

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

9

SEP. 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

不足経済と金融相場

- I 過去1カ月、世界的に株式市場が堅調に推移した。景況感が悪化する中での株高は、①「不足経済」であるがゆえに景気の落ち込みは浅いと考えられること、②市場は「ありふれた」景気悪化を相応に織り込んだこと、③市場の視線は景気悪化の先にある、利下げを期待した金融相場にあること、がその理由。
- I リスクはインフレの高止まりで市場が期待する利下げが実現しないことにある。もっとも、それが確認できるのは来年以降で、当面は金融相場的な環境が続くと見込む。



米国

経 … 中立金利を大幅に上回る利上げにより、GDP成長率は潜在成長率を下回る見通し。

株 … インフレピークアウト期待の高まりはポジティブな一方、利下げ開始時期には不確実性。

債 … FRBはインフレ退治最優先にシフト。年内に3.5%まで利上げし、来年も利上げを継続。

リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。

為 … インフレ期待と利上げ観測の高まりによる金利上昇と米ドル高圧力は後退しつつある。



ユーロ圏

経 … ロシアからのエネルギー供給などが減少し、供給制約と物価上昇が経済成長を抑制へ。

株 … 天然ガス貯蔵率の高まりによる株価反発余地がある一方、景気の不確実性は高い。

債 … ECBは7月に利上げ開始。年内あと3回の会合で主要政策金利を1.25%まで引き上げ。

為 … エネルギーなどの供給制約（不足）とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。



日本

経 … 新型コロナ感染拡大ピークアウトし経済活動再開や自動車の挽回生産による回復期待。

株 … 株価上昇は進展したものの、円安や緩和的な金融政策が株価をサポートへ。

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 … 金融政策修正の思惑はくすぶり続けるが、当面は緩和的な金融環境の下、緩やかに上昇。

為 … 世界的な景気減速懸念やインフレ期待低下によるリスクオフや金利低下が円高要因に。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 積極的な利上げの効果が表れ始め、実質GDP成長率は徐々に減速へ。
- 債 … インフレ抑制に向けて中立金利を上回る3.5%への利上げを想定。長期金利は高止まり。
- 為 … カナダ銀行の積極的な金融引き締めはカナダ・ドル高要因だが、景気減速懸念に要注意。



豪州

- 経 … 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファに。
- 債 … 当面の連続利上げにより、政策金利は年内に3.35%へ。長期金利は高止まりを想定。
- 為 … 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 … 年後半の景気回復は緩やかなペースに留まり、今年は4%未満の低成長へ。
- 株 … 景気回復のペースは鈍いも、金融緩和を受け上下に振れながらレンジを切り上げると予想。
- 債 … 追加金融緩和と海外中銀利上げの板挟みの中、レンジ推移を予想。
- 為 … 米中長期金利の逆転や割高感などが逆風も、経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。



ブラジル

- 経 … 積極的な財政政策が目先の景気を下支え。来年にかけては高金利政策の継続が重荷に。
- 債 … 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇にも期待。
- 為 … 世界経済の減速懸念などは重荷だが、実質政策金利の上昇が下支え要因に。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

景況感悪化の中での株高

過去1カ月、世界的に株式市場が堅調に推移した。ただ、この間に景気見通しが改善したわけではなく、むしろ悪化したと言える。例えばIMFは世界経済見通しで、世界経済の成長率を前回4月対比で、2022、23年ともに下方修正し、「陰り見え、不透明感増す」と指摘。米国では1-3月期に続き4-6月期もマイナス成長となり、定義上の景気後退期に陥った。

不足経済ゆえに景気の落ち込みは浅い

景気サイクルでいえば、景気・企業業績の悪化を見越した逆業績相場が起こりうる。ただ、景気の落ち込みは浅いと想定している。なぜなら「不足経済」にあるからだ。通常の景気サイクルでは何らかの過剰なものが積み上がり、それが調整される局面で景気が悪化する。足元はその逆で、ヒトやモノ不足であるため賃金・物価が上昇している。つまり需要減退で需給が一致すれば、それで調整完了となる。

金融市場

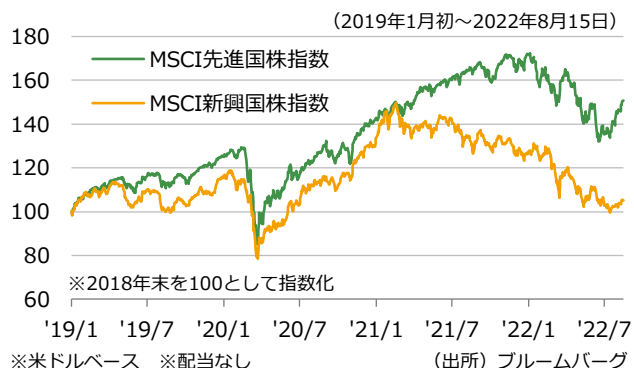
市場の視線は逆業績相場の先の金融相場

そうしたことから、「●●ショック」といった名前がつくような景気後退は想定し難く、当社は「ありふれた」景気悪化を想定している。そうであれば年初来の株価の下落（高値から▲20%程度）で、市場はそれを相応に織り込んだと考えられる。むしろ市場の視線は景気悪化（逆業績相場）の先にある、利下げを期待した金融相場にあると考えられる。

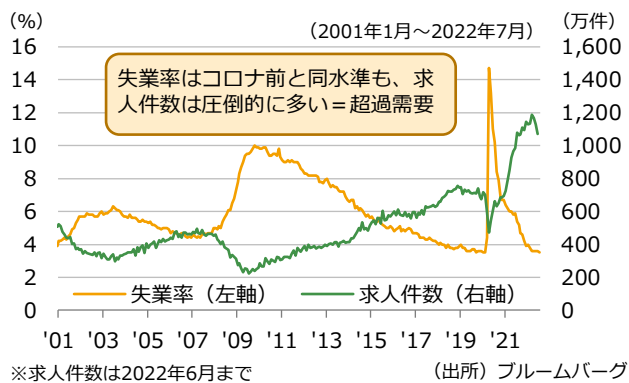
リスクはインフレの高止まり

今回、各国で中立金利水準を超える引き締めが行われることから、インフレ退治後には少なくとも中立金利までの利下げが見込まれる。足元で商品市況が下落するなどインフレのピークアウトも見られ、利下げ期待を後押ししている。裏返せば、リスクはインフレの高止まりで市場が期待する利下げが実現しないこと。もっとも、それが確認できるのは来年以降で、当面は金融相場的な環境が続くと見込む。

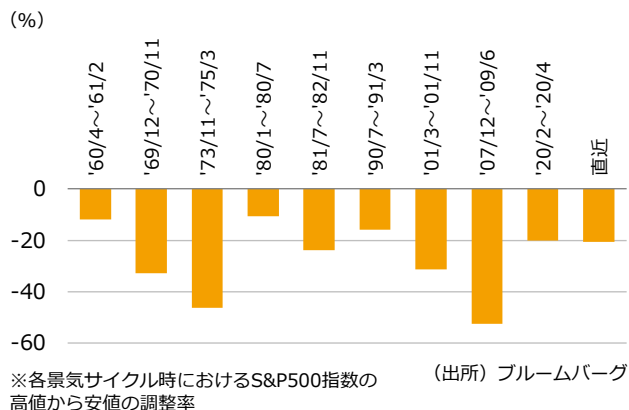
世界株式



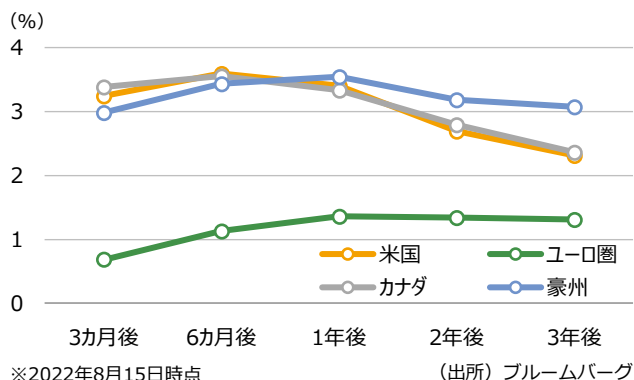
米国の失業率と求人件数



米国の景気後退局面での株価の調整率



市場による政策金利の見通し



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

… 見通し変更前

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				中立金利を大幅に上回る利上げにより、GDP成長率は潜在成長率を下回る見通し。 ロシアからのエネルギー供給などが減少し、供給制約と物価上昇が経済成長を抑制へ。 新型コロナ感染拡大ピークアウトし経済活動再開や自動車の挽回生産による回復期待。 積極的な利上げの効果が表れ始め、実質GDP成長率は徐々に減速へ。 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファに。 年後半の景気回復は緩やかなペースに留まり、今年は4%未満の低成長へ。 積極的な財政政策が目先の景気を下支え。来年にかけては高金利政策の継続が重荷に。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				インフレピークアウト期待の高まりはポジティブな一方、利下げ開始時期には不確実性。 天然ガス貯蔵率の高まりによる株価反発余地がある一方、景気の不確実性は高い。 株価上昇は進展したものの、円安や緩和的な金融政策が株価をサポートへ。 景気回復のペースは鈍いも、金融緩和を受け上下に振れながらレンジを切り上げると予想。 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。 景気回復は顕著であるが、高インフレによる利上げを受け、目先は慎重な姿勢が必要。 海外センチメントに振られやすいが、割安感が強く、堅調な景気が株価上昇を牽引しよう。
	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はインフレ退治最優先にシフト。年内に3.5%まで利上げし、来年も利上げを継続。 ECBは7月に利上げ開始。年内あと3回の会合で主要政策金利を1.25%まで引き上げ。 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。 インフレ抑制に向けて中立金利を上回る3.5%への利上げを想定。長期金利は高止まり。 当面の連続利上げにより、政策金利は年内に3.35%へ。長期金利は高止まりを想定。 追加金融緩和と海外中銀利上げの板挟みの中、レンジ推移を予想。 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇にも期待。 BOEは年内に2.5%まで利上げ。景気悪化懸念で長期金利は2%前後のレンジ推移。 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 過去数カ月で金利は大幅に低下し、リスクの高さを考慮すれば投資妙味は乏しくなった。
	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。 金融政策修正の思惑はくすぶり続けるが、当面は緩和的な金融環境の下、緩やかに上昇。
	日本				

商品	原油				世界的な金融引き締めによる需要減退に要警戒だが、供給不安は残り、荒れ値動きに。 インフレ懸念と金融引き締めの闘いは後者に重配。買いポジション解消の動きに要注意。
	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				インフレ期待と利上げ観測の高まりによる金利上昇と米ドル高圧力は後退しつつある。 エネルギーなどの供給制約（不足）とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。 世界的な景気減速懸念やインフレ期待低下によるリスクオフや金利低下が円高要因に。 カナダ銀行の積極的な金融引き締めはカナダ・ドル高要因だが、景気減速懸念に要注意。 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や割高感等が逆風も、経常黒字を支えにレンジ推移を予想。 世界経済の減速懸念などは重荷だが、実質政策金利の上昇が下支え要因に。 追加利上げ観測がポンド高要因の一方、インフレによる景気悪化懸念がポンド安要因に。 資源高が貿易収支を悪化させるも、中銀の通貨安措置を受け、緩やかなルピー安へ。 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。 米国に歩調を合わせた金融政策により、対米ドルでは方向感に乏しい展開が続こう。 ※脚注参照 中銀に利上げの意志はなく、大幅な経常赤字も続いており、リラ高の材料は乏しい。
	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	1.5	1.5	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	3.25 ~ 3.50	3.50 ~ 3.75	0.91	1.51	3.4	3.2
ユーロ圏*1	-6.3	5.4	2.0	1.0	0.00 -0.50	0.00 -0.50	1.25 1.00	1.25 1.00	-0.57	-0.18	1.1	1.0
日本	-4.5	1.7	1.6	1.6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.3	0.3
カナダ	-4.8	-4.5	3.7	1.8	0.25	0.25	3.50	3.50	0.68	1.43	3.4	3.2
豪州	-2.2	4.8	3.9	2.3	0.10	0.10	3.35	3.35	0.97	1.67	4.0	3.8
中国	2.2	8.1	3.8	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	1.7	0.4	2.00	9.25	13.75	10.75	7.31	10.94	12.0	10.0

	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	31,200	31,800	米ドル	103.25円	115.08円	132円	127円
NYダウ	7.2%	18.7%	-14.1%	1.9%		-4.9%	11.5%	14.7%	-3.8%
米国	3,756	4,766	3,900	3,980	ユーロ	126.18円	130.90円	134円	130円
S&P500	16.3%	26.9%	-18.2%	2.1%		3.6%	3.7%	2.4%	-3.0%
欧州	3,553	4,298	3,490	3,580	カナダ・ドル	81.13円	91.08円	103円	99円
STOXX 50	-5.1%	21.0%	-18.8%	2.6%		-3.0%	12.3%	13.1%	-3.9%
日本	27,444	28,792	29,000	32,500	豪ドル	79.47円	83.68円	101円	98円
日経平均株価	16.0%	4.9%	0.7%	12.1%		4.2%	5.3%	20.7%	-3.0%
日本	1,805	1,992	2,070	2,280	中国人民元	15.89円	18.09円	19.5円	19.4円
TOPIX	4.8%	10.4%	3.9%	10.1%		1.8%	13.9%	7.8%	-0.5%
中国	108.58	84.29	85	90	ブラジル・レアル	19.89円	20.65円	26.9円	25.3円
MSCI	26.7%	-22.4%	0.8%	5.9%		-26.3%	3.8%	30.2%	-5.9%

	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 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、下段が中銀預金金利。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	1.0	0.10	0.25	2.50	2.50	0.20	0.97	2.0	1.8
インド*1	-6.6	8.7	7.2	6.6	4.00	4.00	6.00	6.00	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	8.0	8.0
フィリピン*2	-9.5	5.7	6.8	6.5	2.00	2.00	3.50	3.75	1.83	2.18	4.4	4.2
ベトナム	2.9	2.6	7.2	6.7	4.00	4.00	4.50	5.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	4.8	1.0	2.0	4.25	5.50	9.50	9.50	5.55	7.57	9.3	9.0
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	3.5	17.00	14.00	14.00	14.00	12.42	23.18	16.0	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	1,900	2,035	英ポンド	141.15円	155.74円	158円	152円
MSCI	16.8%	27.3%	-6.7%	7.1%		-2.0%	10.3%	1.4%	-3.8%
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	1.61円	1.59円
MSCI	-9.5%	1.5%	15.0%	1.3%		-7.1%	9.5%	4.0%	-1.2%
ベトナム	1,104	1,498	1,400	1,550	インドネシア・ルピア*3	0.739円	0.807円	0.880円	0.864円
VN指数	14.9%	35.7%	-6.6%	10.7%		-5.7%	9.3%	9.0%	-1.8%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.36円	2.31円
						0.1%	5.2%	4.5%	-2.1%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.561円	0.547円
						-4.5%	12.7%	11.2%	-2.5%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	6.29円	5.91円
						-9.5%	8.0%	12.2%	-6.0%
					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	7.2円	6.3円
						-23.8%	-38.5%	-15.8%	-12.5%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 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

7月FOMC後に利下げ観測の高まり

7月FOMCでは0.75%ポイント（pt）利上げを決定、政策金利を2.25～2.50%へと引き上げた。パウエル議長は記者会見で今後の利上げ幅は「データ次第」、「いずれかの時点で利上げペースを落とすことが適切」と発言。同会合後に2023年後半にかけての利下げ観測が強まった。FRB高官は次回利上げ幅のベースラインを0.50%ptと小幅化の可能性を示したものの、利下げ観測を相次いで強く否定した。

弱含む製造業と底型いサービス業

7月ISM景況感指数では製造業が52.8と前月から若干低下した一方、非製造業は56.7と前月から改善し、対照的な結果となった。非製造業指数の堅調さは景気全体の底堅さも映す。製造業・非製造業ともに仕入価格指数が低下、インフレ鈍化観測を高めた。そのほか、景気に対する先行性の高い製造業では新規受注の低下と在庫の増加が継続、景気モメンタムの更なる悪化を引き続き示唆している。

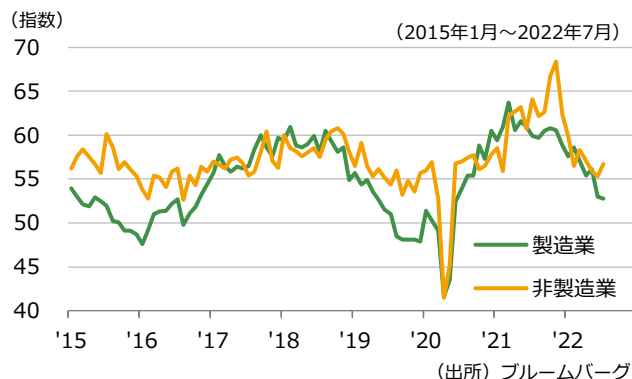
大幅な雇用増加と賃金上昇率の高止まり

7月雇用統計は大きく上振れた。雇用者数は前月比52.8万人増加、失業率は3.5%へと小幅低下、平均時給は前年同月比5.2%と6月と同様の伸び、を記録した。景気後退懸念が根強かっただけに、市場参加者の景気認識改善に寄与。他方、賃金上昇率の高さはインフレ鈍化に向けた更なる利上げが不可避であることを示唆。雇用統計公表後に9月FOMCにおける0.75%pt利上げの観測が高まった。

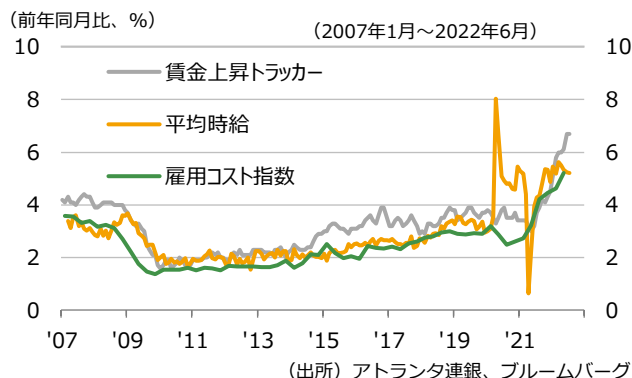
インフレ・ピークアウトをいったん確認

7月CPIは総合・コアともに下振れ。6月中旬から下落基調のガソリン価格が鈍化の主因。他方、価格粘着性の強い住居費などサービス価格は上昇傾向。コアCPIは前年同月比5.9%と、6月と同程度の伸びに。インフレ・ピークアウトを確認後、9月FOMCでの0.75%pt利上げの観測が後退し、0.50%pt利上げがメインシナリオに。8月ミシガン大長期インフレ期待が3.0%で高止まり、幾分の気掛かり。

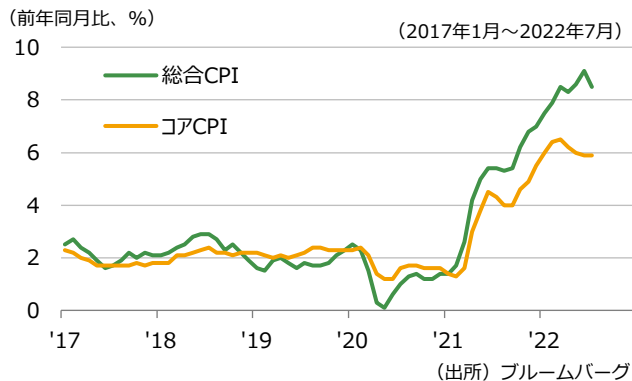
ISM景況感指数



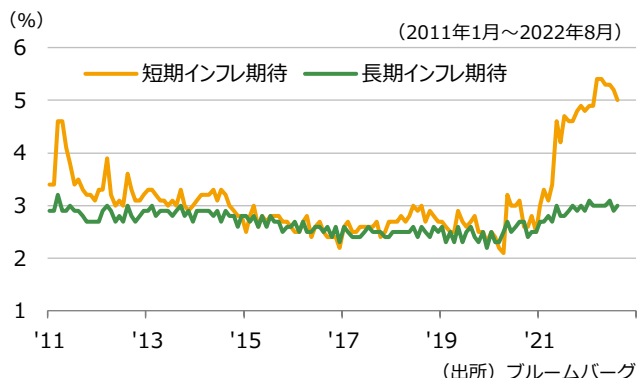
各種賃金指数



消費者物価指数



ミシガン大インフレ期待





株式

中立スタンスを継続

米国株の判断は中立を継続する。インフレピークアウト期待により、直近1カ月の株価は日米欧の中で最も良好なパフォーマンス。この期待は当面継続することが予想される一方、一段の株価上昇時には市場が織り込む2023年利下げ期待の不確実性も意識され易くなると考える。直近決算を踏まえ、S&P500の2022年末予想を3,900pに引き上げたものの、中立判断は継続する。

エネルギー企業の利益構成比が上昇

2022年4-6月期決算は、一部分野の需要減退などが目立った。一方、市場コンセンサスは、S&P500の暦年EPS予想の4週前比で22年が1%程度、23年が2%強程度の低下に留まっている。企業業績が底堅いと言える一方、税前利益のセクター別構成比を見ると、足元でエネルギーセクターの比率が高まっている。資源価格の動向次第で、指数ベースの業績が変動し易くなっている点は注意が必要と考える。

インフレ圧力の低下期待は継続へ

企業の採用動向は今後のポイントの一つと考える。一部のハイテクや小売り企業は既に、採用計画の抑制を公表している。実際、求人情件数を見ると一部で鈍化が見られる。求人情件数の減少は、事業環境の不透明さを表す一方、賃金インフレの緩和も想起され易い。インフレが相場材料の環境下では、求人情件数の減少はインフレ圧力低下期待に繋がり、株式市場のセンチメントを押し上げる材料になると考える。

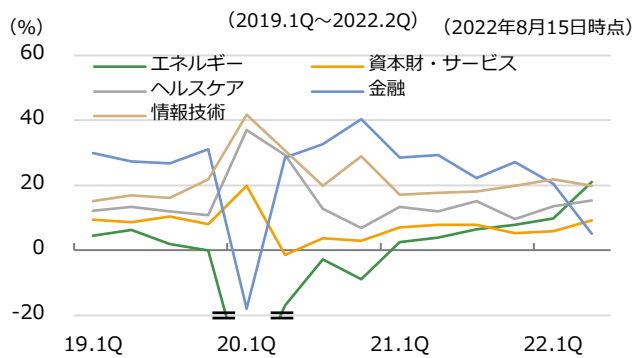
利下げ開始時期予想の修正には注意

インフレ圧力低下期待により、株式市場がもう一段上昇した後は、市場が織り込む2023年の利下げ予想が焦点になると考える。金利先物などでは、2023年半ばからの利下げ開始が織り込まれている一方、FRB高官からはこの市場見通しに対する牽制コメントが見られる。住居費の動向なども考慮すると、利下げ開始時期の市場織り込みは後ずれするリスクがあるため、FRB高官発言には注意したい。

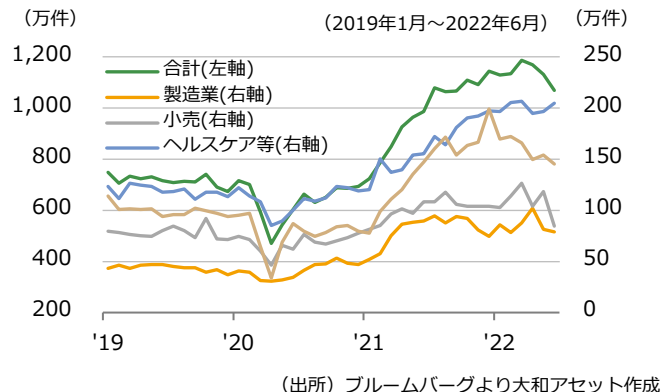
S&P500の推移



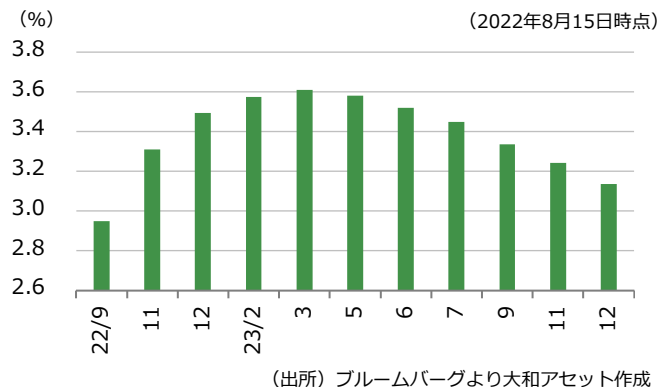
S&P500のセクター別利益構成比（税前利益）



求人情件数の動向



市場が織り込む米政策金利の見通し





債券・金利

政策金利見通しを上方修正

7月FOMCを受けて、政策金利見通しを2022年末3.50%(従来3.25%)へと上方修正した(23年末3.75%は据え置き)。FRBはインフレ抑制に向けて中立金利を大幅に上回る水準へと利上げを継続する姿勢を強調しており、次回FOMCでも少なくとも0.50%ptの追加利上げと予想。今後のデータならびにFOMC参加者のFFレート見通し(9月公表予定)次第では更なる上方修正の可能性もある。

長期金利見通しを下方修正

7月FOMC後に2023年後半にかけての利下げ期待が強まっており、10年国債利回りは3%を下回る水準で推移。FRB高官は利下げ観測を相次いで否定したものの、金利先物市場の利下げ観測剥落は当面見込み難い。したがって、長期金利見通しを23年末3.2%(従来3.4%)へと下方修正。ただし、継続的な利上げを背景に2022年末見通し3.4%は維持。

リート

堅調な業績動向などを背景に上昇

米国リート市場は、7月半ばから8月半ばにかけて、長期金利の低下や堅調な業績動向などを背景に上昇。4-6月期の決算は、インフレを背景とした賃料上昇などを支えに幅広いセクターで堅調な内容。ただ2023年以降は負債調達コスト上昇の影響が徐々に顕在化してくることもあり、今後も成長を継続できるか、セクターや銘柄の選別が重要になってくると考える。

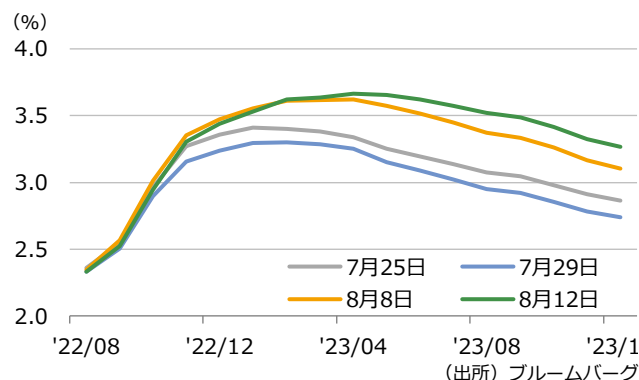
金利は低下も負債調達コストは高水準

長期金利は緩やかな低下傾向となったが信用スプレッドは高水準を維持しており、リーートの負債調達コストはコロナ後の金融緩和環境と比較して大きく上昇している。そのため負債調達を用いた物件取得では成長実現のための条件が厳しくなっており、上場リート市場においても実物不動産市場においても、割高・割安の判定が重要になってこよう。

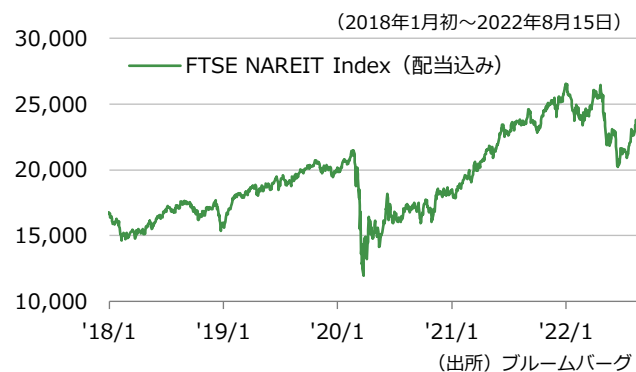
米国金利の推移：実績と予想



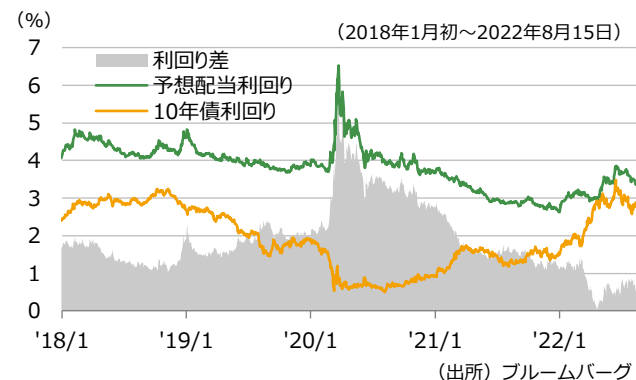
FF金利先物における政策金利期待の変遷



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

米ドル円は再び日米金利差に連動か

日米5年国債金利差と米ドル円には連動性があり、金利差拡大とともに米ドル円が上昇した。だが、6月から7月にかけては景気悪化懸念で米金利が低下し、日米金利差が縮小したにもかかわらず、米ドル円が上昇した。日銀緩和修正期待の反動による円安、米金利低下を受けたリスクオンの円安、欧州景気悪化懸念によるユーロ安・米ドル高、が理由と言える。ただ、日米金利差と米ドル円は再び連動しつつある。

金利差から見る米ドル円の予想レンジ

日米5年金利差が3.2%なら米ドル円は134.0円を中心に128.9~139.0円（推計値±標準誤差×2）、2.8%なら129.6円を中心に124.5~134.6円に収まりやすい。また、米ドル円は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。米金利上昇でリスクオフ、米金利低下でリスクオンに傾きやすいことを考えると、年内は米ドル円が128~136円程度に収まりやすいと予想している。

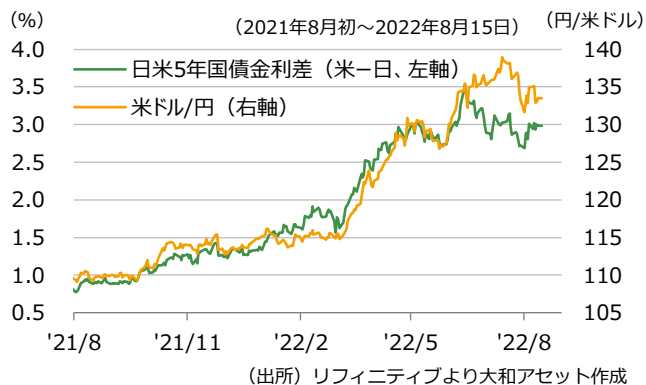
米実質金利高による米ドル円上昇は一服

FRBの金融引き締め観測の高まりによる実質金利の上昇を背景に、期待インフレ率は低下してきた。実質金利は2010年以降の平均値▲0.3%を超えてプラスに転じた後、上昇が一服している。インフレ期待が抑えられているので、実質金利の上昇は進みにくくなったと考えられる。インフレ期待が抑えられた状態で景気悪化懸念が強まると、米実質金利が低下して米ドル円の下落圧力となりやすいだろう。

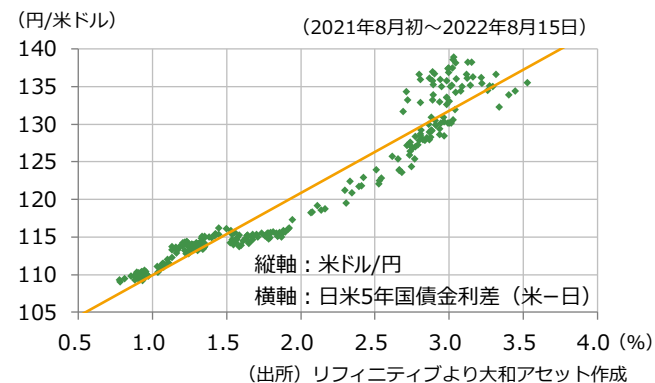
米経済指標が米ドル円下落に働く可能性

米国の経済指標が市場予想を下回るケースが増え、エコノミック・サプライズ指数（ESI）がマイナス圏へ低下している。4月以降の米ドル高が経済指標悪化とESI低下の一因になったものと考えられる。米ドル高の悪影響は一時的に緩和する局面はあっても9月にかけて継続するので、米経済指標を改善させる要因にはなりにくい。米経済指標の悪化が米金利低下と米ドル円下落に働く可能性があるだろう。

日米5年国債金利差と米ドル円



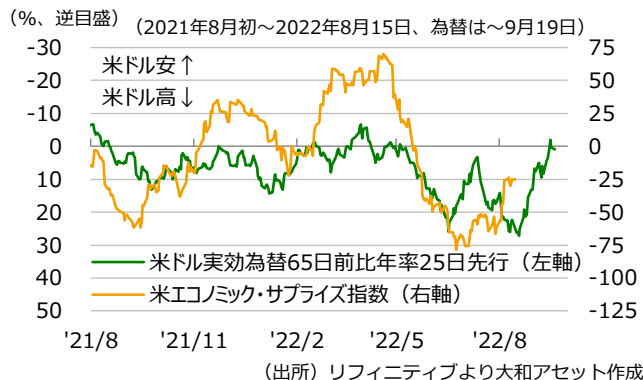
日米5年国債金利差と米ドル円



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

4-6月期の実質GDPは堅調な成長に

ユーロ圏の実質GDPは4-6月期に前期比+0.6%（年率+2.5%）と、1-3月期の前期比+0.5%（年率+2.0%）を上回る成長率に。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101.39に到達）。新型コロナウイルス感染減少は経済成長にプラスだが、ロシアからの天然ガス供給削減や物価上昇がマイナス要因となっており、7-9月期には経済成長が減速すると予想している。

製造業、サービス業ともに景況感が悪化

7月のPMIは製造業が6カ月連続、サービス業が3カ月連続で低下し、製造業と総合は50を割り込んだ。製造業はロシアのガス供給削減によるエネルギーの供給制約やコスト上昇を背景に、生産や新規受注が低下している。サービス業も幅広い分野で物価上昇が続いているために消費者の需要減退の兆しがあり、ドイツのサービス業PMIは48.1に低下した。物価上昇を背景に景況感の悪化が進む可能性がある。

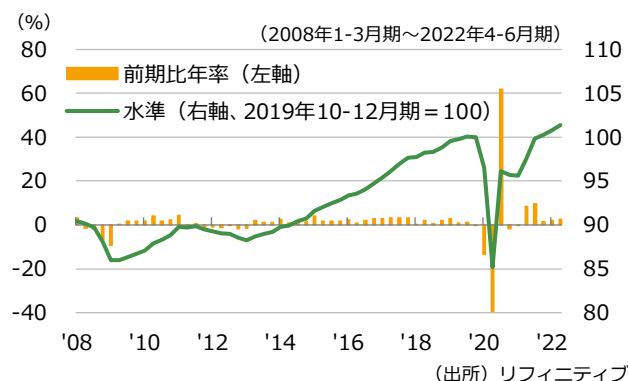
物価上昇を背景に実質小売売上高が減少

失業率は4～6月に3カ月連続で6.6%となり、1998年4月の統計開始以降の最低水準で横ばい。労働需給は引き締まっているが、6月の失業者数は14カ月ぶりに増加（ドイツ失業率はウクライナ避難者の影響で6月、7月と上昇）。実質小売売上高は低下傾向にあり、2022年6月は14カ月ぶりの低水準となった。供給制約などによる物価上昇が消費者信頼感を悪化させ、個人消費を抑制している。

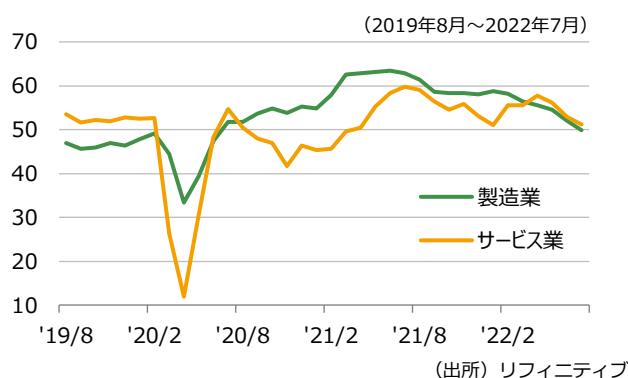
インフレ率は総合、コアともに加速

7月の消費者物価指数は総合が前年同月比8.9%、コアが4.0%と、6月の各8.6%、3.7%から加速。供給制約によるエネルギー（天然ガス）価格の上昇圧力が残っているうえ、コスト高の価格転嫁による物価上昇も続いている。ただ、需要減退で原油価格が下落し始めているうえ、ドイツでは値上げを計画している企業の割合が低下している。景気減速と商品市況下落で物価上昇が鈍化に向かう可能性がある。

実質GDP



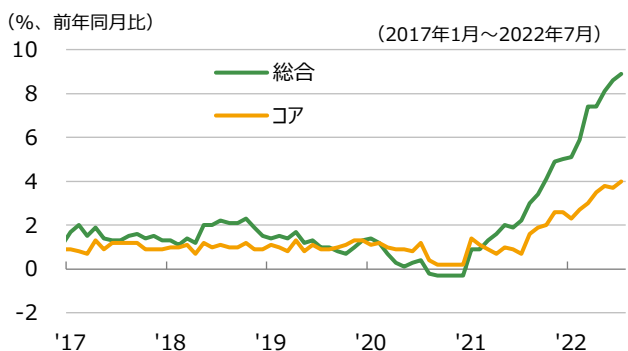
PMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・たばこを除く系列

(出所) リフィニティブ



株式

やや弱気スタンスを継続

欧州株の判断はやや弱気を継続する。米国株に連れる形で直近1カ月は上昇した。しかし、相対的に不透明感が強い状況に変わりはない。4-6月期決算を踏まえ、Euro STOXX 50の2022年末予想を3,490pに引き上げたものの、現値からは下落リスクがあるとみる。後述の通り、欧州の天然ガス貯蔵が順調であり、これによるセンチメント改善余地はあるものの、引き続き慎重なスタンスを維持する。

天然ガス貯蔵率が着実に上昇

ドイツなど欧州における天然ガス貯蔵率は着実に上昇。代替調達や消費抑制が奏功しているとみられる。ドイツは11月初めに貯蔵率95%が法定目標であるが、この達成が視野に入る。今冬の天然ガス調達に目処が付くことで、株式市場のセンチメントが好転する余地が生じているものの、本質的な調達リスクは残っており、一時的な反応に留まるとみる。

債券・金利

ECBは9月に追加利上げへ

ECBはAPP（資産購入プログラム）での純資産購入を7月初めに終了し、7月21日の会合で0.5%ptの利上げを決定した（27日から引き上げ）。今後は経済データに応じ会合ごとに政策金利を決定するとし、利上げ幅に柔軟性を持たせた。9月会合では中銀預金金利を0%から0.5%へ、主要リファイナンス金利を0.5%から0.75%へ、限界貸出金利を0.75%から1%へ引き上げると予想する。

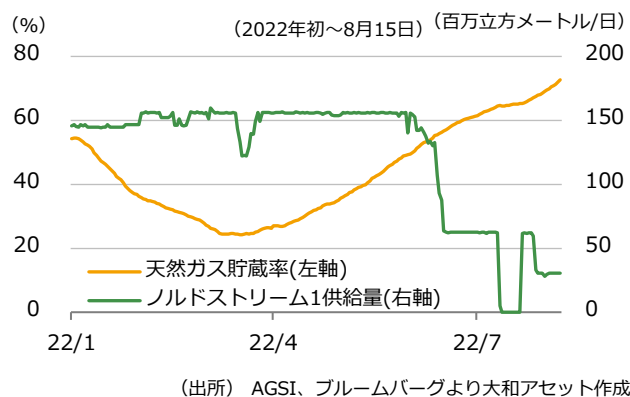
予想利上げ幅は拡大せず長期金利低下も

ECBスタッフは3月時点より6月時点のインフレ予測を上方修正し、2024年も目標の2%を若干上回る見込みとした。ECBは中立金利水準とする1~2%に向けて政策金利を引き上げる姿勢にあるだろうが、ユーロ圏の景気減速を受けて来年には利上げを継続しなくなると予想する。市場が織り込む利上げ幅は拡大しにくく、長期金利が低下する可能性がある。

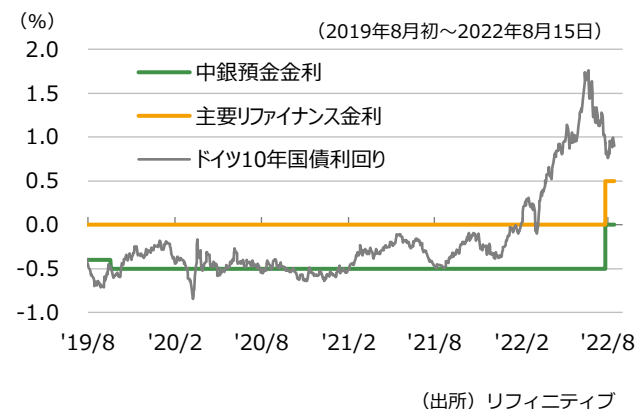
Euro STOXX 50の推移



ノルドストリーム1供給量とドイツの天然ガス貯蔵率



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBスタッフの経済予測

(各項目の上段は2022年6月時点予測、下段は2022年3月時点予測)

		2022年	2023年	2024年
実質GDP	6月時	2.8	2.1	2.1
(前年比、%)	3月時	3.7	2.8	1.6
HICP	6月時	6.8	3.5	2.1
(前年比、%)	3月時	5.1	2.1	1.9
HICP (除くエネルギー・食品)	6月時	3.3	2.8	2.3
(前年比、%)	3月時	2.6	1.8	1.9
(前提)				
EURIBOR3カ月物	6月時	0.0	1.3	1.6
(年利、%)	3月時	-0.4	0.3	0.7
ブレント原油	6月時	105.8	93.4	84.3
(米ドル/バレル)	3月時	92.6	82.3	77.2

※HICP：EU基準消費者物価指数、EURIBOR：欧州銀行間金利

(出所) ECB



為替

ユーロは対米ドル、対円ともに下落

5～6月にはECBの利上げ観測台頭により欧州金利が上昇し、ユーロ高に作用したが、6～7月は欧州金利が反落したためユーロ安に転じ、ユーロの対米ドル相場は一時、2002年12月以来となる等価（パリティ）まで下落した。ただ、欧州金利が米国に比べ低下しユーロ安・米ドル高が進む余地は小さいだろう。一方、欧州金利が日本に比べ低下しユーロ安・円高が進む余地はまだ残っていると見られる。

ユーロ安・米ドル高の余地は限定的か

ECBの利上げ観測が台頭した5～6月にはドイツ金利が米国に比べ相対的に上昇し、ユーロ高・米ドル安に作用。だが、6月は金利上昇を受けてリスクオフの株安に傾き、ユーロ安・米ドル高に作用。7月にはドイツ金利が相対的に低下してユーロ安・米ドル高を進め、米ドル円上昇の一因となった。ただ、ドイツ金利はすでに低水準で低下余地は小さいので、ユーロ安・米ドル高の余地も小さいと考えられる。

世界的に商品市況安が金利低下に作用

ロシアがパイプライン「ノルドストリーム1」を通じた欧州への天然ガス供給を削減したことが欧州の天然ガス価格を高めるとともに景気悪化懸念を強め、欧州金利低下とユーロ安に働いてきた。ただ、世界的な需要減退懸念で商品市況は下落基調に転じ、インフレ期待と金利の低下に作用している。インフレ期待で米国金利が上昇しない限り、欧州の相対的金利低下とユーロ安・米ドル高の余地は限定的か。

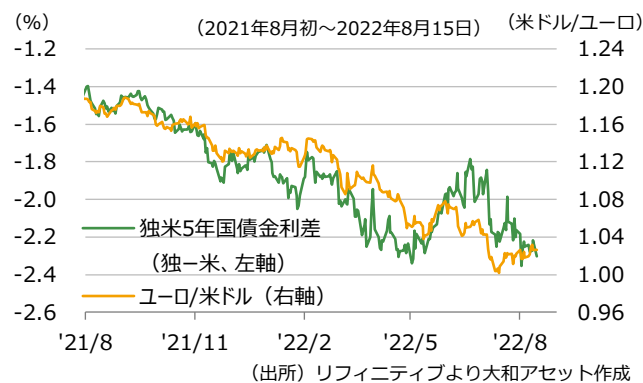
経済指標の相対比較はユーロ安要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、日本、米国、ユーロ圏ともにマイナス幅が縮小した。相対比較においてはユーロ圏が弱めなのでユーロ安要因と言える。なお、新興国全体のサプライズ指数はプラスで、中国はマイナスからプラスに転じている。世界的に経済指標が市場予想を下回るケースが減る傾向にあり、リスクオフの円高や米ドル高の圧力が後退している。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



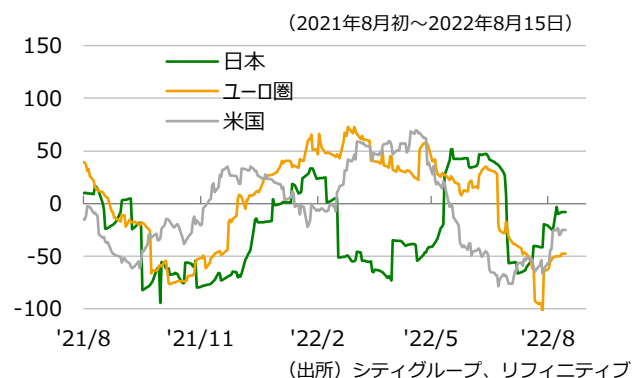
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



商品指数（エネルギーと非エネルギー）



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

4-6月期の実質GDPはマイナス成長に

実質GDPは2022年4-6月期に前期比▲0.1%（年率▲0.3%）となり、1-3月期の前期比+0.8%（年率+3.1%）から減速し、マイナス成長に転じた。新型コロナの新規感染は減少したが、物価上昇が個人のサービス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4-6月期時点で100.64と、コロナ前の水準を上回っているが、今後もインフレが成長鈍化の要因となりそうだ。

消費者物価は前年同月比の上昇が加速

消費者物価指数（CPI）の前年同月比は7月に総合10.1%、コア6.2%と、6月の各9.4%、5.8%から上昇が加速した。ただ、コアの前月比は4カ月連続で鈍化しており、消費需要減退や商品市況下落の影響でインフレ圧力は緩和する方向にあるようだ。賃金の前年比は6月にかけて鈍化してコアCPIの伸びを下回り、インフレ加速につながりにくい状況に。

為替

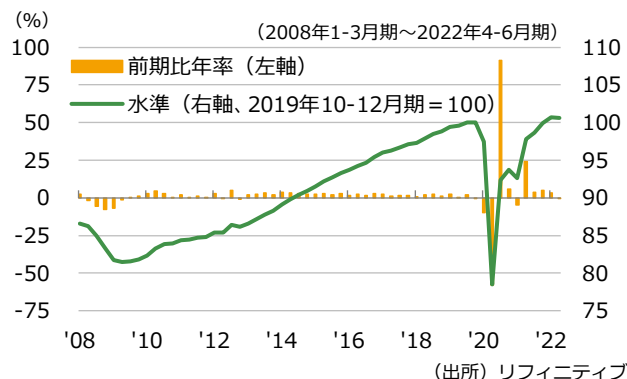
年内あと0.75%ptの追加利上げか

BOEは8月に政策金利を0.5%pt引き上げて1.75%とし、4会合連続の0.25%pt利上げの後に利上げ幅を拡大した。5月以降、ガス価格急騰を主因にインフレ圧力が著しく高まっていることが理由と見られる。保有する英国債の売却は9月会合後に始める方針だ。「必要なら力強く行動する」としているが、年内に計0.75%ptの追加利上げを行い、政策金利を2.5%まで引き上げると予想する。

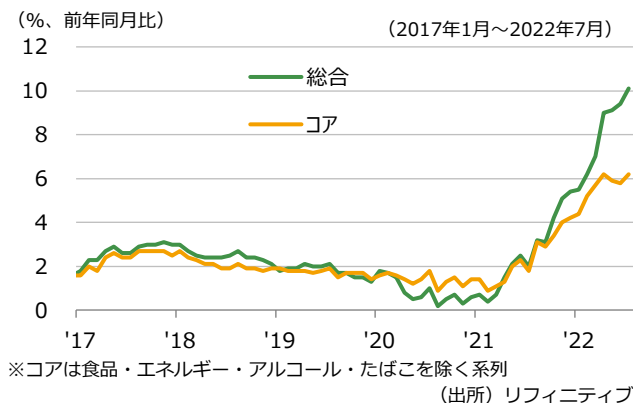
相対的な長期金利上昇とポンド反発

BOEのタカ派姿勢を背景に英国の長期金利がドイツに比べ上昇し、ポンドが対ユーロで反発した。ただ、BOEはインフレにより英経済見通しが大きく悪化していると、今年10-12月期から来年10-12月期まで景気後退が続くと予想。当面はインフレ対応を優先して追加利上げするだろうが、景気後退入りしてインフレ圧力が低減すれば利上げを停止か。

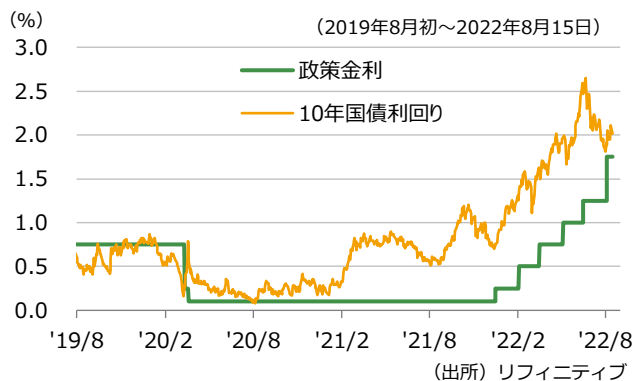
実質GDP



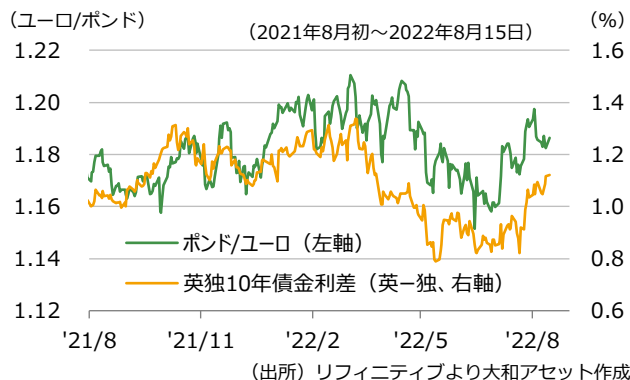
消費者物価指数



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

懸念要因は後退

ウクライナ情勢をめぐる不透明感、資源価格の上昇や為替の円安進行による輸入物価の上昇、新型コロナウイルスの感染拡大、安倍元首相殺害による政治への影響、ペロシ米下院議長の台湾訪問による米中関係の緊張など様々なリスク要因が懸念される状況にあったが、新型コロナの新規感染者数に頭打ち感が見られ、物価上昇もピークアウトの気配を見せるなど懸念要因は後退しつつある。

感染第7波はピークアウトへ

7月以降、感染力の非常に強いオミクロンの新変異株「BA.5」の感染が急拡大し新規感染者数が急増、一部の県では医療体制が逼迫する状況となったが、行動制限措置は適用されず経済活動への影響は以前ほどではなかった。新規感染者数に頭打ち感がみられることや、過去2年はいずれも8月に新規感染者数がピークアウトしていることなどから、経済活動再開の本格化が期待される状況となってきた。

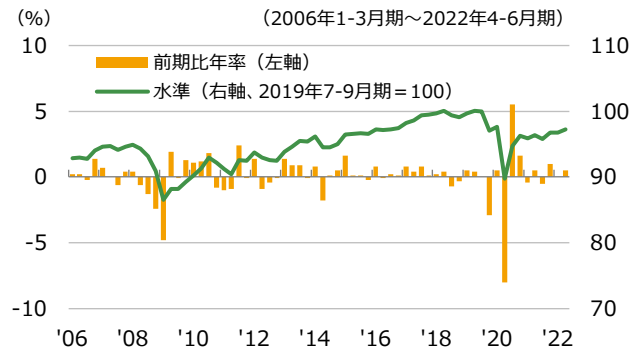
物価上昇に一服感

為替の急激な円安進行の一服や資源価格上昇の一服などから企業物価指数や消費者物価指数の上昇に頭打ち感が出てきた。一方、企業が支払う1人当たり現金給与総額は上昇しつつある。これまでは物価上昇時に給与が上昇しても長続きしない傾向があったが、岸田政権が進める分配強化の方針や人手不足の状況などにより給与の上昇傾向が定着し、物価も安定的に上昇する好循環に移行できるか注目される。

自動車の挽回生産期待

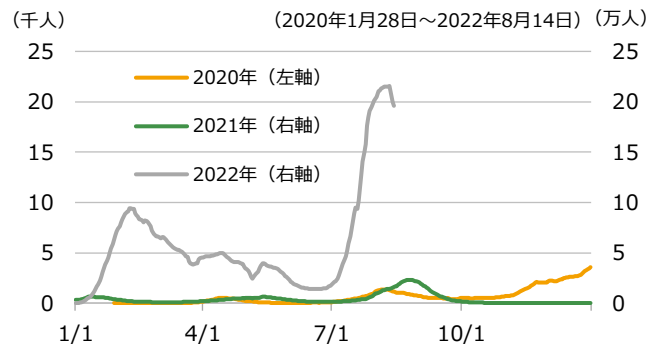
6月の鉱工業指数では自動車の生産が回復を見せ、製造工業生産予測指数では今後の急速な回復が示されたが、予測実現率の大幅な未達は継続している。トヨタ自動車の生産計画が低いままであるなど依然本格的な挽回生産が進んでいる様子はうかがえないが、これまでボトルネックとなっていた半導体など部材不足に解消の兆しが見えており、後ずれしている生産の本格的な回復が期待される。

実質GDP



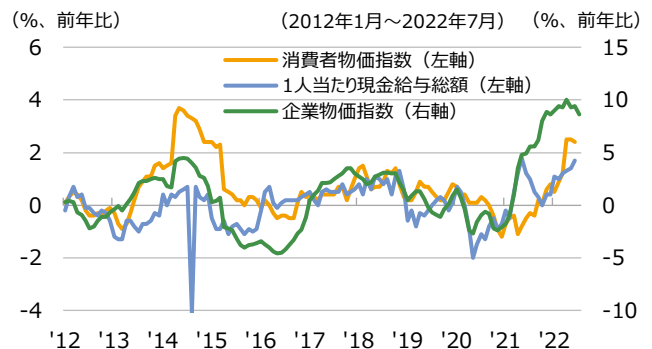
（出所）内閣府より大和アセット作成

新型コロナウイルス新規感染者数（年初来）



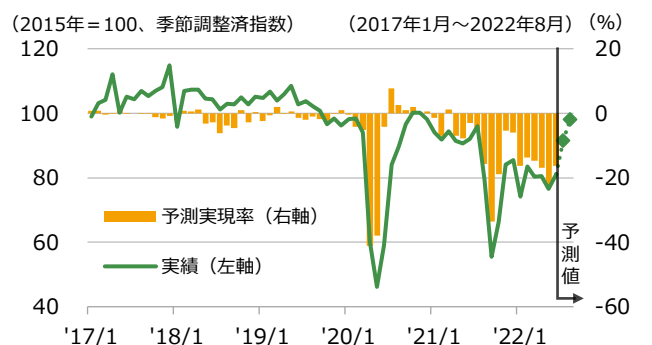
※7日移動平均。2020年1月27日以前はデータなし
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

物価指数と1人当たり現金給与総額（決まって支給）

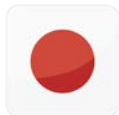


※消費者物価指数ならびに1人当たり現金給与総額は2022年6月まで
（出所）ブルームバーグ

製造工業生産予測指数



※予測実現率は対2カ月前予測比。2022年7月以降は予測値
（出所）経済産業省より大和アセット作成



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。日経平均株価は当社の22年末予想である2万9,000円に近い水準まで上昇しており、上値の重さが意識され易くなると考える。その一方、円安などによる欧米対比での企業業績の安心感や、緩和的な金融政策は株価の支援材料。米国の利下げ開始時期への期待が後ずれる局面などにおいても、株価は相対的に底堅く推移すると考える。

会社計画には上振れ余地

2022年4-6月期業績は一部で事業環境が悪化したものの、巨額赤字を計上したソフトバンクグループ(9984)を除けば前年比で増収増益は確保した。欧米景気減速による需要減退リスクがある一方、会社計画対比での円安や自動車の挽回生産、新型コロナ感染第7波ピークアウト後の内需回復のプラス要素もある。会社計画は利益面でコンセンサス予想を下回る銘柄が多く、上方修正余地は残ると考える。

新型コロナ第7波はピークアウトへ

新型コロナの感染第7波により、7月景気ウォッチャー調査は現状判断DI、先行き判断DI共に大きく悪化した。しかし、同指数は過去を見ても新型コロナの新規感染者数の影響が大きい。新型コロナの国内新規感染者数は既にピークアウトの兆しが出つつあり、来月以降、景気ウォッチャー調査は回復が期待される。内需の回復期待は株式市場のサポート材料になると考える。

金融政策の差が再び意識される局面へ

右図は日米の株価騰落率と金融環境指数の変化率の差を見たもの。金融環境指数は上昇が金融環境の引き締めを示し、両者は一定の相関性が見られる。米国のインフレピークアウト期待一巡後は、米国利下げが市場の焦点になるとみられ、利下げ開始時期は後ずれるリスクがあると考えている。その局面では、日米の金融政策の差が意識され、日本株は欧米対比で良好なパフォーマンスになり易いと考えられる。

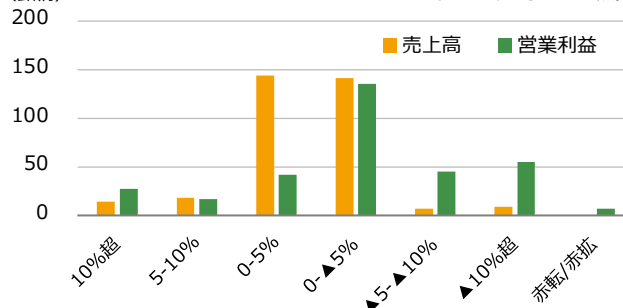
TOPIXの推移

(2019年初～2022年8月15日)



2022年度会社計画のコンセンサス対比

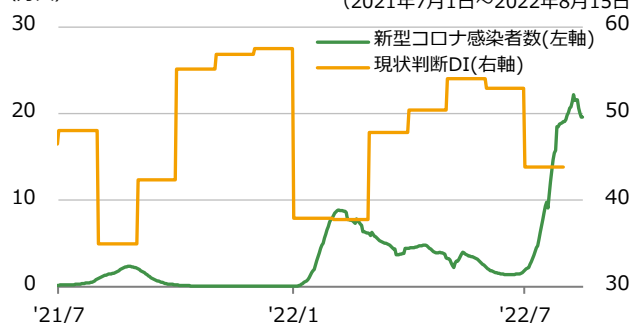
(銘柄) (2022年8月12日時点)



※対象はTOPIX500の2月/3月本決算銘柄
※会社計画/コンセンサスで算出しており、マイナスは会社計画がコンセンサスを下回っていることを指す

国内景況感と新型コロナ感染動向

(万人) (2021年7月1日～2022年8月15日)



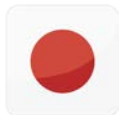
※新型コロナ感染者数は全国・7日移動平均ベース
※景況感は景気ウォッチャー調査の現状判断DI、直近は2022年7月

日米株価指数騰落率と金融環境指数変化差

(%ポイント) (2013年初～2022年8月12日) (ポイント、逆目盛り)



※FCI指数変化幅はGS金融環境指数・52週前差の日米差
※株価指数は日本：TOPIX、米国：S&P500



債券・金利

金融政策は材料の乏しい状況に

日銀の金融政策は修正の手掛かりに乏しい状況に入った。現在の物価上昇はエネルギー価格上昇の影響が大きいことに加え、賃金の伸び率は2%を下回る水準で日銀の物価目標と比して不十分な伸びに留まる。10年国債利回りは日銀の許容レンジ内での推移が続いているほか、円安も一服した。指値オペの応札もほぼ発生しておらず、日銀は政策目標達成に向け、粘り強く待てる状態に入ったと考える。

レンジ内での推移を予想

10年国債利回りの予想は2022年末が0.25%の従来予想を据え置く。2023年に入れば次期総裁人事の観測報道なども出易くなり、総裁人事への思惑で相場が変動するリスクはあると考える。しかし、当面は材料に乏しい展開が予想され、10年国債利回りは日銀が許容するレンジ内での推移が継続すると考える。

リート

海外長期金利が低下するなか上昇

米国では、一部インフレ指標の鈍化やインフレ懸念の多少の後退、利上げペースの鈍化期待から長期金利が低下するなか、J-REIT市場は7月後半以降上昇した。国内で再び新型コロナウイルスの感染が急拡大したが、経済活動の制限は実施されず、J-REIT市場への大きな影響はなかった。また8月中旬時点では足元のJ-REIT市場での公募増資の件数は少なく、規模も小ぶりで需給面での悪影響はなかった。

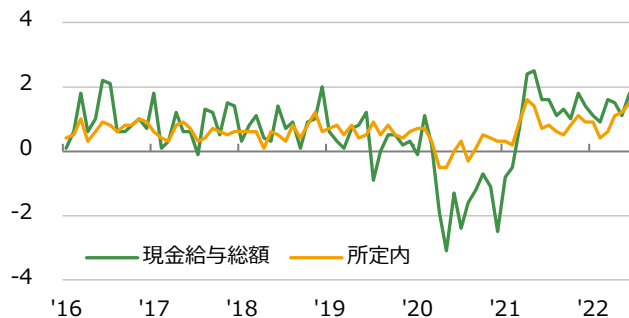
夏から秋にかけての公募増資動向に注意

J-REIT市場では夏以降に公募増資の発表が相次ぐ季節性があり、引き続き注視している。一時的に需給が緩む可能性があるものの、公募増資による利益成長期待もあるため、規模・内容を確認したい。日本では当面は緩和的な金融政策の継続が想定され、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。

現金給与総額の動向

(前年同月比、%)

(2016年1月～2022年6月)



※共通事業所ベース

(出所) INDB Accelより大和アセット作成

10年国債利回り

(%)

(2019年1月初～2022年8月15日)



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の推移

(2016年1月初～2022年8月15日)



(出所) ブルームバーク

東証REIT指数の配当利回りの推移

(%)

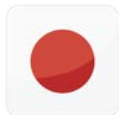
(2016年1月初～2022年8月15日)



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバークより大和アセット作成

Daiwa Asset Management



為替

円高と米ドル安に傾いている

リスク許容度を反映する株価よりも海外金利の動向がクロス円を左右しやすくなっている（金利上昇・円安、金利低下・円高）。6月以降は世界的な金利低下・株高のなかで、クロス円が下落（円高）した。また、相対的な米金利上昇による米ドル高圧力は一服し、リスクオンの米ドル安圧力もあり米ドルは頭打ちとなっている。世界的に金利が低下傾向に転じたことが円高と米ドル安を招いたと言える。

米ドル円は米金利と順相関

最近では米ドル円と米株価が逆相関に転じており、株高・円高、株安・円安の傾向となっている。一方、米ドル円と米金利は順相関であり、金利上昇・円安、金利低下・円高の傾向となっている。これは、金利上昇・株安や金利低下・株高というように、米金利と米株価が逆相関となるケースが多いことが背景にある。当面、米ドル円は米株価と同方向には動きにくく、米金利と同方向に動きやすいと見るべきだ。

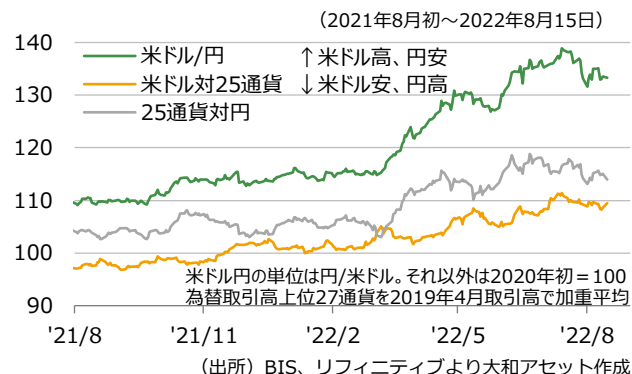
緩和修正期待の反動による円安は後退

6月後半に日米金利差が縮小したにもかかわらず米ドル円が上昇した理由に、日銀の金融緩和修正期待が高まる中で日銀が金融緩和を維持したため、期待の反動による円安が進んだことがある。ただ、7月以降は米国とともに日本の長期金利が低下し、金融緩和修正期待が後退している。日銀が金融緩和を維持しても期待の反動による円安が進みにくく、米ドル円は再び日米金利差に連動するようになった。

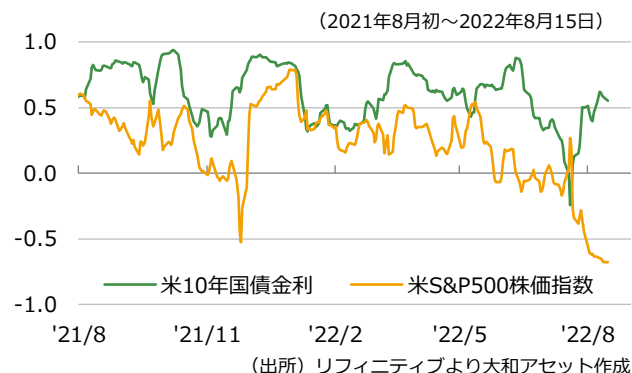
原油高による貿易収支悪化が円安に作用

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6月に過去最大を記録しており、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。

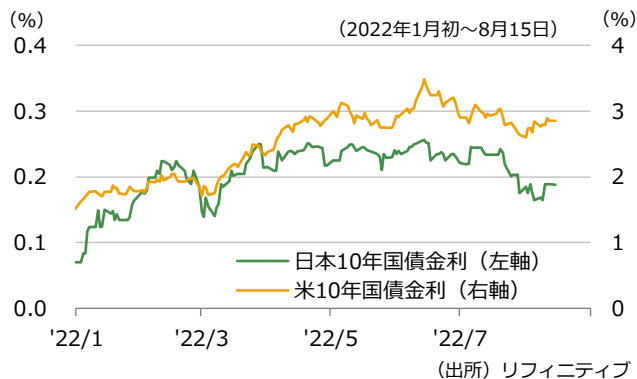
米ドル・円・他通貨の為替



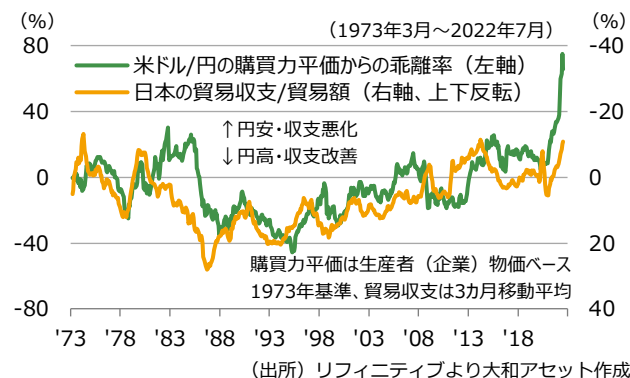
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



日本と米国の長期金利



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

米国に対する出遅れ修正がほぼ完了

米国は4-6月期にかけて2四半期連続のマイナス成長を記録したが、カナダは4-6月期もプラス成長を維持した公算が大きい。コロナ禍以降の回復局面でカナダは米国に出遅れていたが、これでほぼ追いついたことになる。今後は、急速な利上げの効果が住宅市場から個人消費へ広がることで、成長率は徐々に減速していく見込み。今年と来年の実質GDP成長率はそれぞれ+3.7%、+1.8%と予想している。

住宅市場の調整は継続

金利に敏感な住宅市場はいち早く沈静化に向かっている。コロナ禍以降に急増していた中古住宅販売件数は、コロナ前の10年平均を下回る水準まで減少。急騰していた住宅価格指数も、7月まで4カ月連続で下落しており、金融引き締め効果が表れている。ただし、住宅市場は経済のごく一部であるため、インフレ抑制に向けた金融引き締めは継続され、当面の住宅価格は下落基調で推移するだろう。

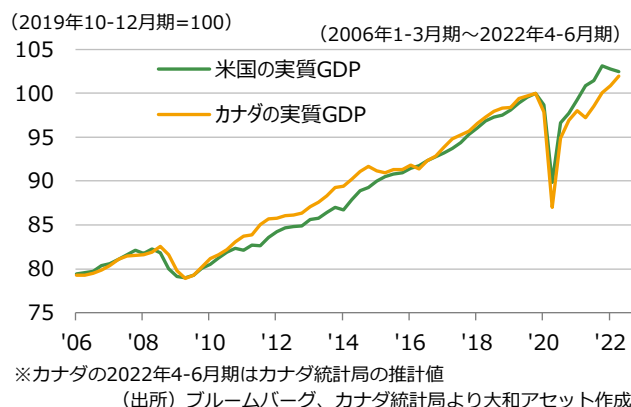
ソフトランディングシナリオに沿う動き

7月消費者物価指数は前年同月比+7.6%と6月の+8.1%から鈍化。カナダ銀行は、消費者物価指数が+8%程度をピークに沈静化し経済がソフトランディング（軟着陸）するメインシナリオと、賃金・物価のスパイラル的な上昇により消費者物価指数が+8.6%へ加速することで過剰な利上げを迫られ、4四半期連続のマイナス成長に陥るシナリオを提示していた。現状は前者のシナリオに沿っているようだ。

労働市場の供給不足に要注意

雇用者数は6月と7月に2カ月連続の前月比減少となった。しかし、労働参加率の低下により失業率は4.9%と統計開始以来の最低水準で推移。また、求人件数は高水準で推移しているため、雇用者数の減少は労働供給の不足によるところが大きいと推察される。この傾向が続くと、賃金に更なる上昇圧力が加わり、インフレ懸念を強めかねないため、労働供給が増加し、雇用のミスマッチが解消されるか注目。

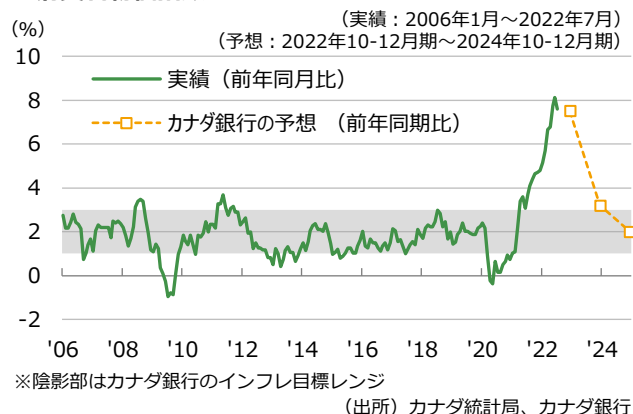
実質GDP



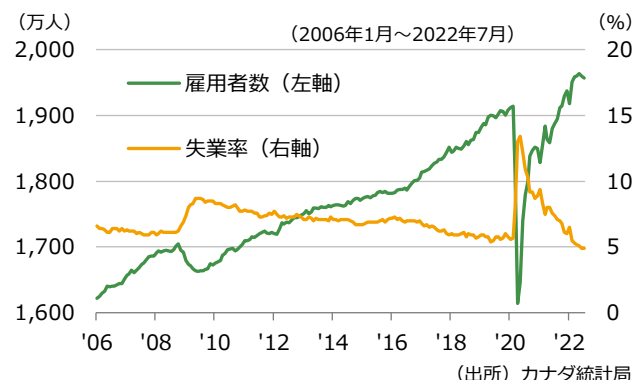
中古住宅販売件数と住宅価格指数



消費者物価指数



雇用者数と失業率





債券・金利

政策金利は中立金利を超える水準へ

政策金利は、現状の2.5%から年内さらに1%pt引き上げられるとみており、今年末、来年末とも3.5%と予想。政策金利はカナダ銀行が推計する中立金利のレンジ（2～3%）を上回る水準で推移するため、景気に対して引き締め的な金融環境が続こう。インフレ沈静化後の中立金利に向けた利下げ（2024年以降を想定）を織り込むように、来年は長期金利が横ばいか低下傾向で推移すると見込む。

供給制約緩和と景気減速のバランスに注目

供給制約の緩和で来年の潜在成長率は2.75%前後に拡大すると推計されている。そのため、来年の成長率が1%台後半（長期の潜在成長率）に減速すると、今年よりも需給が緩和する。この程度の景気減速にとどまるのであれば、長期金利は中立金利の中心値（2.5%）以上で推移しやすい。ただし、景気後退の可能性が高まればレンジ切り下げもあり得る。

為替

カナダと日本の金利差に沿う展開

カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差との連動性が高い。カナダの中立金利は中心値が2.5%と推計され、今回の利上げサイクルの到達点は3.5%と予想しているため、当面の5年国債利回りは2.5～3.5%の範囲に収まりやすい。日本の5年国債利回りが0%付近で推移すれば、カナダと日本の5年国債金利差は2.5～3.5%、過去の傾向からカナダ・ドル円は100～110円で推移しやすいと言える。

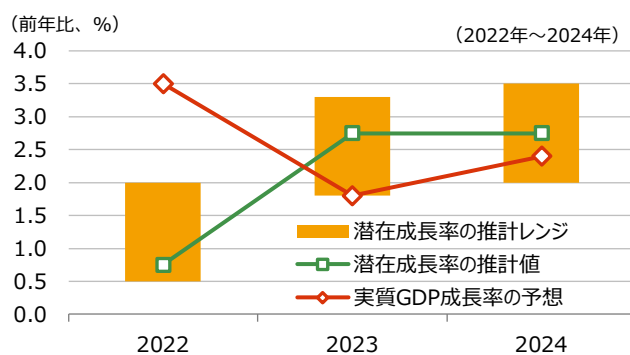
貿易収支の改善はカナダ・ドルの下支え

金利差に比べて説明力は低いものの、貿易収支の改善はカナダ・ドルの下支え要因になろう。直近では商品価格高騰の恩恵を受け、財の貿易黒字は2008年8月以来の規模まで拡大。一方、商品価格が大きく下落すれば、利上げ期待の後退（利下げ期待の高まりも）と貿易収支の悪化でカナダ・ドル売りにつながりかねないため、商品価格の動向に要注視。

政策金利と10年国債利回り



潜在成長率と実質GDP成長率



※潜在成長率は供給制約など一時的な要因を加味したもの

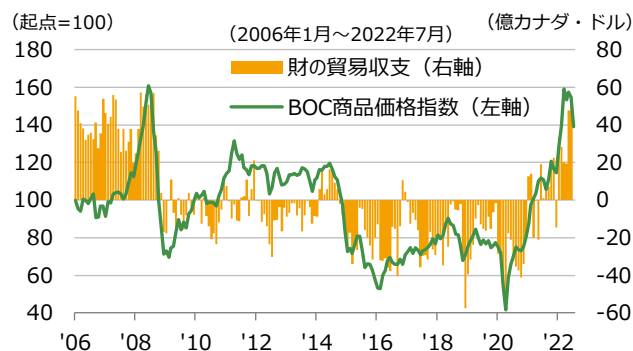
※全てカナダ銀行の推計もしくは予想に基づく

(出所) カナダ銀行

5年国債金利差とカナダ・ドル円



BOC商品価格指数と財の貿易収支



経済

成長率は徐々に減速へ

労働市場の順調な回復や商品価格上昇の恩恵、政府によるインフレ対策などを背景に、当面はプラス成長が続くと見込む。また、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄も高インフレや金利上昇に対するバッファーになるだろう。ただし、インフレ抑制のための急速な利上げの効果が顕在化することにより、成長率は徐々に減速していくと想定。実質GDP成長率は今年を+3.9%、来年を+2.3%と予想。

労働市場のひっ迫とインフレ加速

7月の失業率は3.4%と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%を下回っているが、RBAは今後数カ月で更なる低下を予想。また、消費者物価指数（前年同期比）も4-6月期の+6.1%から10-12月期には+7.75%へ加速すると予想。米国やカナダに比べて失業率の低下余地（経済の伸びしろ）が大きいほか、遅れてインフレが加速すると見込まれる。

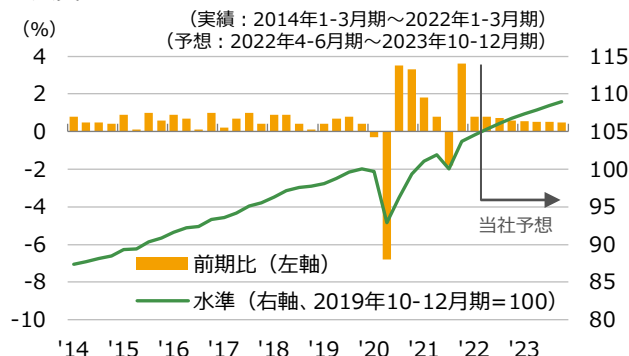
賃金上昇はこれから本格化

4-6月期の賃金指数（除くボーナス）は前年同期比+2.6%と、1-3月期の+2.4%から加速。もっとも、NAB企業景況感調査における労働コスト見通しの高い伸びや、7月からの最低賃金引き上げ（前年比+5.2%）などに鑑みれば、今年後半は賃金指数が更に加速する公算が大きい。商品価格が下落しても、賃金インフレの様相を呈する中で、インフレ沈静化には更なる利上げと時間を要することになるだろう。

住宅価格は先んじてピークアウトの様相

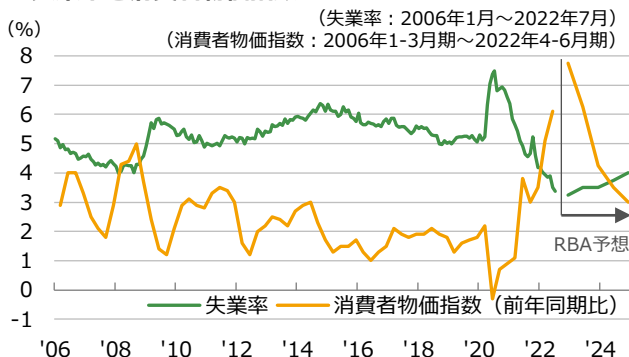
コアロジック住宅価格指数は7月まで3カ月連続の下落となり、ピークアウトの様相。もっとも、5都市のうちアデレードとパースは上昇が続いており、地方都市の住宅需要は依然として強いことが示唆されるほか、住宅価格に半年程度先行する新規住宅融資額は依然として高水準で推移している。当面、住宅価格は全体として下落傾向で推移する公算が大きいものの、そのペースは緩やかなものととどまろう。

実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット

失業率と消費者物価指数



※予想は2022年10-12月期～2024年10-12月期

(出所) 豪州統計局、RBA

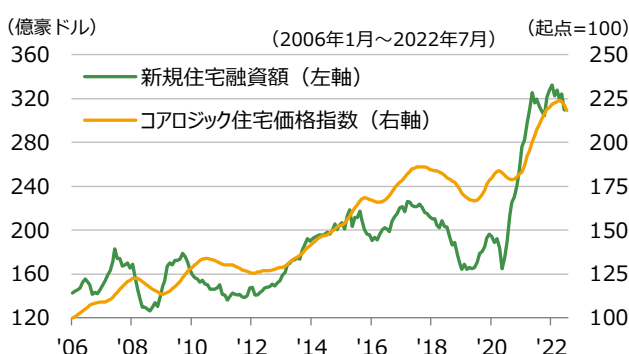
労働コスト見通しと賃金指数・最低賃金



※労働コスト見通しは3カ月先・年率換算値を半年先行表示（NAB企業景況感調査に基づく） ※年度は7月から翌年6月まで

(出所) ブルームバーグ、豪州統計局、豪州公正労働委員会

新規住宅融資額とコアロジック住宅価格指数



※新規住宅融資額は2022年6月まで

(出所) 豪州統計局、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

0.5%ptの利上げ継続へ

RBAは5月に0.25%ptの利上げ、6、7、8月に各0.5%ptの利上げを決定し、政策金利を1.85%とした。足元で労働市場が想定以上にひっ迫していることや、インフレ率が一段と加速する見込みであることなどを考慮すると、当面、利上げペースを緩める可能性は低いだろう。当社は引き続き、RBAが0.5%ptの利上げを11月まで継続するとの想定で、今年末と来年末の政策金利を3.35%と予想する。

市場織り込みとコンセンサスの乖離縮小

市場が織り込む政策金利の予想経路と、エコノミスト・コンセンサスによる政策金利の予想経路は、2カ月前の時点で大きく乖離していたが、前者の低下と後者の上昇によってその差は縮小。インフレと利上げで先行していた米国において、インフレがいったんピークアウトしたことで、豪州の先行き不確実性も低下し、予想が収れんしつつある。

為替

豪ドル高・円安基調は継続の見込み

米ドル円やカナダ・ドル円に比べると、豪ドル円は金利差との連動性が低い。豪ドルはリスクオン・オフに対して敏感に反応するためだ。ただ、足元では世界的に株式市場が落ち着きを取り戻しつつある中、リスクオフの豪ドル安圧力が和らぎ、豪ドル円は豪州と日本の5年国債金利差に連動しやすくなっている。市場センチメントの改善とRBAの利上げ継続により、豪ドル高・円安基調が継続すると見込む。

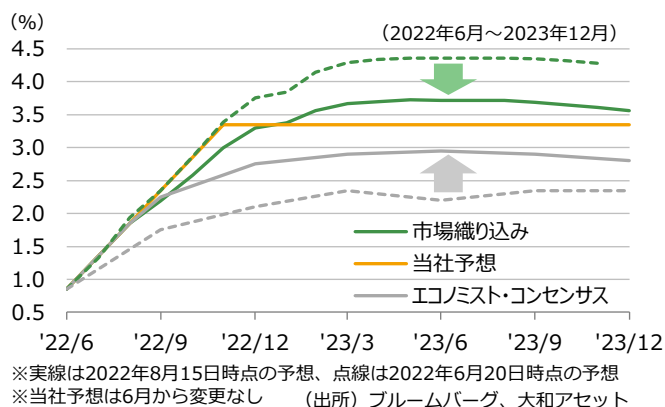
米ドル一強後の受け皿に

豪州は、年末にかけてインフレ率の更なる加速が見込まれることに加え、景気後退への懸念が小さいため、早期の利上げ打ち止めや利下げ転換は相対的に意識されづらいだろう。米国のインフレ懸念後退→FRBの利上げペース鈍化の思惑→米ドル高一服の展開となった場合に、豪ドルは比較的買われやすい通貨になると考えられる。

政策金利と10年国債利回り



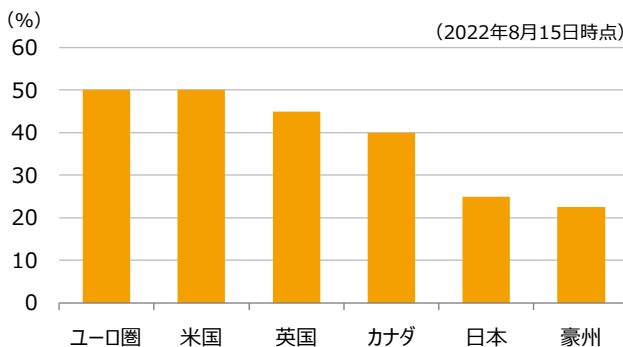
政策金利の予想経路



5年国債金利差と豪ドル円



向こう1年以内の景気後退確率



※景気後退確率はブルームバーグ集計のエコノミスト予想に基づく

(出所) ブルームバーグ



経済

景気回復は勢いが弱まる

ゼロコロナ政策や不動産企業への規制強化などが景気回復の足かせとなり、7月の経済指標は加速を見込む市場予想に反して、多くで6月から幾分悪化。景気けん引役として期待されているインフラ投資も顕著な加速は見られず。景気は引き続き回復の方向にあるものの、モメンタムは弱い。一段の景気対策が待たれる状況にある。

秋頃のゼロコロナ政策の解除か

感染力の強い新型コロナ変異株の感染を完全に抑え込むことが難しい中、ゼロコロナ政策を貫く政府は、感染拡大の初期に局地的なロックダウンで感染抑制を徹底。この政策が奏功し、3-5月のような広範囲な感染拡大の可能性は低い。足元では、習近平国家主席の11月のASEAN歴訪など、秋頃のゼロコロナ政策の解除を示唆する材料も増加し、要注目。

株式

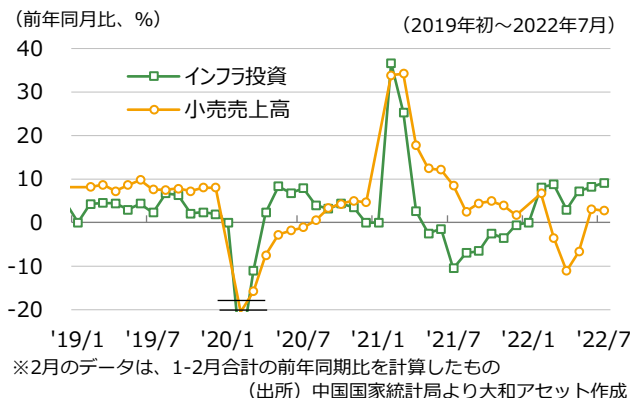
徐々にレンジを切り上げる見通し

5～6月の急上昇後のスピード調整の範囲内も、足元はやや軟調に推移。ゼロコロナ政策による局地的なロックダウンや台湾問題を巡る地政学リスクが背景にある。引き続きゼロコロナ政策や不動産市場の動向が懸念材料として残るが、緩和的な金融環境や景気支援策、テック企業への規制緩和を背景に、上下に振れながら徐々にレンジを切り上げて行く展開を予想。

業績見通しに改善の兆し

直近の決算は、テック企業等において過去に比べて厳しいものであったが、景気状況や業績悪化は株式市場に相応に織り込まれたとの見方がある。7月以降は、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リビジョン指数が回復傾向にあり、予想EPSの反転が株価の支えになる可能性が高まりつつある。

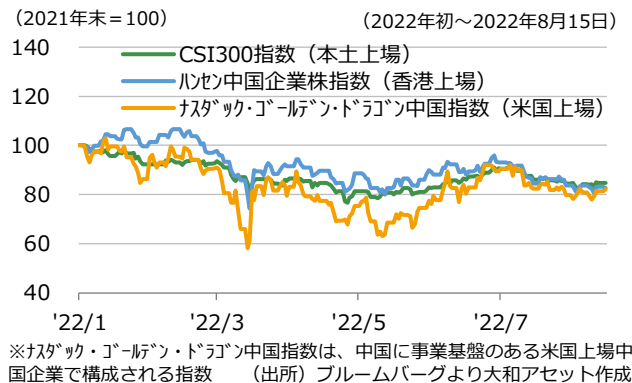
インフラ投資と小売売上高の推移



新型コロナウイルスの感染状況



各種株価指数の推移



MSCI中国指数の業績見通し





債券・金利

追加利下げで景気回復を支える

社会融資総量など、7月の冴えない経済指標を受け、中銀は景気回復を支えるために7カ月ぶりに利下げした。追加利下げへの期待が後退していたこともあり、ポジティブサプライズをもたらした。これを受け、市中銀行の企業貸出の参照金利となる1年物LPRや住宅ローン金利の参照金利である5年物LPRにも一段の低下余地が生じた。但し、深刻な需要不足が改善するか、引き続き注視が必要。

地政学リスク高まるも、金利低下で反応

米ペロシ下院議長の台湾訪問を受け、中国が大規模軍事演習を行うなど、地政学リスクが強まったが、中国国債利回りは金利低下で反応。海外マネーの流出加速も観測されず、海外勢による地政学リスクを嫌気する動きは限定的。本土債券市場の長期金利は、海外中銀の利上げと国内の金融緩和の環境下、引き続きレンジ推移の継続を予想。

為替

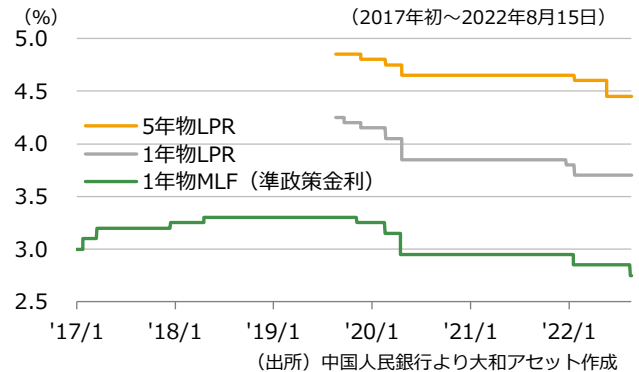
当面对米ドルでのレンジ推移を予想

人民元の対米ドルレートは、米ドル高局面でも下落幅は限定的となった。そのため、米ドル以外の通貨に対する割高感が強く、中銀発表の通貨バスケットによる実効レートは高水準で推移。今後は、通貨バスケットに含まれる日本円やアジア新興国の通貨が対米ドルで大幅に減価しない限り、実効レートが一段と上昇する可能性は低く、人民元の対米ドルレートはレンジ推移を継続すると予想。

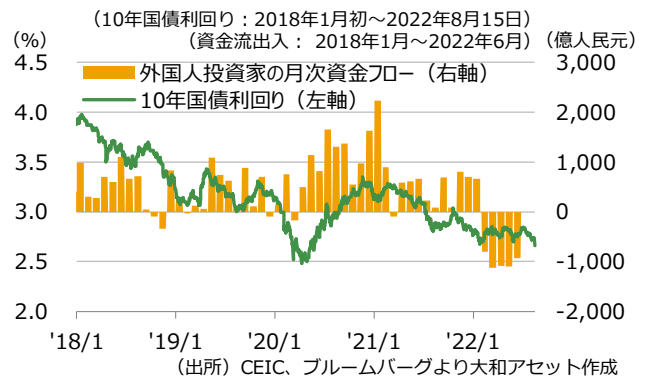
国際収支は黒字傾向

国際収支の主要項目からみた人民元のファンダメンタルズは引き続き良好。7月の貿易黒字は過去最高を記録し、外国人投資家による証券投資のフローでは、債券市場からの資金流出規模は7月の貿易黒字（共に月次）の2割程度。株式市場では5月下旬以降は概ね資金流入に転じている。国際収支から見た人民元安圧力は見当たらない。

準政策金利および貸出参照レートのLPR



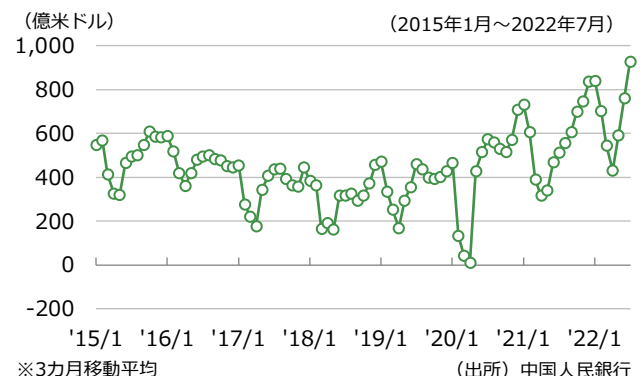
長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



貿易収支の推移





経済

財政政策により景気悪化は先送り

ここ数カ月のブラジルは、今年の実質GDP成長率に関する市場予想が上方修正され、今年末のインフレ率に関する市場予想が下方修正されている稀有な国となっている。もっともこれは、減税や現金給付の拡充など積極的な財政政策に起因するところが大きく、その反動で来年の実質GDP成長率予想は下方修正、来年末のインフレ率予想は上方修正の傾向にある。財政政策で景気悪化は先送りされる格好に。

追加の景気対策が需要を押し上げ

コロナショックからの経済の回復過程では、相対的に個人消費（需要）が強い一方、鉱工業生産（供給）の低迷が目立った。減税による燃料・通信費の引き下げに加え、8月からは低所得者向け現金給付の月400レアルから600レアルへの増額や、トラック運転手への月1,000レアル支給など追加の景気対策（期限は今年末の予定）が始まっており、相対的に強い需要を一段と押し上げることになりそうだ。

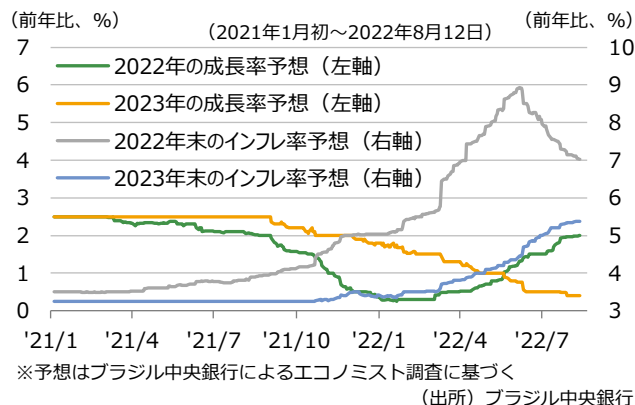
利上げの効果は未だ顕在化せず

企業・消費者信用残高の伸びは、利上げに遅行して鈍化する傾向にあるが、足元ではまだ高止まり状態。ブラジル中銀も8月の金融政策決定会合の議事要旨で、金融引き締めが信用収縮やインフレに与える影響の多くはまだ表れていないと指摘。年後半には金融引き締めの効果が顕在化するはずだが、政府の景気対策がその評価を難しくする可能性にも言及。利上げにより需要が減退するまで時間を要しそうだ。

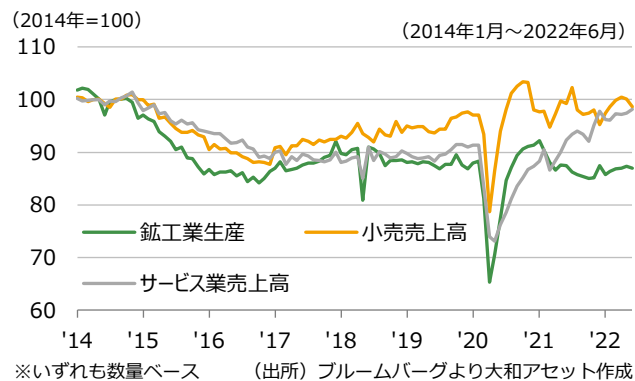
インフレ率は供給要因でピークアウト

7月のインフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は+10.07%と、6月の+11.89%から減速し、ピークアウトが確認された。このうち電気料金とガソリンだけで1.74%ptの押し下げに寄与しており、この2品目は今後数カ月でインフレ率を一段と押し下げよう。景気対策による需要の強さなど不確実性は依然として高いが、主に供給側の要因によってインフレ率は鈍化傾向で推移すると見込まれる。

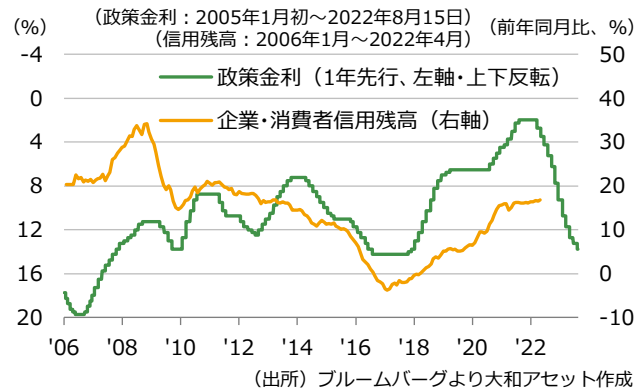
実質GDP成長率とインフレ率に関する市場予想の変化



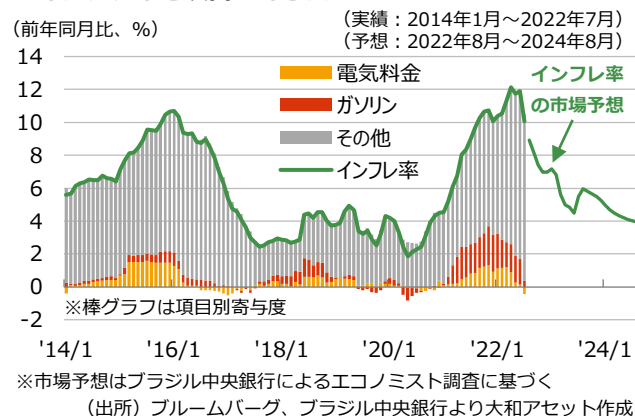
鉱工業生産と個人消費



政策金利と企業・消費者信用残高



インフレ率と項目別寄与度





債券・金利

来年以降の利下げを織り込み始める

ブラジル中銀は8月の金融政策決定会合で0.5%ptの利上げを決定し、政策金利を13.75%とした。これは当社を含め多くの市場参加者が予想していた利上げサイクルの到達点。ブラジル中銀はより小幅な追加利上げの選択肢を残したが、国債利回りは全般に低下している。仮に追加利上げがあるとしてもその幅はごくわずかである可能性が高いため、市場は来年以降の利下げを織り込み始めたと言える。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

ブラジル国債指数は、足元の国債利回り低下により、トルコを除く多くの国債指数をアウトパフォームしている。金利水準の高さ、利上げ余地（債券価格の下落余地）の小ささ、来年以降の利下げ余地（債券価格の上昇余地）の大きさなどを考慮すれば、ブラジル債券は相対的に投資妙味が高いと考えられるため、今後1年程度の見通しは「強気」を継続。

為替

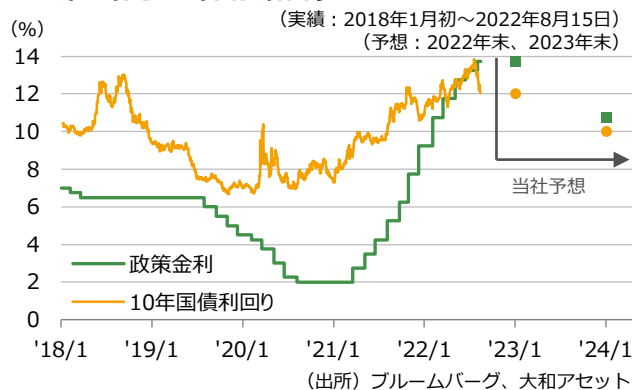
海外から株式への資金フローは不安定

ブラジル・レアル（対米ドル）は、海外からブラジル株式市場への資金フローと連動性が高い。足元では、世界経済の減速懸念で資金が流出したり、インフレのピークアウト期待で資金が流入したり、株式市場への資金フローは安定していない。また、ブラジルでは今年10月に大統領選挙を控えていることもあり、当面、株式市場への資金フローは不安定な状況が続きやすそうだ。

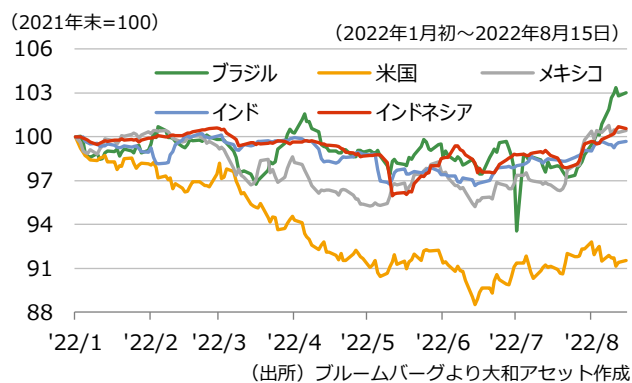
実質政策金利の高さがレアルを下支え

ブラジルは、政策金利からインフレ率を引いた実質政策金利がプラスに浮上している数少ない国の一つである。ブラジルの利上げ余地は相対的に小さいが、他国に比べてインフレ率が急速に鈍化する見通しであるため、年末までに予想される実質政策金利の上昇幅は大きい。先行きの不確実性は高いものの、実質政策金利の高さがレアルを下支えしよう。

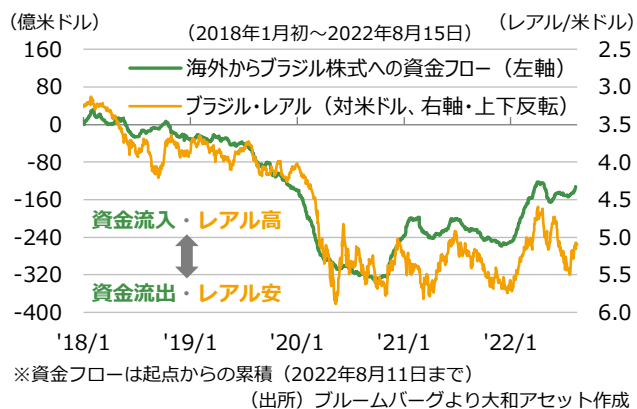
政策金利と10年国債利回り



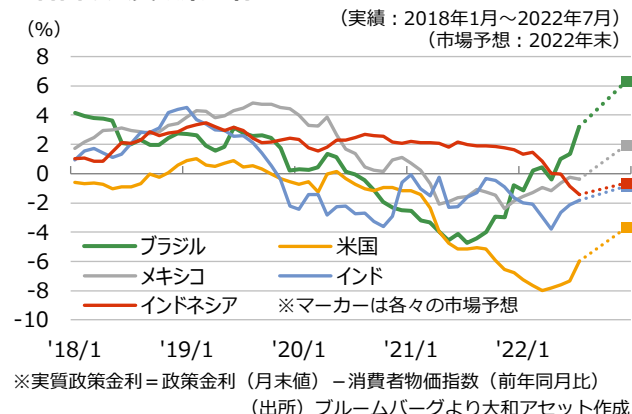
各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



各国の実質政策金利





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。IMFは4月に公表した世界経済見通し（WEO）で、昨年10月に比べ、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。

足元は企業景況感が弱まる国が増加

7月の製造業PMIは総じて景気減速を懸念させる内容。米国のリセッション懸念が燃え、米国経済との繋がりが相対的に深いメキシコやベトナム等が低下。また、高インフレのトルコやポーランド、フィリピンなどのPMIの低下も目立った。一方で、内需が強いとみられるインドやブラジルは高水準を維持。今後は資源価格の頭打ちを受け、企業マインドが改善に向かう国が増加すると予想。

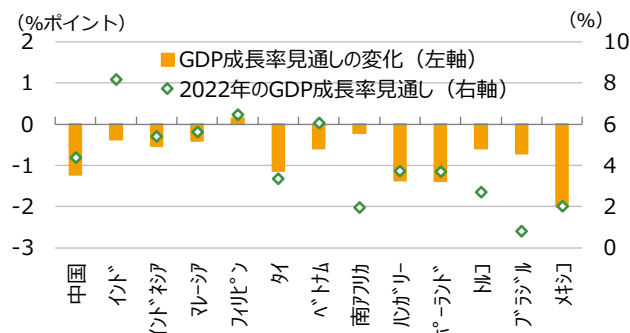
インフレピークアウトへの期待が強まる

商品市況高が多くの新興国にとって頭痛の種になっている中で、6月下旬以降の商品価格の調整は朗報と言えよう。依然として予断を許さない状況であるが、商品価格が再び大幅に上昇しない限り、前年の比較ベースが高まるため、前年同期比の伸び率でみた商品市況は鈍化に向かう。そのため、インフレ率が年後半に低下する国が増えると思われるため、新興国の政策運営の柔軟性は高まろう。

インフレ見通しは急速に低下

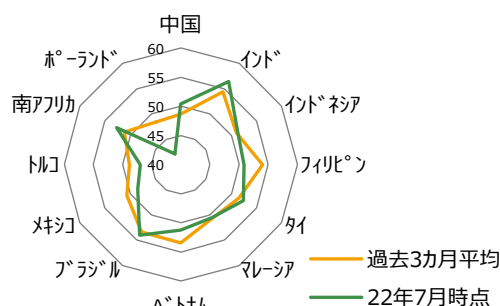
ブルームバーグのエコノミスト予測をみると、中国と南アフリカを除き、多くの国で2022年4-6月期にインフレ率がピークを付け、年後半には低下すると見込まれている。同時に、インフレ率のピーク水準でも下方修正がみられる。とりわけ、これまで積極的に利上げした国を中心に下方修正されており、利上げ幅が従来想定よりも縮小、もしくは利上げサイクル終了の前倒しが期待される内容となっている。

IMFの新興国実質GDP成長率の予測



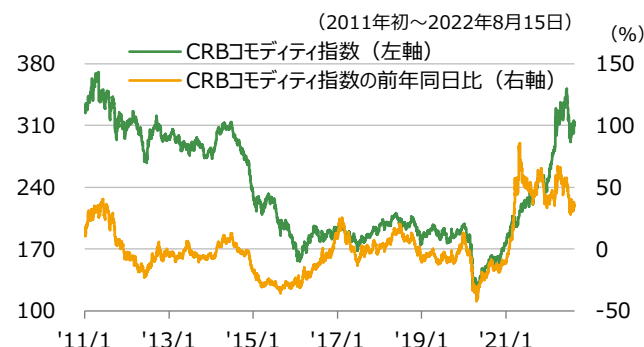
※GDP成長率見通しの変化は、「2021年10月WEO」と比較した「2022年4月WEO」での見通しの変化。※整合性を考慮し、4月のWEOを掲載
(出所) IMFより大和アセット作成

新興国の製造業PMI



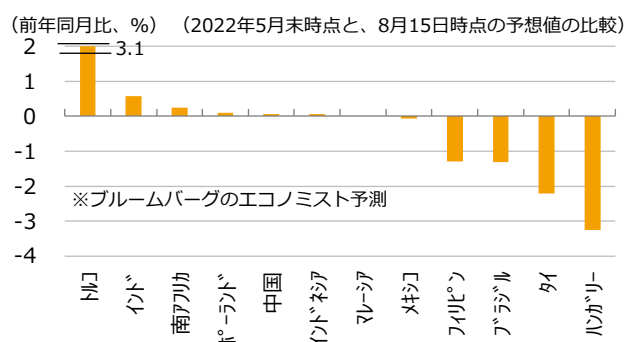
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

CRBコモディティ価格指数の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国のインフレ率のピーク水準の予想値の変化



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

直近は外部環境の改善を受け大幅上昇

足元の1カ月間は、商品市況の下落に加え、米国の利上げ幅の縮小期待を受け、リスクセンチメントが改善。中国を除き、新興国株式市場は全般に上昇。資源輸入国のインド、フィリピンのほか、先月に売られていた資源国のブラジル、インドネシアなども大きく上昇。米国の景気後退が来年半ば以降と予想される中、目先は差し迫った不安材料は後退し、新興国株式市場の上昇余地はあると考えられる。

米ドル高一服がバリュエーションの支え

米ドルと新興国株のバリュエーションには、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。足元は米ドルインデックスの上昇が一服したことを受け、新興国のバリュエーションの切り上がりが進行。新興国のバリュエーションが割安なこともあり、当面上昇の余地もあると考えられる。

個別国のバリュエーションは魅力的

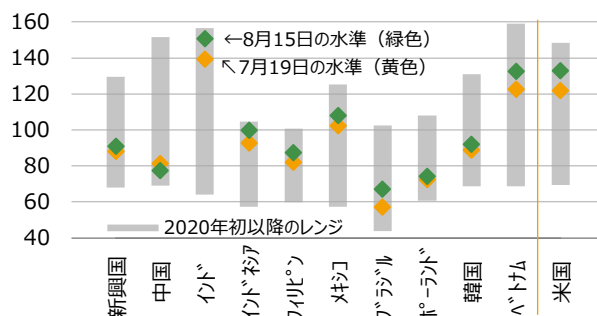
新興国の国別のバリュエーションをみると、インドが急速に切り上がっていることを除き、殆どの主要新興国が過去平均を下回る水準にあり、割高感は見られず。ASEAN諸国の一部はコロナ禍からの景気回復に出遅れたこともあり、EPSに関しても上方修正余地は比較的大きい。リスク回避の流れの中でも相対的な堅調さを見せたASEAN株式市場に引き続き注目。

注目度が高まるインドネシア

足元の資源価格の反落を受け、資源国のインドネシアでは、ジャカルタ総合指数が史上最高値近辺から一旦調整。但し、インフレ懸念が限定的で景気に配慮した金融政策を継続することや、構造改革の進展期待などが下支え材料となり、下落幅は限定的と言える。バリュエーションが低水準にあることや、相対的な株価の堅調さが注目を集め、追い風は続くと思われ。

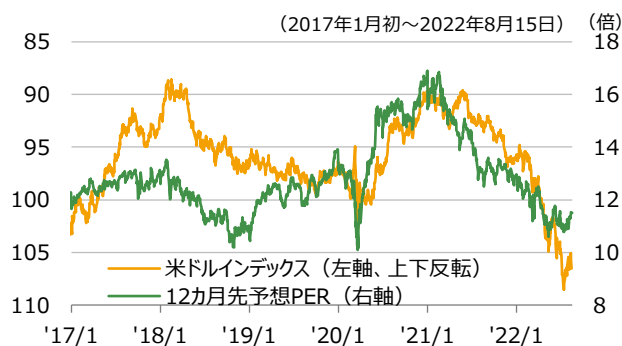
新興国と米国の株式市場の変化

(縦軸は2019年末=100)



※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

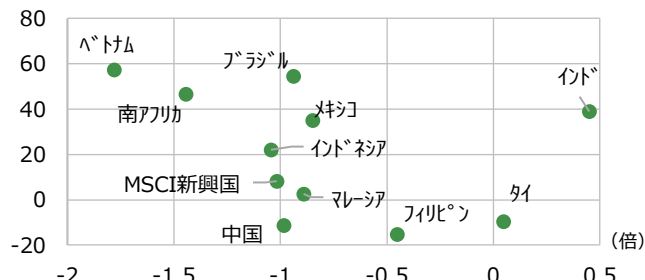
ドルインデックスと新興国株のバリュエーション



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

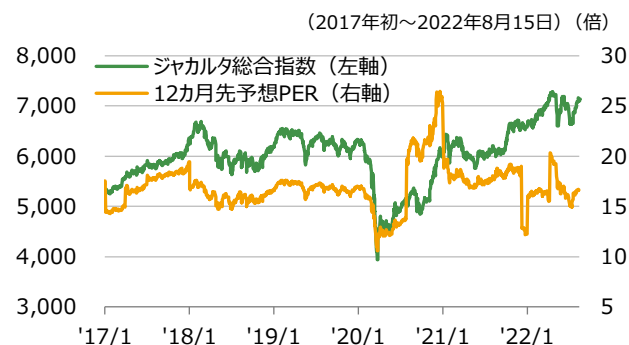
主要新興国の12カ月先予想EPSおよびPER

※縦軸は、12カ月先予想EPSのコロナ禍以降の変化率 (2022年8月15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およびバリュエーション



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

商品市況の調整を好感し、金利低下

直近1カ月の新興国の現地通貨建て債券市場では、商品市況の調整などを受け、米国と同様にインフレピークアウトの期待が強まり、利上げ幅の拡大が懸念されていたブラジルやポーランドなどを中心に大幅に金利低下。今後は、商品市況が大幅に上昇しない限り、インフレがピークアウトする可能性は高まっており、多くの国が2023年前半までに利上げサイクルを終了する可能性が視野に入った。

インフレ率が急低下する国に注目

新興国のインフレ率は、年末に向けてほとんどの国が低下すると見込まれるが、その中でも特にトルコやブラジル、メキシコ、ハンガリー、タイなどの低下幅が大きいと見込まれている。これらの国は今後相対的に早く利上げサイクルを終了する可能性が高く、目先は金利低下しやすいと考えられる。

リート（アジア先進国含む）

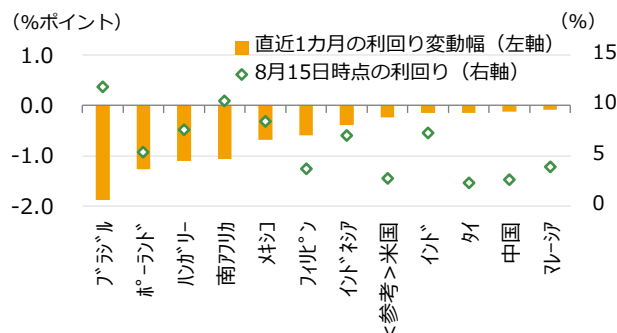
金利低下などを背景に上昇

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、7月半ばから8月半ばにかけて先進国を中心とした金利低下などを背景に上昇推移。シンガポールでは、オフィスや商業施設、物流施設と多くのセクターで好調な業績動向が確認できたこともポジティブな材料。ただ今後は負債調達コスト上昇の影響が顕在化してくることもあり、強固なバランスシートを持ち、成長を持続できるセクターや銘柄に注目したい。

相対的に魅力的なバリュエーション

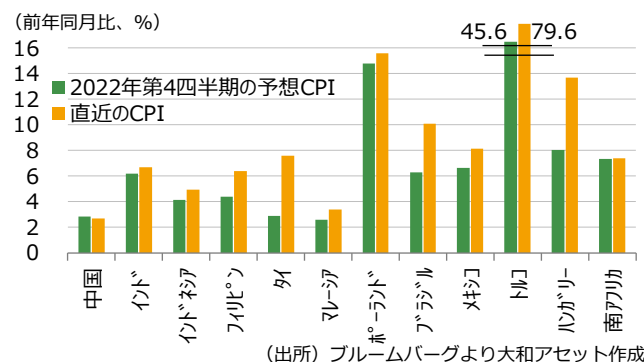
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は低下傾向となったが、リーートの負債調達コストはコロナ後の金融緩和環境と比較して大きく上昇している。今後は上場リート市場においても実物不動産市場においても、割高・割安の判定が重要になってこよう。予想配当利回りと長期金利の利回り差においては、当地域のバリュエーションは相対的に割安。

直近1カ月間の新興国債利回りの変化



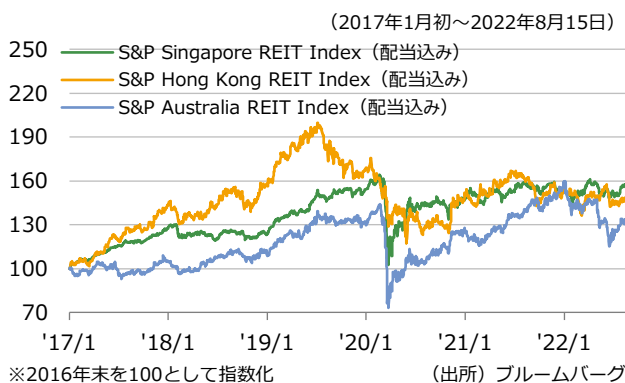
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国インフレ率の直近の値と3カ月以降予想値の比較

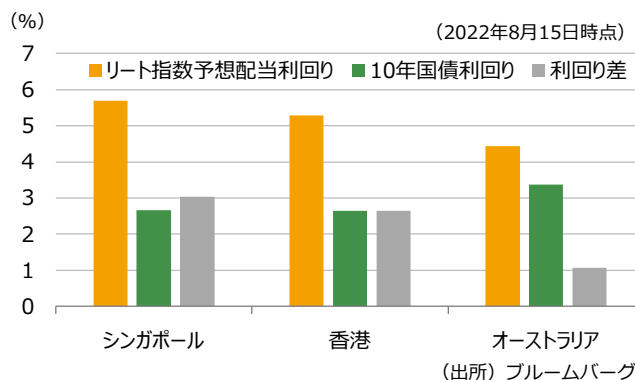


（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

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

インフレ局面での売りの巻き戻し進むか

直近1カ月間の新興国通貨は、米ドル高が一服したことを好感し、多くが対米ドルで増価。特に、今までのリスク回避の局面で大きく売られたブラジルや南アフリカ、タイなどの通貨の買戻しが目立つ。今後は商品市況次第であるが、目先はインフレピークアウトの期待、米経済の底堅さなどが支えとなり、新興国の通貨にも、短期的にはインフレ局面での売りの巻き戻しが進む可能性が高いと考えられる。

新興国への資金フローは流入へ転換

米国と同様に、新興国でもインフレピークアウト期待が高まったことが好感され、海外勢による新興国への資金が流入へ転換。特に、原油輸入への依存度の高いインドやタイ、ベトナムなど、今まで商品高局面で売られていた国への資金が流入に転じた。今後は新興国のインフレピークアウトの確度が高まれば、一段と資金が流入する可能性が高まろう。

貿易収支の動向は依然通貨選別に影響

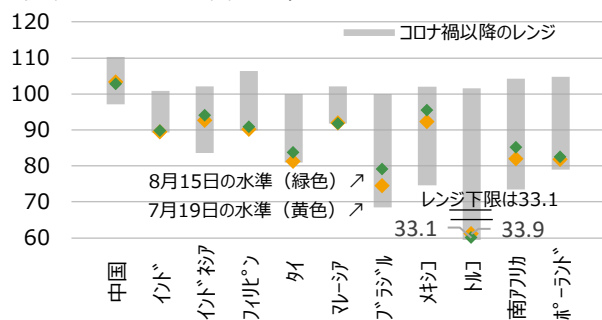
足元の資源価格は下落傾向にあるものの、水準自体はコロナ前によりも遥に高く、資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化は当面続くと予想。資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は貿易黒字を確保する一方で、資源輸入国のインド、トルコ、フィリピン等において大規模な貿易赤字が続く可能性が高い。引き続き貿易収支の動向、観光業の回復状況等により通貨の選別が続こう。

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年も個別色の強い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。足元は、通貨安を阻止するために、アジアの一部の国も積極的な利上げ姿勢に転換。インフレピークアウトの期待が浮上するも、新興国の中で利上げ幅に差が付く状況が続こう。為替市場では依然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

新興国市場への海外マネーの流入

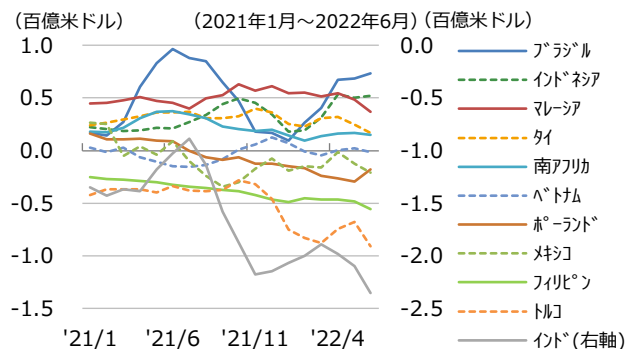
(億米ドル) (2020年初～2022年8月15日)



※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支

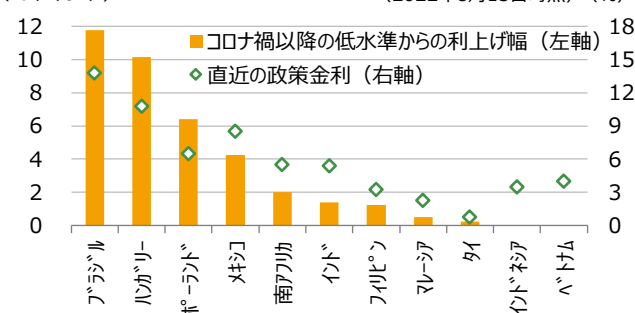


※3カ月移動平均

(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

(%ポイント) (2022年8月15日時点) (%)



(出所) ブルームバークより大和アセット作成



原油

今年末の予想値を下方修正

ロシアのウクライナ侵攻後に強まった供給不足への懸念が和らいでいることを受け、WTI原油先物価格の今年末の予想値を110米ドルから90米ドルに引き下げた。一方、OPECプラスの増産余地が限られることや、各国の石油備蓄放出が一巡することに加え、世界的な景気後退は避けられるとの想定の下では、更なる大幅な下落の可能性も低いとみられるため、来年末の予想値は90米ドルで据え置く。

足元の下落は主に供給要因

NY連銀の分析によれば、6月半ば以降の原油価格の下落は主に供給要因であることが分かる。ロシアやリビアの産油量回復、米国を中心とした各国の石油備蓄放出などが原油価格の下落に寄与しているようだ。一方、需要要因の寄与は小さい。景気悪化による需要減少が懸念されているが、価格下落が需要を下支えするほか、天然ガスの不足・価格高騰が原油への需要移転を促す可能性が反映されている模様。

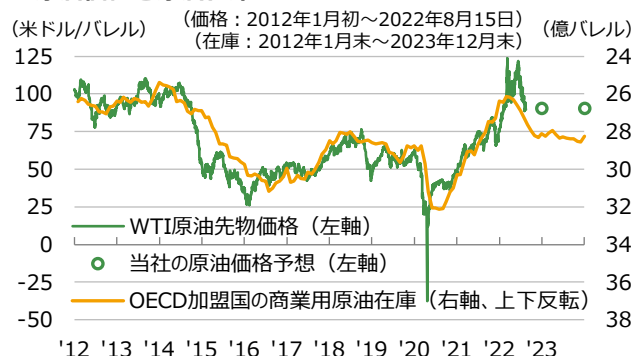
予想外にロシアの産油量が回復

足元でロシアの産油量が予想外に回復している。中国やインドだけでなく、中東への原油輸出を増やしているようだ。目先は各国の備蓄放出などもあって供給不足への懸念は小さい。ただし、欧州がロシアからの原油輸入を絞ることで、年末から来年にかけてロシアの産油量は減少すると予想されるほか、価格下落を受けて備蓄放出の動機も乏しくなるため、供給要因による下落圧力は持続しづらいだろう。

価格下落が需要を刺激するか

2月下旬以降のガソリン価格急騰を受け、米国のガソリン需要は過去の平均を下回って推移。とりわけ6月に全米平均ガソリン価格が5米ドル/ガロンを超えると、ガソリン需要は急減した。その後はガソリン価格が下落傾向となり、節目の4米ドル/ガロンを下回った。価格下落が需要を刺激するのであれば、需要減少懸念による価格下落も持続しない可能性が高いため、需要が持ち直すかに注目したい。

原油価格と原油在庫

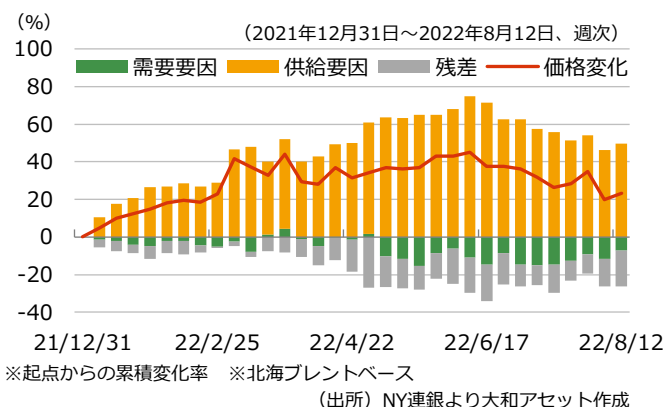


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

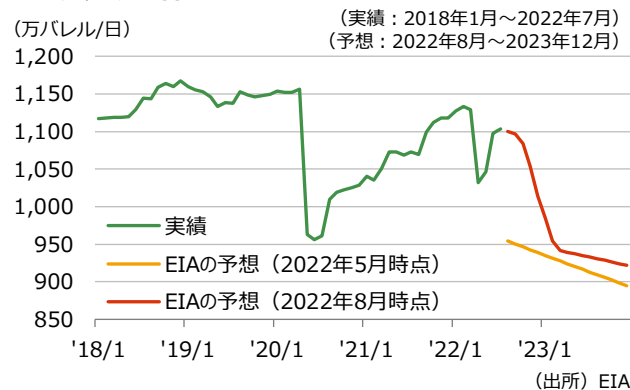
※原油在庫の2022年8月以降はEIAの予想

(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

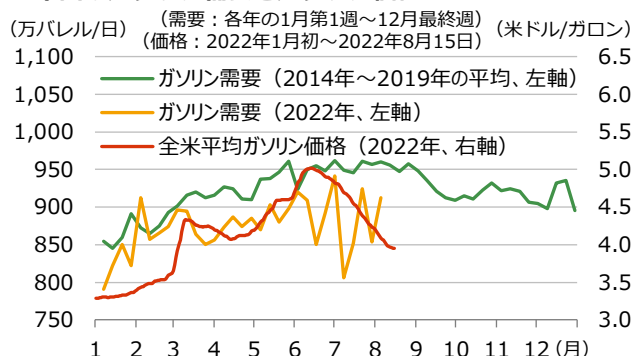
原油価格の変動要因分解



ロシアの産油量



米国のガソリン需要とガソリン価格



※2022年のガソリン需要は8月第1週まで

(出所) EIA、ブルームバーグより大和アセット作成



金

実質金利のプラス推移が重荷

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にある。これは「名目金利が上昇すれば金価格が下落しやすく、インフレ懸念が高まれば金価格が上昇しやすい」ことを表し、定性的にも納得できる関係と言える。インフレ抑制の確信が得られるまでFRBの金融引き締め姿勢が緩む可能性は低く、実質金利は低下しづらい環境が続くそう。そのため、当面の金価格は上値の重い展開が続くと見込む。

短期的には期待インフレ率に連動

米実質金利を10年国債利回りと10年期待インフレ率に分解すると、足元では10年期待インフレ率の方が金との連動性が高い。4月以降は低下基調にあった期待インフレ率が過去1カ月では上昇に転じ、金価格も反発した。しかし現状では、期待インフレ率が上昇すれば、それを抑制するためにFRBは金融引き締め姿勢を一段と強化する可能性が高く、インフレ期待の上昇は長続きしないだろう。

ETFからの資金流出が継続

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。過去1カ月で金価格は反発したが、先物の買いが主導した上昇とみられ、金ETFからの資金流出は続いている。ETF市場では、コロナショック後に高値掴みした投資家のポジションが多く残っているため、資金流入の傾向に転じるためには相当な材料が必要になろう。インフレが沈静化し、実質金利のマイナスが許容される環境になることが待たれる。

需給バランスは供給超過

金の需給バランスは、今年1-3月期の需要超過から4-6月期に再び供給超過となった。ETFの買い越しが売り越しに転じた影響が大きい。米ドル高による現地通貨建ての価格上昇やインフレによる購買力低下により、インド・中国などの宝飾品需要が大きく増加する期待が乏しいため、需給の均衡にはETFへの継続的な資金流入が必要であろう。需給バランスの観点からもETFへの資金フローが注目される。

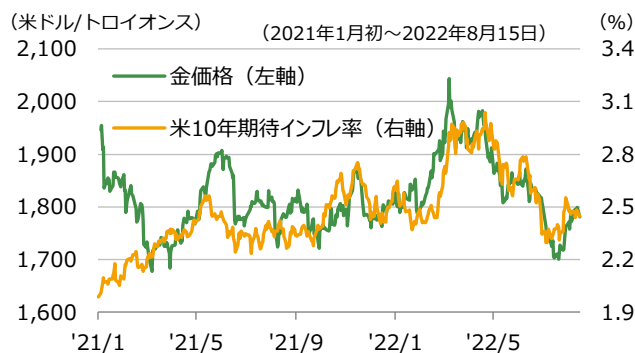
金価格と米実質金利



※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

金価格と米10年期待インフレ率



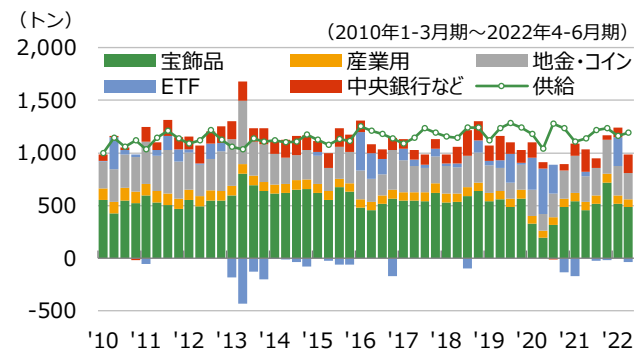
(出所) ブルームバーグ

金価格と金ETFの残高



(出所) ブルームバーグ

金の需給バランス



※棒グラフは需要

(出所) World Gold Councilより大和アセット作成

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	足元ではCPIなど実際の物価指標においても上昇率のピークアウトが見られ始めたことから、インフレ上振れが継続するリスクはやや後退してきた。但し、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化や、国際経済からのロシア外し、コロナ感染の再拡大、欧州での熱波にみられるような異常気象などが、インフレ率を再び押し上げるリスクは残る。その一方、米国を中心に各国はインフレ抑制のための景気下振れはやむなしとの姿勢でハイペースの金融引き締めを継続しており、景気腰折れリスクは増している。株式市場は今後、実体経済の悪化が重荷となる可能性がある。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。資源国以外の新興国では、インフレ上振れの場合、株・債券・通貨全般に売り圧力が強まろう。逆に景気腰折れの場合は、株・通貨は売られようが、債券は買われる可能性。
中間選挙等での米国政治情勢の混迷	中	中	中	米国中間選挙での民主党の苦戦が予想されている。そのこと自体は市場も一定程度織り込み済みだろうが、その結果としてのバイデン政権のレイムダック化による政策の停滞と、トランプ前大統領の復権へのお墨付き獲得とによる、将来的な米国、あるいは国際社会の方向性への不透明感を現時点で市場が織り込むには至っていないと思われる。トランプ氏についても、2021年1月の議会襲撃への関与や機密文書の扱いについて議会や司法省からの追求を受けており、米国の政治や社会情勢が今後ますます混沌としてくる可能性がある。中間選挙が近づいてくるにつれ、そのような不透明感が様々な市場で投資家のリスク回避姿勢の強まりをもたらす恐れがある。
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、経済正常化により株価は上昇、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、供給制約が強まり、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、新たな変異株が発生し後者のリスクが高まる可能性も。先進国を中心に強い行動制限は実施しないウィズコロナが常態化しつつあり、以前に比べると経済活動への影響は小さくなってきている。しかし、中国では引き続きゼロコロナ政策が強力に実施されており、且つ断続的・局地的に感染拡大が発生しているため、感染状況次第では国内外の経済に大きな下押し圧力を与える恐れが残る。
半導体需給の不安定化	中	中	中	引き続き自動車関連では半導体不足が指摘されており、生産台数が伸び悩んでいる。裾野の広い自動車産業の停滞長期化は、先進国・新興国問わず、景気の下押し圧力になろう。また、一方、これまでの需給逼迫を受けてユーザーが二重・三重に発注をかけている可能性があり、事業環境が多少でも悪化すれば、発注取り消し→過剰生産→過剰在庫→生産調整と、需給バランスが一気に逆転するリスクがある。実際、一部の関連企業からは今後の半導体需給悪化を予想する声も出始めており、半導体関連株は先行して調整が進んでいる。
ウクライナ情勢	小	大	大	ウクライナ情勢については、ロシアの侵攻が停滞し始めている点が停戦への兆候と言えなくはない。ただ、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すると想定されるため、不透明感が残存しよう。経済・市場にとっての上振れリスクはロシア軍の撤退などによる緊張緩和だが、これは当面望み難い。下振れリスクは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、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、その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。
米中関係	小	大	大	ペロシ下院議長を訪台を受けて、米中の緊張が一段と高まった。元々ウクライナ情勢における中国のロシア支援で緊張が高まっていたが、追加で台湾問題が焦点になってきたことで、米中とも妥協の余地が小さくなっている。中国は秋の共産党大会を控え、政治・経済・社会の安定を図るためにも本来は対外的な緊張を避けたいとみられるが、それ以上に国内から対外的に弱腰とみられることを避ける必要が出て来ており、緊張緩和が困難になりつつある。一時、米国上場中国株の上場廃止問題や米国による対中関税に関し、双方の経済的メリットを勘案して対立緩和を図る動きもあったが、実現は難しいだろう。米中対立は日本にとっても経済面では大きなリスク要因といえる。

※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		8/15	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	2.50%	0.75	2.25	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	0.00%	0.50	0.50	0.40
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	2.50%	0.00	2.25	0.75
豪州	キャッシュ・レート	1.85%	0.50	1.75	0.85
中国	1年物MLF金利	2.75%	-0.10	-0.20	-0.55
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.50	8.50	7.75
英国	バンク・レート	1.75%	0.50	1.65	1.00
インド	レポ金利	5.40%	0.50	1.40	0.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	0.00	-2.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	8.50%	0.75	4.00	0.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	8.00%	-1.50	1.50	0.75
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-5.00	-5.75

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		8/15	1カ月	1年	3年
米国		2.79%	-0.13	1.51	1.26
ドイツ		0.90%	-0.23	1.37	1.61
日本		0.19%	-0.05	0.16	0.42
カナダ		2.70%	-0.38	1.51	1.60
豪州		3.36%	-0.04	2.15	2.48
中国		2.67%	-0.12	-0.23	-0.35
ブラジル		12.04%	-1.36	1.32	4.57
英国		2.02%	-0.07	1.44	1.61
インド		7.29%	-0.15	1.05	0.66
インドネシア		7.08%	-0.31	0.71	-0.41
メキシコ		8.47%	-0.58	1.50	1.41
ロシア		8.84%	-0.23	1.78	1.41
トルコ		15.82%	-1.95	-0.92	0.88

		直近値	期間別変化率		
株価指数		8/15	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	33,912	8.4%	-4.5%	32.6%
	S&P500	4,297	11.2%	-3.8%	50.9%
ユーロ圏	STOXX 50	3,790	9.0%	-10.4%	15.4%
日本	日経平均株価	28,872	7.8%	3.2%	41.5%
	TOPIX	1,985	4.9%	1.5%	33.8%
中国	MSCI中国	66.46	-3.3%	-29.8%	-9.3%
インド	MSCIインド	2,066	10.3%	8.3%	64.4%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,266	10.0%	21.4%	2.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,274	8.1%	-6.1%	30.1%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		8/15	1カ月	1年	3年
米ドル		133.32	-3.8%	21.7%	25.6%
ユーロ		135.48	-3.0%	4.8%	14.9%
カナダ・ドル		103.29	-2.9%	18.0%	29.6%
豪ドル		93.63	-0.5%	15.9%	30.2%
人民元		19.57	-4.6%	15.6%	30.0%
ブラジル・リアル		26.17	2.2%	25.3%	-1.6%
英ポンド		160.71	-2.2%	5.7%	25.3%
インド・ルピー		1.67	-3.8%	12.9%	12.0%
インドネシア・ルピア		0.90	-2.1%	18.7%	21.6%
フィリピン・ペソ		2.39	-3.5%	9.4%	18.6%
ベトナム・ドン		0.57	-4.4%	17.8%	24.1%
メキシコ・ペソ		6.72	-0.5%	21.9%	24.2%
ロシア・ルーブル		2.18	-10.6%	45.5%	35.4%
トルコ・リラ		7.42	-6.7%	-42.3%	-61.0%

		直近値	期間別変化率		
リート		8/15	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	23,829	11.8%	0.5%	23.4%
日本	東証REIT指数	2,028	3.7%	-5.3%	-1.3%

		直近値	期間別変化率		
商品		8/15	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	89.41	-8.4%	30.6%	64.1%
金	COMEX金先物価格	1,781	4.6%	0.3%	17.2%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

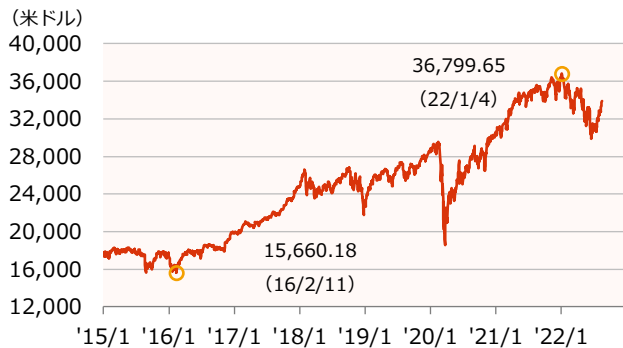
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

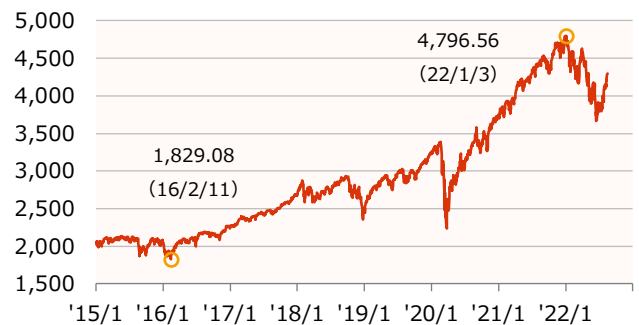
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



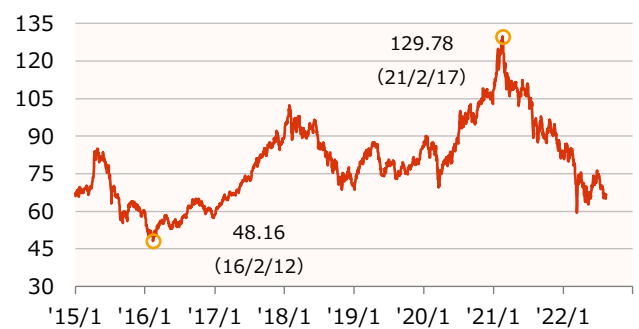
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



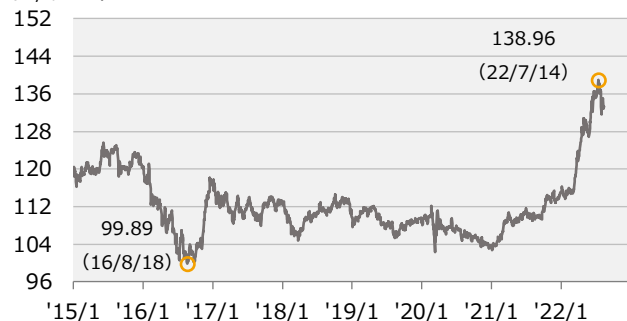
※グラフの期間は2015年1月初～2022年8月15日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

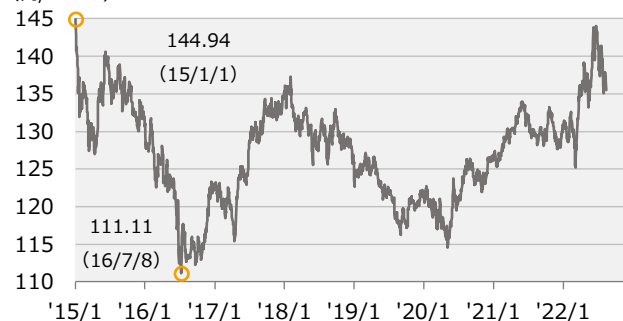
米ドル

(円/米ドル)



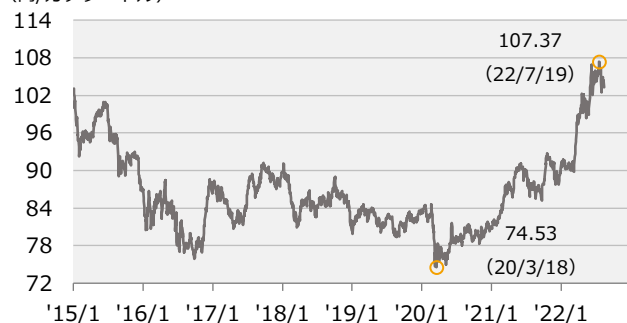
ユーロ

(円/ユーロ)



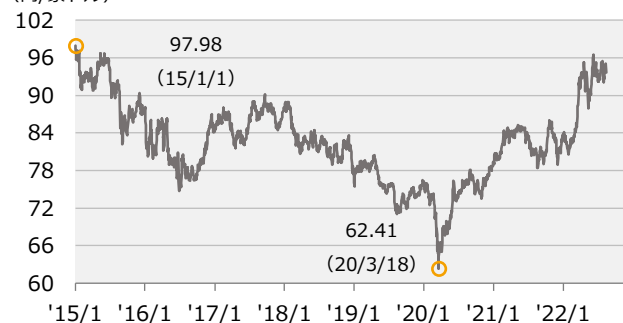
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



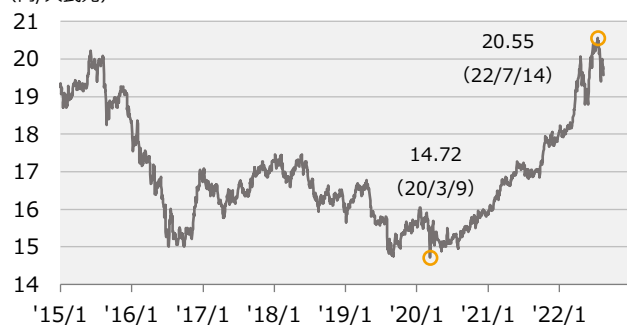
豪ドル

(円/豪ドル)



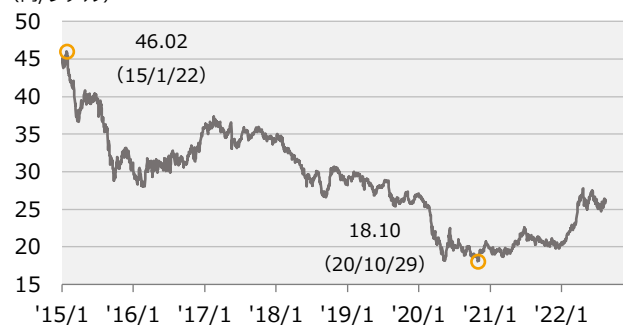
中国人民元

(円/人民元)



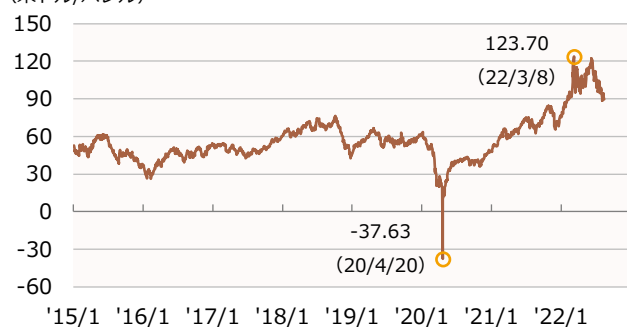
ブラジル・レアル

(円/レアル)



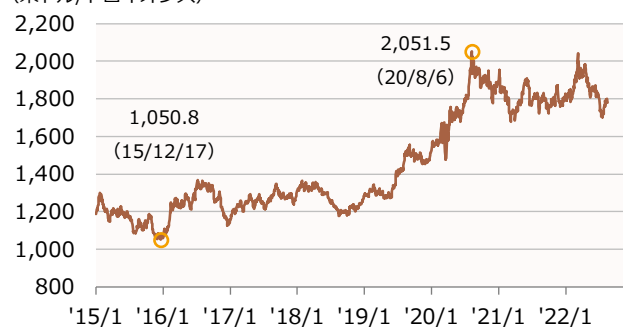
WTI原油先物価格

(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8月15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	-6.3	5.4
日本	-0.2	-4.5	1.7
カナダ	1.9	-4.8	4.5
豪州	2.0	-2.2	4.8
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（縮小）	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	主要リファイナンス金利	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	3.25~3.50%	1.25% (中銀預金金利1%)	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2022年のFOMCでは、9月に0.50%ポイント、11・12月に0.25%ポイント利上げを予想。2023年は0.25%ポイントの利上げを想定 2022年9月からバランスシートの縮小額を拡大	2022年7月1日に資産買入れを終了 2022年9月以降の年内3会合で追加利上げ。9月の中銀預金金利は0.5%ポイントの利上げで、他は0.25%ポイントの利上げを想定	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	9月	●沖縄県知事選（11日） ●日銀金融政策決定会合（21-22日） ●安倍晋三元首相の国葬儀（27日） ●日中国交正常化50周年（29日）	●ECB理事会（8日） ●スウェーデン総選挙（11日） ●第77回国連総会（NY、13-30日） ●FOMC（20-21日） ●イタリア総選挙（25日）	●OPECプラス会合（5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）
	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） ●ASEAN首脳会議（カンボジア、11-13日） ●G20首脳会議（インドネシア、15-16日） ●APEC首脳会議（タイ、18-19日） ●サッカー・ワールドカップ（カタール、21-12月18日） ●中国共産党七中全会、一中全会（未定）
	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	●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●FOMC（31日-2月1日）	●カナダ金融政策決定会合（25日） ●中華圏旧正月（22日）
	2月		●ECB理事会（2日）	●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●中国共産党二中全会（月内）
	3月	●両宮日銀副総裁任期（19日） ●若田部日銀副総裁任期（19日） ●日銀金融政策決定会合（9-10日）	●ECB理事会（16日） ●FOMC（21-22日） ●米一般教書演説（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（8日） ●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（27-28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（12日）
	5月	●G7首脳会議（広島、19-21日）	●ECB理事会（4日） ●FOMC（2-3日）	●RBA理事会（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日）	●ECB理事会（15日） ●FOMC（13-14日）	●RBA理事会（6日） ●トルコ総選挙（18日） ●ハッジ開始（28-7月3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（月内）
	7月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●FOMC（25-26日） ●ECB理事会（27日）	●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（12日）
	8月		●米ジャクソンホール会合（月内）	●RBA理事会（1日）

当資料のお取り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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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、IPEF：インド太平洋経済枠組み、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8月15日）

（発行日：2022年8月19日）

Daiwa Asset Management