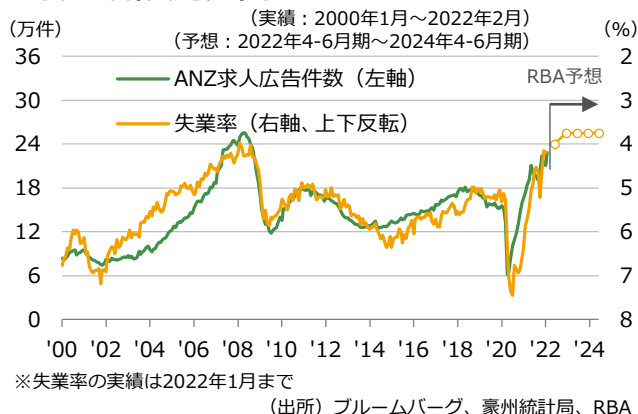


(出所) 豪州統計局、大和アセット

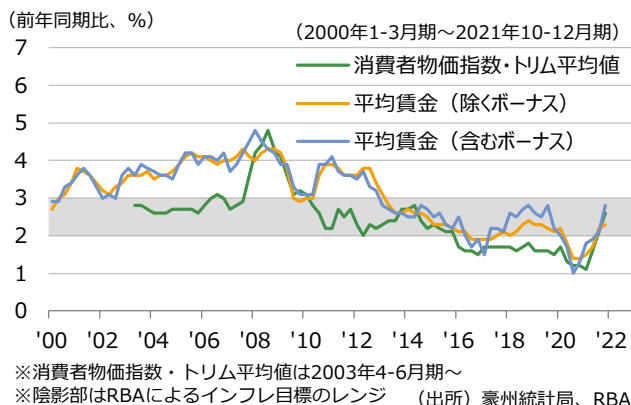
各国・地域の交易条件



求人広告件数と失業率



消費者物価指数と平均賃金





債券・金利

10年国債利回りの予想を上方修正

ウクライナ情勢の緊迫化はRBAに金融引き締めを促す材料だ。ロウRBA総裁は3月9日に「年内に利上げするのが妥当だ」と述べ、初めて年内の利上げがメインシナリオであることを示唆した。当社は引き続き年内2回の利上げにより、今年末時点の政策金利は0.50%になると予想。一方、利上げ織り込みがはく落しづらくなったことを考慮し、10年国債利回りの今年末予想を1.8%から2.1%に引き上げた。

保有債券の再投資停止は継続へ

RBAが保有する債券の再投資については5月理事会で検討される予定である。QEでの買い入れ国債は、償還日が2024年11月以降のものに限定されていたことなどから、米国やカナダなどに比べて保有債券の償還年限が長いという特徴がある。そのため、再投資を停止したままでも、途中売却がなければ、保有残高はしばらく高止まりすることになる。

為替

豪ドル安要因は徐々に後退へ

足元の豪ドル相場は、ウクライナ情勢の緊迫化による①市場センチメントの悪化（豪ドル安要因）、②資源価格の上昇（豪ドル高要因）、③利上げ開始の相対的な遅さ（豪ドル安要因）、④中国のゼロコロナ戦略（豪ドル安要因）などが材料。時間軸は不透明だが①④は永久に続くものではなく、遅ればせながらもRBAの利上げが近づくことで③も解消されよう。豪ドル安要因は徐々に後退する可能性が高い。

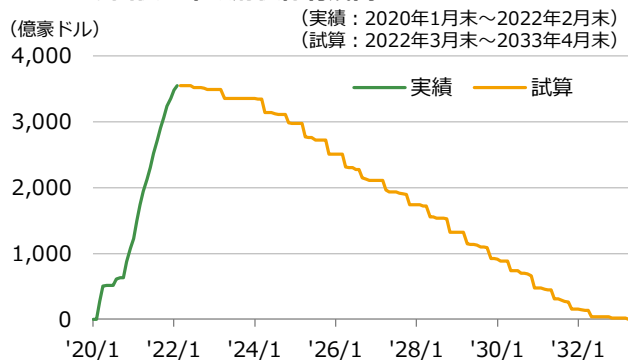
豪ドルの買い戻し余地は大きい

一方、グローバル経済の脱ロシアの動きは不可逆的なものとなっているため、ロシアとウクライナが停戦合意しても②はある程度残存する公算が大きい。つまり、今後考えられることは相対的に豪ドル高要因が勝ってくることである。投機筋による豪ドルの売り越しは過去最大規模となっており、豪ドルが買い戻される余地が大きいことも注目に値する。

政策金利と10年国債利回り

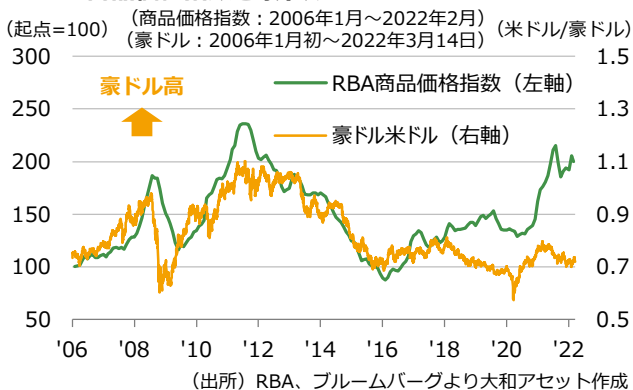


RBAの国債・準政府債保有残高

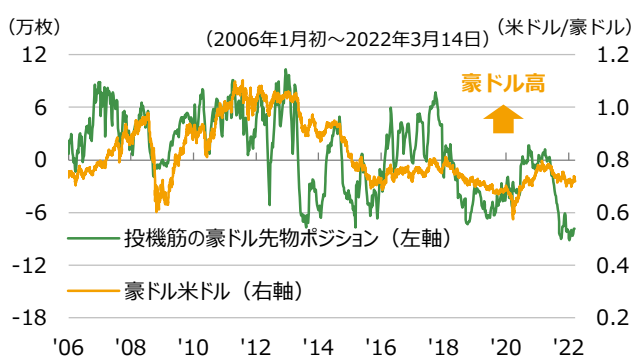


※試算は、RBAが償還債の再投資停止を継続し、かつ途中売却しないと仮定して大和アセットが計算したものであり、決定事項ではない。また、対象はYCCとQEで購入した債券に限る。(出所) RBA、大和アセット

RBA商品価格指数と豪ドル



投機筋の豪ドル先物ポジションと豪ドル



※ポジションは週次データ (2006年1月3日～2022年3月8日)

※投機筋は非商業部門



経済

新型コロナの感染拡大が景気回復の重し

新型コロナの新規感染者数が2020年3月以来の高水準まで急速に増加。電子機器の開発・生産の集積地の深セン市、東莞市を含めて、複数の大都市がロックダウンへ。ゼロコロナ政策の徹底を受け、期待されている3月からの景気の持ち直しに暗雲が立ち込める状況に。全人代で示された5.5%前後のGDP成長率目標にも下方リスクが強まりかねない。

新年度の最重要課題は「景気安定」

今年の全人代では、政府の景気下支えへの強いコミットが確認された。市場予想を上回る財政支出を柱として、インフラ投資をけん引役に景気を加速させる方針。また、貸出金利の着実な低下を目標とし、追加利下げが期待される。不動産や脱炭素などの構造改革も景気に配慮しながら進める考えが窺われ、1-3月期を底にGDP成長率が回復傾向を辿ると予想。

株式

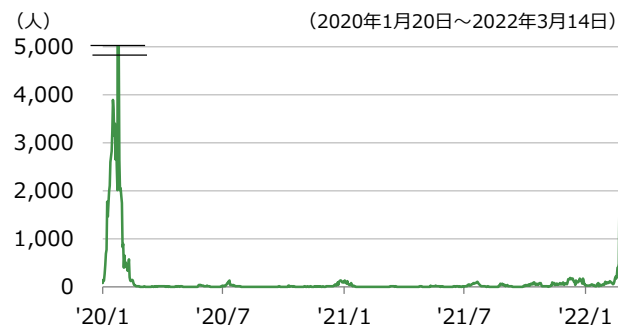
当面は慎重な姿勢が必要

足元は、本土の新型コロナの感染拡大、欧米の対ロシア制裁が中国企業に飛び火する懸念や、中国企業の米国上場廃止リスクなどの悪材料が重なり、各種株価指数が一段と下値を探る展開へ。但し、香港と米国上場銘柄の下落が大きく、本土市場株価指数との乖離が拡大。不安材料が短期間で好転する期待は薄く、当面は慎重な姿勢が必要。

世界的なハイテク株の売りも重し

年明け以降の世界的な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。但し、グロース株の比率の高いMSCI中国指数においては、世界的なハイテク株の売り局面でつられて売られやすいこともある。地政学要因でエネルギー等のバリューセクターが選好される場面では、MSCI中国指数が引き続き軟調に推移しやすいだろう。

中国本土の新型コロナウイルスの感染状況



※：輸入感染者は含まれていない

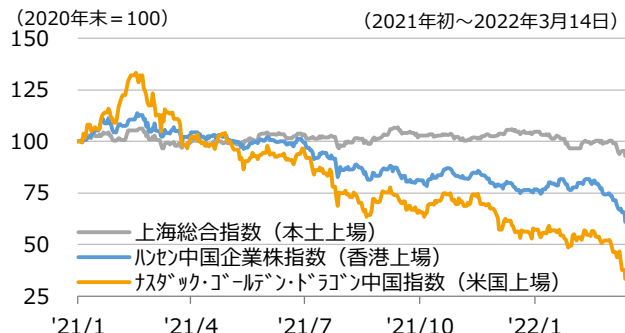
(出所) 中国国家衛生健康委員会より大和アセット作成

全人代で発表された経済運営に関する政府目標

項目	2021年実績	2022年目標
実質GDP成長率	+8.1%	+5.5%前後 (市場予想の上限に当たる)
金融政策の基本スタンス	—	貸出金利を着実に低下させる
広義の財政支出額	28.2兆元	30.4兆元 (2021年実績より7.8%増加)
地方政府専門債	3.58兆元	3.65兆元 (別途2021年から1兆元超を繰延)

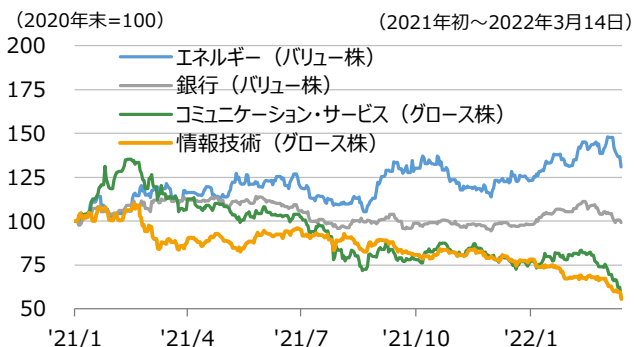
※広義の財政支出額は、一般公共予算枠の財政支出額に地方政府専門債を加算したもの (出所) 2022年政府工作报告より大和アセット作成

各種株価指数の推移



※MSCI中国指数は、中国に事業基盤のある米国上場中国企業で構成される指数 (出所) ブルームバーグ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



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

追加の金融緩和を予想

全人代では「融資コストを着実に低下させる」ことを今まで以上に強調。そのためには、預金準備率やMLF金利の追加的な引き下げが必要とみられる。中銀は2020年に計0.30%ポイントの利下げを行ったが、2022年はそれに近い利下げが行われる可能性があるなど、2021年に比べて一歩踏み込んだ金融緩和が期待されよう。

レンジ推移の継続を予想

ウクライナ危機にも拘わらず、長期金利は小動き。追加金融緩和の期待は強く、今年は0.20%ポイントの追加利下げを予想。そのため、長期金利のレンジは3.0%前後から2%台後半へ下方シフトすると見込む。欧米の制裁を受け、ロシア中銀が外貨準備の中の中国資産を売って現金確保する可能性が取り沙汰されているが、現時点では大規模な売りは見られず。

為替

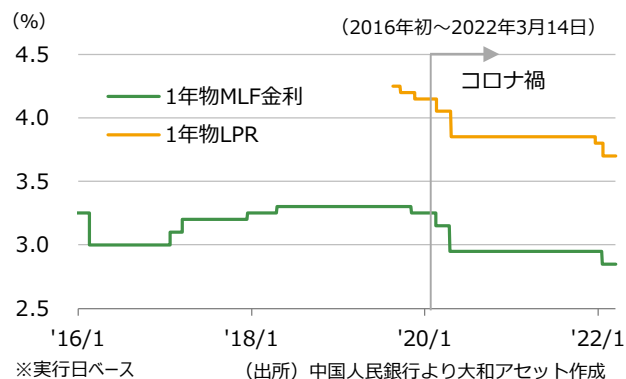
人民元が対円で7年ぶりの高水準を記録

ウクライナ情勢が緊迫化する中でも、人民元は対米ドルでおおむね底堅く推移。そのため、リスク回避で売られたその他通貨に対して人民元が強含みで推移。対円においては7年3カ月ぶりの高値を更新。対通貨バスケットの人民元の急ピッチな増価を当局が抑制する可能性や、ロシアへの欧米諸国の規制が中国に飛び火するリスクには注意が必要。

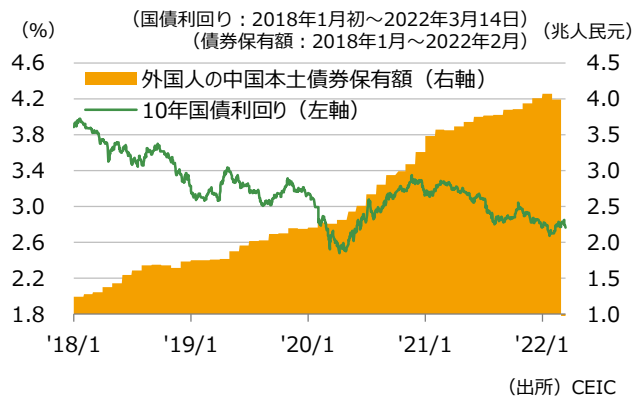
外貨準備多様化が人民元を支える見方も

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位となり、1月には比率が一段と上昇。貿易と投資の両面で人民元の需要が高いとみられる。また、欧米諸国のロシア中銀に対する制裁を受け、今後一部新興国が外貨準備の多様化を念頭に米ドル・ユーロから人民元へ一部シフトすると見方も浮上。

主要金融政策ツールの金利の推移



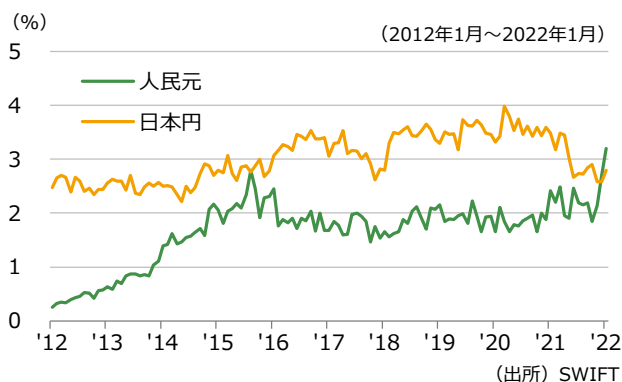
本土国債利回りおよび外国人投資家の債券保有額



人民元の対米ドルおよび対円レートの推移



国際決済における日本円と中国人民元の割合





経済

おおむねゼロ%前後の低成長が継続

個人消費の緩やかな回復や生産活動の持ち直しにより、昨年10-12月期の実質GDPは前期比+0.5%となり、景気後退から脱却した。しかし、オミクロン株のまん延やウクライナ情勢の緊迫化により、年明けから再び生産活動が停滞している。前者は早期に収束も、後者は長引きそうだ。また、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。

脱ロシアを進める

近年、ブラジルはロシアからの輸入を増やしてきたが、それでも全体に占める割合は3%にも満たない。2021年のロシアからの輸入のうち肥料が6割超（国内の使用量のうち約2割）を占めていたため、肥料の代替輸入先の確保と国内生産の増強に努めている。また、少なくとも今年秋までは現在の在庫で足りるとのことであり、脱ロシアの動きが直ちに経済に与える影響は限定的と考えられる。

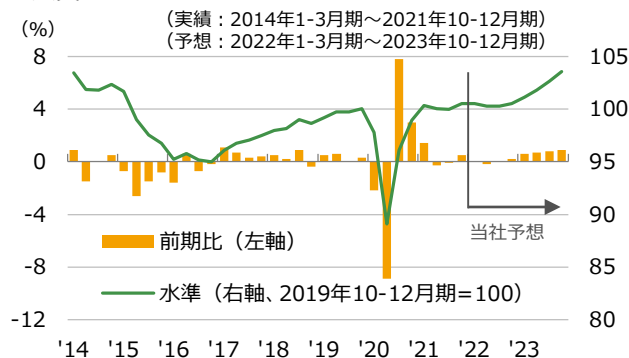
インフレ率の鈍化は先送り

2月のインフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は+10.54%と高止まり状態。国営石油会社のペトロブラスが3月11日から燃料価格を大幅に引き上げたことにより、目先はインフレ率が更に加速する可能性が高まった。例えばガソリン価格（項目別では「運輸」に含まれる）は19%の引き上げであり、これだけでインフレ率を1%超押し上げる計算になる。インフレ率の鈍化予想は後ろ倒しになった。

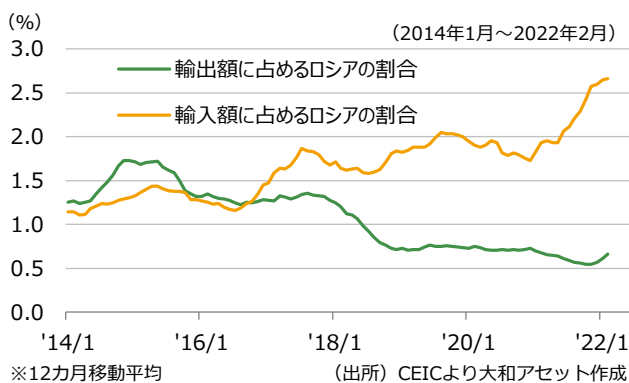
財政の改善がインフレ抑制策を後押し

インフレ抑制のために、政府は2月25日に工業品減税策、3月11日に燃料価格抑制策を発表したが、これらの政策による歳入減や歳出増を緩和できるほど足元の財政状況は改善が著しい。金融市場で財政悪化を懸念する動きも限定的だ。資源価格の上昇は貿易収支の改善や税収の増加につながるため、それを活かして、資源価格の変動に物価が左右されづらい経済構造に向けた更なる進展を期待したい。

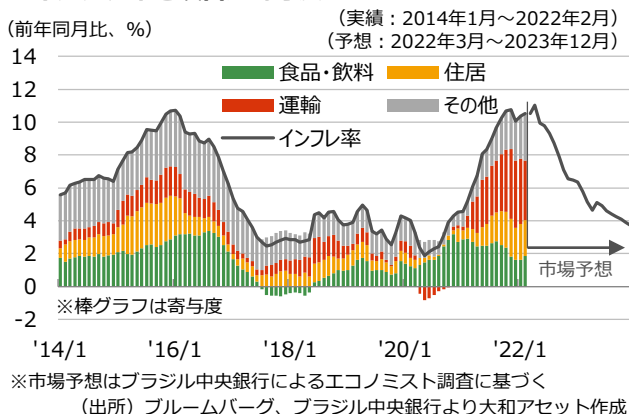
実質GDP



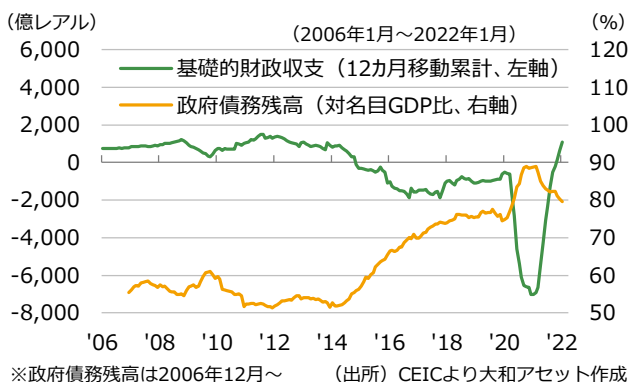
ロシアへの貿易依存度



インフレ率と項目別寄与度



基礎的財政収支と政府債務残高





債券・金利

ウクライナ情勢は利上げ継続要因

ウクライナ情勢の緊迫化と燃料価格の引き上げはブラジル中銀に一段の利上げを促す材料だ。1カ月前は、3月会合と5月会合での利上げにより政策金利が12.25%になったところで今回の利上げサイクルは終了すると予想していたが、更に0.50%ポイントの利上げが上乘せされると想定する。今年末、来年末の政策金利予想をいずれも0.50%ポイント引き上げ、それぞれ12.75%、8.75%とした。

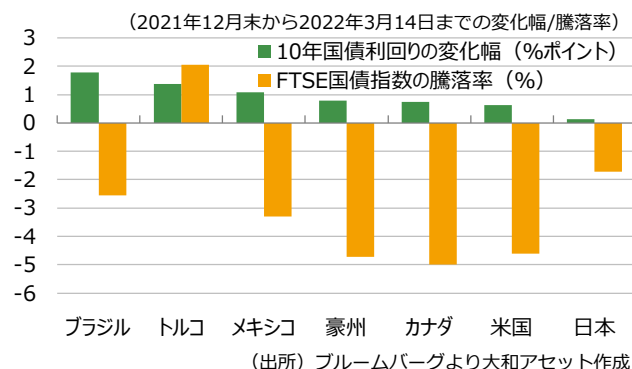
金利上昇は将来のリターンを高める要因

ブラジルの10年国債利回りは年初から約1.8%ポイント上昇したが、国債指数はメキシコや主要先進国に比べて下落を抑制できている方だ。これが高金利通貨の魅力でもある。また、足元の金利上昇は将来のリターンを高めることにつながる。利上げサイクル終了後は、他国に先んじて将来の利下げを織り込み国債指数が上昇する展開が期待される。

10年国債利回りと政策金利



各国の10年国債利回りの変化幅と国債指数の騰落率



為替

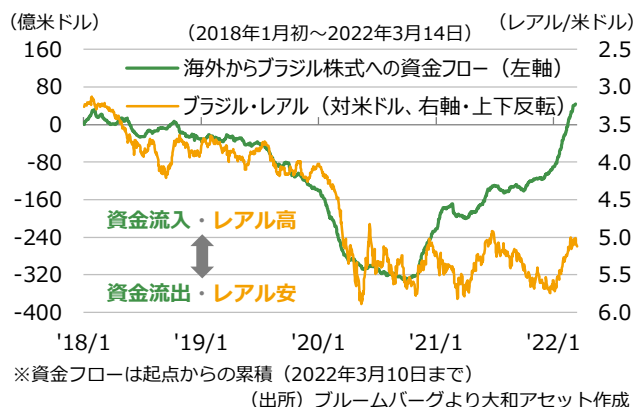
ブラジル株式市場への資金流入が継続

ウクライナ情勢の緊迫化によりリスク回避姿勢が強まる中でも、海外からブラジル株式市場への資金流入の傾向は継続した。ロシアやウクライナとの地理的・経済的な結びつきの薄さが売られづらい要因となっており、資源価格の上昇などが買われやすい要因となっている。こうした環境に支えられて、ブラジル・レアルは年初から主要通貨に対して大きく上昇したため、この資金流入の傾向が続くか要注目。

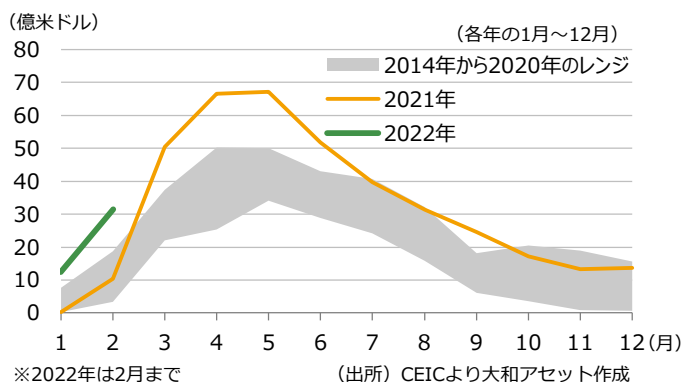
今後は貿易収支の改善にも期待

今後は大豆の輸出増加による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。まだ2月までのデータしか出ていないが、金額・量ともに過去最高ペースで推移している。海外からブラジルへの証券投資が流入傾向となっているところに貿易収支の改善が加われば、ブラジル・レアルは更に上値を伸ばす期待が高まろう。

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

オミクロン株の感染状況は、ベトナム等一部のASEANの国で拡大が続いているが、多くの新興国では沈静化が進みつつあり、金融市場は依然として懸念していない模様。中国のようにゼロコロナ政策を貫く国はみられず。モビリティ指数もベトナムを除いて上昇に転じた国が多く、経済正常化の進展を妨げる要因は見当たらず。

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、ベトナム、インドネシアの接種率が上昇したほか、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、経済活動の本格的な再開を進めつつある。

東欧を除き、資源の対口依存度は低い

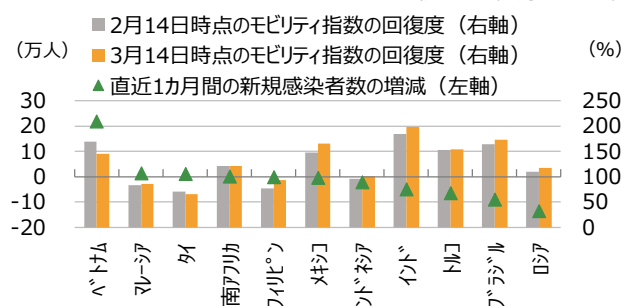
原油輸入のロシアへの依存度をみると、東欧諸国と中国を除き、新興国は全般的に低い。天然ガスも同様な構図で、新興国は欧州のようなエネルギー不足が懸念される状況にはない。但し、ロシア産とそれ以外で原油の価格に大きな乖離が生じている中で、資源輸入国のインドがロシア産原油の購入を検討するなど、エネルギー貿易の構造的変化を注視したい。

資源価格の高騰が新興国の懸念材料

ロシアのウクライナ侵攻が新興国の経済にもたらす影響に関しては、主としてエネルギー価格の高騰を通じて現れよう。CRBコモディティ指数が急速に上昇し約10年半ぶりの高水準を記録した中で、インフレ圧力の強まりは避けられず。補助金支給などで物価上昇圧力を軽減する国においても、財政悪化が新たなリスクになりうる。予想以上の追加利上げで対処せざるを得ない状況が差し迫っている。

新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数

(対2020年2月1日の比率)



※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

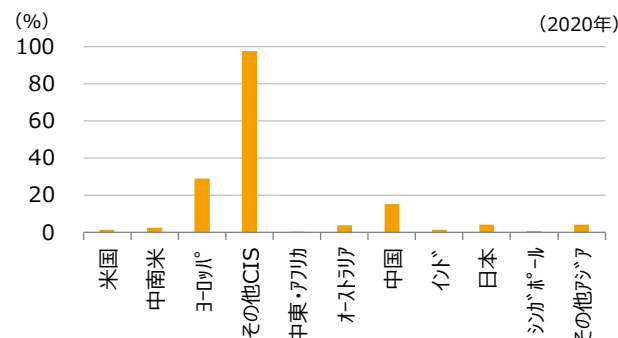
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2022年3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	'22/2/25	85%	ハンガリー	'22/3/10	64%
インド	'22/3/14	58%	ポーランド	'22/3/13	59%
ブラジル	'22/3/14	74%	マレーシア	'22/3/14	79%
ロシア	'22/3/14	50%	ベトナム	'22/3/12	79%
トルコ	'22/3/14	62%	タイ	'22/3/14	71%
メキシコ	'22/3/14	61%	インドネシア	'22/3/14	55%
南アフリカ	'22/3/14	29%			

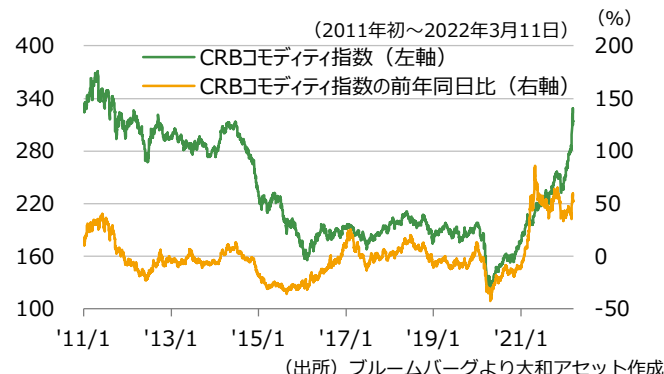
※太字は、直近1カ月で接種率が5%程度以上上昇した国。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

原油輸入のロシアへの依存度



※ロシアの主要輸出国を抜粋 (出所) BPより大和アセット作成

CRBコモディティ指数の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

ウクライナ危機の中、まちまちの動き

ウクライナ危機の中、新興国株式市場はまちまちの動き。下落した国は、ロシアへの経済的依存度の高い東欧諸国、制裁の飛び火が懸念される中国、資源輸入国のインドとフィリピン、ハイテク株売りの影響を受ける韓国等。一方、資源国のブラジル、インドネシアは逆行高。原油価格が高止まりする可能性が高く、依然資源国が選好されやすい地合い。

新興国企業の業績の下方修正が進む

直近のMSCI新興国指数の調整は、業績予想の下方修正とバリュエーションの切り下げの両面によるもの。特に業績面では、景気が回復の軌道を維持するものの、資源価格の高騰によるインプットコストの増加が企業収益を圧迫することが懸念される。原油価格が高止まりする可能性が高い中で、エネルギーセクターを除き、慎重な姿勢が望ましい。

バリュエーションの低い国に注目

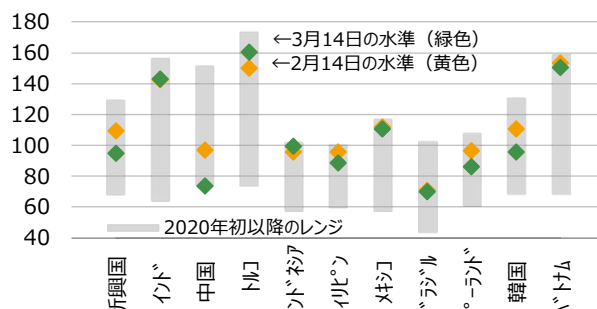
新興国の国別のバリュエーションをみると、インドの割高感が強い一方で、多くの国が過去平均を下回る水準にある。ASEAN諸国はコロナ禍からの景気回復に出遅れていることもあり、EPSに関して上方修正余地は比較的大きいと考えられる。今後も経済正常化が進むとみられる中、相対的に企業業績の回復余地が残されており、PERも低水準にあるASEANの株式市場に注目したい。

バリュー株優位の際に恩恵を受ける国

目先、先進国のバリュー株が買われる場面では、新興国でも同様にバリュー株が選好されやすいだろう。その際は、バリュー株の比率の高いブラジル、インドネシア、マレーシア等が上昇しやすいと考えられる。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だろう。

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、その他の国は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3月11日)
(2023年予想EPS: 2021年7月初~2022年3月11日)
(EPSリビジョン: 2017年1月初~2022年3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

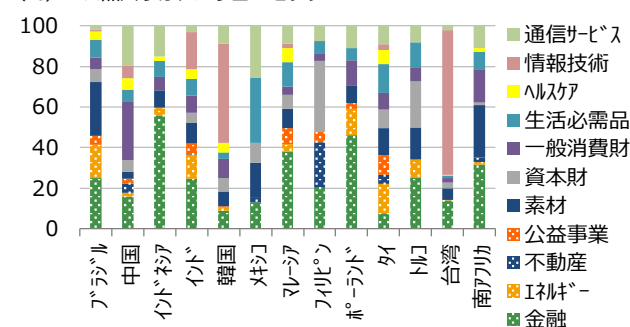
※縦軸は、12カ月先予想EPSのコロナ禍以降の変化率
(2022年3月14日時点対2020年2月17日時点比、%)



※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 ※ベトナムはベトナムVN指数で、その他の国は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

新興国の債券市場はまちまちな動き

ウクライナ危機の中で、新興国の現地通貨建て債券市場はまちまちな動きとなった。ロシアへの経済的依存度の高い東欧諸国、インフレや景気減速への懸念が強まったラテンアメリカなどを中心に、金利上昇がみられた。一方で、アジアにおいては金利上昇幅が限定的で、ショックへの耐性を再確認。但し、インド等、資源輸入国には今後資源価格高騰の影響が現れる可能性には注意が必要。

インフレ圧力は依然として強い

足元は、一部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、もしくは上限に近い水準にあり、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大幅上昇もあり、インフレ懸念が一段と強まる格好に。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）

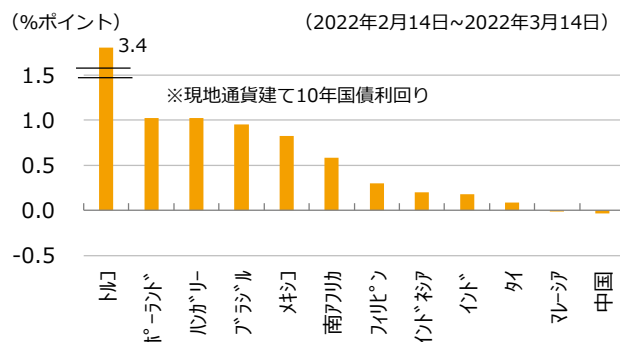
不透明な外部環境の中、おおむね堅調

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、2月半ばから3月半ばにかけて、ウクライナ情勢の悪化や、中国や香港での新型コロナウイルスの感染拡大などがあったものの、堅調な業績動向などを背景におおむね底堅く推移。シンガポールやオーストラリアで国境をまたいだ移動が徐々に緩和されつつある点はポジティブ。観光や留学への影響に注目したい。

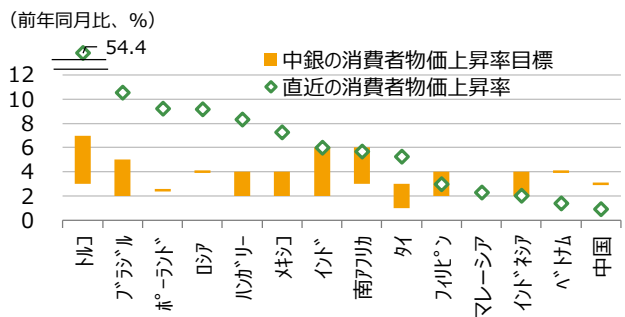
相対的に魅力的なバリュエーション

アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は、コモディティ価格の上昇によるインフレ圧力の高まりなどを背景に上昇傾向。また信用スプレッドも拡大傾向となっており、リーートの負債コスト上昇には注意を払いたい。一方で当地域のバリュエーションは相対的に割安であり、今後も相場を下支えしよう。

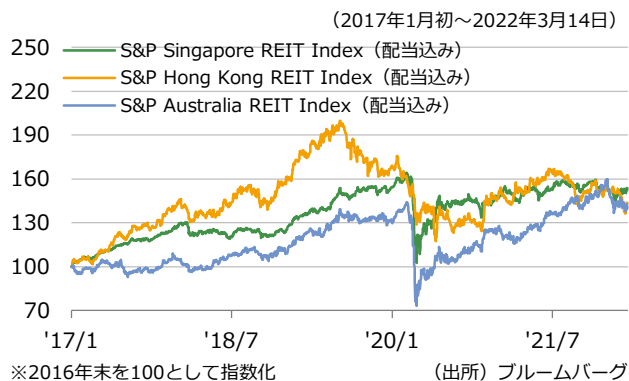
直近1カ月の新興国国債利回りの変化



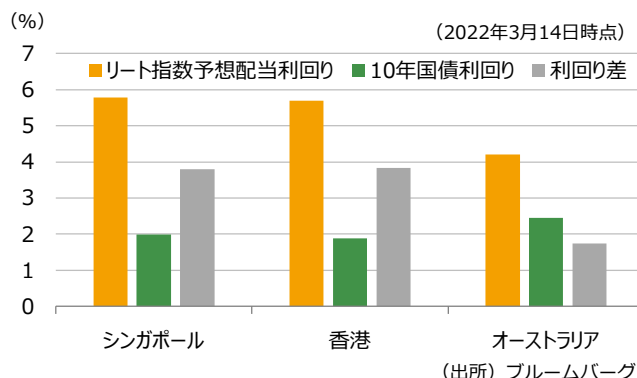
主要新興国の直近のインフレ動向



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

ウクライナ危機の影響は東欧諸国に限定

ウクライナ危機の中で、新興国通貨はまちまちな動き。通貨が対米ドルで顕著に減価した国は、ロシアと経済的な結びつきが強い東欧諸国に限られる。中国や、資源国のブラジル、南アフリカ、インドネシア等の通貨は増価、もしくは底堅く推移。依然として資源国が選好されやすい一方で、資源輸入国では資源価格高騰の悪影響が現れ始め、通貨に下方リスクが強まる可能性がある。

ASEAN株式市場への資金流入が続く

ウクライナ危機にも拘わらず、ASEAN諸国への資金流入が顕著に増加している。ロシアやウクライナとの結びつきが薄いことや、インドネシア、マレーシア等の資源国を抱え、インフレ懸念も相対的に弱いことなどが好感されている模様。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、資金流入を支えると見込む。

新興国の貿易収支が二極化へ

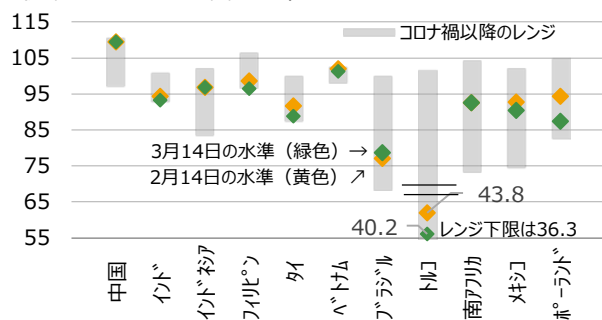
コモディティ価格が高騰する中、今後は資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化が進もう。資源国のブラジルや南アフリカ、インドネシア、マレーシアの貿易収支が上向く一方で、資源輸入国のインド、トルコなどにおいて貿易赤字が拡大する可能性が高い。当面は貿易収支の変化、観光業の回復状況などにより通貨の選別が続こう。

外貨準備の多様化が進むとの見方が浮上

コロナ禍以降、ほとんどの新興国で外貨準備高が増加し、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。特に、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い。一方で、欧米主要国のロシア中銀に対する制裁を受け、今後は外貨準備が米ドルやユーロから、その他の通貨へと多様化が進むとの見方も浮上。

新興国通貨のコロナ後のレンジと年初来の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)

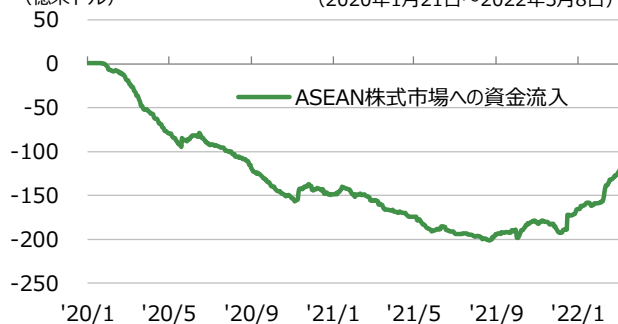


(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ASEAN株式市場への海外マネーの流入

(億米ドル)

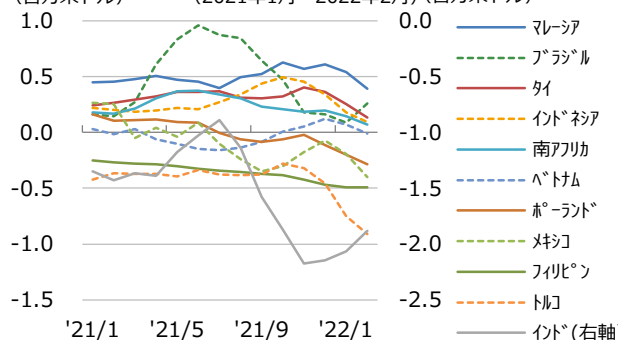
(2020年1月21日～2022年3月8日)



※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

主要新興国の貿易収支

(百万米ドル) (2021年1月～2022年2月) (百万米ドル)



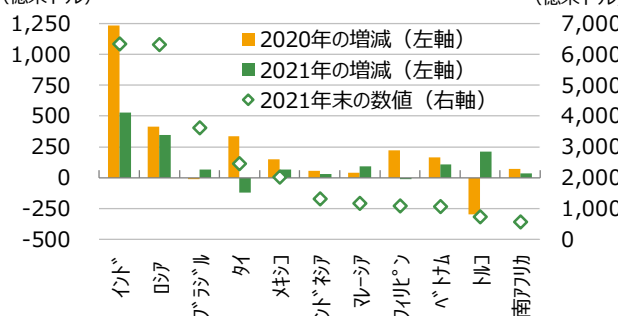
※3カ月移動平均を計算

(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

リスクシナリオが現実

先月までリスクシナリオとしていたロシアのウクライナ侵攻が現実のものとなり、西側諸国からの制裁によりロシアの原油輸出が減少するとの思惑が強まる中で原油価格は急騰した。グローバル社会の脱ロシアの流れは不可逆的なものであり、原油の需給は引き締まった状態が続きやすい。WTI原油先物価格の今年末の予想値を75米ドルから110米ドルに、来年末を70米ドルから90米ドルに引き上げた。

今後は実際の需給を反映した価格形成に

米英がロシア産原油の禁輸を発表し、短期的な制裁の出尽くし感から原油価格は湾岸戦争時と同様に反落。欧州がロシアからの原油輸入を停止していないにもかかわらず、米エナジー・インテリジェンスによればロシアの原油輸出は石油製品を含めてすでに日量300万バレル近く減少している模様。まだこの減少分を他国の増産で補完できる目処が立っておらず、当面は需要超過の状態が続く可能性が高い。

価格上昇が産油量と需要に与える影響

EIAのWTI原油先物価格の予想（2022年平均）は昨年1月時点の50米ドルから101米ドルに上方修正されたが、その間の米産油量の上方修正幅は日量54万バレル、世界需要の下方修正幅は日量47万バレルにとどまる。特に足元の価格上方修正に対して需要は下方修正されていない。コロナ禍の過剰貯蓄や政府の補助金・減税などにより、原油価格上昇に対する需要の耐性は意外と強いことが示唆される。

できることからやるスタンスの制裁

欧米の対ロシア制裁はできることからやっている状況であり、仮に米国やイラン、ベネズエラなどが増産できても、その分は欧州がロシアからの原油輸入を削減することで相殺されるだろう。二次的制裁を恐れて中国がロシアからの輸入をあからさまに拡大させるのも難しい状況にあるようだ。脱ロシアの流れが続く中では、需給が緩和する期待は高まりづらく、原油価格は高値圏で推移する公算が大きい。

原油価格と原油在庫

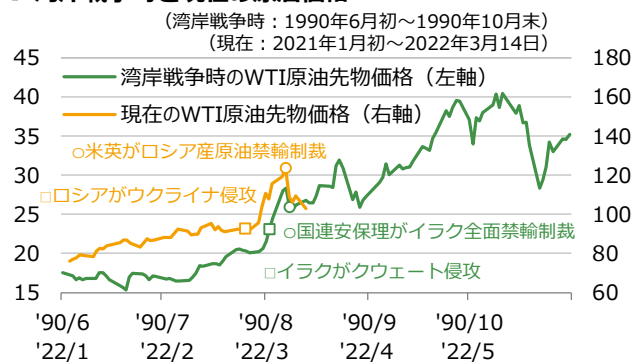


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

※原油在庫の2022年3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

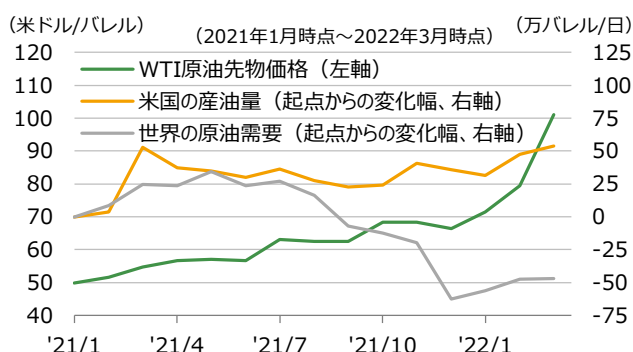
湾岸戦争時と現在の原油価格



※単位はいずれも米ドル/バレル

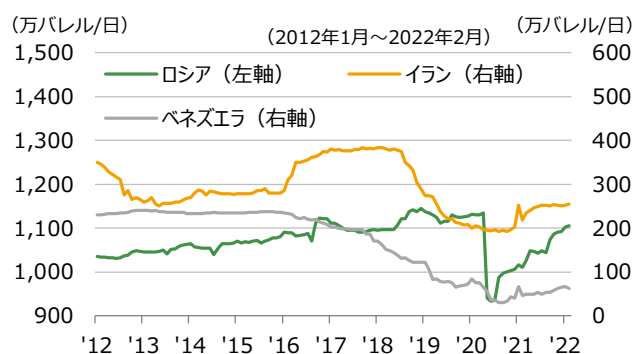
（出所）ブルームバーグ、各種報道より大和アセット作成

EIAによる原油価格・米産油量・世界需要の予想変化



※WTI原油先物価格・米国の産油量・世界の原油需要の予想（2022年平均）が時間の経過でどのように変化したかを示したもの（出所）EIA

ロシア・イラン・ベネズエラの産油量



（出所）ブルームバーグ



金

今年末の予想値を上方修正

ウクライナ情勢の緊迫化（戦争プレミアム）と資源価格高騰によるスタグフレーション懸念（米実質金利の低下）が金価格を押し上げる要因となっている。金価格と米実質金利の連動性から考えて、戦争プレミアムが200米ドル程度乗っている可能性に注意が必要だが、スタグフレーション懸念が早期に後退する公算は小さいため、金価格の今年末予想値を1,620米ドルから1,800米ドルに引き上げた。

米実質金利との連動性が崩れるか

過去、米国の利上げ局面では金価格と米実質金利の負の相関関係が崩れる傾向にあった。足元では米実質金利以外の要因も金価格を押し上げていることから、両者の相関関係が崩れつつある。今後の利上げ局面で連動性が一段と崩れるのであれば、過度に上昇した10年期待インフレ率が低下（米実質金利が上昇）する局面でも金価格が下がりづらくなることを示唆する。両者の連動性に注目したい。

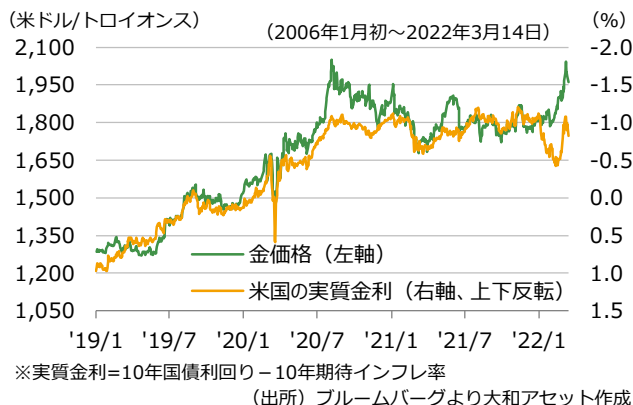
脱ロシアが金価格に与える影響は不透明

金の需給バランスと金価格の関係性は乏しい。原油のように生活必需品かつ消耗品であれば、供給減により価格は上昇しやすいが、金は価格が上がれば、より需要が減少しやすく、より供給（産出量とリサイクル）が増えやすいという特徴があるためだろう。ロシアの金産出量は2020年時点で300トン（世界シェア9%）を誇るが、需給ひっ迫が金価格を押し上げるとの見方は少ないようだ。

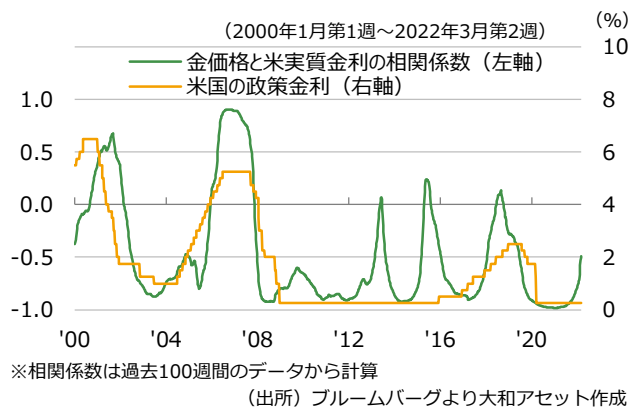
金への投資需要が続くか

過去の経験則で言えば、金価格のトレンドを決定するのは投資需要（ETFなどへの資金流入）であり、高くても買いたい（まだ上がる）と思う投資家がどれだけいるかが重要になる。ウクライナ情勢の緊迫化や米国の利上げ・スタグフレーション懸念などにより、株や債券に投資しづらい環境が続けば、消去法的な金ETFへの資金流入も期待され、金価格を持続的に押し上げる要因になる可能性もある。

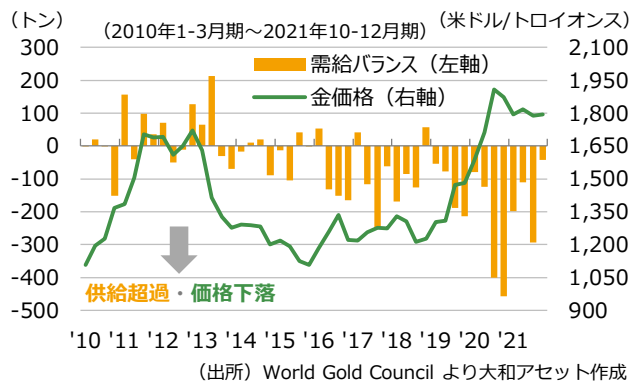
金価格と米実質金利



金価格と米実質金利の相関係数、米国の政策金利



金の需給バランスと金価格



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		
		先進国	新興国	コメント
地政学リスクのさらなる高まりあるいは後退	中	大	大	ウクライナ情勢に関するメインシナリオとしては、「今後1カ月程度の間には何からの形で停戦が合意され、大規模な戦闘は終息するが、西側による対ロシア制裁は大部分継続する」といった展開を想定している。よってリスクシナリオは、更なる紛争の激化や長期化、あるいは反対に事態の急速な緩和である。いずれも主導権はロシアに委ねられている。ここまでのロシアのある種非合理的な行動を考慮すれば、さらなる紛争の激化も否定できない。その場合、NATOに対し人道的見地からロシアを抑止すべしとの国際世論が高まり、NATOが直接戦闘に参加する可能性が最大のリスクだろう。当然、金融市場は第三次世界大戦を意識し、短期的に強烈なリスクオフが発生しよう。逆に、プーチン大統領が停戦後の外交交渉をにらんで軍事攻勢を弱める可能性や、ロシアで政変が起こることにより侵攻に歯止めが掛かる可能性などもなくはない。その場合、市場は一転してリスクオフの巻き戻しが進むことになる。
インフレ上振れの継続	中	大	大	ウクライナ情勢の影響もあり、従来よりも持続的なインフレ圧力が強まっているのは確かだが、それでも今のところインフレ率は来年にかけて鈍化していくというのがコンセンサスだ。しかし、ウクライナ情勢の不確実性は高い。仮に目先、停戦合意が成立したとしても、民間企業の自主的なロシア外しの動きが継続するならば、サプライチェーンの組み替えに目処が立つまで中期的にインフレが上振れする状況も考えられる。新型コロナウイルスの感染状況も不確実性の高さは同様だ。インフレ上振れ継続の場合、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。株式市場は、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が残る。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資源国を除き、株・債券・通貨に引き続き売り圧力が続く。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。
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しつつあるが、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、コロナを一定程度織り込んだ先進国株も改めてリスクが意識されよう。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などへの影響が長期化しつつある。地政学リスクや新型コロナ問題など、不透明な外部環境が半導体産業の投資抑制を招き、供給不足が続く恐れがある。一方で、需給ひっ迫の長期化により、ユーザーの過剰発注→過剰生産→過剰在庫→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地のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因にもなる。
対ロシアでの米中対立の緩和あるいはさらなる激化	小	大	大	ウクライナ情勢の緊迫化もあり、米中対立もロシアとの対応などに焦点がシフトしてきている。ロシアに対する国際世論の厳しさに鑑み、中国がロシアとやや距離を置く対応を行えば、米中対立が幾分緩和に向かう可能性がある。その場合は米国上場の中国株などが反発する可能性があり、市場センチメントの改善に寄与しよう。一方、中国がロシアへの軍事支援強化など、さらにロシアとの関係を強める動きに出れば、米中対立は決定的となり、中国に対してもロシアに類する経済制裁などが実施される可能性がある。その場合、グローバル経済からのロシア外し以上に、実体経済により広範かつ大規模な悪影響が及ぶ恐れがある。
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とみられる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

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		3/14	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	0.50%	0.25	0.25	-1.25
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%	0.00	-0.10	-0.45
ブラジル	セリック・レート	10.75%	0.00	8.75	4.25
英国	バンク・レート	0.50%	0.00	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	0.00	-2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	6.00%	0.00	2.00	-2.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	20.00%	10.50	15.75	12.25
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-3.00	-10.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		3/14	1カ月	1年	3年
米国		2.13%	0.15	0.51	-0.50
ドイツ		0.37%	0.09	0.67	0.28
日本		0.20%	-0.02	0.08	0.24
カナダ		2.16%	0.25	0.57	0.40
豪州		2.45%	0.32	0.75	0.48
中国		2.77%	-0.03	-0.49	-0.38
ブラジル		12.72%	0.92	3.67	3.62
英国		1.59%	0.01	0.77	0.37
インド		6.86%	0.19	0.62	-0.51
インドネシア		6.72%	0.21	-0.01	-1.10
メキシコ		8.65%	0.82	2.26	0.58
ロシア		12.52%	2.50	5.50	4.07
トルコ		24.55%	3.48	10.93	8.92

		直近値	期間別変化率		
株価指数		3/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	32,945	-4.7%	0.5%	28.1%
	S&P500	4,173	-5.2%	5.8%	48.6%
ユーロ圏	STOXX 50	3,741	-8.0%	-2.4%	11.9%
日本	日経平均株価	25,308	-6.5%	-14.8%	18.9%
	TOPIX	1,812	-6.1%	-7.1%	14.1%
中国	MSCI中国	63.14	-24.1%	-44.1%	-23.7%
インド	MSCIインド	1,957	0.3%	14.4%	49.0%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,257	4.2%	9.5%	1.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,446	-1.7%	22.4%	43.4%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		3/14	1カ月	1年	3年
米ドル		118.19	2.3%	8.4%	5.8%
ユーロ		129.31	-1.0%	-0.8%	2.4%
カナダ・ドル		92.16	1.5%	5.4%	10.0%
豪ドル		84.95	3.2%	0.4%	7.7%
人民元		18.48	1.7%	10.1%	11.2%
ブラジル・レアル		23.09	4.2%	17.6%	-20.5%
英ポンド		153.66	-1.7%	1.3%	3.9%
インド・ルピー		1.54	0.9%	2.9%	-4.3%
インドネシア・ルピア		0.82	2.2%	8.8%	5.3%
フィリピン・ペソ		2.24	-0.2%	-0.3%	5.7%
ベトナム・ドン		0.52	2.0%	9.2%	7.3%
メキシコ・ペソ		5.65	-0.1%	7.3%	-2.3%
ロシア・ルーブル		0.98	-35.0%	-34.1%	-42.6%
トルコ・リラ		7.97	-6.2%	-44.7%	-60.9%

		直近値	期間別変化率		
リート		3/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	24,080	1.1%	18.6%	31.0%
日本	東証REIT指数	1,866	-1.4%	-3.8%	-0.3%

		直近値	期間別変化率		
商品		3/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	103.01	7.9%	57.0%	75.8%
金	COMEX金先物価格	1,961	5.0%	14.0%	51.4%

※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



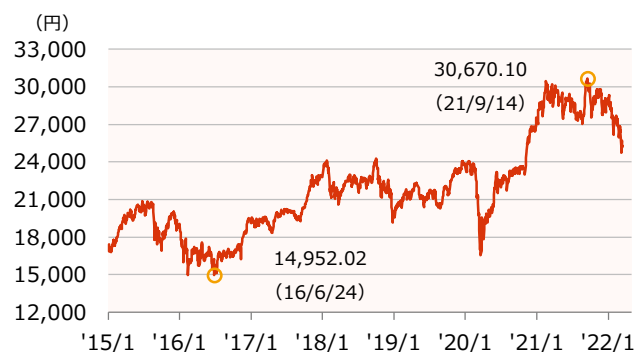
S&P500



STOXX 50



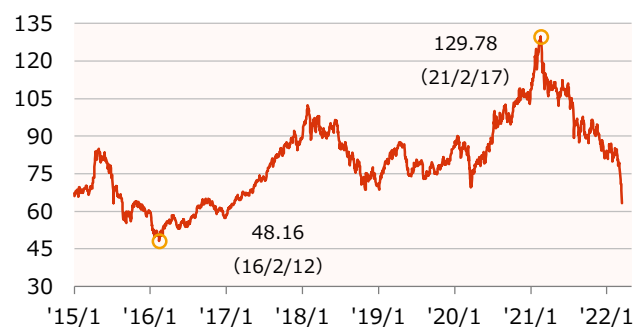
日経平均株価



TOPIX



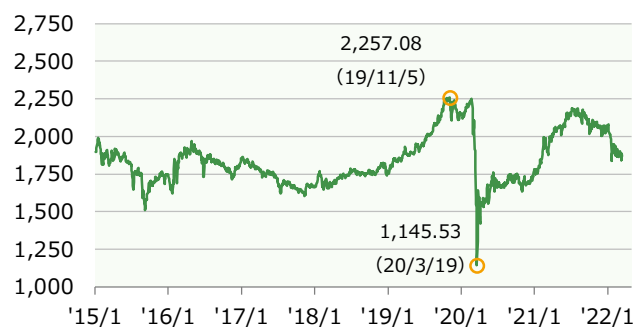
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



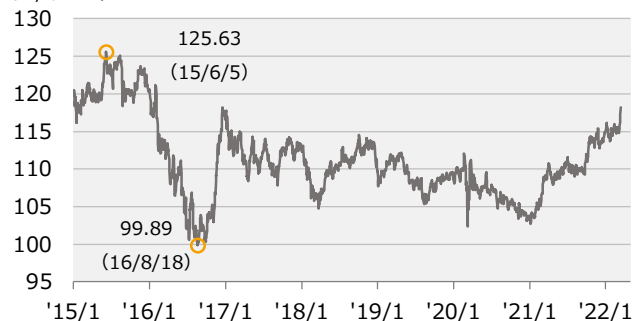
※グラフの期間は2015年1月初～2022年3月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

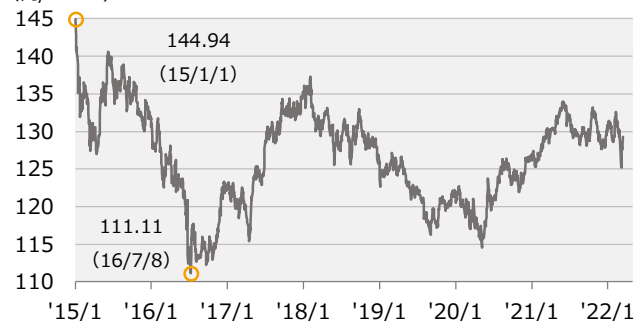
米ドル

(円/米ドル)



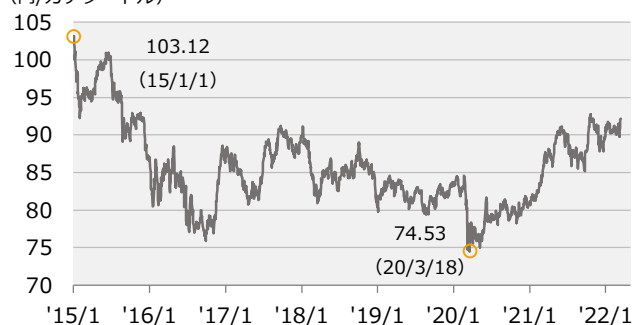
ユーロ

(円/ユーロ)



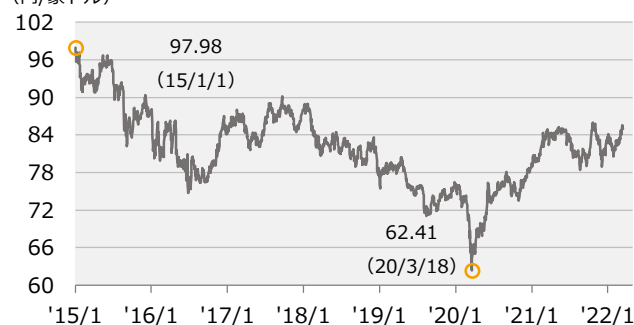
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



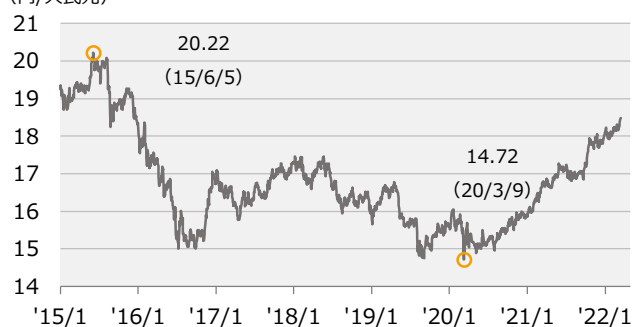
豪ドル

(円/豪ドル)



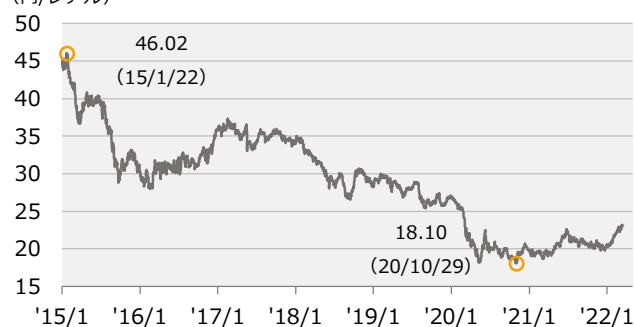
中国人民元

(円/人民元)



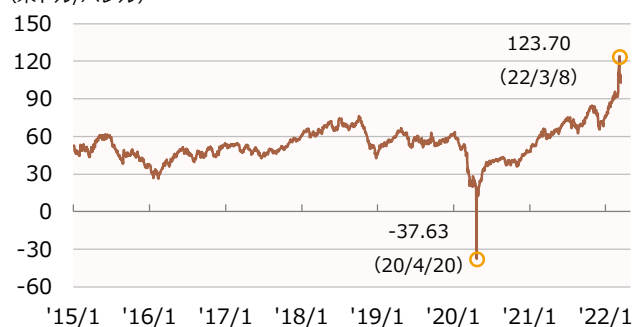
ブラジル・レアル

(円/レアル)



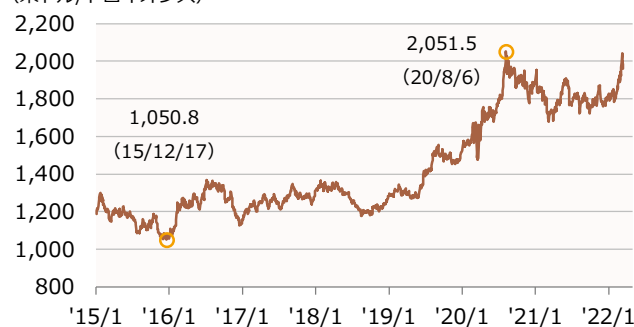
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2022年3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	1.8	-5.9
日本	0.6	-0.2	-4.5
カナダ	3.2	1.9	-4.8
豪州	2.8	1.9	-2.2
中国	6.7	6.0	2.3
ブラジル	1.8	1.2	-3.9
先進国	2.3	1.6	-4.7
新興国	4.5	3.6	-2.2

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	（現在は主として） 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2022年末の予想値	1.75~2.00%	▲0.25%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2022年は3月以降のFOMC全てで利上げ（計7回：1.75%ポイント）、2023年は1回の利上げを想定 2022年5月にバランスシート縮小開始を発表	- 新規の資産買入れを縮小し2022年7-9月期に買入れを終了 2022年末までに利上げを開始 - 中期的なインフレ率見通しは2%近辺で安定へ	2022年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2022年	4月	●年金制度改正法施行（1日） ●東証新市場区分移行（4日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●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）	●ラマダン開始（3日） ●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（13日）
	5月		●FOMC（3-4日） ●世界経済フォーラム年次総会（ダボス、22-26日）	●ラマダン終了（2日） ●RBA理事会（3日） ●ブラジル金融政策決定会合（4日） ●フィリピン大統領・議会選挙（9日） ●豪州総選挙（21日実施期限） ●イラク議会選挙（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（月内）	●ECB理事会（9日） ●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）	●カナダ金融政策決定会合（1日） ●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（15日）
	7月	●日本共産党創立100周年（15日） ●日銀金融政策決定会合（20-21日） ●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）	●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日）	●RBA理事会（5日） ●ハッジ開始（7-12日） ●カナダ金融政策決定会合（13日） ●インド大統領選挙（月内）
	8月		●米ジャクソンホール会合（月内）	●RBA理事会（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（3日）
	9月	●日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）	●ECB理事会（8日） ●第77回国連総会（NY、13-27日） ●FOMC（20-21日）	●RBA理事会（6日） ●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（21日）
	10月	●TOPIXの段階的ウエイト低減銘柄を公表（7日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●ECB理事会（27日） ●米財務省為替報告書（月内）	●ブラジル大統領選挙（2日、30日） ●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（26日） ●ブラジル金融政策決定会合（26日） ●中国共産党大会（未定）
	11月		●FOMC（1-2日） ●米中間選挙（8日）	●RBA理事会（1日） ●COP27：国連気候変動枠組条約第27回締約国会議（エジプト、7-18日） ●サッカー・ワールドカップ（カタール、21-12月18日）
2023年	12月	●日銀金融政策決定会合（19-20日）	●FOMC（13-14日） ●ECB理事会（15日）	●RBA理事会（6日） ●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（7日）
	1月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●米一般教書演説（月内） ●ECB理事会（月内）	●カナダ金融政策決定会合（月内）
	2月			●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	3月	●日銀金融政策決定会合（月内）	●FOMC（月内） ●ECB理事会（月内）	●中国全人代（上旬） ●RBA理事会（7日） ●ラマダン開始（22日） ●タイ総選挙（月内） ●カナダ金融政策決定会合（月内） ●ブラジル金融政策決定会合（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、LNG：液化天然ガス、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、QT：量的引き締め、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、SWIFT：国際銀行間通信協会、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：イーロドカーブ・コントロール

（作成基準日：2022年3月14日）

（発行日：2022年3月18日）