

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

# 7

JUL. 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









## 高く飛ぶためには一度しゃがむ必要がある

- 1 過去1カ月の大きな変化は、各国中央銀行が利上げのペースを一段と加速させたこと。インフレには自己実現するところがあり、早期に足元の高インフレを押さえ込む必要がでてきた。
- 1 インフレ沈静化には供給制約の解消に加え、需要も鈍化することが必要。一般的に言えば、需要鈍化は景気や株式にネガティブであるものの、今局面ではインフレ退治のために必要なこと。高く飛ぶためには一度しゃがむ必要がある。

|   |  |
|---|--|
|  <p>米国</p>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>株 … バリュエーション調整は進展も、企業業績予想の切り下がりリスクは残る。</li> <li>債 … FRBはインフレ退治最優先にシフト。年内に3%超まで利上げし、来年も利上げを継続。</li> <li>リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。</li> <li>為 … 利上げや量的引き締め観測による金利上昇は米ドル高要因だが、その余地は限定的。</li> </ul>                     |
|  <p>ユーロ圏</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>経 … ウクライナ情勢の影響を受け、供給制約の継続と物価上昇が経済成長を抑制へ。</li> <li>株 … 景気に不透明感がある中での利上げであり、株価にはリスク。</li> <li>債 … ECBは7月に資産購入を終了し、利上げ開始。年内に主要政策金利を1%まで引き上げ。</li> <li>為 … 利上げ観測がユーロ高要因の一方、インフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。</li> </ul>  |
|  <p>日本</p>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>経 … 輸入物価上昇の影響懸念も経済活動再開による回復鮮明に。自動車の挽回生産に期待。</li> <li>株 … 円安のプラスメリットや水際対策の緩和など、株価は相対的に安心感。</li> <li>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。</li> <li>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もと緩やかに上昇。</li> <li>為 … インフレによる世界景気悪化懸念がリスクオフと海外金利上昇抑制を通じ円高要因に。</li> </ul> |


### 表の見方

|  |  |
|--|--|
|  …経済    |  …リート |
|  …株式    |  …為替  |
|  …債券・金利 |  |




**カナダ**

- 経 … インフレや金利上昇に対して、家計の潤沢な貯蓄や交易条件の改善などが成長を後押し。
- 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 … 労働参加率の上昇や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファーに。
- 債 … 当面の連続利上げにより、政策金利は年内に3.5%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 … 景気回復の軌道を辿るも、ゼロコロナ政策を受け、2022年は4%台の低成長へ。
- 株 … 年後半は、金融緩和環境や株式市場安定化策を受け、センチメントは改善しよう。
- 債 … 追加金融緩和の期待が続く中、債券利回りはレンジの下限を試す展開を予想。
- 為 … 米中長期金利の逆転が逆風も、割高感の解消や経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。



**ブラジル**

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

# 世界経済・金融市場見通し

## 世界経済

### 利上げペースの加速

過去1カ月の大きな変化は、各国中央銀行が利上げのペースを一段と加速させたこと。例えば、米国は利上げ幅を0.75%ポイントに拡大させ、カナダも7月会合で同幅へ拡大することが見込まれる。英国では4-6月期のマイナス成長が見込まれる中でも利上げを継続し、スイスは市場の予想外の利上げを行い、マイナス金利政策からの脱却が視野に入る。

### インフレの自己実現

各国中央銀行の行動はインフレ退治に最優先で取り組むことを意味する。インフレには自己実現するところがあり、理由は何であれ高インフレの期間が続くと、国民は将来のインフレも高いと思って行動するため、結果として将来のインフレ率も高くなる。そうしたスパイラルを断ち切るために、早期に足元の高インフレを押さえ込む必要がでてきたわけだ。

## 金融市場

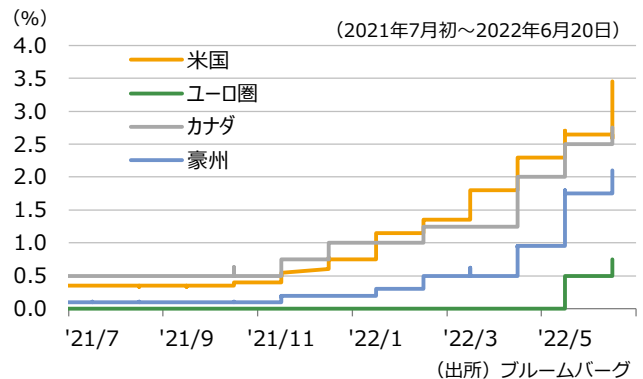
### インフレ退治のためなら

6月FOMC声明文では「インフレ率を2%の目標に回帰させることに強く取り組む」と、新たに決意表明。インフレ抑制という点では望ましいことであるが、同時にインフレ抑制の過程での景気悪化も辞さずということでもある。実際に6月FOMCで示された経済見通しではGDP成長率の見通しが大幅に下方修正され、市場では景気悪化懸念が強まっている。

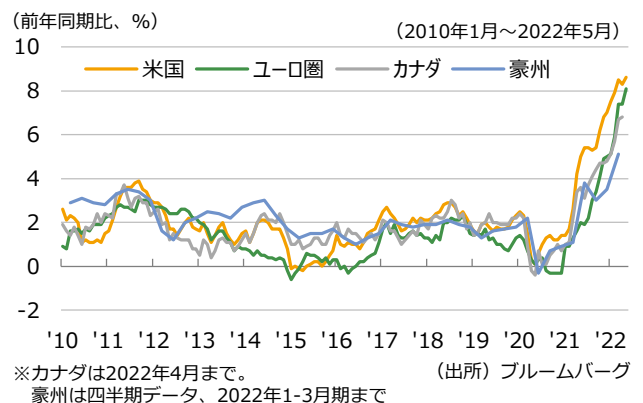
### 高く飛ぶためには一度しゃがむ必要

足元の高インフレはコロナ禍やウクライナ情勢等による過少供給と、コロナ禍での「強制貯蓄」や堅調な労働市場を背景とした旺盛な需要の、需給不一致に因る。インフレ沈静化には供給制約の解消に加え、需要の鈍化も必要。一般に需要鈍化はネガティブであるものの、今局面ではインフレ退治のために必要なこと。高く飛ぶためには一度しゃがむ必要がある。それは生みの苦しみにネガティブではない。

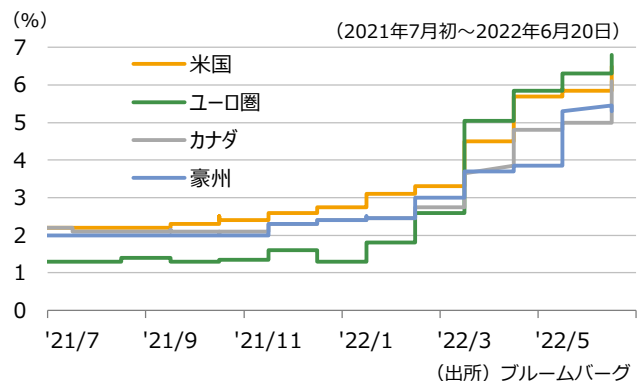
### 市場による2022年末の政策金利の見通し



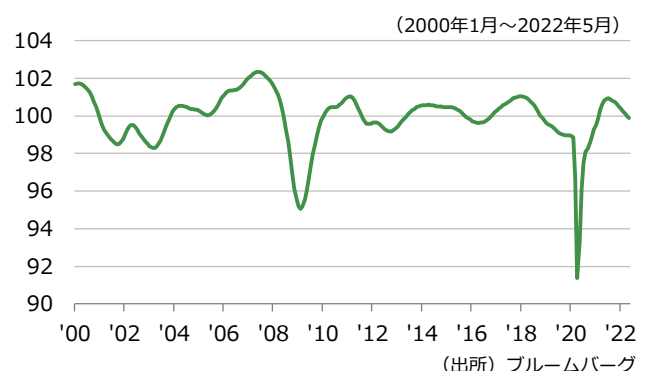
### 先進国の消費者物価指数



### 市場による2022年末のCPI (前年比) の見通し



### OECD景気先行指数



早見表

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   |  |  |  | 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。ウクライナ情勢の影響を受け、供給制約の継続と物価上昇が経済成長を抑制へ。輸入物価上昇の影響懸念も経済活動再開による回復鮮明に。自動車の挽回生産に期待。インフレや金利上昇に対して、家計の潤沢な貯蓄や交易条件の改善などが成長を後押し。労働参加率の上昇や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファーに。景気回復の軌道を辿るも、ゼロコロナ政策を受け、2022年は4%台の低成長へ。供給制約は漸次解消も、高金利政策が需要を抑制し、潜在成長率を下回る成長が継続。 |
|    | ユーロ圏 |  |  |  |   |
|    | 日本   |  |  |  |   |
|    | カナダ  |  |  |  |   |
|    | 豪州   |  |  |  |   |
|    | 中国   |  |  |  |   |
|    | ブラジル |  |  |  |   |

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

|      |        |  |  |  |  |
|------|--------|--|--|--|--|
| 株式   | 米国     |  |  |  | バリュエーション調整は進展も、企業業績予想の切り下げリスクは残る。景気に不透明感がある中での利上げであり、株価にはリスク。円安のプラスメリットや水際対策の緩和など、株価は相対的に安心感。年後半は、金融緩和環境や株式市場安定化策を受け、センチメントは改善しよう。インフレ圧力の強まりによる利上げ加速を受け、目先は慎重な姿勢が必要。順調な景気回復や、インフレ圧力が乏しいこと、資源輸出国であることが支え。スムーズな政権移行に加えて、景気回復が市場予想より強いことが支え。海外センチメントに振られやすいが、景気回復と好調な輸出が下支えしよう。 |
|      | ユーロ圏   |  |  |  |  |
|      | 日本     |  |  |  |  |
|      | 中国     |  |  |  |  |
|      | インド    |  |  |  |  |
|      | インドネシア |  |  |  |  |
|      | フィリピン  |  |  |  |  |
| ベトナム |        |  |  |  |  |

|      |        |  |  |  |  |
|------|--------|--|--|--|--|
| 債券   | 米国     |  |  |  | FRBはインフレ退治最優先にシフト。年内に3%超まで利上げし、来年も利上げを継続。ECBは7月に資産購入を終了し、利上げ開始。年内に主要政策金利を1%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3.5%へ。長期金利は高止まりを想定。追加金融緩和の期待が続く中、債券利回りはレンジの下限を試す展開を予想。高水準のインカムゲインに加え、将来の利下げを織り込み債券価格は上昇へ。BOEは景気悪化を懸念し、追加利上げに慎重化へ。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<br>高水準のインカムゲインに加え、金融市場が落ち着けば金利低下によるキャピタルゲインも。 |
|      | ドイツ    |  |  |  |  |
|      | 日本     |  |  |  |  |
|      | カナダ    |  |  |  |  |
|      | 豪州     |  |  |  |  |
|      | 中国     |  |  |  |  |
|      | ブラジル   |  |  |  |  |
|      | 英国     |  |  |  |  |
|      | インド    |  |  |  |  |
|      | インドネシア |  |  |  |  |
| メキシコ |        |  |  |  |  |
| ロシア  |        |  |  |  |  |
| トルコ  |        |  |  |  |  |

|     |    |  |  |  |   |
|-----|----|--|--|--|---|
| リート | 米国 |  |  |  | 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。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もと緩やかに上昇。 |
|     | 日本 |  |  |  |   |

|    |    |  |  |  |  |
|----|----|--|--|--|--|
| 商品 | 原油 |  |  |  | 供給不安は残る一方、徐々に世界的な金融引き締めによる需要減退を意識すべき局面に。米実質金利が上昇する中、ウクライナ危機やインフレへの懸念が後退するリスクに注意。 |
|    | 金  |  |  |  |  |

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

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

|        |            |  |  |  |  |
|--------|------------|--|--|--|--|
| 為替     | 米ドル        |  |  |  | 利上げや量的引き締めの観測による金利上昇は米ドル高要因だが、その余地は限定的。利上げ観測がユーロ高要因の一方、インフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。インフレによる世界景気悪化懸念がリスクオフと海外金利上昇抑制を通じ円高要因に。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が逆風も、割高感の解消や経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。実質政策金利の上昇や貿易収支の改善などがレアルの下支え要因に。追加利上げ観測がポンド高要因の一方、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、中銀介入が緩衝材となり、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<br>為替変動からリラ建て定期預金を保護する制度の下、緩やかなリラ安に誘導されよう。 |
|        | ユーロ        |  |  |  |  |
|        | 日本円        |  |  |  |  |
|        | カナダ・ドル     |  |  |  |  |
|        | 豪ドル        |  |  |  |  |
|        | 中国人民元      |  |  |  |  |
|        | ブラジル・レアル   |  |  |  |  |
|        | 英ポンド       |  |  |  |  |
|        | インド・ルピー    |  |  |  |  |
|        | インドネシア・ルピア |  |  |  |  |
|        | フィリピン・ペソ   |  |  |  |  |
|        | ベトナム・ドン    |  |  |  |  |
|        | メキシコ・ペソ    |  |  |  |  |
|        | ロシア・ルーブル   |  |  |  |  |
| トルコ・リラ |            |  |  |  |  |

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

# 主要国 - 予想値

… 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<br>2020年  | 2021年 | 予想値<br>2022年 | 2023年 | 実績値<br>2020年末  | 2021年末         | 予想値<br>2022年末  | 2023年末         | 実績値<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 |
| 米国     | -3.4          | 5.7   | 1.5          | 1.5   | 0.00 ~<br>0.25 | 0.00 ~<br>0.25 | 3.00 ~<br>3.25 | 3.50 ~<br>3.75 | 0.91          | 1.51   | 3.4           | 3.4    |
| ユーロ圏*1 | -6.3          | 5.4   | 2.0          | 1.5   | 0.00<br>-0.50  | 0.00<br>-0.50  | 1.00<br>0.75   | 1.00<br>0.75   | -0.57         | -0.18  | 1.3           | 1.2    |
| 日本     | -4.5          | 1.7   | 2.0          | 1.8   | -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   | 4.3          | 5.4   | 2.95           | 2.95           | 2.85           | 2.85           | 3.15          | 2.78   | 2.8           | 3.0    |
| ブラジル   | -3.9          | 4.6   | 1.4          | 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<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 |          | 実績値<br>2020年末 | 2021年末  | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 |
| 米国       | 30,606        | 36,338 | 27,800        | 31,600 | 米ドル      | 103.25円       | 115.08円 | 129円          | 124円   |
| NYダウ     | 7.2%          | 18.7%  | -23.5%        | 13.7%  |          | -4.9%         | 11.5%   | 12.1%         | -3.9%  |
| 米国       | 3,756         | 4,766  | 3,480         | 3,950  | ユーロ      | 126.18円       | 130.90円 | 136円          | 132円   |
| S&P500   | 16.3%         | 26.9%  | -27.0%        | 13.5%  |          | 3.6%          | 3.7%    | 3.9%          | -2.9%  |
| 欧州       | 3,553         | 4,298  | 3,180         | 3,550  | カナダ・ドル   | 81.13円        | 91.08円  | 103円          | 99円    |
| STOXX 50 | -5.1%         | 21.0%  | -26.0%        | 11.6%  |          | -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  | 19.2円         | 19.0円  |
| TOPIX    | 4.8%          | 10.4%  | 3.9%          | 10.1%  |          | 1.8%          | 13.9%   | 6.2%          | -1.0%  |
| 中国       | 108.58        | 84.29  | 85            | 90     | ブラジル・レアル | 19.89円        | 20.65円  | 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<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>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<br>2020年  | 2021年 | 予想値<br>2022年 | 2023年 | 実績値<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 | 実績値<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 |
| 英国      | -9.3          | 7.5   | 2.0          | 1.5   | 0.10          | 0.25   | 1.75          | 1.75   | 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   | 6.0          | 6.5   | 2.00          | 2.00   | 3.00          | 3.50   | 1.83          | 2.18   | 4.4           | 4.2    |
| ベトナム    | 2.9           | 2.6   | 6.2          | 6.7   | 4.00          | 4.00   | 4.50          | 5.00   | -             | -      | -             | -      |
| メキシコ    | -8.2          | 4.8   | 1.0          | 2.0   | 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  | 20.0          | 18.0   |

|        | 株価指数          |        |               |        |              | 為替 (対円)       |         |               |        |
|--------|---------------|--------|---------------|--------|--------------|---------------|---------|---------------|--------|
|        | 実績値<br>2020年末 | 2021年末 | 予想値<br>2022年末 | 2023年末 |              | 実績値<br>2020年末 | 2021年末  | 予想値<br>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         | 1.55円  |
| MSCI   | -9.5%         | 1.5%   | 15.0%         | 1.3%   |              | -7.1%         | 9.5%    | 4.0%          | -3.7%  |
| 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  | 0.860円        | 0.844円 |
| VN指数   | 14.9%         | 35.7%  | -6.6%         | 10.7%  |              | -5.7%         | 9.3%    | 6.5%          | -1.9%  |
|        |               |        |               |        | フィリピン・ペソ     | 2.15円         | 2.26円   | 2.35円         | 2.30円  |
|        |               |        |               |        |              | 0.1%          | 5.2%    | 4.1%          | -2.1%  |
|        |               |        |               |        | ベトナム・ドン*3    | 0.447円        | 0.504円  | 0.548円        | 0.535円 |
|        |               |        |               |        |              | -4.5%         | 12.7%   | 8.7%          | -2.4%  |
|        |               |        |               |        | メキシコ・ペソ      | 5.19円         | 5.61円   | 6.14円         | 5.77円  |
|        |               |        |               |        |              | -9.5%         | 8.0%    | 9.5%          | -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

### 2022年・23年の成長見通しを下方修正

6月FOMCでは、声明文で「インフレ率を2%の目標に回帰させることに強く取り組む」の文言が新たに付け加えられた。インフレ退治に向けたFRBの決意表明と言え、実際にFOMC参加者は中立金利水準を大幅に上回る利上げを想定している。FRBのインフレ退治に最優先で取り組む姿勢を受け、当社はGDP成長率の見通しを2022年1.5%（従来2.7%）、23年1.5%（従来2.2%）に、それぞれ下方修正。

### 景気バロメーターとしてのISM

景気バロメーターとして重視されるISM製造業景況感指数（以下、ISM）は5月時点で56.1と堅調。ただ、今局面では重視しすぎるとミスリーディングになる可能性もある。オイルショック時は50以上で景気後退入りしているからだ。景気後退入りした1973年11月のISMは68.1、CPIは前年比+8.3%だった。スタグフレーション下では名目値が拡大するだけに景況感が悪化しにくいかもしれない。

### 消費者信頼感指数は過去最低水準

企業景況感とは対照的に、消費者マインドはインフレによる実質所得減少等を反映して低迷。とりわけ、6月ミシガン大学消費者信頼感指数は統計開始（1978年）以来の最低水準を記録。米国経済の強さは『コロナ禍での「強制貯蓄」や堅調な労働市場を背景とした堅調な個人消費』が大前提であるため、この前提が崩れると脆い。一般に景気方向を示すのは生産活動とされるが、総合的に見る必要がある。

### インフレ上振れがFRBを動かす

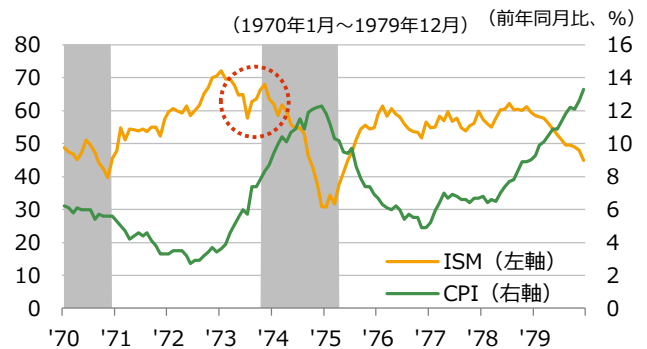
6月FOMCでは0.75%ポイントの利上げを決定。前回5月FOMCで次回6月FOMCでの0.5%ポイントの利上げを示唆していたにもかかわらず、0.75%ポイントになったことに関して、パウエルFRB議長はFOMC直前に発表された、5月CPIと6月ミシガン大学5年先期待インフレ率がともに上振れしたしたこと等が影響したと説明。FRBは高インフレの定着阻止に全力を尽くす。

### FOMC参加者の経済・FFレートの見通し

|           |          | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|-----------|----------|-------|-------|-------|
| 実質GDP成長率  | 6月FOMC時点 | 1.7   | 1.7   | 1.9   |
|           | 3月FOMC時点 | 2.8   | 2.2   | 2.0   |
| 失業率       | 6月FOMC時点 | 3.7   | 3.9   | 4.1   |
|           | 3月FOMC時点 | 3.5   | 3.5   | 3.6   |
| PCE価格指数   | 6月FOMC時点 | 5.2   | 2.6   | 2.2   |
|           | 3月FOMC時点 | 4.3   | 2.7   | 2.3   |
| コアPCE価格指数 | 6月FOMC時点 | 4.3   | 2.7   | 2.3   |
|           | 3月FOMC時点 | 4.1   | 2.6   | 2.3   |
| FFレート     | 6月FOMC時点 | 3.4   | 3.8   | 3.4   |
|           | 3月FOMC時点 | 1.9   | 2.8   | 2.8   |

（出所）FRB

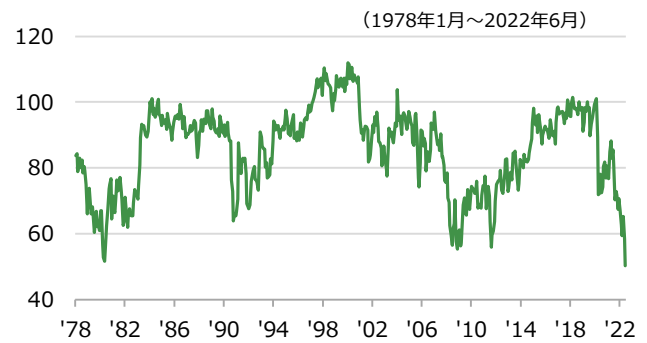
### ISM製造業景況感指数（オイルショック時）



※網掛けは景気後退期

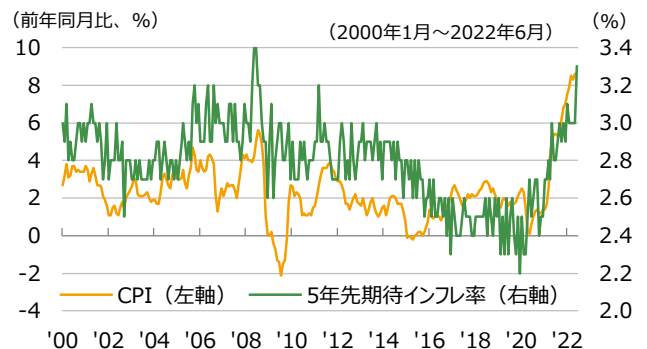
（出所）ブルームバーグ

### ミシガン大学消費者信頼感指数



（出所）ブルームバーグ

### CPIとミシガン大学5年先期待インフレ率



※CPIは2022年5月まで

（出所）ブルームバーグ





## 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。FRBの利上げ幅の拡大などを受け、米国景気に対する不透明感はこの1カ月間で高まり、株価は軟調に推移。株価下落によりバリュエーションの高さは相当程度解消した一方、企業業績予想の切り下がりリスクは高まっている。予想EPSの下方修正を主因に、S&P500の予想は22年末：3,480p、23年末：3,950pに引き下げる。

### バリュエーション調整は進展

近年の米国株のPERは金利、特に実質金利との相関が高い。直近も実質金利が上昇する中、PERは低下し、その低下幅は実質金利上昇に見合ったものとなっている。PER水準そのものも15倍台まで低下しており、バリュエーション調整は相当程度進展したとみる。一方、金融引き締めペースの加速により景気への不透明感が高まっており、企業業績のコンセンサス予想は今後切り下がるリスクがあると考え。

### 利益予想は切り下がるリスク

右図は米国のGDP成長率とS&P500のEPS伸び率の関係を見たもの。米国企業の海外売上高比率の変化や、直近の投資動向などにより両者の関係は変化するが、一定の関係性はある。足元のEPS伸び率のコンセンサス予想は22年、23年共に+10%程度。一方、当社は22年及び23年のGDP成長率を1.5%と予想しており、過去の関係性を考えれば、コンセンサス予想が切り下がるリスクが大きいと考える。

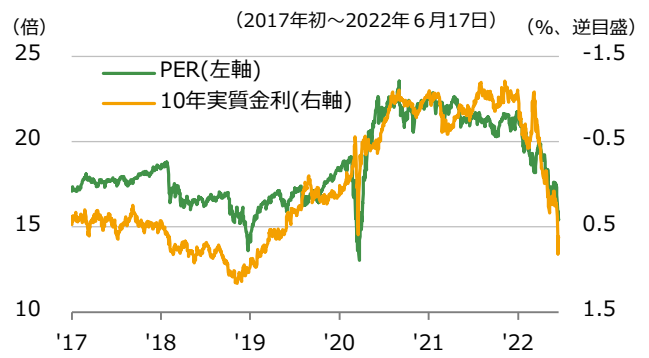
### インフレ鈍化と利上げ打ち止め待ち

本格的な株価の反転には利上げ停止時期を市場が織り込みに行くことが必要とみる。過去、利上げの停止前後が株価の反転タイミングであるケースは多い。今回、FRBは中立金利（経済に対して緩和的でも引き締めのでもない水準）以上に政策金利を引き上げる見通しだが、インフレが沈静化すれば利下げに転じよう。多少時間は掛かるが、幅広い品目のインフレ鈍化が確認されるタイミングを待ちたい。

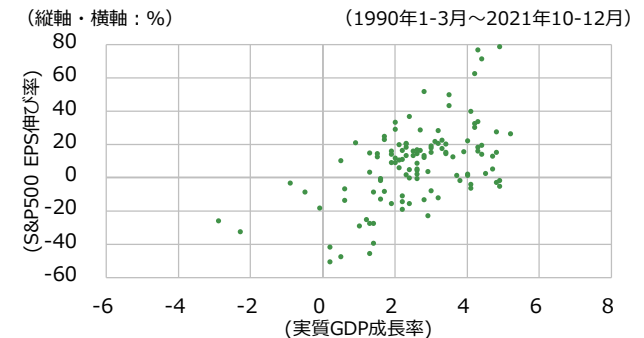
### S&P500の推移



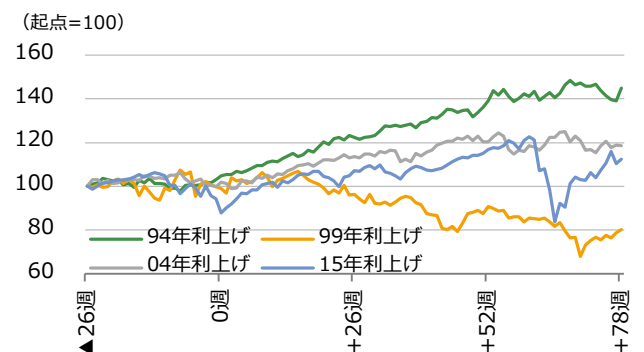
### 米実質金利とS&P500のPER



### GDP成長率と米国企業業績



### 利上げ停止前後のS&P500指数の推移



※利上げサイクルにおける最後の利上げが行われた週を“0週”として表記  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 債券・金利

### FRBはインフレ退治に最優先で取り組む

FRBのインフレ退治を最優先に取り組む姿勢は6月FOMCで示された経済・FFレートの見通しに表れている。中立金利（2.5%）を大幅に上回る利上げ見通しが示され、2022年末、23年末のFFレートは各3.4%、3.8%とされた。ただ、その結果景気が犠牲となり、GDP成長率は前回3月時点から大幅に下方修正され、2022年、23年ともに潜在成長率（1.8%）を下回る、各1.7%とされた。

### 政策金利・長期金利の見通しを修正

6月FOMCの結果を踏まえ、政策金利の見通しを2022年末3.25%（従来2.75%）、23年末3.75%（従来3.0%）へと改めた。同時に長期金利の見通しも2022年末3.4%（従来3.0%）、23年末3.4%（従来2.8%）へと修正。2023年の追加利上げ想定にも関わらず23年末の長期金利が22年末と同水準なのは2024年の利下げを想定していることに因る。

## リート

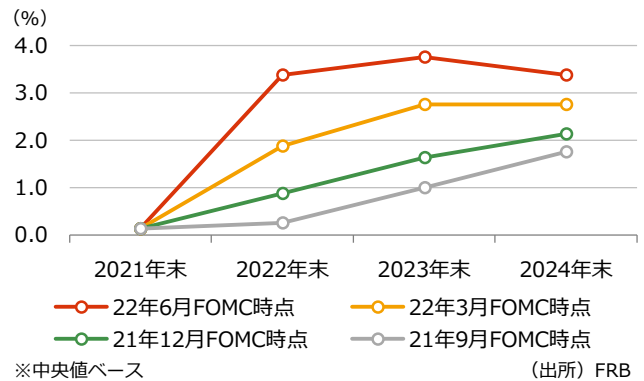
### 金融引き締めなどを背景に下落

米国リート市場は、5月半ばから6月半ばにかけて、依然高いインフレ圧力を背景とした中央銀行の金融引き締め姿勢などから軟調推移。一方リートの業績動向は賃料上昇を背景に好調継続。また経営陣の見通しも強気のものが多い。今後は金利上昇や景気動向を受けて不動産価格がどの程度下落するかが焦点。賃料上昇は不動産価格の上昇要因だけに、金利の影響がどの程度か注目が集まる。

### 予想配当利回りは上昇

リート価格の下落を受けて、米国リートの予想配当利回りはコロナ前の水準である4%程度まで上昇。良好な事業環境を背景とした相対的に高いキャッシュフロー成長に鑑みるとバリュエーション調整は相応に進展したと考える。今後は、金利上昇を受けて信用リスクに注目が集まるかどうか、また賃料上昇の持続性に注目。

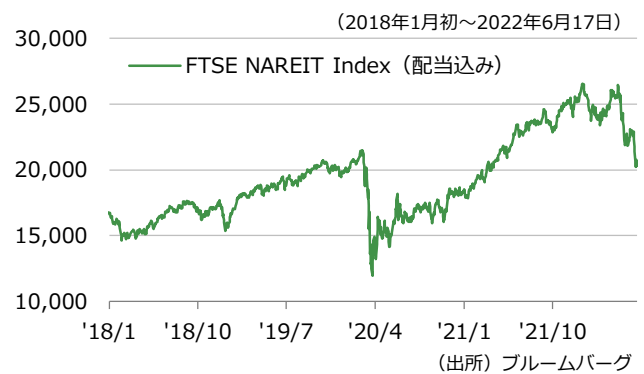
### FOMC参加者のFFレートの見通し



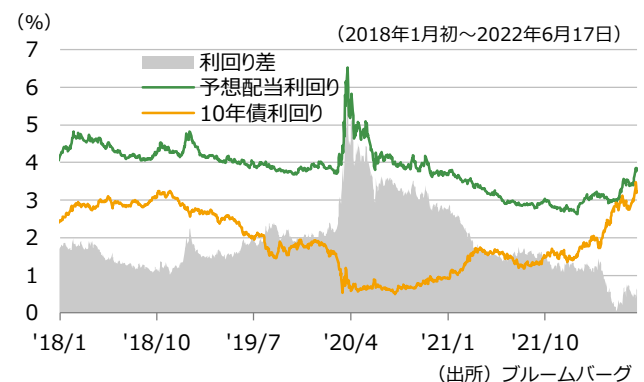
### 米国金利の推移：実績と予想



### FTSE NAREIT Index推移



### FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差拡大とともに米ドル円上昇

日米5年国債金利差と米ドル円には高い連動性がある。FRBの利上げやバランスシート縮小の見通しで米金利が上昇し、日米金利差拡大とともに米ドル円が上昇してきた。インフレ持続と利上げ加速（拡大）への思惑が米金利と米ドル円を上昇させる可能性は残るが、景気減速（悪化）につながりインフレが抑えられるとの見方が強まることにより、米金利と米ドル円の上昇は進みにくくなると考えられる。

米金利水準から見た米ドル円の上値目途

日米5年国債金利差と米ドル円の連動性からすると、金利差3.6%なら米ドル円は134.3円を中心に131.0~137.6円（推計値±標準誤差×2）、金利差3.8%なら136.1円を中心に132.8~139.4円に収まりやすい。ただ、リスクオンではレンジ上方、リスクオフではレンジ下方に近づきやすい。米金利上昇を受けてリスクオフのケースが増えているので、米ドル円は137円以下に収まる可能性が高いと見る。

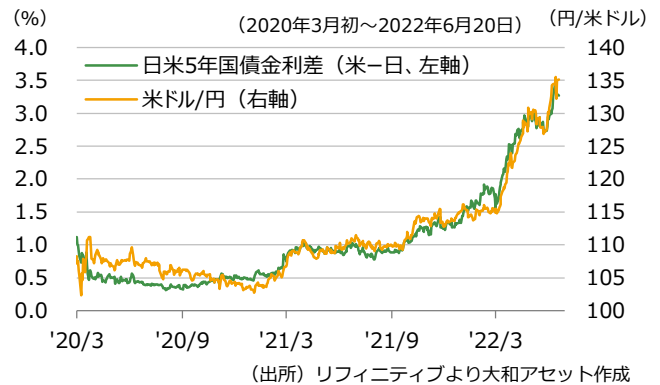
米実質金利上昇による米ドル円上昇圧力

ロシアのウクライナ侵攻で供給懸念が強まり、3月末頃にかけて期待インフレ率は上昇したが、実質金利の上昇につれて期待インフレ率は低下している。FRBの金融引き締めを背景に上昇してきた実質金利は2010年以降の平均値（▲0.3%）を超え、プラスに転じている。インフレ懸念は抑えられているので景気悪化懸念が強まると米実質金利の上昇が鈍り、米ドル円への上昇圧力が後退する可能性がある。

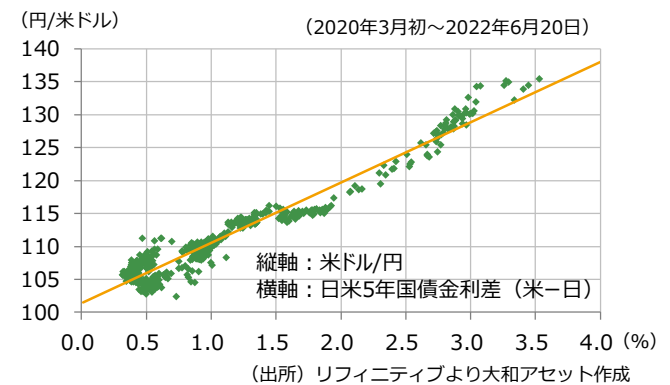
米経済指標は米ドル円を押し上げにくい

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。米ドル高基調は続いているので、今後一時的に米ドル高の悪影響が緩和する局面はあっても、経済指標を改善させる要因にはなりにくい。米経済指標改善による米金利や米ドル円の上昇は進みにくい。

日米5年国債金利差と米ドル円



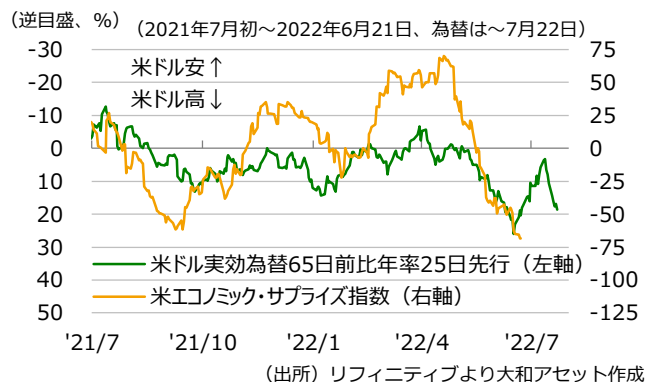
日米5年国債金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





## 経済

### 実質GDPはコロナ前の水準を超える

ユーロ圏の実質GDPは1-3月期に前期比+0.6%（年率+2.5%）と、10-12月期の前期比+0.2%（年率+1.0%）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100.84に到達）。新型コロナウイルス感染収束は経済成長にプラスだが、ウクライナ情勢による供給制約と物価上昇がマイナス要因となっており、経済成長率が高まりにくいと予想している。

### 製造業、サービス業ともに景況感が悪化

6月のPMIは製造業が5カ月連続、サービス業が2カ月連続で低下し、50に近づいた。製造業はロシアのウクライナ侵攻や中国のロックダウンの影響で供給制約が強まり、生産や新規受注が低下している。新型コロナウイルス感染収束で規制措置が緩和され、個人のサービス需要は回復したが、幅広い分野で物価上昇が続いているために需要減退の兆しが出てきた。物価上昇が続くと景況感悪化が進む可能性がある。

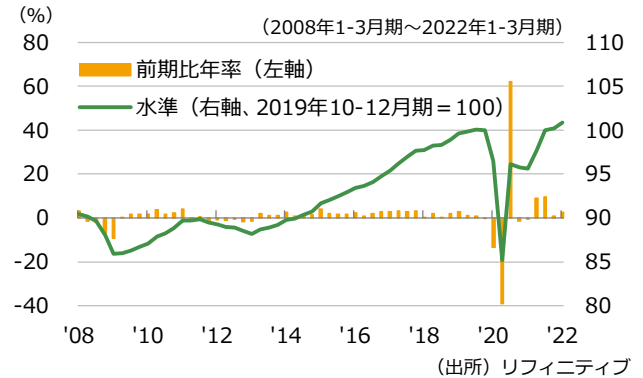
### 雇用情勢改善でも個人消費が伸び悩み

失業率は2月にかけて6.8%まで低下し、1998年4月の統計開始以降で最低となった後、2カ月連続で横ばいに。労働需給が引き締まった状況は継続している。ただ、実質小売売上高は2021年11月をピークに低下傾向で、2022年4月も低下した。雇用情勢改善や新型コロナウイルス感染収束は個人消費の増加要因だが、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ようだ。

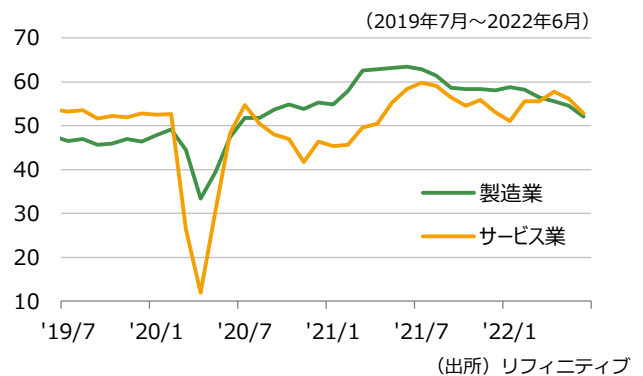
### 総合・コアともにインフレ率は一段高

5月の消費者物価指数は総合で前年同月比8.1%、コアで3.8%と、4月の各7.4%、3.5%から加速した。総合はエネルギー高の影響が大きいだが、供給制約やコスト高の価格転嫁がコアの物価上昇圧力になっている。供給制約やユーロ安の影響で、当面は総合・コアともに物価上昇率が高止まりする可能性がある。ただ、商品市況は頭打ちで、コスト高による物価上昇が鈍化する要因になりつつある。

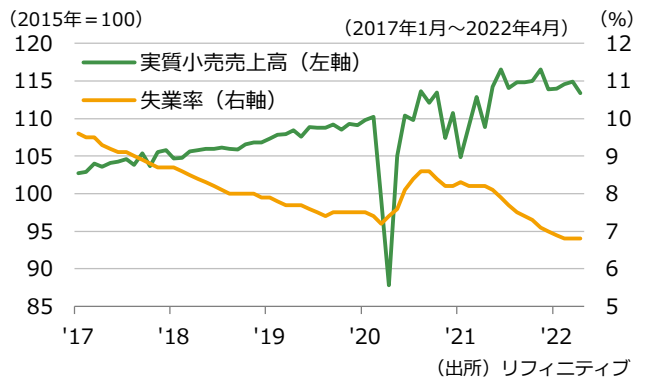
#### 実質GDP



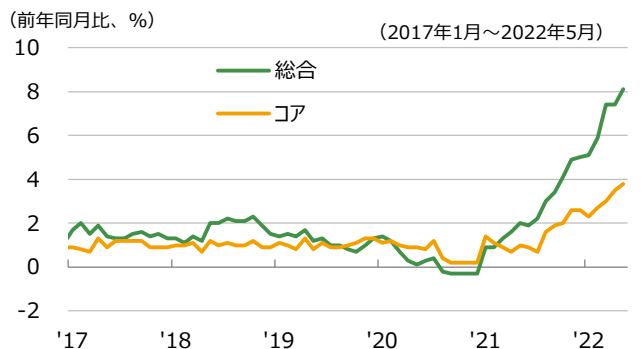
#### PMI



#### 実質小売売上高と失業率



#### 消費者物価指数





## 株式

### やや弱気に引き下げ

欧州株の判断は中立からやや弱気に引き下げる。直近1カ月の変化は7月のECB理事会において、利上げが決定される見込みとなったこと。バリュエーションに割高感はないものの、ウクライナ情勢により欧州景気に不透明感のある中での利上げとなり、リスクが大きいと考える。Euro STOXX 50の予想は22年末：3,180、23年末：3,550に修正。当面は利上げ開始による欧州経済への影響を確認したい。

### 消費者マインドが弱い中での利上げ

右図は日米欧の主要消費者信頼感指数の動きを見たもの。欧州はウクライナ情勢の影響もあり消費者マインドが既に低水準にあり、日米と比べても落ち込みが大きい。ウクライナ情勢が改善する時間軸が見え難い中、さらに利上げによる景気引き締め効果が加わることになり、域内の内需や企業業績に警戒が広がりやすく、慎重なスタンスで挑みたい。

## 債券・金利

### ECBは7月に利上げ開始へ

ECBはAPP（資産購入プログラム）での純資産購入を7月初めに終了させ、7月会合で0.25%ポイントの利上げを行う予定だ。9月会合ではより大幅な追加利上げを行う可能性があるとしており、中銀預金金利を▲0.25%から0.25%へ引き上げると予想する。ただ、不確実性が高い状況では、金融政策の選択性、漸進性、柔軟性を維持するとしており、0.5%ポイント利上げを続けることはないだろう。

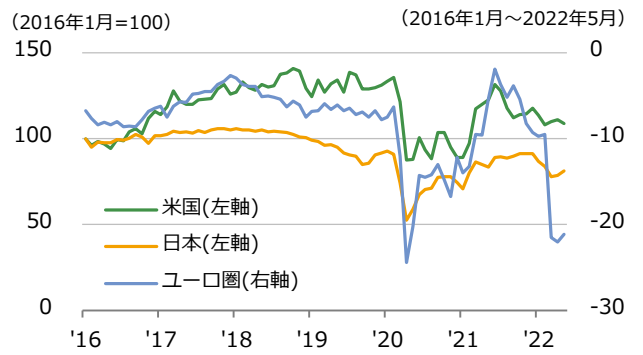
### 期待ほど利上げ進まずに長期金利低下も

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だが、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。市場が織り込むほどに利上げが進まないことで、長期金利が低下する可能性がある。

### Euro STOXX 50の推移

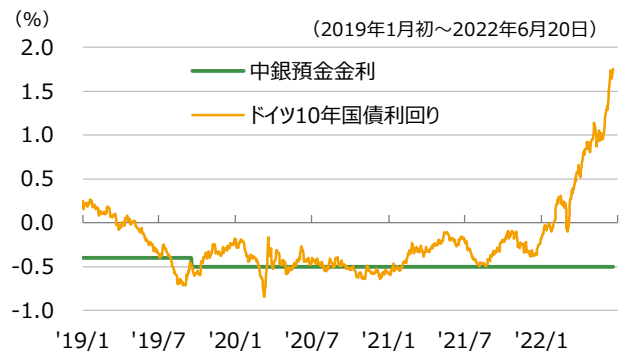


### 消費者信頼感の動向



※米国：CB消費者信頼感、日本：消費者態度指数、ユーロ圏：景況感指数・消費者  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### ECBの政策金利とドイツの長期金利



(出所) リフィニティブ

### 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

### 相対的金利上昇でユーロは対円で上昇

5月にはECBの利上げ観測台頭で欧州金利が上昇し、ユーロは対円だけでなく対米ドルでも上昇した。6月は欧米の金利上昇を受けてリスクオフの株安が進んだことにより、ユーロは米ドルに対して下落している。一方、ユーロの対円相場は、欧州の相対的な金利上昇によるユーロ高・円安圧力で一時144円台まで上昇した。ただ、その後はリスクオフのユーロ安・円高圧力により、やや反落した。

### リスクオフでユーロは対米ドルで下落

近年、ドイツの金利は米国に比べ相対的に低下し、ユーロが対米ドルで下落する一因となってきたが、ECBの利上げ観測が台頭した5月以降は、ドイツの金利が相対的に上昇し、ユーロが対米ドルで反発する要因となった。6月もドイツ金利の相対的な上昇傾向は維持されており、独米金利動向はユーロ高に作用する要因になっている。だが、リスクオフに傾いたためにユーロ安・米ドル高に振れている。

### 原油高がリスクオフのユーロ安を誘発

EUは5月末にロシア産石油禁輸で合意し、年内にロシアからの石油輸入の90%が禁止されることになった。欧州のエネルギー輸入におけるロシア依存度は高く、石油（原油+石油製品）では31%、天然ガス（パイプライン+LNG）では33%を占める。供給不足懸念による原油価格高が金利上昇を促し、リスクオフのユーロ安を誘発したが、景気悪化懸念が強まると原油高と金利上昇は抑えられるだろう。

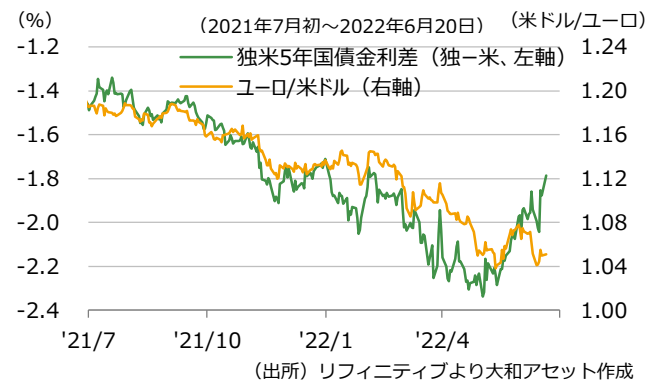
### 経済指標はユーロ高に作用しやすい状況

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は米国がマイナス圏へ低下する一方で、ユーロ圏と日本はプラス圏で上向いている。相対比較からは、米ドル安・ユーロ高・円高に作用しやすい状況にある。なお、中国のサプライズ指数は急低下してマイナスに転じている。世界全体で経済指標が市場予想を下回るケースが増えると、リスクオフの円高（米ドル高）に作用しやすくなる。

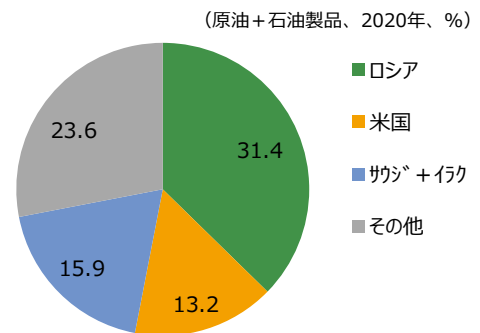
### ユーロの対円相場と対米ドル相場



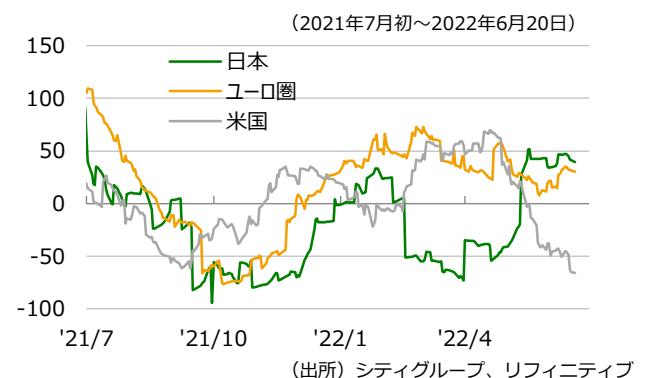
### 独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



### 欧州の石油輸入先シェア



### 日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





## 経済

### GDPはコロナ前水準超え

実質GDPは2022年1-3月期に前期比+0.8%（年率3.0%）となり、10-12月期の前期比+1.3%（年率5.2%）を下回る成長率に。新型コロナの新規感染は年初をピークに減少したが、供給制約による物価上昇が需要に悪影響を与えた。実質GDPは2019年10-12月期=100として、22年1-3月期に100.70となり、コロナ前の水準を上回った。ただ、今後も引き続きインフレが成長鈍化の要因となりそうだ。

### 消費者物価が大幅上昇もコアは上昇鈍化

消費者物価指数の前年同月比は5月に総合9.1%、コア5.9%と、4月の各9.0%、6.2%から総合は上昇加速し、コアは上昇鈍化。供給制約でエネルギーや食品の価格が上昇し、コスト高の価格転嫁が進んでいるが、需要鈍化で一部品目にインフレ圧力緩和の兆し。ボーナスを除く賃金は前年比4%程度の上昇で実質賃金は減り、消費者信頼感が低下している。

## 為替

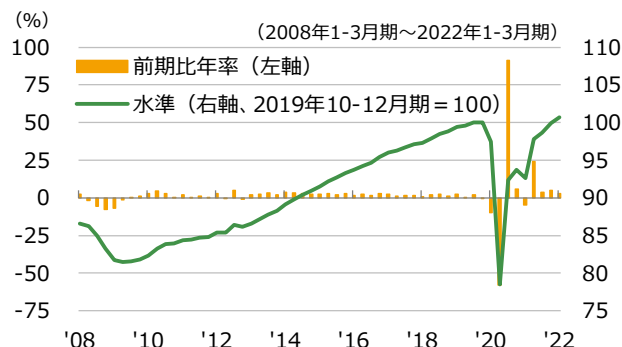
### BOEは政策ガイダンスを修正

BOEは6月会合で政策金利を0.25%ポイント引き上げ1.25%に。労働需給のひっ迫とインフレ圧力の持続リスクを考慮し、5会合連続の利上げ。ただ、短期的なインフレ圧力が経済と中期的インフレの下方圧力にもなるので、情勢に応じ政策に柔軟性を持たせるようにガイダンスを修正した。8月と9月の会合で0.25%ポイントの利上げを行い、政策金利を1.75%とした後に利上げを休止すると予想する。

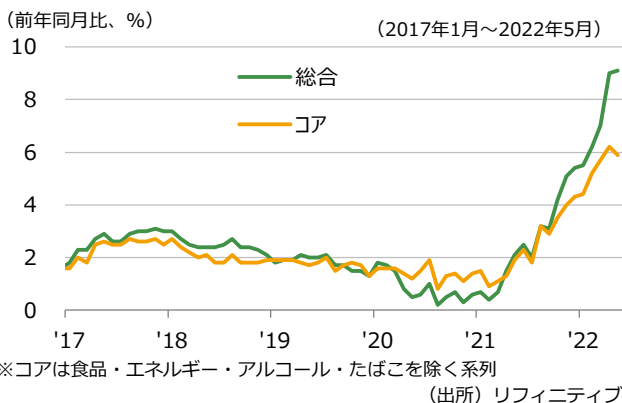
### 相対的金利低下がポンド安圧力に

BOEの政策委員には、インフレ加速が英国の経済成長を減速させるとともに中期的なインフレ率低下につながるとして、追加利上げに慎重論も出てきた。それと対称的に、ECBの理事会メンバーにはインフレ抑制に向けての利上げに肯定的な意見が増加したため、英国の長期金利はドイツに比べ低下しており、ユーロに対するポンドの下落圧力が高まっている。

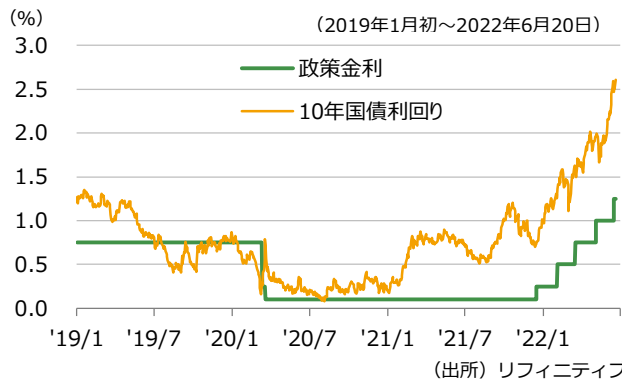
### 実質GDP



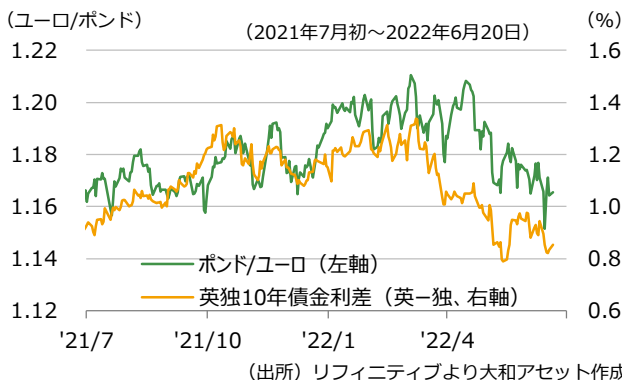
### 消費者物価指数

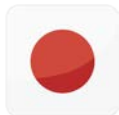


### 政策金利と長期金利



### ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





## 経済

## 実質GDPの今後の回復に期待

日本の1-3月期実質GDP（2次速報）は前期比▲0.1%（年率▲0.5%）となり、実質GDPの水準は新型コロナウイルス発生前を3.4%下回っているが、4月以降経済活動の再開が本格化しており、今後の回復が期待される。中国のロックダウン解除や半導体など部材不足の解消から自動車の生産回復が進めば、為替の円安が進行していることもあり、実質GDPの本格的な回復が期待される状況にある。

## 経済活動再開による回復が鮮明に

経済活動の再開が本格化し、これまで低迷してきた旅行・宿泊、飲食、レジャーなどの回復が鮮明になってきた。人流の回復とともに消費活動が活発化している様子が窺え、予想を上振れる経済統計の発表が増えている。今後は入国制限緩和による外国人観光客の受け入れの再開など、さらなる上振れも期待される。日本の行動制限解除は諸外国に比べ遅れをとったため、今後注目度が高まると期待される。

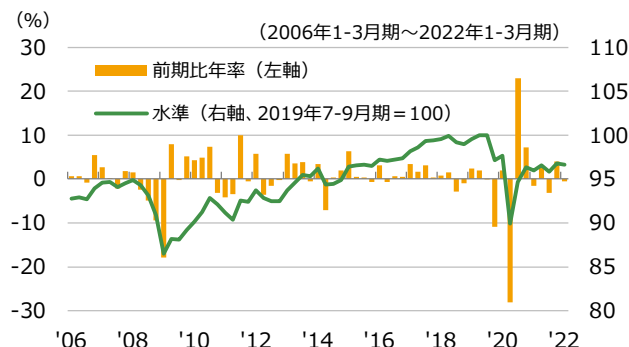
## 自動車の挽回生産進むか

上海など中国でのロックダウンが解除され、停滞していた自動車生産の回復が期待される。加えて、5月の鉱工業生産指数では、集積回路の出荷が急減し在庫率が急上昇するなど、これまでボトルネックとなっていた半導体などの部材不足に解消の兆しが見えてきた。自動車の国内生産は日本経済への波及効果が大きく、為替の円安効果も期待できる状況にあり、今後の動向に注目したい。

## 引き続き物価の動向を注視

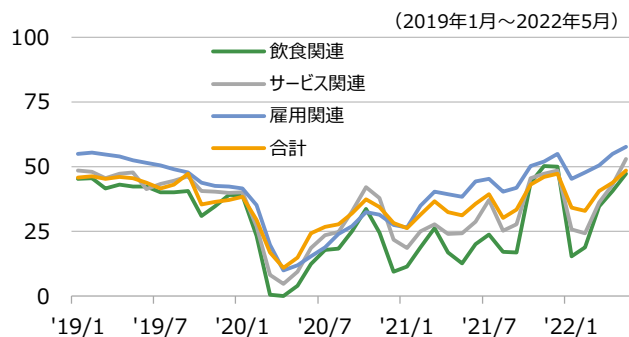
5月の東京都区部の消費者物価指数（前年比）は、総合が+2.4%（同4月+2.4%）、生鮮食品を除くが+1.9%（同4月+1.9%）と前月並みであった。食料が上昇した一方、補助金の影響でガソリン価格の上昇が抑えられるなどエネルギーの上昇が一服した。引き続き為替の円安進行や原油価格の上昇が継続しており、企業物価の上昇に対し消費者物価の上昇が遅れていることから、今後の動向を注視したい。

## 実質GDP



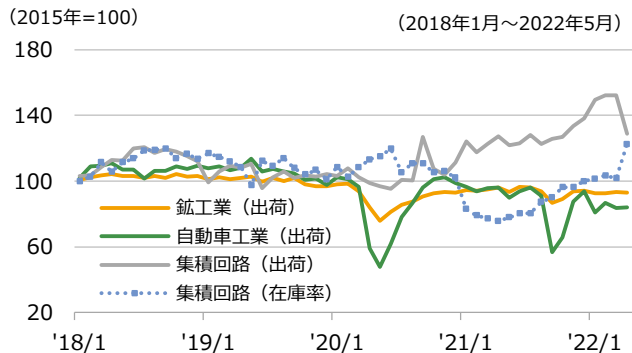
(出所) 内閣府より大和アセット作成

## 景気ウォッチャー調査 現状判断（水準）DI



(出所) 内閣府

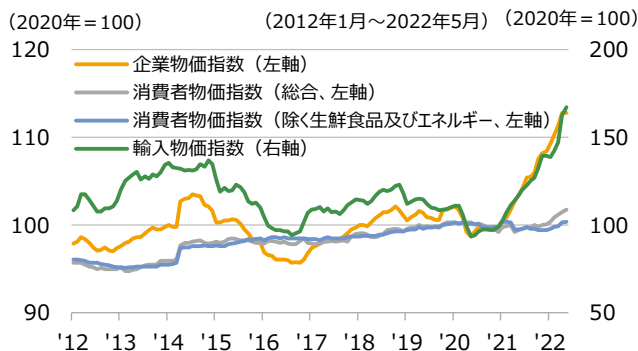
## 鉱工業生産指数



※在庫率=在庫÷出荷

(出所) 経済産業省

## 物価指数



※消費者物価指数は東京都区部

(出所) ブルームバーグ





## 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。世界的な金融引き締めへの警戒から直近1カ月の日本株は下落したものの、欧米株と比べると落ち込みは小幅に留まった。金融引き締めによる欧米の景気減速は日本株にとってもマイナスであるものの、円安による外需系企業の業績押し上げ効果や、経済活動再開の進展による内需企業のプラスメリットも期待され、日本株が選好され易い状況にあると考える。

## バリュエーションは引き続き低位

直近の株価下落により、米国株の高バリュエーションも相当程度解消したものの、日本株のバリュエーションが低位であることは変わらず。株式市場のマインドが後退した際には日本株にも下落リスクはあるものの、その際は、バリュエーションで見れば割安との評価も出易いとする。TOPIXの年末値予想は22年末：2,070p、23年末：2,280pを据え置き、やや強気スタンスを継続する。

## 金融政策の差は株価に影響

右図は欧米の金融引き締めと日米欧の相対株価を見たもの。相対株価は上昇が日本株優位、下落が日本株劣位を示している。過去、欧米が金融引き締めを行い、日本が金融政策を据え置いていた期間（右図の色が付いている期間）の相対株価を見ると、横ばい～上昇しているケースが多い。金融政策の違いから景気や企業業績に対する相対的な安心感が評価された結果と考えられ、この点は現状と似ている。

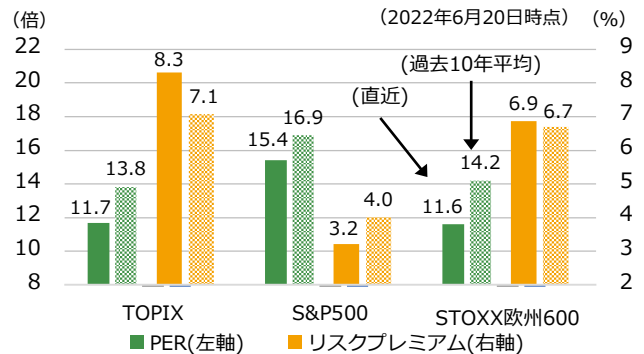
## 水際対策緩和の進展に期待

日本の水際対策の緩和は引き続き、株価のカタリスト。日本に先行して水際対策を緩和した欧米の国際旅客輸送は、新型コロナ前との比較で20%台のマイナスとなっており、この1年間の回復は顕著。日本は、受入人数上限の拡大や国内の新型コロナ対応の更なる緩和など、解決されなければならない課題は残るものの、水際対策の緩和によりインバウンド需要が回復する余地は大きく、注目したい。

## TOPIXの推移

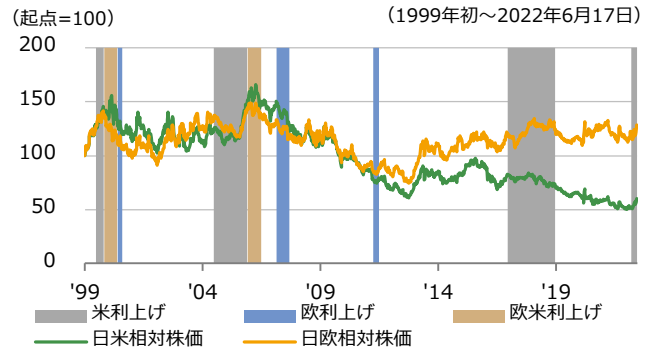


## バリュエーションの日米欧比較



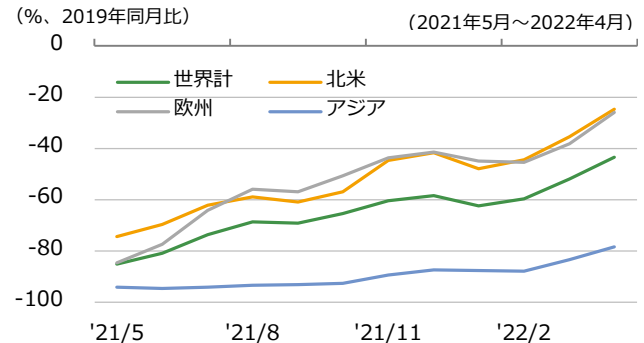
※PERは12カ月先予想ベース、リスクリュエーションは利益回りから10年国債利回りを差し引いて算出、欧州はドイツ国債利回りを使用

## 欧米金融引き締めと日本株



※日本:TOPIX、米国:S&P500、欧州:STOXX欧州600  
※米利上げは日米欧の中で米国のみが利上げ局面にある時期を指す、他も同様

## 国際旅客輸送の動向



※有償旅客キロ(有償旅客数×輸送距離)の2019年同月比  
(出所) 国際航空運送協会より大和アセット作成



## 債券・金利

## 金融政策修正への思惑は再び後退

特定の利回りで無制限に国債を買い入れる指値オペの応札額が14日に過去最高の2.2兆円となるなど、日銀の金融政策修正への思惑が6月に入り再び高まった。注目された6月金融政策決定会合において日銀は金融政策を据え置き。総裁会見でも金融緩和を継続することを強調。市場の思惑に対してゼロ回答とすることで、日銀は4月に続き金融政策修正に対する市場の思惑を抑制することに成功した。

## 思惑は残るが高まるきっかけも乏しい

10年国債利回りの年末値予想は、2022年末、2023年末共に0.25%を据え置く。来年に総裁の交代を控える中、金融政策修正への思惑は残り続け、日銀が許容するレンジの上限である0.25%を大きく下回することは困難と考える。その一方、日銀がレンジ拡大など修正を早期に実施する可能性も小さく、レンジ内での推移が続くと予想する。

## リート

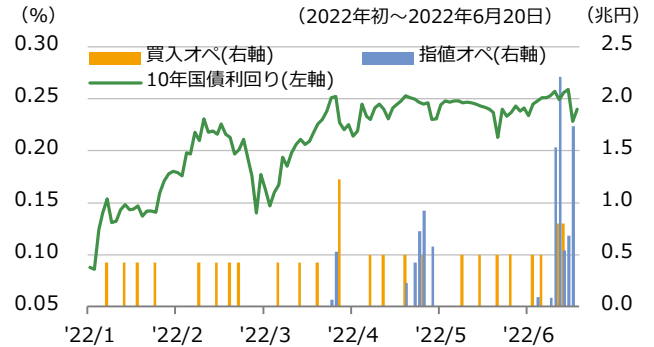
## 海外長期金利が上昇するなか下落

6月に世界的な金融引き締め懸念を背景に海外長期金利が上昇、株式市場が下落するなかJ-REIT市場も下落した。6月の日銀金融政策決定会合で日銀が金融政策の修正を行うのではとの思惑が一部で広がったものの、金融政策の修正は行われなかった。一旦思惑が後退、日本の長期金利が低下したことはポジティブだが、2023年4月に黒田総裁の任期満了を控え、金融政策の修正観測はくすぶり続けそうだ。

## 夏以降の公募増資の動向に注意

J-REIT市場で夏以降に公募増資の発表が相次ぐ可能性がある。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、動向を注視している。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。

## 10年国債利回りと日銀の国債買入れ額



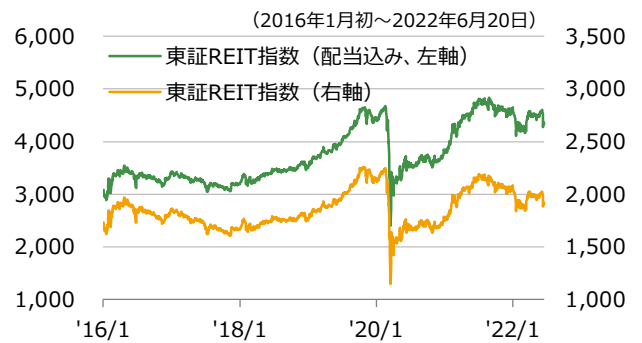
※買入オペは5年超10年以下、指値オペは10年国債に対する買入れ額  
(出所) 日本銀行より大和アセット作成

## 10年国債利回り



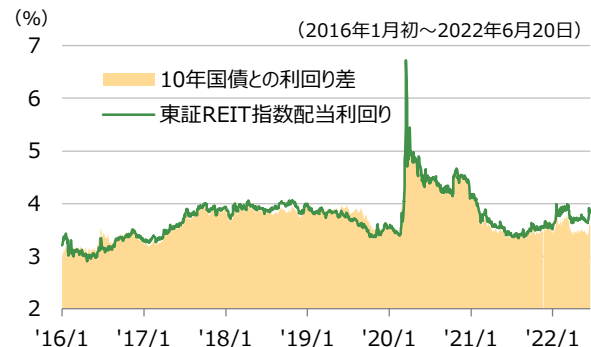
(出所) ブルームバーク

## 東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーク

## 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) ブルームバークより大和アセット作成



## 為替

## 米金利動向が米ドル円の方向性を決める

4月から5月にかけては米国の金利上昇が進むなかで株安に傾き、リスクオフの円高より米ドル高が優勢となり、米ドル円は上昇。5月中下旬は米金利低下のなかで株高に傾き、リスクオンでの円安より米ドル安が優勢となり、米ドル円が下落した。結局、米ドル円の方向性を決定づけるものは、リスクオン・オフではなく、米金利上昇・低下である。米ドル円にとっては米金利の動向が最重要と言える。

## 米ドル円には株価より金利の動向が重要

米株価と米ドル円は基本的に順相関ではあるが、最近では相関が低い。一方、米金利と米ドル円は高めの順相関で安定している。このことから、米ドル円にとっては米株価よりも米金利の動向が重要である。クロス円は金利よりも株価との順相関が高い（金利上昇・株安でクロス円下落）ケースが多いが、米ドル円は株価よりも金利との順相関が高い（金利上昇・株安で米ドル円上昇）ケースが多い。

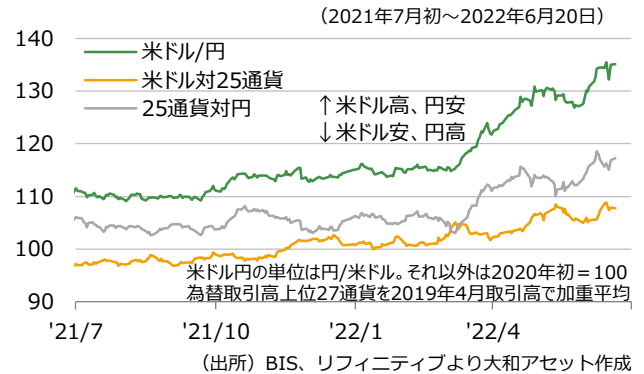
## 原油・金価格比率と連動する米ドル円

リスクオンでは金より原油の価格が上昇し、リスクオフでは金より原油の価格が下落しやすい。原油は景気（需要）見通しを反映しやすく、金は金利上昇がマイナス、金利低下がプラスに働くからだ。リスクオンで円安・米ドル高に、リスクオフで円高・米ドル安になりやすいので、原油・金価格比率と米ドル円は連動しやすい。足元、リスクオフと金利低下の影響で原油・金価格比率が明確に低下している。

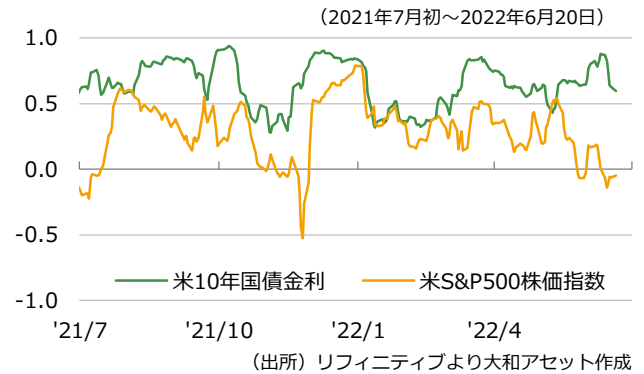
## 原油高による貿易収支悪化が円安に作用

為替と貿易収支は相互に影響し合いながら、円高→日本の貿易収支悪化→円安→貿易収支改善→円高という循環を形成しやすい。最近では原油高による輸入増の影響もあり貿易収支が悪化し円安に作用している。ただ、米ドル円は日米購買力平価からの円安方向への乖離率（実質的円安）が過去最大になっているので、貿易収支の改善要因になる。実際に貿易収支が改善に転じると円高に作用しやすくなる。

## 米ドル・円・他通貨の為替



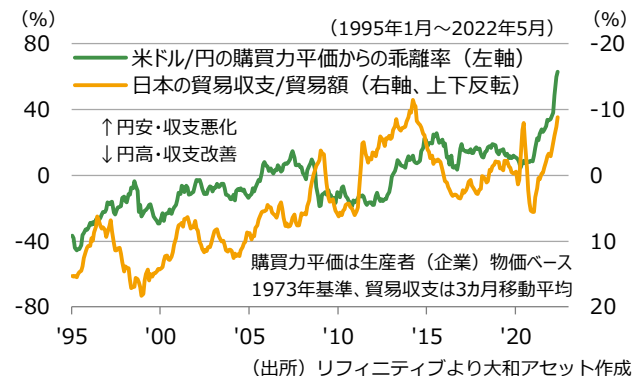
## 米ドル円との時系列相関係数 (25日間)



## 原油・金価格比率と米ドル円



## 米ドル円の購買力平価乖離率と日本の貿易収支比率





## 経済

### 供給制約緩和と金利上昇の攻防

カナダは、米国に比べて行動制限の緩和が遅れ、供給制約の影響も強く受けたため、実質GDPの回復が鈍かった。その分、今後は供給制約が緩和することで相対的に実質GDPが拡大しやすいと言える。好調な労働市場や過剰貯蓄に支えられ、当面の成長率は米国を上回ると想定。ただし、急速な金融引き締めにより、実質GDP成長率予想は今年を4.1%から3.7%へ、来年を2.2%から1.8%へ引き下げた。

### 労働市場は一段とひっ迫

雇用者数は、宿泊・飲食サービスなどコロナ前の水準を回復していない業種もあるが、全体としてはおおむねコロナ前のトレンドに回帰している。まだ雇用者数がコロナ前の水準を下回っている米国に比べると、労働市場における供給制約は乏しい。それでも、失業率は4月の5.2%から5月は5.1%に低下（統計開始以来の最低を更新）しており、過去との比較では労働市場がかなりひっ迫していると言える。

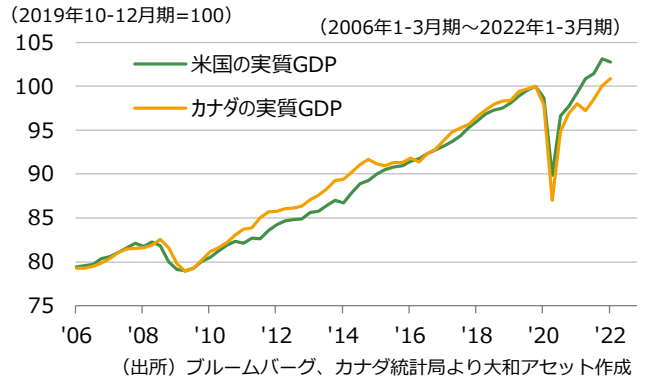
### 賃金・物価スパイラルの様相

5月の消費者物価指数は前年同月比+7.7%と、4月の+6.8%から伸びが一段と加速。幅広い品目が上昇しており、消費者はインフレから逃れられなくなっている。また、労働市場のひっ迫から賃金上昇率も加速傾向であり、賃金・物価スパイラルの様相を呈している。カナダ銀行はインフレ率が高止まりすることを恐れており、こうした展開はカナダ銀行に積極的な金融引き締めを促す材料になっている。

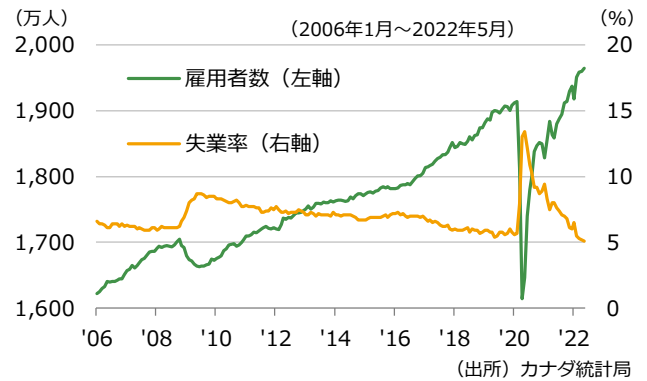
### 住宅市場に沈静化の兆候

住宅市場は沈静化の兆しがうかがえる。中古住宅販売件数は、5月に前月比▲8.6%となり、過去10年平均まで減少。住宅価格指数は、2020年5月から23カ月連続で上昇した後、4月、5月と2カ月連続で下落。金融引き締めの効果が表れ始めた。ただし、住宅市場は経済のごく一部であり、これをもってカナダ銀行が金融引き締め姿勢を緩めることはあるまい。住宅市場の更なる軟化を覚悟すべきだろう。

### 実質GDP



### 雇用者数と失業率



### 総賃金と消費者物価指数



### 中古住宅販売件数と住宅価格指数





## 債券・金利

### 中立金利超えをめざす

カナダ銀行は6月の金融政策決定会合において、サプライチェーンの混乱を加味した供給能力に対して経済が明らかに需要超過の状態にあるとの認識を示した。これは、インフレを抑制するためには、政策金利が中立金利（景気に対して緩和的でも引き締めのでもない中立的な政策金利）を上回るまで利上げを続ける必要があることを意味する。そのため、利上げ終点の予想を2.5%から3.5%に引き上げた。

### 2024年の利下げ転換を見込む

FRBに続いてカナダ銀行も次回7月会合で利上げ幅を0.75%ポイントに拡大させる可能性が高い。9月も同幅の利上げで政策金利は中立金利のレンジ上限（3%）に達し、10月に3.5%まで利上げしたところで、今回の利上げサイクルは打ち止めになると想定。その後はインフレ沈静化を確認し、2024年から中立金利に向けた利下げに転じると見込む。

## 為替

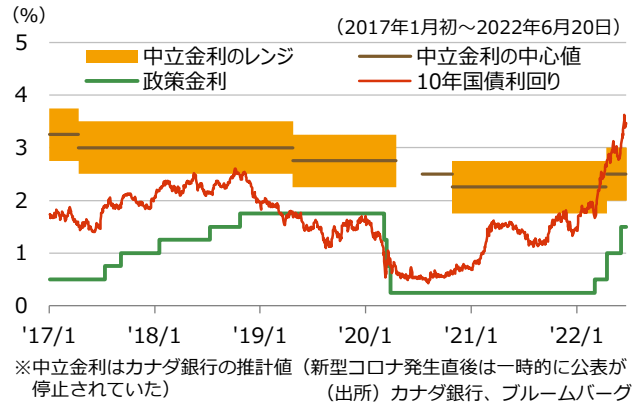
### 基本的には金利差拡大に沿う展開を想定

昨年来、カナダと日本の5年国債金利差拡大に沿ってカナダ・ドル高円安が進行してきた。特に、ロシアのウクライナ侵攻後はその流れが一気に加速し、カナダ・ドル円は100円台が定着している。当面、カナダ銀行の金融引き締め姿勢が緩む可能性は低く、日本とカナダの5年国債金利差は拡大傾向で推移しやすいだろう。したがって、基本的にはカナダ・ドル円も底堅い推移が続くと見込んでいる。

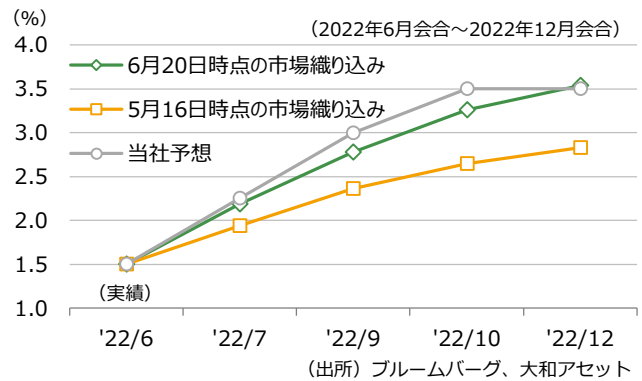
### 景気減速や商品価格下落のリスクに注意

ただし、景気減速や商品価格下落のリスクには注意が必要だろう。過度な利上げによりカナダ経済の減速懸念が強まれば、将来の利下げ転換も意識されることで、カナダ・ドル高圧力が弱まる可能性も排除できない。また、世界的な金融引き締めの効果が表れることで商品価格が下落し、カナダ・ドル売り圧力が強まる可能性にも注意しておきたい。

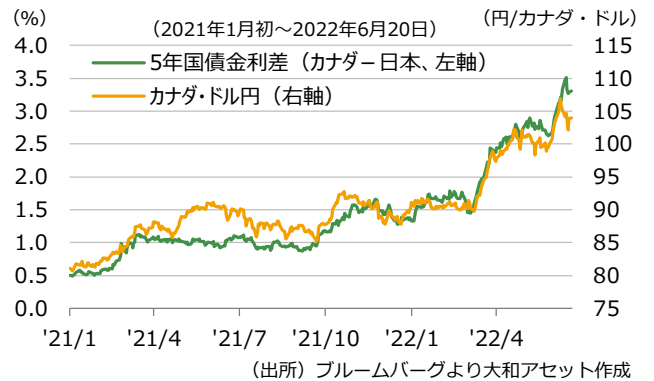
### 中立金利・政策金利・10年国債利回り



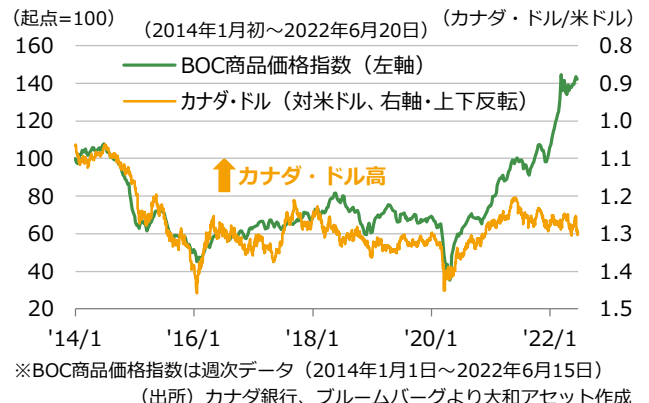
### 政策金利の予想経路



### 5年国債金利差とカナダ・ドル円



### BOC商品価格指数とカナダ・ドル





## 経済

### 成長率は徐々に減速へ

商品価格上昇の恩恵や労働市場の順調な回復、政府によるインフレ対策などを背景に、当面は高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成長率予想は、今年を4.3%から3.9%へ、来年を3.0%から2.3%へ引き下げた。

### 労働市場は順調に回復

雇用者数は5月に前月比6.06万人増加し、おおむねコロナ前のトレンドに復している。また足元ではパートタイム雇用者数が減少する一方で、フルタイム雇用者数が急増しており、雇用の質も改善している。5月の失業率は3.90%と4月の3.86%からわずかに上昇したものの、労働参加率が66.39%から66.66%（統計開始以来の最高）に上昇したことが背景であり、「良い失業率の上昇」と言える。

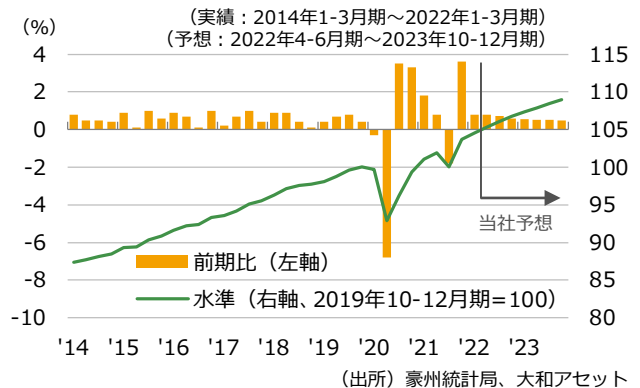
### インフレ加速はこれから本格化

1-3月期のインフレ率（消費者物価指数・前年同期比）は+5.1%と、RBAのインフレ目標レンジ（2～3%）を明確に上回って推移。また、電気・ガス料金やガソリン価格の上昇などにより、6月14日に口ウRBA総裁は、インフレ率が年末には7%まで加速するとの見方を示した（5月時点の予想は6%）。今後インフレ率の鈍化が見込まれる米国とは対照的に、豪州のインフレ加速はこれから本格化する。

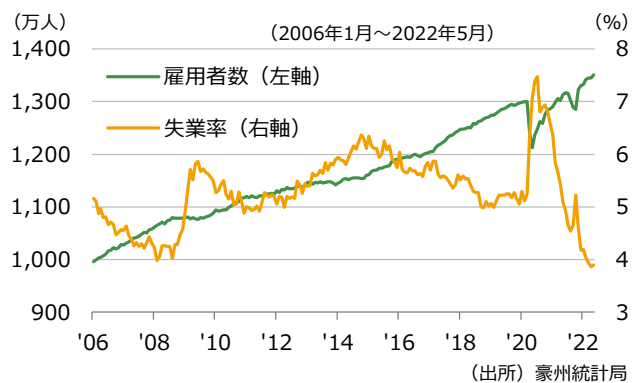
### 賃金インフレの確度が高まる

RBAの聞き取り調査やNAB企業景況感指数の労働コスト見通しなどから、当面の賃金上昇率の加速が示唆される。更に、豪州公正労働委員会は2022年7月から最低賃金を812.6豪ドル/週（前年比5.2%）にすると発表。最低賃金引き上げの直接的な影響を受けるのは270万人（雇用者数の2割程度）と言われているが、他の労働者への波及効果も見込まれる。賃金インフレが進行する確度が一段と高まった。

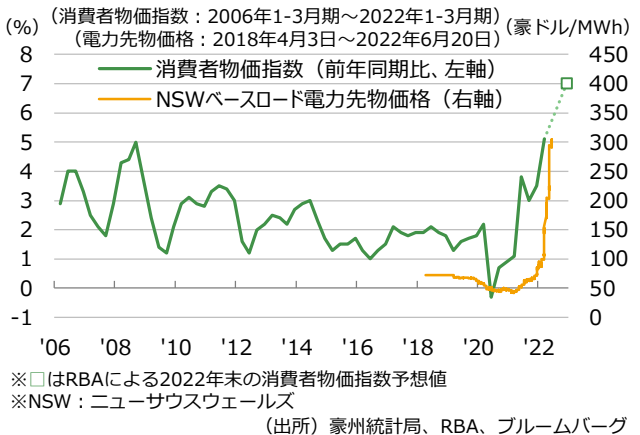
### 実質GDP



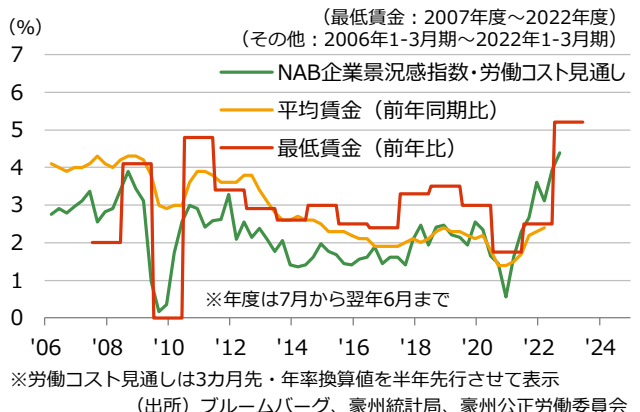
### 雇用者数と失業率



### 消費者物価指数と電力先物価格



### 賃金関連指標





## 債券・金利

### 中立金利を上回る水準への利上げを想定

RBAは5月と6月にいずれも市場予想を上回る利上げを決定し、金融引き締め姿勢を明確にした。今後、賃金インフレが進む中で、中立金利（2.5%程度）への利上げは通過点に過ぎないだろう。最低賃金の想定を上回る引き上げを受け、当社は利上げ終点の予想を3.35%（従来は3%）に変更。長期金利は当面高止まりし、2024年以降の利下げを織り込む過程で、2023年末にかけては低下すると想定。

### 特に目先の利上げペースは上振れリスク

当面、利上げ幅が6月の0.5%ポイントから縮小する可能性は低そうだ。7月以降も0.5%ポイントの利上げが続き、今年11月に政策金利が3.35%になると見込む。ただし、今後のインフレ加速が明らかになることで、短期的にはより急速な利上げの可能性も意識する必要があるだろう。政策金利のエコノミスト・コンセンサスが切り上がる余地は大きい。

## 為替

### 金利差拡大と市場センチメント悪化

豪ドル円は、中期的に豪州と日本の5年国債金利差に連動していた。ただし、短期的には両者の動きが乖離することもあった。それは、中国のロックダウンや世界的な株価下落が、リスクオフの豪ドル安につながる一方、RBAの金融政策に影響を与えるものではない（債券市場は反応しない）ことが理由だろう。直近では金利差が一段と拡大しているが、リスクオフによって豪ドル安・円高に振れている。

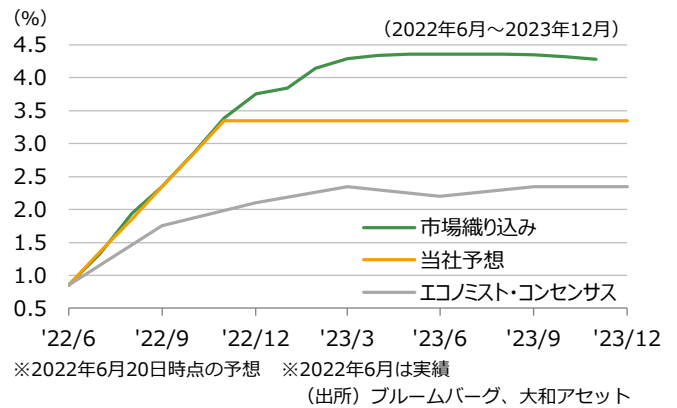
### 市場が落ち着けば金利差に収れんか

リスクオフの局面では、先行きの不確実性が高まっているため、豪ドル円の予想変動率（インプライド・ボラティリティ）が上昇し、豪ドル安・円高に振れやすい。逆に今後、市場が落ち着きを取り戻す局面では、金利差に収れんするように豪ドル高・円安が進行しやすいと言えそうだ。豪ドルの今後1年程度の見通しは「強気」を維持する。

### 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



### 豪ドル円インプライド・ボラティリティと豪ドル円





## 経済

### 感染拡大が収束し、景気の最悪期を通過

5月後半から上海市の経済活動の段階的な再開を受け、5月の経済指標は強弱ありながらも4月より改善し、景気が最悪期を通過したことが示された。回復が顕著なのは、インフラ投資、自動車生産の影響が大きい鉱工業生産、オンライン消費等。一方で、失業率の高止まりや不動産業の低迷などの懸念材料が残り、景気回復は緩やかな「U」字の軌道を予想。

### インフラ、自動車が景気回復のけん引役

景気の下振れ懸念が根強い中で、政府は自動車購入税の減税、不動産販売促進策、インフラ投資の資金調達の加速などの景気支援策を発表。景気刺激に即効性のあるインフラ建設について、6月までに2022年の資金枠（新規地方政府専門債の発行上限）の調達を完了させると発表。年後半はインフラ投資と自動車生産・販売が景気回復を牽引しよう。

## 株式

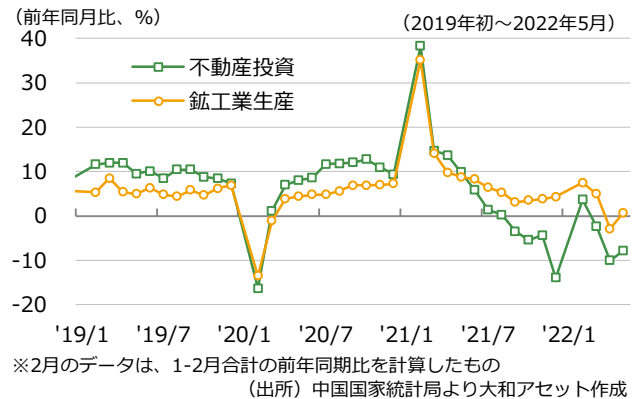
### 米株安にも拘わらず、中国株は上昇

米株安の流れの中で、中国株は5月以降、逆行高。新型コロナの感染収束、上海市でのロックダウン解除、及び景気支援策を好感。テック企業への規制緩和や、米中関係の改善期待も株価上昇を後押しした。ゼロコロナ政策の継続が懸念材料として残るが、緩和的な金融環境や米国の対中関税引き下げの可能性を背景に、市場センチメントは改善を継続しよう。

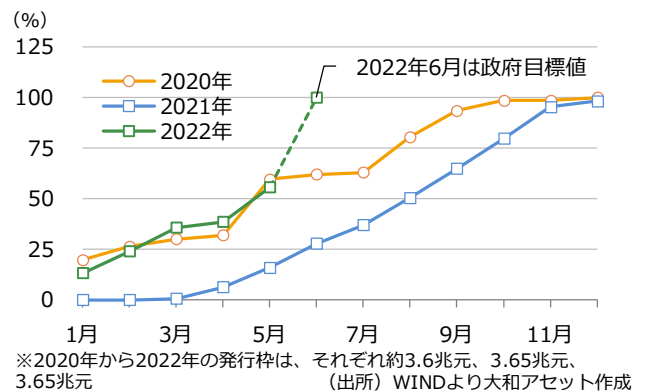
### 緩和的な金融緩和などにより資金が流入

海外でリスク回避の流れが強まったにも拘わらず、5月末以降、中国本土株式市場には海外資金が流入。国内においても個人マネーが信用取引残高の積み上げを通して株式市場に流入。世界で数少ない金融緩和を実施している国であることや、株価の割安感が強いこと、景気が最悪期を通過したことなどが好感されやすく、資金流入が続く地合いになりそうだ。

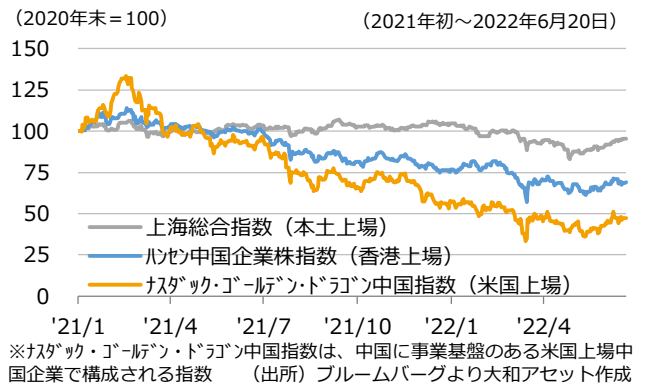
### 不動産投資と鉱工業生産の推移



### 新規地方政府専門債の発行の進捗度



### 各種株価指数の推移



### 本土株式市場への外国人投資家の資金フロー







## 債券・金利

## 金融緩和の効果が現れる

中銀は2021年12月に預金準備率を引き下げ、その後もMLF（中期貸出ファシリティ）を引き下げるなど、本格的な金融緩和を行った。小刻みな利下げに加え、公開市場操作での流動性供給拡大も活用したことにより、足元では金融緩和の効果が現れつつある。5月のM2の前年比伸び率が2020年の高水準まで上昇するなど、マネー環境は大幅に緩和。与信拡大や、金融市場の下支え要因として期待されよう。

## 金融緩和維持で、長期金利はレンジ推移

米長期金利の急速な上昇を受け、米中の長期金利の逆転が深まったが、外国人投資家の投資行動には特段の変化は見られず。ただ、インフラ投資のための地方政府専門債等の発行ペースが加速したことで債券市場での需給が緩み、足元の長期金利は上昇気味。但し、金融緩和期待もあるため、長期金利がレンジの上限を上抜けることは想定していない。

## 為替

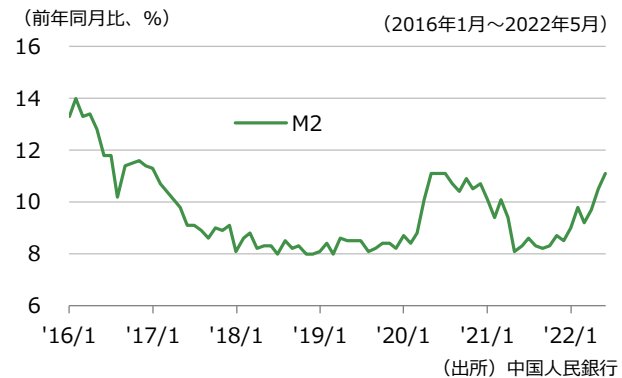
## 対円での人民元高を予想

人民元の対米ドルレートは、4月下旬に米ドル高にキャッチアップする形で減価したが、5月中旬以降は割高感の一部解消もあり、レンジ推移へ。一方、対円では約30年ぶりの人民元高水準に迫り、この流れは継続すると予想。ただ、リスクは一段の円安の可能性。中国を含むアジア諸国が輸出競争力の低下を避けるため通貨切り下げに踏み切る事態に発展しうること、円相場への注視も必要。

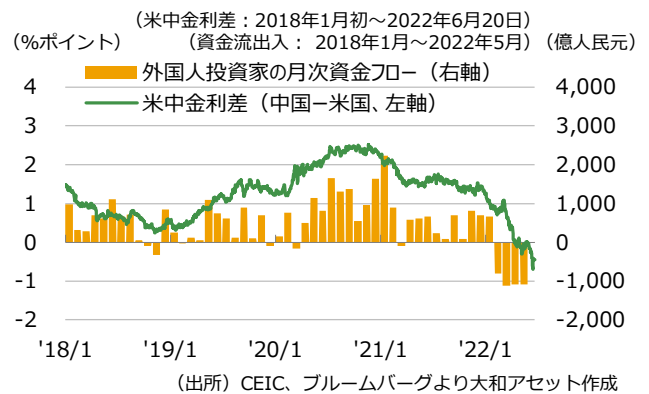
## 人民元のファンダメンタルズは良好

人民元のファンダメンタルズは引き続き良好。上海市等のロックダウンで景気が減速したが、輸出以上に輸入が減少し貿易黒字は概ね高水準で推移。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貿易黒字（共に月次）の半分に満たない。株式市場では5月下旬以降は資金流入に転じている。人民元安圧力は見当たらない。

## マネー指標



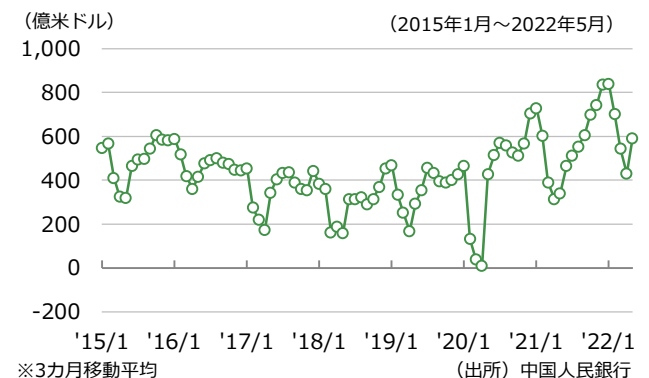
## 米中金利差および外国人投資家の資金流出入



## 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

### 当面は潜在成長率を下回る見通し

想定を上回る景気回復やインフレ抑制策を受け、今年の実質GDP成長率予想を0.5%から1.4%に上方修正した。一方、足元の需要の強さや先行きの不確実性の高さ故に、高金利政策が長期化する可能性が高まったため、来年の成長率予想を1.0%から0.4%に下方修正した。また、世界的に景気下振れリスクが高まったため、ブラジル経済の相対的な見通しは「弱気」から「やや弱気」に引き上げた。

### 供給制約は徐々に緩和

足元の経済活動は、相対的に個人消費（需要）が強い一方、鉱工業生産（供給）の低迷が目立つ。こうした需給の不一致がインフレに波及している面もある。ただ足元では、鉱工業生産に底打ち感が出ているほか、自動車生産台数も1月の落ち込みの後は4カ月連続で増加しており、供給制約が徐々に緩和に向かっている可能性も指摘できよう。今後も生産活動の回復が進むか注目される。

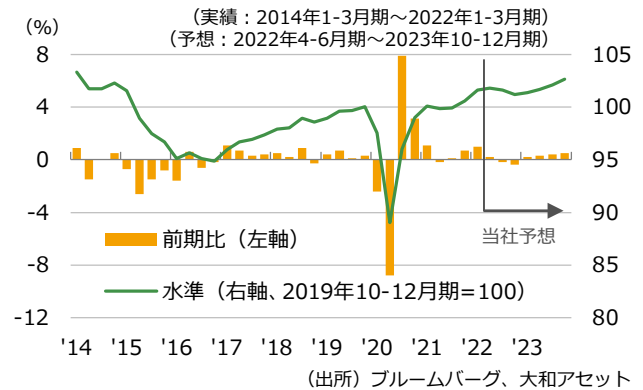
### インフレ率にピークアウトの兆し

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、4月の+12.1%から5月は+11.7%に伸びが鈍化。すでに生産者物価指数は大きく減速しており、水不足の解消で電気料金も顕著に低下している。ここに燃料費・通信費の減税策が加われば、今後数カ月でインフレ率のピークアウト感は鮮明になるだろう。ただ、国外に起因する供給要因や需要面の不確実性は高く、インフレ目標に向けた道筋はまだ見えない。

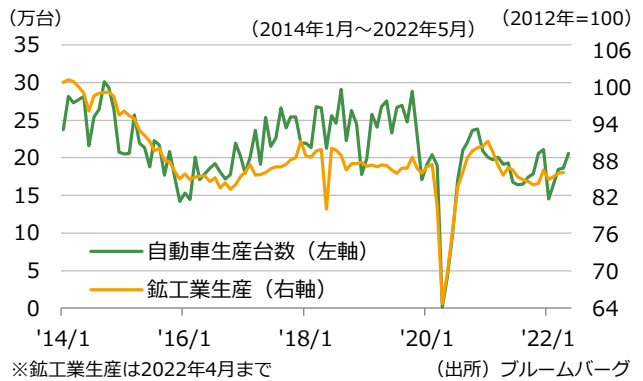
### 利上げの効果が表れるまでにタイムラグ

利上げの効果はタイムラグを伴って実体経済に波及する。ブラジル中銀は6月金融政策決定会合の声明文で、これまでの金融引き締めサイクルの効果は「まだ見られていない」と述べた。コロナ禍以降の積極的な財政政策や労働市場の順調な回復により、金利上昇に対する耐性が強まっている可能性が考えられる。これは、ブラジル中銀に必要以上の利上げを促し、将来の景気減速リスクを高めることになる。

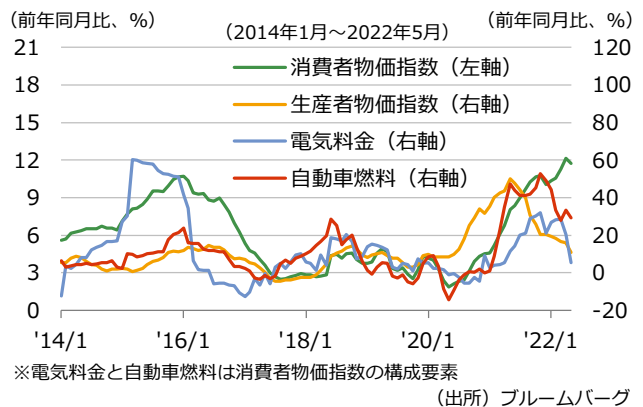
### 実質GDP



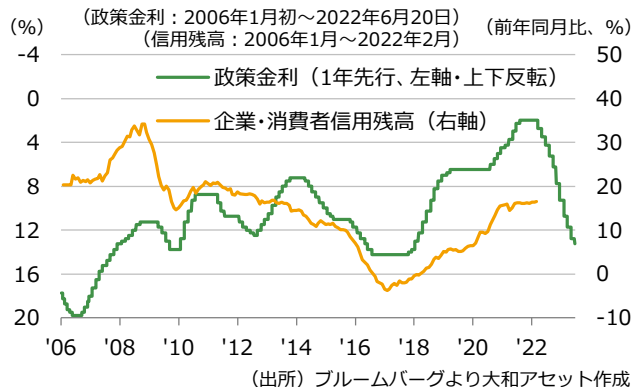
### 自動車生産台数と鉱工業生産



### インフレ指標



### 政策金利と企業・消費者信用残高





## 債券・金利

### 利上げサイクルは延長戦へ

ブラジル中銀は6月に0.5%ポイントの利上げを決定し、政策金利を13.25%とした。更に「次回会合では、(今回と)同等もしくは小規模での新たな調整を予測する」と利上げサイクル延長の意向を示したため、当社は今年末の政策金利予想を13.25%から13.75%に引き上げた。また、利下げに転じるのは米国の利上げが終了してからになると見込み、来年末は9.25%から10.75%へより大幅に引き上げた。

### ブラジル債券の「強気」見通しを継続

各国の国債指数を比較すると、今年はトルコや中国が堅調。ブラジルは、想定以上に利上げしたが、金利水準の高さや今後の利上げ余地の乏しさ故に、メキシコなど他の新興国や先進国よりも下落率が小さい。年後半から来年は、高い金利水準に加えて金利低下により堅調な推移が期待できるため、ブラジル債券の今後1年程度の見通しは「強気」を継続。

## 為替

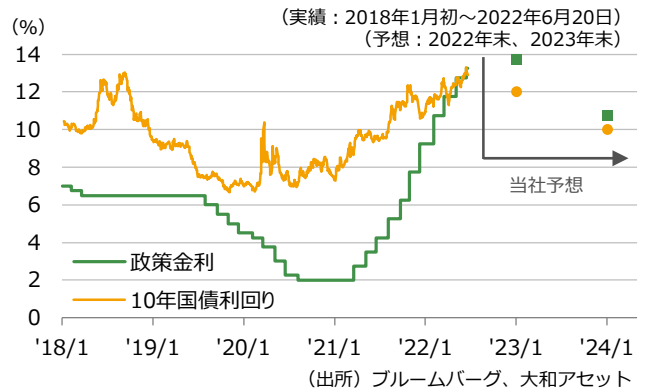
### ブラジル・レアルはレンジ相場に移行

海外からブラジル株式市場への資金流入に沿って、レアルは昨年末から米ドルに対して増価したが、足元では資金フローの方向感が定まらず、レアルもレンジ相場に移行している。世界経済の減速懸念が根強く、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、当面は以前のような勢いでのブラジル株式市場への資金流入を期待できそうにない。レアルも対米ドルでのレンジ相場が続くと見込む。

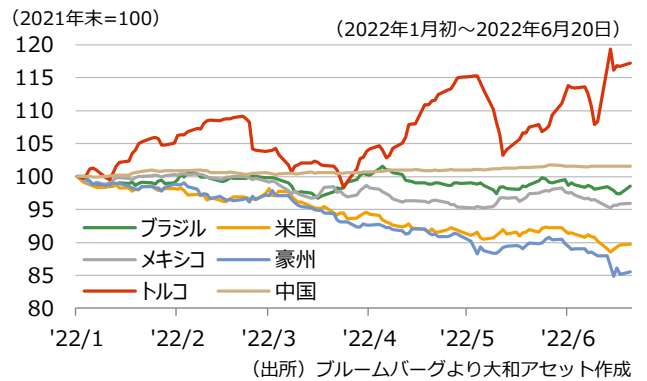
### 貿易収支と金融政策はレアルを下支え

輸入の急増により貿易黒字は5月に縮小したが、資源価格高騰の恩恵を受けて、当面は貿易黒字が高水準で推移すると見込む。実需の資金フローはレアルの下支え要因になると考えられる。また、ブラジル中銀が利上げサイクルを延長した背景には、通貨安への懸念もあったと思われるため、こうした政策スタンスもレアルの安定につながろう。

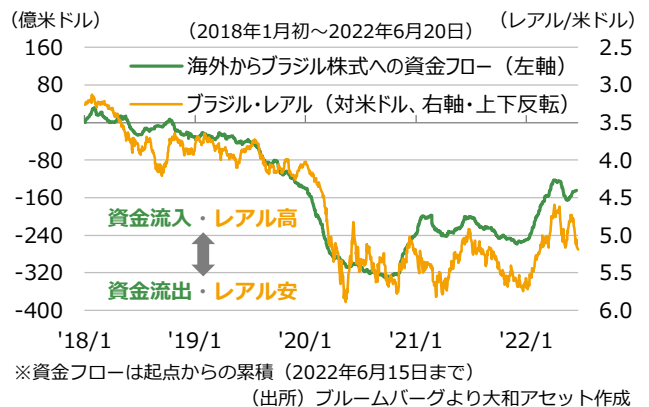
### 政策金利と10年国債利回り



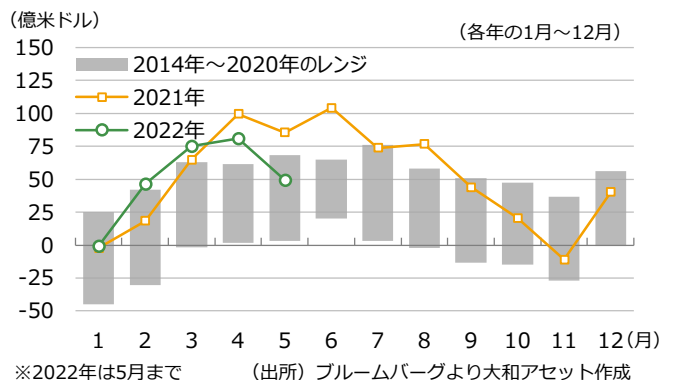
### 各国のFTSE国債指数 (現地通貨建て)



### ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



### 貿易収支





## 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。

### 企業景況感はおおむね良好

資源価格の高止まりによるインプットコストの上昇が懸念されているが、新興国の製造業PMIは予想外に堅調。個別要因のある東欧(ウクライナ情勢)と中国(ロックダウン)を除き、概ね節目の50を上回っており、ラテンアメリカの国やベトナムは一段と上昇。一方で、インドネシアやマレーシアなどのPMIが低下したが、中国のサプライチェーン混乱が主因であるため、今後改善に向かうと予想される。

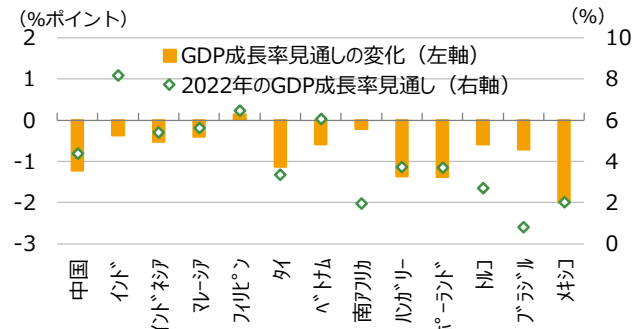
### 高インフレの長期化懸念が強まる

原油価格の高止まりに加えて、食品価格の急騰が重なり、CRBコモディティ指数は約11年ぶりの高水準を記録し、インフレ圧力は一段と厳しい状況に。補助金支給などで物価上昇圧力を軽減するインドやASEAN、ブラジルなどにおいては、当面ポジティブに評価されるも、資源高が長期化すれば財政悪化のリスクになりうる。財政に頼らない国は予想以上の追加利上げに追い込まれる局面。

### コアインフレも上昇圧力が強まる

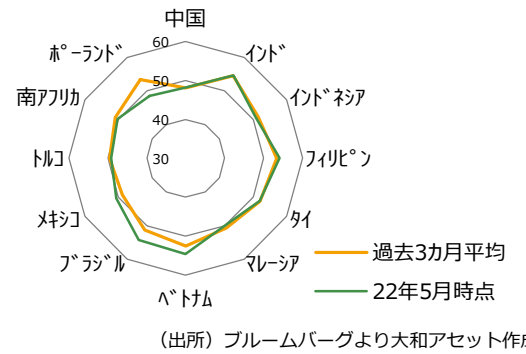
新興国でのインフレへの懸念を強めるもう一つの要因は、コアCPI伸び率の加速である。エネルギー価格上昇の二次的な波及効果が強まっていると考えられ、南米、東欧を中心に、高止まりのコアCPIに一段の上昇圧力がかかっている。これらの地域では、昨年からの利上げを実施した国が多いため、より積極的な利上げ姿勢や、利上げサイクルの長期化を迫られている。

### IMFの新興国実質GDP成長率の予測



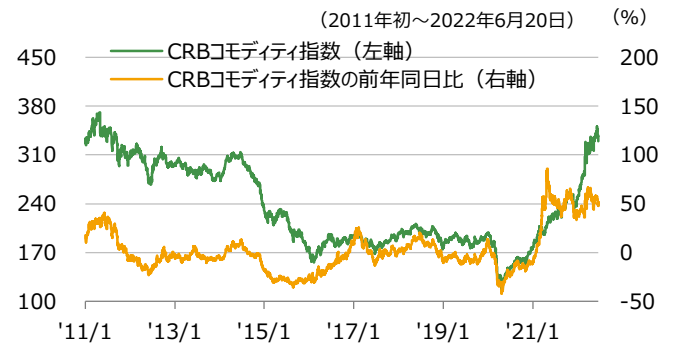
※GDP成長率見通しの変化は、「2021年10月WEO」と比較した「2022年4月WEO」での見通しの変化 (出所) IMFより大和アセット作成

### 新興国の製造業PMI



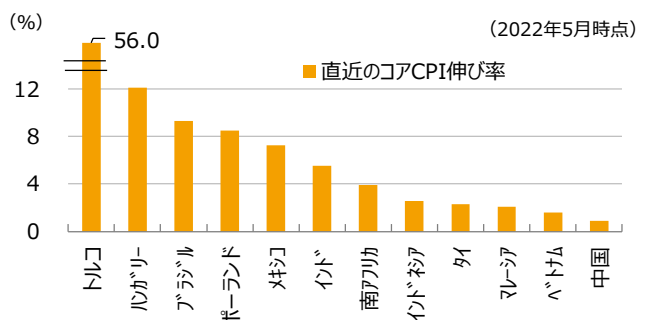
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 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

### 新興国のコアCPI



※マレーシアと南アフリカは4月時点 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 株式

### 新興国の多くは米国をアウトパフォーム

足元の米株安によるリスク回避の流れの中で、新興国株式市場の多くは米国S&P500指数をアウトパフォーム。特に、アジア地域では、中国、ベトナム、インドネシアなどが逆行高となる場面もみられた。一方、米国のリセッション懸念が強まる中では、ブラジルや南アフリカ、マレーシア等の資源国が売られる展開。今後も米国の景気見通しに振らされる地合いが続きそうだ。

### 業績の下方修正一服の判断は時期尚早

新興国の企業業績に関しては、2021年後半から予想EPSがおおむね低下傾向にあり、株価下落の一因となった。足元は、リビジョン指数が小幅ながら反発し、業績の下方修正が一服する可能性が浮上。但し、新興国の経済や企業業績が米国景気の影響を受けるとみられ、米国のリセッション懸念が強い中では、業績見通しが好転すると断じるのは時期尚早。

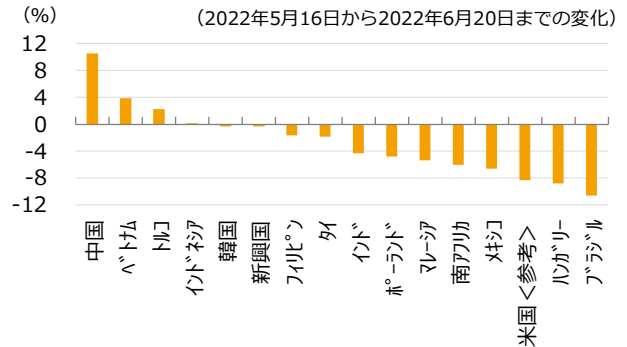
### 個別国のバリュエーションは魅力的

新興国の国別のバリュエーションをみると、インドの割高感が剥落するなど、殆どの主要新興国が過去平均を下回る水準にあり、割高感は見られず。ASEAN諸国はコロナ禍からの景気回復に出遅れたこともあり、EPSに関しても上方修正余地は比較的大きい。リスク回避の流れの中でも相対的な底堅さが際立つ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

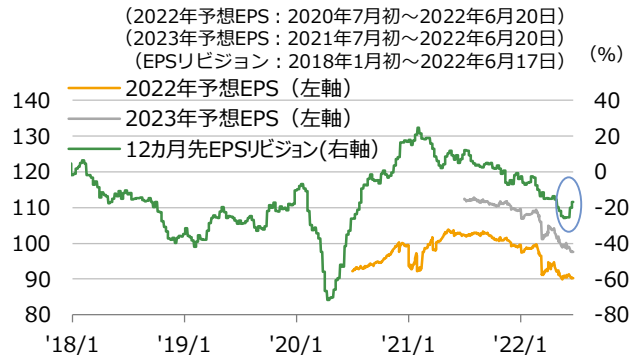
リスク回避の流れが強まる中でも、インドネシアのジャカルタ総合指数は、史上最高値近辺でレンジ推移を継続。資源国であるため商品市況高の恩恵を受けるほか、インフレ懸念が限定的で景気に配慮した金融政策を継続すること、構造改革の進展期待などが下支え材料。株式市場の割高感が乏しいことや、相対的な株価の堅調さが注目を集め、海外資金も流入基調を継続しており、当面追い風が続こう。

### 新興国株式市場の直近1カ月の変化



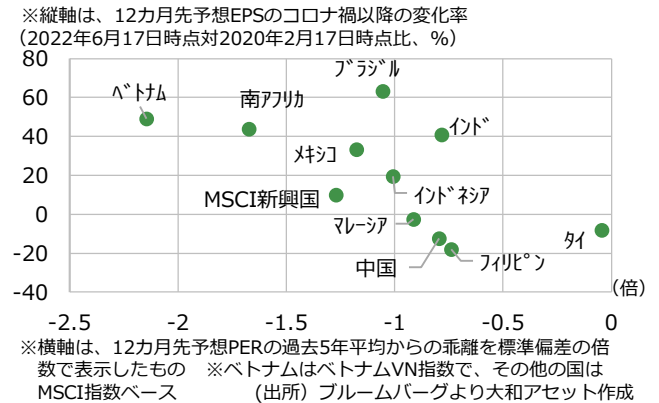
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### MSCI新興国インデックスの業績見通し



※リビジョン指数は、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出される (出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国の12カ月先EPSおよびPER



※縦軸は、12カ月先予想EPSのコロナ禍以降の変化率 (2022年6月17日時点対2020年2月17日時点比、%) (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

### 新興国債券市場では逆風が続く局面

米国の長期金利の一段の上昇を受け、新興国の現地通貨建て債券市場では、東欧やラテンアメリカを中心に金利上昇。食品価格の上昇や原油高の2次的波及効果、通貨安による輸入インフレなどを受け、インフレ懸念が今まで以上に強まり、債券売りに拍車をかけた。当面、インフレ懸念に対応するために、新興国での利上げサイクルの長期化も懸念され、逆風が続く状況にある。

### インフレ耐性による選別

一部アジアの国を除いて、多くの新興国ではCPI上昇率が中銀目標値を上回る水準にあり、インフレ懸念は強い。インドやマレーシア、フィリピンが予想外の利上げに踏み出し、メキシコやブラジル、東欧で利上げ終着点の切り上がりが進むなど、積極的な利上げ姿勢を強める国が増加。インフレ圧力が相対的に弱い国が選好される状況が続くと予想。

## リート（アジア先進国含む）

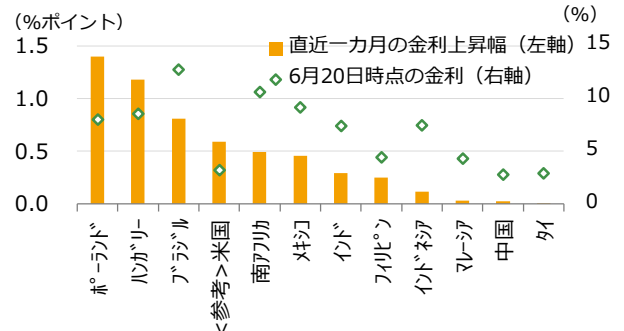
### 金融引き締めを背景に軟調推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、5月半ばから6月半ばにかけて先進国を中心とした中央銀行の金融引き締め姿勢を背景に軟調推移。特にオーストラリアは市場予想を上回るペースで利上げを実施したこともあり、大きく下落。一方でシンガポールやオーストラリアでは経済正常化が進展するなどリートの業績動向は堅調。今後は観光や留学の回復が業績改善に寄与するか注目。

### 相対的に魅力的なバリュエーション

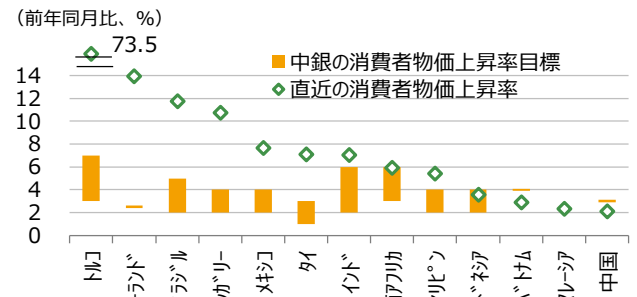
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は、米国の金利につられる形で、先進国を中心に引き続き上昇傾向。それでも予想配当利回りと長期金利の利回り差は、米国などと比較すると大きく、当地域のバリュエーションは相対的に割安。今後は金利上昇の影響を不動産価格がどの程度受けるか注目。

### 直近一カ月間の新興国国債利回りの変化



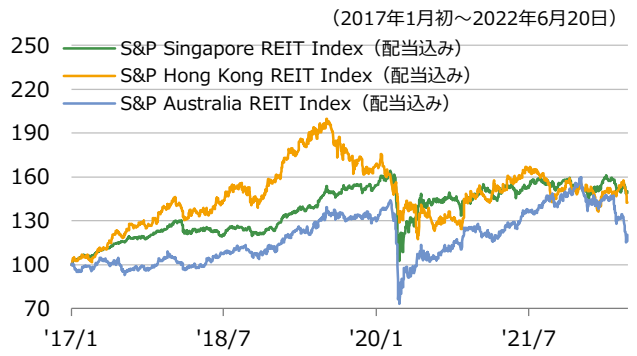
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国の直近のインフレ動向



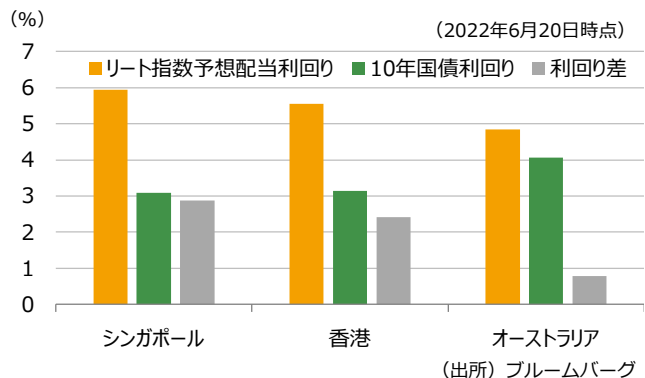
※マレーシアと南アフリカは4月時点で、その他は5月時点 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

### アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

### 予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



## 為替

### 新興国通貨は対円では概ね増価

直近1カ月間の新興国通貨は、米ドル高が一段と進む中で、多くが対米ドルで減価したが、調整幅は限定的。そのため、大幅円安の局面で対円ではトルコを除き、増価。一方、トルコ・リラはハイパーインフレや経常赤字などの懸念を受け、対米ドルで過去最安値を更新。当面は、貿易収支の改善がみられる資源国や、積極的な利上げを行っているブラジル、メキシコ、南アフリカ等の通貨が選好されよう。

### ASEAN株式市場は概ね資金流入基調

ウクライナ危機や米長期金利の大幅上昇にも拘わらず、ASEAN諸国への資金流入が顕著に増加し、足元は底堅い推移を継続。ロシアやウクライナとの結びつきが薄いことや、インドネシア、マレーシア等の資源国を抱え、インフレ懸念も相対的に弱いことなどが好感されている模様。中長期的には、中国を上回るGDP成長率が海外からの資金流入を支えると思込。

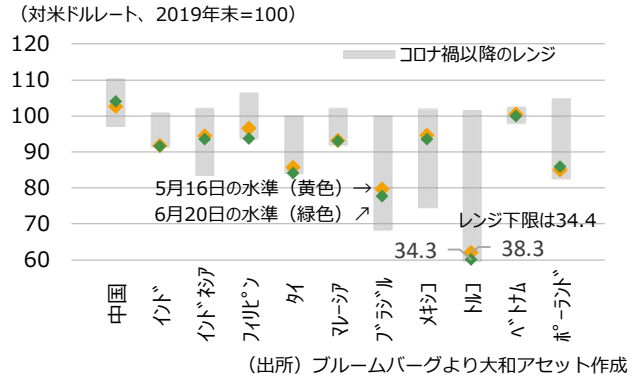
### 新興国の貿易収支の動向が通貨選別に影響

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

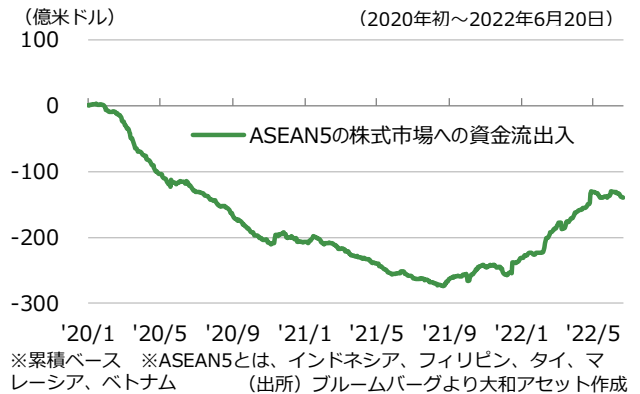
### 積極的な利上げ姿勢の国が選好されよう

2021年はラテンアメリカ、東欧の国が予想を上回るペースで利上げ。2022年も個別要因のトルコや中国を除いて、多くの新興国が米国の利上げに同調しよう。ただ、インフレ圧力の違いからアジアの一部の国の利上げ幅は限定的と予想され、新興国の中で利上げ幅には差が付く状況が続く見込み。米長期金利の急速な上昇を受け、為替市場では当面積極的な利上げ姿勢を取る国が選好されよう。

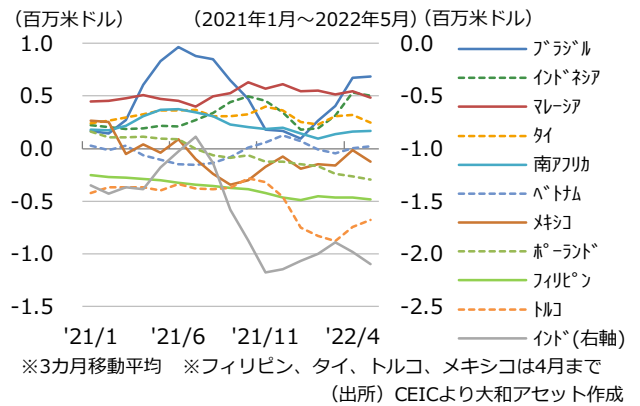
### 新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化



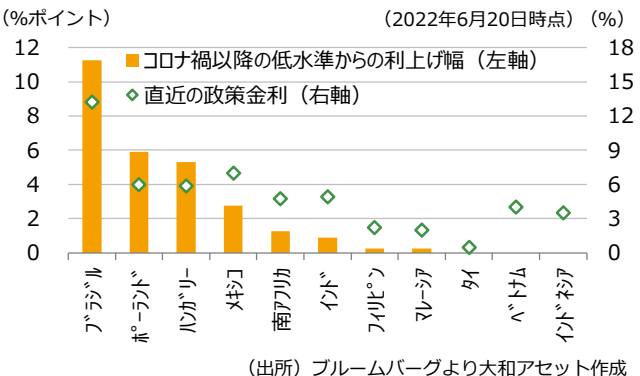
### ASEAN5の株式市場への海外マネーの流入



### 主要新興国の貿易収支



### コロナ禍以降の金融正常化局面での利上げ幅





## 原油

### 原油価格は高止まりからの下落を見込む

ロシアの原油輸出に対する欧米からの制裁はほぼ出揃ったようだが、これまでの制裁が緩和される兆しはなく、欧州の天然ガス調達の不安も残るため、原油の供給不足懸念は当面払しょくされそうにない。一方、世界的な金融引き締めで景気減速懸念が強まっており、来年にかけては需要面から原油価格に下押し圧力がかかると見込む。WTI原油先物価格の予想は、今年末110米ドル、来年末90米ドルを維持。

### 中長期的な供給不安の解消は難しい

今年の原油価格は、OPECプラスの緩慢な増産やロシアのウクライナ侵攻など、供給要因によって押し上げられた。短期的にはバイデン大統領が7月に中東を訪問し、サウジアラビアなどと増産で合意できれば供給不足が多少和らぐかもしれないが、中長期的な供給不安の解消は難しそうだ。一方、原油価格が大きく上昇したにもかかわらず、需要の減退はまだ明確には表れていない。

### 世界同時金融引き締めによる景気減速

今後は世界的な金融引き締めが、景気減速ひいては原油の需要減退につながるかを注視していく必要がある。先進国から新興国までかつてないほど利上げの波が広がっており、特に先進国では異例のペースで利上げが進んでいる。インフレ抑制のための金融引き締めが景気を悪化させてしまうリスクはこの1カ月で一段と高まっており、またそれが顕在化するタイミングも早まる可能性がある。

### 原油価格の下落は需要の減退待ち

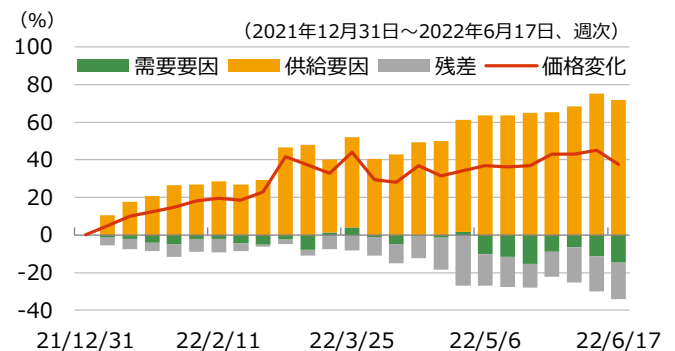
世界の原油需要の伸びは、平均的に世界の実質GDP成長率を2.4%程度下回る傾向にある。世界銀行は今年の世界の実質GDP成長率を2.9%、来年年を3.0%と予想しているが、想定以上に急速な金融引き締めで、成長率予想の下振れリスクが高まっており、来年には原油需要が減少に転じる可能性さえ出てきた。供給不安は長引きそうだが、原油価格に対する需要面からの下押し圧力は徐々に強まりそう。

### 原油価格と原油在庫



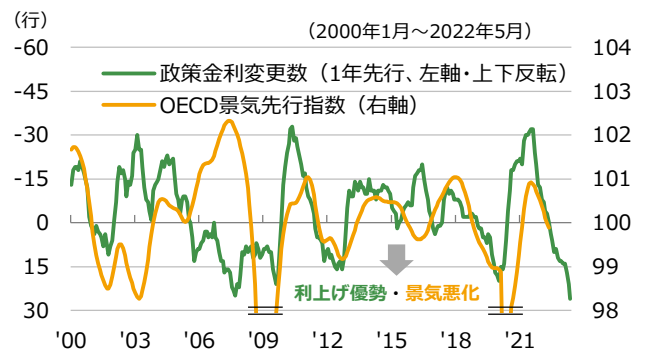
※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末  
※原油在庫の2022年6月以降はEIAの予想  
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

### 原油価格の変動要因分解



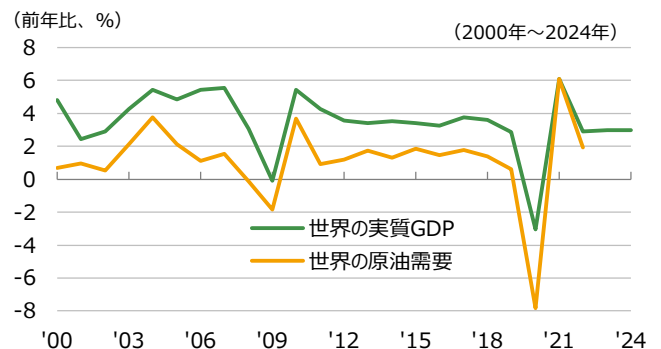
※起点からの累積変化率 ※北海プレントベース  
(出所) NY連銀より大和アセット作成

### 政策金利変更数とOECD景気先行指数



※政策金利変更数は「半年前より政策金利が高い中銀の数」から「半年前より政策金利が低い中銀の数」を引いた値 (対象はBIS集計の38行)  
(出所) BIS、ブルームバーグ、OECDより大和アセット作成

### 世界の实質GDPと原油需要の伸び



※実質GDPの22～24年は世界銀行の予想、原油需要の22年はIEAの予想  
(出所) IMF、世界銀行、ブルームバーグ、IEAより大和アセット作成





金

インフレ懸念に勝る金利上昇

米国のインフレ懸念は根強いものの、それを抑え込むためにFRBは利上げを続けるため、実質金利は上昇しやすい環境が続こう。これは金価格の重荷である。また、ウクライナ危機やインフレ懸念が和らぐ局面では、金価格に更なる下押し圧力がかかると見込まれる。金価格は、今年末が1,800米ドル、来年末が1,650米ドルとの予想を維持し、今後1年程度の見通しも「やや弱気」を継続する。

債券バブルの終焉は金の重荷

米国だけでなく、世界的に金融引き締めが進むことも金の重荷になりそうだ。特に、欧州ではマイナス金利政策からの脱却を目論む中銀が多く、ECBとスイス中銀は7-9月期中のマイナス金利終了が視野に入っている。残るはデンマークと日本だけになりそうだ。「金利がある世界」に戻る国が多いことは、マイナス金利で取引される債券の残高減少につながり、金の相対的な投資妙味を低下させる恐れがある。

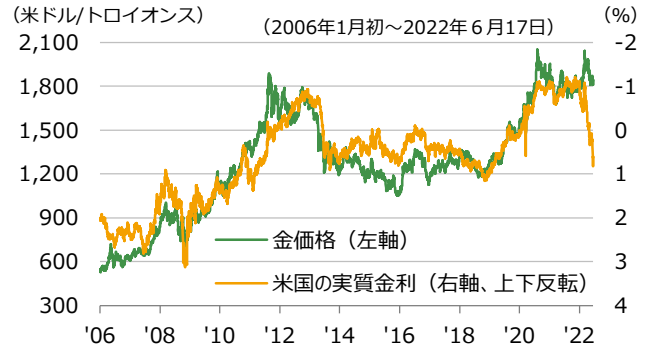
金ETFからの資金流出に要注意

ロシアのウクライナ侵攻による地政学リスクやインフレ懸念の高まりを材料に金ETFへ流入していた資金は、足元で方向感の乏しい動きに。株式市場がウクライナ情勢の動向に反応しづらくなっていることから分かる通り、地政学リスクの高まりで金を買うという投資行動はピークを過ぎたようだ。今後、ウクライナ情勢やインフレ懸念が沈静化に向かう局面で、金ETFから資金が流出する可能性に要注意。

インフレは「高止まり」から「減速」

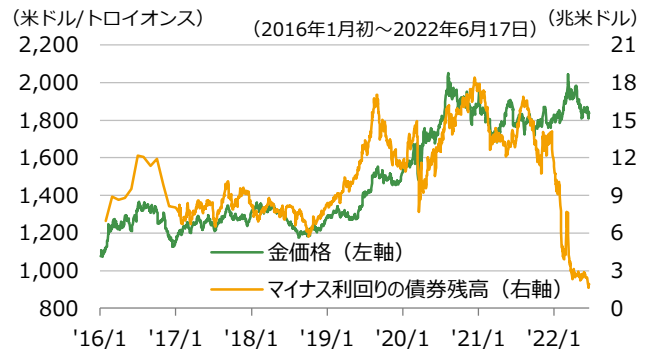
過去のデータに基づくと、インフレ（コアCPI・前年比）は⑥減速より③加速、景気は⑦拡大より⑧後退の時に金価格は上昇した。また、②インフレ加速・景気後退の組み合わせで最も上昇した。今後のインフレは「加速」ではなく「高止まり」から「減速」が想定され、④（メインシナリオ）か⑤（サブシナリオ）の可能性が高いため、過去のデータからは金価格の大幅な上昇が期待できるとは言えない。

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

金価格とマイナス利回りの債券残高



※マイナス利回りの債券残高は、ブルームバーグ・グローバル総合インデックスが対象 (2016年は月次、2017年1月10日以降は日次データ) (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

米国の各経済環境における金価格の騰落率

(1970年1-3月期～2021年10-12月期の四半期ごとの騰落率を単純平均)

| 景気   | 拡大     | 後退     | 両局面    |
|------|--------|--------|--------|
| インフレ |        |        |        |
| 加速   | ①+3.5% | ②+7.2% | ③+4.2% |
| 減速   | ④+0.8% | ⑤+2.7% | ⑥+1.1% |
| 両局面  | ⑦+1.9% | ⑧+4.7% | ⑨+2.4% |

※景気の拡大・後退はNBERの判定に従い、インフレはコアCPIの前年比が前期から加速したか減速したかで判別 (横ばいは減速に含めて計算)

(出所) ブルームバーグ、NBER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   | ウクライナ情勢については、情勢がこう着し始めた点は停戦の兆候と言えなくはない。ただ、引き続き国際経済からのロシア外しや、民間企業の自主的なロシア撤退の動きが、インフレ圧力となる可能性がある。また中国のロックダウン余波など、コロナによる供給制約の強まりも、依然大きなリスク。気候変動への対応強化も、エネルギーや素材にとっては価格上昇要因になりやすい。米国を中心に各国は、インフレ抑制のためには景気下振れやむなしとの姿勢を明確化し始めている。株式市場では、各国中銀の利上げ加速が株価下落要因となろう。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。先進国よりもインフレの影響が深刻化しやすい新興国では資源国を除き、株・債券・通貨全般に売り圧力が強まろう。特に、構造的なインフレの問題を抱えるブラジルやトルコ、インドなどに注意が必要。 |
| 新型コロナウイルス問題のほぼ完全な収束あるいは著しい深刻化           | 中    | 中      | 中   | 新型コロナウイルス問題が収束すれば、繰越需要の発現と供給制約の解消で景気は上振れ、株価は上昇、金利は景気上振れによる上昇をインフレ後退による低下が相殺する可能性がある。逆にコロナが深刻化すれば、強力な行動制限で特にサービス業が極度に悪化する上、供給制約は一段と強まり、スタグフレーションの様相へ。ウイルス弱毒化などで前者が期待される一方、重症化率の高い新たな変異株が発生し後者のリスクが高まる可能性も否定はできず。現状は、多くの国で感染拡大が沈静化しつつあり行動制限も緩和され、前者の状況に近づきつつある一方、中国ではロックダウンからの回復が鈍く、後者の状況も垣間見えるなど、両面の動きが部分的に表れている。先進国と新興国では、相対的に経済基盤の弱い新興国の方が環境変化の影響を良くも悪くも受けやすく、市場も上下に振れやすいと考えられる。                                |
| 米国中間選挙での民主党敗北とトランプ前大統領復権による、先行き不透明感の強まり | 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ー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。今後、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リスク回避要因となる可能性がある。   |
| 半導体需給の不安定化                              | 中    | 中      | 中   | 半導体不足が自動車生産など様々な分野に影響を与えており、それが長期化しつつある。地政学リスクや新型コロナウイルス問題など、不透明な外部環境が半導体産業の投資抑制を招き、供給不足が続く恐れがある。一方で、需給ひっ迫の長期化により、ユーザーの過剰発注→過剰生産→過剰在庫→生産調整といったリスクにも注意が必要。中国では半導体不足が一旦ピークを過ぎたが、足元のロックダウンで再び悪化している恐れがあり、本格的な回復は早くも年後半以降とみられる。新興国では、自動車の主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因にもなる。   |
| 地政学リスクのさらなる高まり                          | 小    | 大      | 大   | ウクライナ情勢については、情勢がこう着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されると想定されるため、不透明感は残存しよう。逆接的になるが、メインシナリオの不透明感が広範囲であるが故、大幅な上振れ・下振れシナリオは発生しづらくなって来ているとも考えられる。上振れはロシア軍の撤退などによる緊張緩和だが、これは最早望み薄だろう。下振れはNATOによる直接的な紛争介入で、第三次世界大戦懸念が高まる状況であるが、ロシアが非人道的な攻撃を大規模に行うようなことがあれば、下振れリスクが意識される可能性がある。当然、その場合は金融市場全般でリスクオフの動きが極端に進もう。   |
| 対ロシアでの米中対立の緩和あるいはさらなる激化                 | 小    | 大      | 大   | ウクライナ情勢の緊迫化もあり、米中対立の切り口もロシアとの距離感が焦点になっている。ロシアに対する国際世論の厳しさに鑑み、中国がロシアとやや距離を置く対応をとれば、米中対立が幾分緩和に向かう可能性がある。また中国は秋の共産党大会を控え、政治・経済・社会の安定が極めて重要な時期であるため、米国との関係にある程度改善させたい意向もあると考えられ、この点も対立緩和に作用しよう。実際、米国上場中国株の上場廃止問題では、中国が譲歩する動きもみられている。一方、中国がロシアへの経済的・軍事的支援を増大させ、今まで以上にロシアとの関係を強める動きに出れば、米中対立は決定的となり、中国に対してもロシアに類する経済制裁などが実施される可能性がある。その場合、国際経済からのロシア外し以上に、实体经济により広範かつ大規模な悪影響が及ぶ恐れがある。                                  |

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

## 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

|             |              | 直近値 期間別変化幅 |       |        |        |                 |        | 直近値 期間別変化幅 |        |        |    |
|-------------|--------------|------------|-------|--------|--------|-----------------|--------|------------|--------|--------|----|
|             |              | 6/20       | 1か月   | 1年     | 3年     |                 |        | 6/20       | 1か月    | 1年     | 3年 |
| <b>政策金利</b> |              |            |       |        |        | <b>10年国債利回り</b> |        |            |        |        |    |
| 米国          | FFレート（上限）    | 1.75%      | 0.75  | 1.50   | -0.75  | 米国              | 3.23%  | 0.44       | 1.79   | 1.20   |    |
| ユーロ圏        | 中銀預金金利       | -0.50%     | 0.00  | 0.00   | -0.10  | ドイツ             | 1.75%  | 0.81       | 1.95   | 2.07   |    |
| 日本          | 一部当座預金への適用金利 | -0.10%     | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 日本              | 0.24%  | 0.00       | 0.18   | 0.41   |    |
| カナダ         | 翌日物金利        | 1.50%      | 0.50  | 1.25   | -0.25  | カナダ             | 3.46%  | 0.63       | 2.09   | 1.99   |    |
| 豪州          | キャッシュ・レート    | 0.85%      | 0.50  | 0.75   | -0.40  | 豪州              | 4.07%  | 0.76       | 2.47   | 2.78   |    |
| 中国          | 1年物MLF金利     | 2.85%      | 0.00  | -0.10  | -0.45  | 中国              | 2.83%  | 0.01       | -0.32  | -0.43  |    |
| ブラジル        | セリック・レート     | 13.25%     | 0.50  | 9.00   | 6.75   | ブラジル            | 12.89% | 0.60       | 3.37   | 4.78   |    |
| 英国          | バンク・レート      | 1.25%      | 0.25  | 1.15   | 0.50   | 英国              | 2.60%  | 0.71       | 1.85   | 1.80   |    |
| インド         | レポ金利         | 4.90%      | 0.50  | 0.90   | -0.85  | インド             | 7.43%  | 0.07       | 1.42   | 0.64   |    |
| インドネシア      | 7日物借入金金利     | 3.50%      | 0.00  | 0.00   | -2.50  | インドネシア          | 7.50%  | 0.28       | 0.97   | 0.09   |    |
| メキシコ        | 銀行間翌日物金利     | 7.00%      | 0.00  | 3.00   | -1.25  | メキシコ            | 9.20%  | 0.50       | 2.38   | 1.60   |    |
| ロシア         | 1週間物入札レポ金利   | 9.50%      | -4.50 | 4.00   | 2.00   | ロシア             | 8.95%  | -1.32      | 1.79   | 1.50   |    |
| トルコ         | 1週間物レポ金利     | 14.00%     | 0.00  | -5.00  | -10.00 | トルコ             | 18.29% | -4.37      | 1.05   | 2.28   |    |
|             |              |            |       |        |        |                 |        |            |        |        |    |
| <b>株価指数</b> |              |            |       |        |        | <b>為替（対円）</b>   |        |            |        |        |    |
| 米国          | NYダウ         | 29,889     | -4.4% | -10.2% | 11.7%  | 米ドル             | 135.07 | 5.6%       | 22.6%  | 25.9%  |    |
|             | S&P500       | 3,675      | -5.8% | -11.8% | 24.4%  | ユーロ             | 141.93 | 5.1%       | 8.6%   | 17.1%  |    |
| ユーロ圏        | STOXX 50     | 3,470      | -5.1% | -15.0% | 0.1%   | カナダ・ドル          | 104.00 | 4.4%       | 17.6%  | 27.8%  |    |
| 日本          | 日経平均株価       | 25,771     | -3.6% | -11.0% | 20.1%  | 豪ドル             | 93.92  | 4.3%       | 13.9%  | 26.4%  |    |
|             | TOPIX        | 1,819      | -3.1% | -6.6%  | 16.6%  | 人民元             | 20.21  | 5.8%       | 18.5%  | 29.2%  |    |
| 中国          | MSCI中国       | 71.97      | 6.4%  | -33.1% | -9.2%  | ブラジル・リアル        | 26.03  | -0.7%      | 20.2%  | -6.9%  |    |
| インド         | MSCIインド      | 1,768      | -6.6% | -2.7%  | 31.9%  | 英ポンド            | 165.48 | 3.7%       | 8.7%   | 21.4%  |    |
| インドネシア      | MSCIインドネシア   | 7,050      | -0.5% | 17.1%  | -3.2%  | インド・ルピー         | 1.73   | 5.2%       | 16.6%  | 12.1%  |    |
| ベトナム        | ベトナムVN指数     | 1,180      | -4.9% | -14.3% | 23.1%  | インドネシア・ルピア      | 0.91   | 4.2%       | 18.8%  | 20.0%  |    |
|             |              |            |       |        |        | フィリピン・ペソ        | 2.49   | 1.6%       | 9.6%   | 19.0%  |    |
|             |              |            |       |        |        | ベトナム・ドン         | 0.58   | 5.3%       | 21.6%  | 26.4%  |    |
|             |              |            |       |        |        | メキシコ・ペソ         | 6.66   | 3.5%       | 24.9%  | 18.0%  |    |
|             |              |            |       |        |        | ロシア・ルーブル        | 2.44   | 18.2%      | 61.1%  | 42.7%  |    |
|             |              |            |       |        |        | トルコ・リラ          | 7.79   | -3.1%      | -38.2% | -58.1% |    |
| <b>リート</b>  |              |            |       |        |        |                 |        |            |        |        |    |
| 米国          | NAREIT指数     | 20,409     | -6.8% | -9.3%  | 4.6%   |                 |        |            |        |        |    |
| 日本          | 東証REIT指数     | 1,906      | -3.9% | -9.8%  | -2.6%  |                 |        |            |        |        |    |
|             |              |            |       |        |        |                 |        |            |        |        |    |
| <b>商品</b>   |              |            |       |        |        |                 |        |            |        |        |    |
| 原油          | WTI原油先物価格    | 109.56     | -3.2% | 52.9%  | 93.4%  |                 |        |            |        |        |    |
| 金           | COMEX金先物価格   | 1,836      | -0.4% | 3.8%   | 31.8%  |                 |        |            |        |        |    |

※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）、

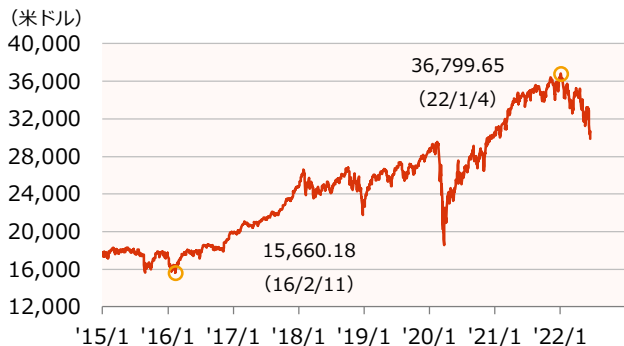
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



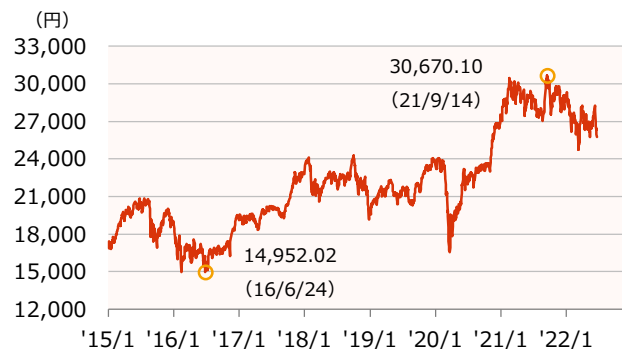
### S&P500



### STOXX 50



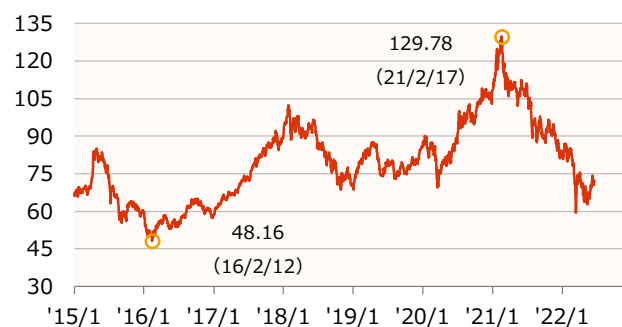
### 日経平均株価



### TOPIX



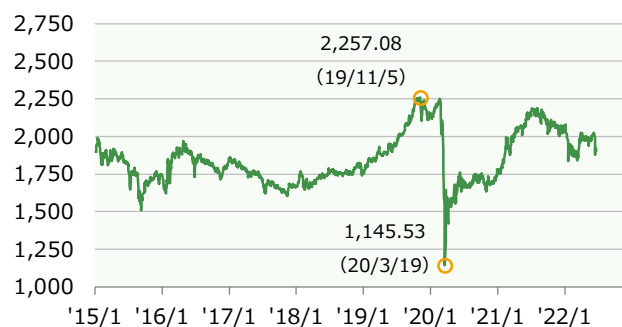
### MSCI中国



### NAREIT指数 (配当込み)



### 東証REIT指数 (配当なし)



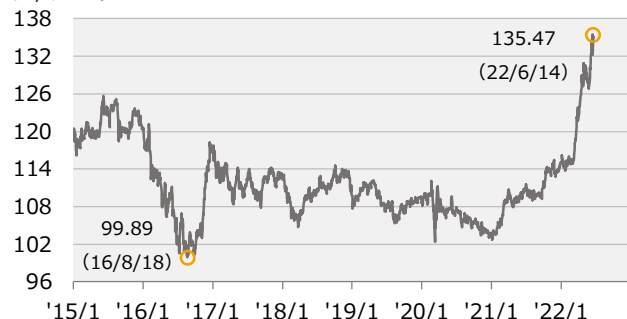
※グラフの期間は2015年1月初～2022年6月20日

(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)



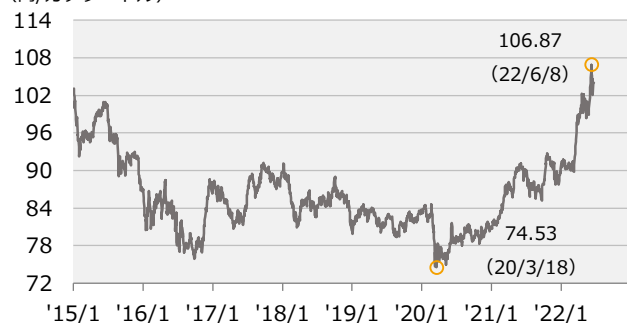
## ユーロ

(円/ユーロ)



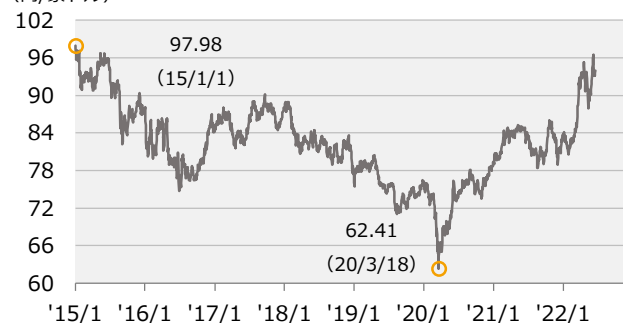
## カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



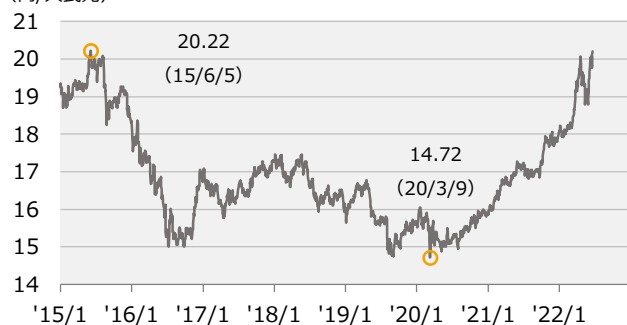
## 豪ドル

(円/豪ドル)



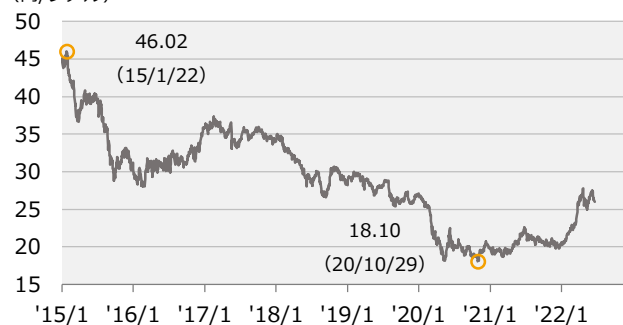
## 中国人民幣

(円/人民幣)



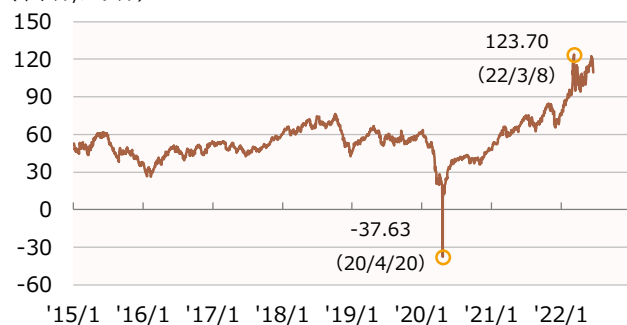
## ブラジル・リアル

(円/リアル)



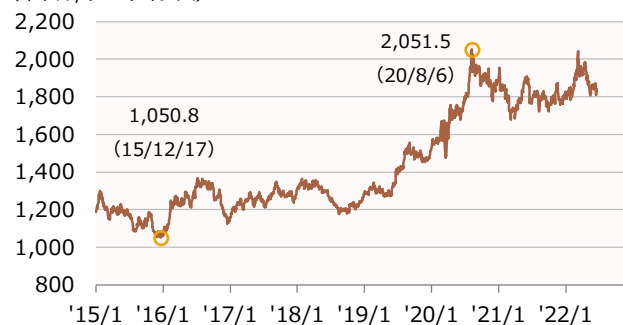
## WTI原油先物価格

(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6月20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<br>FRB    | ユーロ圏<br>ECB    | 日本<br>日本銀行                           |
|--------------|---|--|---|
| 政策目標         | <ul style="list-style-type: none"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：平均して2%のインフレ率</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>  |
| 金融政策         | 短期金利操作<br>資産買入れ (縮小)  | 短期金利操作<br>資産買入れ  | 長短金利操作<br>資産買入れ   |
| 政策金利         | FFレート   | (現在は主として)<br>中銀預金金利  | 一部当座預金への適用金利<br>10年物国債金利  |
| - 2022年末の予想値 | 3.00~3.25%  | 主要リファイナンス金利1%<br>(中銀預金金利0.75%)   | ▲0.10%<br>ゼロ%程度   |
| 今後の展開 - 予想   | <ul style="list-style-type: none"> <li>2022年のFOMCでは、7月は0.75%ポイントの利上げ、9月以降は0.25%ポイント利上げにペースダウン。2023年は計2回0.50%ポイントの利上げを想定</li> <li>2022年9月からバランスシートの縮小額を拡大</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2022年7月1日に資産買入れを終了</li> <li>2022年7月以降の年内4回で利上げ。9月の中銀預金金利のみ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</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul> |

(出所) FRB、ECB、日本銀行

## タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

| 年     | 日本  | 欧米   | その他地域   |  |
|-------|-----|--|---|--|
| 2022年 | 7月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●参議院選 (10日)</li> <li>●日本共産党創立100周年 (15日)</li> <li>●日銀金融政策決定会合 (20-21日)</li> <li>●鈴木日銀審議委員任期 (23日)</li> <li>●片岡日銀審議委員任期 (23日)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (21日)</li> <li>●FOMC (26-27日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (5日)</li> <li>●ハッジ開始 (7日、12日まで)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (13日)</li> <li>●G20財務相・中央銀行総裁会議 (インドネシア、15-16日)</li> <li>●インド大統領選挙 (月内)</li> </ul>  |
|       | 8月  |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●米ジャクソンホール会合 (25-27日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (2日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (3日)</li> </ul>   |
|       | 9月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合 (21-22日)</li> <li>●日中国交正常化50周年 (29日)</li> <li>●沖縄県知事選 (29日任期満了)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (8日)</li> <li>●スウェーデン総選挙 (11日)</li> <li>●第77回国連総会 (NY、13-30日)</li> <li>●FOMC (20-21日)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (6日)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (7日)</li> <li>●上海協力機構サミット (15-16日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (21日)</li> </ul>   |
|       | 10月 | <ul style="list-style-type: none"> <li>●TOPIXの段階的ウエイト低減銘柄を公表 (7日)</li> <li>●日銀金融政策決定会合 (27-28日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (27日)</li> <li>●米財務省為替報告書 (月内)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ブラジル大統領選挙 (2日、30日)</li> <li>●RBA理事会 (4日)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (26日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (26日)</li> </ul>   |
|       | 11月 |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC (1-2日)</li> <li>●米中間選挙 (8日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (1日)</li> <li>●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)</li> <li>●ASEAN首脳会議 (カンボジア、11-13日)</li> <li>●G20首脳会議 (インドネシア、15-16日)</li> <li>●APEC首脳会議 (タイ、18-19日)</li> <li>●サッカー・ワールドカップ (カタール、21-12月18日)</li> <li>●中国共産党七中全会、一中全会 (未定)</li> </ul> |
|       | 12月 | <ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合 (19-20日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC (13-14日)</li> <li>●ECB理事会 (15日)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (6日)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (7日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (7日)</li> </ul>  |
| 2023年 | 1月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●通常国会召集 (月内)</li> <li>●日銀金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC (31日-2月1日)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●カナダ金融政策決定会合 (月内)</li> <li>●中華圏旧正月 (22日)</li> </ul>   |
|       | 2月  |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (2日)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (7日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (月内)</li> <li>●中国共産党二中全会 (月内)</li> </ul>  |
|       | 3月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●雨宮日銀副総裁任期 (19日)</li> <li>●若田部日銀副総裁任期 (19日)</li> <li>●日銀金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (16日)</li> <li>●FOMC (月内)</li> <li>●米一般教書演説 (月内)</li> </ul>                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>●中国全人代 (上旬)</li> <li>●RBA理事会 (7日)</li> <li>●ラマダン開始 (22日)</li> <li>●タイ総選挙 (月内)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (月内)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   |
|       | 4月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●黒田日銀総裁任期 (8日)</li> <li>●日銀金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (4日)</li> <li>●ラマダン終了 (20日)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   |
|       | 5月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●G7首脳会議 (広島、月内)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (4日)</li> <li>●FOMC (月内)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (2日)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   |
|       | 6月  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会 (15日)</li> <li>●FOMC (月内)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会 (6日)</li> <li>●トルコ総選挙 (18日)</li> <li>●ハッジ開始 (28-7月3日)</li> <li>●カナダ金融政策決定会合 (月内)</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合 (月内)</li> </ul>   |

## 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6月20日）

（発行日：2022年6月24日）