

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

5

MAY 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



中立金利までの利上げを急ぐ

- Ⅰ 過去1カ月で主要国の長期金利が一段と上昇した。その背景には、インフレ抑制のために各国中央銀行が「中立金利までの利上げを急ぐ」スタンスを明確にしていることがある。
- Ⅰ 米国では3月末に2年10年のイールドカーブが逆イールド化した。一般に、景気後退入りのサインだとされる。確かに、先行きの景気は減速が見込まれる。しかしそれは2021年の高成長からの減速であって、各国で潜在成長率を上回る成長を続ける見込み。



- 経 … FRBの金融引き締め等で景気は減速も、潜在成長率を上回る成長を続ける見込み。
- 株 … 金融引き締めの影響に不透明感。インフレピークアウトの明確化待ち。
- 債 … FRBは中立金利まで速やかに利上げ。5月にバランスシート縮小開始を決定。
- 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。



- 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 … ウクライナ情勢の影響を相対的に受けやすく、不確実性が高い。
- 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 … 経済活動再開も資源価格高騰や急速な円安進行による内需への影響懸念。
- 株 … 企業業績にやや不透明感もバリュエーションは低く、株価の反発余地は相対的に大きい。
- 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 … 需給の悪材料が一巡し、利回りの魅力から緩やかな上昇へ。
- 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 … 中立金利までの利上げを急ぐ。4月25日にQTを開始し、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 … 6月に利上げを開始し、政策金利は今年末までに1.25%、来年末までに2.00%へ。
- 為 … ウクライナ危機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 … 感染拡大と実質的なゼロコロナ政策を受け、景気回復が7-9月期以降に後ずれよう。
- 株 … 市場安定化政策の実行が進む中、感染拡大が落ち着けば、センチメントは改善しよう。
- 債 … 追加金融緩和の期待が根強い中、債券利回りはレンジの下限を試す展開を予想。
- 為 … 米中長期金利の逆転を受け、人民元高の圧力が弱まり、レンジ推移を予想。



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

中立金利までの利上げを急ぐ

過去1カ月で主要国の長期金利が一段と上昇した。各国中央銀行は足元の高騰するインフレを受けて長期のインフレ期待が上振れすることを警戒しており、その対処として「中立金利までの利上げを急ぐ」スタンスを明確にしている。なお中立金利とは、景気に対して緩和的でも引き締めのでもない中立的な政策金利のことで、多くの先進国で2~2.5%程度。

利上げ幅を0.5%ポイントに拡大

リーマンショック後の利上げ局面では、1回当たりの利上げ幅は、多くの国で0.25%ポイントだった。利上げの経済に与える影響を確認しながら、緩やかなペースでの利上げを行う漸進主義である。今局面はインフレ抑制が至上命題で、ニュージーランドとカナダは0.5%ポイントの利上げを実施し、米国も5月FOMCでの0.5%ポイントの利上げが見込まれる。

金融市場

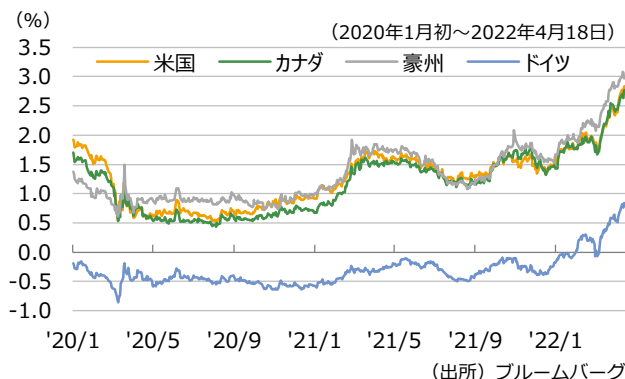
イールドカーブが逆イールド化

中央銀行の「急ぐ」スタンスは、市場の織り込みも「早く」する。例えば、利上げ局面での2年金利などの短期金利は、通常は政策金利と歩調を合わせる形で上昇する。そのため、イールドカーブは利上げ局面の終盤で逆イールド化する。しかし、今局面では市場の織り込みが早いと2年金利の水準が既に高く、米国では3月末に逆イールド化が出現した。

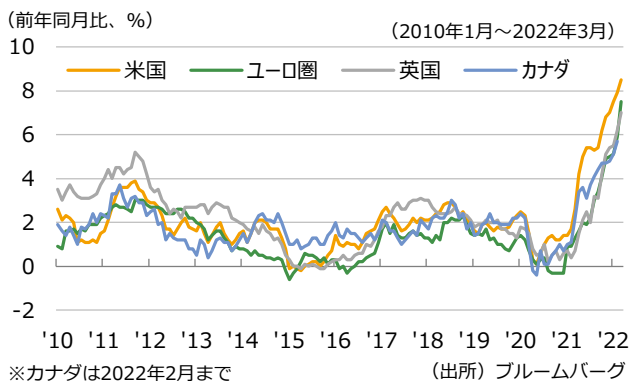
潜在成長率を上回る成長を続ける

イールドカーブが逆イールド化すると、過去の経験則から、景気後退入りが意識される。とりわけインフレ退治のための利上げが景気を壊す懸念もある。確かに、先行きの景気は減速が見込まれる。しかしそれは2021年の高成長からの減速であって、各国で潜在成長率を上回る成長を続ける見込み。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。

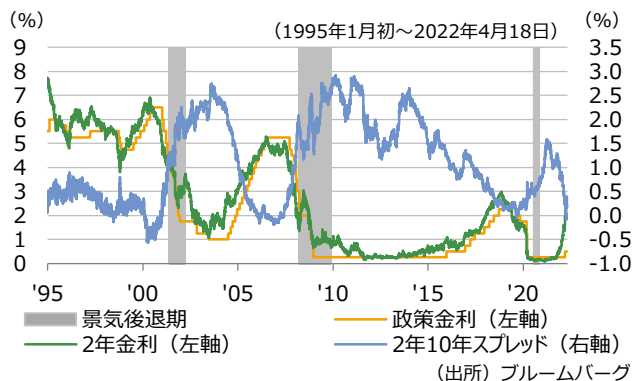
先進国の長期金利



先進国の消費者物価指数



米国の政策金利・2年金利・2年10年スプレッド



IMF世界経済見通し (実質GDP成長率)

		2022年	2023年
米国	IMF	3.7	2.3
	市場予想	3.2	2.1
	FRB	2.8	2.2
ユーロ圏	IMF	2.8	2.3
	市場予想	2.9	2.4
	ECB	2.3	2.3
日本	IMF	2.4	2.3
	市場予想	2.2	1.8

※FRBは3月FOMC時点、ECBは3月理事会で示されたウクライナ情勢の深刻なシナリオ

(出所) IMF、FRB、ECB、ブルームバーク

Daiwa Asset Management

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				FRBの金融引き締め等で景気は減速も、潜在成長率を上回る成長を続ける見込み。 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。 経済活動再開も資源価格高騰や急速な円安進行による内需への影響懸念。 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。 感染拡大と実質的なゼロコロナ政策を受け、景気回復が7-9月期以降に後ずれよう。 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				金融引き締めの影響に不透明感。インフレブレイクアウトの明確化待ち。 ウクライナ情勢の影響を相対的に受けやすく、不確実性が高い。 企業業績にやや不透明感もバリュエーションは低く、株価の反発余地は相対的に大きい。 市場安定化政策の実行が進む中、感染拡大が落ち着けば、センチメントは改善しよう。 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は中立金利まで速やかに利上げ。5月にバランスシート縮小開始を決定。 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。 中立金利までの利上げを急ぐ。4月25日にQTを開始し、バランスシートは速やかに縮小。 6月に利上げを開始し、政策金利は今年末までに1.25%、来年末までに2.00%へ。 追加金融緩和の期待が根強い中、債券利回りはレンジの下限を試す展開を予想。 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				金利動向や賃料上昇の継続性に注目。 需給の悪材料が一巡し、利回りの魅力から緩やかな上昇へ。
	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。 米実質金利が上昇する中、ウクライナ危機やインフレへの懸念が後退するリスクに注意。
	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。 ウクライナ危機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。 米中長期金利の逆転を受け、人民元高の圧力が弱まり、レンジ推移を予想。 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。 資源価格の高止まりが貿易収支を悪化させる懸念がルピー安要因に。 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。 資源価格の高止まりによる貿易収支の悪化懸念がペソ安要因に。 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				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※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	3.2	2.2	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	2.25 ~ 2.50	2.75 ~ 3.00	0.91	1.51	3.0	2.8
ユーロ圏*1	-6.4	5.3	2.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	-0.57	-0.18	0.5	0.5
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	-5.2	4.8	3.7	2.5	0.25	0.25	2.50	2.50	0.68	1.43	2.8	2.6
豪州	-2.2	4.7	4.3	3.0	0.10	0.10	1.25	2.00	0.97	1.67	2.9	2.8
中国	2.2	8.1	5.0	5.4	2.95	2.95	2.75	2.75	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	122円	120円
NYダウ	7.2%	18.7%	-1.5%	4.7%		-4.9%	11.5%	6.0%	-1.6%
米国	3,756	4,766	4,600	4,820	ユーロ	126.18円	130.90円	132円	130円
S&P500	16.3%	26.9%	-3.5%	4.8%		3.6%	3.7%	0.8%	-1.5%
欧州	3,553	4,298	3,890	4,160	カナダ・ドル	81.13円	91.08円	99円	96円
STOXX 50	-5.1%	21.0%	-9.5%	6.9%		-3.0%	12.3%	8.7%	-3.0%
日本	27,444	28,792	29,000	32,500	豪ドル	79.47円	83.68円	95円	98円
日経平均株価	16.0%	4.9%	0.7%	12.1%		4.2%	5.3%	13.5%	3.2%
日本	1,805	1,992	2,070	2,280	中国人民元	15.89円	18.09円	19.2円	19.0円
TOPIX	4.8%	10.4%	3.9%	10.1%		1.8%	13.9%	6.2%	-1.0%
中国	108.58	84.29	85	90	ブラジル・レアル	19.89円	20.65円	27.7円	26.1円
MSCI	26.7%	-22.4%	0.8%	5.9%		-26.3%	3.8%	34.1%	-5.8%

	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	3.5	2.0	0.10	0.25	1.00	1.00	0.20	0.97	1.5	1.5
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	158円	155円
MSCI	16.8%	27.3%	8.0%	6.8%		-2.0%	10.3%	1.4%	-1.9%
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	1.56円	1.54円
MSCI	-9.5%	1.5%	15.0%	1.3%		-7.1%	9.5%	0.7%	-1.3%
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	0.847円	0.833円
VN指数	14.9%	35.7%	3.5%	1.9%		-5.7%	9.3%	4.9%	-1.7%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.26円	2.26円
						0.1%	5.2%	0.1%	0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.54円	0.536円
						-4.5%	12.7%	7.1%	-0.7%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	5.81円	5.58円
						-9.5%	8.0%	3.6%	-4.0%
					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	7.9円	6.8円
						-23.8%	-38.5%	-7.6%	-13.9%

※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・23年の成長見通しを下方修正

FRBが迅速に中立金利（FRBの想定：2.375%）まで利上げする意向であること、同時に想定よりも早期にバランスシートの縮小を開始する意向であること、及びウクライナ情勢緊迫化等から、2022年のGDP見通しを前年比+3.2%（従来+3.5%）、2023年を同+2.2%（従来+2.7%）へ、それぞれ引き下げる。それでも1.8%程度の潜在成長率を上回る成長は続き、景気後退入りは想定されず。

ウクライナ情勢でも企業景況感は堅調

3月のISM景況感指数は、ウクライナ情勢緊迫化の中でも、製造業・非製造業ともに50台後半の高水準を維持。一方で製造業・非製造業ともに価格指数が上昇。特に製造業の上昇が大きく、ウクライナ情勢の緊迫化がエネルギー価格の上昇や供給制約を通して、追加的なインフレ圧力となっていることが示唆される。つまり、ウクライナ情勢は景気悪化要因というよりもインフレ要因だと整理できる。

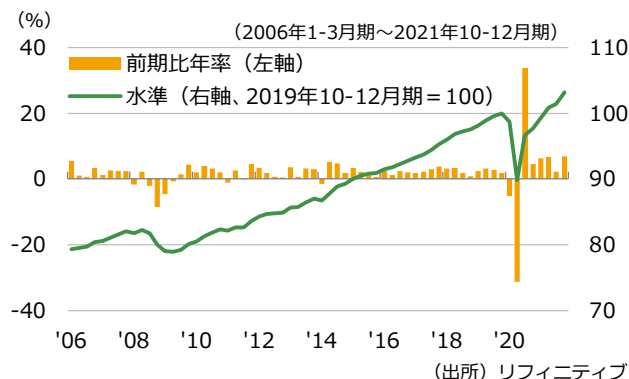
失業率は過去50年での最低水準に近づく

3月の失業率は3.6%（2月3.8%）に低下。コロナ禍直前（2020年2月）の3.5%をほぼ回復し（過去50年での最低水準）、ここから先は未知の世界。かつ失業率の3.5%という水準はコロナ禍後の景気回復局面（2022～24年）でFRBが見込む最低水準。つまり、失業率が3.5%を下回るとFRBの見通しが外れていたことを意味し、3月FOMC時点での想定よりも更に利上げが必要ということになる。

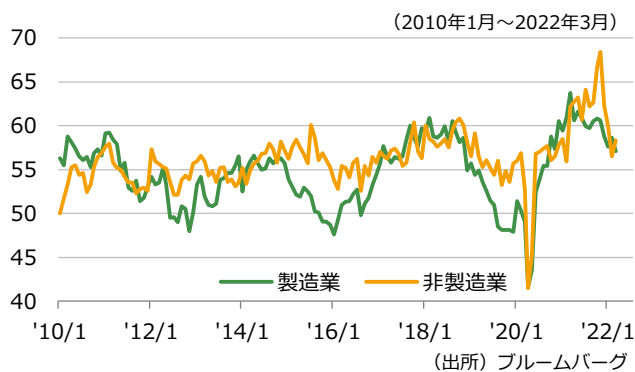
インフレ率はピークアウトするか

3月のCPIは総合で前年比8.5%（2月7.9%）と一段と加速。ウクライナ情勢緊迫化でエネルギー価格が高騰した影響が強く出た。一方で、インフレは今月がピークとする考え方もある。その根拠の1つがベース効果。1年前に供給制約により中古車価格が高騰した等があり、特にコア指数は、4月以降にその裏が出ることにより、前年比ベースでは低下していくことが見込まれる。

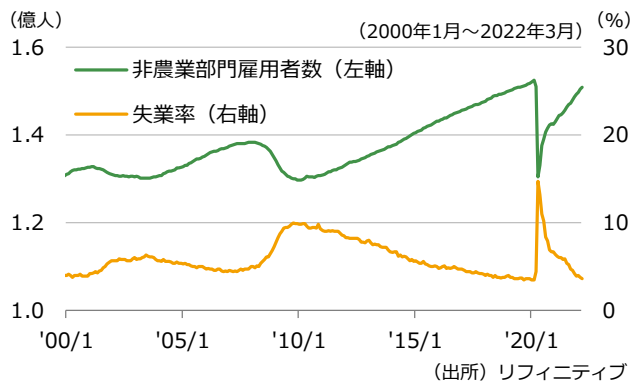
実質GDP



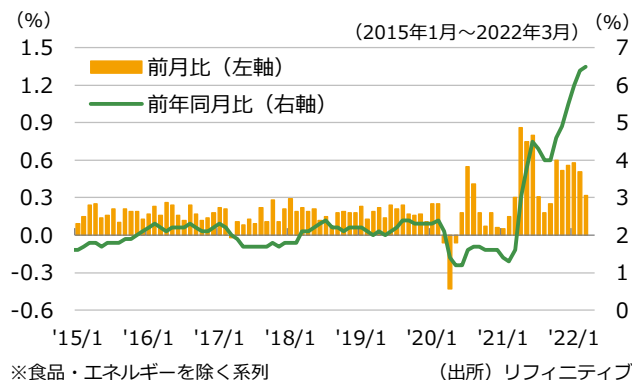
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数（コア）





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。高水準のインフレ継続を受け、FRBの利上げペース加速などが意識され4月に入り株価は軟調に推移している。金融引き締めへの景気への影響に対する警戒が高まっており、株価の反発のためにはインフレ鈍化が確認されることが求められると考える。ウクライナ情勢が好転すれば株価が反発することが想定されるものの、株式市場の注目度は既に金融政策の方が高い状況にある。

過去とは異なる株価反応

過去のFRBの利上げ局面と今回を比較して異なる点は、過去は利上げの序盤戦は株価が上昇基調であったのに対して、今回は早くも調整色が出ていること。インフレ率が高いことにより、金融引き締めペースやそれによる景気への影響が注目されていることが原因とみられる。従来の金融引き締めサイクルと比べ、金融市場の反応が前倒しされているとも考えられ、この差異は今後も注意が必要とみる。

センチメントはインフレ率次第

FRB高官発言などを受け、市場では来年に中立金利以上への利上げが織り込まれている。この点が足元の株式市場における警戒感の根幹である一方、3年先の政策金利見通しは2年先より低く、FRBの想定通りにインフレが落ち着きを見せれば、利下げに転じることも市場では意識されている。現時点では時期尚早であるものの、インフレ率次第で株式市場のセンチメントは大きく変わり得るとみられる。

目先は住宅価格に注目

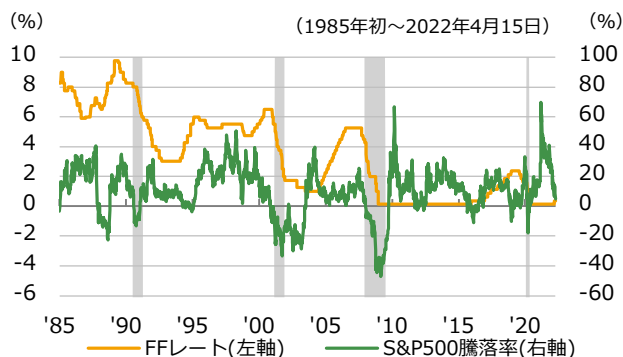
目先の注目点は住宅価格に鈍化が見られるか。住宅ローン金利の変化幅と住宅価格の伸び率を見ると、住宅ローン金利が52週前比で1~2%ポイント上昇すると住宅価格の伸び率に鈍化が見られる傾向がある。足元の住宅ローン金利（30年固定金利）は既に2%ポイント弱上昇している。住宅価格に鈍化が見られれば、株式市場のセンチメントは改善するとみられ、今後の住宅価格に注目したい。

S&P500の推移

(2019年初～2022年4月18日)



FFレートとS&P500指数の騰落率

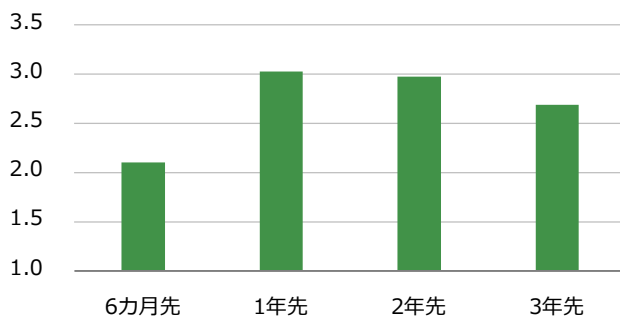


※S&P500騰落率は週次データの52週前比
※金曜日が休場の場合は前営業日の値を使用
※灰色は米国の景気後退期

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米国政策金利の市場織り込み

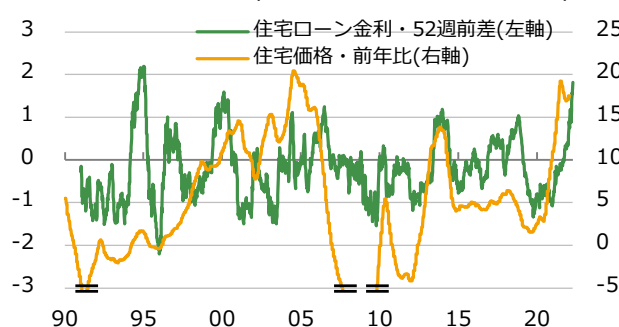
(%) (2022年4月18日時点)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

住宅ローン金利と住宅価格

(住宅ローン金利: 1990年年初～2022年4月15日) (%)
(住宅価格: 1990年1月～2022年1月) (%)



※住宅ローン金利は30年固定金利

※住宅価格はS&PコアロジックCS住宅価格指数の主要10都市ベース

(出所) フレディマック、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

FRBは金融政策の正常化を急ぐ

3月FOMC議事録では、コロナ禍での量的緩和で膨らんだFRBのバランスシートを月額950億米ドル（国債600億米ドル+MBS350億米ドル）のペースで縮小していく意向が示された。これはリーマンショック後のバランスシート縮小ペースの約2倍。早ければ5月FOMCで決定される。同時に政策金利を迅速に中立金利まで引き上げたい意向も示され、インフレが高騰する中、金融政策の正常化を急ぐ。

政策金利・長期金利の見通しを修正

3月FOMC議事録で確認されたFRBの意向を踏まえ、政策金利の見通しを今年末2.5%（従来2.0%）、来年末3.0%（従来2.25%）へと改めた。同時に長期金利の見通しも今年末3.0%（従来2.2%）、来年末2.8%（従来2.2%）へと修正。2023年の長期金利が2022年比で低下するのは、中立金利を上回る利上げで景気減速色が強くなることを想定。

リート

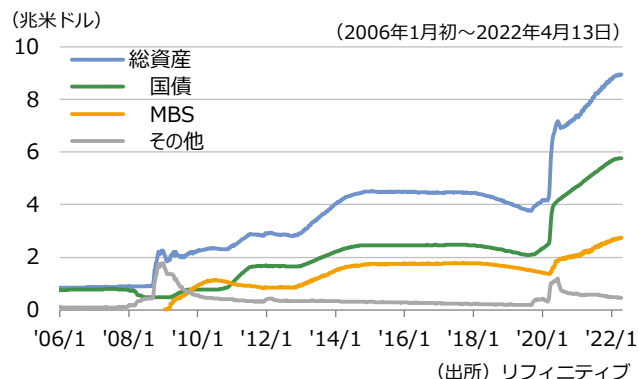
業績改善期待などから堅調推移

米国リート市場は、3月半ばから4月半ばにかけて、長期金利が上昇傾向となったものの、業績改善への期待感などから堅調推移。米国ではインフレを背景に賃料が上昇傾向であることや、新型コロナからの経済正常化が進展していることなどからリーートの業績改善が期待される。4月後半から始まる2022年1-3月期の決算発表にて実際に業績改善が確認できるか注目。

長期金利上昇の影響に注目

高まるインフレ圧力を背景にFRBは金融引き締め姿勢を強めており、長期金利は上昇。信用スプレッドの拡大には一服感が見られるものの、新規に不動産投資を行う時の負債調達コストは上昇傾向にある。それが今後、M&Aや物件取得などにどのような影響を与えるか注目したい。また上昇を続けている不動産価格の動向にも注目。

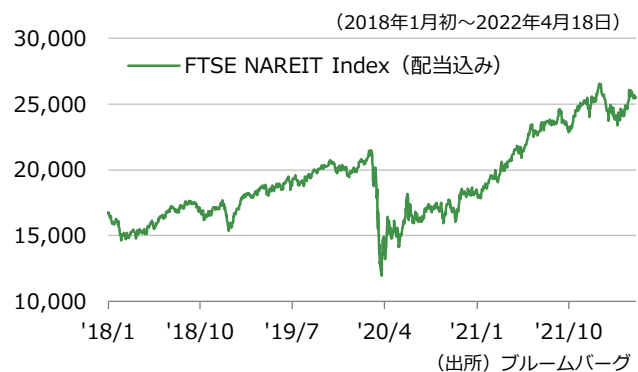
FRBの総資産残高と内訳



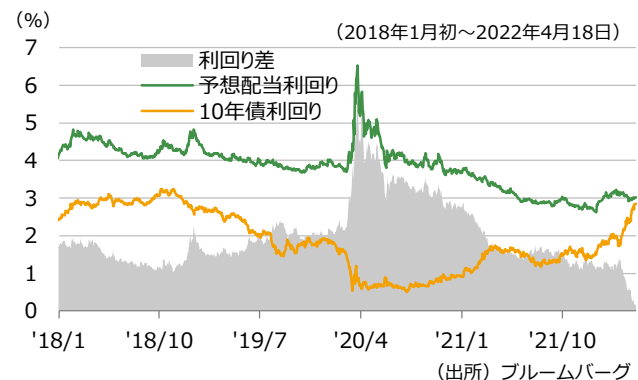
米国金利の推移：実績と予想



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差拡大とともに米ドル円上昇

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てきた。米金利と米ドル円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や、インフレ緩和の見通しが出てきた場合には、米金利と米ドル円の上昇は進みにくくなるだろう。

米ドル円の130円超過は容易ではない

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2.6%なら米ドル円は123.3円を中心に120.2~126.3円（推計値±標準偏差×2）、金利差3.0%なら126.5円を中心に123.5~129.6円に収まりやすい。ただ、リスクオンではレンジ上方、リスクオフではレンジ下方に近づきやすい。米金利上昇時にリスクオフのケースが増えつつあるので、米ドル円が130円を超過するにはハードルが高そうだ。

米実質金利の上昇が抑えられる可能性も

ロシアのウクライナ侵攻により供給懸念が強まり、商品高とともに期待インフレ率が急上昇した。当初は過度なインフレによる景気悪化懸念で米実質金利は低下したが、その後は金融引き締め観測から実質金利が急上昇し、米ドル円の上昇に寄与した。ただ、商品市況とともに期待インフレ率が頭打ちとなっているので、景気減速懸念が強まると、米実質金利と米ドル円の上昇は進みにくくなると考えている。

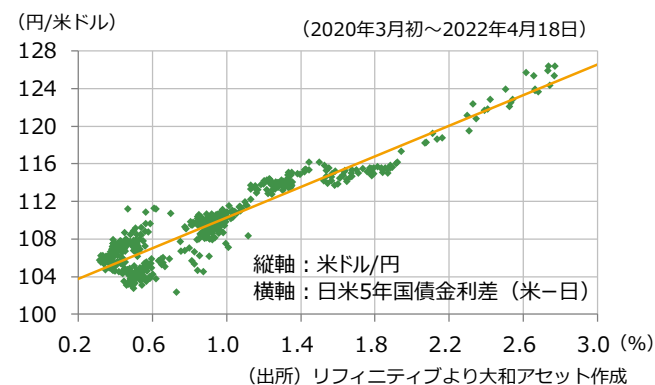
米中間選挙年は米ドル円下落リスク高い

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。

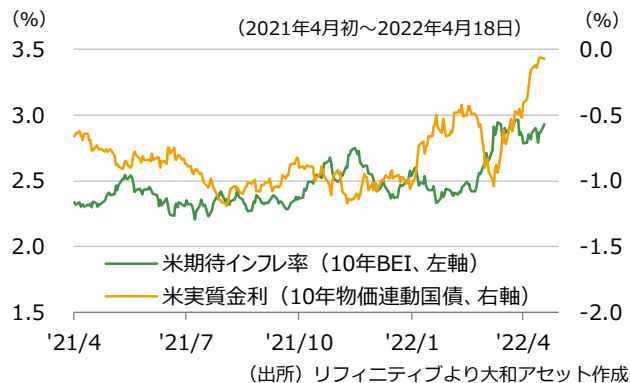
日米5年国債金利差と米ドル円



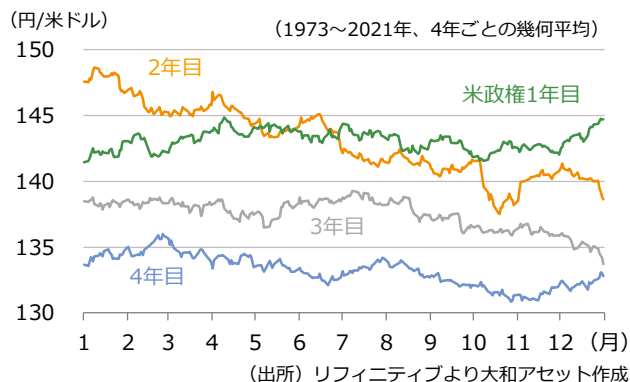
日米5年国債金利差と米ドル円



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1.0%）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）。今後、ウクライナ情勢による供給制約と物価上昇の影響で経済成長ペースは抑制されると考えられる。

製造業の景況感が悪化

3月のPMIは、製造業が低下し、サービス業は小幅改善した。製造業はウクライナ侵攻の影響で供給制約が強まり、生産が減少。一方、新型コロナの流行が収まり規制措置が緩和されたため、個人のサービス需要が回復した。投入価格・産出価格ともに過去最高を更新し、物価上昇が需要を抑制する可能性が高まった。ウクライナ侵攻の影響による需要減退を懸念し、企業の生産見通しは大幅に悪化した。

雇用情勢の改善が個人消費を下支え

失業率は2月に6.8%まで低下し、1998年4月の統計開始以降で最低に。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。2月の実質小売売上高は小幅に上昇し、コロナ前の上昇トレンドに回帰した状況に変化はない。雇用情勢の改善や新型コロナの流行収束が個人消費の増加要因となる一方、ウクライナ侵攻とインフレの影響による消費者信頼感の悪化が消費抑制要因となりそうだ。

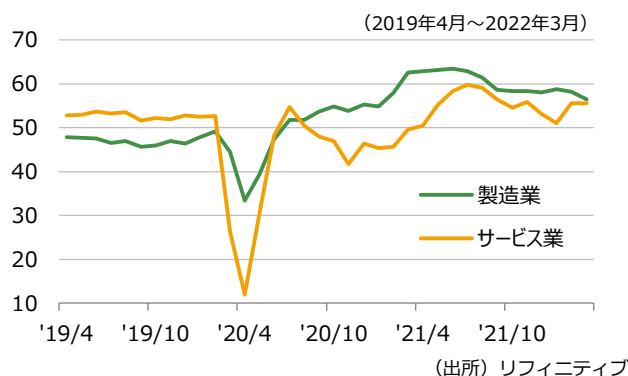
エネルギー高によりインフレ率が上振れ

3月の消費者物価指数は総合で前年同月比7.5%、コアで3.0%と、2月（各5.9%、2.7%）から加速した。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上昇したため、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物価に影響を与える一因として注目される。

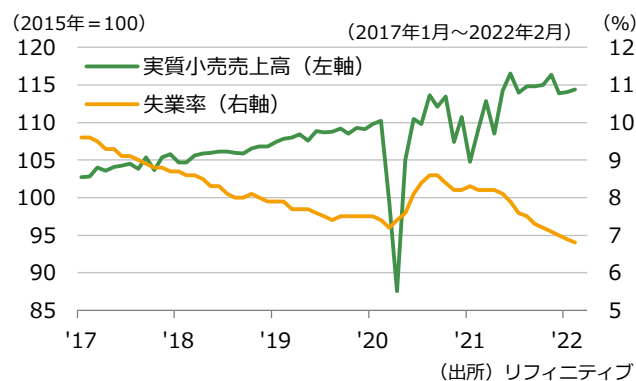
実質GDP



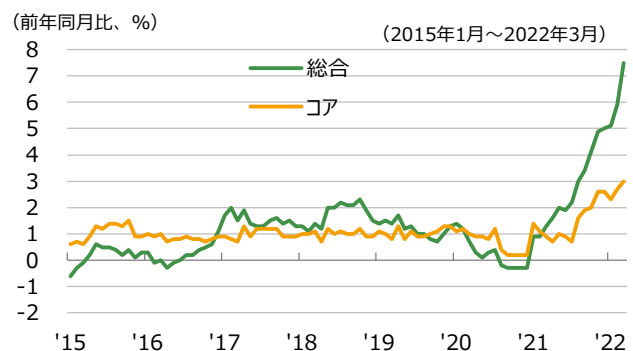
PMI



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。ロシアとウクライナの停戦協議への期待は後退し、株価は4月に入り軟調に推移した。エネルギー面でロシア依存度が高いことが欧州の固有リスクであることは変わらない。また、5月9日はロシアの対独戦勝記念日であり、同日を過ぎるまで、ウクライナ情勢の市場織り込みが楽観的あるいは悲観的と判断することも難しく、欧州株について積極的なスタンスは取り難い。

消費者のマインド低下を懸念

ウクライナ情勢を受け、3月のユーロ圏信頼感指数は低下が目立った。特に消費者の信頼感指数は▲18.7と2020年の新型コロナウイルス発生直後以来の低さまで低下した。距離的に近い場所における紛争発生により、欧州の消費者マインドに大きな悪影響を与えている可能性を示唆しており、今後の域内における消費についても不確実性が出てきている。

債券・金利

ECBは年内に利上げ開始でも緩やかに

ECBは4月理事会でAPP（資産購入プログラム）での純資産購入を7-9月に終了する可能性が高まったとした。資産購入終了後、数週間から数カ月後に政策金利を緩やかに引き上げる見込みとしており、年内に利上げを開始する可能性が高まったと言える。ただ、不確実性が高い状況では、金融政策の選択性、漸進性、柔軟性を維持するとした。市場予想を上回るペースでの利上げの可能性は低いとも言える。

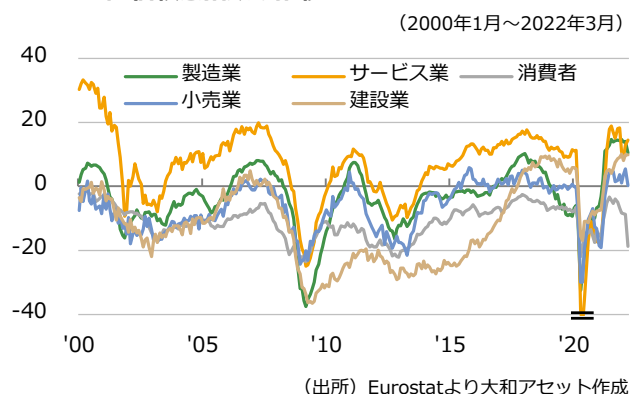
利上げ観測の高まりと金利上昇は限定的

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の高まりには限界も。すでに年内利上げを織り込んだ金利は上昇が進みにくいと見込む。

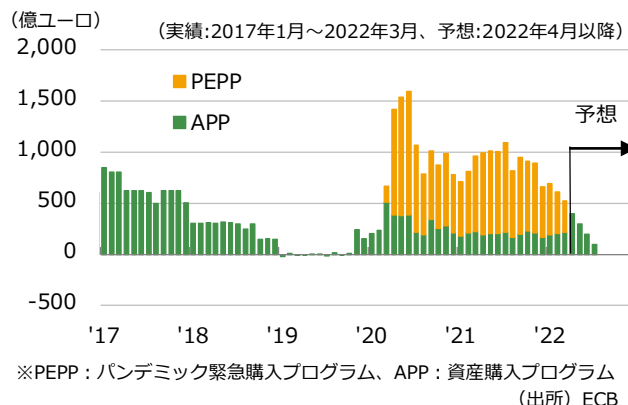
Euro STOXX 50の推移



ユーロ圏信頼感指数の推移



ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは対円では急反発

2月から3月にかけて、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大幅下落。供給停止懸念によるエネルギー価格高騰とともにロシアへのエネルギー輸入依存度が高いユーロ圏の通貨が売られた。ただ、供給懸念による価格高騰が一服すると、景気悪化懸念が緩和するとともに金融引き締め観測により欧米金利が上昇したため、ユーロは対円では急反発。世界的な金利上昇が円安を招いた。

相対金利低下でユーロ安・米ドル高に

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振れる局面もあったが、ロシアのウクライナ侵攻が始まると相対的にドイツ金利が低下し、ユーロ安が進行した。今後も、景気動向や金融政策を背景にした欧米の相対的な金利動向がユーロの対米ドル相場を左右しそうだ。

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。特にドイツの天然ガス（パイプライン）輸入ではロシアの割合が大きい。エネルギー供給が急減すると価格が上昇し景気回復を妨げる。EUが石炭に続き石油や天然ガスの対ロシア輸入を禁止すると、エネルギー価格高とユーロ安に働きやすい。

欧州経済指標は市場予想比で弱まる

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は米国が高水準を続ける一方で、ユーロ圏は低下し、日本は低迷。相対比較からは、米ドル高・円安・ユーロ安に作用しやすい状況にある。新型コロナウイルス感染減少で新興国を含めて世界的には経済指標が市場予想を上回るケースが優勢であり、リスクオンの円安や米ドル安に作用しやすい状況にもある。今後はウクライナ侵攻の影響が注目される。

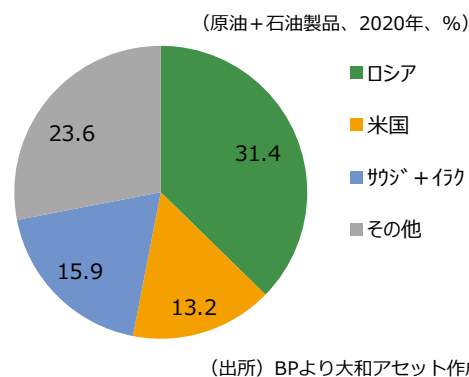
ユーロの対円相場と対米ドル相場



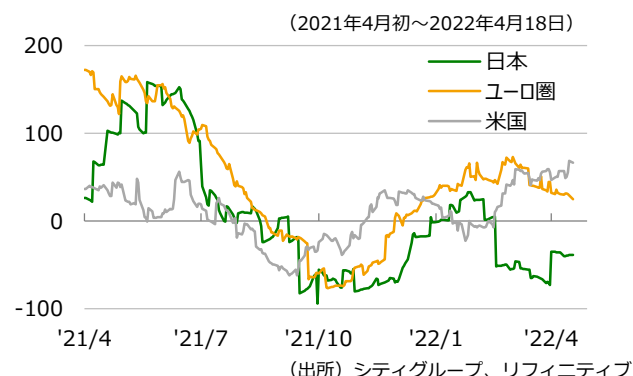
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



欧州の石油輸入先シェア



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは22年1-3月にコロナ前水準超えへ

実質GDPは2021年10-12月期に前期比+1.3%（年率5.2%）と、7-9月期の前期比+0.9%（年率3.8%）を上回る成長率に。新型コロナ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が、医療支出や在庫増により速報値から上方改定された。新型コロナの流行が収束し、実質GDPは2022年1-3月期にコロナ前の水準を超えると見込まれるが、インフレが成長鈍化の要因となりそうだ。

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3月に総合7.0%、コア5.7%と、2月の各6.2%、5.2%から上昇加速。グローバルな供給制約で物価が上昇。また、ウクライナ侵攻でエネルギーや食品の価格が一段と上昇し、コスト高の価格転嫁でインフレ率が高まっている。雇用改善で賃金は前年より5%程度上昇しているが、実質賃金は減り、消費者信頼感が低下している。

為替

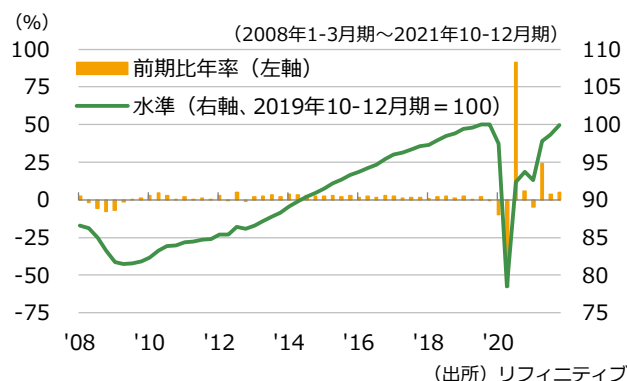
BOEは追加利上げに慎重になるか

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い、政策金利は1.0%に達するだろうが、その後は追加利上げに慎重になると見ている。

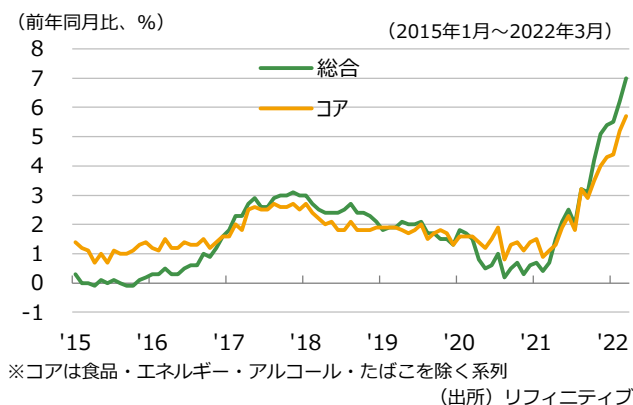
金融政策のタカ派色後退がポンド安要因

ポンドは3月のBOE利上げ後は対米ドルで下落した。市場が追加利上げを織り込み済みであったうえ、インフレ加速が英経済成長を減速させることを警戒してBOEのタカ派色が後退したためだ。ポンドの対ユーロ相場は堅調に推移しているが、英国の長期金利がドイツに比べ低下したことを考えると、ユーロに対してもポンドが下落するリスクがあるだろう。

実質GDP



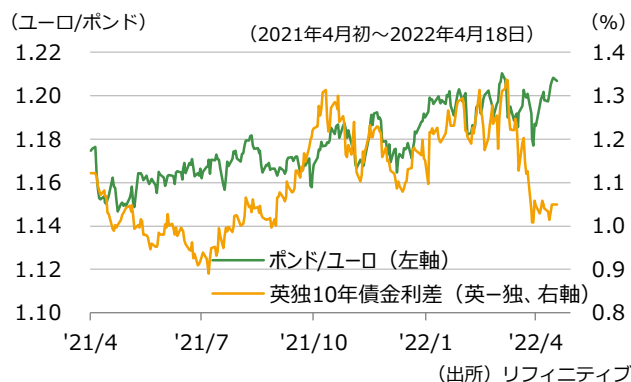
消費者物価指数



政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

新型コロナ動向とサプライチェーン影響

3月下旬にまん延防止等重点措置が解除されたことなどから、3月のauじぶん銀行日本PMIは製造業、非製造業ともに改善を見せたが、足元では新型コロナウイルスの新規感染者数が再拡大する気配があり注意が必要である。上海など中国本土でも新規感染者数が急増しているほか、ウクライナ情勢やロシアへの経済制裁の影響などもあり、引き続きサプライチェーンへの影響も懸念される状況にある。

日銀短観、業況判断DIにピークアウト感

3月の日銀短観が発表された。大企業業況判断DIは、「最近」が製造業▲3、非製造業▲1と前回比悪化を見せた。また「先行き」もそれぞれ▲5、▲2と実績に対し悪化する見通しが示された。経済再開による回復が期待される一方、資源価格高騰による急激な仕入れ価格の上昇に販売価格上昇が追いつかない状況にあり、ウクライナ情勢や米国の金融引き締めの影響など、景気悪化に警戒が必要である。

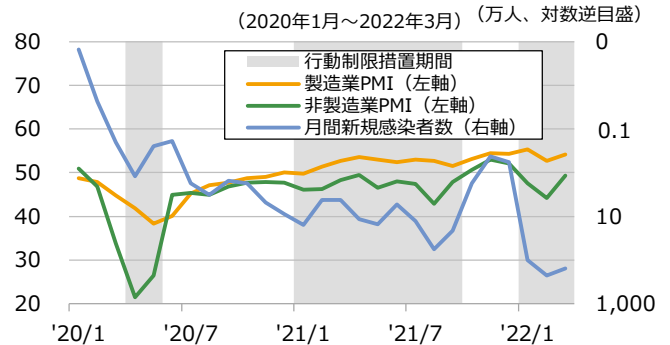
輸入物価上昇は継続か

IEA（国際エネルギー機関）による大量の石油備蓄の協調放出が決定されたが、ロシアの供給減観測などからエネルギー価格は高止まりしている。同様に小麦やとうもろこしの価格などもロシア要因で上昇している。当面は様々な商品でタイトな需給環境が継続しそうである。加えて急速に為替の円安が進行しており、輸入物価指数の上昇による内需企業や消費への影響が懸念される。

携帯通信料の影響剥落、日銀に注目

昨年4月以降、携帯通信料引き下げの影響が消費者物価指数を1%ポイント以上押し下げる要因となっていた。4月からはその効果が一巡し、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は日銀の物価目標である前年比2%超えが視野に入る。日銀は安定的に2%を超えるまで緩和を継続するとしているが、急速な円安の進行などを受けて、日銀の政策スタンスに変化が生じるかが注目される。

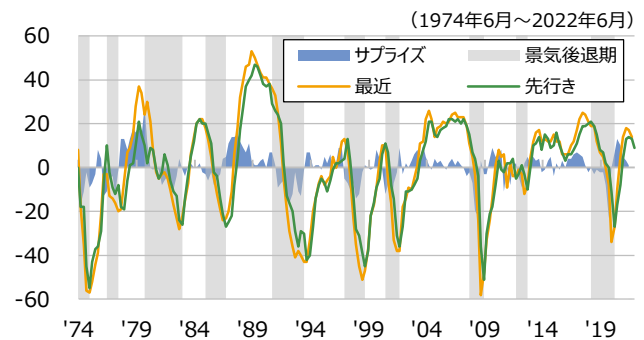
auじぶん銀行日本PMIと月間新型コロナ新規感染者数



※行動制限措置は緊急事態宣言またはまん延防止等重点措置

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

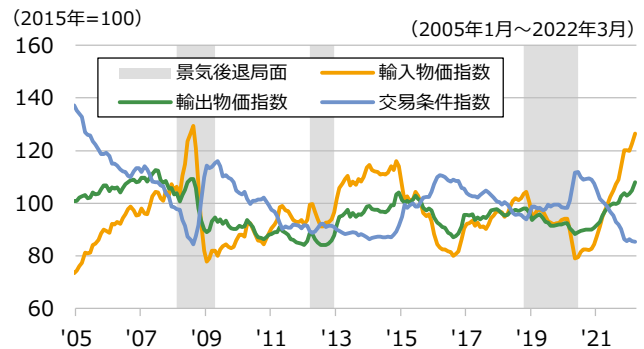
日銀短観 業況判断DI (製造業大企業)



※先行きは3カ月先行、最近は22年3月まで。サプライズは最近－前回先行き

(出所) 日本銀行、内閣府より大和アセット作成

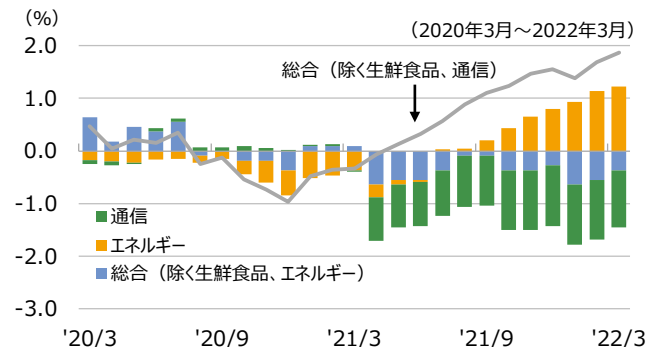
輸出入物価指数と交易条件指数



※交易条件指数=輸出物価指数÷輸入物価指数×100

(出所) ブルームバーグ、内閣府より大和アセット作成

消費者物価指数 東京都区部 (前年同月比寄与度)



(出所) 総務省より大和アセット作成



株式

やや強気スタンスを継続

FRBの利上げペース加速への懸念や、中国・上海市のロックダウンへの警戒により、4月に入り株価は軟調に推移。下落要因が解消した状況にはまだなく、国内企業業績の2022年度会社計画が市場予想を下回るリスクにも注意が必要とみる。一方、欧米と比べると、バリュエーションが割安で、中国のロックダウンが緩和された際の好影響も大きいとみられるため、やや強気スタンスは継続する。

バリュエーション調整が進展

この1カ月の変化は、米国で一時的長短金利が逆転するなど、FRBの金融引き締めペースへの懸念が強まったこと。利上げの景気への影響が意識され、日本株、米国株共にPERは低下。TOPIXの12カ月先予想PERは52週前比で約25%低下した。PERは12倍台まで低下しており、予想EPSが大きく崩れる状況に至らなければ、バリュエーションが株価を支える状況になっているとみる。

ガイダンスリスクは通常より高め

TOPIXの2月決算銘柄の2022年度会社計画は、営業利益率に目立った低下が見られなかった点はポジティブだが、事前の市場予想を下振れる銘柄が目立った。今後本格化する3月期決算銘柄は、製造業の比率が高まることで円安メリットを享受出来る銘柄が増えるものの、部材価格上昇の影響も大きく、ガイダンスリスクは通常より高い状態にあるとみられる。決算発表時期は慎重なスタンスで挑みたい。

価格転嫁には変化の兆し

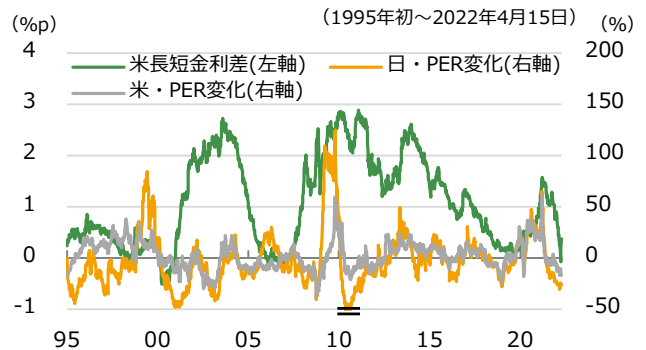
日銀短観の価格判断DIをみると非製造業の販売価格判断DIは低く、価格転嫁の難しさが感じられる。しかし、「先行き」は卸売や宿泊・飲食サービスで2000年以降のピーク近い水準、小売業は過去ピークを上回る水準となっており、変化の兆しも一部で見られる。コスト増を企業内で吸収せず価格転嫁が進むことは企業業績的にはポジティブな動きであり、この動きに広がりが見られるかは注目したい。

TOPIXの推移

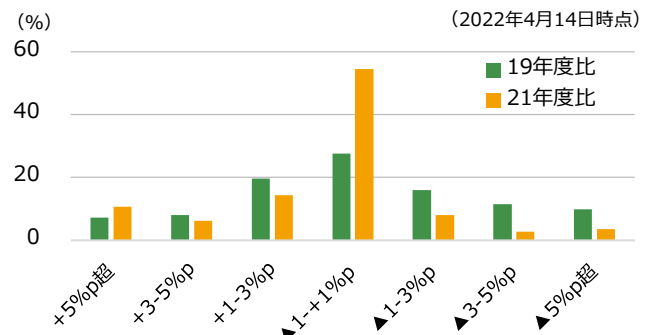
(2019年初～2022年4月18日)



米国長短金利差と日米PERの52週前比



2月決算銘柄の2022年度会社計画・営業利益率の状況



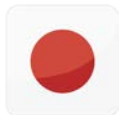
日銀短観・価格判断DIの動向 (非製造業)

(2022年3月調査時点)

	2022年3月調査先行き			00年以降のピーク	
	(販売)	(仕入)	(販-仕)	(販売)	(仕入)
建設	11	55	▲44	25	75
不動産	12	27	▲15	34	46
卸売	20	33	▲13	25	38
小売	31	42	▲11	21	36
運輸・郵便	9	43	▲34	16	46
通信	0	0	0	10	16
情報サービス	6	17	▲11	8	15
電気・ガス	52	56	▲4	75	88
対事業所サービス	0	15	▲15	12	27
対個人サービス	5	29	▲24	11	40
宿泊・飲食サービス	26	59	▲33	30	77

※主な業種を表記

(出所) 日本銀行より大和アセット作成



債券・金利

金融政策修正に対する思惑が一段と上昇

日銀金融政策に対する注目度は一段と上昇。エネルギー価格高騰の影響等により4月CPIの伸び率が2%に到達する可能性が高いことに加え、足元の円安進行で日米の金融政策の違いがより一層意識されたことが原因。その一方、需給ギャップは依然マイナスであり、日銀が言う「賃金と物価が持続的に上昇していく好循環」に至ったとは言えず、早期に金融引き締めへ転じるロジックはまだ見えない。

黒田総裁の発言は微妙に変化

日銀は3月に連続指値オペを通告し10年金利の0.25%を死守する姿勢は堅持。一方、黒田総裁は今年に入り円安の影響は経済主体などにより不均一とも発言しており、発言に変化が見られる点は注意が必要。日銀が許容する10年金利の変動幅拡大など、金融政策の微修正と位置付けられる施策の実施を完全に排除することも難しくなりつつあるとみる。

リート

投資家のリスク選好姿勢改善のなか上昇

ウクライナでの停戦期待の高まりなどにより、投資家のリスク選好姿勢が改善するなか、3月下旬にJ-REIT市場は上昇した。3月は国内金融機関が売却による益出しのため売り越しとなる一方で、外国人投資家が大きく買い越した。売買動向からみると、海外投資家主導でJ-REIT市場が上昇した月だった。年初来発表が相次いだJ-REIT市場での公募増資が一段落したことも上昇要因になった。

当面は外部環境の影響が大きい

決算期末となる3月末を挟んだ国内金融機関の益出しのための売却も通過し、需給面の悪材料は後退した。当面、J-REIT市場からの独自の材料は乏しく、ウクライナ情勢と米国金融政策の見通しの変化の影響を強く受ける状況が続きそうだ。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。

需給ギャップの推移



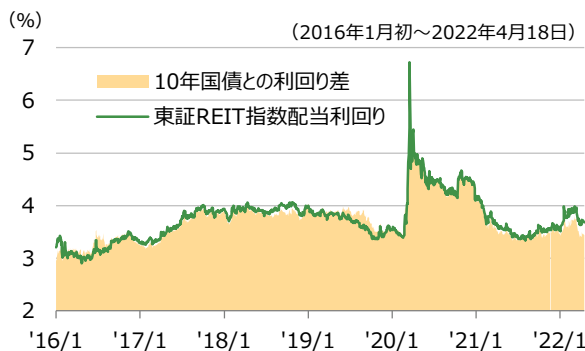
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

金利上昇で米ドル円・クロス円が上昇

ロシアのウクライナ侵攻直後の供給懸念による原油高騰が一服後、リスクオンの円安でクロス円が急反発。リスクオンの米ドル安でも米金利上昇の米ドル高で米ドルは堅調に推移し、米ドル円は急上昇。その後も、米国を始めとした海外金利上昇を背景に、米ドル円もクロス円も上昇した。ただ、金利上昇が進んだ場合に株安に傾き、リスクオフの円高や米ドル高によりクロス円の上昇が鈍る兆しも出てきた。

クロス円との順相関が高い米ドル円

円を除く25通貨に対する米ドルの為替相場と米ドル円の相関は不安定であり、最近では相関が低い。一方、円に対する25通貨の為替（クロス円）相場と米ドル円の相関は、高めの順相関で安定している。このことから、当面の米ドル円の動向にとっては米ドル相場よりもクロス円の動向が重要である。もしリスクオフの円高によりクロス円が下落した場合には、米ドル円も下落しやすくなると言えそうだ。

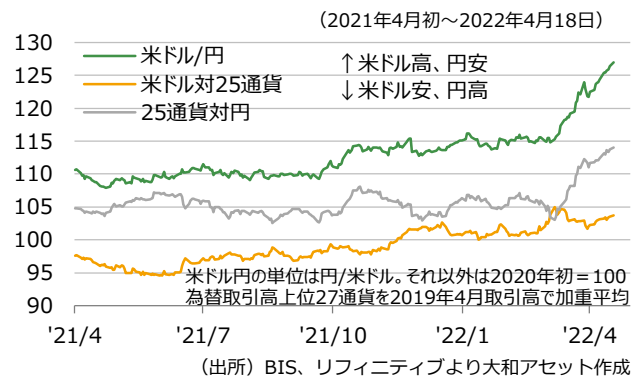
原油価格との連動性が弱まる米ドル円

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、原油が急騰した局面では米ドル円が上昇しないこともある。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。

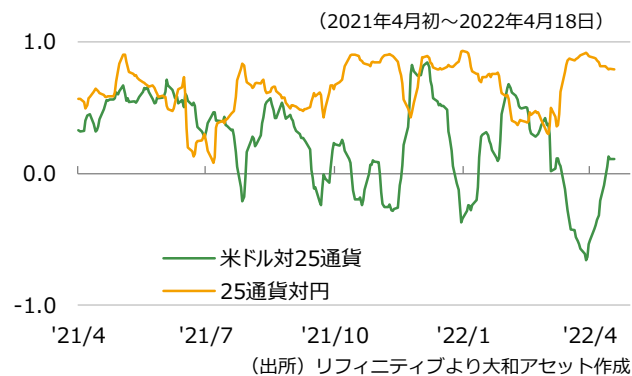
原油高による貿易収支悪化が円安に作用

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。最近では原油高による輸入増の影響もあり貿易収支が悪化し円安に作用している。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（実質的円安）が過去最大になっているので、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



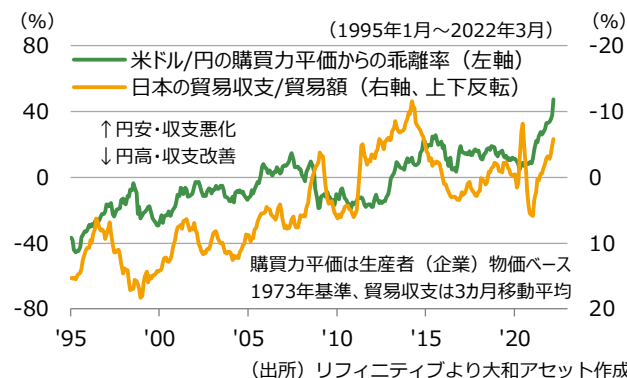
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

基調としては高成長継続の公算

雇用者数がコロナ前のトレンドを回復した一方、実質GDPはようやくコロナ前の水準を取り戻した程度である。この差は供給制約（買えるお金はあるけどモノがないこと）が原因のため、これが解消に向かうことで、実質GDPも過去のトレンドに向けた回復が見込まれる。それは当面、基調としては潜在成長率を上回る成長が続くことを意味する。実質GDP成長率は、今年が+3.7%、来年が+2.5%と予想。

資源価格上昇と需要移転の恩恵

ウクライナ危機による資源価格の高騰は、資源輸出国であるカナダの交易条件を改善させている。また、グローバル経済の脱ロシアの流れは、需要の移転によりカナダの輸出量も増やし、価格と量の両面から貿易黒字の拡大につながる事が期待される。これは、資源輸入国からカナダへの富の移転（国民所得の増加）を意味するほか、設備投資を促すため、経済全体にはプラスの作用をもたらすと考えられる。

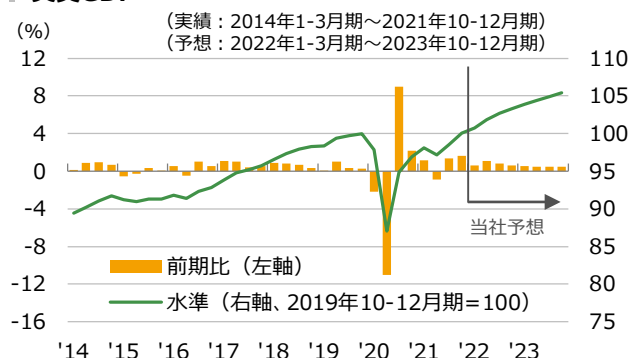
失業率は統計開始以来最良の水準に

3月の雇用者数は前月比+7.25万人と、依然として生産年齢人口の伸びを上回るペースで増加している。失業率は2月の5.5%から5.3%へ低下し、2019年5月の5.4%を下回り、統計開始以来の最低を記録した。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があるため、失業率には更なる低下余地があると捉えることもできるが、総じて見れば完全雇用の状態にあると言える。

インフレ上振れの長期化リスク

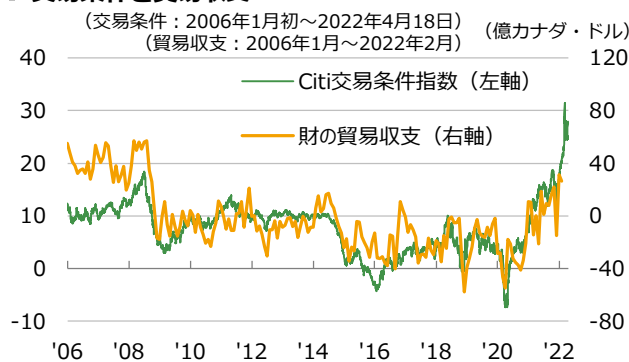
消費者物価指数（前年同月比）は、カナダ銀行のインフレ目標のレンジ（1~3%）を大きく上回って推移している。労働市場の急速な回復とウクライナ危機が、需要と供給のミスマッチに拍車をかけ、インフレ上振れが長期化するリスクが一段と高まった。インフレ率を目標レンジに回帰させるためには、供給制約の解消を待つだけでなく、より積極的な金融引き締めで需要を抑制する必要性が高まっている。

実質GDP



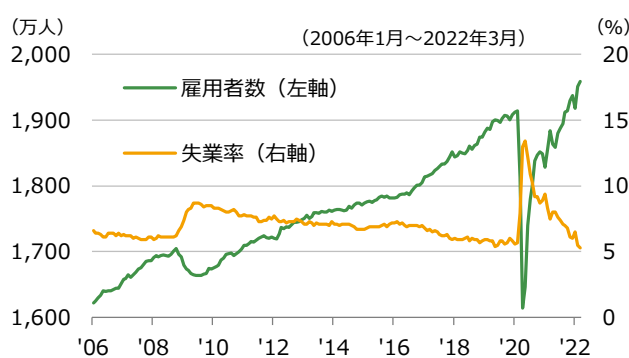
(出所) カナダ統計局、大和アセット

交易条件と貿易収支



(出所) ブルームバーグ、カナダ統計局

雇用者数と失業率



(出所) カナダ統計局

総賃金と消費者物価指数



※総賃金 = 雇用者数 × 週平均労働時間 × 週平均賃金

(出所) カナダ統計局より大和アセット作成



債券・金利

金利予想を上方修正

カナダ銀行は、インフレが広範囲に及んでいることやインフレ上振れの長期化が長期のインフレ期待を高めることへの懸念を強めており、中立金利（2～3%）までは速やかに利上げを進める意向があるようだ。これを受け、政策金利の予想値を今年末、来年末ともに1.50%から2.50%に引き上げた。10年国債利回りの予想値も引き上げたが、利上げ打ち止めにより来年にかけては低下するとの想定。

利上げは米国より低い水準で終わる公算

カナダと米国を比較すると、カナダの方が家計債務は大きく（金利上昇の影響を受けやすい）、失業率は高く、賃金上昇圧力は弱く、インフレ率の上昇が鈍い。そのため、カナダの方がインフレ率を目標に回帰させるために必要な金融引き締めは少なく済むだろう。カナダの利上げサイクルは、米国より早く、かつ低い水準で終わる可能性が高いと言える。

為替

ウクライナ危機でカナダ・ドル円は上昇

ウクライナ情勢緊迫化の中でカナダ・ドル円は上昇。資源価格の高騰がカナダと日本の交易条件格差を拡大（カナダは改善、日本は悪化）させたことや、カナダの金融引き締め期待を一層高めたこと（カナダと日本の金利差拡大）が要因で、リスクオフの円高は一時的だった。当面はカナダが利上げを進める中で、金利差は拡大傾向で推移する可能性が高いため、カナダ・ドル円は底堅く推移すると見込む。

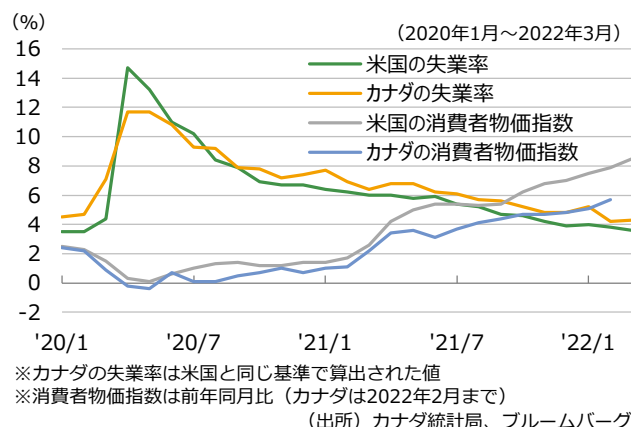
対米ドルでも底堅い動きに

当面はカナダと米国がほぼ横並びで金融政策の正常化を続ける可能性が高く、資源価格の上昇は米国よりもカナダの方が恩恵を受けやすいため、カナダ・ドルは対米ドルでも底堅く推移すると見込む。ただし、インフレ沈静化の道筋が見え、利上げサイクルの終了が意識される局面では、カナダ・ドルの上値が抑えられやすくなる可能性には注意したい。

政策金利と10年国債利回り



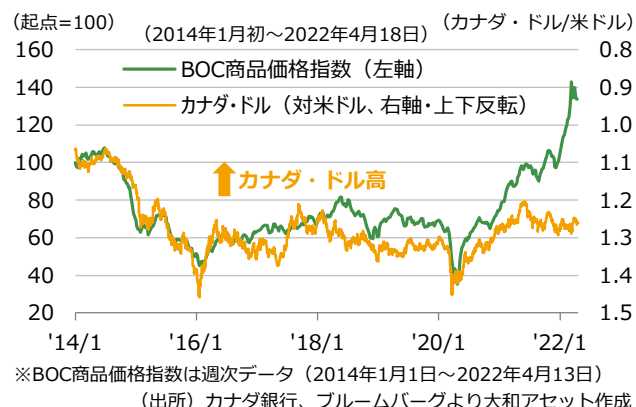
米国とカナダの失業率・消費者物価指数



5年国債金利差とカナダ・ドル円



BOC商品価格指数とカナダ・ドル



経済

ウクライナ危機がプラスの影響

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、ウクライナ危機がこの流れを一気に加速させた。また、グローバル経済の脱ロシアの動きは、豪州産資源への需要の移転を促す。これらは資源輸入国から豪州への富の移転を加速させることに他ならず、豪州の貿易収支の改善、国民所得の増加、歳入の増加などに資することが期待される。

失業率は統計開始以来の最低を記録

国内経済も好調だ。3月雇用統計では、洪水などの影響で市場予想ほどは改善しなかったが、失業率は2月の4.04%から3.95%へ低下し、統計開始以来の最低を記録。ANZ求人広告件数は引き続き高水準で、更なる労働市場の回復を示唆。また、すでにRBAが自然失業率（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）と推計する4%に達しており、今後は賃金上昇率の加速が想定される。

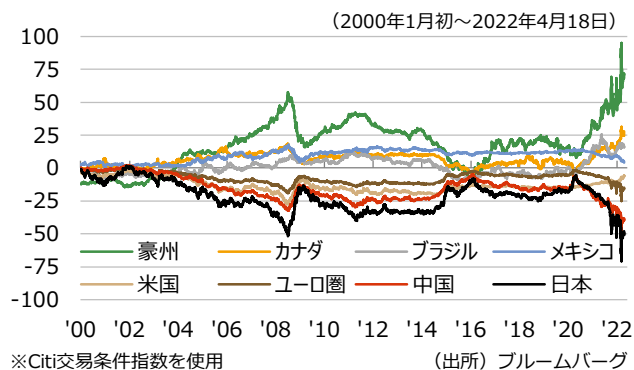
成長率予想の上方修正が目立つ

ウクライナ危機や、インフレを抑制するための積極的な金融引き締めが想定されることなどから、多くの国で今年の実質GDP成長率予想が下方修正されている。一方、上記の通り豪州は、ウクライナ危機のプラスの影響や、国内経済の順調な回復を背景に、年初から成長率予想が上方修正されている数少ない国の一つだ。当社は今年の豪州の成長率を4.3%と、他の先進国を大きく上回ると予想。

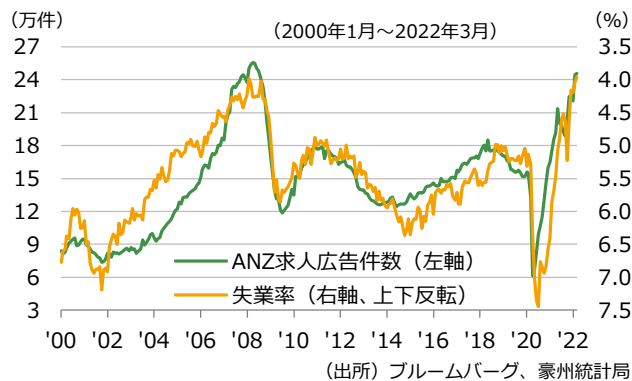
賃金上昇率の加速は待ったなし

米国やカナダに比べて豪州の賃金上昇率が鈍いことが、RBAに利上げを躊躇させる要因となっていた。しかし、NAB企業景況感指数の労働コスト見通しなど、近い将来の賃金上昇率の加速を示唆するデータは増えている。また、インフレ加速への懸念も強まっている。4月27日発表の1-3月期消費者物価指数や5月18日発表の1-3月期平均賃金は、RBAが利上げを開始するのに十分な根拠を与えてくれよう。

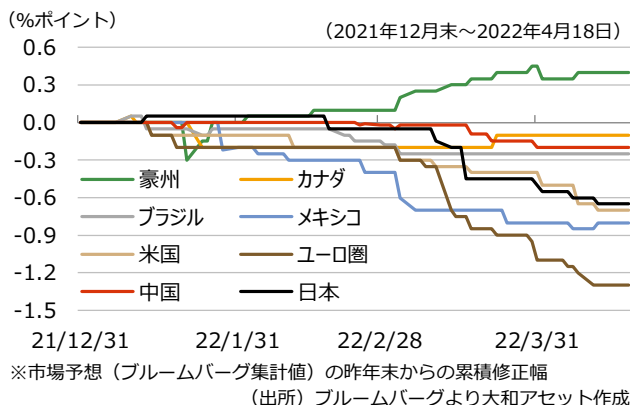
各国・地域の交易条件



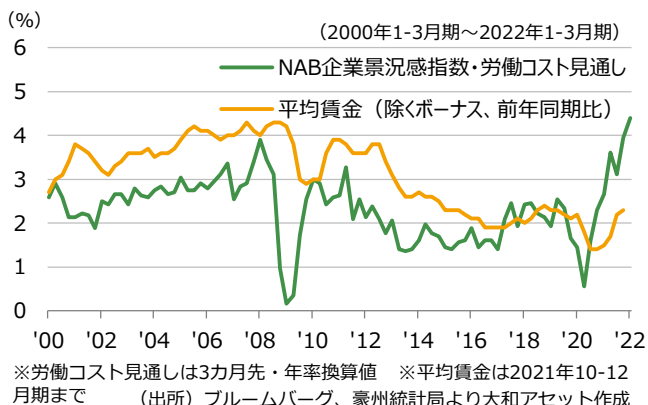
求人広告件数と失業率



各国・地域の実質GDP成長率予想（2022年）の修正幅



労働コスト見通しと平均賃金





債券・金利

金利予想を上方修正

今後発表されるインフレ率や賃金上昇率は、これまでの想定を上回り、他国の先例に倣えば「緩やかな利上げ」は正当化されなくなる可能性が高い。当社は、直近のエコノミスト・コンセンサスより早いペースで利上げを進め、政策金利は今年末までに1.25%に、来年末までに2.00%に到達するとの予想に改めた。もっとも、市場が織り込む3%を超えるような利上げは依然としてリスクシナリオ。

不確実性は高いが長期金利の低下を予想

10年国債利回りも予想値を引き上げ、今年末を2.9%、来年末を2.8%とした。RBAの利上げは続くが、同期間での米国長期金利の低下想定や、豪州の過度な利上げ織り込みの修正により、来年にかけては10年国債利回りが緩やかな低下基調を辿ると想定。その局面では、豪州の債券は他の先進国債券をアウトパフォームすると見込む。

為替

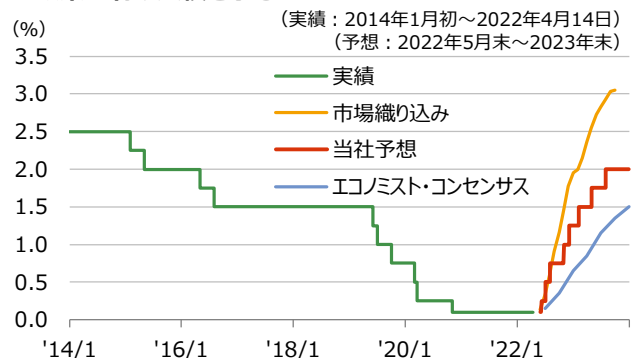
ウクライナ危機で豪ドル円は大幅上昇

ウクライナ情勢の緊迫化による資源価格の高騰（豪州の交易条件改善、日本の交易条件悪化）や金利差拡大を背景に、豪ドル円は大きく上昇した。もっとも、豪州と日本の交易条件の格差からは、豪ドル円には依然として上昇余地があるとも解釈できる。市場センチメントの悪化や中国のゼロコロナ政策への懸念などの豪ドル安要因が徐々に後退していくことで、豪ドル円は更に上値を伸ばすと見込む。

金融政策も豪ドル買い要因に

対米ドルでも年初から上昇しているが、まだ昨年後半の下落を取り戻せていない。商品価格に比べて豪ドルの上昇が鈍い理由は、米国より利上げが遅れることにあったが、今後は豪州も利上げを進めることが想定される中、対米ドルでの更なる上昇を見込む。豪ドルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持し、今年末と来年末の予想値を引き上げた。

政策金利の実績と予想



※予想は2022年4月14日時点

(出所) ブルームバーグ、大和アセット

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

日豪の交易条件格差と豪ドル円



※交易条件格差はCiti交易条件指数を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

RBA商品価格指数と豪ドル



(出所) RBA、ブルームバーグより大和アセット作成



経済

年央から景気回復する見込み

3月末以降、中国最大級の都市である上海市を中心に、新型コロナウイルスの感染が拡大。中央政府のゼロコロナ方針の下、上海市でのロックダウンをはじめとして経済活動の停滞がみられ、景気は4-6月期も低迷が続こう。但し、昨年末からの政策支援の効果も現れつつあり、5月にコロナの感染拡大が落ち着けば、年央から景気が回復すると予想。

昨年末からの金融緩和効果も徐々に出現

2021年秋頃以降、中国の景気減速が顕著になり、中銀は12月に預金準備率の引き下げ、2022年1月に準政策金利のMLF金利の引き下げを行った。その金融緩和の効果が現れ、3月の社会融資総量は前年同月比で9カ月ぶりの高水準となる+10.55%を記録。今後の追加金融緩和も期待され、与信拡大が年央からの景気回復を後押しすると予想。

株式

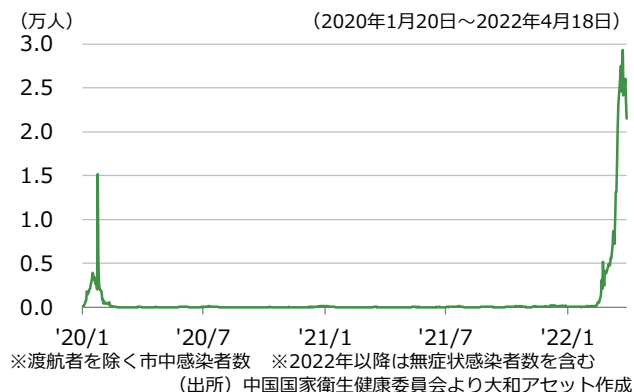
悲観のピークを過ぎた可能性が高い

株式市場は3月前半に大幅に調整したが、3月16日の劉鶴副首相の市場安定化の発言を受け、急反発。昨年来の中国株の下落要因について劉鶴副首相がそれぞれ軟着陸を目指す方針を示したことが奏功。決算が市場予想を上回った大手IT企業も多かったことから、新型コロナの感染拡大が落ち着いてくれば、冷え込んだ市場センチメントも改善しよう。

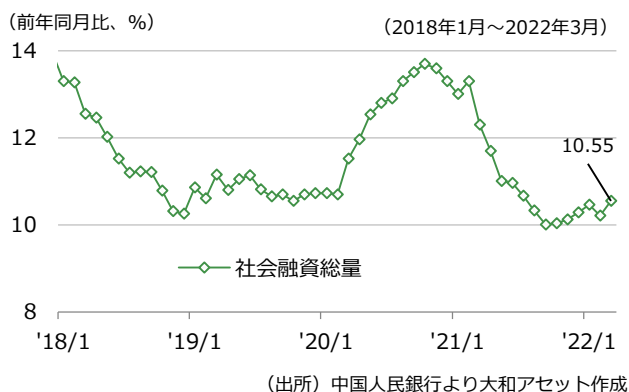
3月の外国投資家の資金引き上げは一服

3月中旬以降、新型コロナウイルスの感染拡大や、中国ADRの上場廃止懸念などを受け、外国人投資家からの資金流出が観測されたが、足元は資金流出が一服。目先は新型コロナウイルスの感染状況が重しだが、短期的な不安材料を乗り越えれば、割安なバリュエーションや金融緩和サイクルなどが意識されやすい地合いを予想。

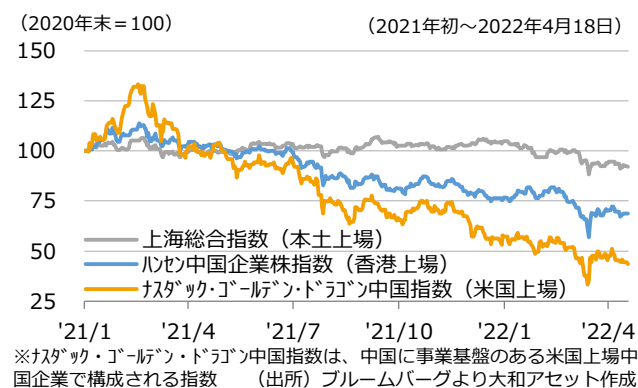
中国本土の新型コロナウイルスの新規感染者数



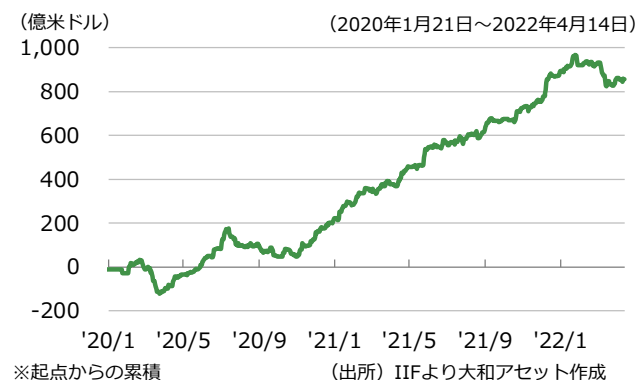
社会融資総量（ストックベース）



各種株価指数の推移



本土株式市場への外国人投資家の資金フロー





債券・金利

小刻みな追加金融緩和を予想

景気鈍化が長引くリスクが高まる中、中銀は4月15日に預金準備率の引き下げを発表し、追加金融緩和を行った。但し、米中長期金利の逆転などが大幅な金融緩和の足かせとみられ、中銀は今までよりも小幅な引き下げに留めた。今後も世界的な供給制約によるインフレ圧力などに配慮した金融緩和を進めると予想し、年末時点の1年のMLF金利予想値を小幅に引き上げる。

資金流出も、金融緩和で金利低下圧力

米長期金利の急速な上昇の中、米中の長期金利が約12年ぶりに逆転。米中金利差とある程度連動性がみられる外国人投資家の資金フローも2月から流出に転じた。ロシア勢が現金確保のために売却したとの見方もある。但し、これまでの流入基調と比較し、流出の規模は限定的。当面は金融緩和期待を受けて、長期金利がレンジの下限を試す展開を予想。

為替

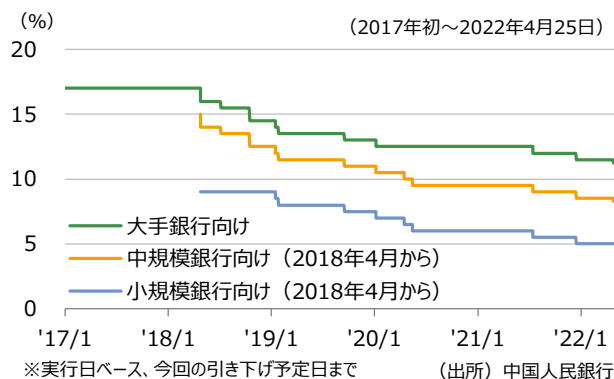
人民元が対円で約7年ぶりの高水準に

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の通貨に対して人民元が強含みで推移。対円においても約7年ぶりの高値を更新。米中長期金利の逆転や、景気見通しの下方修正などが重しとなり、目先は人民元高圧力が後退する一方、貿易黒字が引き続き支えになると予想。

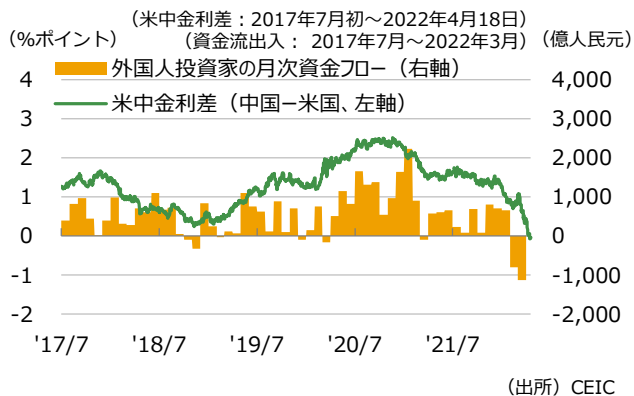
各中銀が人民元ポジションの積み増しへ

IIFによると、欧米のロシア中銀に対する制裁を受け、ロシア中銀が中国債券を売却し現金確保を行った模様。但し、その規模は限定的とみられる。ロシア中銀への制裁が新興国の外貨準備の多様化を促し、米ドルやユーロから一部は人民元へシフトするとの見方も。少なくとも世界中の中銀が人民元ポジションを積み増す傾向は継続しよう。

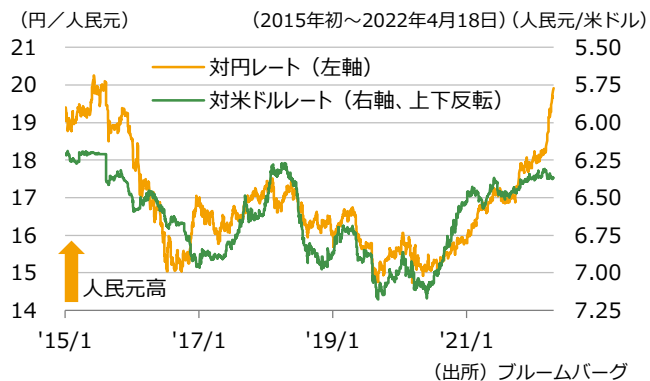
平均預金準備率の推移



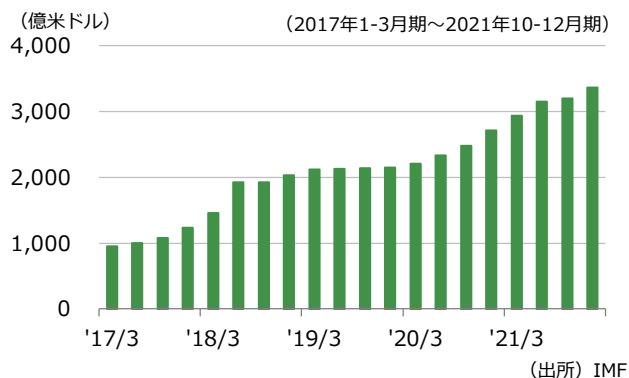
米中金利差および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルおよび対円レートの推移



世界の各中銀が外貨準備として保有する中国人民元





経済

おおむねゼロ%前後の低成長が継続

足元の生産活動や個人消費は一進一退の状況だ。新型コロナウイルス問題への懸念後退や労働市場の回復などは追い風だが、国際的なサプライチェーンの混乱は長引いており、需要の強さが数量の拡大ではなくインフレにつながっている。インフレを抑制（需要と供給をバランス）させるための高金利政策が重荷となることで、当面は概ねゼロ%前後の低成長が続くとの見方を維持する。

ウクライナ危機が貿易収支の改善に

ブラジルの輸出に占める対ロシアの割合は0.6%、輸入に占める割合は2.6%（2021年時点）と、ロシアへの貿易依存度は低い。その一方で商品価格上昇による輸出額の増加が貿易収支の改善につながると想定される。例えば、EIAによると今年は産油量が日量369万バレル（前年比7.6%増）になると予想されているため、近年急速に増加している原油輸出額は、量と価格の両面から更に押し上げられそうだ。

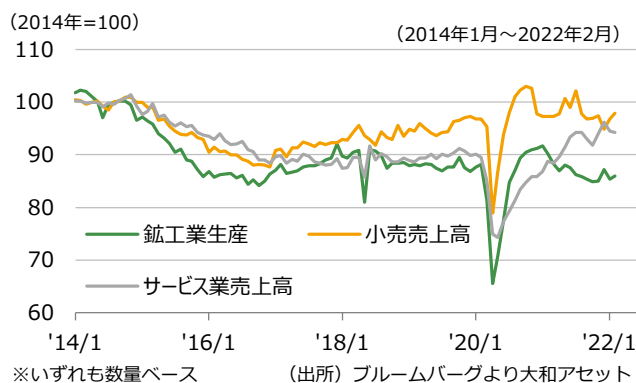
インフレ率は一段と加速

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、2月の+10.54%から3月の+11.30%へ一段と加速した。ウクライナ危機の影響を受けた燃料価格だけでなく、幅広い品目が上昇している。工業製品への減税、燃料価格抑制策、輸入関税の引き下げ、電気料金に対する追徴金の撤廃などにより、インフレ率は4月がピークになる可能性が高いものの、沈静化に向けた道筋は依然として不確実性が高い。

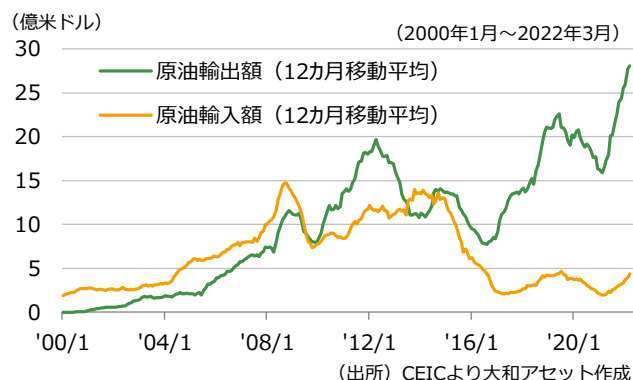
ボルソナロ大統領の追い上げが届くか

新型コロナウイルス問題への懸念後退や新たな低所得者向け現金給付策「アウシリオ・ブラジル」の開始などにより、ボルソナロ大統領の支持率が持ち直している。ただ、今年10月の大統領選に向けた世論調査では、依然としてルラ元大統領が優勢な状況である。ボルソナロ氏の大逆転のためには、インフレを抑制できるかにかかっていると言っても過言ではなく、今後もインフレ対策が期待される。

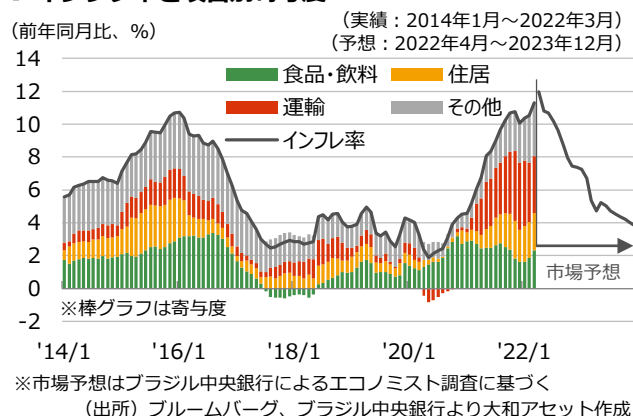
鉱工業生産と個人消費



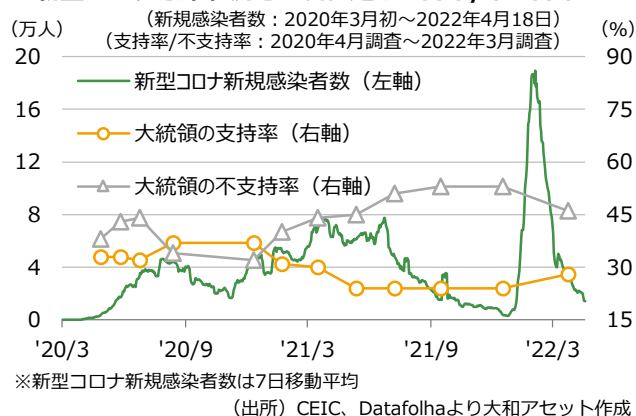
原油輸出入額



インフレ率と項目別寄与度



新型コロナ感染状況と大統領選の支持率/不支持率





債券・金利

利上げサイクルの終了は近い

昨年3月から計9.75%ポイントの利上げで、政策金利は11.75%に達し、インフレ率を上回っている。次回5月会合での1%ポイントの利上げで今回の利上げサイクルは終了すると予想。6月会合での追加利上げの可能性も残るが、いずれにせよ利上げサイクルの終了は近い。更に、その後のインフレ沈静化により、来年は利下げも視野に入るため、それを織り込むように長期金利は先んじて低下すると見込む。

ブラジル債券の「強気」を継続

今年は多くの国の国債指数が下落している中、ブラジル国債指数は相対的に底堅い推移を示している。すでに金利水準が高いことに加え、先駆けて来年以降の利下げを織り込む展開も期待できるブラジル国債は、当面、他国をアウトパフォームしやすいと考えられる。そのため、ブラジル債券の今後1年程度の見通しは「強気」を維持する。

為替

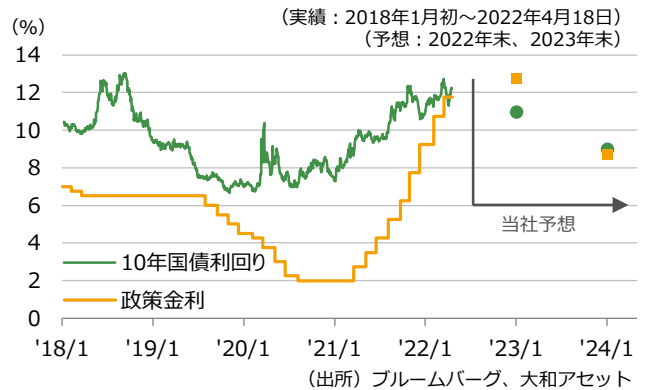
ブラジル証券市場への資金流入期待

昨年末以降、海外からブラジル株式市場への資金流入に支えられて、ブラジル・レアルは米ドルに対して大きく上昇した。足元では株式市場への資金流入の勢いに陰りが見えるものの、上記の通り、今後は相対的に良好なリターンが見込まれるブラジル債券への投資が活発化することが期待できる。海外からブラジル証券市場への資金フローは流入傾向が続くと考えられ、レアルを下支えするだろう。

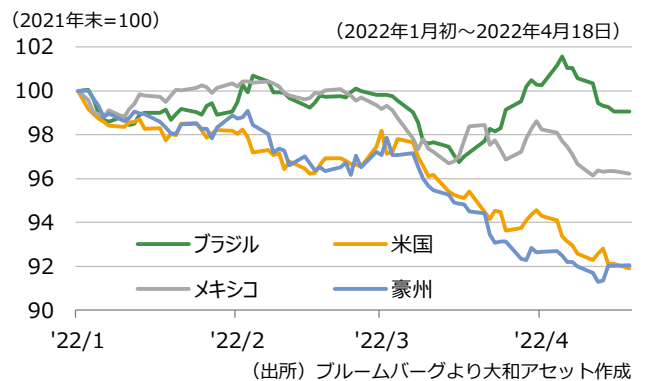
貿易収支の改善もレアル高要因に

更に、資源価格の高騰などによる貿易収支の改善もレアル高要因だ。3月の輸出額は過去最高を記録したが、今後数カ月で輸出シーズンのピークを迎える大豆の輸出額が増えることで、全体の輸出額も更に拡大することが見込まれる。ブラジル・レアルの今後1年程度の見通しは「やや強気」を維持し、今年末と来年末の予想値をレアル高方向に修正した。

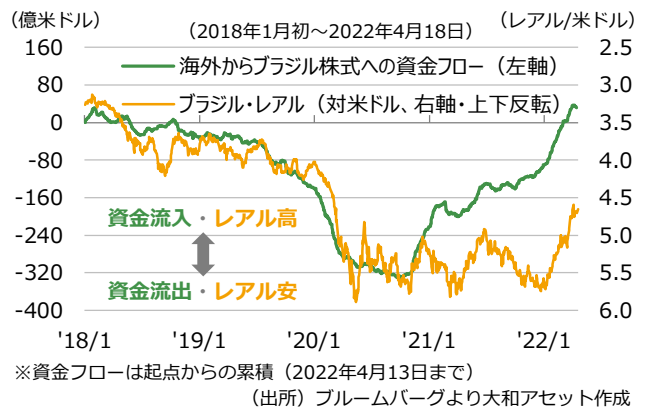
10年国債利回りと政策金利



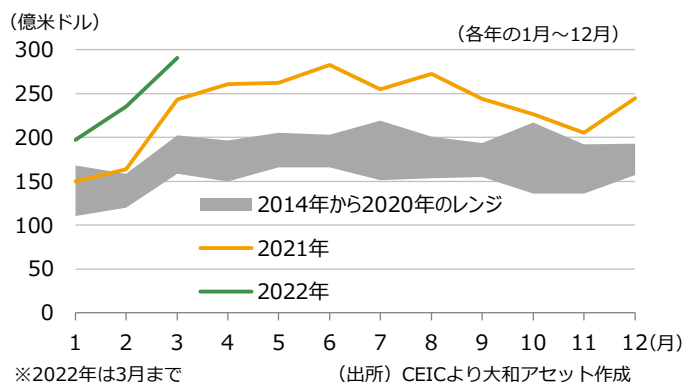
各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



輸出額





経済

オミクロン株の感染が収束に向かう

オミクロン株の感染状況は、タイと中国を除き、多くの新興国で沈静化しつつある。ウィズコロナ政策を推進する中で、ASEANなどでは入国条件を一段と緩和していることもあり、景気回復は引き続き順調とみられる。ゼロコロナ政策を貫く中国を除き、多くの新興国では夏場にかけて観光業の回復や消費の盛り上がりが見込まれる。

多くの新興国の製造業PMIは50を上回る

新興国の製造業PMIは、先進国ほど好調ではないものの、インドやASEAN、南米の資源国を中心に、節目の50を上回って推移。今後は、中国の一部地域でのロックダウンや、原油高が世界経済やサプライチェーンにもたらす影響を見極める必要があるが、堅調な米国の景気が支えとなり、中国、東欧を除く新興国では景気回復が続くと予想。

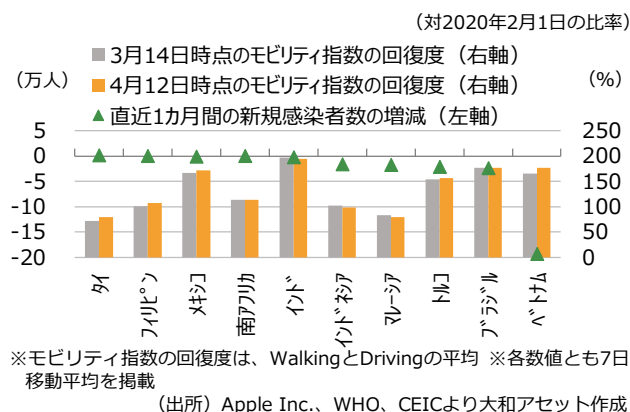
東欧を除き、資源の対口依存度は低い

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。

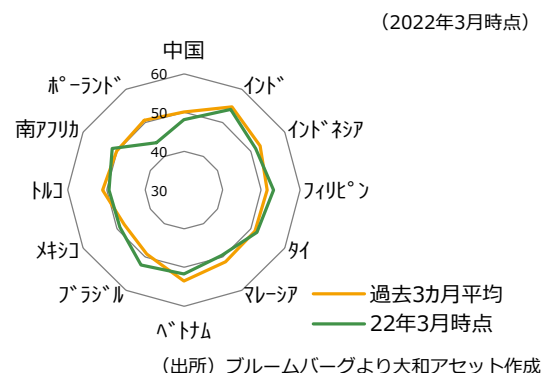
資源価格の高騰が新興国の懸念材料

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3月以降約1割上昇し、約10年半ぶりの高水準を記録した中、インフレ圧力は一段と厳しい状況に。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、資源高長期化が財政悪化のリスクになりうる。予想以上の追加利上げに追い込まれる可能性に注意。

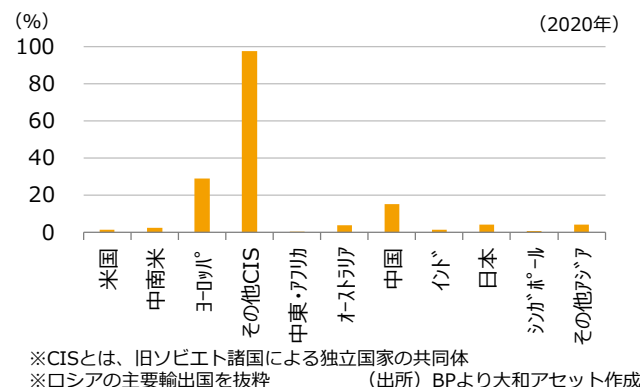
新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数



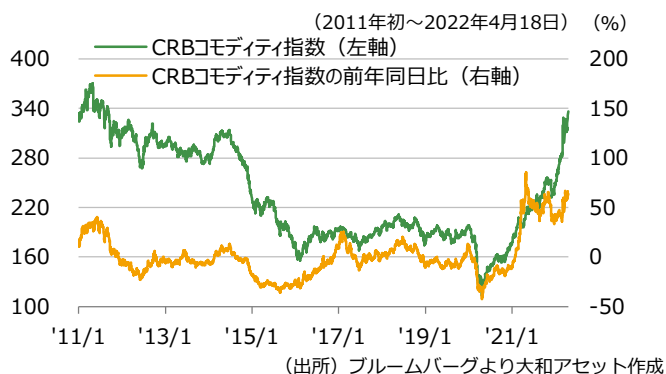
新興国の製造業PMI



原油輸入のロシアへの依存度



CRBコモディティ指数の推移





株式

米金利上昇も、新興国株式市場は堅調

ウクライナ危機や、米国の長期金利上昇などにも拘わらず、新興国株式市場は堅調に推移。インフレヘッジの資金が株式市場に流入したトルコ、ブラジルをはじめとする資源国、ロシア産資源購入でインフレ懸念が幾分和らいだインド、などの上昇幅が目立った。原油価格は当面高止まりすると想定されるため、資源国が選好されやすい地合いが続こう。

新興国企業の業績の下方修正が一服

直近1カ月MSCI新興国指数は上昇したが、バリュエーションの切り上げはみられず、業績予想の上昇によるもの。原油価格の上昇が一服した中、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懸念が幾分和らいだ可能性がある。原油価格の高止まりが引き続き重しになる可能性はあるが、最悪シナリオは織り込み済みと考えられよう。

バリュエーションは多くが過去平均以下

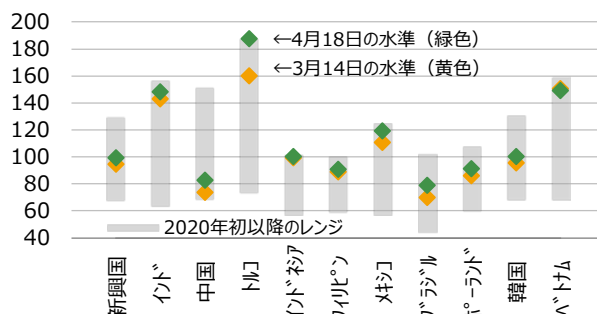
新興国の国別のバリュエーションをみると、インドの割高感が剥落するなど、タイと中国を除く多くの国が過去平均を下回る水準にある。ASEAN諸国はコロナ禍からの景気回復に出遅れたこともあり、EPSに関しても上方修正余地は比較的大きいと予想。このようにPERで割安感があり、かつ業績の上方修正余地もあることから、今後もASEANの株式市場が引き続き注目されよう。

インドネシアが史上最高値を更新

インドネシアのジャカルタ総合指数は、デルタ株の感染収束後の2021年10-12月期以降、上昇傾向を強め、史上最高値を更新。資源国のため商品市況高の恩恵を受けることや、ウィズコロナ政策への転換で景気回復が順調なこと、インフレ懸念が強くなり利上げを急ぐ必要がないこと、構造改革への期待があることなどが、追い風となっている。まだ割高感も乏しいため、株価は上昇基調を継続すると予想。

新興国株式市場のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

※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4月18日)
(2023年予想EPS: 2021年7月初～2022年4月18日)
(EPSリビジョン: 2017年1月初～2022年4月8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4月18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

インドネシアの株価指数の推移

(2013年初～2022年4月18日)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

新興国の金利上昇幅は米国より限定的

米国の長期金利の急速な上昇にも拘わらず、新興国の現地通貨建て債券市場は、東欧を除き、金利上昇は限定的。東欧を除く新興国のショックへの耐性を再確認。ロシアへの経済的依存度の高い東欧諸国は引き続き、インフレや景気減速への懸念が重し。インド等、資源輸入国に今後資源価格高騰の影響が現れる可能性にも要注意。

インフレ耐性による選別

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。目先は、インフレ耐性による選別が続く可能性がある。

リート（アジア先進国含む）

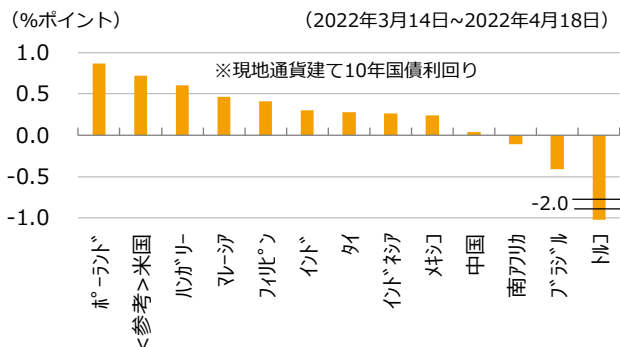
金利上昇も、おおむね堅調に推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、3月半ばから4月半ばにかけて、長期金利が上昇傾向となったものの、業績改善への期待感などからおおむね堅調に推移。シンガポールやオーストラリアでは、新型コロナ関連の制限は緩和される方向にあり、経済正常化がリート業績にどのように波及するか注目。特に観光や留学などの国境をまたいだ人の移動に注目したい。

相対的に魅力的なバリュエーション

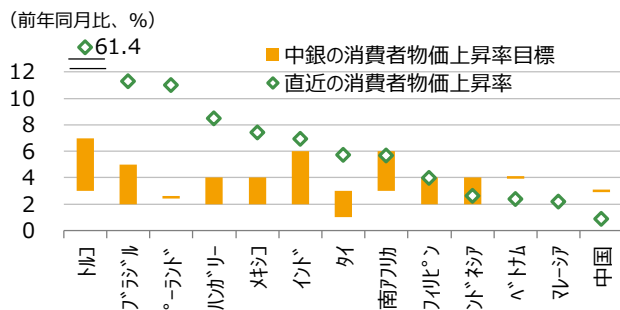
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は、米国の金利につられる形で、先進国を中心に上昇傾向。信用スプレッドの拡大には一服感が見られるものの、リートの負債コスト上昇には今後も注意を払いたい。一方で当地域のバリュエーションは相対的に割安であり、今後も相場を下支えしよう。

直近1カ月の新興国国債利回りの変化

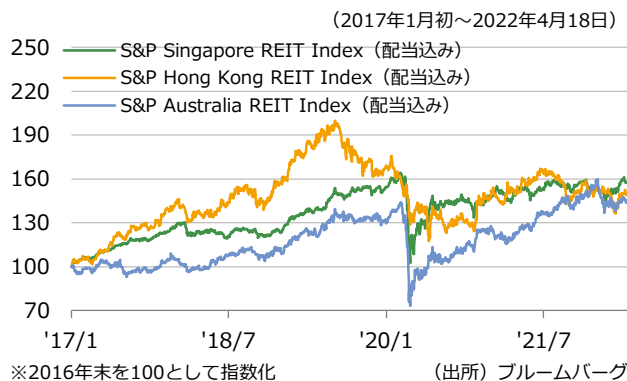


※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

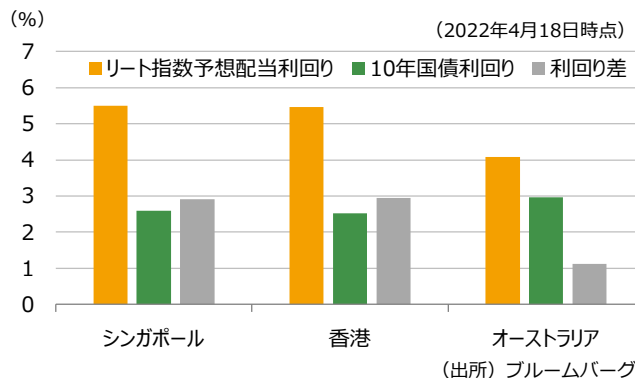
主要新興国の直近のインフレ動向



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

米ドル高進むも、新興国通貨は堅調

FRBの金融引き締め加速観測を受け米ドルインデックスが急伸したにもかかわらず、新興国通貨は堅調に推移。特に利上げに積極的なブラジル、メキシコ、南アフリカなどの上昇が目立つ。ロシアと経済的な結びつきが強い東欧諸国も概ね安定。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に注意。

ASEAN株式市場への資金流入が続く

ウクライナ危機や米長期金利の大幅上昇にも拘わらず、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。中長期的には、中国を上回るGDP成長率が海外からの資金流入を支えると見込む。

新興国の貿易収支の動向が通貨選別に影響

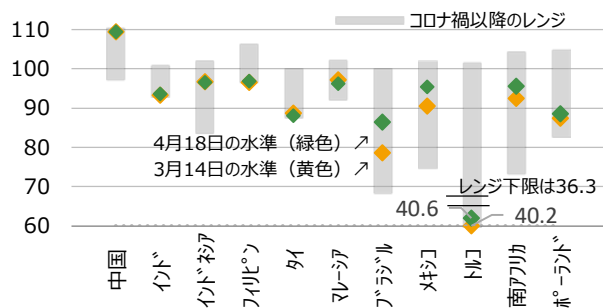
コモディティ価格が高止まりする中、資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化が進もう。資源国のブラジルや南アフリカ、インドネシア、マレーシアの貿易収支が黒字を確保する一方で、資源輸入国のインド、トルコなどにおいて大規模な貿易赤字が続く可能性が高い。当面は貿易収支の変化、観光業の回復状況などにより通貨の選別が続こう。

積極的な利上げ姿勢の国が選好されよう

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。ただ、インフレ圧力の違いからアジアの利上げは年後半からとみられることもあり、新興国の中で利上げ幅には差が付く状況が続く見込み。米長期金利の急速な上昇を受け、為替市場では当面積極的な利上げ姿勢を取る国が選好されよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1か月の変化

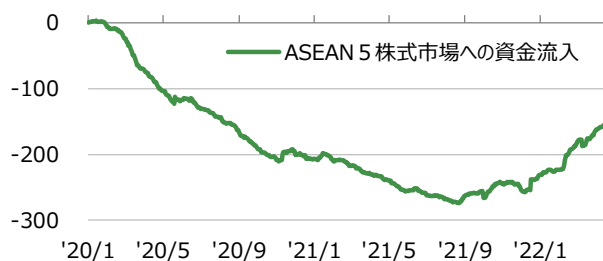
(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

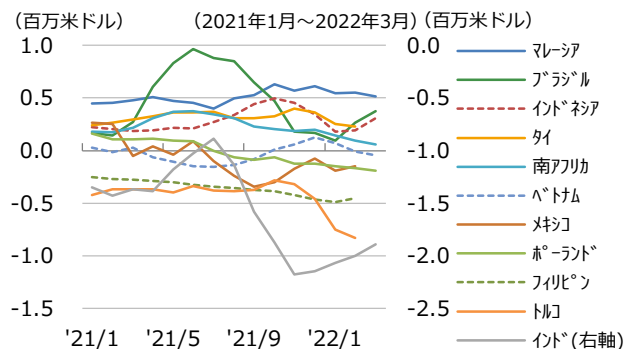
ASEAN株式市場への海外マネーの流入

(億米ドル) (2020年1月21日～2022年4月15日)



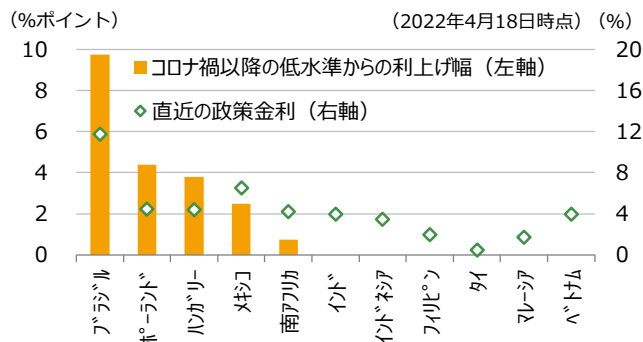
※累積ベース ※ASEAN 5とは、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、ベトナム (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支



※3カ月移動平均 ※フィリピン、タイ、トルコ、メキシコは2月まで (出所) CEIC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



原油

当面の原油価格は高止まりを想定

西側諸国の対ロシア制裁はできることからやるスタンスが続いているため、石油備蓄の放出や他国の増産期待で原油価格に下押し圧力がかかっても、制裁の強化によって相殺され、当面の原油価格は高止まりしやすい。一方、米国などの増産が進むことや急速な金融引き締め効果が表れることで、来年は軟調な推移を想定。WTI原油先物価格は、今年末が110米ドル、来年末が90米ドルとの予想を維持する。

ロシアの産油量はまだ不確実性が高い

OPEC、EIA、IEAによるロシアの産油量予測には大きな乖離がある。各種報道によると、すでにロシアの原油輸出は日量300万バレル程度減少している可能性が高いため、当社はIEAの予測が実勢に近いと考えている。そのため、一番上のグラフのEIAによる原油在庫予想に下方修正余地があると想定。逆にロシアの産油量がEIAの予測程度の減少にとどまれば、当社の価格予想には下振れリスクが生じる。

思うように進まないOPECプラスの増産

OPECプラスの協調減産は、生産枠の引き上げに対して実際の産油量が追いついていない。2016年や2020年に原油価格が急落し、開発投資が手控えられたことなどが原因で、増産したくてもできない国が多い。また、サウジアラビアなど増産余地が大きい国は、米国（民主党政権）と関係がこじれており、追加増産に消極的だ。イラン核合意の再建交渉も「最終局面」と言われながら妥結に至っていない。

価格上昇が消費に影響を与え始める

EIAは、米国の今年のサマーシーズンにおけるガソリン消費量は前年比0.8%増になると予想。ガソリン価格上昇や燃費改善がガソリン消費の抑制につながる一方、雇用の回復が消費拡大に寄与する。つまり、ガソリン価格の高騰が続けば、金融引き締めの効果などにより雇用の回復ペースが更に鈍る来年は、ガソリン消費量が減少に転じる可能性が高まる。来年の原油価格については慎重に見ておきたい。

原油価格と原油在庫

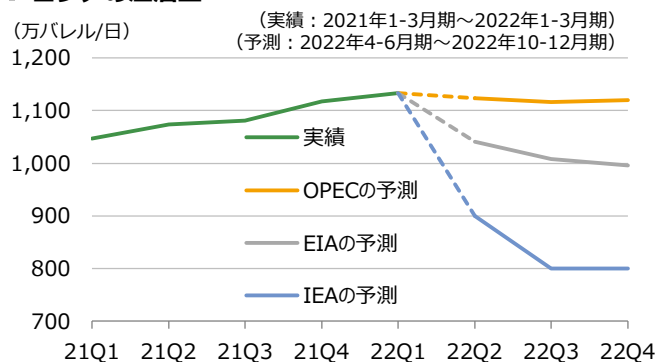


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

※原油在庫の2022年4月以降はEIAの予想

(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

ロシアの産油量

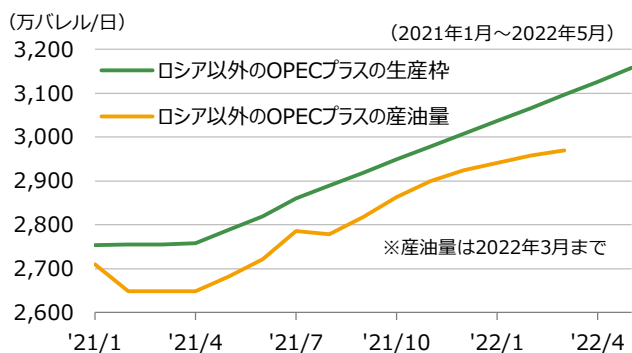


※実績はOPECの公表値

※予測はいずれも2022年4月時点

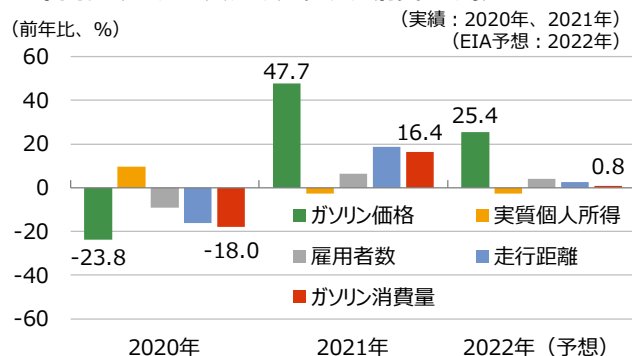
(出所) OPEC、EIA、IEA

OPECプラスの協調減産



※協調減産を免除されている国（イラン、リビア、ベネズエラ）とロシアを除いて計算
(出所) OPEC、IEAより大和アセット作成

米国サマーシーズンのガソリン消費への影響



※サマーシーズンは4-6月期と7-9月期

(出所) EIA「2022 Summer Fuels Outlook」



金

米実質金利との乖離が拡大

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にあるが、足元は実質金利が上昇する一方で金価格は高止まり状態。これは、ウクライナ危機による戦争プレミアムやスタグフレーション懸念などが、金価格に上乗せされているからだと考えられる。向こう1年程度を見通せば、実質金利のプラス転換が視野に入中、ウクライナ危機などに対する過度な懸念の後退で、金価格には下押し圧力がかかりやすくなるだろう。

急速に進む金融引き締め

FRBを中心に複数の中央銀行は、インフレ退治のために急速な金融引き締め（利上げとQTの合わせ技）を進める意向のようだ。これにより、低金利や中銀のバランスシート拡大を前提に許容されていたPERの拡張や金価格の上昇などは難しくなる。金融引き締めはインフレ沈静化の道筋が見えるまで続けられるため、インフレをテーマとした投資には寿命があることに気を付けたい。

金ETFへの資金流入ペースが鈍化

ウクライナ情勢の緊迫化などを材料に、金ETFへの資金流入が続いていたが、足元ではそのペースが鈍化している。株式市場がウクライナ情勢の動向に反応しづらくなっていることから分かる通り、地政学リスクの高まりで金を買うという投資行動はピークを過ぎたかもしれない。今後、ウクライナ情勢やインフレ懸念が沈静化に向かう局面では、金から株式・債券へ資金が逆流する可能性に注意したい。

過去の高インフレ時とは少し違う

米国の消費者物価指数（前年同月比）が約40年ぶりの高い伸びとなっているが、金価格はかつてのような上昇を見せていない。背景として、現在はインフレヘッジの投資対象が金以外にもたくさんあることなどが考えられる。逆に、今後のインフレ沈静化の局面で、金価格が以前のように暴落する可能性も低いと言える。金価格は、今年末に1,800米ドル、来年末に1,650米ドルと、マイルドな下落を予想。

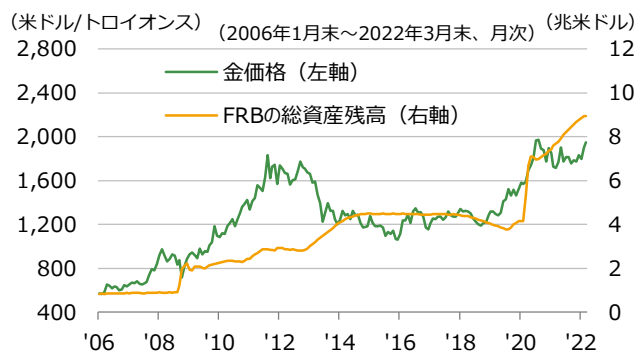
金価格と米実質金利



※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率

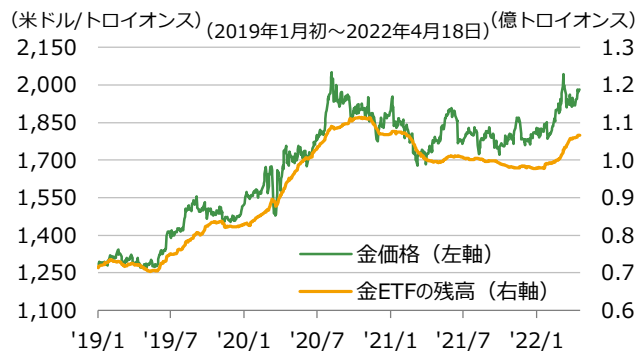
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格とFRBの総資産残高



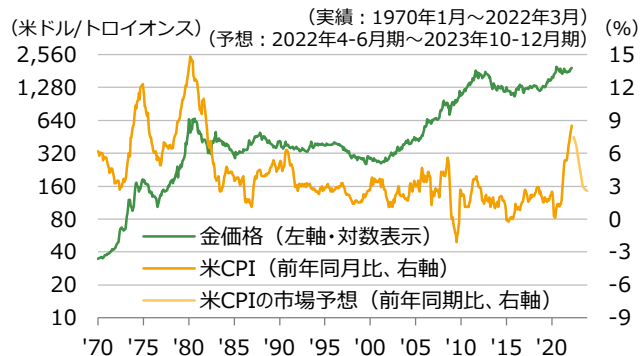
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



(出所) ブルームバーグ

金価格と米国の消費者物価指数



※市場予想はブルーチップ調査 (2022年4月) に基づく

(出所) ブルームバーグ、ブルーチップ調査

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と過度な利上げによる景気の腰折れ	中	大	大	ウクライナ情勢については、いずれ停戦で合意すると思われるが、国際経済からのロシア外しは継続しよう。特に民間企業の自主的なロシア外しの動きが、予想以上のインフレ圧力となる可能性がある。また中国の動向を踏まえれば、コロナによる供給制約の強まりも、依然大きなリスクといえよう。気候変動への対応強化も、エネルギーや素材にとっては価格上昇要因になりやすい。インフレ上振れ継続の場合、各国中銀が景気拡大維持よりもインフレ抑制を優先せざるを得なくなり、利上げ加速が景気腰折れを招くリスクがある。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。株式市場では、各国中銀の利上げ加速が株価下落要因となろう。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・通貨全般に売り圧力が強まろう。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。ウイルス弱毒化などで前者が期待される一方、重症化率の高い新たな変異株が発生し後者のリスクが高まる可能性も否定はできず。現状は、多くの国で感染拡大が沈静化しつつあり行動制限も緩和され、前者の状況に近づきつつある一方、中国では改めてロックダウンが実施され、後者の状況も垣間見えるなど、両面の動きが部分的に表れている。先進国と新興国では、相対的に経済基盤の弱い新興国の方が環境変化の影響を良くも悪くも受けやすく、市場も上下に振れやすいと考えられる。
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ろう。新興国では、自動車の主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因にもなる。
地政学リスクのさらなる高まり	小	大	大	ウクライナ情勢については、いずれ停戦で合意すると思われるが、停戦が合意したとしても散発的な戦闘が発生するリスクはあろうし、ロシアに対する経済制裁なども当面は継続されると想定されるため、大きな不透明感が残存しよう。逆接的になるが、メインシナリオの不透明感が広範囲であるが故、大幅な上振れ・下振れシナリオは発生しづらくなって来ていると考えられる。上振れはロシア軍の撤退などによる緊張緩和だが、これは最早望み薄だろう。下振れはNATOによる直接的な紛争介入で、第三次世界大戦懸念が高まる状況であるが、今後ロシアが非人道的な攻撃を大規模に行うようなことがあれば、下振れリスクが意識される可能性がある。当然、その場合は金融市場全般でリスクオフの動きが極端に進もう。
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、米中対立の切り口もロシアとの距離感が焦点になっている。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。また中国は秋の共産党大会を控え、政治・経済・社会の安定が極めて重要な時期であるため、米国との関係にある程度改善させたい意向もあると考えられ、この点も対立緩和に作用しよう。実際、米国上場中国株の上場廃止問題では、中国が譲歩する動きもみられている。一方、中国がロシアへの経済的・軍事的支援を増大させ、今まで以上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、国際経済からのロシア外し以上に、实体经济により広範かつ大規模な悪影響が及ぶ恐れがある。

※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		4/18	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.50%	0.00	0.25	-2.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	1.00%	0.50	0.75	-0.75
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	11.75%	0.00	9.00	5.25
英国	バンク・レート	0.75%	0.00	0.65	0.00
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.00
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	6.50%	0.50	2.50	-1.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	17.00%	-3.00	12.50	9.25
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-5.00	-10.00

		直近値		期間別変化幅	
10年国債利回り		4/18	1カ月	1年	3年
米国		2.85%	0.70	1.27	0.29
ドイツ		0.84%	0.47	1.10	0.82
日本		0.25%	0.04	0.15	0.27
カナダ		2.79%	0.59	1.24	1.02
豪州		2.97%	0.39	1.24	1.02
中国		2.81%	0.00	-0.35	-0.55
ブラジル		12.20%	-0.06	2.53	2.96
英国		1.89%	0.39	1.13	0.69
インド		7.15%	0.38	1.06	-0.27
インドネシア		6.98%	0.26	0.49	-0.61
メキシコ		8.89%	0.54	2.32	0.84
ロシア		10.36%	-2.15	3.18	2.04
トルコ		21.58%	-3.36	4.29	4.71

		直近値		期間別変化率	
株価指数		4/18	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,412	-1.0%	0.6%	29.6%
	S&P500	4,392	-1.6%	4.9%	51.2%
ユーロ圏	STOXX 50	3,849	-1.4%	-4.6%	10.0%
日本	日経平均株価	26,800	-0.1%	-9.7%	21.3%
	TOPIX	1,880	-1.5%	-4.1%	16.4%
中国	MSCI中国	71.06	-1.0%	-35.3%	-18.4%
インド	MSCIインド	2,032	1.2%	20.5%	50.1%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,317	1.0%	15.8%	-1.2%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,433	-2.5%	15.7%	48.9%

		直近値		期間別変化率	
為替（対円）		4/18	1カ月	1年	3年
米ドル		126.99	6.6%	16.7%	13.4%
ユーロ		136.93	3.9%	5.0%	8.9%
カナダ・ドル		100.65	6.5%	15.7%	20.2%
豪ドル		93.33	5.6%	10.9%	16.6%
人民元		19.91	6.4%	19.4%	19.3%
ブラジル・レアル		27.29	15.0%	40.2%	-4.2%
英ポンド		165.28	5.3%	9.8%	13.6%
インド・ルピー		1.66	6.0%	13.3%	2.7%
インドネシア・ルピア		0.88	6.5%	18.4%	11.0%
フィリピン・ペソ		2.40	5.8%	6.7%	11.1%
ベトナム・ドン		0.55	6.3%	17.4%	14.7%
メキシコ・ペソ		6.40	9.4%	17.3%	7.5%
ロシア・ルーブル		1.57	36.6%	9.0%	-10.7%
トルコ・リラ		8.67	7.9%	-35.7%	-55.0%

		直近値		期間別変化率	
リート		4/18	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,488	2.3%	20.6%	39.3%
日本	東証REIT指数	1,999	3.5%	-3.1%	6.3%

		直近値		期間別変化率	
商品		4/18	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	108.21	3.4%	71.4%	69.1%
金	COMEX金先物価格	1,983	2.8%	11.5%	55.9%

※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



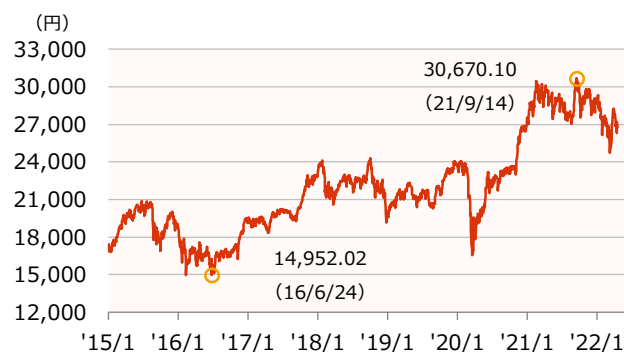
S&P500



STOXX 50



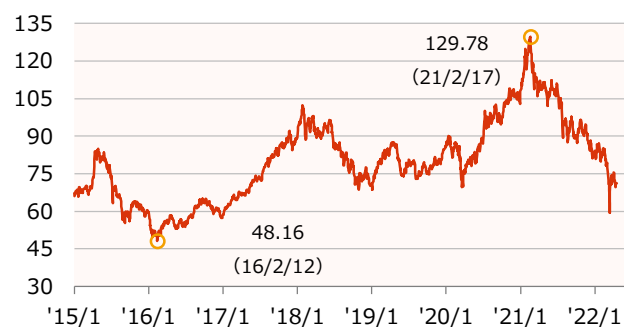
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



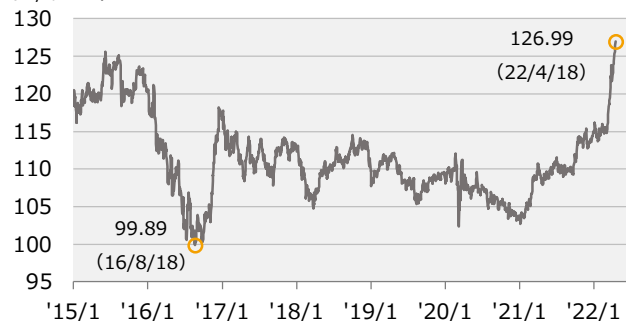
※グラフの期間は2015年1月初～2022年4月18日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

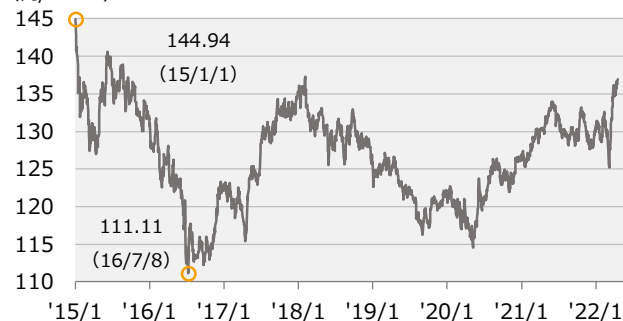
米ドル

(円/米ドル)



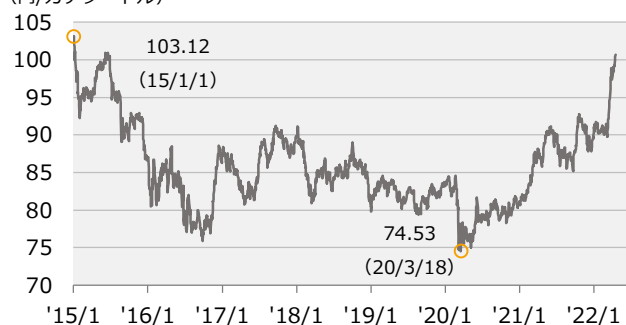
ユーロ

(円/ユーロ)



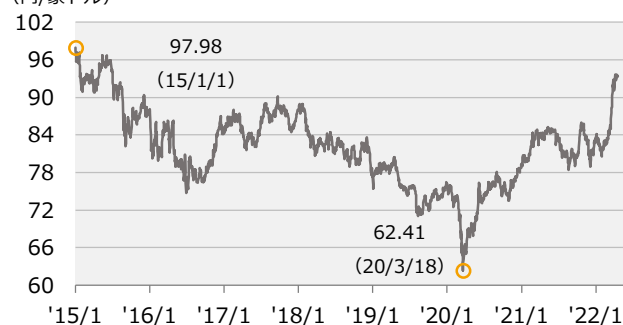
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



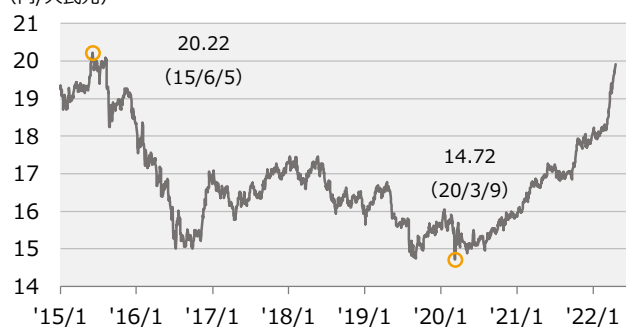
豪ドル

(円/豪ドル)



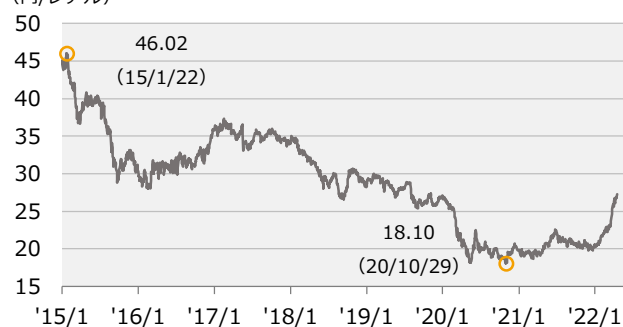
中国人民元

(円/人民元)



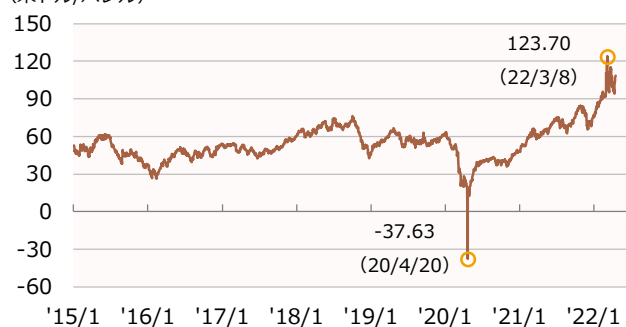
ブラジル・レアル

(円/レアル)



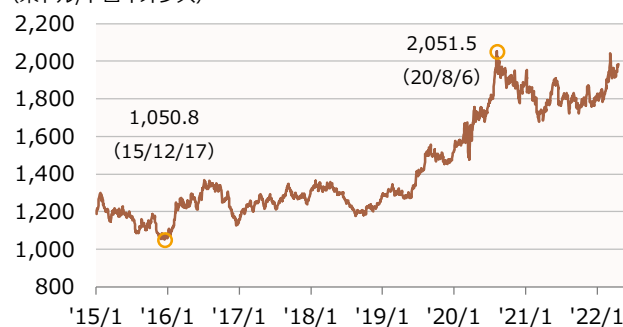
WTI原油先物価格

(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4月18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		
	2019年	2020年	2021年
米国	2.3	-3.4	5.7
ユーロ圏	1.6	-6.4	5.3
日本	-0.2	-4.5	1.6
カナダ	1.9	-5.2	4.6
豪州	2.0	-2.2	4.7
中国	6.0	2.2	8.1
ブラジル	1.2	-3.9	4.6
先進国	1.7	-4.5	5.2
新興国	3.7	-2.0	6.8

消費者物価	前年比		
	2019年	2020年	2021年
米国	1.8	1.2	4.7
ユーロ圏	1.2	0.3	2.6
日本	0.5	0.0	-0.3
カナダ	1.9	0.7	3.4
豪州	1.6	0.9	2.8
中国	2.9	2.4	0.9
ブラジル	3.7	3.2	8.3

政策金利		年末値		
		2019年	2020年	2021年
米国	FFレート（上限）	1.75	0.25	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-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	0.25	0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.75	0.10	0.10
中国	1年物MLF金利	3.25	2.95	2.95
ブラジル	セリック・レート	4.50	2.00	9.25

失業率	年末値		
	2019年	2020年	2021年
米国	3.6	6.7	3.9
ユーロ圏	7.5	8.2	7.0
日本	2.2	3.0	2.7
カナダ	5.8	8.9	6.0
豪州	5.0	6.6	4.2
中国	3.6	4.2	4.0
ブラジル	11.1	14.2	11.1

（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	2.25~2.50%	▲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、うち5月、6月FOMCは0.5%ポイントの利上げ。2023年は計2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	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) ●香港行政長官選挙 (8日) ●フィリピン大統領・議会選挙 (9日) ●ロシアの対ドイツ戦勝記念日 (9日) ●豪州総選挙 (21日) ●コロンビア大統領選挙 (第1回投票、29日)
	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) ●コロンビア大統領選挙 (決戦投票、19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日、12日まで) ●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) ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議 (月内) ●中国共産党大会 (未定)
	11月		●FOMC (1-2日) ●米中間選挙 (8日)	●RBA理事会 (1日) ●COP27：国連気候変動枠組条約第27回締約国会議 (エジプト、7-18日) ●サッカー・ワールドカップ (カタール、21-12月18日)
	12月	●日銀金融政策決定会合 (19-20日)	●FOMC (13-14日) ●ECB理事会 (15日)	●RBA理事会 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (7日)
2023 年	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) ●中華圏旧正月 (21日)
	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)
	4月	●黒田日銀総裁任期 (8日)		●RBA理事会 (4日) ●ラマダン終了 (20日) ●カナダ金融政策決定会合 (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、ADR：米国預託証券、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（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、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：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2022年4月18日）

（発行日：2022年4月22日）