



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

12

DEC. 2021

Page

01 見通しサマリー

03 世界経済・金融市場見通し

04 早見表 主要資産の見通し

05 早見表 主要国 - 予想値

06 早見表 その他の国々 - 予想値

07 各国経済・金融市場見通し

07. 米国/ 11. ユーロ圏/ 14. 英国/ 15. 日本
19. カナダ/ 21. 豪州/ 23. 中国/ 25. ブラジル
27. その他の新興国等

31 商品市場見通し

31. 原油/ 32. 金

33 付録 データ集

33. 当面のリスク要因
34. 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率
35. 株価指数・リート指数 - 推移
36. 為替レート・商品価格 - 推移
37. 経済指標 - 過去3年実績値・各国金融政策
38. タイムテーブル

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



加速するインフレと長期金利・株価

- I 過去1カ月の特徴を2つ挙げるとすれば、1つは先進各国で利上げ織り込みが一気に進んだこと（日本を除く）。もう1つは市場が利上げ織り込みを加速させる中でも各国の長期金利と株価が安定していること。
- I リスクシナリオは現在想定されていないシナリオが実現するときで、米国の場合、①来夏以前の利上げ、②四半期に一度（年4回）ではなく、年5回以上の利上げ、を織り込みに行くケースが考えられる。

 米国	- 経 … 経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。 - 株 … 量的緩和縮小決定を無難に通過、増税懸念の後退により株価調整リスクが後退。 - 債 … 量的緩和の縮小は来年半ばに終了、初回利上げは2023年1-3月期を想定。 - リ … 業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。 - 為 … 利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。
 ユーロ圏	- 経 … 新型コロナ感染再拡大の影響は限定的。実質GDPは2022年にコロナ前の水準超えへ。 - 株 … 新型コロナ感染再拡大は注視も、株価が大きく下落するには至らないと予想。 - 債 … ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。 - 為 … リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。
 日本	- 経 … 緊急事態宣言解除で内需急回復。実質GDPは2022年後半に消費増税前の水準へ。 - 株 … 内需回復への注目は継続、相対的に割安なバリュエーションも魅力。 - 債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。 - リ … 年明け以降の公募増資の増加と需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。 - 為 … 海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。

表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 労働市場の順調な回復や過剰貯蓄の取り崩しなどによる個人消費主導の成長局面。
- 債 … 2022年の利上げ開始が近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。
- 為 … 商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。



豪州

- 経 … ゼロコロナ志向からの脱却に成功し、年末から来年にかけて景気は急回復。
- 債 … 2023年の利上げ開始が近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。
- 為 … 利上げが米国に遅れることは織り込み済み。良好なファンダメンタルズが見直されよう。



中国

- 経 … 景気低迷が来年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。
- 株 … 政策支援を受ける産業等、構造改革の恩恵を受けるテーマに注目。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。
- 為 … 目先は当局が輸入インフレ抑制のために元高を容認する可能性があり、上値トライも。



ブラジル

- 経 … 短期的には供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制し、潜在成長率を下回る。
- 債 … 高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。
- 為 … 政治リスクはくすぶるものの、高金利政策の継続とインフレ率の沈静化が支え。

2021年12月
SERIES

世界のつながり



地域特有の風習や文化などを通じて、
様々な心のつながり(絆)をご紹介します。



祭事から感じるつながり ドイツのクリスマスマーケット

人口全体の50%以上がキリスト教を信仰しているドイツでは、クリスマスイブまでの約4週間、各都市の広場でマーケットが開催されます。ドイツの冬の天気の良い、夜の長さを、華やかなライトアップと人々の賑わいが明るく彩ります。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げ織り込みの加速

過去1カ月の特徴を1つ挙げるとすれば、先進各国で利上げ織り込みが一気に進んだこと（日本を除く）。例えば、米国の場合、2年国債利回りは来秋以降四半期に一度のペースでの利上げという、想定される中での最速ペースを織り込んでいる。その背景は、インフレ圧力がますます高まっているからで、需要サイド・供給サイド双方の要因による。

強制貯蓄と供給制約

需要サイドは、コロナ禍での「強制貯蓄」が旺盛な需要を喚起している。供給サイドは、サプライチェーンの混乱等により供給（生産）に制約がかかっている。もっとも、供給制約は時間とともに解消することが見込まれる。しかし、その期間が長期化していることから、賃上げや価格転嫁等へ波及する二次的影響が懸念される状況にある。

金融市場

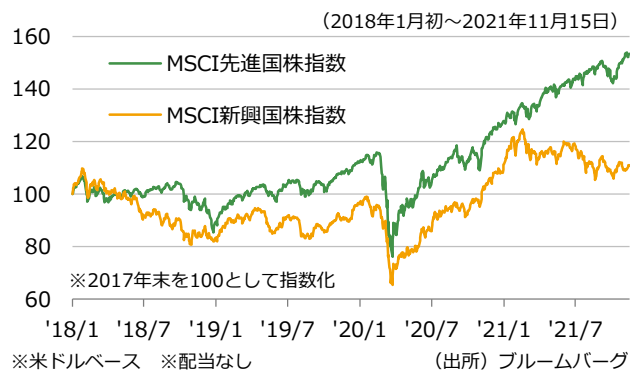
安定する長期金利と株価

市場が利上げ織り込みを加速させる中でも各国の長期金利と株価が安定していることが、もう1つの特徴である。より早めの利上げが行われることで将来のインフレ上振れが抑制されることが長期金利の上昇を抑制している。また、価格転嫁ゆえにインフレ圧力が高まっているとも言え、企業（株価）の観点ではマージンが確保されていることを意味する。

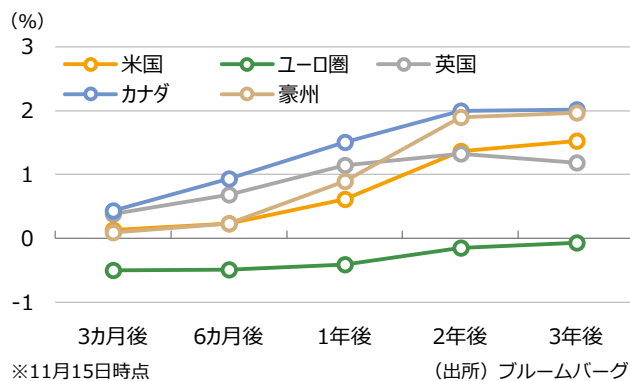
リスクシナリオは？

もともと想定していたリスクシナリオは、利上げ等が株式などのリスク資産のバリュエーション調整を引き起こすこと。しかし、前述の通り、長期金利が上昇していないこともあり、株価も安定している。追加的なリスクシナリオは現在想定されていないシナリオが実現するときで、①来夏以前の利上げ、②四半期に一度（年4回）ではなく、年5回以上の利上げ、を織り込みに行くケースが考えられる。

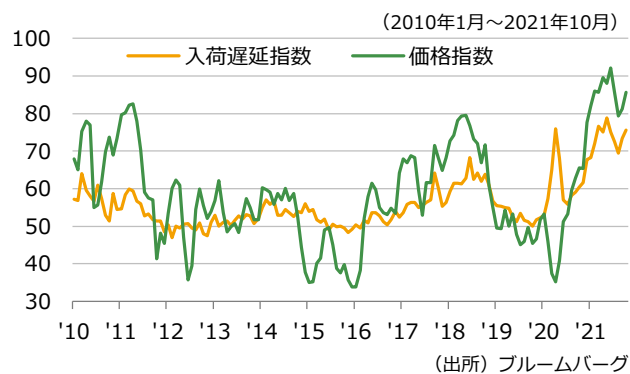
世界株式



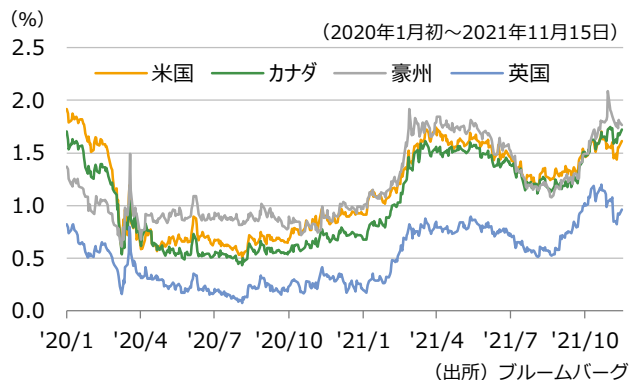
市場が織り込む将来の政策金利の水準



米ISM製造業：入荷遅延指数と価格指数



先進国の10年国債利回り



主要資産の見通し（今後1年程度）

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。新型コロナ感染再拡大の影響は限定的。実質GDPは2022年にコロナ前の水準超えへ。緊急事態宣言解除で内需急回復。実質GDPは2022年後半に消費増税前の水準へ。労働市場の順調な回復や過剰貯蓄の取り崩しなどによる個人消費主導の成長局面。ゼロコロナ志向からの脱却に成功し、年末から来年にかけて景気は急回復。景気低迷が来年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。短期的には供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制し、潜在成長率を下回る。
	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				量的緩和縮小決定を無難に通過、増税懸念の後退により株価調整リスクが後退。新型コロナ感染再拡大は注視も、株価が大きく下落するには至らないと予想。内需回復への注目は継続、相対的に割安なバリュエーションも魅力。政策支援を受ける産業等、構造改革の恩恵を受けるテーマに注目。中期的な上昇余地は大きい。足元は高いバリュエーションに注意。経済活動の再開や中長期的な構造改革等により、上昇余地は大きい。経済活動の再開や、中期的にインフラ投資が加速する期待等で上昇余地あり。割高感が乏しく、経済活動の再開や好調な輸出等を受け、一段の上昇余地あり。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
	ベトナム				

債券	米国				量的緩和の縮小は来年半ばに終了、初回利上げは2023年1-3月期を想定。ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。2022年の利上げが近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。2023年の利上げが近づき短中期金利は上昇も、長期金利は1%台後半中心のレンジ。米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。量的緩和は年末で終了へ。2022年中の利上げが見込まれ、長期金利は1%前後で推移。物価上昇圧力と金利正常化への懸念を受け、中期的には金利上昇圧力が高い。追加利下げの可能性が後退し、金利が動く場合は上昇方向へ進む。インフレ率や米国の金融政策をにらみながら断続的な利上げへ。長期金利には上昇圧力。利上げサイクルは終盤戦。インフレが落ち着けば来年の利下げ開始を織り込む展開に。高水準のインカムゲインが期待できる一方、拙速な利下げが中長期金利の低下を抑制。
	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				業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。年明け以降の公募増資の増加と需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
	日本				

商品	原油				需給バランスは足元の需要超過から来年は供給超過に転じ、下落圧力が強まる。米国は金融政策の正常化局面に入り、金価格は上値の重い展開が続く。
	金				

※現地通貨建てでの期待リターン・リスク・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

為替	米ドル				利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。利上げが米国に遅れることは織り込み済み。良好なファンダメンタルズが見直されよう。目先は当局が輸入インフレ抑制のために元高を容認する可能性があり、上値トライも。政治リスクはくすぶるものの、高金利政策の継続とインフレ率の沈静化が支え。インフレ懸念に伴う利上げ期待と金利上昇が債券高要因に。景気減速が債券安リスク。資源価格上昇への懸念や、中銀のルビー売りの介入等を受け、上値は限定的。政策金利の低位推移期待が上値を抑える一方で、経常収支の改善が下支えに。国際収支がおおむね均衡すると予想し、割高感も解消されたことで、レンジ推移を予想。米国の為替操作国認定の解除とともに、政府が通貨上昇を容認する姿勢を継続しよう。供給問題により輸出は不安定も、海外労働者送金の増加や利上げ期待が通貨を下支え。インフレ抑制に向けた積極的な利上げが追い風だが、エネルギー価格の反落に要注意。相対的な高インフレ体質の継続、中銀の信認低下により、通貨には減価圧力。
	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

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
米国	-3.4	5.5	4.2	2.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.75 ~ 1.00	0.91	1.6	1.7	1.7
ユーロ圏*1	-6.4	5.3	3.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.57	-0.2	-0.2	-0.2
日本	-4.6	1.8	2.7	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.0	0.0	0.0
カナダ	-5.3	5.3	4.0	2.5	0.25	0.25	0.75	1.25	0.68	1.6	1.7	1.7
豪州	-2.4	4.3	3.6	3.0	0.10	0.10	0.10	0.50	0.97	1.7	1.7	1.8
中国	2.3	8.2	5.8	5.6	2.95	2.95	2.95	2.95	3.15	3.2	3.0	3.0
ブラジル	-4.1	5.0	0.5	1.9	2.00	9.25	10.75	8.25	7.31	10.5	9.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末		実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
米国	30,606	36,200	37,700	40,600	米ドル	103.25円	112円	113円	112円
NYダウ	7.2%	18.3%	4.1%	7.7%		-4.9%	8.5%	0.9%	-0.9%
米国	3,756	4,700	4,890	5,210	ユーロ	126.18円	132円	133円	132円
S&P500	16.3%	25.1%	4.0%	6.5%		3.6%	4.6%	0.8%	-0.8%
欧州	3,553	4,350	4,490	4,710	カナダ・ドル	81.13円	91円	94円	92円
STOXX 50	-5.1%	22.4%	3.2%	4.9%		-3.0%	12.2%	3.3%	-2.1%
日本	27,444	30,500	32,500	34,500	豪ドル	79.47円	86円	89円	91円
日経平均株価	16.0%	11.1%	6.6%	6.2%		4.2%	8.2%	3.5%	2.2%
日本	1,805	2,070	2,180	2,340	中国人民元	15.89円	17.4円	18.2円	18.4円
TOPIX	4.8%	14.7%	5.3%	7.3%		1.8%	9.3%	5.0%	0.7%
中国	108.58	105	123	130	ブラジル・レアル	19.89円	21.5円	23.1円	21.5円
MSCI	26.7%	-3.3%	17.1%	5.7%		-26.3%	8.1%	7.4%	-6.9%

	リート			
	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
米国	18,543	24,000	26,500	28,600
NAREIT指数	-8.0%	29.4%	10.4%	7.9%
日本	1,784	2,100	2,200	2,300
東証REIT指数	-16.9%	17.7%	4.8%	4.5%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
英国	1.4	6.8	4.1	2.5	0.10	0.10	0.25	0.50	0.20	1.0	1.0	1.0
インド*1	4.0	9.8	6.5	6.6	4.00	4.00	4.25	5.00	5.87	6.5	7.0	8.0
インドネシア	-2.1	3.7	6.0	5.8	3.75	3.50	3.75	4.50	5.89	6.5	7.5	8.0
フィリピン*2	-9.6	4.2	6.3	6.5	2.00	2.00	2.25	3.00	1.83	2.3	2.5	3.0
ベトナム	7.0	2.0	6.5	6.7	4.00	4.00	4.00	4.50	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	6.0	2.9	2.5	4.25	5.25	5.50	6.00	5.55	7.2	7.4	7.5
ロシア	-3.0	4.5	2.5	2.5	4.25	8.00	7.50	6.00	6.27	7.4	7.0	6.8
トルコ	2.0	8.3	3.0	4.1	17.00	15.00	14.00	14.00	12.42	18.0	16.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末		実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
インド	1,600	1,900	2,200	2,350	英ポンド	141.15円	154円	152円	150円
MSCI	16.8%	18.7%	15.8%	6.8%		-2.0%	9.1%	-1.3%	-1.3%
インドネシア	6,597	6,450	7,350	7,800	インド・ルピー	1.41円	1.49円	1.47円	1.47円
MSCI	-9.5%	-2.2%	14.0%	6.1%		-7.1%	5.4%	-1.3%	0.0%
ベトナム	1,104	1,340	1,500	1,600	インドネシア・ルピア*3	0.739円	0.800円	0.785円	0.767円
VN指数	14.9%	21.4%	11.9%	6.7%		-5.7%	8.3%	-1.9%	-2.3%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.20円	2.17円	2.15円
						0.1%	2.5%	-1.4%	-0.9%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.496円	0.514円	0.523円
						-4.5%	10.9%	3.6%	1.8%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.46円	5.38円	5.21円
						-9.5%	5.2%	-1.5%	-3.2%
					ロシア・ルーブル	1.40円	1.58円	1.54円	1.49円
						-20.4%	13.2%	-2.5%	-3.2%
					トルコ・リラ	13.9円	11.1円	10.4円	9.9円
						-23.8%	-20.2%	-6.3%	-4.8%

※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

(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

コロナ後の自律的な景気回復の素地は大

実質GDPは2020年7-9月期以降プラス成長を続け、2021年4-6月期にコロナ前の水準を上回った。他国に比して効果的であった金融緩和や迅速で大規模な財政政策が寄与したと考えられる。先行きについて、今後政策効果は低減するが、堅調な雇用市場、貯蓄の累積や資産効果を背景とした個人消費が主導する形で、自律的な景気回復が期待されるという見方は変わっていない。

ポイント① 供給制約解消の行方

ISM景況感指数などで確認される企業の景況感は良好なまま。10月も製造業・非製造業ともに60を上回った。とりわけ非製造業は66.7に上昇し、統計開始以来の最高を記録。サプライチェーンの混乱により、入荷遅延指数が総合指数を押し上げている面もあるが、需要そのものが強いことが示唆される。ただ、10月の時点でも供給制約解消の兆しが見られず、むしろ悪化方向。

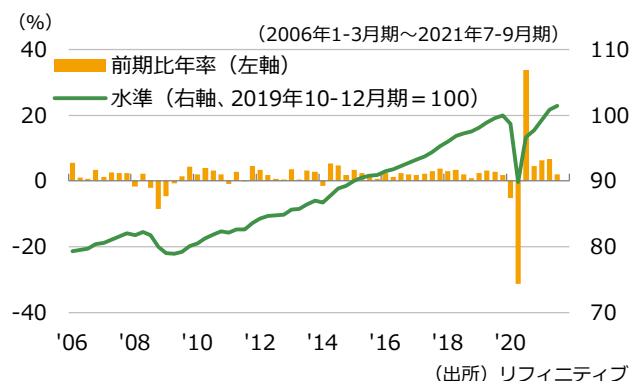
ポイント② 最大雇用の達成時期

10月の失業率は9月の4.8%から一段と低下して4.6%に。9月FOMCで示された、FRBの今年末の失業率予想4.8%を明確に下回った。また、先行き月間+30万人の雇用増ペースを続けた場合、利上げの要因の1つである「最大雇用」を来年前半にも達成する。一方で、供給制約の象徴とも言える、自動車製造や輸送・倉庫業の雇用者数が大幅増となり、労働市場では供給制約解消の兆しもうかがえる。

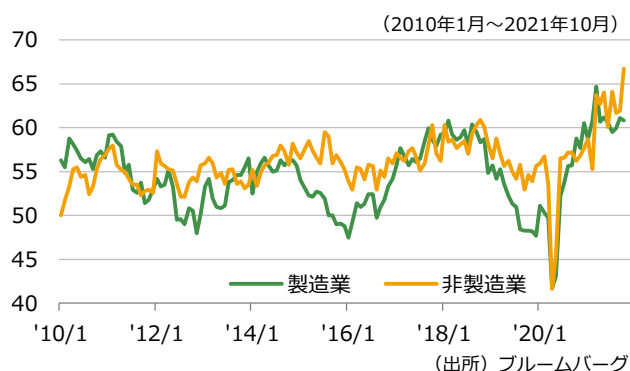
ポイント③ インフレの持続性

10月のCPIは「強烈な上振れ」。コア指数の前年比は4.6%まで上昇し、これは1991年以来の高水準。ポイントは、①経済活動再開による一過性の物価上昇とされた、中古車やホテル価格等が再度上昇に転じたこと、②インフレの持続性の点で鍵を握る帰属家賃が前年比3.1%と、伸び率を加速させていること、③物価上昇に拡がりが見られること。つまり、「インフレ上振れは一過性の要因」とは最早言えず。

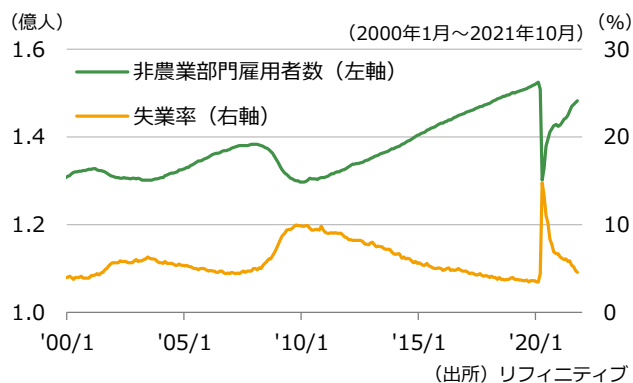
実質GDP



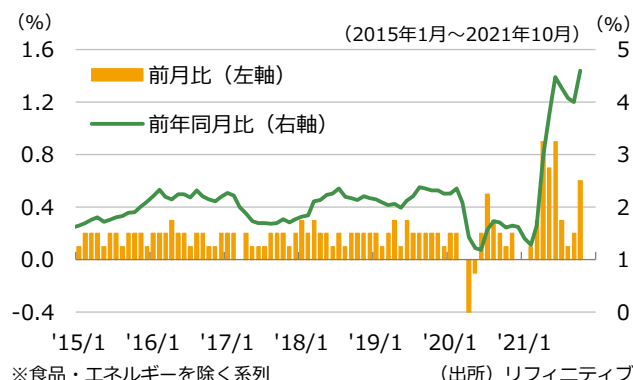
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数（コア）





株式

中立に引き上げ

米国株の判断を中立に引き上げる。量的緩和の縮小開始決定のイベントを無難に通過したことに加え、米国固有のリスク材料であった法人増税やキャピタルゲイン増税のリスクが後退したことを評価した。2022年は利上げ開始時期が相場の主題になることが予想されるものの、1990年以降、利上げ開始前の段階で相場が大きく崩れたケースはなく、まずは上記懸念材料の解消を評価するべき局面と考える。

経済対策規模と増税規模が共に縮小

10月28日に米国政府はビルド・バック・ベターフレームワークを公表。従来3.5兆米ドルとされていた経済対策の歳出規模を1.75兆米ドルに縮小した。この歳出に対応した歳入計画は右図の通りであり、大企業に対する15%の最低課税などが主なものとなった。株式市場が懸念していた法人税率の引き上げやキャピタルゲイン税の税率引き上げは項目から削除されており、懸念は大きく後退した。

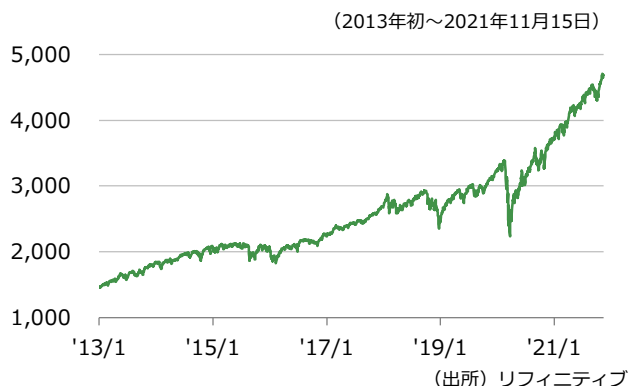
利上げ開始前に大幅下落の可能性は低い

右図は過去の利上げ局面前後の米国株の動きを見たもの。利上げ開始後に米国株が強含むことはよく知られている。一方、利上げ開始前の動きはまちまち。ジリ高もあれば、上値が重い場合も見られる。しかし、利上げ開始前の局面であるため、景気そのものは良く、相場が大きく崩れるには至っていない。高バリュエーションのリスクはあるものの、押し目買いも入りやすい局面と考える。

消費者物価まで波及し易い点はプラス

インフレに対する市場の懸念は強いものの、企業業績に与える観点で考えれば、各物価変動の波及度合いに注目するべきと考えている。米国は輸入物価や生産者物価の上昇が最終的に消費者物価まで波及し易い傾向がある。これは特定の産業がコスト増により大きく業績を悪化させるリスクが相対的に低いことを示唆しており、株式市場全体で見ればインフレに対して一定の耐性を備えていると評価出来る。

S&P500の推移



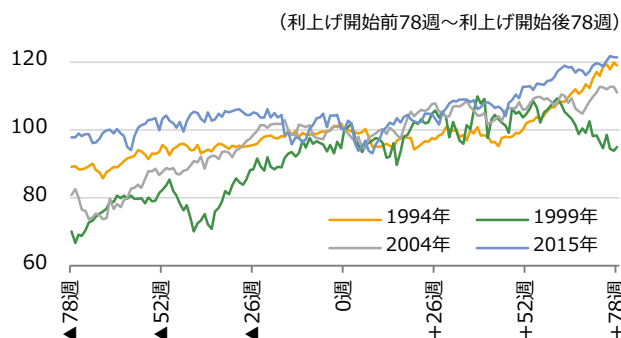
ビルド・バック・ベター法案における歳入増計画

項目	歳入増額 (億米ドル)
大企業に対する15%の最低課税	3,250
自社株買いに対する1%の課税	1,250
グローバル最低課税の適用	3,500
高額所得者に対する付加税率の適用	2,300
高所得の自営業者に対する税の抜け穴への対処	2,500
高所得の自営業者における損金算入の制限	1,700
内国歳入庁によるタックス・ギャップ縮小への取り組み	4,000
処方薬におけるリベートルールの廃止	1,450
合計	19,950

※2021年10月28日時点

(出所) ホワイトハウスより大和アセット作成

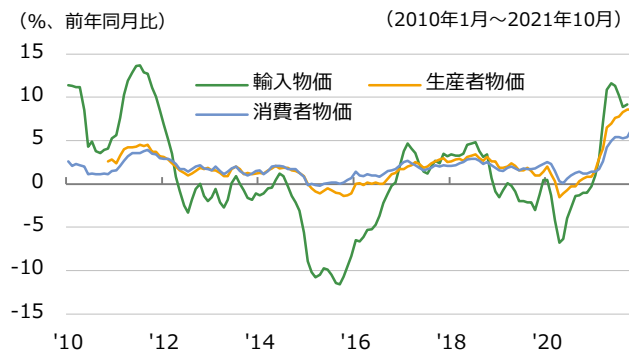
初回利上げとS&P500指数



※最初の利上げを決定した直後の週末を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各種物価指数の推移



※輸入物価指数の直近は2021年9月

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

FRBは量的緩和の縮小を決定

11月FOMCでは量的緩和の縮小を決定。今後毎月、国債は100億米ドル、MBSは50億米ドルずつ買入量を減額し、来年6月半ばに量的緩和を終了させる見込み。もっとも、それは市場の事前想定通りで、長期金利が急上昇するといった波乱は無し。FRBは量的緩和の縮小決定を無事に通過し、先行きは市場参加者にとってより関心が高い、利上げに関する発言が増えてくることが想定される。

市場は最速ペースでの利上げを織り込む

10月のCPIが大幅に上振れたこともあり、最早インフレ上振れは一時的か否かは注目ではなく、利上げ前倒しが市場のコンセンサスとなっている。もっとも、市場は来秋以降、四半期に一度のペースで利上げという、想定される中での最速ペースを織り込んだ状態にあるため、更にインフレが上振れしたとしても、追加的な利上げ織り込みの余地は限定的。

リート

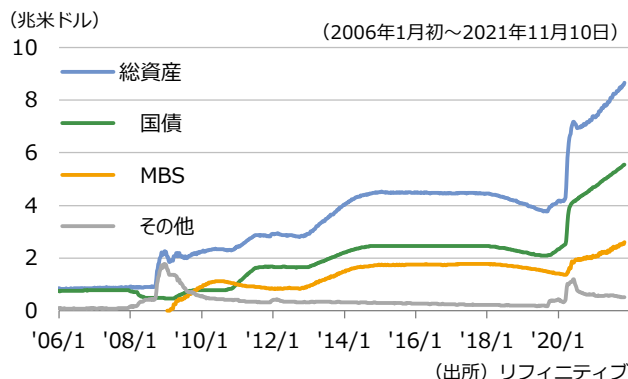
好調な業績動向を背景に上昇

米国リート市場は、10月半ばから始まった7-9月期の決算においておおむね好調な業績動向が確認されたことなどから上昇。今期決算では幅広いセクターで賃料上昇が確認された。特に需要が堅調な個人向け貸倉庫や物流施設、戸建て住宅などで上昇が顕著。今後は賃料上昇を受けて需要が鈍化しないかや、また若干出遅れ感のあるオフィスやヘルスケアの賃料動向などに注目が集まる。

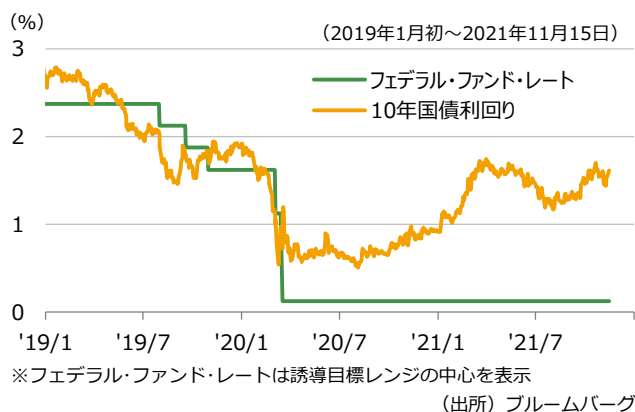
長期金利の上昇は一服

9月後半から始まった長期金利の上昇は一服。ただインフレは過熱気味で今後も長期金利の動向には注意を払いたい。緩やかな金利上昇であればリート市場への影響は軽微なものにとどまろう。業績面では、インフレを追い風に広範な賃料上昇が始まっており、今後もリート市場がインフレの恩恵を享受できるか注目。

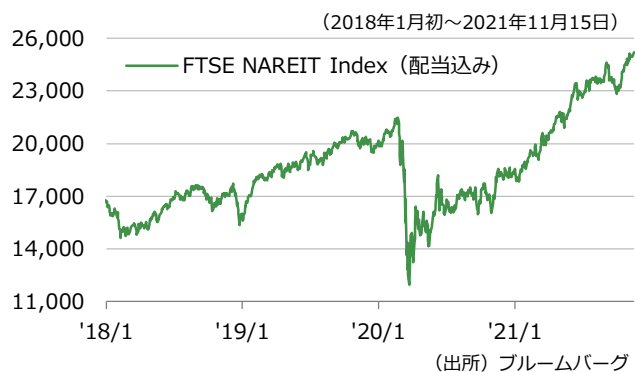
FRBの総資産残高と内訳



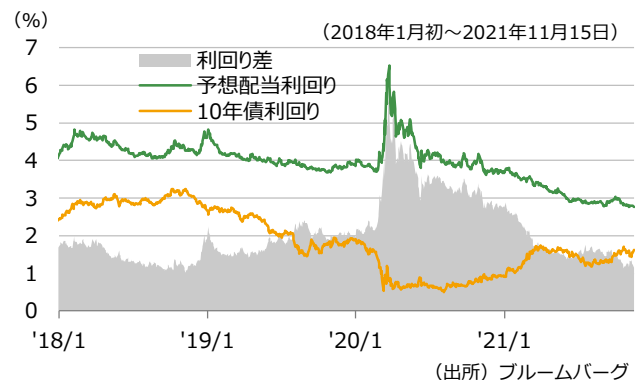
政策金利と長期金利



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

日米金利差拡大で米ドル円堅調

日米5年国債金利差と米ドル円は高い連動性を示してきた。同金利差は4月以降、0.8～1.0%程度で推移してきたが、9月以降は1%を超えて拡大し、米ドル円が上昇した。日米金利差拡大に比べて米ドル円上昇が大きかった局面は、リスクオンの円安が影響した。ただ、最近はクロス円が全般に円高傾向に転じているので、米ドル円は日米金利差の動きに比べて上昇しにくい状況へと変化している。

米実質金利は米ドル円上昇を抑制

今年8～9月は、米国の実質金利が日本に比べ上昇し、米ドル円上昇の一因となった。ただ、日米実質金利差は4月や6月に比べて高い水準にはならず、米ドル円を大きく上昇させる要因とはならなかった。10月以降は、米国の名目金利が上昇しても実質金利の上昇は進まず、最近になって再び実質金利が低下している。米実質金利の面からは米ドル円の上昇が進みにくい状況にあると言える。

インフレ期待上昇で実質金利が低下

米国の期待インフレ率は今年5月以降、上昇が止まり落ち着いていたが、10月以降に再び上昇した。エネルギーに限らず幅広い品目で価格が上昇し、供給制約によるインフレへの懸念が高まったためだ。一方、米国の実質金利は10月以降に低下している。供給制約によるインフレはコストを高め、成長期待を押し下げやすいので、過度にインフレ期待が高まると実質金利が低下しやすいと考えられる。

実質的にも米ドル高・円安が進行

BIS実質実効為替レートを見ると、米国は今年上昇し、9月時点で2000～2019年平均を7%上回る。一方、ユーロ圏は同平均を3%下回り、日本は24%も下回る低水準にある。相対的に米国の物価が上昇し、日本の物価が下落するなかで米ドル高・円安が進んだため、実質的にも円安が進み、日本の実質実効為替は2015年6月の安値に迫っている。日本経済へのプラスとマイナスの不均衡が拡大している。

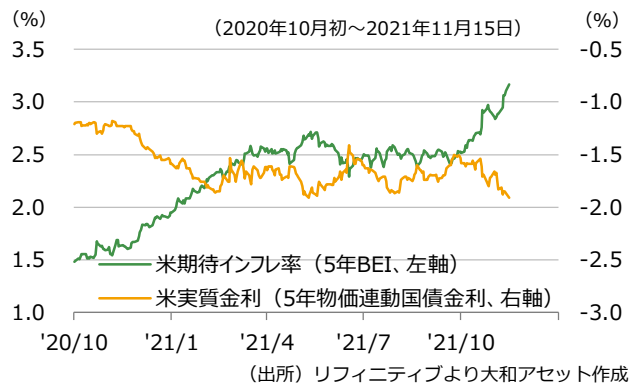
日米5年国債金利差と米ドル円



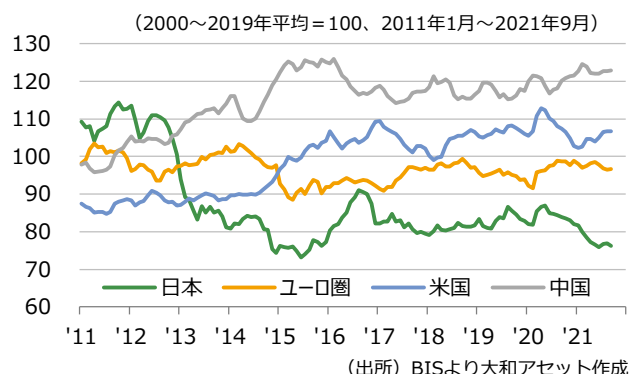
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



実質実効為替レート





経済

実質GDPはコロナ前の水準へ接近

実質GDPは4-6月期の前期比2.1%、同年率8.7%に続き、7-9月期も前期比2.2%、同年率9.1%の高成長となった。新型コロナウイルスの新規感染者数が減少して経済再開が進んだことが成長に寄与し、実質GDPはコロナ前の水準に迫っている（2019年10-12月期を100として99.47に到達）。ただし、新型コロナ感染が再拡大しているので、10-12月期の経済成長ペースは鈍化する可能性が高そうだ。

企業景況感の改善ペースに天井感

ユーロ圏のマークイットPMIは製造業が10月にかけて4カ月連続で低下し、サービス業も3カ月連続で低下した。新型コロナウイルスの新規感染が8～9月に減少するなかで企業景況感が悪化したのは、供給制約が原因と見られる。半導体不足がドイツの自動車生産を抑制するなどの影響もあり、景況改善ペースに天井感が出てきた。当面は、新型コロナ感染再拡大の悪影響が出てくるかが注目される。

雇用情勢の改善で個人消費は堅調

失業率は2020年3月の7.1%をボトムに、同年8月には8.6%まで上昇したが、その後は低下基調で推移。今年9月には7.4%まで低下しており、コロナ前の水準が視野に入ってきた。また、実質小売売上高は月ごとの変動が大きいものの、コロナ前のトレンドにほぼ回帰している。目先は新型コロナ感染再拡大の悪影響が懸念されるものの、雇用情勢の改善とともに個人消費は堅調な展開を見込む。

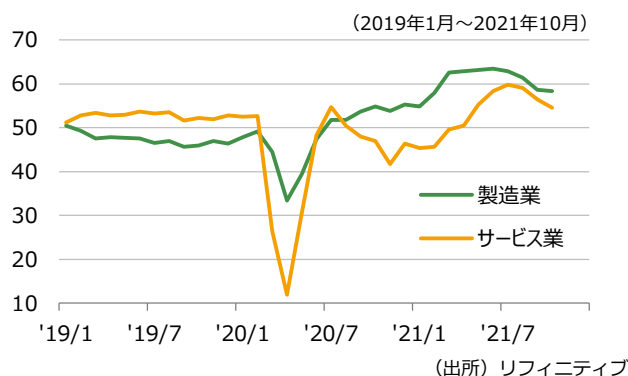
インフレ率の上振れは一過性か

10月消費者物価指数は総合で前年同月比4.1%、コアで同2.1%と、9月の各3.4%、1.9%から上昇が加速。エネルギー市況の上昇、経済活動再開の進展、時限的な付加価値税引き下げの反動、供給制約の強まりなどが影響した。当面は高いインフレ率が続きそうだが、一過性の要因も多いので、インフレの持続性は乏しいと見込む。ただ、インフレ期待が高まると、インフレが持続しやすくなるだろう。

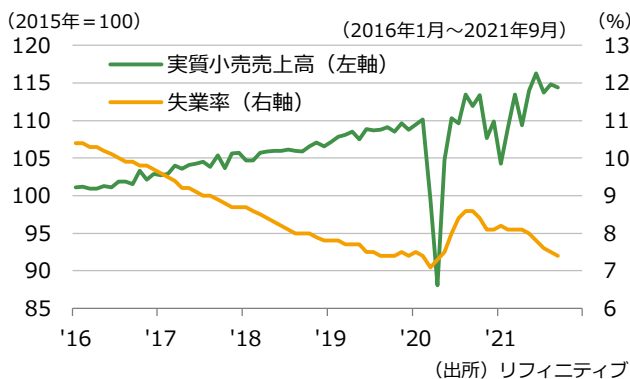
実質GDP



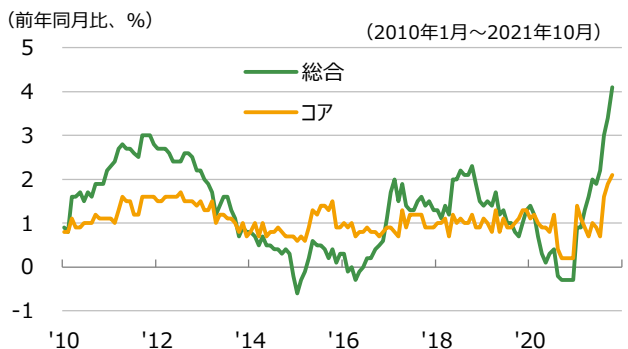
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

（出所）リフィニティブ



株式

中立スタンスを継続

直近1カ月はほぼ米国株に沿った動きとなり、先進国中で良好なパフォーマンス。一部で部材不足の影響などがあったものの、欧州企業決算が総じて底堅い内容であったことなどが寄与した。足元で新型コロナウイルスの新規感染者数が増加し、一部の国で行動制限措置が取られた点はリスク要因も株価が大きく下落するには至らないと予想。一方、独自の上方向の材料にも乏しく、中立スタンスは継続する。

感染者数は増加も入院者数は抑制的

欧州主要国の新型コロナウイルスに係る新規入院者数を見ると過去ピークに対しては依然低い状況。オランダは直近ピークの半分を超えた段階で行動規制に踏み切ったものの、その他の国はまだ低い。ドイツが10月末時点で直近ピークの3割程度となっている点は注視が必要であるものの、欧州全体に行動制限措置が再び広がる状況にはないとみている。

債券・金利

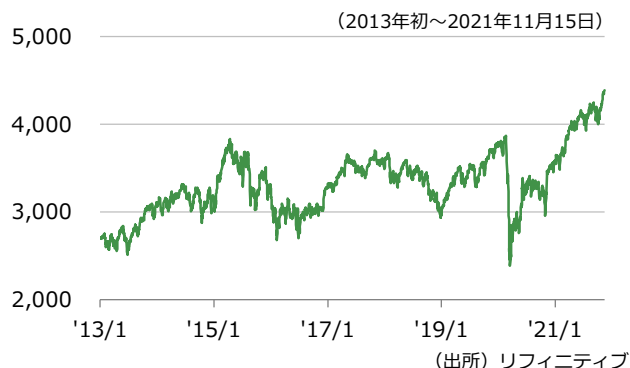
PEPPは2022年3月で終了か

ECBは10月理事会で、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）での資産購入を4-6月期、7-9月期より適度に減額しても良好な金融環境を維持できるとした。2022年3月にPEPPを予定通り終了するかについては12月に決定が先送りされたが、インフレ懸念があるなかで終了の可能性は高いと思われる。仏中銀総裁はPEPP終了後も資産購入の柔軟性を持たせるべきと主張している。

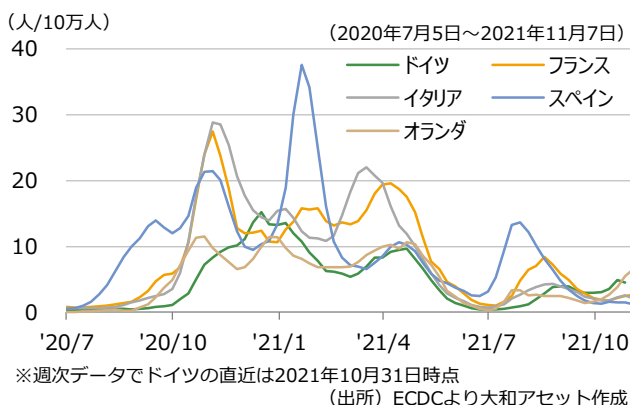
ECB利上げの可能性は後退

PEPPは終了が見込まれるが、金融政策の新たな枠組みの下で実施の要件が厳しくなった利上げの可能性は後退したままだろう。ECBはエネルギー高と供給制約によるインフレは2022年中には緩和すると見ており、利上げ要件の一つである「現実のインフレ率が今後1年から1年半の間に2%に達し、その後も持続する」との見通しは描けないようだ。

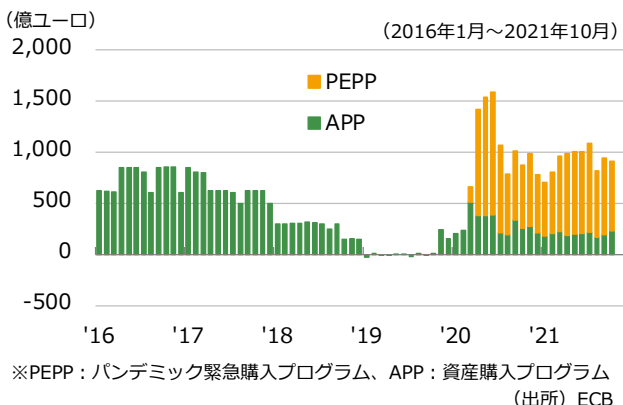
Euro STOXX 50の推移



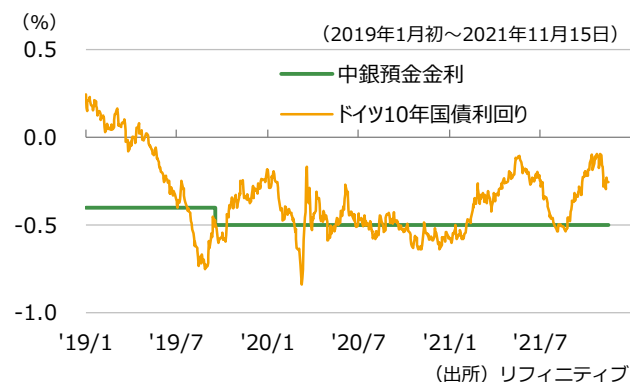
新型コロナウイルス新規入院者数(人口10万人当たり)



ECBの資産購入



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは米ドルと円に対して下落

ユーロは米ドルに対し下落が進み、円に対しても反落。新型コロナ感染の再拡大や、11月にユーロ圏の長期金利が低下に転じたことが原因だ。ECBは9月会合でパンデミック対応の資産購入を縮小すると決定したが、BOEやFRBに比べると、インフレは一時的としてハト派的なメンバーが多い。ECBの利上げ期待がなかなか高まらないことが金利上昇を抑制し、ユーロを弱くしている面はあるだろう。

新型コロナ感染状況はユーロ安要因に

世界的に新型コロナウイルスの新規感染減少が止まり、リスクオンの円安作用が後退。ドイツで1日当たりの新規感染者数が過去最多となるなど、欧州で感染再拡大が見られる。一方、米国では感染減少が止まっているが拡大は抑えられており、感染状況はユーロ安・米ドル高に作用しやすい要因と言える。冬を迎える北半球を中心に、他の国々でも感染が増加に転じており、リスクオフの円高作用に要注意。

経済指標はユーロ安・米ドル高要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、ユーロ圏と日本がマイナス圏で推移する一方、米国はプラス圏へと浮上した。相対的に比較すると、経済指標が米ドル高・円安・ユーロ安に作用しやすい状況にある。ただ、主要先進国全体としては、経済指標が市場予想を下回るケースが減りつつあり、リスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい状況でもある。

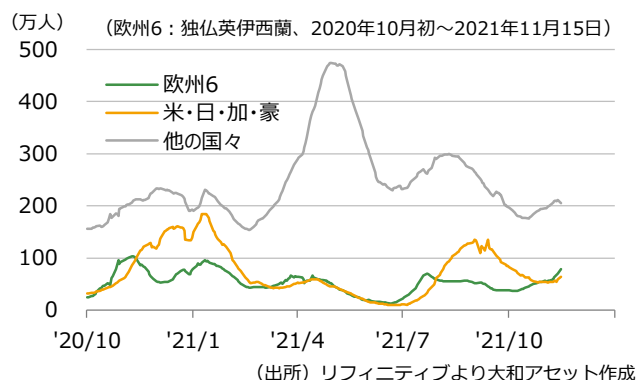
経済指標による円高のケースは減少か

主要先進国G10のエコノミック・サプライズ指数はマイナス圏ながらも、やや上昇。一方、新興国の指数は低下が続き、プラス圏からマイナス圏へと転じたが、中国はマイナス幅が縮小している。当面、世界的に経済指標が市場予想を下回ってリスクオフの円高に振れるケースは少なくなりそうだ。ただ、新型コロナ感染が再拡大すると景気回復が鈍化し、サプライズ指数の上昇は進みにくくなるだろう。

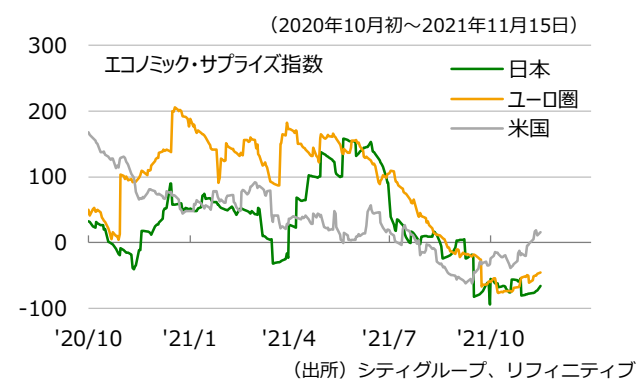
ユーロの対円相場と対米ドル相場



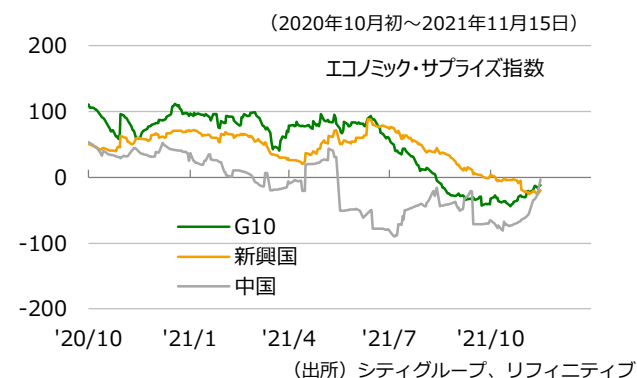
新型コロナウイルス感染者数の前週比



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



G10・新興国・中国のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは7-9月期に前期比1.3%、同年率5.5%となり、4-6月期の前期比5.5%、同年率23.9%から大幅に成長率が鈍化した。7月以降の新型コロナウイルス感染拡大や供給制約による物価上昇が個人消費などに悪影響を与えた。ただ、景気回復が頓挫することはなく、実質GDPは年率平均4%程度のペースで成長していき、2022年4-6月期にコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

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10月に総合4.2%、コア3.4%となり、9月の各3.1%、2.9%から上昇が加速した。新型コロナの影響による需要低迷の反動と供給制約に、EU離脱の影響による労働者不足も重なり、エネルギーや製品を中心に価格が上昇。賃金上昇率も高く、短中期インフレ期待も高まっているため、当局がインフレ持続懸念を強めている。

為替

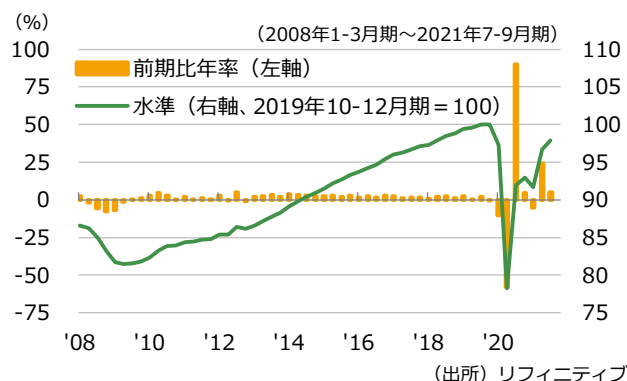
BOEは2022年に利上げか

BOEの資産購入は予定通り今年末頃に総枠に達し、終了する公算が大きい。8月の金融政策委員会の声明には、見通しの期間である今後3年間に金融政策の緩やかな引き締めが必要と記された。11月の委員会では、今後のデータ（特に労働関連）が予測とほぼ一致した場合、今後数カ月の間に利上げする必要があるとした。雇用維持のための一時帰休制度が9月末に終了した後の雇用状況を確認したいようだ。

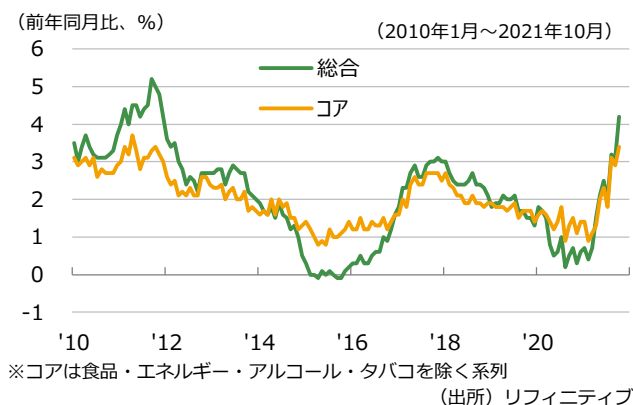
利上げ期待の修正でポンド下落

ポンドは10月に米ドルや円に対して上昇したが、11月の利上げ見送りをを受けて反落した。BOEメンバーのタカ派的発言などから8~10月の英長期金利上昇幅は米国を上回ったが、10~11月の英金利低下幅も米国を上回った。BOEの利上げに対する市場の過度な期待の修正がポンド安の原因である。12月も利上げが見送られる可能性はあるだろう。

実質GDP



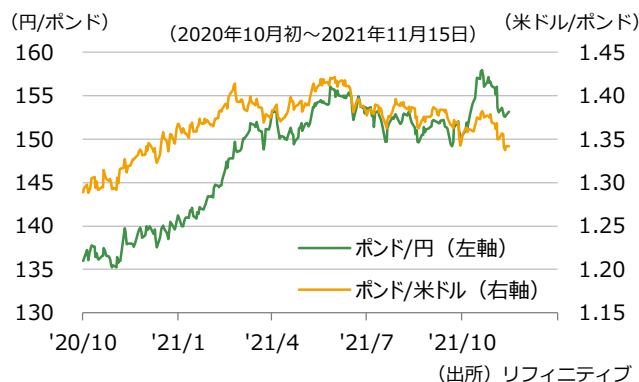
消費者物価指数

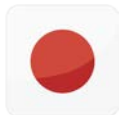


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは22年後半以降に消費増税前回復

7-9月期の実質GDPは、新型コロナウイルス感染拡大やサプライチェーン問題による自動車の大幅減産による影響等から、前期比年率で▲3.0%と再びマイナス成長となったものの、10-12月期以降は緊急事態宣言解除による経済活動の再開や自動車の挽回生産、大型の追加経済対策などから高成長を実現するものと想定。消費税率引き上げ前の実質GDP水準への回帰は2022年後半以降を見込む。

内需は経済再開本格化期待

新型コロナウイルス新規感染者数減少により緊急事態宣言が解除され、景気ウォッチャー調査の先行き判断DIが57.5と2013年11月以来の高い水準まで上昇、現状DIも前月比+13.4の55.5と急上昇。これまで行動制限により低迷してきた外食、旅行・宿泊、対人サービスなどの回復が顕在化しつつある。今後は入国の際の隔離期間が短縮されるなどインバウンドの回復も期待され徐々に正常化へ向かうか。

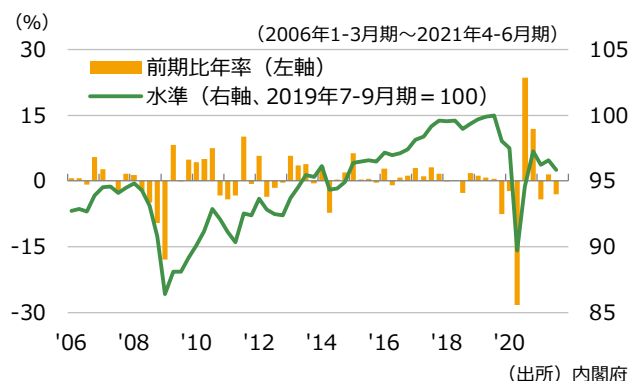
サプライチェーン問題は最悪期を通過か

10月の製造業PMIは前月比+1.7の53.2と改善。東南アジアでの新型コロナ新規感染者数減少により、半導体の生産が再開されるなど、サプライチェーン問題は最悪期を通過しつつあるものと思われる。コンテナ船不足など輸送面での制約や新型コロナ感染再拡大などによる長期化のリスクは残るが、現状では大手自動車メーカーが挽回生産の見通しを発表するなど今後の回復が期待される状況にある。

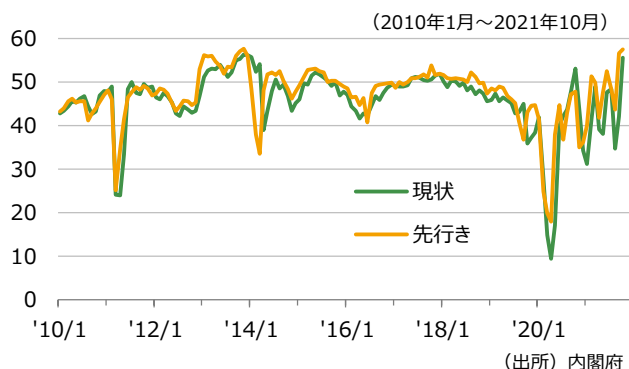
デフレ局面脱却へ

9月消費者物価指数（総合）は前年同月比+0.2%と約1年ぶりにプラス圏に浮上した。今年4月の携帯電話料金の値下げによる約▲1.2%の押し下げ効果を除くと更に高い上昇率となる。エネルギー価格の上昇や為替の円安が運行して物価上昇に寄与するため今後も上昇傾向が継続する見込み。問題は物価上昇に見合った賃金上昇が好循環を生むか。岸田政権の「新しい資本主義」が機能するかが注目される。

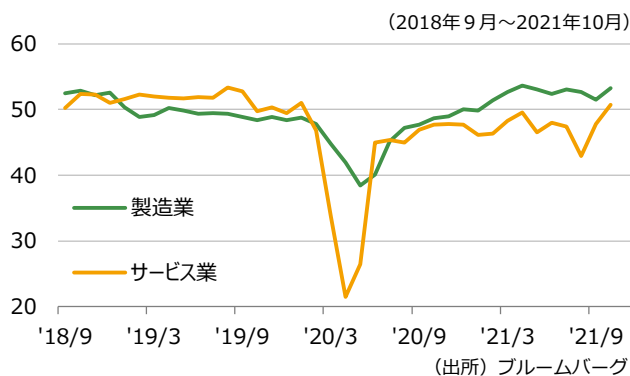
実質GDP



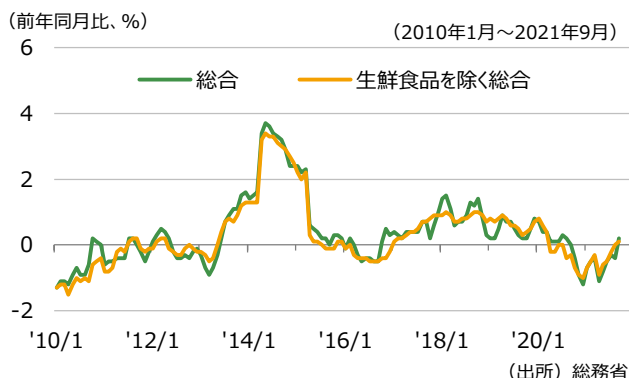
景気ウォッチャー調査

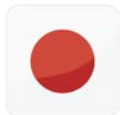


マークイットPMI



消費者物価指数





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カ月で株価は上昇も欧米株には劣位。10月末に行われた衆議院選挙が事前段階で一定のリスクがあると見られていたこと、部材不足の企業業績への影響などが懸念されたことが影響した。一方、行動制限措置の緩和による内需の回復期待に変化はなく、欧米に対して割安なバリュエーションが今後、循環物色に繋がることも期待され、上昇余地はまだあるとみる。

割高感の無い状態は継続

バリュエーションの状況に目立った変化はなし。2022年度予想EPSベースで過去平均並みのPERと割高感はない。米国が量的緩和縮小を決定し、米国の利上げ開始時期に注目が集まる中でも米国株は底堅く推移し、バリュエーション調整の兆しは見えない。それでも、日本株は相対的に低いバリュエーションによる安心感もあり、循環物色局面において選好される余地は残っているとみている。

総じて堅調な業績を維持

部材不足の影響などにより、主に製造業の一部において失望決算がみられたものの、国内企業決算は全体としては底堅い内容となった。前年同期が新型コロナ禍の大きな落ち込みから緩やかに回復しつつある局面であったため、前年同期の伸び率は鈍化したものの、増益基調は継続。利益率も全体で見れば高い水準を継続した。部材不足や原材料価格高騰の影響が企業業績全体に波及するには至っていない。

改善方向は継続

先行きの見通しの改善方向は継続。大手400社の現状と3カ月先の見通しを集計したロイター短観において、3カ月先の見通しから現状判断を差し引いた値の推移は右図の通り。特に非製造業は過去を見ても高い水準にあり、今後の改善への期待は強い。今後は国内の経済活動再開の効果を確認する局面になると考えており、株式市場のセンチメントが好転する余地はあるとみる。

TOPIXの推移

(2013年初～2021年11月15日)



PERの推移 (TOPIX)

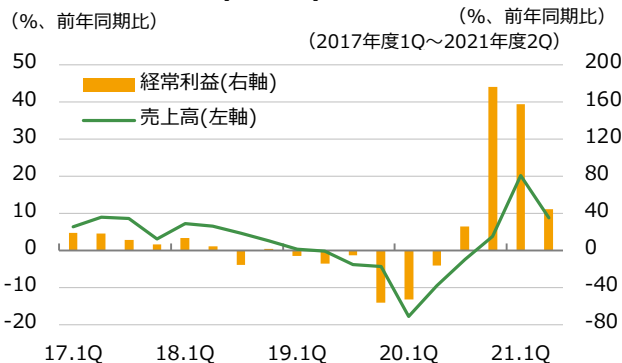
(2013年初～2021年11月15日)



※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

国内企業業績動向(TOPIX)



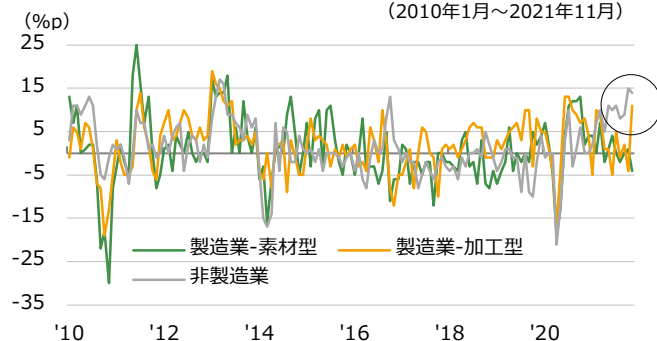
※対象は直近のTOPIX構成銘柄のうち8月、9月が決算期末の銘柄

※2021年度2Qは2021年11月12日時点

(出所) Quick Workstation、会社資料より大和アセット作成

ロイター短観

(2010年1月～2021年11月)



※3カ月先判断DIから現状判断DIを差し引いたもの

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

金融政策修正の兆しは見えず

米国が量的緩和縮小の開始を決定するなど、先進国中央銀行において金融政策修正の動きが目立ちつつある中でも、国内金利は概ね横ばい圏での推移。10月末に日本銀行が公表した展望レポートにおける物価見通しは、2021年度が消費者物価指数の基準改訂の影響により中央値で前年比横ばいと下方修正の一方、2022年度は同+0.9%と変わらず。物価面から金融政策の修正が意識される局面ではない。

レンジ内の推移を予想

政府の大型経済対策に関して、既に事業規模が報じられていることもあり、国債発行増に伴う需給悪化などを懸念する声も市場では乏しい。また、岸田政権誕生後も政府と日銀の関係に変化は見られず。黒田総裁の任期は2023年4月であり、後任人事を市場が気にするのもまだ早く、当面はレンジ内での推移を予想する。

リート

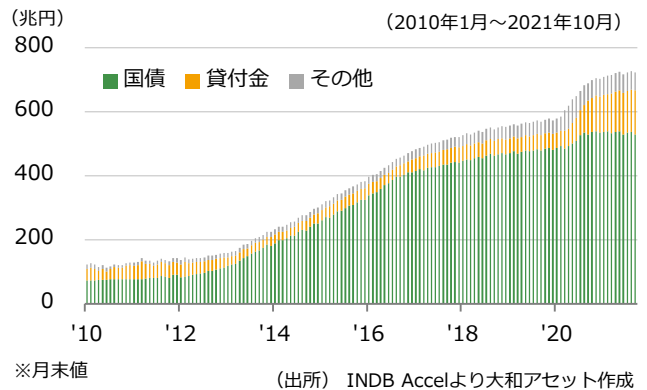
横ばい圏の推移

J-REIT市場は、足元1カ月では横ばい圏の推移。米国でのインフレ加速や金利上昇懸念などが意識され、J-REIT市場では上値の重い展開。一方で下落する局面では買いが入り、底堅さを感じさせる推移で、結果として横ばい圏の1カ月だった。2021年内の公募増資はおおむね終了したとみる。年明け以降、年度末に向けて再び公募増資が増加すると見込み、その動向に注目。

短期的には金利動向に注目

短期的には、J-REIT市場固有の材料よりも、海外の金融政策と長期金利の動向に注目。年明け以降は上記公募増資の動向に注意。中期的には、世界的に金融政策が引き締めに向かうなかでも長期金利の上昇は緩やかとみており、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。

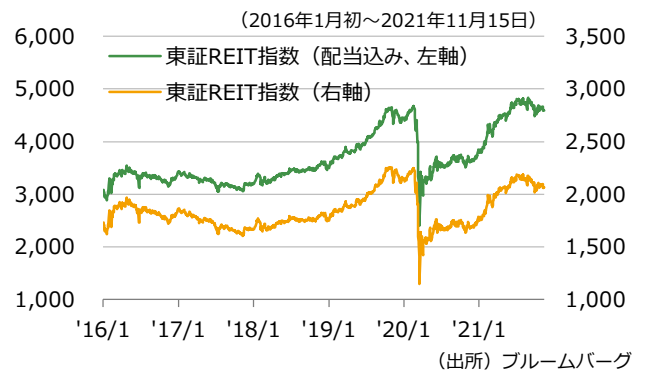
日銀の総資産残高と内訳



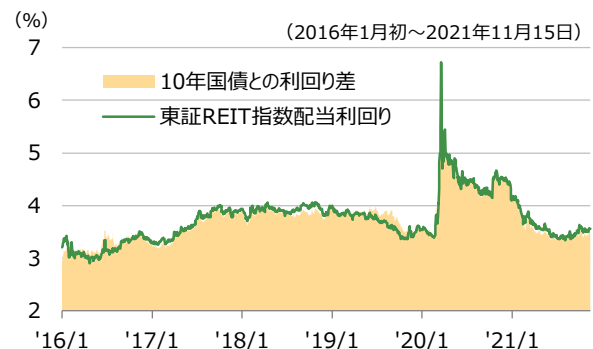
10年国債利回り



東証REIT指数の推移

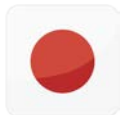


東証REIT指数の配当利回りの推移



※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

円高と米ドル高で米ドル円は横ばい

米ドル円はクロス円に連動するように10月に上昇した後は頭打ちとなっている。リスクオン・オフによって円と米ドルは同じ方向に動きやすいだけに、米金利の動き次第で円と米ドルの変動に差が生まれ、米ドル円の方向性が決まりやすい。10月は米金利が上昇したためにリスクオンの円安が米ドル安を上回り、10～11月は米金利がレンジ推移のためにリスクオフの円高と米ドル高が相殺することとなった。

米ドル円を左右するのは株価より金利

米ドル円と米長期金利の順相関は高水準にあり、米金利上昇（低下）で米ドル円上昇（下落）となりやすい。一方、米ドル円と米株価は順相関が低下し、ほぼ無相関になっている。米株高・金利上昇時には円安・米ドル高、米株安・金利低下時には円高・米ドル安になりやすい。そして、米株高・金利低下や米株安・金利上昇の場合には、基本的に米株価よりも米金利の変動が米ドル円を左右しやすいと言える。

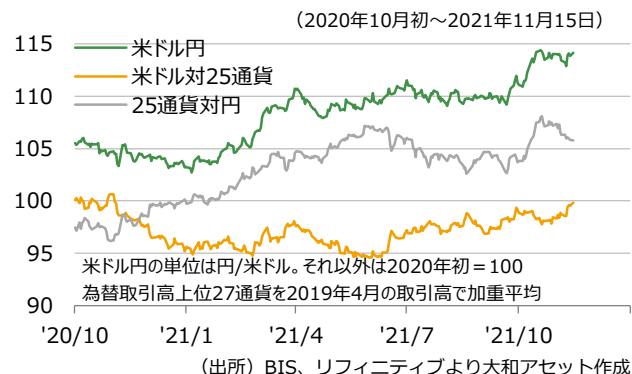
米量的緩和ペースに連動する米長期金利

FRBの量的緩和局面を振り返ると、買入証券残高の増加ペースが上がるときに米長期金利が上昇し、ペースが下がるときに米長期金利が低下する傾向。買入による債券需給引き締めよりも景気刺激への期待が長期金利を左右しやすいとも考えられる。量的緩和縮小期待が高まる局面では米長期金利が上昇しても、量的緩和縮小が始まると景気刺激期待後退で長期金利が低下し米ドル円下落に働く可能性もある。

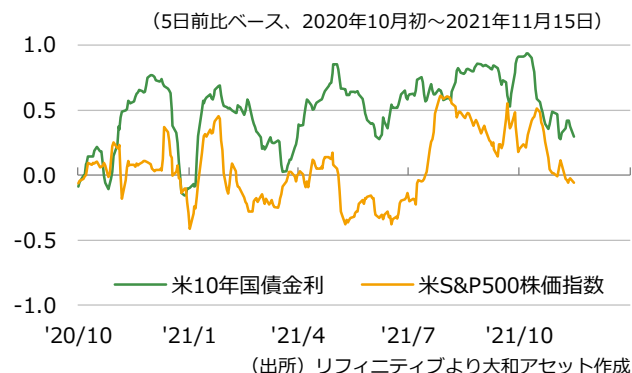
原油・金価格比率に連動する米ドル円

相対比較すると、リスクオン時に金より原油の価格が上昇しやすく、リスクオフ時に金より原油の価格が下落しやすい。原油は景気や需給の見通しを反映しやすく、金は金利上昇がマイナス、金利低下がプラスに働きやすいことが一因である。今年10月にかけて上昇してきた原油・金価格比率が低下に転じるとともに米ドル円も下落に転じており、市場がリスクオフや金利低下に傾いたことを反映している。

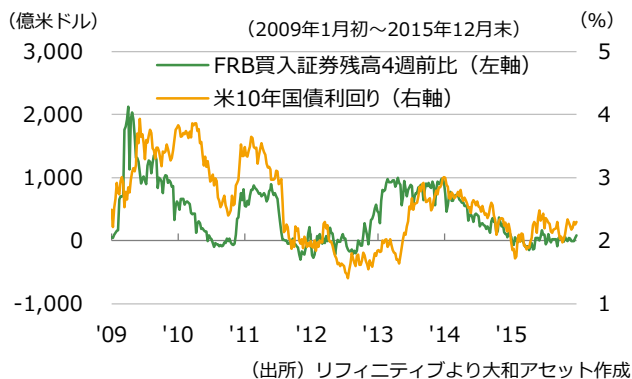
米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



FRBの資産買入ペースと米長期金利



原油・金価格比率と米ドル円





経済

個人消費主導の回復局面

行動制限の緩和、労働市場の回復、過剰貯蓄の取り崩しなどにより、当面は個人消費主導の景気回復が期待される。短期的には、サプライチェーンの混乱や好調だった住宅市場の減速が回復の足かせとなるものの、これらの要因は漸次解消に向かうと想定。実質GDPは2021年10-12月期にコロナ前のピークである2019年10-12月期の水準を上回り、2022年半ばごろに需給ギャップが解消すると見込む。

雇用者数はコロナ前を上回って推移

10月の雇用者数はコロナ前のピークである2020年2月を3.2万人上回る水準にある。一方、この20カ月間で労働力人口が25.2万人増加したため、失業率は6.7%とコロナ前の5%台後半まで距離がある。ただし、米国と違って労働参加率がコロナ前の水準付近まで回復していることを考慮すれば、今後は雇用者数の増加が素直に失業率の低下につながりやすいと言える。来年前半には6%を下回ると見込む。

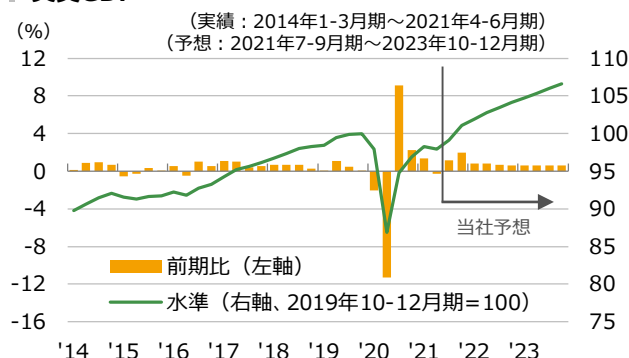
際立つ過剰貯蓄の大きさ

IMFが集計した23カ国の中で、新型コロナウイルス問題が発生してから積み上がった過剰貯蓄はカナダが最も大きくなっている。米国などに比べて雇用者数が速やかに回復したことも、貯蓄を取り崩さずに済んでいる要因と思われる。労働市場の回復に加えて、潤沢な貯蓄がインフレに対するバッファとして働き、個人消費の下支え要因として作用することが期待される。

インフレ上振れは一過性だが根強い

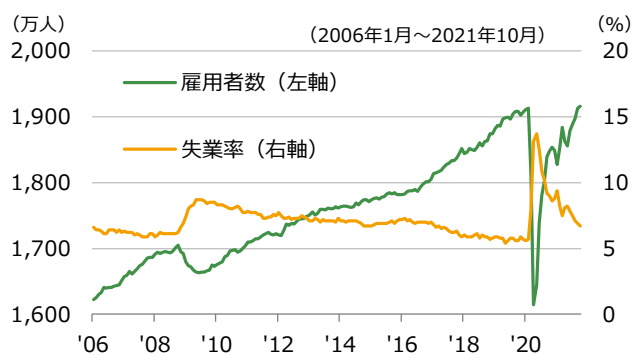
CPI-common（特殊要因により変動した品目を除いて算出されるコア指数）が2%弱での推移が続いている通り、足元の消費者物価指数（総合）はガソリンや自動車など特定の品目の特殊要因によって押し上げられている側面が強い。これらの要因による上振れは一過性だが、その影響は根強く、そうこうしているうちに需給ギャップ解消による持続的なインフレに移行する可能性がある。

実質GDP



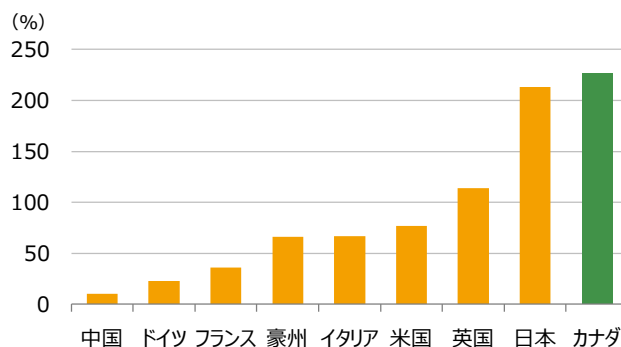
(出所) カナダ統計局、大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) カナダ統計局

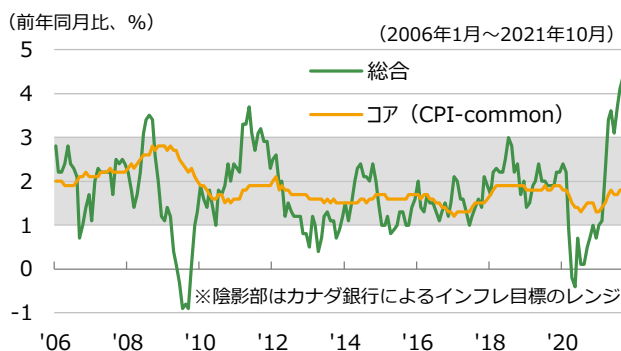
各国の過剰貯蓄（想定される貯蓄額を超えた割合）



※新型コロナウイルス問題発生以降の累積

(出所) IMF「World Economic Outlook, October 2021」

消費者物価指数



(出所) ブルームバーグ



債券・金利

量的緩和は終了

カナダ銀行は10月27日の金融政策決定会合で量的緩和の終了を決定し、国債保有残高を維持するための再投資フェーズに移行した。国債保有残高を縮小させるのは、利上げが十分に進んだ後になる模様。前回の利上げサイクルの終着点である1.75%より低い1.25%に政策金利が達した時点で、今回の利上げサイクルはいったん終了し、国債保有残高を縮小させるフェーズに移行すると見込む。

来年半ばから利上げサイクルへ

来年半ばには需給ギャップが解消することで利上げ開始の条件が整うとみられ、2022年末までに0.75%、2023年末までに1.25%への利上げを見込む。現在のやや前のめり過ぎている市場の利上げ織り込みがはく落することと、時間の経過で利上げサイクルが近づくことが相殺し合い、当面の長期金利は1%台後半を中心としたレンジ推移になると予想。

為替

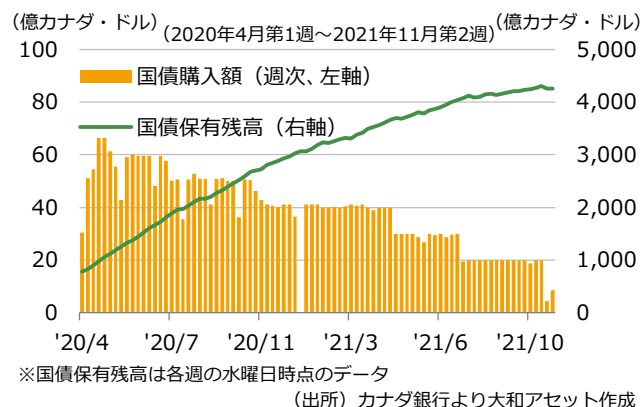
カナダ・ドルは対米ドルで横ばい推移に

カナダ・ドルは、対米ドルで1.2カナダ・ドル台での横ばい推移に移行したようだ。米国の利上げ期待の高まりによる米ドル高圧力と、商品価格の上昇やカナダの利上げ期待によるカナダ・ドル高圧力が拮抗している。商品価格の上昇余地は乏しいと考えるが、来年以降の利上げサイクルでは、米国よりカナダが先行する可能性が高く、カナダ・ドルはレンジの上限（米ドル安方向）を試すと想定する。

金利差拡大でカナダ・ドル円に上昇余地

カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差の拡大に連動して9月から大きく上昇したが、直近では一服。短期的には、市場の利上げ織り込みがやや前のめり過ぎていることに注意が必要だろう。ただし、来年は実際にカナダの利上げが進むことで、両者の金利差が拡大し、それに沿ってカナダ・ドル円にも上昇圧力がかけやすくなると見込む。

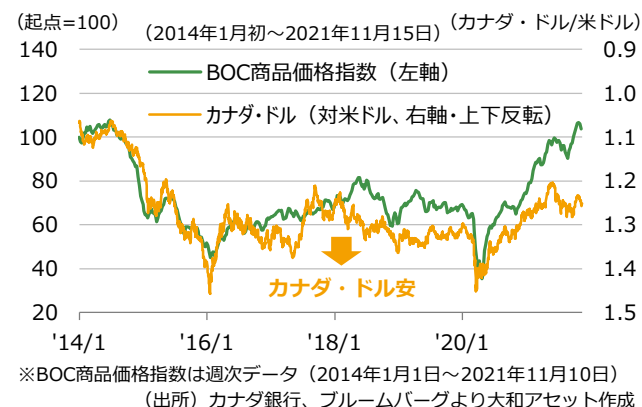
カナダ銀行の国債購入額と国債保有残高



政策金利と10年国債利回り



商品価格とカナダ・ドル



5年国債金利差とカナダ・ドル円



経済

年末から来年にかけて景気は急回復

7-9月期は新型コロナウイルスの感染第3波を封じ込めるための強力なロックダウンが影響し、大幅なマイナス成長に陥った公算が大きい。しかし、感染沈静化とワクチン普及による行動制限の緩和で、10-12月期はプラス成長に転じる可能性が高い。ワクチンに加えて来年は経口治療薬の普及により、ロックダウンが再導入される可能性は低く、年明け以降も順調な景気回復が続くと見込む。

ゼロコロナ志向からの脱却に成功

7月末に連邦政府がゼロコロナ志向からの転換に舵を切り、その後は各州政府もワクチン接種率に応じた独自の経済活動再開に向けた工程表を示したことで、ワクチン接種ペースが加速した。感染が拡大していたニューサウスウェールズ州とビクトリア州では、10月から行動制限が段階的に緩和され、豪州全体でも人の移動量が回復している。ゼロコロナ志向からの脱却に成功したと言える。

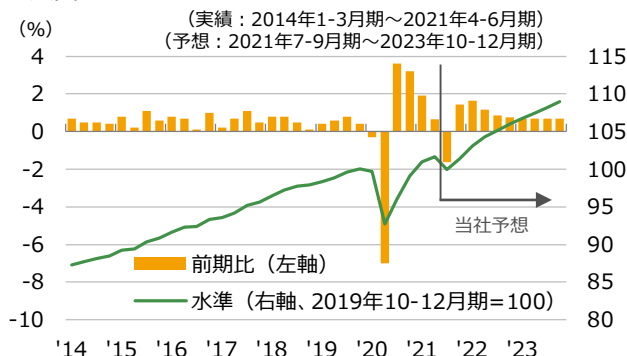
労働市場は再び回復軌道へ

雇用統計の先行指標であるANZ求人広告件数は、ロックダウンの影響により9月まで3カ月連続の減少となったが、コロナ前の水準を上回った状態を維持し、10月は前月比+6.2%と急増した。これは経済活動の再開および正常化に向けて、企業が雇用の確保に努めていることを示唆する。そのため、年末から来年にかけては労働市場の速やかな回復が期待される。その蓋然性はこの1カ月で一段と高まった。

2023年半ばに利上げの条件が整う公算

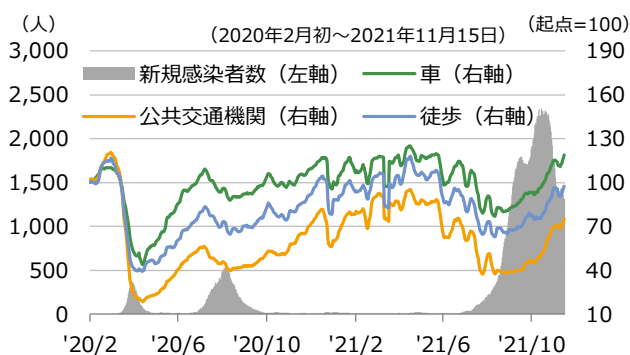
雇用者数の順調な増加により、2022年は失業率が自然失業率と推計される4%に向けて低下し、賃金上昇率が加速すると見込まれる。また、2022年度は最低賃金の大幅な引き上げが予想され、これも平均賃金の上昇につながろう。インフレ率の2%を優に超える水準での推移と、平均賃金の3%を超える伸びが、数四半期にわたって継続し、2023年半ばにはRBAによる利上げの条件が整う公算が大きい。

実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット作成

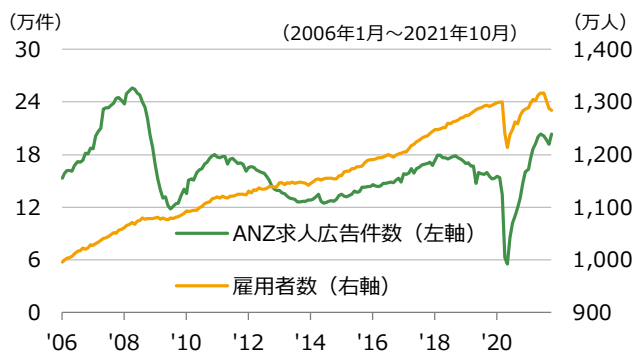
新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量



※全て7日移動平均 ※「車」「公共交通機関」「徒歩」はAppleが経路検索などを基に推計した各手段による人の移動量

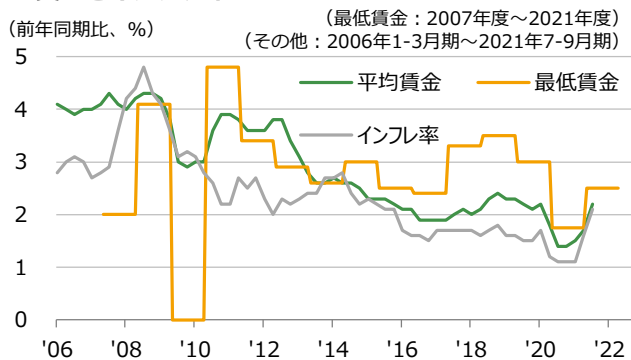
(出所) ABC News、Apple Incより大和アセット作成

求人広告件数と雇用者数



(出所) 豪州統計局、ブルームバーグ

賃金とインフレ率



※年度は7月から翌年6月 ※インフレ率は消費者物価指数トリム平均値

(出所) 豪州統計局、豪州公正労働委員会



債券・金利

YCC撤廃でも利上げ開始の予想は不変

RBAは11月2日の理事会において、2024年4月償還債の利回りを0.1%に誘導するYCCの撤廃を決定。その前後で債券市場は動揺した。しかし、ロウ総裁は2022年の利上げ開始に否定的な見解を示した上、利上げ開始の条件が整うには単にインフレ率が目標レンジ内で推移するだけでなく、賃金上昇率が持続的に3%を上回る必要性を説いた。そのため、当社は引き続き2023年後半の利上げ開始を予想する。

先進国内でのアウトパフォームを見込む

YCC撤廃に伴い長期金利は他の先進国に比べて上昇。しかし、RBAがFRBより先に利上げを開始する可能性は依然として低く、過去の豪州と米国の短期金利ならびに長期金利の関係を考慮すれば、再び豪米の長期金利差は縮小する公算が大きい。豪長期金利は1%台後半でのレンジ推移に移行し、当面の豪長期債は先進国内でアウトパフォームすると見込む。

為替

金利差拡大による豪ドル円上昇は来年も

9月から10月は豪州と日本の5年国債金利差拡大に沿って豪ドル円も上昇した。しかし、10月下旬以降の豪5年国債金利の上昇はYCC撤廃に伴う債券市場の混乱を反映したものであり、豪ドル円はそれに追随しなかった。為替市場は冷静な判断をしたと言える。短期的には豪債券市場の落ち着き（金利低下）が豪ドル円の重荷になる可能性はあるが、来年は再び金利差拡大による豪ドル円の上昇を見込む。

豪ドルの買い戻し余地は大きい

FRBの利上げ前倒し観測で米ドルが買われる中、相対的に利上げ開始が遅い豪ドルは売られ、投機筋の豪ドル先物ポジションは過去最大規模の売り越し状態。米国やカナダより豪州の利上げ開始は遅いものの、これらの国々に追随する可能性は高いため、時間の経過で豪州の利上げ開始が近づくにつれ、豪ドルの買い戻しが発生する公算が大きい。

政策金利と10年国債利回り



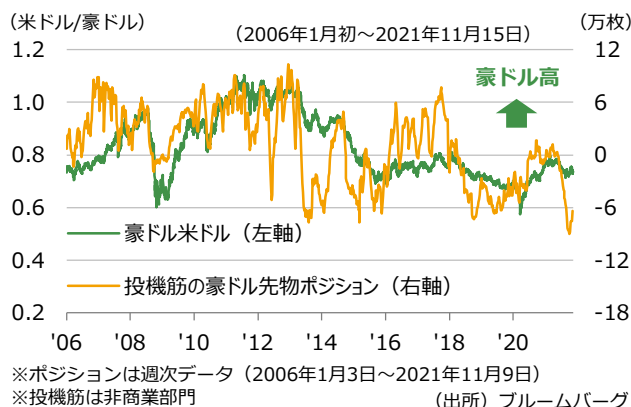
豪州と米国の金利差



5年国債金利差と豪ドル円



豪ドル米ドルと投機筋の豪ドル先物ポジション





経済

景気低迷が来年春先まで長引くと予想

10月の主要経済指標は前年同月比伸び率の鈍化が一服したものが多く、10-12月期は、地方政府による財政支出の拡大、個人消費の底打ち等を受け、成長率が下げ止まろうが、電力不足問題や資源価格の高騰などを受け、投資・生産の本格的な回復は来年春先以降と見込む。また、消費に関しても「ゼロコロナ」政策方針の下、本格的な回復は当面見込めない状況。

債務残高は昨年末から減少傾向にある

中国では、2020年後半からコロナ後を見据えた金融正常化に転換し、早くも2020年10-12月期には過剰債務問題が改善方向に向かった。足元景気が減速する中でも、バブルを助長することを警戒し、全面的な金融緩和は行わない方針を継続。バブル抑制に寄与する一方で、景気対策が遅れ経済が下振れるリスクにも注意が必要。

株式

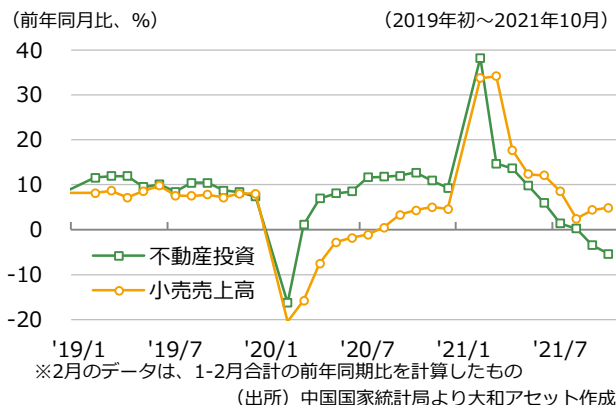
政策支援を受ける産業の株価は堅調

当面は不動産企業のデフォルト懸念や弱い景気モメンタム等を受け、株式市場の全面的な上昇は見込みにくい。一方で、規制強化にも拘わらず、脱炭素関連や半導体等、政策支援が期待できる産業の株価は高パフォーマンスを記録。中銀が11月に脱炭素関連向けに大胆な優遇措置を打ち出す等、構造改革が力強く後押しされる中、これらの企業の中長期的な成長余地は大きいと期待される。

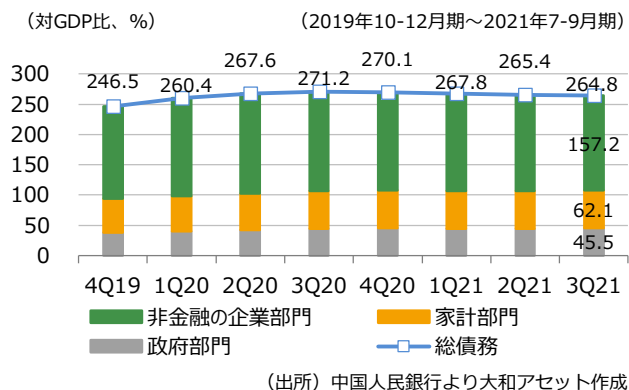
本土市場への海外からの資金は増加傾向

米中摩擦が続いているが、本土株式市場への海外からの資金流入は増加傾向を継続し、金融面での海外との関係は強まっている。MSCIやFTSE等のグローバルな株価指数において、本土A株のウエイトが引き上げられる見通しや、高値警戒感が乏しいこと等を背景に、成長分野への資金流入が続くと見込む。

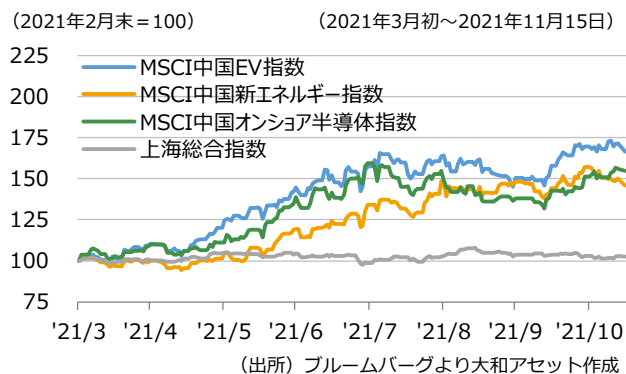
不動産投資と鉱工業生産の推移



債務残高の推移



各種テーマ型株価指数の推移



本土株式市場への海外からの資金フロー





債券・金利

資源価格の高騰が金融緩和の足かせに

サプライチェーン上の各段階における生産者物価指数を見ると、川上産業の物価が2011年統計開始以来の最速のペースで上昇。さらに、川中、川下産業への波及も徐々に強まり、全面的な金融緩和への足かせになっている。脱炭素関連企業への実質的な「利下げ」など、的を絞った金融緩和が続く一方で、全面的な預金準備率の引下げの可能性は幾分低下したと予想する。

不動産業への懸念はピークアウトを予想

中銀は金融緩和に傾くも、的を絞った金融緩和に留める可能性が高く、長期金利は引き続き3%近辺でのレンジ推移を見込む。不動産企業のデフォルト連鎖の懸念は、規制緩和の兆しや恒大集団等の利払いが進みつつあることを受け、最悪期を過ぎた可能性が高い。国内社債市場においても顕著なスプレッド拡大はみられず。

為替

目先は対米ドルで上値トライの可能性

中銀公表の実効レートが続伸し、約6年ぶりの高水準を更新。米ドルインデックスが上昇しているにも拘わらず、人民元が対米ドルで強含みで推移したことが影響。実効レートの急ピッチでの上昇に鑑みれば、増価余地は大きくない。但し、当局には人民元高容認により輸入インフレを抑制するインセンティブがあり、当面対米ドルで上値トライの地合いが続こう。

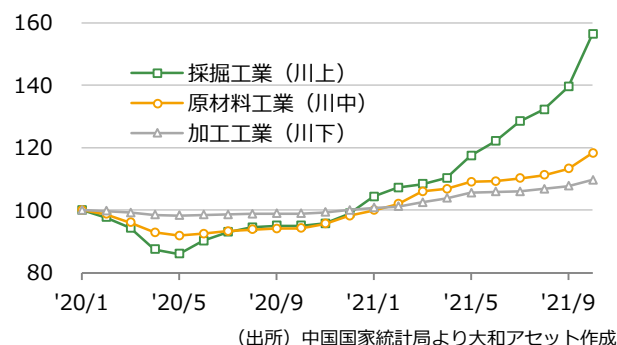
総合収支が高水準を記録

世界の経済活動が正常化に向かう中、コロナ特需が後退し、中国の貿易黒字は今年に入り過去最大ペースからは減少。しかし証券投資や直接投資による資金流入が加速し、4-6月期の総合収支は約7年ぶりの高水準を記録。人民元のファンダメンタルズは依然として良好で、中長期的な人民元の対米ドルレートの上昇余地は大きいと予想。

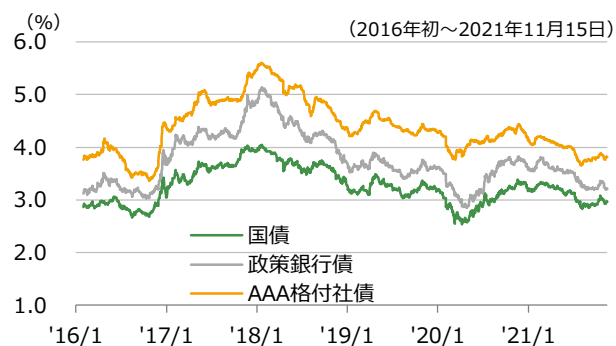
サプライチェーン上の各段階からみた生産者物価指数

(2020年1月=100)

(2020年1月~2021年10月)



本土債券市場の利回り



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移

(円/人民元)

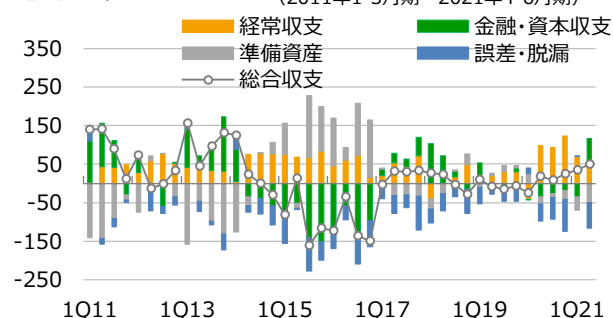
(2015年初~2021年11月15日) (人民元/米ドル)



総合収支およびその内訳

(億米ドル)

(2011年1-3月期~2021年4-6月期)



※総合収支=金融・資本収支-準備資産+経常収支+誤差・脱漏

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成



経済

供給制約と高金利が景気回復を抑制

供給能力が不足しているため、需要の回復が実質GDPの拡大ではなくインフレにつながっている。年末から来年にかけては供給面のボトルネックが徐々に解消に向かうと期待されるが、インフレ抑制のための高金利政策が需要を抑制するため、結局は緩やかな成長にとどまると見込む。今年は前年の反動により見かけ上は5.0%の高成長になる一方、来年は潜在成長率を大きく下回る0.5%になると予想。

供給制約に加えて個人消費の回復も一服

サプライチェーンの混乱、少雨によるダムの貯水率低下などを反映した電気料金の上昇など、様々な供給要因が企業の生産活動に影響を及ぼしている。また、それによるインフレや急速な利上げが消費者の購買力を低下させているとの指摘もあり、足元では小売売上高やサービス業売上高の回復にも一服感が見られる。経済の歯車が上手くかみ合っておらず、順調な景気回復は難しい状況にあると言える。

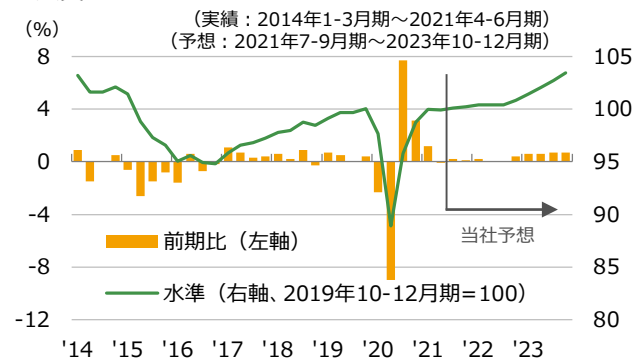
インフレ率は徐々に沈静化へ

インフレ率（前年同月比）はガソリン価格（「運輸」に分類）の上昇が寄与して、ピークアウトが後ずれしたが、「食品・飲料」の伸びは鈍化し、電気料金（「住居」に分類）の急騰も一巡した。直近の市場予想は10月がインフレ率のピークで11月から鈍化と想定。もっとも、インフレ率の目標回帰への経路は、資源価格やサプライチェーンの動向に左右されるため、依然として不確実性が高い。

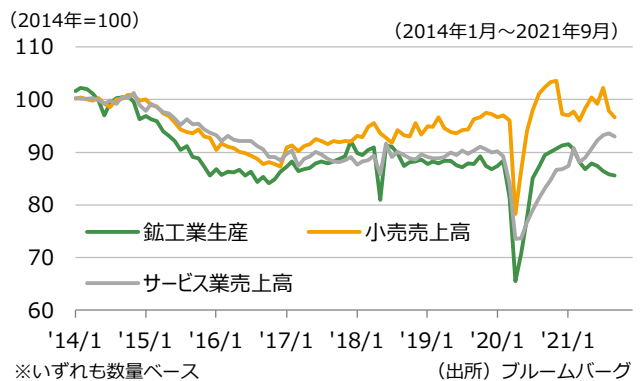
財政悪化への懸念は一巡か

従来の低所得者向け現金給付策「ボルサ・ファミリア」に代わる「アウシリオ・ブラジル」により、支給対象と支給額が拡大することが市場の懸念事項だった。しかし、今のところ財政収支への影響は小幅にとどまると予想されている。ボルソナロ大統領が来年の大統領選に向けた成果に「アウシリオ・ブラジル」を掲げ、更なる財政悪化を招く策を講じなければ、財政懸念は一巡する希望も見えてくる。

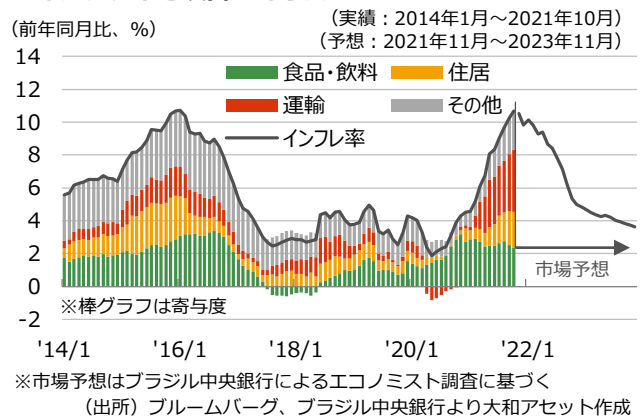
実質GDP



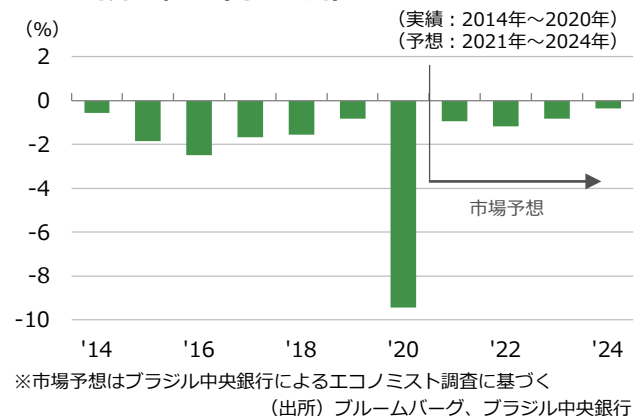
鉱工業生産と個人消費



インフレ率と項目別寄与度



基礎的財政収支（対GDP比）





債券・金利

年明けに利上げ終了、2023年に利下げ

インフレ懸念の更なる高まりを受け、ブラジル中銀は10月の金融政策決定会合で、利上げ幅をこれまでの1.00%ポイントから1.50%ポイントに拡大させた。年内残り1回と年明け最初の会合で、それぞれ1.50%ポイントずつの利上げを決定し、今回の利上げサイクルは終了すると予想。利下げに転じるのは2023年になると予想されるが、それに先んじて長期金利は低下傾向で推移すると見込む。

キャピタルゲインも期待できる局面に

2016年にインフレ率がピークアウトした局面では長期金利が急低下した。当時は利上げサイクル終了後だったが、今回はインフレ率のピークアウト後に利上げサイクルが終了するため、状況はやや異なる。それでも、利上げサイクルは来年2月に終了する可能性が高く、高水準のインカムゲインに加えてキャピタルゲインも期待できる局面にあると考える。

為替

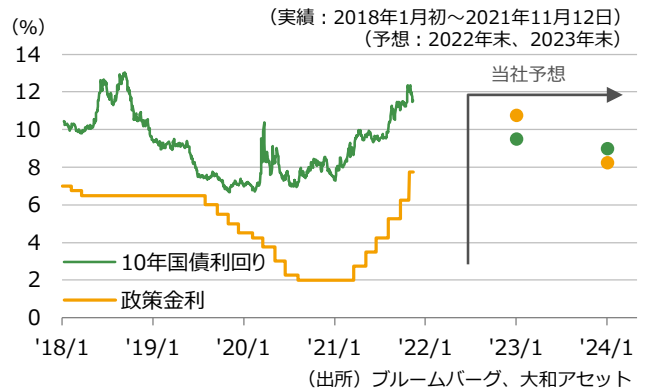
高金利政策がレアルの下支え要因

ブラジル・レアルは、昨年春の急落以降、対米ドルでおおむね5～6レアルの広いレンジで推移している。過去数カ月は、財政悪化への懸念やインフレ率の一段の上振れなどが通貨安要因となってきたが、それに応じてブラジル中銀が引き締め姿勢を強化したため、結果的に底堅さを維持した。来年の大部分は政策金利がインフレ率を上回る状態が続くことで、金利面でのレアルの魅力は増すと考えられる。

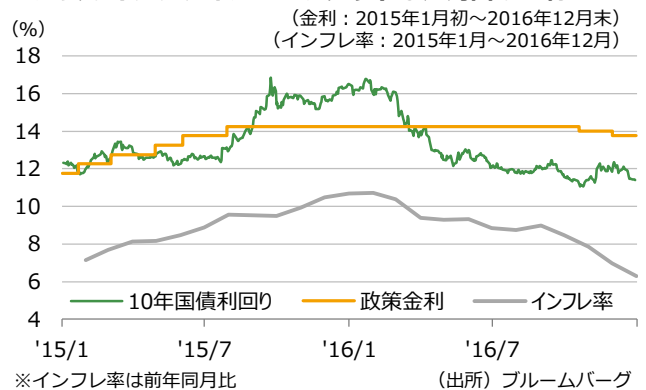
貿易黒字は来年春から再び拡大へ

大豆の収穫シーズンが過ぎたことに加え、鉄鉱石価格の下落などが影響して、輸出額は足元で急減。同時に経済活動の再開に伴い輸入額が増え、貿易黒字は縮小している。ただし、高金利政策が当面の景気回復（輸入）を抑制し、また来年の春には再び大豆の輸出が拡大することが見込まれるため、貿易黒字が再びレアルの下支え要因になると期待される。

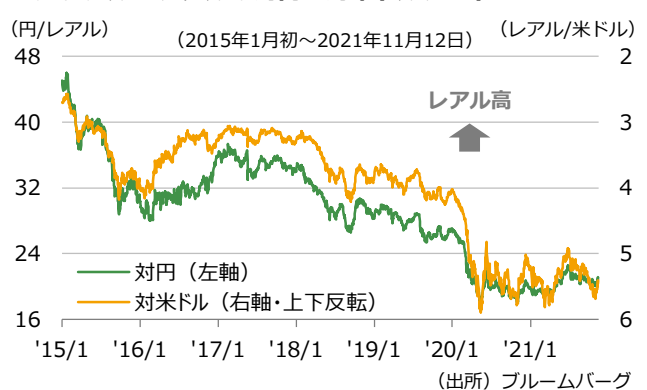
10年国債利回りと政策金利



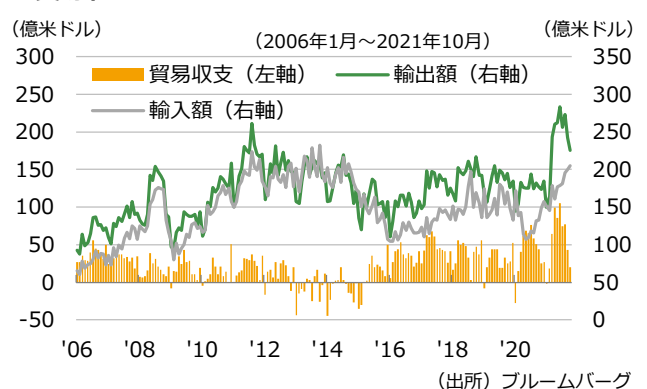
過去のインフレ率がピークアウトした局面の金利



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



貿易収支





経済

アジアの景気回復が加速すると予想

新興国の新型コロナウイルスの新規感染者数は、多くの国で減少し続いているものの、ロシアとベトナムでの足元の増加傾向には注意が必要。モビリティ指数については、ASEANにおいて移動制限策の解除や、ウィズコロナへの政策転換、海外の旅行者の受け入れ再開等を受け、一段と上昇する可能性が高く、景気回復が本格化する期待は根強い。

ワクチン接種が足踏みに転じる

ワクチン接種に関しては、ベトナム、インドネシア、タイ等の国において接種ペースが加速したが、その他の新興国は足踏み状態に転じた。ワクチン調達のボトルネックが依然存在することや、一部の国では接種意欲が低いことが原因とみられる。新興国で感染再拡大や、死亡率の上昇等のリスクは残されており、依然として予断を許さない状況と考える。

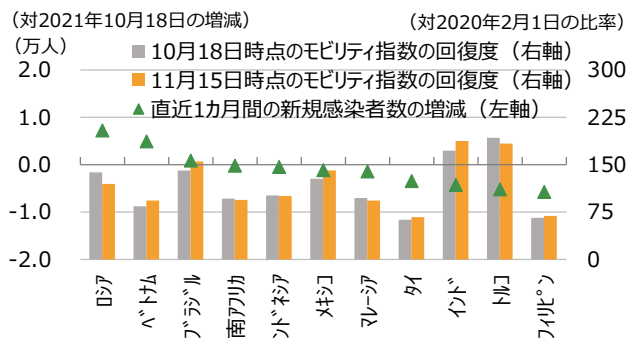
新興国の金融政策が乖離する局面へ

足元の資源高や、一部先進国のタカ派スタンス等を受け、新興国も利上げを迫られつつある。但し、補助金支給等により資源価格の上昇を国内に転嫁させないインドネシアやマレーシア等アジアの国においては、物価上昇圧力および利上げを急ぐ必要性は限定的。一方、ラテンアメリカや東欧では、利上げ継続の可能性が高く、新興国では政策金利の方向相違が拡大すると予想。

中国より高成長が見込まれるASEAN

IMFは直近の世界経済見通しで、2022-26年のGDP成長率において、ASEAN-5が中国を上回れることを予想。この見通しが実現すれば、ASEAN-5の経済成長率が連続的に中国を上回るのは約30年ぶりとなる。中国の高度成長期が終了に向かうにつれ、中国の代わりに世界の最も成長する地域の一つとなる期待に支えられ、資本がASEANに流れ込むと期待されよう。

新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数



※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。
(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

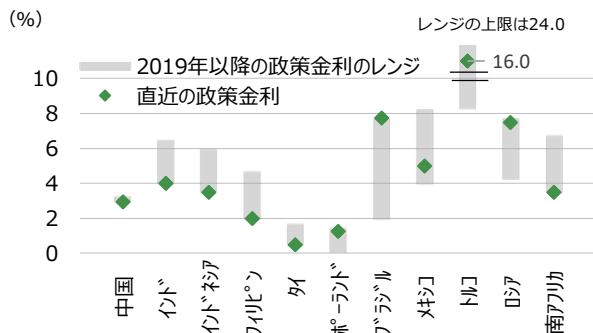
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2021年11月15日公表の最新データ)

国	一回接種	接種完了	国	一回接種	接種完了
中国	74%	82%	ハンガリー	62%	60%
インド	54%	27%	ポーランド	54%	53%
ブラジル	76%	60%	フィリピン*	30%	23%
ロシア	42%	35%	マレーシア	78%	76%
トルコ	66%	58%	ベトナム	66%	36%
メキシコ	58%	49%	タイ	65%	53%
南アフリカ	27%	22%	インドネシア	47%	31%

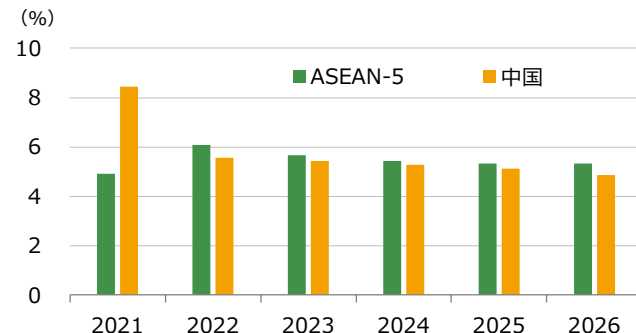
※太字は、直近1カ月で接種率が8%程度以上上昇した国。*10月21日時点
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

主要新興国の政策金利



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ASEAN-5の経済見通し



※ASEAN-5は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム
(出所) IMF2021年10月世界経済見通し



株式

ASEANや資源国には追い風が続こう

米国で量的緩和の縮小が発表されたが、新興国株式市場は総じて底堅く推移。予想外の利下げやインフレヘッジの動きが強まったトルコ、経済活動の再開が進んだベトナム等の上昇が目立つ。引き続き資源国や、補助金支給で国内物価への影響が限定的なインドネシア、マレーシア等が選好されやすいと予想。一方、難民問題等を受け、ポーランドを中心に東欧地域の地政学リスクには注意が必要。

ASEANの景況感改善が顕著

主要新興国の製造業PMIは、ASEANやロシア等において改善傾向が目立つ。ASEANで新規感染者数が減少し、経済活動が回復方向に動き出したことが寄与。タイが隔離なしの入国を容認しており、インドネシアがバリ島の国際線の受け入れを再開したこと、ベトナムも感染対策と経済の両立を目指す政策に移行するなど、ウィズコロナ政策への転換が鮮明化し、景気回復の期待は高い。

バリュエーションの上昇余地あり

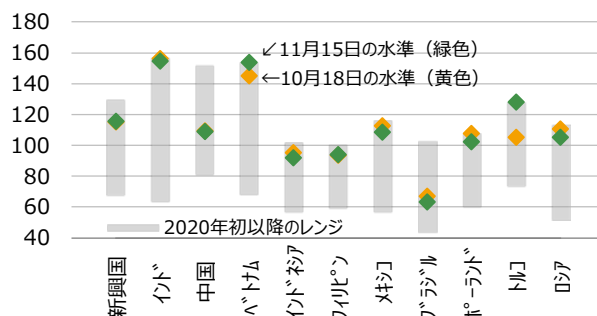
米ドルと新興国株のバリュエーションは、ある程度の負の連動性がみられ、米ドル安進行時に新興国株式のバリュエーションは押し上げられやすい。しかし、2021年は新興国の回復が遅れ、総じて米ドル高が進んだ以上にバリュエーションが切り下がった展開。今後米ドルのレンジ推移の予想の下、新興国の経済活動の回復につれ、新興国株のバリュエーションの上昇余地はあると考えられる。

インドネシアへの資金流入が加速

足元、インドネシアへの海外からの資金流入が加速。変異株の新規感染者数が減少し、経済活動の回復が本格化したほか、10月末に付加価値税の引き上げ等による財政健全化の改革が行われたことが寄与。雇用の法改正などの構造改革や、IT分野での発展等が好感されやすいことに加え、2022年以降も中国を上回るGDP成長率が見込まれ、上昇余地は大きいと見込む。

主要新興国の株価推移

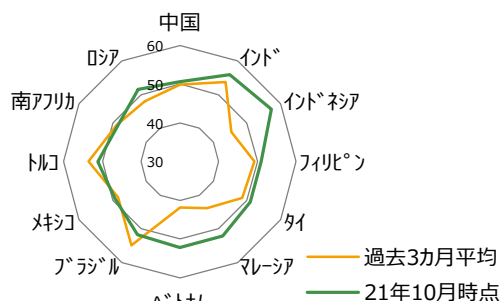
※縦軸は、2019年末=100



※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース

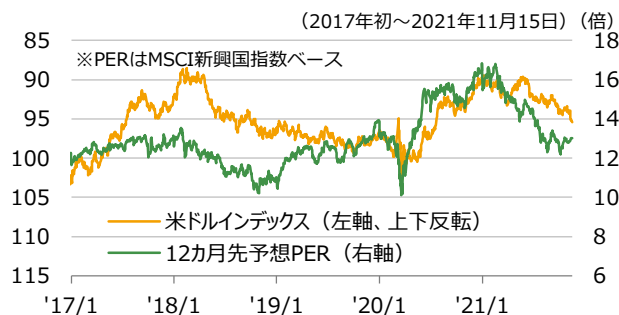
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国のマクイット製造業PMI



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

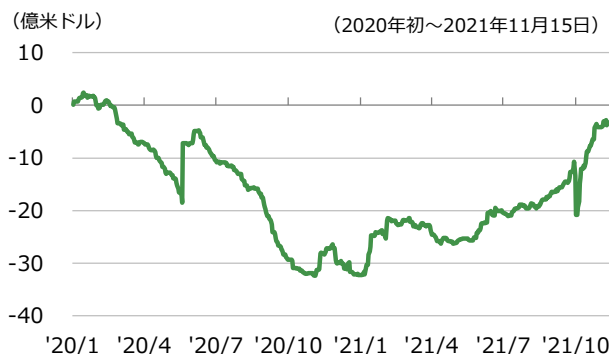
米ドルの動向が新興国株のバリュエーションへの影響



※12か月先EPSに基づいて計算されたPER

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

外国人投資家のインドネシア株式市場への資金フロー



※累積ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

米量的緩和縮小発表も、耐性が示される

米国で量的緩和の縮小が発表されたが、新興国現地通貨建ての国債市場は総じて底堅く推移し、一定の耐性が示された。供給制約や資源高によるインフレ懸念については、一過性との見方が依然大勢を占めるが、予断は許されない。東欧やラテンアメリカ等、政策金利および現地通貨建ての国債金利の大幅上昇につながるリスクにも注意が必要。

コアインフレの上昇には注意が必要

新興国のインフレ懸念は、ベース効果の剥落や供給制約の解消が期待されることに加え、多くの国で通貨が堅調で、通貨安による物価押し上げ圧力が弱いこと等を受け、依然として限定的。但し、東欧やラテンアメリカにおいてコアCPIの伸び率が高水準にあり、資源価格上昇の2次的な波及がみられている。予想以上の追加利上げが迫られるリスクに注意。

リート（アジア先進国含む）

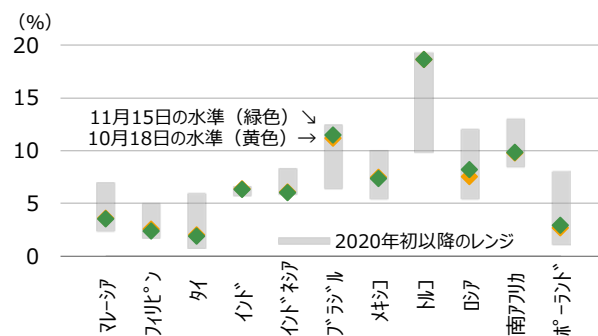
業績改善への期待感などから上昇

アジア・オセアニアの国や地域では、ワクチン接種が進展したことや、新型コロナの感染が比較的落ち着いてきたことなどから、リート業績改善への期待感が広がり上昇傾向となった。また物流施設リートなどで好調な業績動向が確認されたこともポジティブな材料。当地域では、観光や留学が重要な産業となっていることが多く、今後は国をまたいだ移動の規制が緩和されるか注目。

相対的に魅力的なバリュエーション

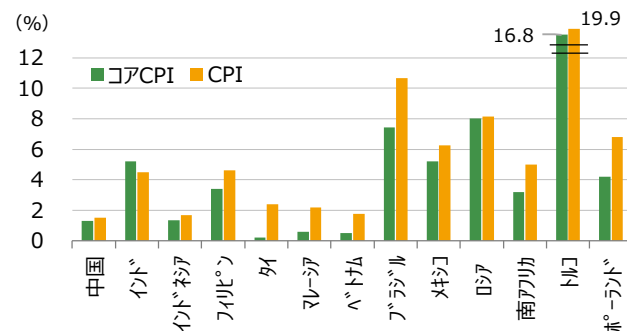
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利は上昇一服。当地域のインフレは比較的落ち着いた状況で各国中央銀行は慎重に金融政策を調整すると想定。引き続き低位で推移する社債の信用スプレッドとともに、相対的に魅力的なバリュエーションが継続していると言えよう。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）と変化



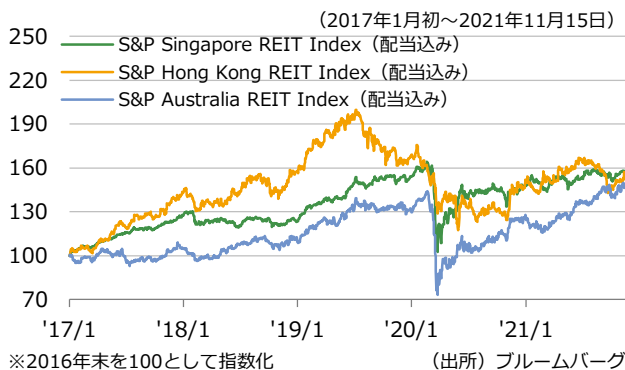
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

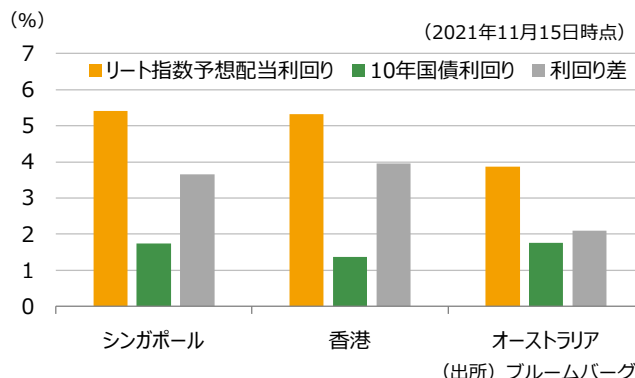


※マレーシア、南アフリカが9月、その他は10月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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

新興国通貨のレンジ推移を予想

米国で量的緩和の縮小が発表されたが、新興国通貨は総じて大きな動きはみられず、一定の耐性が示された。さらに、アジア通貨は経済活動の再開を受け対米ドルで増価。中期的に米ドルがボックス圏で推移することを予想し、米長期金利の一段の上昇局面でも、新興国通貨が全般的に調整する可能性は低く、個別材料に振らされる動きの継続を予想。

海外マネーの流入は足踏み

昨年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インド・ブラジルへの流入が大勢を占め、その他の国への流入はおおむね足踏み状態。足元では、新たにインドネシアを中心としたASEANへの資金流入が観測されている。新興国各国の株価上昇を支えたのは、海外マネーではなく、自国の金融緩和による個人投資家の可能性が高い。低金利長期化の環境が続くかが新興国の選別において、重要になろう。

個別国の経常収支の悪化に注意

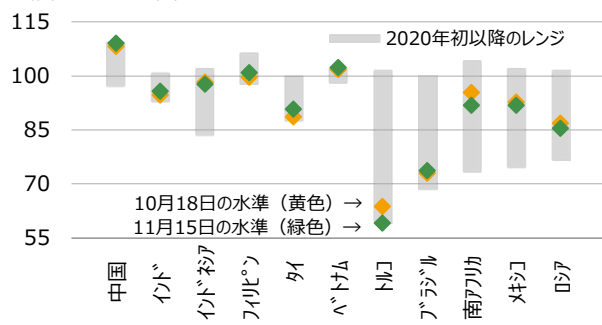
新興国はリーマンショック時を上回る資金流出に見舞われたにもかかわらず、主要新興国の通貨が2020年に急速に回復できた背景には、経常収支の回復によるファンダメンタルズの改善がある。但し、その中でトルコ、タイの経常収支の状況は懸念材料となっており、これらの通貨には売り圧力として作用する可能性が高い。

多くの新興国で外貨準備高が増加

コロナ禍以降、ほとんどの新興国で外貨準備高は増加し、対外脆弱性のある国にとってはセーフティネットの増強が確認されている。一時的に外貨準備高が大きく減少したトルコにおいても、IMFのSDR追加拠出や、経常収支の一時的な黒字化等を受け、今年は増加に転じた。また、インドの外貨準備高がロシアを超過し、積み増しが目覚ましく今後の海外マネーの流出には備えられていると言えよう。

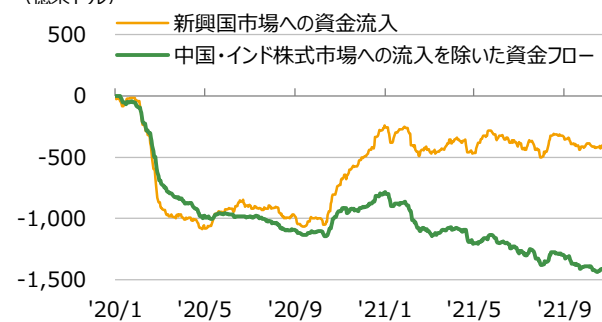
主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2019年末=100



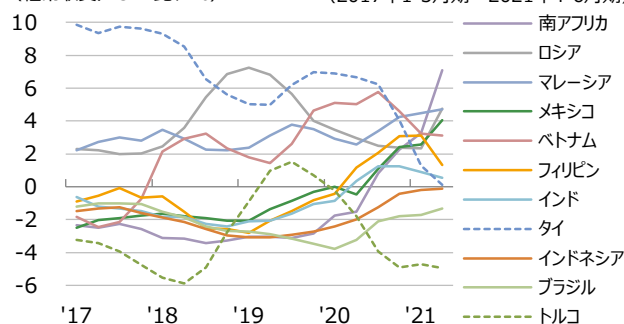
新興国の資金流入の状況（株＋債券）

（億米ドル）（2020年1月21日～2021年11月12日）

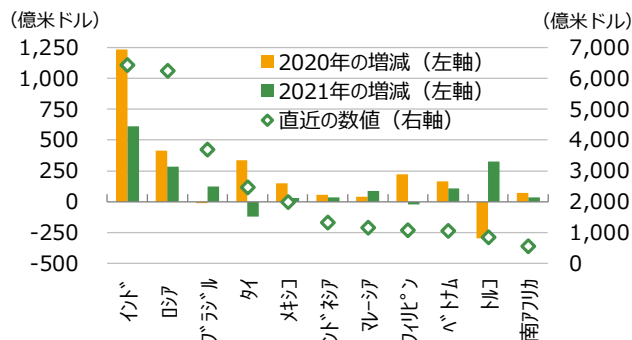


主要新興国の経常収支

（経常収支／GDP比、%）（2017年1-3月期～2021年4-6月期）



新興国の外貨準備高





原油

足元の需要超過から来年は供給超過に

天然ガスから需要がシフトしたことに加え、OPECプラスや米シェール企業の慎重な増産姿勢により、足元の原油需給バランスは依然として需要超過の状態にあると思われる。しかし、天然ガスからの需要シフトが一巡し、緩やかながらもOPECプラスや米シェール企業が増産を続けることで、来年の大部分は供給超過の状態になる可能性が高い。原油価格は来年にかけて下落基調で推移すると見込む。

天然ガスの需給は来春に緩むか

天然ガス先物価格は足元で高騰しているが、来年初春に下落すると市場は織り込んでいる。その要因は、冬を過ぎることによる暖房需要の減退やロシアからドイツに天然ガスを運ぶ「ノルドストリーム2」の稼働による供給増が指摘されている。天然ガスの高騰で原油に需要が移転し、原油消費量が日量100万バレル前後は増加したと言われており、この需要がはく落すれば、原油価格にも下押し圧力が強まろう。

OPECプラスの増産計画がカギ

OPECプラスは、原油輸入国からの増産要請にもかかわらず、結局は今年7月に決定した今年12月までの増産計画を維持した。来年1月以降の協調減産幅については、12月2日のOPECプラス会合で協議される。UAEなど増産したい国がある一方、増産余力が乏しいために協調減産の緩和に消極的な国もある。来年は供給超過になることが予想されている中、OPECプラスの団結力が原油価格を左右しよう。

バイデン政権の方針が原油価格に影響

来年の米中間選挙まで1年を切った。その前哨戦と位置づけられた11月2日のバージニア州知事選では民主党候補が敗れたが、その一因はガソリン価格の高騰と言われている。ガソリン価格を抑制するために、OPECプラスへの増産要請を強めるか、戦略石油備蓄を放出させるか、シェール企業に増産させるか、イラン核合意を再建させるか、バイデン政権の方針が原油価格に大きな影響を与え得る。

原油価格と原油在庫

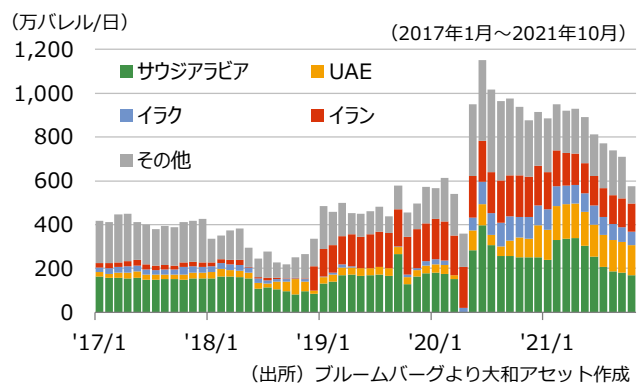


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2021年11月以降はEIAの見通し)
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

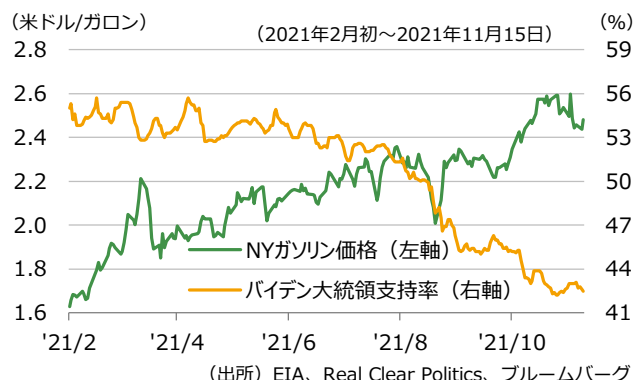
天然ガス先物価格



OPEC加盟国の増産余地



米国のガソリン価格とバイデン大統領支持率





金

金価格は上値の重い展開が続く見通し

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にある。これは「名目金利が上昇すれば金価格が下落しやすく、インフレ懸念が高まれば金価格が上昇しやすい」ことを表し、定性的にも納得できる関係。向こう1年程度を見通せば、過度なインフレ懸念が緩やかに解消していくことと米国の利上げサイクルが近づくことで実質金利はマイナス幅を縮小させる公算が大きく、金価格は上値の重い展開が続くと見込む。

年初から方向感に乏しい動き

年初からの金価格はおおむね1,700米ドルから1,900米ドルのレンジで推移してきたが、その変動は投機筋（非商業部門）による先物の売買が主導してきたことが示唆される。また、1,700米ドル前後では中銀による金準備の積み増しや実需の買いが観測されてきた。ただし、いずれも金価格のトレンドを形成する主体ではなく、結果的に金価格は方向感の乏しい動きに終始している。

金ETFからは資金が流出傾向

過去の経験則では、金価格が明確な上昇トレンドを描くためには、金ETFへの継続的な資金流入が必要と言える。しかし、昨年の後半以降は、金ETFからの緩やかな資金流出の傾向が続いている。今年10月には、米国で初めてビットコイン先物に連動するETFが上場するなど、分散投資の選択肢が広がっていることもあり、金ETFに投資する必要性が相対的に低下している恐れもある。

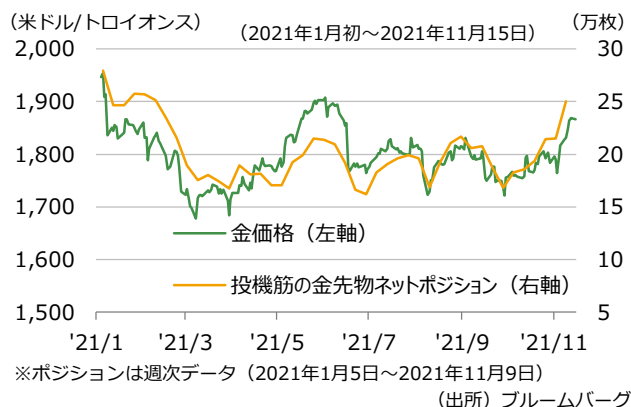
前回の利上げに至るまでの経験が重荷

FRBによる前回の金融政策正常化の局面で金価格は大きく下落した。今回もこのような事態になるとの予想はよく聞かれる。実際にそうなるかは別として、その警戒感が中長期的な視点で金ETFへの投資を躊躇させる要因になっているのだろう。前回は結果的に利上げ開始ごろが金価格の大底になったという経験を参考にすれば、今後、少なくとも利上げが始まるまでは金価格の上値が重い展開は続きそうだ。

金価格と米国の実質金利



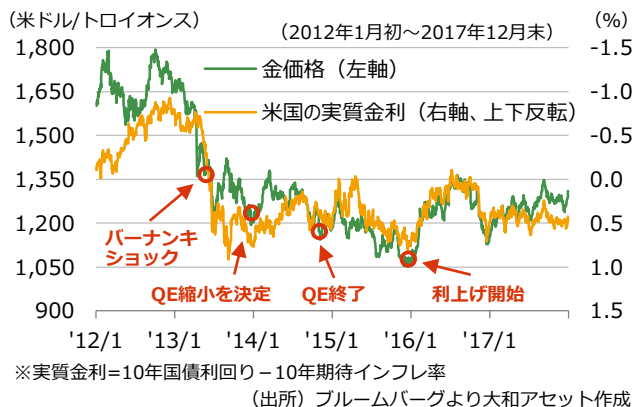
金価格と投機筋の金先物ネットポジション



金価格と金ETFの残高



米国の金融政策正常化時の金価格と米国の実質金利



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
インフレ懸念の一段の高まり	中	大	大	インフレの供給制約による部分は今後沈静化しようが、従来想定よりも時間を要する見込み。各国中銀もインフレ警戒姿勢を徐々に強めており、今後の需給バランス次第では利上げが加速する可能性も否定できず。為替は海外金利上昇が通貨高・円安に作用する一方、リスクオフが通貨安・円高に作用すること考えられる。株式市場においては、既にFRBの利上げタイミングを意識する中でも米国株の調整は限定的であり、過去平均比で高いバリュエーションが調整するリスクは低下してきているものの、注意は必要。先進国よりもインフレの影響が深刻化しやすい新興国では価格転嫁が可能な国を除き、株・債券・通貨が全般的に売られやすい。また、インフレを抑制するために、意図しない利上げに追い込まれる可能性が高く、構造的なインフレが問題となっているブラジルやインド、インドネシアなどが特に大きく売られよう。
米中対立の激化	中	中	大	米国が中国との話し合いの糸口を模索しているとの見方も一部あるが、台湾問題では対立が先鋭化しているとの見方も多く、対立激化リスクは後退していないとみる。半導体をはじめ、中国のハイテク産業が西側諸国の包囲網を突破できない状況が続けば、中国の潜在成長率は低下が速まろう。対立激化なら先進国株式は企業業績への悪影響が再び意識され、下落しよう。人権問題による対立がさらに高まれば、先進国の公的資金などが中国への投資を避ける動きに繋がるリスクも想定される。米中両政府の報復合戦がエスカレートする場合は、質への逃避や景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般に売られやすい。一方で中長期的には、一部供給網の中国離れの受け皿として、東南アジアやインドが恩恵を受けよう。為替はリスクオフの円高に振れやすい。
原油価格の極端な変動	中	小	大	供給要因での価格高騰であれば、世界経済に著しい打撃に。一方で、価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅する。脱炭素の潮流が化石燃料の需給両面に負の影響を与えるが、その程度・時期の差で需給失調が生じる恐れがある。為替への影響はリスクオンやリスクオフによっても変わるが、貿易収支面からは原油高は円安、原油安は円高に作用しやすい。株式市場にとってはコストへの影響、価格転嫁のタイミングによりセクター毎に動きは異なる。ファンダメンタルズへの影響に加え、短期間での大幅な変動は金融市場のセンチメント悪化を通じて株式市場にもネガティブに働くと予想する。新興国は原油の海外依存度によって選別が進み、原油高の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどが恩恵を受ける一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどには売り圧力がかかろう。
半導体不足の長期化	中	中	中	半導体不足により各国の自動車生産の落ち込みが長期化しており、裾野産業への悪影響が強まっている。中国では半導体不足がピークを過ぎたが、本格的な回復は早くも来年後半以降と道筋は遠い。問題の長期化は景気への下押し圧力となろう。新興国において、裾野の広い自動車産業の停滞は、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。株式市場にとっては、自動車やスマートフォンの生産見通しの下方修正で、関連サプライチェーン銘柄の業績見通しが幅広く切り下がる懸念が強まる。
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	小	大	大	新型コロナウイルス問題が収束すれば、繰越需要の発現と供給制約の解消で景気は大幅に上振れ株価は上昇、金融正常化が速やかに進展し長期金利も上昇しよう。逆に深刻化すれば、強力な行動制限で特にサービス業が極度に悪化する上、供給制約は一段と強まり、スタグフレーションの様相を呈するなか、金融は極端に緩和的な状態が継続し、長期金利は大きく低下へ。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され先進国の株価も下落しよう。但し、既存ワクチンが効かない変異株の出現などがなければ調整が一時的なものに留まる可能性はある。新興国でも深刻化する場面では景気低迷が長期化し、政府および民間部門の返済能力や米ドル不足などの脆弱性が露呈し、株、債券、為替等、金融資産が全般的に一段の下落圧力に晒される。為替はリスクオフと内外金利差縮小が円高要因となろう。
中国政府の極端な統制強化	小	中	大	中国当局の規制強化が経済、社会の幅広い分野に広がり、イデオロギー面での極左化が進む場合は、過去の文化大革命時の苦い記憶から、経済活動の委縮や中国からの資金逃避が進む可能性が高く、チャイナショックの再来も視野に入れたほうが良いだろう。新興国においては、中国経済と相対的につながりの深いASEAN諸国や資源国を中心に影響が広がり、景気減速、金融市場の調整に見舞われる可能性が高い。為替はリスクオフの円高や米ドル高圧力がかかる一方で、資源・新興国通貨安圧力がかかりやすいだろう。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		11/15	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-2.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	0.00	-1.50
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	0.00	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.35
ブラジル	セリック・レート	7.75%	1.50	5.75	1.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.65
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.50
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.50	-2.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.00%	0.25	0.75	-3.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	0.75	3.25	0.00
トルコ	1週間物レポ金利	16.00%	-2.00	5.75	-8.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		11/15	1カ月	1年	3年
米国		1.61%	0.04	0.72	-1.50
ドイツ		-0.23%	-0.06	0.32	-0.59
日本		0.07%	-0.02	0.04	-0.04
カナダ		1.72%	0.14	1.00	-0.67
豪州		1.77%	0.11	0.89	-0.95
中国		2.93%	-0.06	-0.35	-0.49
ブラジル		11.58%	0.22	3.50	0.80
英国		0.96%	-0.14	0.63	-0.41
インド		6.34%	0.01	0.46	-1.41
インドネシア		6.04%	-0.05	-0.26	-2.08
メキシコ		7.37%	-0.08	1.31	-1.65
ロシア		8.19%	0.66	2.07	-0.61
トルコ		18.74%	-0.43	6.79	2.57

		直近値	期間別変化率		
株価指数		11/15	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	36,087	2.2%	22.4%	42.7%
	S&P500	4,683	4.7%	30.6%	71.5%
ユーロ圏	STOXX 50	4,386	4.9%	27.8%	37.5%
日本	日経平均株価	29,777	2.4%	17.3%	36.6%
	TOPIX	2,049	1.2%	20.3%	25.0%
中国	MSCI中国	93.27	0.2%	-12.6%	25.4%
インド	MSCIインド	2,116	-0.4%	44.9%	70.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,710	-3.0%	7.4%	-2.4%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,477	6.0%	52.8%	64.6%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		11/15	1カ月	1年	3年
米ドル		114.12	-0.1%	9.1%	0.4%
ユーロ		129.74	-2.1%	4.8%	0.8%
カナダ・ドル		91.19	-1.2%	14.4%	5.7%
豪ドル		83.85	-1.1%	10.2%	1.4%
人民元		17.88	0.7%	12.7%	9.1%
ブラジル・リアル		20.91	-0.1%	9.2%	-30.3%
英ポンド		153.11	-2.5%	10.9%	5.5%
インド・ルピー		1.53	0.7%	9.4%	-2.8%
インドネシア・ルピア		0.80	-1.0%	8.8%	3.4%
フィリピン・ペソ		2.27	1.0%	4.4%	5.7%
ベトナム・ドン		0.50	0.0%	11.3%	3.1%
メキシコ・ペソ		5.53	-1.6%	7.9%	-1.5%
ロシア・ルーブル		1.58	-2.2%	16.3%	-8.7%
トルコ・リラ		11.34	-8.0%	-17.0%	-46.6%

		直近値	期間別変化率		
リート		11/15	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	25,200	4.7%	37.8%	48.5%
日本	東証REIT指数	2,063	-1.5%	21.6%	14.9%

		直近値	期間別変化率		
商品		11/15	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	80.88	-1.7%	101.5%	43.3%
金	COMEX金先物価格	1,867	5.6%	-1.0%	53.6%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

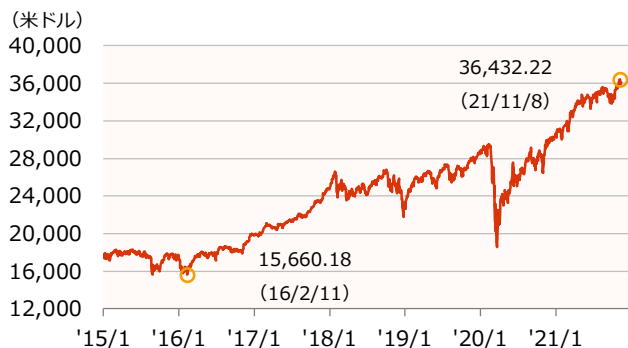
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



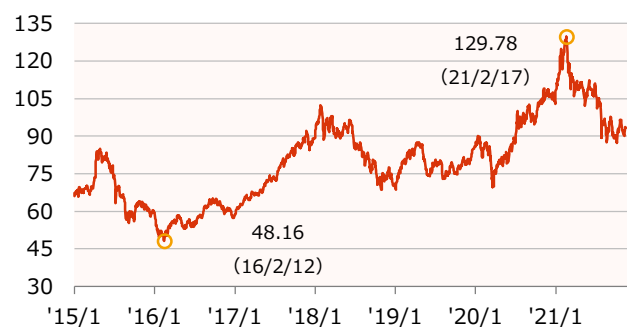
日経平均株価



TOPIX



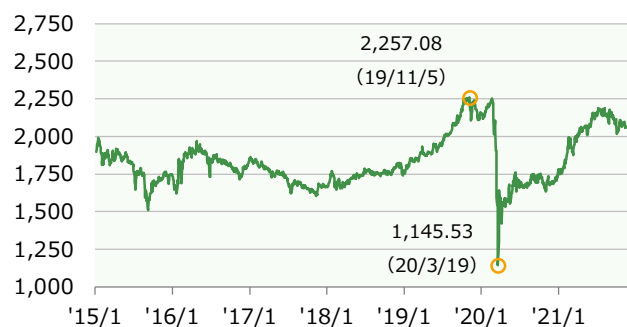
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



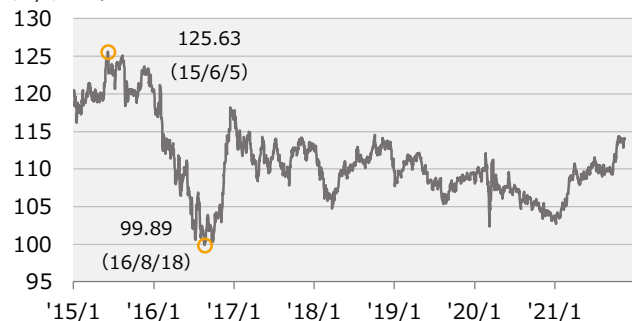
※グラフの期間は2015年1月初～2021年11月15日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

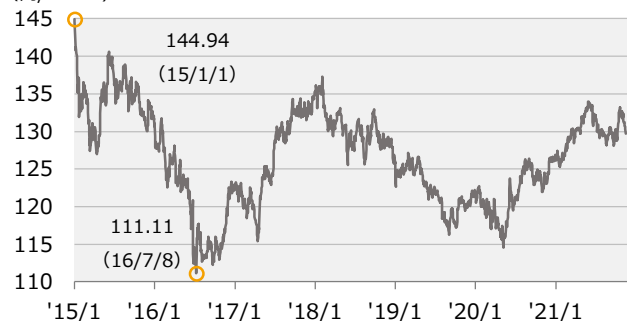
米ドル

(円/米ドル)



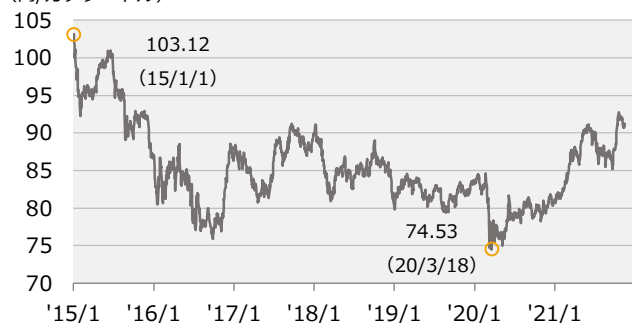
ユーロ

(円/ユーロ)



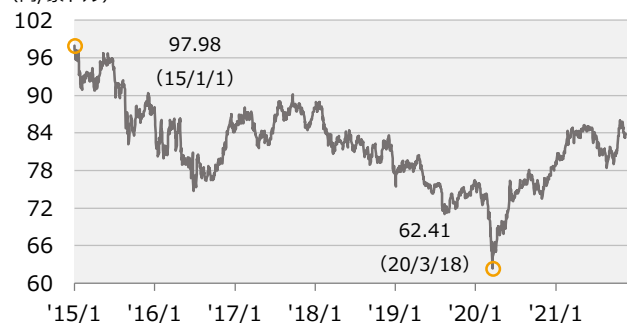
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



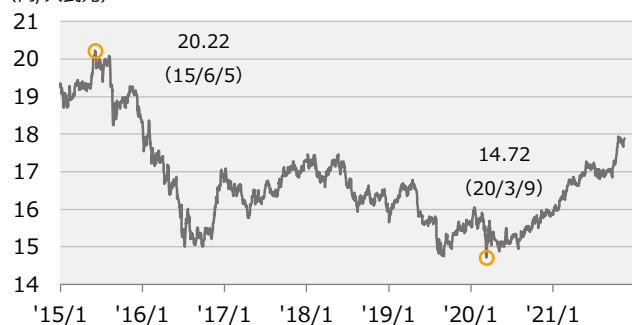
豪ドル

(円/豪ドル)



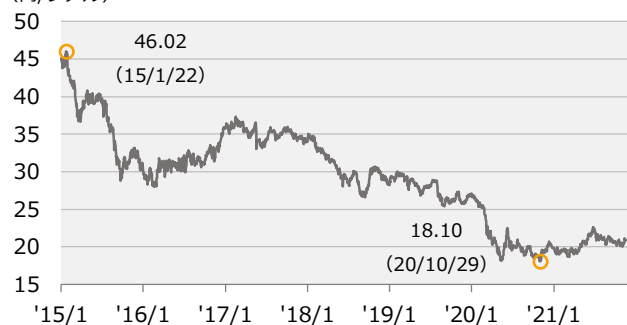
中国人民元

(円/人民元)



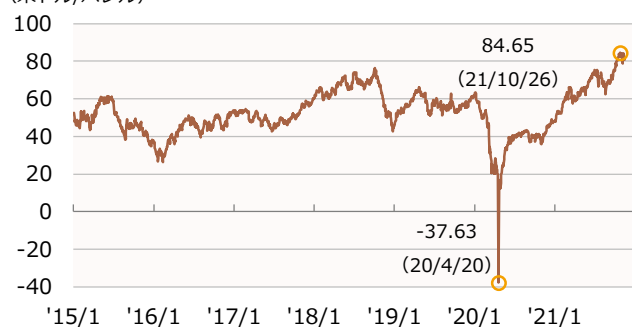
ブラジル・リアル

(円/リアル)



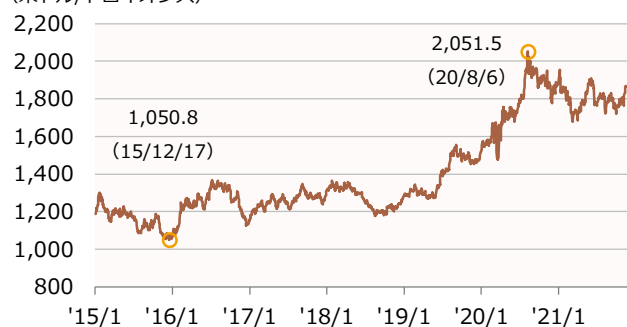
WT原油先物価格

(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～2021年11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		
	2018年	2019年	2020年
米国	2.9	2.3	-3.4
ユーロ圏	1.9	1.4	-6.4
日本	0.6	0.0	-4.6
カナダ	2.4	1.9	-5.3
豪州	2.8	1.9	-2.4
中国	6.7	6.0	2.3
ブラジル	1.8	1.4	-4.1
先進国	2.3	1.6	-4.7
新興国	4.5	3.6	-2.2

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 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
- 2021年末の予想値	0~0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 2021年末に新規の資産買入れの減額を開始、2022年中に新規の資産買入れを終了	2021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	2021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

2021年 12月	●日銀金融政策決定会合（16-17日）	●FOMC（14-15日） ●ECB理事会（16日） ●EU首脳会議（16-17日）	●OPECプラス会合（2日） ●RBA理事会（7日） ●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（8日） ●香港立法会議員選挙（19日） ●中国中央経済工作会议（月内）
2022年 1月	●日銀金融政策決定会合（17-18日） ●通常国会召集（月内）	●ECB理事会（20日） ●FOMC（25-26日） ●クラリダFRB副議長任期（31日） ●米一般教書演説（月内）	●カナダ金融政策決定会合（26日）
2月		●パウエルFRB議長任期（5日） ●米予算教書（月内） ●ドイツ大統領選挙（13日）	●中華圏旧正月（1日） ●RBA理事会（1日） ●ブラジル金融政策決定会合（2日） ●北京冬季オリンピック、パラリンピック競技大会（4-3月13日）
3月	●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） ●EU首脳会議（月内）	●中国全人代（上旬） ●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（2日） ●韓国大統領選挙（9日） ●ブラジル金融政策決定会合（16日） ●香港行政長官選挙（27日）
4月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●ECB理事会（14日） ●米財務省為替報告書（月内） ●フランス大統領選挙（10日）	●ラマダン開始（3日） ●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（13日）
5月		●FOMC（3-4日） ●EU首脳会議（月内）	●ラマダン終了（2日） ●RBA理事会（3日） ●ブラジル金融政策決定会合（4日） ●フィリピン大統領・議会選挙（9日） ●イラク議会選挙（月内）
6月	●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（月内）	●ECB理事会（9日） ●FOMC（14-15日） ●G7首脳会議（独、月内） ●フランス議会選挙（12日）	●カナダ金融政策決定会合（1日） ●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（15日）
7月	●日銀金融政策決定会合（20-21日） ●参議院議員任期満了（25日）	●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日）	●RBA理事会（5日） ●ハッジ開始（7-12日） ●カナダ金融政策決定会合（13日） ●インド大統領選挙（月内）
8月			●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）	●FOMC（20-21日） ●ECB理事会（22日）	●RBA理事会（6日） ●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（21日）
10月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）		●ブラジル大統領選挙（2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）

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2021年11月15日）

（発行日：2021年11月19日）