

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 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



過度な利上げによる景気悪化リスク

- Ⅰ 過去1カ月、世界的に株価が大きく調整した。その理由を一言でいえば「インフレ抑制のための利上げラッシュ」。ウクライナ情勢や中国でのロックダウンが加わり、インフレ圧力の長期化が見込まれる。
- Ⅱ 問題は、このインフレが「いつ」収まるのか。インフレを抑制できない場合、過度な金融引き締めで需要を壊すしかなく、過度な利上げによる景気悪化リスクが懸念されている。その懸念が解消するには、実際のインフレ率が低下するのを待つ（見る）しかないだろう。



- 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 … バリュエーション調整は進展したものの、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。6月からバランスシートの縮小を開始。
- 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 … ウクライナ情勢に加え、消費者マインドの低下が懸念材料。
- 債 … ECBは7月までに資産購入を終了させた後に利上げし、年内に中銀預金金利をプラスに。
- 為 … 利上げ観測がユーロ高要因だが、インフレによる景気減速懸念がユーロ安要因に。



- 経 … 内需回復も輸入物価上昇の影響懸念。自動車の挽回生産に期待も不安定な状況続く。
- 株 … 低位な株価指標に加え、中国のロックダウンの解消や水際対策緩和の効果に注目。
- 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 … 外部環境に左右されながらも、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高要因に。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … インフレや金利上昇でも、家計の潤沢な貯蓄や交易条件の改善などを支えに高成長。
- 債 … カナダ銀行は中立金利までの利上げを急ぐ。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 … 当面の連続利上げにより、政策金利は来年4月までに3%へ。長期金利は3%超で推移。
- 為 … 中国不安やリスクオフが一巡すれば、RBAのタカ派姿勢が材料視されて豪ドル高へ。



中国

- 経 … ゼロコロナ政策を受け、景気回復に下押し圧力がかかり、2022年は4%台の低成長へ。
- 株 … 年後半は、株式市場安定化策や感染拡大の収束等を受け、センチメントが改善しよう。
- 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が逆風も、割高感の解消や経常黒字を支えに、人民元安は一服へ。



ブラジル

- 経 … 供給制約は漸次解消も、高金利政策が需要を抑制し、ゼロ%前後の低成長が継続。
- 債 … 高水準のインカムゲインに加え、将来の利下げを織り込み債券価格は上昇へ。
- 為 … 実質政策金利の上昇や貿易収支の改善などがレアルの下支え要因に。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げラッシュ

過去1カ月、世界的に株価が大きく調整した。その理由を一言でいえば「インフレ抑制のための利上げラッシュ」。米国やカナダは0.5%ポイントの利上げを実施し、初回利上げの0.25%ポイントから利上げ幅を拡大。豪州は5月に利上げ開始に踏み切り、ユーロ圏も7月に利上げ開始が見込まれる。新興国では、インドが臨時会合での緊急利上げを行った。

ウクライナ+中国でインフレ圧力長期化

各国中央銀行がこれまでの想定以上に利上げを急ぐのは、従来からのインフレ圧力に、ウクライナ情勢に伴うエネルギー高や中国でのロックダウンによる世界的なサプライチェーンの混乱が加わり、インフレ圧力の長期化が見込まれるため。また、高インフレの長期化で物価上昇品目の拡がりが見られ、物価と賃金のスパイラル的上昇を呈し始めている。

金融市場

漠とした不安の正体

問題は、このインフレが「いつ」収まるのか。その目処がないことが足元の市場での漠とした不安となっている。過去2年、中央銀行をはじめ市場参加者もインフレ見通しを外し続けてきた。当初コロナ禍はデフレーション要因だとされ、その後は供給制約が解消すればインフレは収まるとされた。そうした中、今回の見通しは正しいとする理由は特になく、

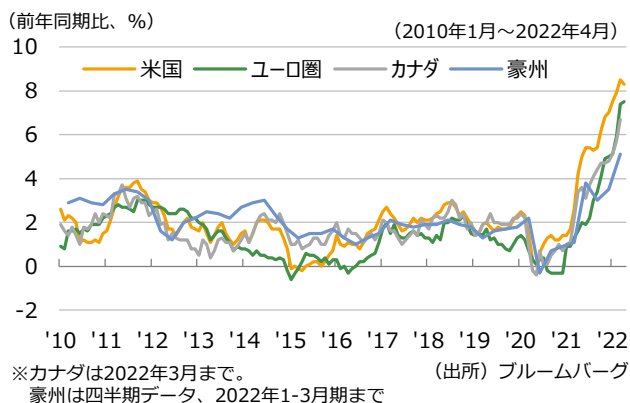
過度な利上げによる景気悪化リスク

各国中央銀行は迅速に中立金利まで利上げする意向を示しているものの、それでインフレが収まるという保証もない。単にインフレを抑制するだけであれば答えは簡単で、過度な金融引き締めで需要を壊せばいい。インフレを抑制できない場合はそうなるわけで、過度な利上げによる景気悪化リスクが懸念されている。その懸念が解消するには、実際のインフレ率が低下するのを待つ（見る）しかないだろう。

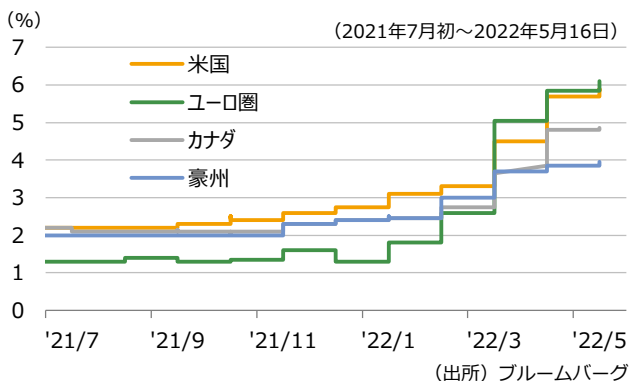
世界株式



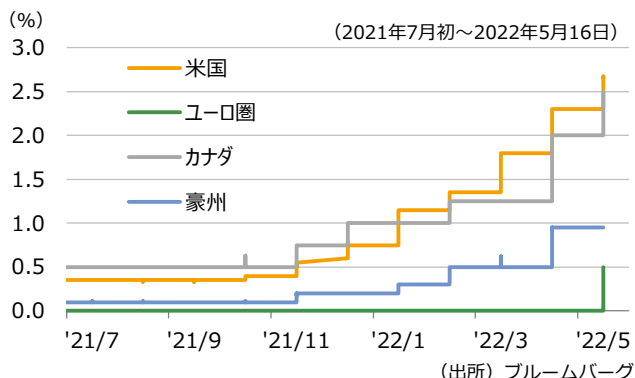
先進国の消費者物価指数



市場による2022年末のCPI（前年比）の見通し



市場による2022年末の政策金利の見通し



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。 内需回復も輸入物価上昇の影響懸念。自動車の挽回生産に期待も不安定な状況続く。 インフレや金利上昇でも、家計の潤沢な貯蓄や交易条件の改善などを支えに高成長。 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。 ゼロコロナ政策を受け、景気回復に下押し圧力がかかり、2022年は4%台の低成長へ。 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				バリュエーション調整は進展したものの、インフレブレイクアウトの明確化待ち。 ウクライナ情勢に加え、消費者マインドの低下が懸念材料。 低位な株価指標に加え、中国のロックダウンの解消や水際対策緩和の効果に注目。 年後半は、株式市場安定化策や感染拡大の収束等を受け、センチメントが改善しよう。 インフレ圧力の強まりによる利上げ加速を受け、目先は慎重な姿勢が必要。 順調な景気回復や、インフレ圧力が乏しいこと、資源輸出国であることが支え。 スムーズな政権移行に加えて、景気回復が市場予想より強いことが支え。 国内企業の不祥事がやや重しだが、景気回復と好調な輸出が下支えしよう。
	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。6月からバランスシートの縮小を開始。 ECBは7月までに資産購入を終了させた後に利上げし、年内に中銀預金金利をプラスに。 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。 カナダ銀行は中立金利までの利上げを急ぐ。バランスシートは速やかに縮小。 当面の連続利上げにより、政策金利は来年4月までに3%へ。長期金利は3%超で推移。 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%台後半のレンジ推移。 予想を上回るインフレや、利上げ加速への懸念を受け、金利上昇圧力がかかりやすい。 海外のリスク回避の影響を受けやすく、目先は金利上昇しやすい地合いに。 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。 外部環境に左右されながらも、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。 利上げ観測がユーロ高要因だが、インフレによる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高要因に。 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。 中国不安やリスクオフが一巡すれば、RBAのタカ派姿勢が材料視されて豪ドル高へ。 米中長期金利の逆転が逆風も、割高感の解消や経常黒字を支えに、人民元安は一服へ。 実質政策金利の上昇や貿易収支の改善などがレアルの下支え要因に。 追加利上げ観測がポンド高要因だが、インフレによる景気悪化懸念がポンド安要因に。 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。 海外のリスク回避の流れに注意も、資源輸出増による経常収支の改善が通貨の支えに。 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。 堅調な輸出が下支えも、目先は海外のリスク回避の流れで軟調に推移しやすい。 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 為替変動からリウ建て定期預金を保護する制度の下、緩やかなリウ安に誘導されよう。
	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

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	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	2.7	2.2	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	2.50 ~ 2.75	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	0.25	-0.57	-0.18	0.8	0.7
日本	-4.5	1.6	2.4	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.3	0.3
カナダ	-5.2	4.8	4.1	2.2	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	2.25	3.00	0.97	1.67	3.5	3.5
中国	2.2	8.1	4.3	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	0.5	1.0	2.00	9.25	13.25	9.25	7.31	10.94	11.5	9.5

	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	34,000	36,500	米ドル	103.25円	115.08円	124円	120円
NYダウ	7.2%	18.7%	-6.4%	7.4%		-4.9%	11.5%	7.8%	-3.2%
米国	3,756	4,766	4,250	4,570	ユーロ	126.18円	130.90円	132円	130円
S&P500	16.3%	26.9%	-10.8%	7.5%		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	97円	98円
日経平均株価	16.0%	4.9%	0.7%	12.1%		4.2%	5.3%	15.9%	1.0%
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	25.8円	24.5円
MSCI	26.7%	-22.4%	0.8%	5.9%		-26.3%	3.8%	24.9%	-5.0%

	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

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	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	-9.3	7.5	2.5	2.0	0.10	0.25	1.50	1.50	0.20	0.97	1.7	1.5
インド*1	-6.6	8.9	7.2	6.6	4.00	4.00	5.25	5.25	5.87	6.45	8.0	8.0
インドネシア	-2.1	3.7	5.7	5.8	3.75	3.50	4.00	4.50	5.89	6.38	7.5	8.0
フィリピン*2	-9.5	5.7	6.0	6.5	2.00	2.00	2.50	3.00	1.83	2.18	4.0	3.5
ベトナム	2.9	2.6	6.2	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	8.75	8.75	5.55	7.57	8.5	8.0
ロシア*4	-2.7	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 MSCI	1,600 16.8%	2,037 27.3%	2,035 -0.1%	2,250 10.6%	英ポンド	141.15円 -2.0%	155.74円 10.3%	155円 -0.5%	150円 -3.2%
インドネシア MSCI	6,597 -9.5%	6,696 1.5%	7,700 15.0%	7,800 1.3%	インド・ルピー	1.41円 -7.1%	1.55円 9.5%	1.59円 2.7%	1.54円 -3.1%
ベトナム VN指数	1,104 14.9%	1,498 35.7%	1,400 -6.6%	1,550 10.7%	インドネシア・ルピア*3	0.739円 -5.7%	0.807円 9.3%	0.847円 4.9%	0.833円 -1.7%
					フィリピン・ペソ	2.15円 0.1%	2.26円 5.2%	2.30円 1.9%	2.26円 -1.7%
					ベトナム・ドン*3	0.447円 -4.5%	0.504円 12.7%	0.55円 9.1%	0.536円 -2.5%
					メキシコ・ペソ	5.19円 -9.5%	5.61円 8.0%	5.90円 5.2%	5.58円 -5.4%
					ロシア・ルーブル*4	1.40円 -20.4%	1.53円 9.7%	-	-
					トルコ・リラ	13.9円 -23.8%	8.6円 -38.5%	7.9円 -7.6%	6.8円 -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

マイナス成長は景気悪化の兆候にあらず

1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%とマイナス成長。ただこれを景気悪化の兆しと解釈するのは早計で、純輸出の項目が成長率を▲3.2%ポイント押し下げたことが主因（輸入に対し輸出が振るわなかった）。主力の個人消費（同+2.7%）と設備投資（同+9.2%）は堅調継続で、見通し期間の2023年まで潜在成長率を上回る成長を続ける見込み。ただ、リスクはダウンサイドに傾いている。

企業景況感は鈍化、インフレは高止まり

ISM製造業・非製造業景況感指数から見る企業の景況感には2つの特徴がある。新規受注指数が鈍化傾向にあることと価格指数が高止まりしていること。ここからは物価上昇が景気に悪影響をもたらしていることが示唆される。もっとも、需要減速は一概にネガティブとは言い切れず、需要減速→インフレ沈静化というルートも考えられる。一方、コスト上昇→価格転嫁（インフレ上昇）のルートもあり要注視。

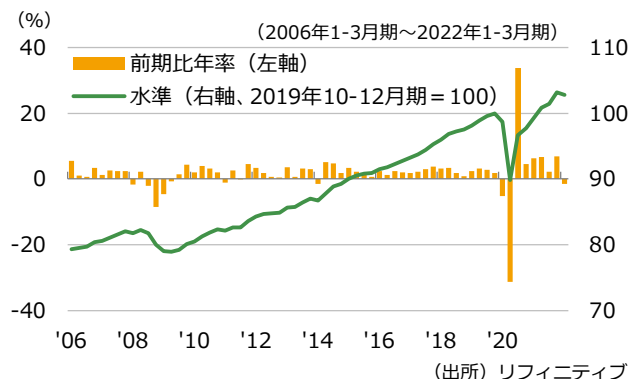
労働市場は堅調、労働供給は増加せず

4月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比42.8万人増、失業率は3.6%（3月3.6%）と堅調な労働市場が続いていることを示す。5月FOMCでパウエルFRB議長は労働需給の不一致が賃金インフレの背景と指摘。4月の平均時給は前月比+0.3%（3月+0.5%）と伸び率が鈍化したものの、労働供給を示す労働参加率は62.2%（市場予想62.5%、3月62.4%）と下振れ。先行きは予断を許さず。

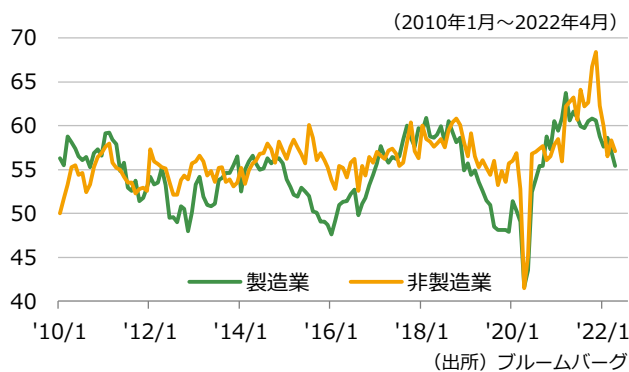
インフレのピークアウト期待は持ち越し

4月CPIではコア指数の前年同月比が3月の6.5%から6.2%へと低下。前年比ベースでのインフレ率のピークアウトが一応は示された。もっとも、コア指数の前月比は+0.6%（3月+0.3%）と上振れし、幅広い項目での物価上昇が見られる。インフレ率の高止まり状態を示し、インフレのピークアウト期待、それに伴う金融政策の不確実性（過度な引き締めによる景気悪化懸念等）の解消は持ち越し。

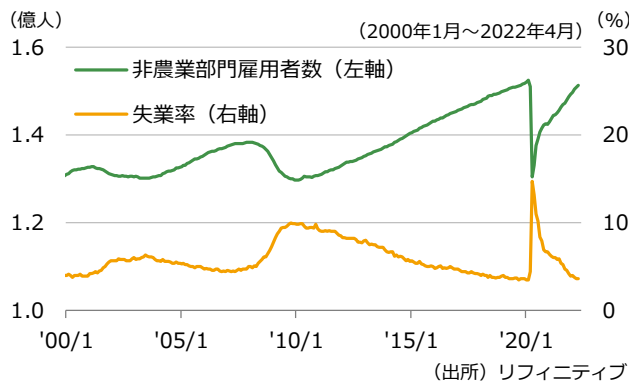
実質GDP



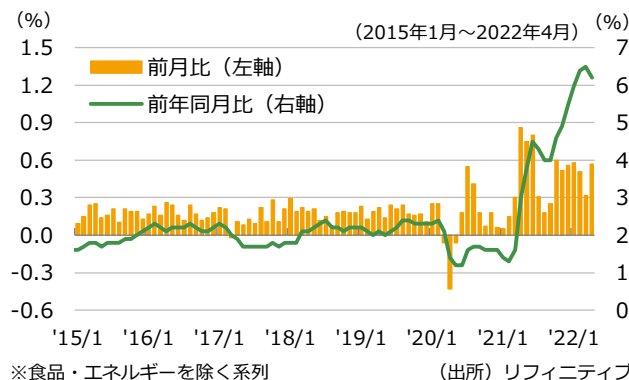
ISM景況感指数



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。金融引き締め
の景気への影響に対する警戒は続き、直近1カ月の米
国株は軟調に推移した。焦点であるインフレ率は、
今後ウェイトの大きい住居費の伸び率が鈍化する可
能性は大きいと考えているものの、米国のインフレ
は裾野が広く、消費に悪影響を与えるリスクは残る
と考える。バリュエーションの調整は進んだものの、
強気に転じるにはまだ早いとみる。

PERで見た割高感は相当程度解消

株価下落によりPERで見た割高感
は相当程度解消された一方、リスクプレミアムで見るとまだ調整余
地がある。このため、金利上昇に対する株価の不確
実性は依然高いとみられる。従来の金融引き締めサ
イクルと比べ、今回の金融市場の反応は早く、イン
フレ動向次第で株式市場のセンチメントが大きく改
善する余地がある点は注意が必要であるものの、悪
材料出尽くしにはまだ時間が掛かると考える。

企業業績は売上高予想に注目

2022年1-3月期では主力銘柄の一部で、業績が下
振れ株価が大きく調整した。S&P500の2022年度
のコンセンサス予想を見ると、売上高予想に目立っ
た低下はないものの、コスト増などにより利益予想
は切り下がった。今後は、売上高予想が維持出来る
かがポイントであり、消費者マインド統計などに注
意する必要がある。大幅悪化となった際には、売上
高を起因とした業績下振れリスクが意識されよう。

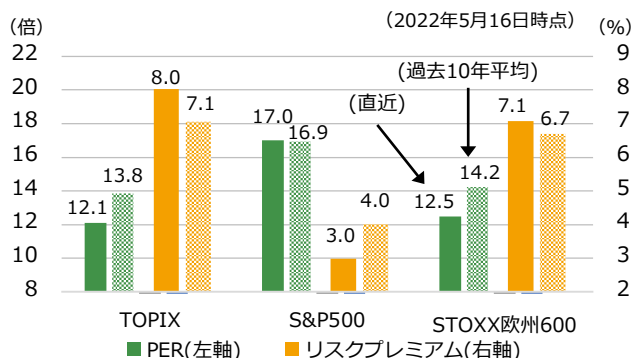
インフレ率は品目別の動向を注視

インフレ動向は引き続き、大きなポイント。構成
比の高い住居費は、ローン金利の上昇もあり今後、
鈍化する可能性が高いと考えており、株式市場がこ
の点を好感する局面が来るとみている。しかし、足
元の米国のインフレのポイントは住居費のみではな
く、幅広い品目が高い伸び率にあること。住居費の
伸び率鈍化による株価上昇の際には、その継続性を
考える上で、品目別のインフレ率にも注意したい。

S&P500の推移

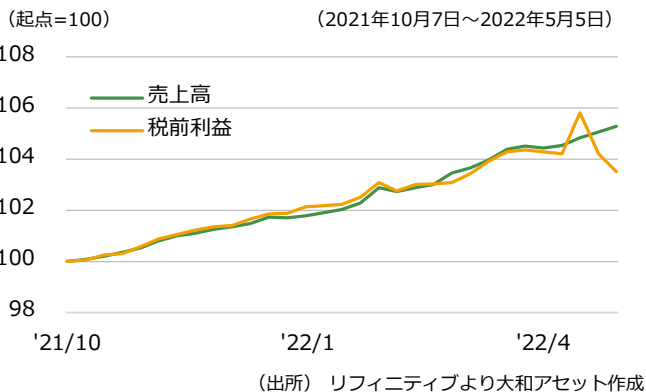


バリュエーションの日米欧比較

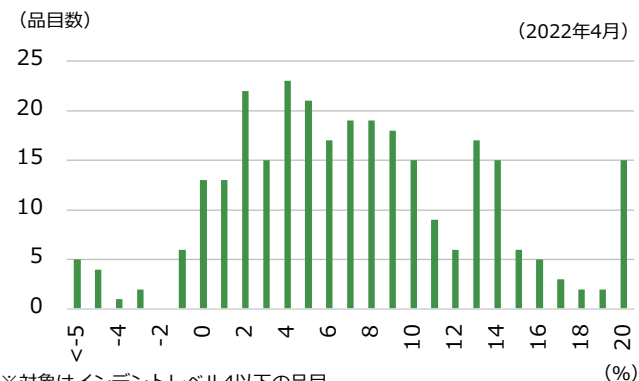


※PERは12カ月先予想ベース、リスクプレミアムは益利回りから10年国債利
回りを差し引いて算出、欧州はドイツ国債利回りを使用
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

S&P500指数の2022年度コンセンサス予想



米消費者物価指数の前年比伸び率別・品目数





債券・金利

FRBは6月からバランスシート縮小開始

5月FOMC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6月から縮小させることを決定。当初は月額475億米ドル（国債300億米ドル＋MBS175億米ドル）で、9月からは月額950億米ドル（国債600億米ドル＋MBS350億米ドル）に増額。同時に、0.5%ポイントの利上げも決定され（0.5%ポイントの利上げ幅は22年ぶり）、インフレが高進する中、FRBは金融政策の正常化を急ぐ。

2022年末の政策金利の予想を引き上げ

5月FOMCでパウエルFRB議長が6月・7月FOMCでの各0.5%ポイントの利上げを示唆したこと、年内のインフレ率の高止まりが予想される中で、利上げをスキップ（一旦様子見）することは難しいと考えられることから、年内の残り9月・11月・12月FOMCで各0.25%ポイントの利上げを行うとすると、今年末のFFレートは2.75%になる（従来2.5%）。

リート

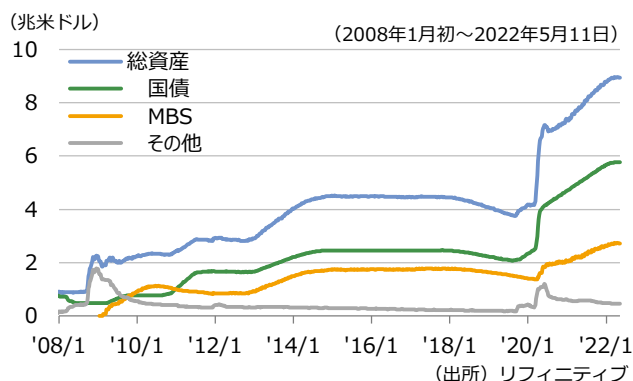
金利上昇などを背景に下落

米国リート市場は、4月半ばから5月半ばにかけて、金利が上昇傾向となったことや、景気減速への懸念が高まったことなどから軟調推移。2022年1-3月期の決算は、賃料上昇や空室率の改善などにより好調継続。また2022年通年の見通しも多くのリートで上方修正されるなど、リーートのビジネス環境は良好。今後はテナントがどこまで賃料上昇を受け入れられるかなど賃料上昇の持続性に注目。

利回り差は拡大

リート価格の下落を受けて、一時はほぼ0となっていたリーートの予想配当利回りと長期金利の利回り差は拡大。リートは良好な事業環境を背景に相対的に高いキャッシュフロー成長が見込まれるなど配当以外の魅力も大きい。長期金利以下の配当利回りは許容されにくい。今後は、長期金利の動向および成長の持続性が注目される。

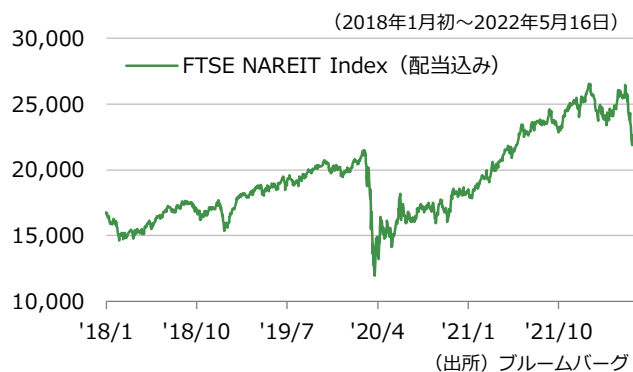
FRBの総資産残高と内訳



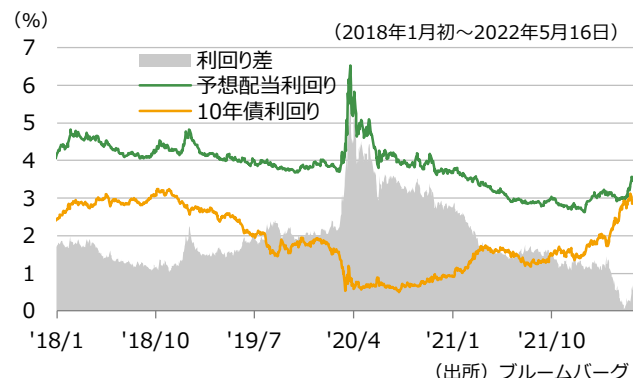
米国金利の推移：実績と予想



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減速（景気悪化）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円大幅超過は容易でない

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2.8%なら米ドル円は126.1円を中心に122.9～129.3円（推計値±標準誤差×2）、金利差3.0%なら127.9円を中心に124.7～131.1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ているので、米ドル円が130円を大きく超過するにはハードルが高い。

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で供給懸念が強まり、3月末頃にかけて期待インフレ率が上昇したが、商品市況とともに期待インフレ率は頭打ちとなり、最近では低下している。一方、実質金利はFRBの金融引き締め観測から上昇してきたが、2010年以降の平均値（▲0.3%）を超えた後に、上昇が一服している。景気減速懸念により米実質金利は上昇しにくくなり、米ドル円への上昇圧力が後退する可能性がある。

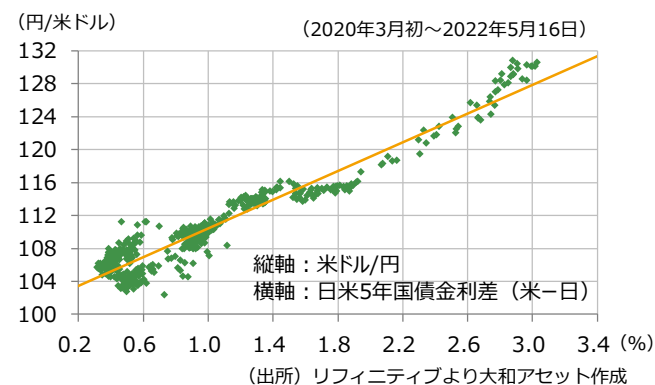
短期的には米ドル円に下方リスクか

4月末頃にかけては米国の経済指標が市場予想を上回るケースが多く、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇して、米金利上昇や米ドル高に寄与してきた。だが、5月に入りESIが低下に転じている。今後は4月以降の米ドル高の影響により、ESIが一段と低下する可能性が高いと見込まれる。そうなった場合、少なくとも短期的には米金利や米ドル円には下方圧力が働きやすいと考えられる。

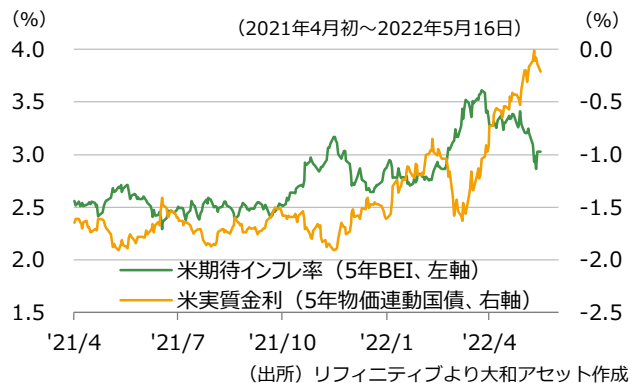
日米5年国債金利差と米ドル円



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



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





経済

実質GDPはコロナ前の水準を超える

ユーロ圏の実質GDPは1-3月期に前期比+0.3%（年率+1.1%）と、10-12月期の前期比+0.3%（年率+1.2%）と同程度の成長率に。実質GDPはコロナ発生前の水準を超えている（2019年10-12月期を100として100.50に到達）が成長は鈍い。新型コロナウイルス感染収束は経済成長にプラスだが、ウクライナ情勢による供給制約と物価上昇がマイナス要因となっており、成長率が高まりにくい状況にある。

製造業景況感が悪化、サービス業は改善

4月のPMIは、製造業が3カ月連続で低下し、サービス業は3カ月連続で改善した。製造業はウクライナ侵攻や中国ロックダウンの影響で供給制約が強まっており、生産や新規受注が低下。一方、新型コロナウイルス感染収束で規制措置が緩和され、個人のサービス需要が回復している。ただ、供給制約の影響により幅広い分野で物価上昇が続いているため、サービス業を含めて需要が減退するリスクがある。

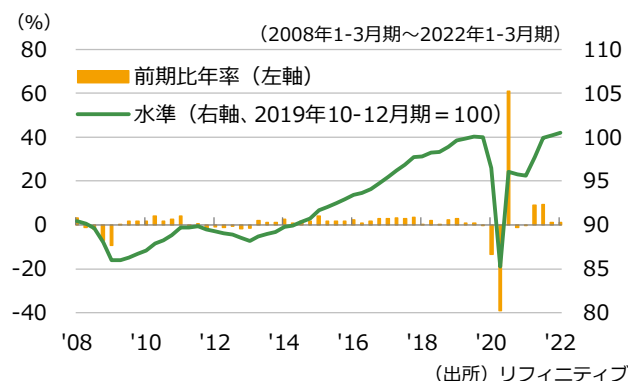
雇用情勢改善でも個人消費が伸び悩み

失業率は3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。ただ、3月の実質小売売上高は小幅に低下し、昨年12月以降は伸び悩んだ状況にある。雇用情勢の改善や新型コロナウイルスの感染収束は個人消費の増加要因となるが、ウクライナ侵攻などによるインフレが消費者信頼感を悪化させ、個人消費を抑制しているようだ。

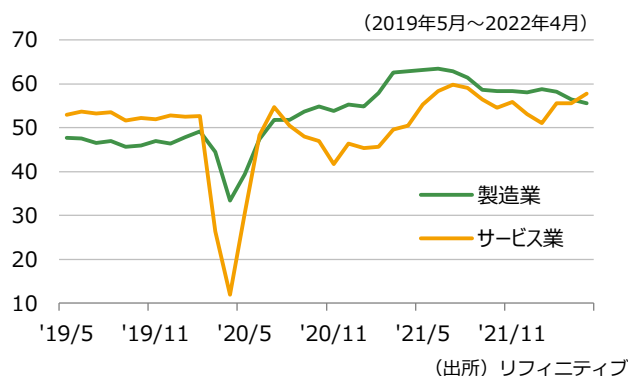
総合・コアともにインフレ率は一段高

4月の消費者物価指数は総合で前年同月比7.5%、コアで3.5%と、3月（各7.4%、2.9%）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。供給制約やユーロ安の影響で、総合・コアともに物価上昇率が高止まりする可能性がある。ただ、商品市況は頭打ちとなっているので、総合の物価上昇は大幅には加速しにくいと予想される。

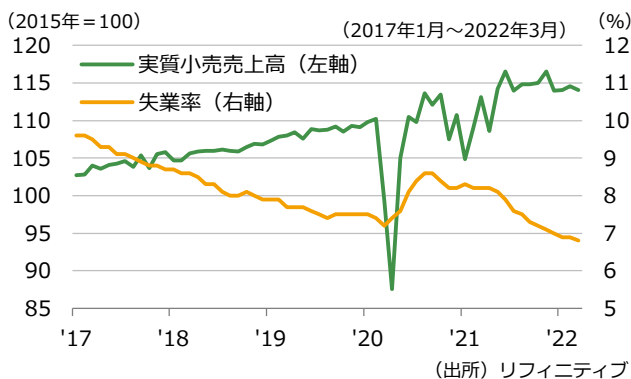
実質GDP



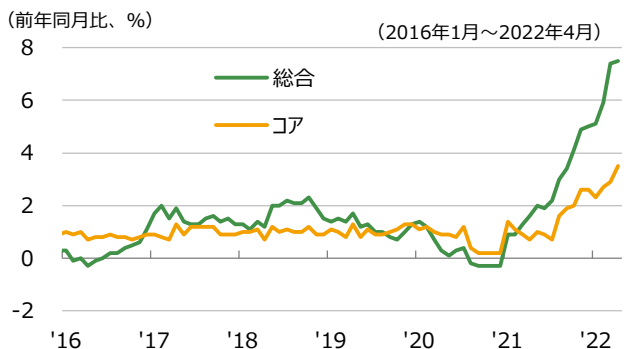
PMI



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。ロシアの対独戦勝記念日のプーチン大統領演説を受け、ウクライナ情勢の早期終結期待は低下した。欧米による対ロシア制裁強化の動きの中、域内におけるエネルギー調達の不確実性もある。また、消費者信頼感の低下もあり、域内の景気減速に対する懸念も高まりつつある。バリュエーションに割高感はないものの、リスク要因が目立つ中、強気なスタンスは取り難い。

消費者マインドの低下が継続

4月のユーロ圏信頼感指数における消費者信頼感、急落した3月と比較して小幅に低下した。2020年の新型コロナウイルス発生直後以来の低さであり、この消費者マインドの低下が域内の消費に与える影響に注意する必要があると考えている。ウクライナ情勢の好転、インフレのピークアウトなどを待たなければ、消費者マインドの好転は難しいとみられる。

債券・金利

ECBは資産購入終了後、利上げ開始へ

ECBはAPP（資産購入プログラム）での純資産購入を6月末か、7月初めに終了する可能性が高まっている。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、7月に利上げを開始する可能性も十分にある。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ており、金融政策のフォワードガイダンスを明確にしない可能性もある。

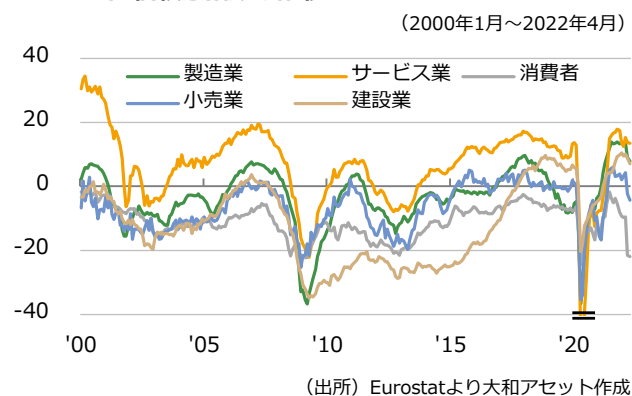
利上げ継続観測ないと金利上昇は限定的

期待インフレ率の高まりを懸念し、ECB理事会メンバーがタカ派に傾斜している。ハト派もタカ派も、ECBが6月末頃に資産購入を終了し、7月に利上げを始め、中銀預金金利（▲0.5%）を年内にプラスにするとの見解が多い。利上げを巡る見解の相違が解消されるなかで金利が上昇したが、来年も利上げ継続との見方が強まらないと金利上昇余地は限定的か。

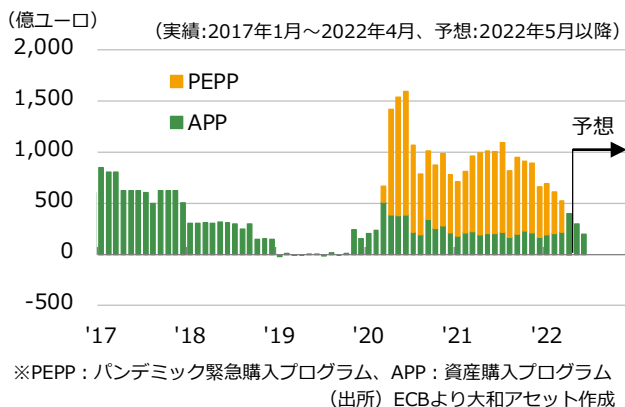
Euro STOXX 50の推移



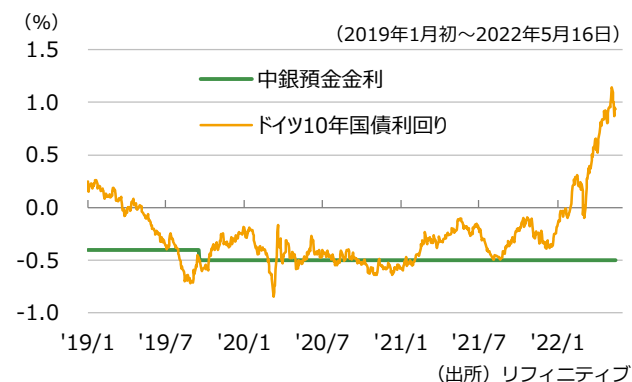
ユーロ圏信頼感指数の推移



ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

リスクオフによりユーロが下落

ロシアのウクライナ侵攻を受け、供給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、ユーロは対円では急反発した。だが、最近では金利上昇を受けて株安などリスクオフ圧力が台頭し、ユーロは円と米ドルに対し下落している。

相対的な金利反発がユーロ安を抑制

近年、ドイツの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。ロシアのウクライナ侵攻も相対的にドイツ金利を低下させ、ユーロ安を進める要因となった。ただ、最近ではECB理事会メンバーが共通して7月の利上げ開始に肯定的な発言をするようになったため、ドイツの金利が米国に比べてやや上昇しており、ユーロの対米ドルでの下落を抑制する要因になっている。

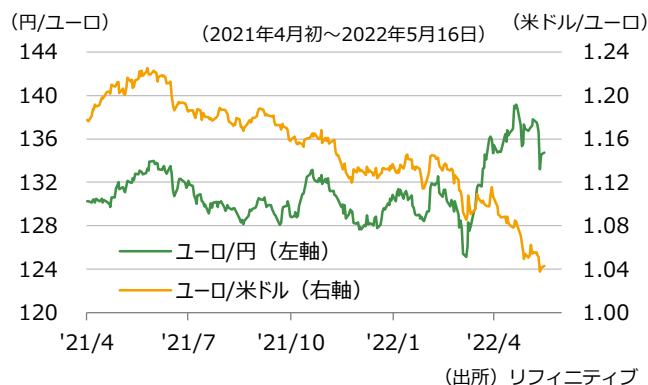
段階的禁輸が原油高・ユーロ安を抑制も

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。だが、ロシア依存度の高いドイツもEUのロシア産石油禁輸への支持に転じている。供給が急減するとエネルギー価格が上昇し、景気回復阻害懸念からユーロ安に働きやすいが、段階的禁輸なら原油高・ユーロ安が抑制される可能性もある。

経済指標は円高に作用しやすい状況に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は米国が低下に転じる一方で、ユーロ圏は大きな変化がなく、日本は反発している。相対比較からは米ドル安・円高に作用しやすい状況にある。また、中国のサプライズ指数が急低下してマイナスに転じている。世界全体では経済指標が市場予想を下回るケースが増えつつあり、リスクオフの円高（米ドル高）に作用しやすい状況にある。

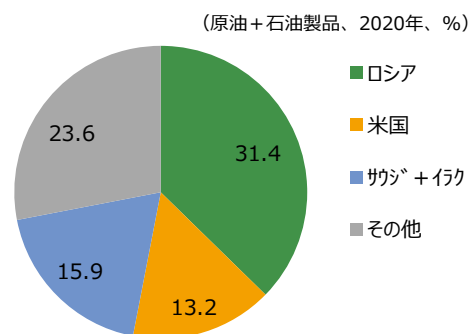
ユーロの対円相場と対米ドル相場



独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場

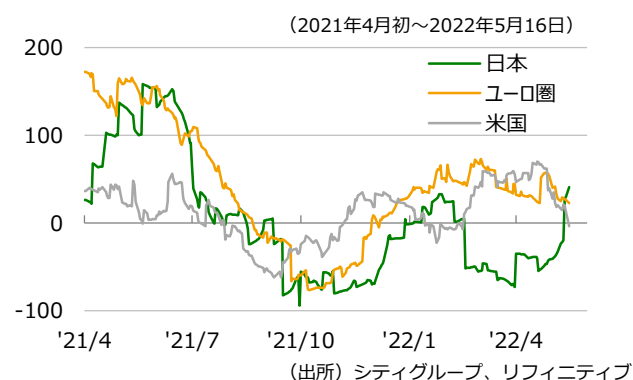


欧州の石油輸入先シェア



(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はコロナ前水準超え

実質GDPは2022年1-3月期に前期比+0.8%（年率3.0%）となり、10-12月期の前期比+1.3%（年率5.2%）を下回る成長率に。新型コロナの新規感染は年初をピークに減少したが、供給制約による物価上昇が需要に悪影響を与えた。実質GDPは2019年10-12月期=100として、22年1-3月期に100.70となり、コロナ前の水準を上回った。ただ、今後も引き続き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4月に総合9.0%、コア6.2%と、3月の各7.0%、5.7%から上昇加速。ウクライナ情勢の影響による供給制約でエネルギーや食品の価格が上昇し、コスト高の価格転嫁で幅広い品目でインフレ率が高まっている。賃金は前年比7%程度（ボーナス除くと4%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

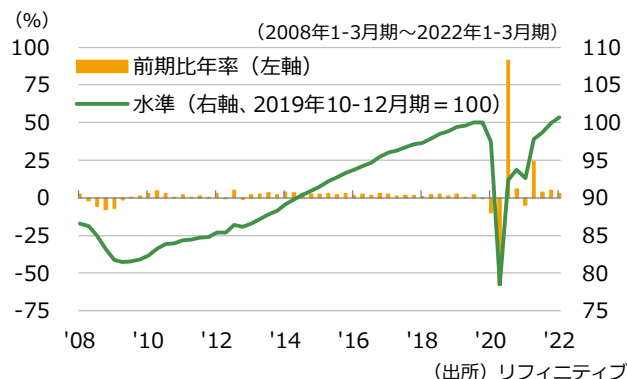
BOEの追加利上げに慎重な意見も

BOEは5月の会合で政策金利を0.25%ポイント引き上げ。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、4会合連続の利上げに。ただ、短期インフレの上方圧力とともに経済と中期インフレの下方圧力を指摘。今後数カ月の間の追加利上げを示唆したガイダンスに、数人の委員が強過ぎると異論。6月と8月の会合で0.25%ポイントの利上げを行い、政策金利が1.5%に達した後は、利上げを休止か。

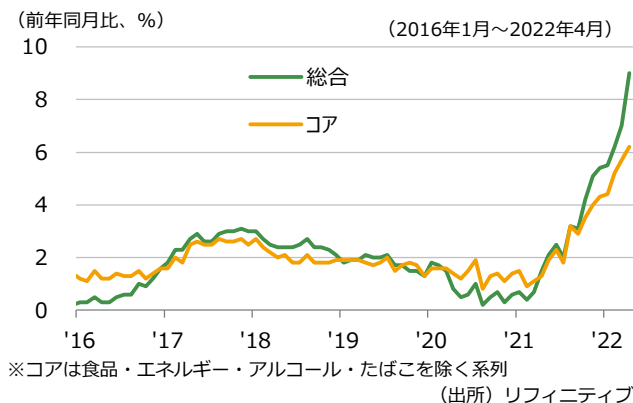
相対的金利低下がポンド安リスクに

短期的なインフレ加速が英国の経済成長を減速させることを警戒（中期的なインフレ低下を予想）し、BOEの政策委員には追加利上げに慎重論も出てきた。それと対称的に、ECBの理事会メンバーにはインフレ抑制に向けての利上げに肯定的な意見が増加。そのため英国の長期金利はドイツに比べ低下しており、ユーロに対するポンドの下落リスクが高まっている。

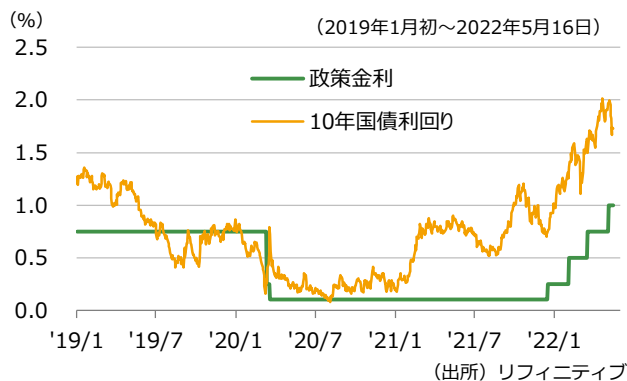
実質GDP



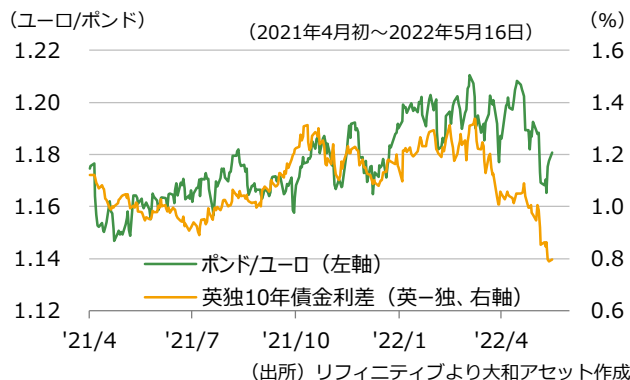
消費者物価指数

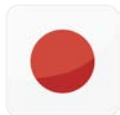


政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

企業と消費者の景況感に温度差

3月下旬にまん延防止等重点措置が解除され、旅行・宿泊、飲食などの回復が顕著であり企業側からみた指標である非製造業PMIは大幅な改善を見せている。一方、生活関連物価の上昇などから消費者側から見た指数である消費者態度指数は低下傾向にある。消費者態度指数の構成指数を見ると「雇用環境」や「収入の増え方」は比較的堅調なものの「耐久消費財の買い時判断」が大幅に悪化している。

輸入物価指数の上昇が加速

4月の企業物価指数は前年比+10.0%となり、第2次石油危機の影響が残る1980年12月以来、約41年ぶりに2桁の伸び率を記録した。エネルギーや食料品価格の上昇や為替の円安進行を受け、円ベースでの輸入物価指数が前月比+10.8%と3月の前月比+3.6%から急加速した。一方、3月の消費者物価指数は前年比+1.2%の上昇に止まり、原材料価格の上昇を十分に価格転嫁できていない状況にある。

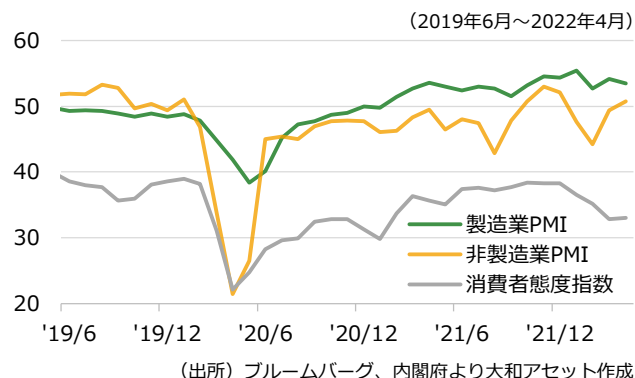
経常黒字拡大も貿易赤字は継続

3月の経常収支は、第一次所得収支（海外からの利子・配当など）が大幅に改善し経常黒字が拡大したが、貿易収支は赤字のままである。部材不足により自動車の挽回生産が進んでおらず円安メリットを十分に享受できていないほか、エネルギーや食料品などの輸入物価上昇が貿易収支の悪化要因となっている。サービス収支も中国など海外からの旅行者数が回復せず赤字の状況が継続している。

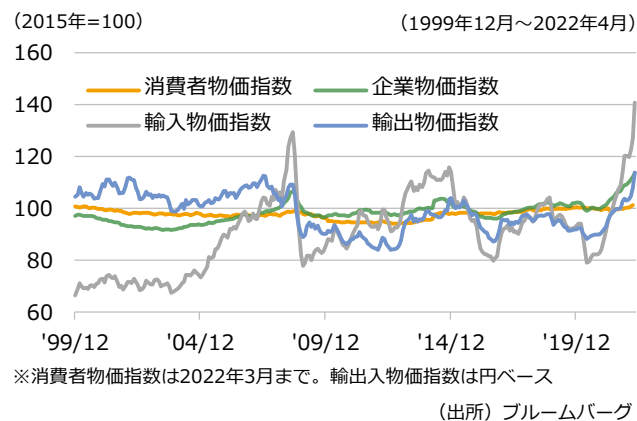
自動車の挽回生産進むか

新型コロナ感染拡大により上海でロックダウンが実施された影響などもあり、自動車の挽回生産が進まない状況が継続している。製造工業予測指数における輸送機械の予測実現率（対2カ月前比）は、3カ月連続で2桁以上のマイナスとなっている。一方、半導体の増産が進み、コンテナ市況が下落するなど一部でサプライチェーン問題に緩和の動きが見られており、今後挽回生産が進むかが注目される。

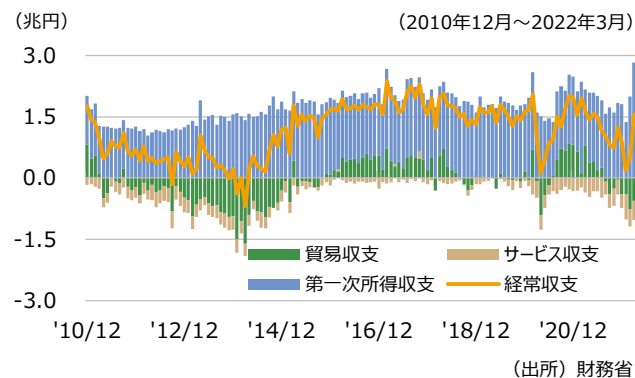
PMIと消費者態度指数



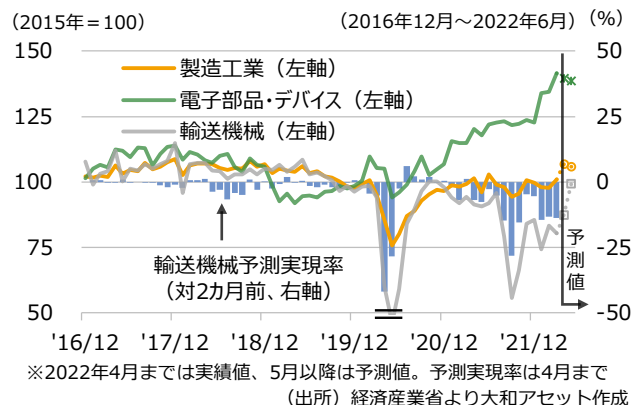
物価指数



経常収支（季節調整値）



製造工業予測指数（季節調整済）





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の判断はやや強気を継続する。直近1カ月の騰落率は小幅下落と先進国株の中では底堅い動き。低位にあるバリュエーションに加え、円安の寄与や足元のマイナス材料の改善期待（中国・上海のロックダウン解除など）が背景にあると考える。欧米景気に不透明感がある点は注意が必要だが、マイナス材料の解消が進む中で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。

売上計画に対して、利益が弱め

決算発表にて示された2022年度の会社計画の特徴は、コンセンサス対比で見て、売上高と比べ利益予想が弱いこと。資源価格上昇のコスト増要因に加え、足元の不確実性を反映した保守的な予想であることが原因とみられる。為替前提が足元と比べ円高前提となっている銘柄も多く、売上高が未達とならなければ、会社計画が上振れする余地はある。利益の下振れほどのネガティブさは感じられない。

上海市のロックダウンは徐々に解除

売上高の観点からは、中国・上海市のロックダウンの動向が目先の注目点。5月上旬に上海日本商工クラブが公表したアンケート調査によれば、回答した企業のうち約6割が稼働出来ておらず影響は甚大。部材不足による国内工場の生産停止などの動きは随所で見られる。しかし、既に商業施設の段階的な再開方針が示されるなど、状況は改善方向にある様子。工場の再開が進展するかを注視したい。

水際対策の緩和も良い兆候

日本の水際対策の緩和も注目点。政府は、外国人観光客の受入れ再開に向け、5月中旬に実証事業を開始すると発表した。上限とされる1日2万人規模は新型コロナ前ピークの2割程度であり、高い水準ではない。構成比の高かった東アジア3カ国（中国、韓国、台湾）の政策が変わらなければ元の水準への回帰は望みがたい。しかし、水際対策緩和は大きな一歩であり株式市場は好感すると考えている。

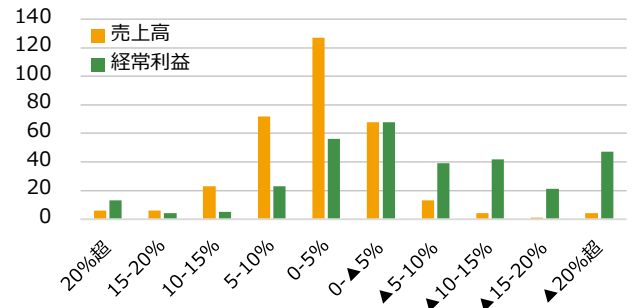
TOPIXの推移

(2019年初～2022年5月16日)



2022年度会社計画のコンセンサス対比

(銘柄) (2022年5月13日時点)



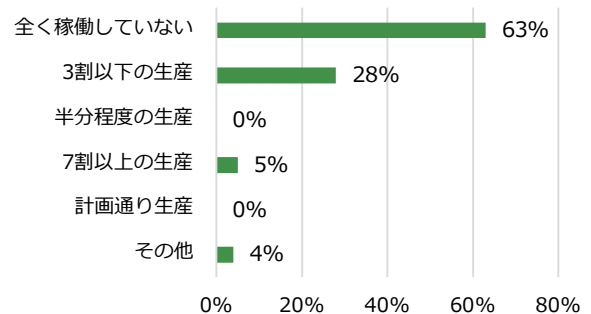
※対象はTOPIX500の2月・3月決算銘柄

※IFRS、US-GAAP銘柄の経常利益は税引前利益の値を採用

(出所) Quick Workstation、会社資料より大和アセット作成

上海市の日系企業操業状況アンケート (54社)

(調査期間：2022年4月27～30日)



※その他は在庫出荷、中間品の仕上加工等

(出所) 上海日本商工クラブより大和アセット作成

訪日外客数の推移

(万人/日)

(2010年1月～2022年3月)



(出所) 日本政府観光局より大和アセット作成



債券・金利

指値オペを毎営業日実施に変更

日銀は4月の金融政策決定会合において、指値オペを明らかに応札が見込まれない場合を除き毎営業日オファーすると運用を変更した。発表後、10年国債利回りは0.25%付近での推移が続いているものの、指値オペの応札は発生していない。指値オペの運用方法変更は許容する金利上限を死守するとの強い意思表示とも言え、日銀は買い入れを増やすことなく、市場の政策修正への思惑を後退させた。

金融政策修正に対する思惑はやや低下

10年国債利回りの年末値予想は、2022年末、2023年末共に0.25%に引き上げる。物価面から金融政策の修正が迫られる状況にはなく、指値オペの運用方法変更もあり、政策修正への思惑は足元で低下している。しかし、来年に総裁の交代を控える中、修正への思惑は残り続け、10年国債利回りはレンジ上限付近での推移が続くと予想する。

リート

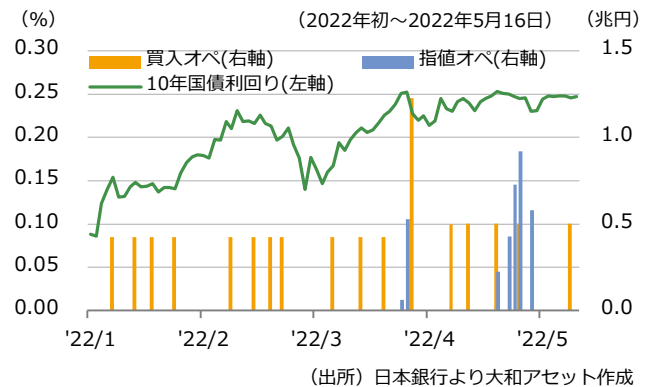
株式に比べ底堅い推移

4月中旬以降の1カ月の推移をみると、米国金融政策の引き締めペース加速観測を背景に米国長期金利が上昇、株式市場が調整するなかJ-REIT市場も下落した。4月末の日銀金融政策決定会合で、緩和姿勢継続が強調され、緩和修正観測が足元で後退したことはJ-REITにとってプラス材料となり、日本株式に比べて底堅い推移となった。

当面は外部環境の影響が大きい

当面、J-REIT市場からの独自の材料は乏しく、ウクライナ情勢や米国金融政策の見通しの変化など外部環境の影響を強く受ける状況が続く。中期的には日本では緩和的な金融政策の継続が想定されるなか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。

10年国債利回りと日銀の国債買入れ額



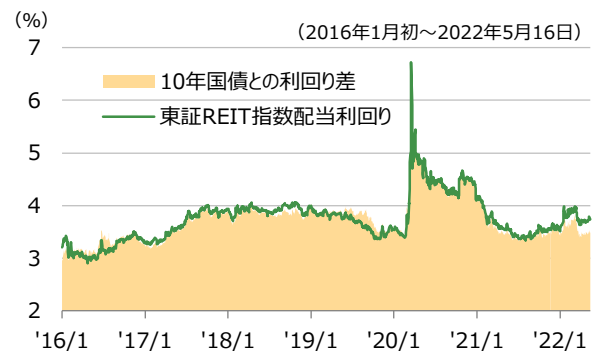
10年国債利回り



東証REIT指数の推移

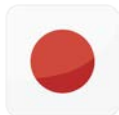


東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

リスクオフの円高でクロス円が下落

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、リスクオフの円安でクロス円が上昇し、米金利上昇の米ドル高もあり、米ドル円は急上昇した。だが、4月から5月にかけては世界的に金利上昇が進んだことを受けて株安に傾き、リスクオフの円高や米ドル高が進むようになった。クロス円の下落に比べ米ドル円は堅調に推移しているが、米金利が低下すると米ドル円も下落しやすくなる。

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、当面の米ドル円にとっては米ドルよりもクロス円の動向が重要である。米株価と金利が順相関で、米金利変動が大きくなると、米ドル円は米ドルよりクロス円との相関が高くなりやすい。

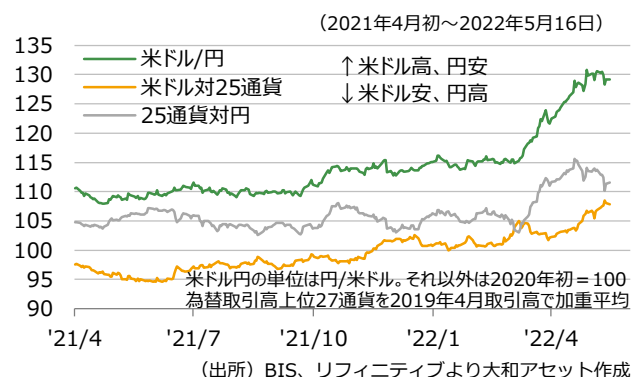
原油・金価格比率と連動する米ドル円

リスクオンでは金より原油の価格が上昇し、リスクオフでは金より原油の価格が下落しやすい。原油は景気（需要）見通しを反映しやすく、金は金利上昇がマイナス、金利低下がプラスに働くからだ。リスクオンで円安・米ドル高に、リスクオフで円高・米ドル安になりやすいので、原油・金価格比率と米ドル円は連動しやすい。ただ、供給懸念の台頭が原油高、後退が原油安を招く場合は、連動が崩れる。

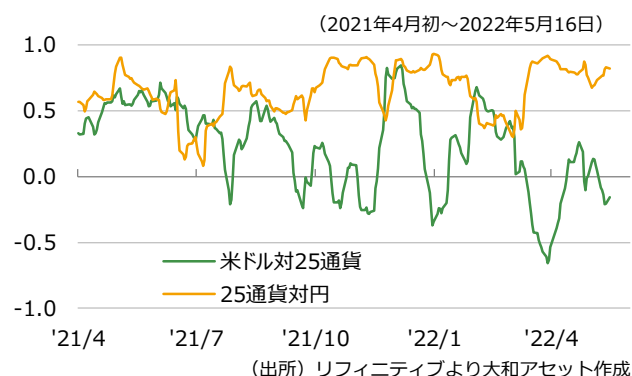
原油高による貿易収支悪化が円安に作用

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



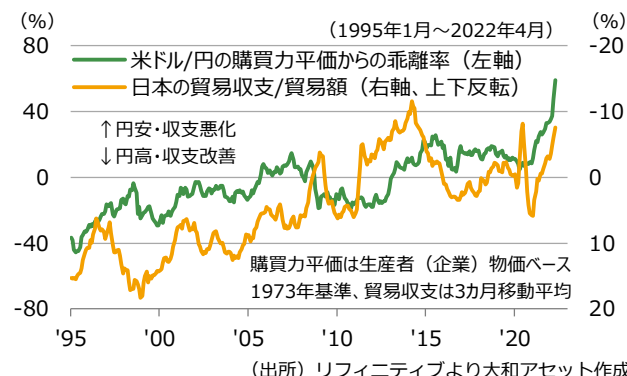
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



原油・金価格比率と米ドル円



米ドル円の購買力平価乖離率と日本の貿易収支比率





経済

今年の成長率予想を上方修正

年初から、新型コロナのオミクロン株のまん延、トラック運転手によるデモ、ロシアのウクライナ侵攻など、想定外の事象が発生したが、経済は従前の予想より順調に回復している。これを反映し、今年の実質GDP成長率予想を+3.7%から+4.1%へ引き上げた。一方、今年の高成長の反動や、足元の急速な金融引き締め効果が顕在化してくることを考慮し、来年の予想を+2.5%から+2.2%へ引き下げた。

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。

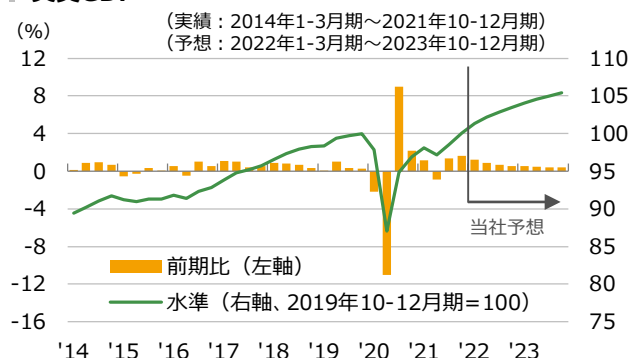
失業率は統計開始以来の最低を更新

失業率は、統計開始以来の最低を記録した3月の5.3%から、4月は5.2%へ一段と低下した。4月の雇用者数は前月比+1.53万人と増加ペースが急速に鈍化したが、一時的な要因も重なっており、労働市場が軟化に転じたとは判断できない。労働需給はひっ迫した状態が継続しており、当面の失業率は最低水準で推移しよう。賃金にも上昇圧力がかけられ続けることが想定される。

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。

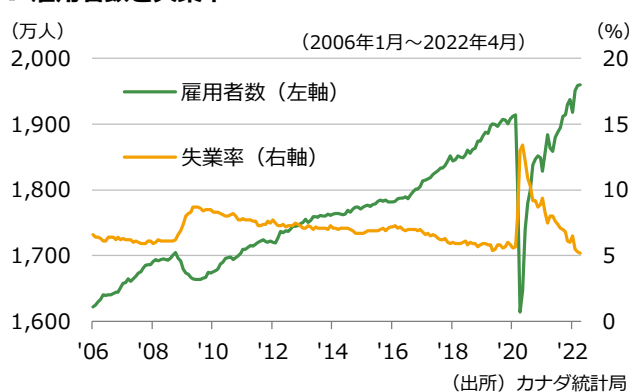
実質GDP



交易条件と貿易収支



雇用者数と失業率



総賃金と消費者物価指数





債券・金利

中立金利に向けて利上げを急ぐ

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だ。6月と7月の各0.5%ポイントの利上げにより、政策金利が中立金利の下限（2%）に到達した後、0.25%ポイントの利上げ2回により、今年10月に政策金利が中立金利の中心（2.5%）に到達すると予想。

インフレ沈静化に向けた確度が高まるか

金融政策がインフレに完全な効果をもたらすまでには6～8四半期かかるため、政策変更はフォワード・ルッキングでなければならない。今後、マネーサプライの伸びが更に減速し、インフレ沈静化に向けた確度が高まれば、2.5%での利上げ打ち止めは理にかなう。ただ、不確実性が高い中では、2.5%を超える予防的な利上げの可能性も排除できない。

為替

カナダ・ドル高円安に一服感

ウクライナ危機による資源価格の高騰が、カナダの金融引き締めの一層高めたことで、カナダと日本の5年国債金利差が拡大し、それに沿ってカナダ・ドル高円安が進行してきた。直近では市場センチメントの悪化がカナダ・ドル安円高に作用しているが、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・ドル安は一時的かつ小幅にとどまると想定。

資源価格はカナダ・ドルを下支え

カナダは米国とほぼ横並びで金融政策の正常化を進める可能性が高く、資源価格の高騰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増価に転じると見込む。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



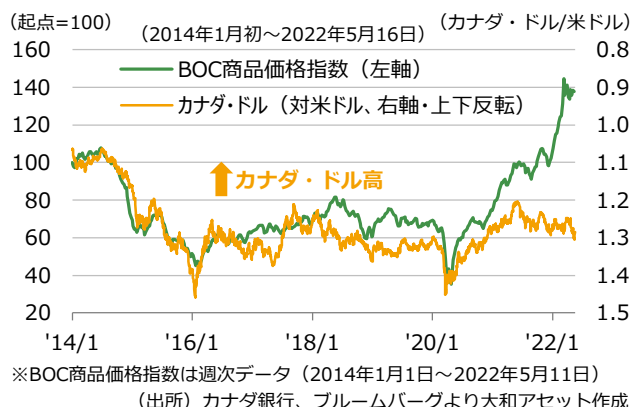
マネーサプライ（M2）と消費者物価指数



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

潜在成長率を上回る成長が続く見通し

インフレや急速な金融引き締めが想定されるものの、商品価格上昇の恩恵に加え、労働市場の順調な回復や家計の堅固なバランスシート、政府によるインフレ対策（ガソリン減税や所得税控除など）を背景に、基調としては潜在成長率を上回る成長が続くと見込む。実質GDP成長率は、今年が+4.3%、来年が+3.0%との予想を維持し、経済の見通しに関しては、相対的に「やや強気」を継続する。

商品価格上昇の恩恵は幅広い

足元では、メンテナンスや天候不順の影響により、資源輸出の数量が伸び悩んでいるため、商品価格の上昇に比べて貿易収支の改善が鈍い。しかし、これらのマイナス要因がはく落することで、今後は貿易黒字の拡大が見込まれる。ウクライナ危機を受けた世界的な資源不足や、豪州の貿易収支改善は、国民所得の増加、財政収支の改善、設備投資の拡大など、様々な波及効果をもたらすと期待される。

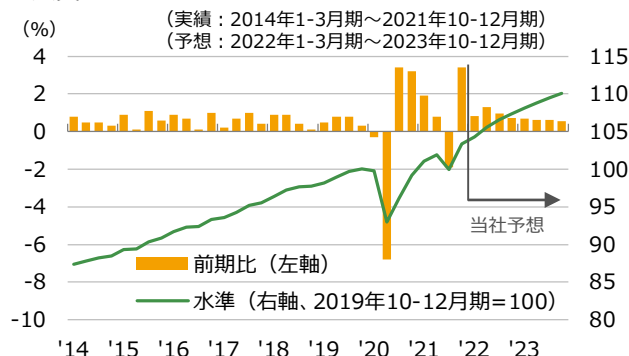
労働市場は一段の回復を示唆

3月と4月は市場予想に比べて雇用者数の伸びが鈍かったものの、失業率は3月に現行の統計開始（1978年2月）以来の最低を記録し、4月は3.85%へ一段と低下した。ANZ求人広告件数は引き続き高水準で推移し、労働市場の更なる回復を示唆しているほか、RBAは失業率が来年半ばに3.5%まで低下すると予想している。労働市場は一段とひっ迫し、賃金上昇率の加速につながる可能性が高い。

更なる賃金上昇率の加速へ

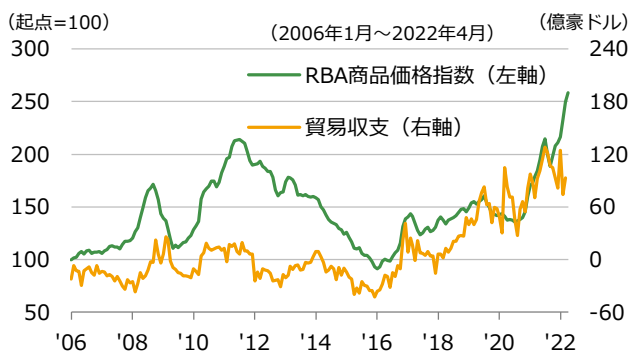
1-3月期の平均賃金は前年同期比+2.4%に加速したが、NAB企業景況感調査における労働コスト見通しや、RBAが独自に実施している企業への聞き取り調査では、今後の更なる加速が示唆されている。RBAは、平均賃金が今年末までに3%へ、2024年半ばまでに3.75%へ加速すると予想しており、米国やカナダなどに遅れて、今後は豪州でも賃金インフレの様相を呈する公算が大きい。

実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット

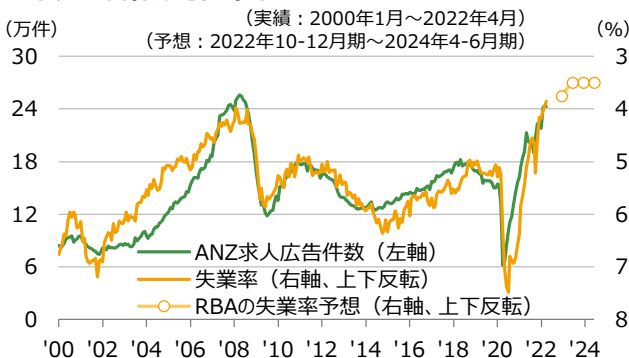
RBA商品価格指数と貿易収支



※貿易収支は2022年3月まで

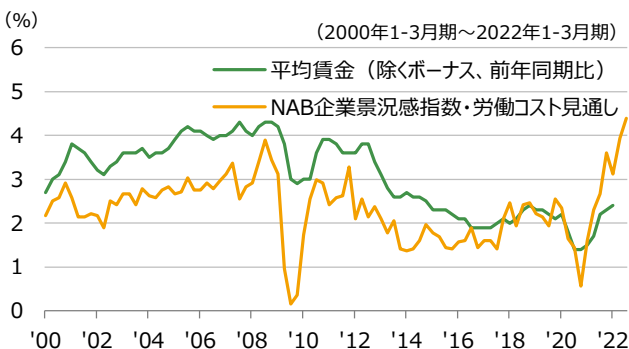
(出所) RBA、豪州統計局

求人広告件数と失業率



(出所) ブルームバーグ、豪州統計局、RBA

労働コスト見通しと平均賃金



※労働コスト見通しは3カ月先・年率換算値を半年先行させて表示

(出所) ブルームバーグ、豪州統計局より大和アセット作成



債券・金利

当面は連続利上げを想定

RBAは5月理事会で11年半ぶりの利上げを決定。当面は、賃金上昇率とインフレ率の加速が見込まれるため、毎回の理事会で利上げが決定されると想定。年内は、0.4%ポイントの利上げ1回と0.25%ポイントの利上げ6回で、今年末の政策金利は2.25%に、来年は2月、3月、4月に各0.25%ポイントの利上げで、来年末の政策金利は3%になると予想。10年国債利回りは3%超での推移が継続すると見込む。

RBAの引き締め姿勢が相対的に強まろう

今年末に向けて、米国やカナダはインフレ率の鈍化が予想されている一方、豪州はインフレ率の加速が予想されており、今後はRBAの金融引き締め姿勢が相対的に強まるだろう。豪州のインフレ率も来年の1-3月期（4月下旬に発表）には鈍化が明らかになることで、5月以降は政策金利を据え置き、バランスシート縮小の効果を見極める局面になると想定。

為替

豪ドル高要因が徐々に勝ると想定

足元の主な豪ドル高要因は、①資源価格の高騰（交易条件の改善）、②RBAの金融引き締め、であるのに対して、豪ドル安要因は、③中国の景気減速懸念や人民元安、④市場センチメントの悪化。グローバル社会の脱ロシアの流れは変わらないため、①はおおむね現状維持で、上記の通り②は相対的に強まる一方、③と④が収束に向かうことで、豪ドル高要因が勝るようになると見込む。

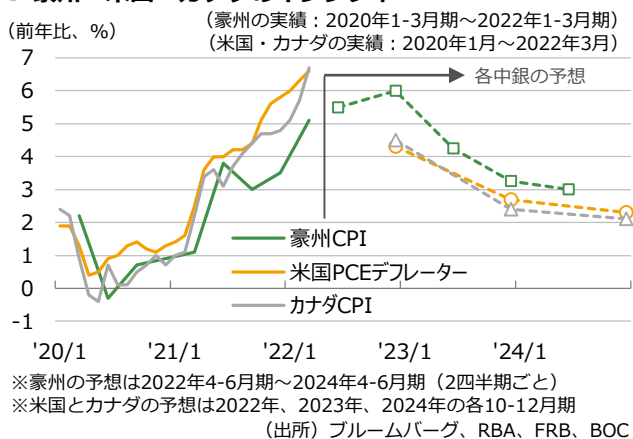
豪ドルの見通しを「強気」に引き上げ

資源価格の高騰や豪州と日本の金利差拡大から考えると、豪ドルの割安感が強いと言える。中国の景気減速懸念や人民元安が一服し、市場センチメントが改善する局面では、金利差拡大にキャッチアップするように豪ドル高・円安が進行すると見込む。豪ドル高の余地が大きいため、豪ドルの今後1年程度の見通しを「やや強気」から「強気」に引き上げた。

政策金利と10年国債利回り



豪州・米国・カナダのインフレ率



日豪の交易条件格差と豪ドル円



5年国債金利差と豪ドル円





経済

感染抑制策を受け、成長率を下方修正

政府のゼロコロナ方針の下、上海市を中心に一部都市でロックダウンが続いている。上海市の経済活動が概ね正常化するのには6月中旬以降と見込まれ、景気は4-6月期も低迷が続こう。5月にコロナの感染が収束すれば、不動産市場の規制緩和などの政策支援もあり、年々からは景気は回復する見込みだが、それまでの感染抑制策の悪影響が大きいと、2022年の実質GDP成長率予想を+4.3%へ下方修正。

4月の与信鈍化が深刻な需要後退を示唆

4月の社会融資総量が市場予想外に前年同月比で鈍化。その中の4月銀行貸出額は、2009年10月以降で最も低い水準へ減少。ゼロコロナ政策による深刻な需要後退が背景にある。7-9月期以降の景気回復の勢いを幾分弱め、2022年の実質GDP成長率への下方修正圧力を強める内容と考える。

株式

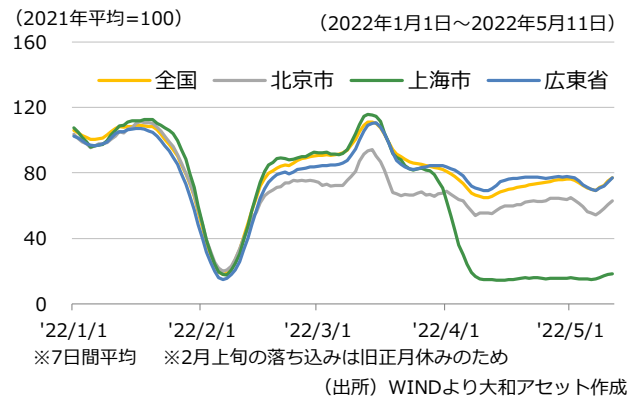
感染が収束すれば、センチメント改善も

4月以降は、FRBの金融引き締め加速観測による米株安に加えて、新型コロナウイルスの感染拡大及び上海市でのロックダウンを受け、軟調に推移。目先は、上海市や北京市の感染や経済活動の回復状況に振られやすいが、6月中旬から上海市の経済活動が概ね正常化すると見込まれるため、短期的な不安材料を徐々に乗り越えよう。

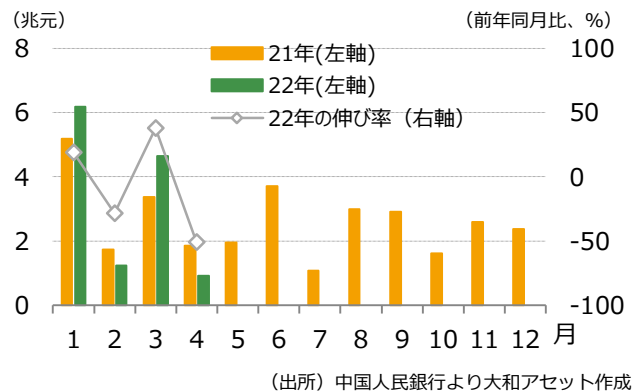
政策期待や割安感等が資金フローの支え

新型コロナウイルスの感染拡大等を受け、3月の本土株式市場では海外資金の流出が観測されたが、4月以降は一服。規制緩和や金融緩和、財政刺激などの景気支援策への期待が下支え。また、バリュエーションの低さが際立つことや、ADR上場廃止の回避、米国の対中関税見直しの可能性などが期待され、本土株式市場からの大規模な資金流出は想定せず。

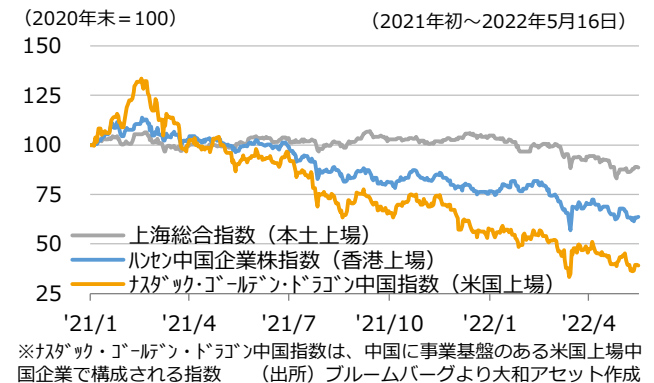
トラック貨物運輸指数



新規の社会融資総量



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月に預金準備率の引き下げを発表し、追加金融緩和を実施。但し、米中長期金利の逆転が足かせとなり、中銀のMLF（中期貸出ファシリティ）金利の引き下げは小刻みなものになろう。一方で、实体经济向けの市中銀行の貸出金利を低下させたい中銀は、市中銀行の預金金利の低下を誘導し、LPR（最優遇貸出金利）の低下を促すと見られる。

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を受け、米中の長期金利が4月に約12年ぶりに逆転。米中金利差と連動性がみられる外国人投資家の資金フローも2月から流出基調。ただ、これまでの流入規模と比較すると限定的で、債券市場への影響は大きくない。むしろ、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

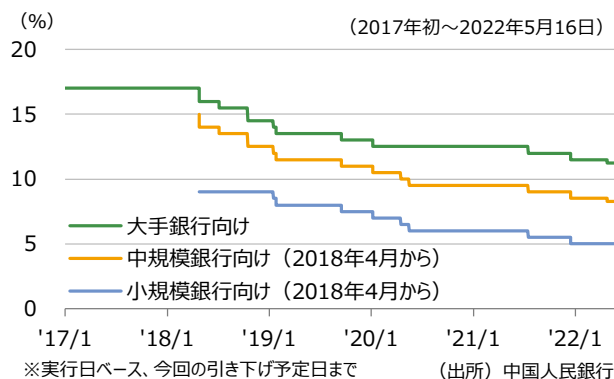
人民元安の主因は米ドル高

4月下旬に人民元が対米ドルで急速に減価。米中長期金利の逆転や景気下振れ懸念も影響したもの、一番の要因は米ドル高。証券投資のフローをみても、債券市場からの外国人投資家の月次の流出規模は、貿易黒字の半分に届かず、貿易黒字でカバーされている状況。株式市場からの資金流出も一服し、人民元安の圧力が大きい状況ではないと考える。

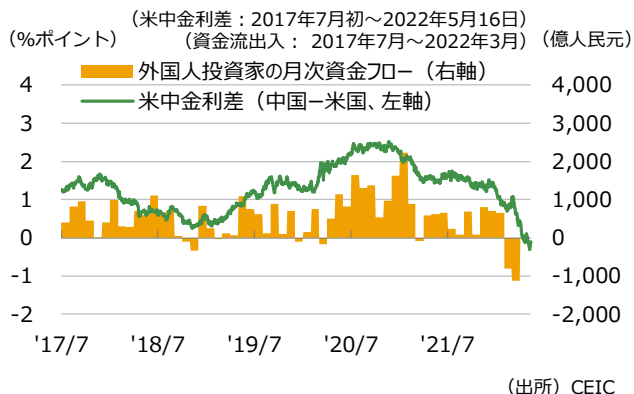
現時点で当局は人民元安を懸念視せず

2-3月にかけてリスク回避の流れの中で人民元が対米ドルで横ばいに推移したため、実効レートが急騰し、人民元の割高感が際立った。かかる状況下、輸出への打撃を懸念し、当局が人民元安を誘導した模様。足元では急速な人民元安が進んだが、当局が人民元安を懸念視していないことから、資金逃避の可能性は低いと考えられよう。

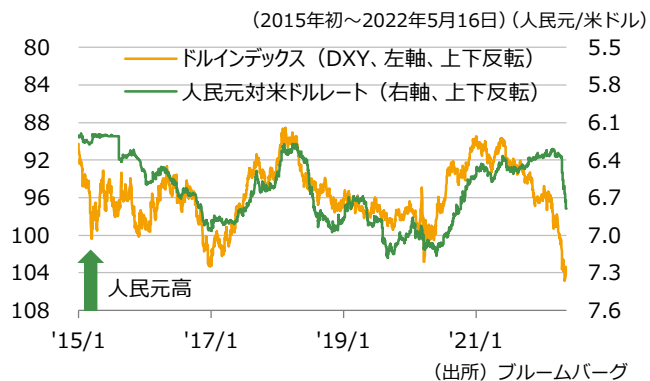
平均預金準備率の推移



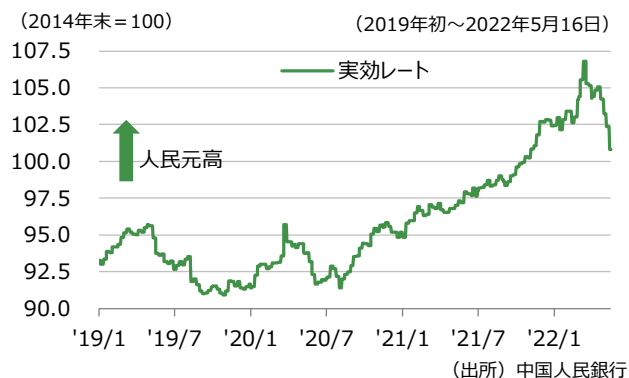
米中金利差および外国人投資家の資金流入



人民元レートと米ドルインデックスの推移



人民元の実効レートの推移





経済

おおむねゼロ%前後の低成長が継続

足元の経済活動が従前の想定より好調なことを受け、今年の実質GDP成長率予想を+0.2%から+0.5%に引き上げた。もっとも、潜在成長を大きく下回り、おおむねゼロ%前後での低成長が続くとの大枠は変わっておらず、経済の見通しは相対的に「弱気」を維持する。また、インフレを抑制するための高金利政策が景気回復の足かせとなるため、来年の成長率予想を+1.9%から+1.0%に引き下げた。

商品価格上昇の恩恵

今年の貿易黒字は過去最高ペースで推移。ブラジル地理統計院は、最大の輸出品目である大豆の収穫量が、今年は天候不順で前年比12.2%減になると予想しており、足元では輸出数量の失速も確認される。しかし、価格上昇が数量減を相殺するかたちで、大豆の輸出額は高水準を維持。また原油輸出額は、産油量拡大と価格上昇の両面から貿易収支の改善に寄与しており、今後もこの傾向が続くと想定される。

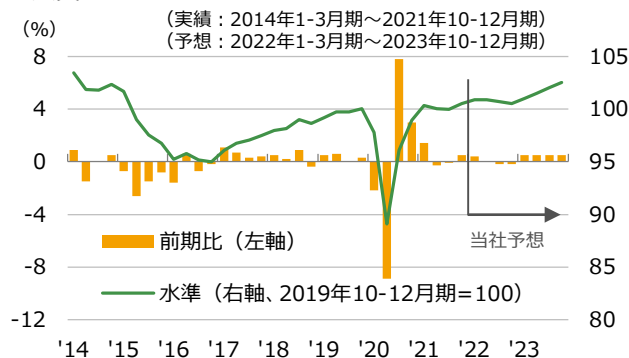
需給の不均衡が目立つ

足元の経済活動は一進一退の様相だが、その中で個人消費は相対的に好調な一方、鉱工業生産の低迷が目立つ。低所得者向け現金給付の拡充や労働市場の回復、行動制限の緩和により、需要は強いものの、それに応えるだけの供給能力が乏しい状況だと言える。今後は、高金利政策による需要の押し下げ効果が表れる一方、サプライチェーンの混乱が段階的に緩和することで、需給が均衡に向かうと見込まれる。

インフレ率は5月から鈍化傾向へ

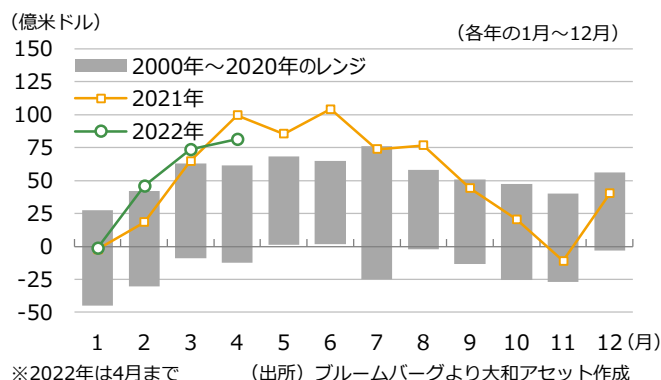
インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、3月の+11.3%から4月の+12.1%へ一段と加速。幅広い品目が上昇する中、電気料金がダムの貯水率回復による追徴金の撤廃で前月比▲6.3%となったのは明るい材料であり、今後の更なる下落と波及効果が期待される。先行きの不確実性は依然として高いが、政府による様々なインフレ対策も合わせ、インフレ率のピークは4月となる公算が大きい。

実質GDP

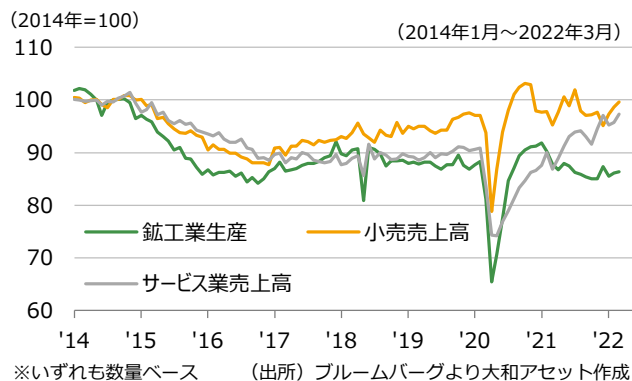


(出所) ブルームバーグ、大和アセット

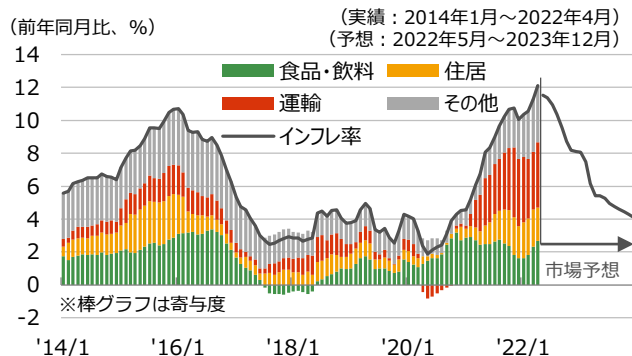
貿易収支



鉱工業生産と個人消費



インフレ率と項目別寄与度





債券・金利

次回6月会合で利上げサイクルは終了か

昨年3月から計10.75%ポイントの利上げで、政策金利は12.75%に達し、インフレ率を上回っている。足元の金融市場の不安定化やインフレ見通しの不確実性を考慮し、次回6月会合で0.5%ポイントの利上げを決定したところで、今回の利上げサイクルは終了すると予想。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。

利上げの効果はこれから顕在化する公算

利上げの影響が実体経済に波及するまでにはタイムラグがあり、これまでの急速な利上げの効果はこれから顕在化する可能性が高い。ブラジル中銀も5月金融政策決定会合の議事要旨でその点を指摘した。インフレ率の更なる加速が見られなければ、6月会合で利上げを打ち止めし、政策効果を見極めるために、政策金利を据え置くことは理にかなうだろう。

為替

ブラジル株式市場への資金流入が一服

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増価した。しかし、足元では資金フローが流出超過に転じており、また、ブラジル最大の貿易相手国である中国の景気減速懸念や人民元安、更には米ドル高の影響も重なり、レアルは調整している。ただし、中銀による為替介入や貿易収支の改善が一時的なレアル安を食い止める働きをしている。

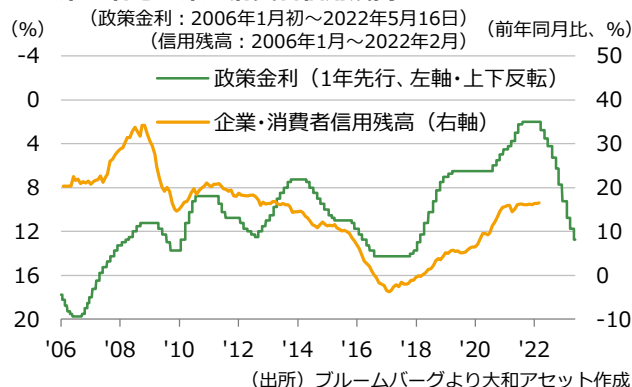
レアルの見通しを「中立」に変更

昨年12月からレアルの見通しを「やや強気」としていたが、①ブラジル株式市場への資金流入のトレンドが反転したこと、②今年10月の大統領選挙に向けて劣勢のボルソナロ大統領の追い上げが不確実性の高まりにつながることを、理由に見通しを「中立」に引き下げた。また、人民元安を受けて、今年末と来年末の予想値をレアル安方向に修正した。

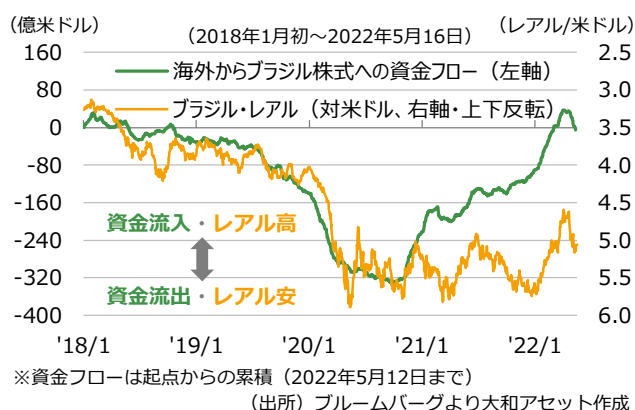
政策金利と10年国債利回り



政策金利と企業・消費者信用残高



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・レアルの対円・対米ドルレート





経済

新興国経済に下方修正圧力がかかる

今年に入ってから、新興国全般に成長見通しの下方修正圧力がかかっている。ウクライナ情勢等によるインフレ懸念、中国上海市のロックダウンなどが影響。昨年10月のIMFの世界経済見通し（WEO）に比べて、IMFはメキシコや東欧、中国などを大幅に下方修正。一方、ASEANやブラジルの下方修正幅は限定的。投資対象国の選別では、下方修正幅が小さい国が選好されよう。

5月以降悪化する可能性を警戒したい

新興国の製造業PMIは、先進国ほど好調ではないものの、足元では中国を除いて、概ね節目の50を上回って推移。但し、今後は資源価格の高止まり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や、アジアを中心に中国上海市のロックダウンによるサプライチェーンの混乱、資材不足などの短期的な要因が影響する可能性が高く、企業マインドの冷え込みに注意する必要がある。

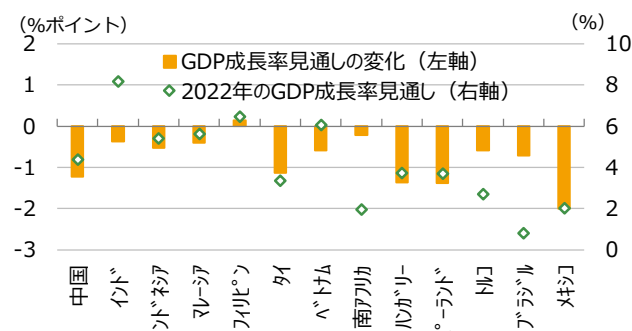
食品価格の高騰がインフレ懸念を強める

原油価格の高止まりと、中国上海市のロックダウンによる物流の滞りがインフレ懸念の主因であるが、足元は新たに食品価格の急騰が悪材料として浮上。インドネシアのパーム油の輸出禁止や、インドの小麦の輸出禁止等に加えて、3月以降は南米、南アジア等でのエルニーニョの影響も懸念される。新興国にとって食品価格上昇の物価への影響は大きく、予想以上の金融引き締めを招く可能性が大きい。

コアインフレの上昇基調も強まる

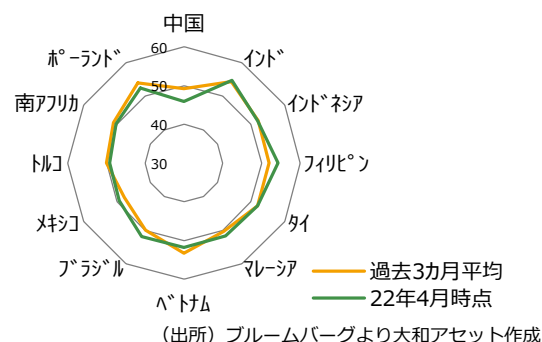
新興国でのインフレへの懸念を強めるもう一つの要因は、コアCPI伸び率の加速である。エネルギー価格上昇の2次的な波及効果が強まっていると考えられ、南米、東欧を中心に、高止まりのコアCPIに一段の上昇圧力がかかっている。これらの地域では、昨年からの利上げを実施した国が多いため、より積極的な利上げ姿勢や、利上げサイクルの長期化を迫られる可能性がある。

IMFの新興国実質GDP成長率の予測



※GDP成長率見通しの変化は、「2021年10月WEO」と比較した「2022年4月WEO」での見通しの変化
(出所) IMFより大和アセット作成

新興国の製造業PMI



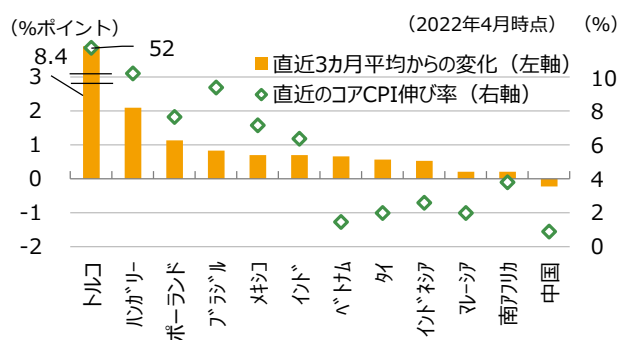
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

世界の食品価格の状況



(出所) FAO (国連食糧農業機関)

新興国のコアCPIの前年同月比伸び率の変化



※マレーシアと南アフリカは3月時点
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

新興国株式市場の堅調さが崩れる

4月まで概ね堅調に推移した新興国株式市場は、中国の景気下振れや、インフレ圧力の一段の高まりが懸念され、米株安につれて売り優勢となった。特に、今まで相対的に堅調に推移したベトナムやブラジル、商品価格上昇の恩恵を受ける資源国などでも、利益確定とみられる売りが目立った。通貨安への懸念が強まったこともセンチメントを冷やした。

バリュエーションの調整は一服が近い

米ドルと新興国株のバリュエーションは、ある程度の負の連動性がみられ、米ドル高進行時に新興国株式のバリュエーションは切り下がりやすい。当面は米金利の動向などに振られやすいが、米ドルインデックスの一段の上昇余地が限られてきたことで、バリュエーションの大幅低下も一服が近く、株価の下支え要因になる可能性がある。

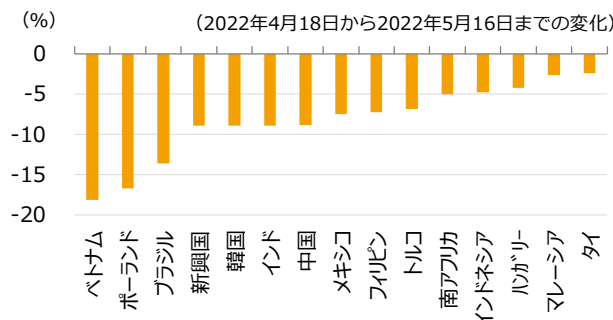
個別国のバリュエーションも魅力的

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、殆どの主要新興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。リスク回避の流れの中でも相対的に下落幅が小さかったこともあり、ASEANの株式市場は引き続き注目されよう。

バリュー株優位が続こう

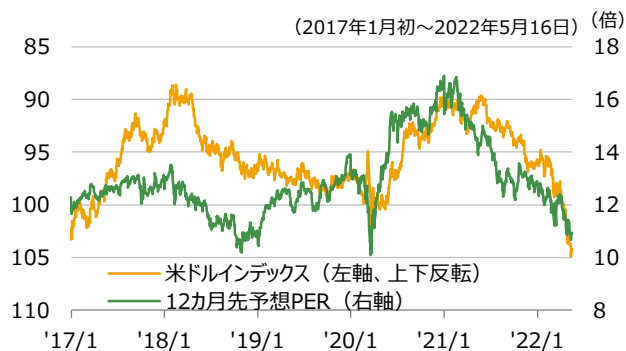
直近では、資源国の売りも見られたが、リスク回避の流れが一服すれば、依然として、資源・銀行などのバリュー株が選好されやすいと見込む。その際は、バリュー株の比率の高いブラジル、インドネシア、マレーシア等が恩恵を受けやすい。その中でも、ASEANは経済成長率が相対的に高いことや、資源のほか、電気製品の輸出加速の期待により、引き続き選好されやすいと見込む。

新興国株式市場の直近1カ月の変化



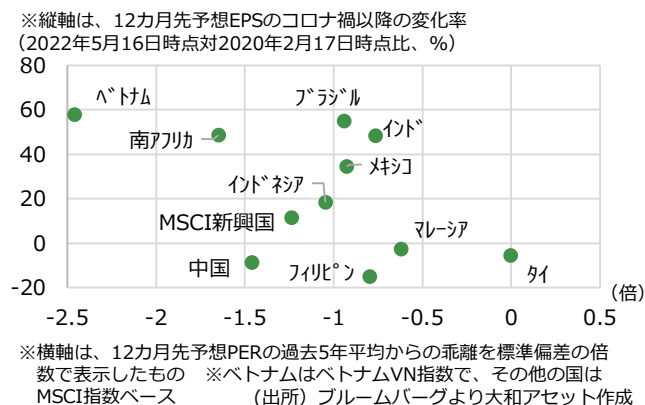
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の国はMSCI指数ベース
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドルインデックスと新興国株のバリュエーション

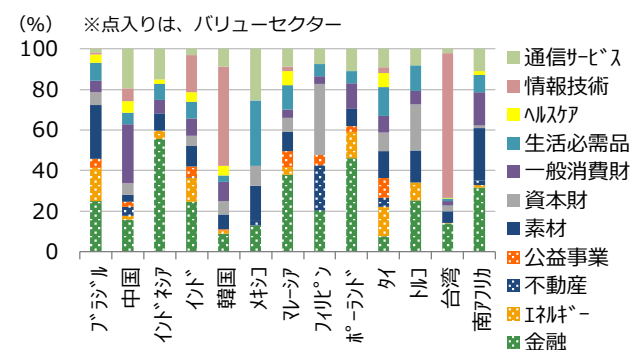


※PERはMSCI新興国指数ベース
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の12カ月先EPSおよびPER



MSCI指数からみた各国のバリューセクターの比率



※2022年2月時点 (出所) MSCIより大和アセット作成



債券・金利

新興国債券市場では逆風が強まる局面

米国の長期金利の一段の上昇を受け、新興国の現地通貨建て債券市場では、東欧やラテンアメリカを中心に金利上昇。食品価格の上昇やサプライチェーンの混乱などを受け、インフレ懸念が今まで以上に強まっていることや、通貨安懸念が売りに拍車をかけた。当面、インフレ懸念に対応するために、新興国での利上げサイクルの長期化も懸念され、逆風が強まる状況にある。

インフレ耐性による選別

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水準にあり、インフレ懸念は強い。インドやマレーシアが予想外の利上げに踏み出す等、今後より積極的な利上げ姿勢を強める国が増えよう。相対的にインフレ圧力の限定的な国が選好される状況が続くと予想。

リート（アジア先進国含む）

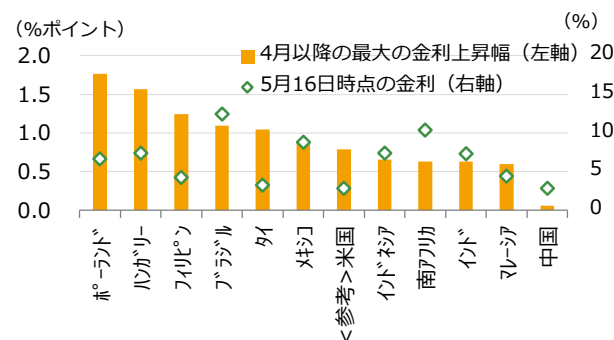
相対的に堅調推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、4月半ばから5月半ばにかけて軟調推移。ただ中央銀行が金融引き締めに動いている米国などと比べると相対的に下落は緩やか。しかしながらオーストラリアは中央銀行が利上げを実施したこともあり、下落幅が大きくなっている。シンガポールやオーストラリアでは経済正常化が進展。今後は観光や留学などの回復が期待される。

相対的に魅力的なバリュエーション

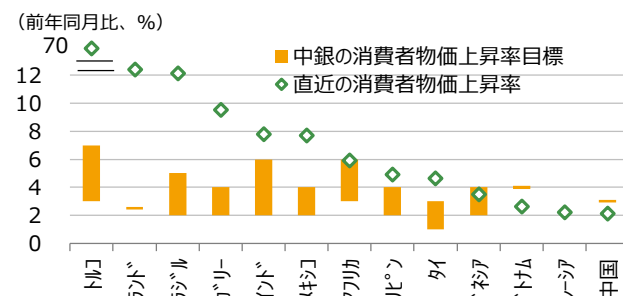
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は、米国の金利につられる形で、先進国を中心に上昇傾向。それでも予想配当利回りと長期金利の利回り差は、米国などと比較すると大きく、当地域のバリュエーションは相対的に割安。経済正常化の進展とともに業績が改善していくか注目。

4月以降の米金利上昇局面での新興国国債利回りの変化



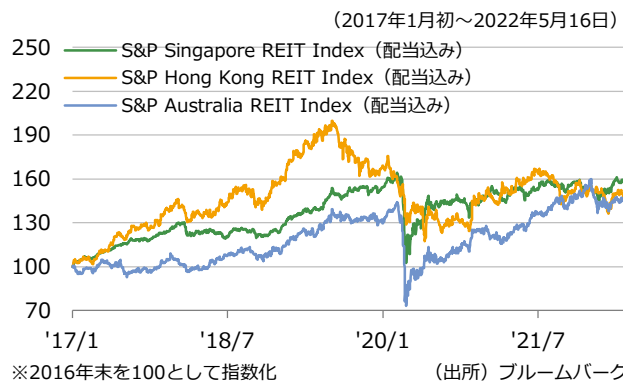
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の直近のインフレ動向

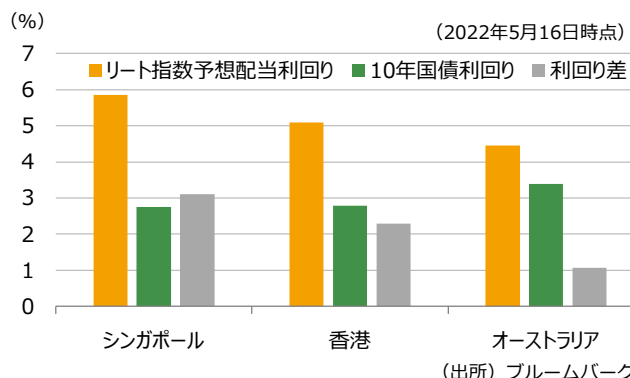


※マレーシアと南アフリカは3月時点で、その他は4月時点（出所）ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

リスク回避を受け、新興国通貨は下落

直近1カ月間は、米株安や中国の景気下振れ懸念などを受け、リスク回避の流れが強まり、資源国通貨を含めて新興国通貨は大きく調整。インド等一部の国では通貨防衛の介入に動き出した。リスク回避の動きが沈静化すれば、依然として貿易収支の改善がみられる資源国や、積極的な利上げを行っているブラジル、メキシコ、南アフリカ等の通貨が選好されよう。

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

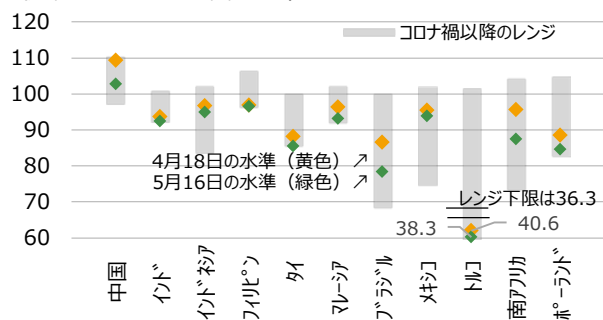
コモディティ価格が高止まりする中、資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化が進もう。資源国のブラジルや南アフリカ、インドネシア、マレーシアの貿易収支が黒字を確保する一方で、資源輸入国のインド、トルコなどにおいて大規模な貿易赤字が続く可能性が高い。当面は貿易収支の変化、観光業の回復状況などにより通貨の選別が続こう。

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一部の国は年後半から利上げすると予想され、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カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)

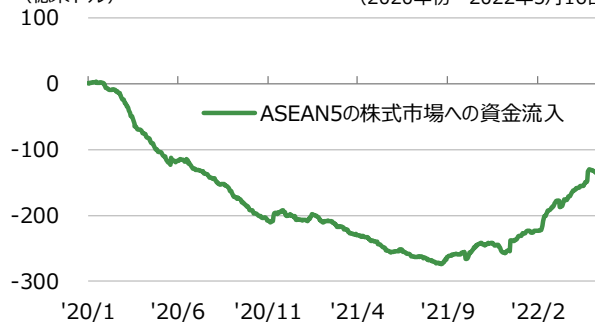


(出所) ブルームバークより大和アセット作成

ASEAN5の株式市場への海外マネーの流入

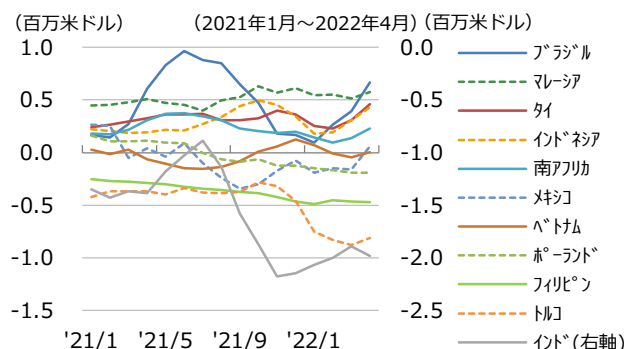
(億米ドル)

(2020年初～2022年5月16日)



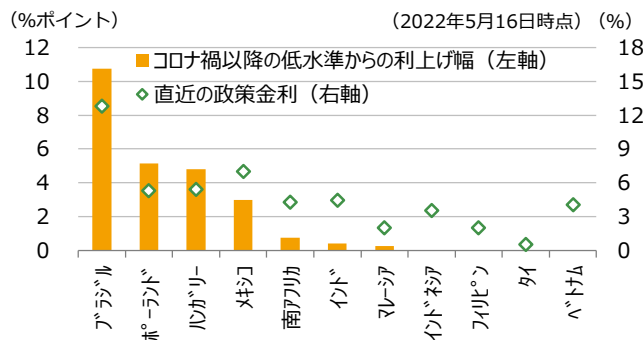
※累積ベース ※ASEAN5とは、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、ベトナム (出所) ブルームバークより大和アセット作成

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3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) ブルームバーク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

EIAはロシアの産油量予想を4月時点から大幅に下方修正した。それにより、EIAによるOECD加盟国の原油在庫予想も引き下げられた。各種報道や他の国際機関の情報に基づけば、EIAによるロシアの産油量予想には一段の下振れ余地があるとみられる。逆にロシアの産油量がEIAの予想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。引き続きロシアの産油量の行方に要注目。

OPECプラスの増産は停滞

OPECプラス産油量は、協調減産で決められた生産枠の引き上げに比べて伸び悩んでいる。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。

想定以上の景気減速には要注意だが

現在の金融引き締めは、バブル抑制ではなく、インフレ抑制のために行われている。そのため、金融引き締めで景気の減速感が強まり（原油需要が減少し）、原油価格に下押し圧力が加わると、インフレ懸念が和らぐことで金融引き締め姿勢も幾分緩和されよう。そうすると、原油安圧力も弱まることになる。来年にかけては原油価格の軟調な推移を想定するが、供給不安が残る中では下落幅も限られよう。

原油価格と原油在庫

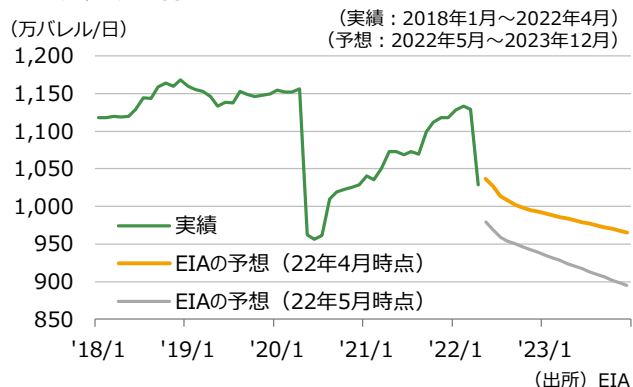


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

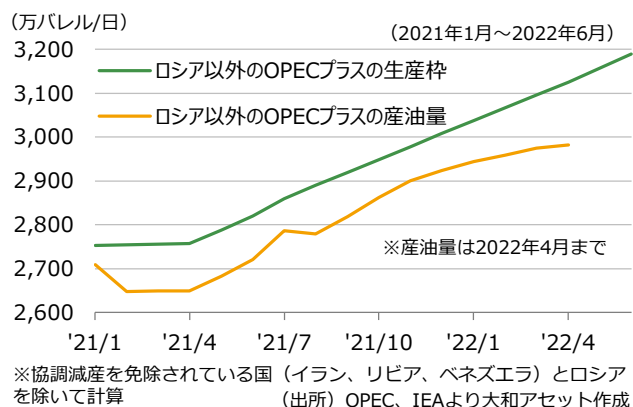
※原油在庫の2022年5月以降はEIAの予想

(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

ロシアの産油量



OPECプラスの協調減産



米国のISM製造業景況感指数と原油価格





金

実質金利の上昇を追いかけるように下落

ウクライナ危機に沈静化の兆しが見えない一方、米国の実質金利は上昇傾向が続いており、それを追いかけるように足元では金価格が下落。向こう1年程度を見通せば、実質金利の更なる上昇が見込まれる中、ウクライナ危機やインフレ懸念を材料に金ETFなどに流入していた資金が流出することで、金価格には下押し圧力がかかりやすくなろう。金価格の今後1年程度の見通しは「やや弱気」を維持する。

投機筋は金の買いポジションを縮小

2021年以降、金価格の短期的な上下動は、投機筋（非商業部門）による金先物の売買動向で説明がついている。ロシアがウクライナへの軍事侵攻を2月24日に開始し、3月上旬にかけて投機筋は金先物のネット買いポジションを膨らませたが、そこがポジションと金価格のピークだった。足の速い投機筋は金の買いポジションを急速に縮小させており、それに沿うように金価格も軟調な推移となっている。

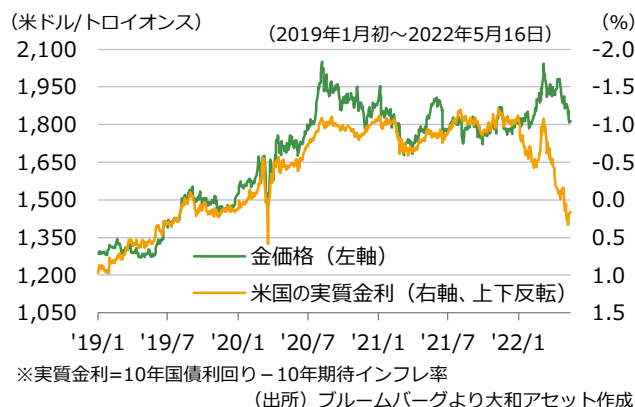
金ETFへの資金フローも流出超過に

ウクライナ情勢の緊迫化やインフレ懸念などを材料に、金ETFへの資金流入が続いていたが、足元では流出超過に転じている。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ようだ。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ETFからの更なる資金流出の可能性に注意したい。

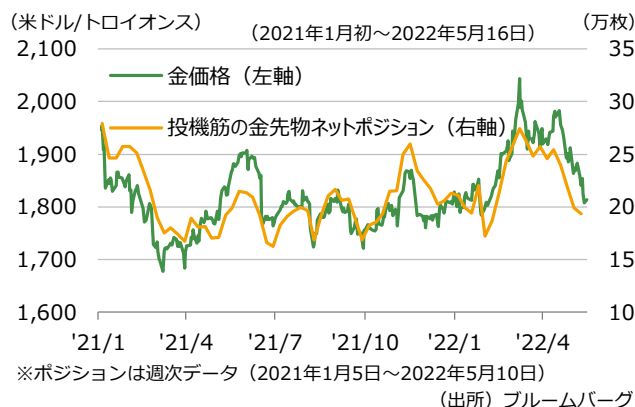
過去の高インフレ時とは少し違う

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たが、金価格はかつてのような上昇を見せなかった。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。

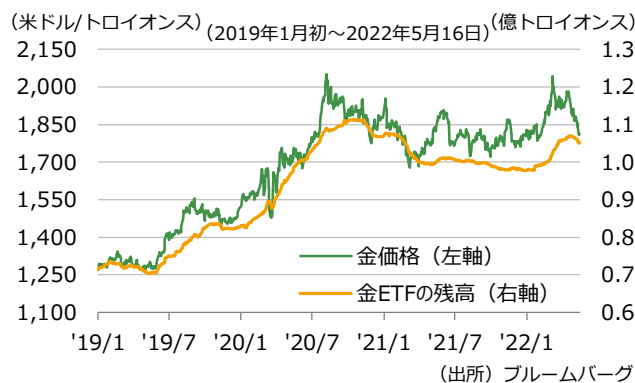
金価格と米実質金利



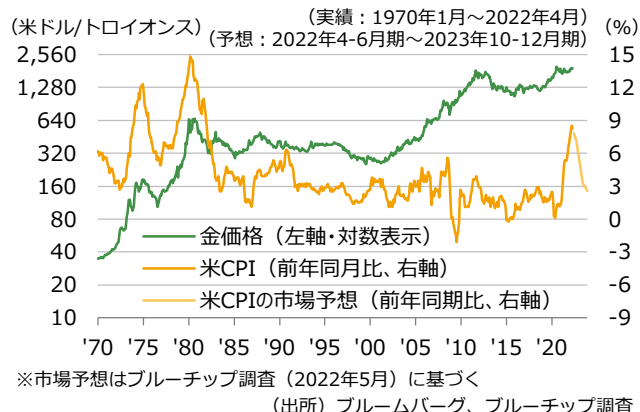
金価格と投機筋の金先物ネットポジション



金価格と金ETFの残高



金価格と米国の消費者物価指数



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、停戦への道は見通せず、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。また中国のロックダウンなど、コロナによる供給制約の強まりも、依然大きなリスク。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円安・他通貨高に作用する一方、景気腰折れ懸念が高まるとリスクオフにより円高・他通貨安が進む可能性も。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。
新型コロナウィ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上振れ、株価は上昇、金利は景気上振れによる上昇をインフレ後退による低下が相殺する可能性がある。逆にコロナが深刻化すれば、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。ウィ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	半導体不足が自動車生産など様々な分野に影響を与えており、それ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一旦ピークを過ぎたが、足元のロックダウンで再び悪化している恐れがあり、本格的な回復は早くて年後半以降とみられる。新興国では、自動車の主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因にもなる。
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、停戦が見通せず、紛争長期化リスクが高まっている。仮に停戦で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、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も考えられる。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とれば、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、米中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、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。

※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		5/16	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	1.00%	0.50	0.75	-1.50
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%	0.00	0.75	-0.75
豪州	キャッシュ・レート	0.35%	0.25	0.25	-1.15
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	12.75%	1.00	9.25	6.25
英国	バンク・レート	1.00%	0.25	0.90	0.25
インド	レポ金利	4.40%	0.40	0.40	-1.60
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	7.00%	0.50	3.00	-1.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	14.00%	-3.00	9.00	6.25
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		5/16	1カ月	1年	3年
米国		2.88%	0.05	1.25	0.49
ドイツ		0.94%	0.10	1.07	1.03
日本		0.25%	0.01	0.16	0.31
カナダ		2.92%	0.16	1.36	1.24
豪州		3.38%	0.41	1.59	1.74
中国		2.82%	0.03	-0.31	-0.45
ブラジル		12.49%	0.23	2.68	3.26
英国		1.73%	-0.16	0.87	0.66
インド		7.32%	0.10	1.33	-0.06
インドネシア		7.38%	0.45	0.95	-0.62
メキシコ		8.83%	-0.02	1.96	0.77
ロシア		10.46%	-0.15	3.21	2.25
トルコ		23.24%	0.66	5.77	5.16

		直近値	期間別変化率		
株価指数		5/16	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	32,223	-6.5%	-6.3%	24.6%
	S&P500	4,008	-8.8%	-4.0%	39.3%
ユーロ圏	STOXX 50	3,685	-4.2%	-8.3%	7.2%
日本	日経平均株価	26,547	-2.0%	-5.5%	26.0%
	TOPIX	1,863	-1.7%	-1.1%	21.2%
中国	MSCI中国	64.79	-9.0%	-37.6%	-19.3%
インド	MSCIインド	1,850	-10.1%	8.8%	44.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,965	-4.3%	13.7%	6.4%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,172	-19.7%	-7.5%	20.1%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		5/16	1カ月	1年	3年
米ドル		129.16	2.1%	18.1%	17.6%
ユーロ		134.80	-1.4%	1.5%	9.8%
カナダ・ドル		100.56	0.2%	11.3%	23.2%
豪ドル		90.02	-3.7%	5.8%	18.9%
人民元		19.00	-4.1%	11.9%	19.8%
ブラジル・リアル		25.52	-5.2%	23.1%	-6.0%
英ポンド		159.12	-3.7%	3.3%	13.2%
インド・ルピー		1.66	0.5%	11.4%	5.9%
インドネシア・ルピア		0.88	-0.1%	14.1%	15.7%
フィリピン・ペソ		2.46	2.6%	7.6%	18.1%
ベトナム・ドン		0.56	1.3%	17.9%	18.7%
メキシコ・ペソ		6.45	1.7%	17.2%	12.3%
ロシア・ルーブル		2.01	31.5%	35.9%	18.2%
トルコ・リラ		8.31	-3.9%	-35.8%	-54.2%

		直近値	期間別変化率		
リート		5/16	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	22,481	-12.1%	4.8%	18.7%
日本	東証REIT指数	1,969	-1.2%	-2.0%	2.8%

		直近値	期間別変化率		
商品		5/16	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	114.20	6.8%	74.7%	81.6%
金	COMEX金先物価格	1,814	-8.0%	-1.3%	41.0%

※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）、

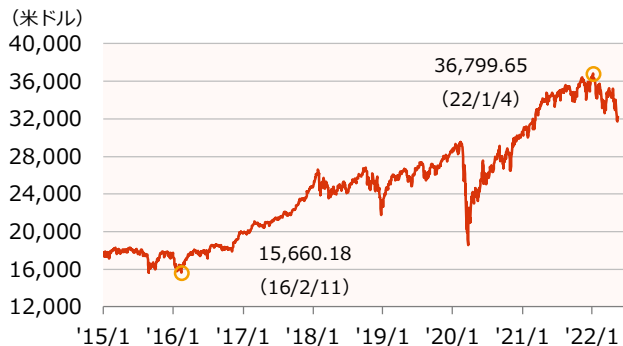
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



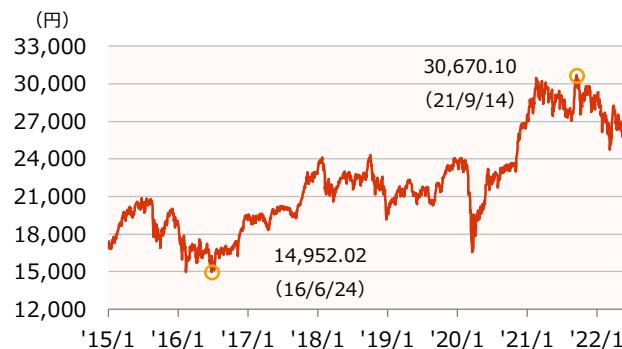
S&P500



STOXX 50



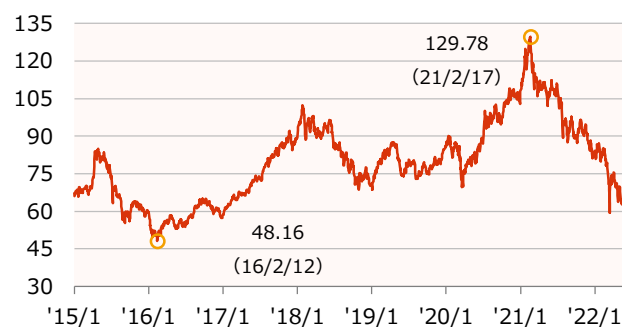
日経平均株価



TOPIX



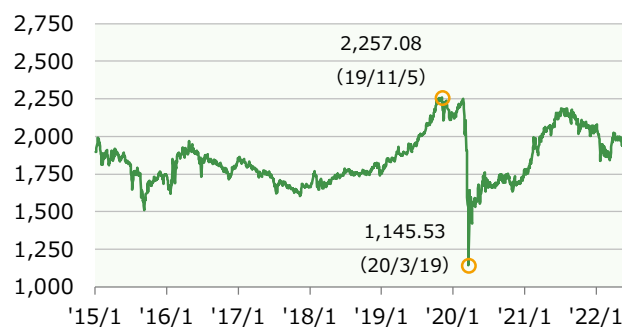
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



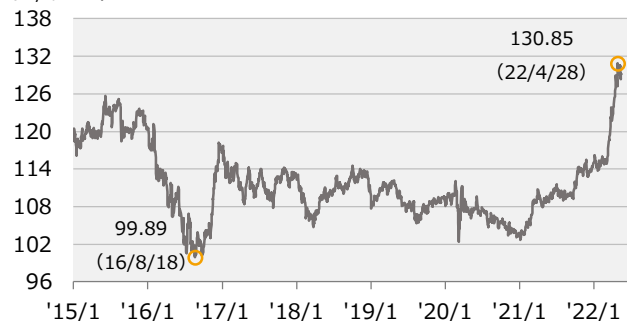
※グラフの期間は2015年1月初～2022年5月16日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

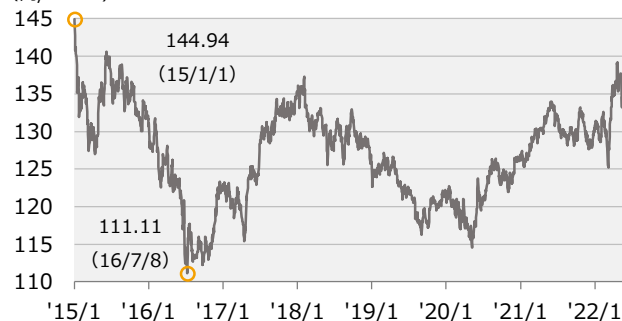
米ドル

(円/米ドル)



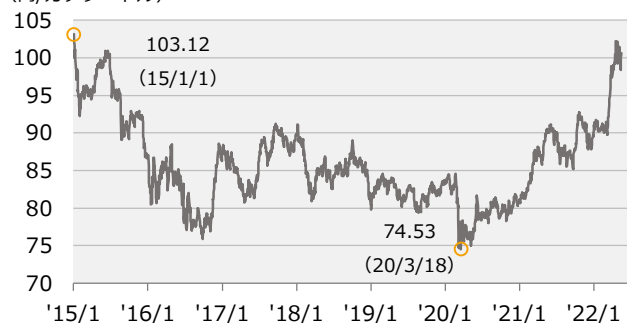
ユーロ

(円/ユーロ)



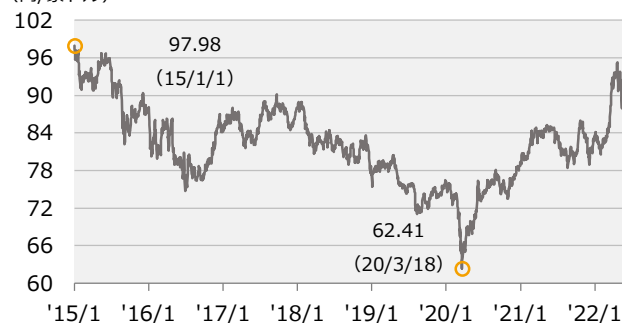
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



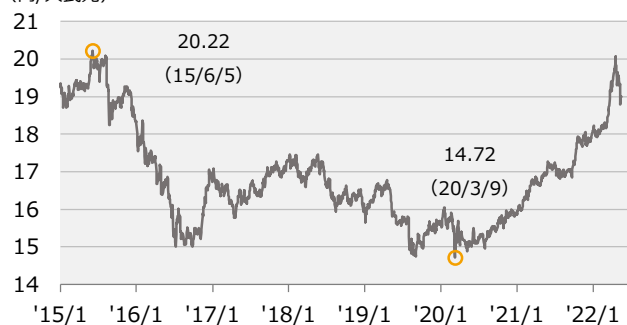
豪ドル

(円/豪ドル)



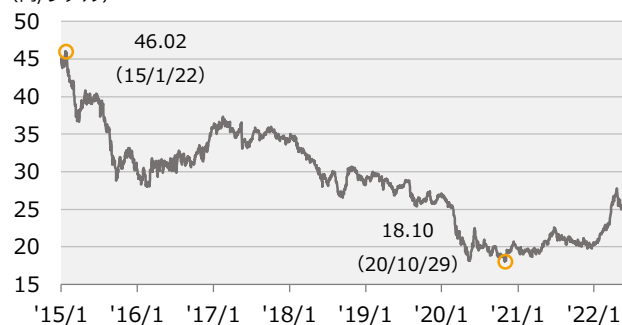
中国人民元

(円/人民元)



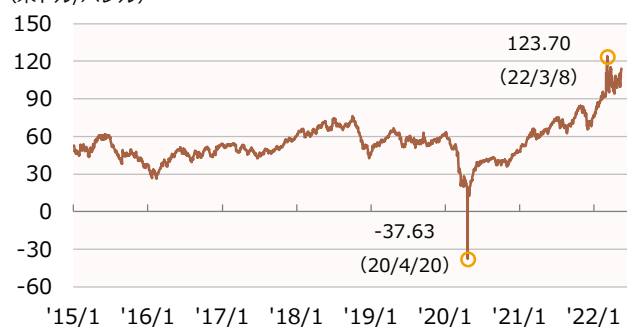
ブラジル・レアル

(円/レアル)



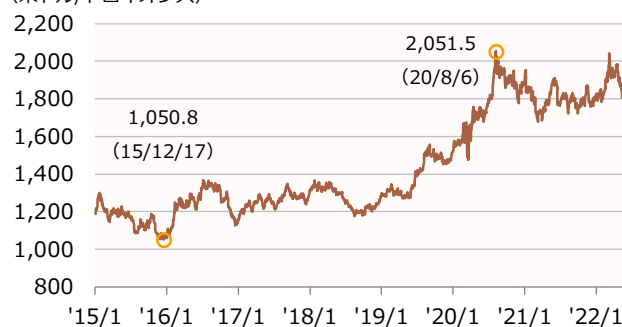
WTI原油先物価格

(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5月16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	2.50~2.75%	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、7月FOMCは0.5%ポイントの利上げ。2023年は計1回の利上げを想定 2022年6月からバランスシートの縮小を開始	- 資産買入れを縮小し2022年7月までに買入れを終了 2022年7月以降、年内に0.25%ポイントの利上げを3回実施と想定 - 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	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） ●上海協力機構サミット（15-16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）	●米一般教書演説（月内） ●ECB理事会（月内） ●FOMC（31日-2月1日）	●カナダ金融政策決定会合（月内） ●中華圏旧正月（22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	●雨宮日銀副総裁任期（19日） ●若田部日銀副総裁任期（19日） ●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） ●日銀金融政策決定会合（月内）		●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）
	5月		●FOMC（月内）	●RBA理事会（2日） ●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、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5月16日）

（発行日：2022年5月20日）