

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

8


AUG. 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


山高ければ谷近し

- 1 過去1カ月、各国の利上げペースが一段と加速し、同時に長期金利は低下傾向にある。利上げペースが加速すればインフレ退治完了の時期が早まり、将来時点の政策金利の見通しは逆に低くなることに因る。
- 1 これから利上げという山登りを行い、その後には山を下る（利下げ）。山が高くなれば景気悪化リスクも高まるが、需要鈍化がインフレ抑制につながり、谷（利下げ時期）も近くなる。利上げペースの加速は一概にネガティブだとは言えず、将来の利下げ予測が市場マインドを下支えしている。




米国

	経 … 中立金利を大幅に上回る利上げにより、GDP成長率は潜在成長率を下回る見通し。
	株 … 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。
	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。
	リ … 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
	為 … 利上げや量的引き締め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。



ユーロ圏

	経 … ロシアからのエネルギー供給などが減少し、供給制約と物価上昇が経済成長を抑制へ。
	株 … 利上げが景気に与える影響に加え、天然ガス調達リスクの高まりが懸念。
	債 … ECBは7月に利上げ開始。年内あと3回の会合で主要政策金利を1.25%まで引き上げ。
	為 … エネルギーなどの供給制約（不足）とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。



日本

	経 … 新型コロナ感染急拡大や自動車挽回生産の遅れなどから回復期待やや後退。
	株 … 新型コロナ感染再拡大はリスクも、円安メリットなどにより相対的に安心感。
	債 … 金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。
	リ … 金融政策修正の思惑はくすぶり続けるが、当面は緩和的な金融環境の下、緩やかに上昇。
	為 … 世界景気減速懸念がリスクオフの円高要因となる一方、日銀金融緩和継続が円安要因に。

表の見方

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



カナダ

- 経 … インフレや金利上昇に対して、家計の潤沢な貯蓄や交易条件の改善などが成長を下支え。
- 債 … インフレ抑制に向けて中立金利を上回る3.5%への利上げを想定。長期金利は高止まり。
- 為 … カナダ銀行の積極的な金融引き締めはカナダ・ドル高要因だが、景気減速懸念に要注意。



豪州

- 経 … 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファーに。
- 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 … ゼロコロナ政策を受け、今年は4%台の低成長も、景気は緩やかな回復局面へ。
- 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 … 追加金融緩和と海外中銀利上げの板挟みの中、レンジ推移を予想。
- 為 … 米中長期金利の逆転や割高感などが逆風も、経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。



ブラジル

- 経 … 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 … 世界経済の減速懸念や大統領選を控えた不透明感の高まりがレアルの上値を抑制。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げペースが一段と加速

過去1カ月の大きな変化の1つは、各国中央銀行の利上げのペースが一段と加速したこと。カナダ銀行は7月の会合で市場予想の0.75%ポイント（以下%pt）を上回る1%ptの利上げを実施。米国でも次回7月FOMCでの1%ptの利上げ観測が急浮上し（前回0.75%pt、前々回0.5%pt）、豪州では8月会合で0.75%pt利上げ観測が台頭（前回0.5%pt）。

共通するのは高インフレの持続

これらに共通するのは、各国でインフレデータが引き続き上振れていること。そして高インフレが定着しインフレ期待が上振れてしまうリスクが高まっていること。数カ月前の想定は、年央頃からインフレはピークアウトするというものであったが、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー・食料高騰もあり、逆にインフレが加速している状況にある。

金融市場

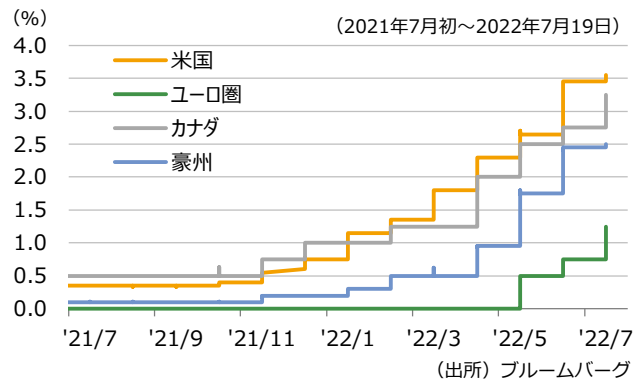
利上げペースが加速すればするほど

もう1つの大きな変化は、各国の長期金利が低下傾向にあること。一見すると、上述とは矛盾する動きである。そうなる理由は、足元の利上げペースが加速すればするほどインフレ退治完了の時期が早まり、将来時点の政策金利の見通しは逆に低くなることに因る。実際に、各国で予想される政策金利の軌道は来年半ば前後が利上げのピークとなっている。

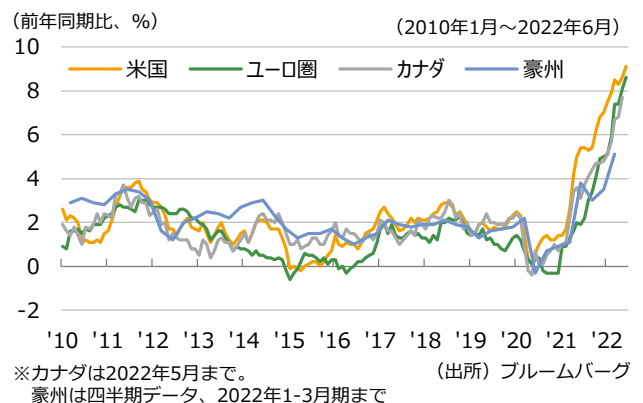
山高ければ谷近し

これから行うことは「登山」。利上げという山登りを行い、その後には山を下る（利下げ）。株式市場にとって、前者はネガティブで後者はポジティブ。また、山が高くなればなるほど景気悪化リスクも高まるが、需要の鈍化がインフレ抑制につながるため、やはり谷（利下げ時期）も近くなる。利上げペースの加速は一概にネガティブだとは言えず、将来の利下げ予測が市場マインドを下支えしている。

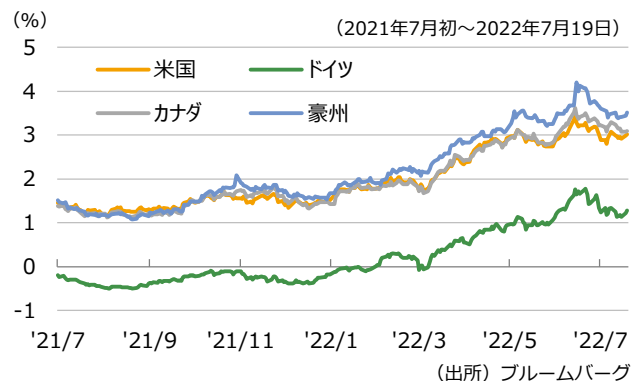
市場による2022年末の政策金利の見通し



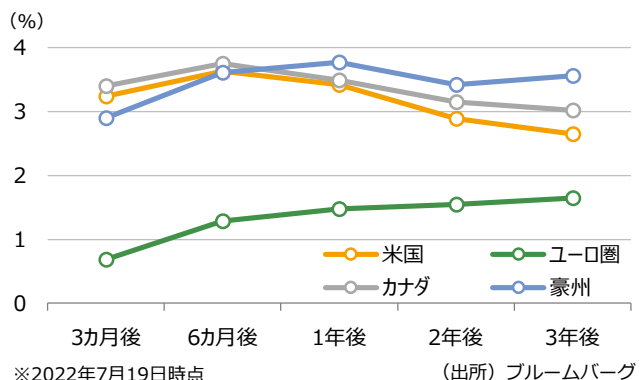
先進国の消費者物価指数



先進国の長期金利



市場による政策金利の見通し



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								中立金利を大幅に上回る利上げにより、GDP成長率は潜在成長率を下回る見通し。ロシアからのエネルギー供給などが減少し、供給制約と物価上昇が経済成長を抑制へ。新型コロナ感染急拡大や自動車挽回生産の遅れなどから回復期待やや後退。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下支え。労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファーに。ゼロコロナ政策を受け、今年は4%台の低成長も、景気は緩やかな回復局面へ。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。

※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	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	一言コメント
									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がリスクは残る。利上げが景気に与える影響に加え、天然ガス調達リスクの高まりが懸念。新型コロナ感染再拡大はリスクも、円安メリットなどにより相対的に安心感。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。景気回復は顕著であるが、高インフレによる利上げを受け、目先は慎重な姿勢が必要。海外センチメントに振られやすいが、割安感が強く、堅調な景気が株価上昇を牽引しよう。

債券	米国	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	一言コメント
														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月に利上げ開始。年内あと3回の会合で主要政策金利を1.25%まで引き上げ。金融政策修正への思惑により金利に上昇圧力が掛かり易い一方、レンジ上限も明確。インフレ抑制に向けて中立金利を上回る3.5%への利上げを想定。長期金利は高止まり。当面の連続利上げにより、政策金利は年内に3.5%へ。長期金利は高止まりを想定。追加金融緩和と海外中銀利上げの板挟みの中、レンジ推移を予想。高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は年内あと数回の追加利上げ。景気悪化懸念で長期金利は2%前後のレンジ推移。予想を上回るインフレや、利上げ加速への懸念を受け、金利上昇圧力がかなりやすい。海外のリスク回避の影響を受けやすく、目先は金利上昇しやすい地合いに。インフレ動向や米国の金融引き締めペースをにらみながら利上げを継続。※脚注参照 高水準のインカムゲインに加え、金融市場が落ち着けば金利低下によるキャピタルゲインも。

リート	米国	日本	一言コメント
			金利動向や賃料上昇の継続性に注目。金融政策修正の思惑はくすぶり続けるが、当面は緩和的な金融環境の下、緩やかに上昇。

商品	原油	金	一言コメント
			世界的な金融引き締めによる需要減退に要警戒だが、供給不安は残り、荒い値動きに。インフレ懸念と金融引き締めの闘いは後者に軍配。買いポジション解消の動きに要注意。

※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	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	一言コメント
																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。エネルギーなどの供給制約（不足）とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因に。世界景気減速懸念がリスクオフの円高要因となる一方、日銀金融緩和継続が円安要因に。カナダ銀行の積極的な金融引き締めはカナダ・ドル高要因だが、景気減速懸念に要注意。リスクオフが一巡すれば、RBAのタカ派姿勢が材料視されて豪ドル高へ。米中長期金利の逆転や割高感などが逆風も、経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。世界経済の減速懸念や大統領選を控えた不透明感の高まりがレアルの上値を抑制。追加利上げ観測がポンド高要因の一方、インフレによる景気悪化懸念がポンド安要因に。資源高が貿易収支を悪化させるも、中銀の通貨安措置を受け、緩やかなルビー安へ。海外のリスク回避の流れに注意も、資源輸出増による経常収支の改善が通貨の支えに。資源価格の高止まりによる貿易収支の悪化懸念がペソ安要因に。堅調な輸出が下支えも、目先は海外のリスク回避の流れで軟調に推移しやすい。米国に歩調を合わせた金融政策により、対米ドルでは方向感に乏しい展開が続こう。※脚注参照 中銀に利上げの意志はなく、大幅な経常赤字も続いており、リラ高の材料は乏しい。

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	2021年	予想値 2022年	2023年	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	-3.4	5.7	1.5	1.5	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	3.00 ~ 3.25	3.50 ~ 3.75	0.91	1.51	3.4	3.4
ユーロ圏*1	-6.3	5.4	2.0	1.0	0.00 -0.50	0.00 -0.50	1.25 1.00	1.25 1.00	-0.57	-0.18	1.3	1.2
日本	-4.5	1.7	1.6	1.6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.07	0.3	0.3
カナダ	-4.8	-4.5	3.7	1.8	0.25	0.25	3.50	3.50	0.68	1.43	3.4	3.2
豪州	-2.2	4.8	3.9	2.3	0.10	0.10	3.35	3.35	0.97	1.67	4.0	3.8
中国	2.2	8.1	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	1.7	0.4	2.00	9.25	13.75	10.75	7.31	10.94	12.0	10.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末		実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	30,606	36,338	27,800	31,600	米ドル	103.25円	115.08円	132円	127円
NYダウ	7.2%	18.7%	-23.5%	13.7%		-4.9%	11.5%	14.7%	-3.8%
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	19.5円	19.4円
TOPIX	4.8%	10.4%	3.9%	10.1%		1.8%	13.9%	7.8%	-0.5%
中国	108.58	84.29	85	90	ブラジル・レアル	19.89円	20.65円	26.9円	25.3円
MSCI	26.7%	-22.4%	0.8%	5.9%		-26.3%	3.8%	30.2%	-5.9%

	リート			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	18,543	26,561	26,500	28,600
NAREIT指数	-8.0%	43.2%	-0.2%	7.9%
日本	1,784	2,066	2,100	2,200
東証REIT指数	-16.9%	15.8%	1.6%	4.8%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率
 ※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)
 ※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし
 *1 ユーロ圏の政策金利は、上段が主要リファイナンス金利、
 下段が中銀預金金利。10年国債利回りはドイツ国債を使用。

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 予想値引き上げ
… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	2021年	予想値 2022年	2023年	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
英国	-9.3	7.5	2.5	1.0	0.10	0.25	2.00	2.00	0.20	0.97	2.0	1.8
インド*1	-6.6	8.7	7.2	6.6	4.00	4.00	6.00	6.00	5.87	6.45	8.0	8.0
インドネシア	-2.1	3.7	5.7	5.8	3.75	3.50	4.00	4.50	5.89	6.38	8.0	8.0
フィリピン*2	-9.5	5.7	6.8	6.5	2.00	2.00	3.50	3.75	1.83	2.18	4.4	4.2
ベトナム	2.9	2.6	7.2	6.7	4.00	4.00	4.50	5.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	4.8	1.0	2.0	4.25	5.50	9.50	9.50	5.55	7.57	9.3	9.0
ロシア*4	-2.7	4.7	-	-	4.25	8.50	-	-	6.27	8.44	-	-
トルコ	1.6	11.0	2.9	3.5	17.00	14.00	14.00	14.00	12.42	23.18	20.0	18.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末		実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
インド	1,600	2,037	1,900	2,035	英ポンド	141.15円	155.74円	158円	152円
MSCI	16.8%	27.3%	-6.7%	7.1%		-2.0%	10.3%	1.4%	-3.8%
インドネシア	6,597	6,696	7,700	7,800	インド・ルピー	1.41円	1.55円	1.61円	1.59円
MSCI	-9.5%	1.5%	15.0%	1.3%	-7.1%	9.5%	4.0%	-1.2%	
ベトナム	1,104	1,498	1,400	1,550	インドネシア・ルピア*3	0.739円	0.807円	0.880円	0.864円
VN指数	14.9%	35.7%	-6.6%	10.7%	-5.7%	9.3%	9.0%	-1.8%	
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.36円	2.31円
					0.1%	5.2%	4.5%	-2.1%	
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.561円	0.547円
					-4.5%	12.7%	11.2%	-2.5%	
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	6.29円	5.91円
					-9.5%	8.0%	12.2%	-6.0%	
WTI原油 (米ドル/バレル)	48.52	75.21	110	90	ロシア・ルーブル*4	1.40円	1.53円	-	-
-20.5%	55.0%	46.3%	-18.2%	-20.4%	9.7%	-	-	-	
金 (米ドル/100g)	1,895	1,829	1,620	1,650	トルコ・リラ	13.9円	8.6円	7.2円	6.3円
24.4%	-3.5%	-11.4%	1.9%	-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

既に景気後退期入り？

米国経済が景気後退期入りする懸念が高まっている。1-3月期は純輸出主導でマイナス成長となり、景気後退の定義は2四半期連続のマイナス成長であることから、4-6月期もマイナス成長だった場合には定義上の景気後退期入りになる。アトランタ連銀が試算する4-6月期のGDPは、7月19日の時点で▲1.6%で、既に景気後退に陥っている可能性もある。ただ、そうだとすると技術的なものでしかない。

経済を財・製造業から見ると急減速

景気後退懸念が高まるのは理由がないわけではない。経済を財や製造業から見ると、急減速していることが窺える。6月ISM製造業景況感指数では、主力の新規受注指数が5月の55.1から49.2へ急落し、近い将来の総合指数の「50割れ」が視野に入ってきた。伝統的に、総合指数が50を割れると市場で景気後退が意識されることになる。また、商品市況も6月半ば以降急落し、需要の減退が示唆される。

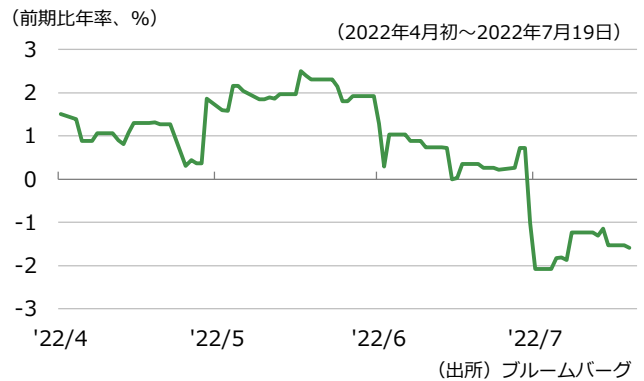
経済をサービス業から見ると堅調

足元の米国経済は、物価上昇の影響で財に対する需要が落ち込む一方で、サービスに対する需要は経済活動再開等で堅調と、二極化している。実質個人消費支出は5月時点で、財支出が前年比▲2.7%であることに対して、サービス支出は同+4.7%。また、6月ISM非製造業景況感指数は55.3で、同製造業指数とは対照的。経済が減速方向であることは確かであるものの、未だ堅調であることを示す。

CPIはFRBに利上げペース加速を迫る

6月CPIは総合・コアともに上振れ。足元で商品市況が下落していることもあり、先行きの財価格は伸び率低下が見込まれる。問題はサービス価格で、サービス支出が堅調なこともあり、逆に伸び率が加速。とりわけ、価格に粘着性がある住居費が伸び率を加速させていることが懸念材料。CPI発表後には市場が織り込む年内の利上げペースが大幅に加速し、7月FOMCで1%ポイント利上げの可能性が急浮上。

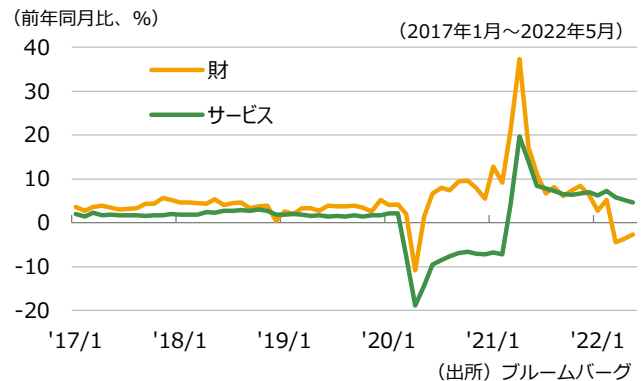
アトランタ連銀試算の4-6月期GDP (GDPナウ)



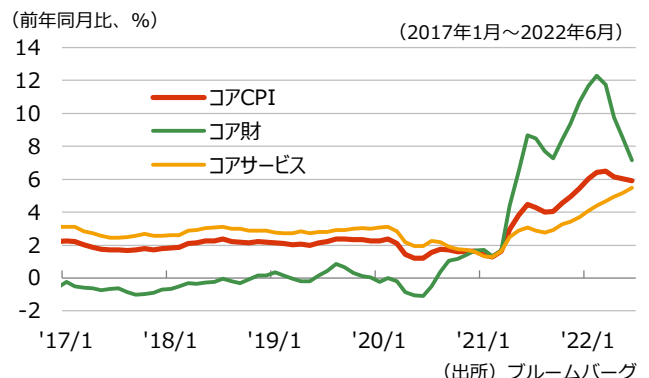
ISM製造業景況感指数



実質個人消費支出



消費者物価指数





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。一部インフレ指標の鈍化などもあり、直近1カ月の株価は底堅く推移した。市場では、景気減速リスクの織り込みが進展し、バリュエーションの割高感解消も進んだ一方、企業業績の市場予想にはまだ下方修正リスクが残っていると見る。株式市場はまだ不安定な状況が続き易いと考え、S&P500の22年末予想は3,480pを据え置き、中立判断を継続する。

バリュエーション調整は進展

S&P500のPERは12カ月先予想ベースで16倍程度。過去平均並みの水準であり、年初からの下落によりバリュエーション面での割高感は解消した。相関性が高い実質金利との比較感でも更なるバリュエーション調整リスクは限定的と考える。注意すべきは業績コンセンサスの切り下がり。この1カ月で市場における企業業績に対する期待は切り下がったと考えているものの、まだ警戒は必要と考える。

業績コンセンサスの修正はまだ小幅

利上げによる景気減速懸念から、S&P500構成銘柄の業績コンセンサスはこの1カ月で切り下がった。しかし、指数ベースでみるとその修正は小幅。S&P500の四半期業績コンセンサスは、税前利益が前年同期比で10%台の増益予想となっている。最終需要への不透明感の高まりにより、一部で在庫調整リスクが意識される中、業績コンセンサスは切り下がる余地があるとみられ、この点は注意したい。

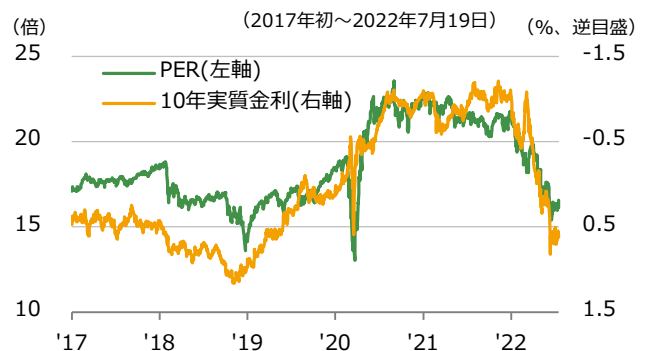
利下げ開始時期の見方がいつ固まるか

株価の反転には利上げ停止時期、あるいは利下げ開始時期に関して市場の見方が固まる必要があると考える。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。金利先物などでは、2023年半ばからの利下げ開始が織り込まれているものの、市場参加者の確信度はまだ高くはない。インフレのピークアウトが確認されれば、この確信度は高まると考えており、このタイミングを待ちたい。

S&P500の推移

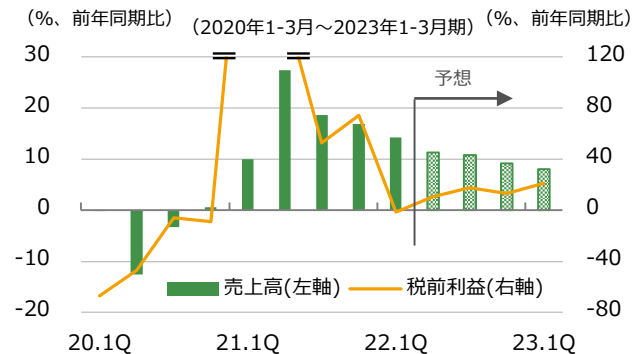


米実質金利とS&P500のPER



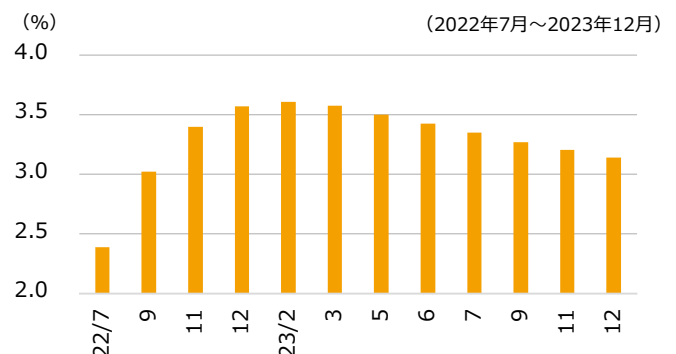
※PERは12カ月先予想EPSベース
(出所) ブルームバーグ、リフィニティブより大和アセット作成

S&P500の四半期業績予想コンセンサス



※直近指数構成銘柄かつ、12月が本決算・四半期決算末の銘柄ベース
※業績予想コンセンサスは2022年7月19日時点
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

市場が織り込む米政策金利の見通し



※表示月はFOMCの開催月で、2022年7月19日時点
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

2023年末のFFレートには下方バイアス

過去1カ月の大きな変化は、①市場ベースのインフレ期待（BEI）が急低下したこと、②市場が織り込む今年末と来年末のFFレートの水準が逆転したこと。つまり、市場は2023年に利下げが行われると予想している。ただし当社では、来年に利下げができるほどインフレが劇的に低下することには懐疑的。ただ、2023年末のFFレート予想（3.75%）は、将来時点で、引き下げる必要があるかもしれない。

逆イールドは景気後退のサインにあらず

7月入り後に2年10年金利の спреッドが逆イールド化。伝統的に、逆イールド化は景気後退のサインとされる。ただし、今回の利上げ局面では中立金利を上回る利上げが行われ、インフレ退治後には景気後退ではなくとも中立金利までの利下げが見込まれる。その過程で逆イールド化することが見込まれるため、即景気後退のサインとなるわけではない。

リート

金利の低下などを受けて小幅反発

米国リート市場は、6月半ばから7月半ばにかけて、長期金利の低下などを受けて小幅反発。ただ景気先行きへの懸念も強く戻りは緩慢。7月後半から4-6月期の決算発表が始まるが、①インフレを背景とした賃料上昇、②人件費や原材料費上昇の影響を受けにくい収益構造、③景気動向の影響が相対的に低いセクターが大部分を占めることなどから、全体としては堅調な業績動向を見込む。

金融引き締めとリスクの選別

景気先行き懸念などから長期金利は6月半ばから低下傾向。一方で信用スプレッドは高水準を維持しており、市場のリスク警戒姿勢がうかがえる。このような資金調達環境を反映して、不動産価格にも一部で軟調な兆しが見られる。これまでの金融緩和による底上げが剥落し、今後は立地や築年数・設備といった不動産のクオリティによる選別が進むと想定。

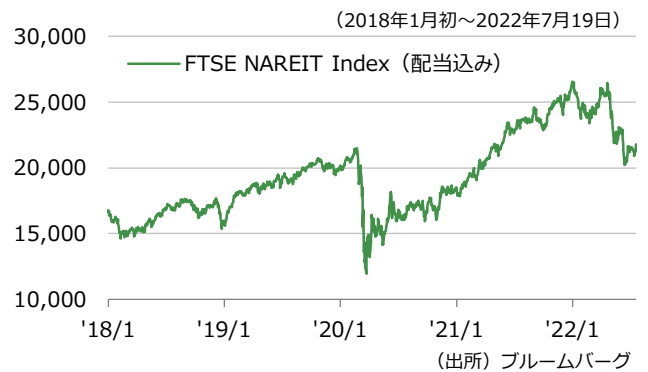
米国金利の推移：実績と予想



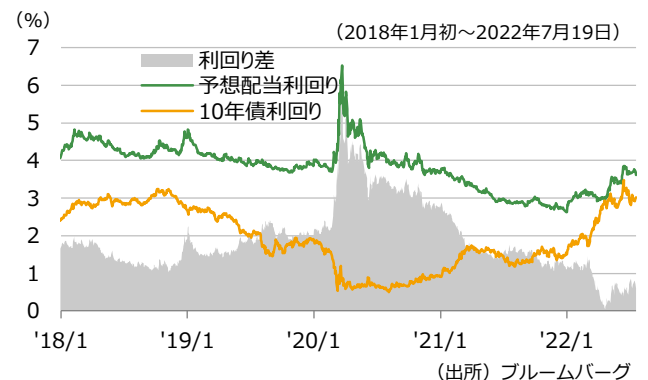
2年10年金利スプレッドと景気後退期



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

日米金利差縮小でも米ドル円が上昇

日米5年国債金利差と米ドル円には高い連動性があり、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。ただ、6月から7月にかけて景気悪化懸念とインフレ抑制期待で米金利が低下し、日米金利差が縮小したにもかかわらず、米ドル円の上昇が進んだ。世界的な金利低下局面において円よりも米ドルを買う動きが優勢だったためと言える。

米ドル円は140円程度以下に収まるか

日米5年金利差が3.4%なら米ドル円は135.0円を中心に130.5~139.4円（推計値±標準誤差×2）、3.6%なら137.1円を中心に132.6~141.5円に収まりやすい。また、米ドル円はリスクオンではレンジ上方、リスクオフではレンジ下方に近づきやすい。日米金利差に対する米ドル円の傾向値が上昇しているとはいえ、米金利上昇が進まなくなってきたので、米ドル円は140円程度以下に収まる可能性が高い。

米実質金利高による米ドル円上昇の鈍化

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。インフレ期待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。

米経済指標が米ドル円下落に働く可能性

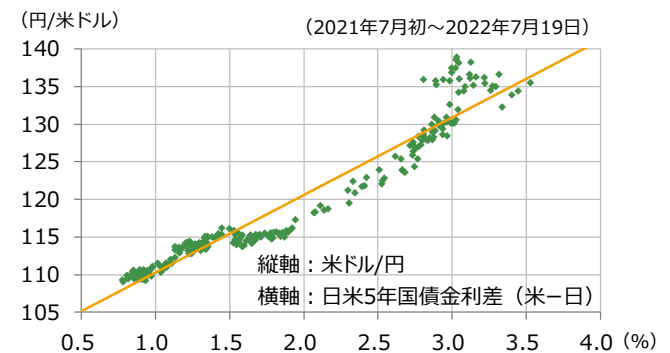
米国の経済指標が市場予想を下回るケースが増え、エコノミック・サプライズ指数（ESI）がマイナス圏へ低下している。4月以降の米ドル高が経済指標悪化とESI低下の一因になったものと考えられる。米ドル高の悪影響は一時的に緩和する局面はあっても8月にかけて継続するので、米経済指標を改善させる要因にはなりにくい。米経済指標の悪化が米金利低下と米ドル円下落に働く可能性があるだろう。

日米5年国債金利差と米ドル円



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

日米5年国債金利差と米ドル円



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

米国の期待インフレ率と実質金利



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



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。

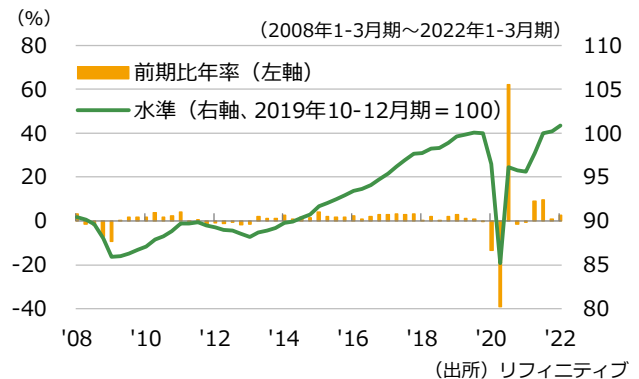
雇用情勢改善でも個人消費が伸び悩み

失業率は5月に6.6%に低下し、1998年4月の統計開始以降の最低を更新。労働需給が引き締まった状況は継続している。ただ、ドイツの6月失業率はウクライナ避難者の影響で上昇した。実質小売売上高は2021年11月をピークに低下傾向で、2022年5月は小幅増にとどまった。雇用情勢改善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。

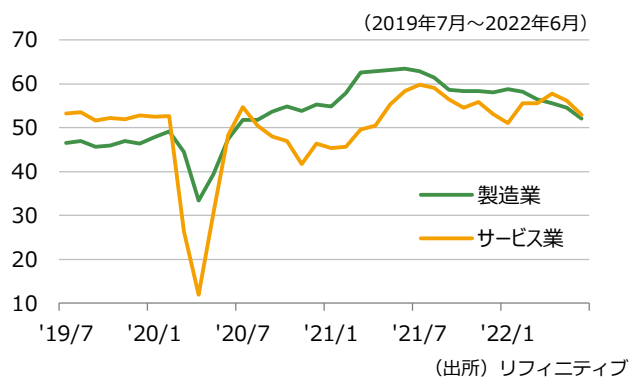
総合のインフレ率は加速も、コアは鈍化

6月の消費者物価指数は総合が前年同月比8.6%、コアが3.7%と、5月の各8.1%、3.8%から総合が加速。総合はエネルギー高の影響が大きい。供給制約やコスト高の価格転嫁が物価上昇圧力になっているが、コアはわずかに上昇率が鈍化した。今後、供給制約やユーロ安で物価上昇が加速するか、景気減速と商品市況下落で物価上昇が鈍化するかが注目されるが、後者の可能性の方が高いと考えている。

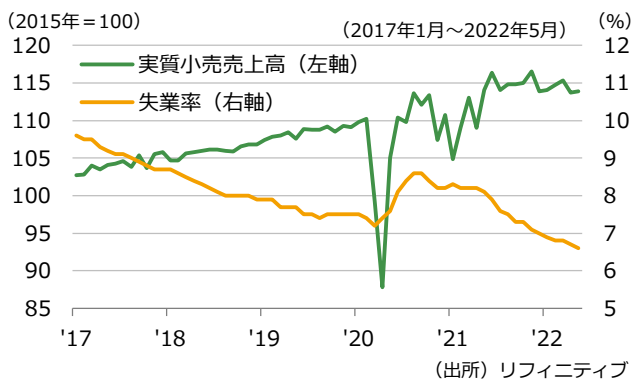
実質GDP



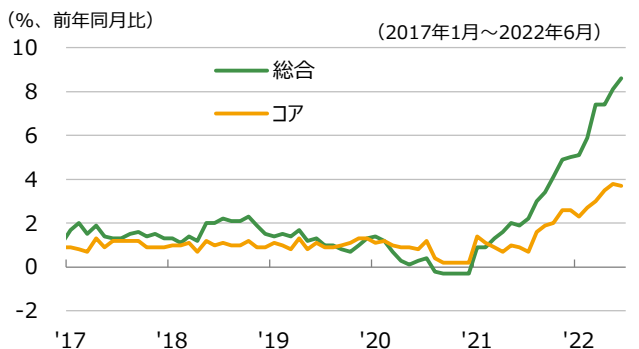
PMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

やや弱気スタンスを継続

欧州株の判断はやや弱気を継続する。直近1カ月の欧州株は日米株に対して劣位な動き。7月ECB理事会で予想される利上げによる欧州経済への警戒に加えて、ロシアからの天然ガス調達リスクが高まったことが足を引っ張った。天然ガス調達は域内の経済活動に影響を与えるリスクが高まっている。問題の落ち着き処が見えない限り悪材料出尽くしの判断は出来ず、慎重なスタンスで挑みたい。

天然ガスの調達リスクが高まる

ドイツの天然ガス貯蔵率は足元で60%強。新型コロナ発生前の2017年や2018年並みではあるものの、冬の需要期に向けた貯蔵ペースは鈍っている。ドイツは現在、天然ガス緊急対応計画の警戒レベル（3段階のうち中位）にある。これが緊急に引き上げられると政府が供給に直接介入することとなり、同国の生産活動等が制約を受けるリスクが高まる。

債券・金利

ECBは7月に利上げ開始

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21日の会合で0.5%ptの利上げを決定した（27日から引き上げ）。今後は経済データに応じ会合ごとに政策金利を決定するとし、利上げ幅に柔軟性を持たせた。9月会合では中銀預金金利（0%→0.5%）は0.5%pt利上げ、主要リファイナンス金利（0.5%→0.75%）と限界貸出金利（0.75→1%）は0.25%pt利上げと予想する。

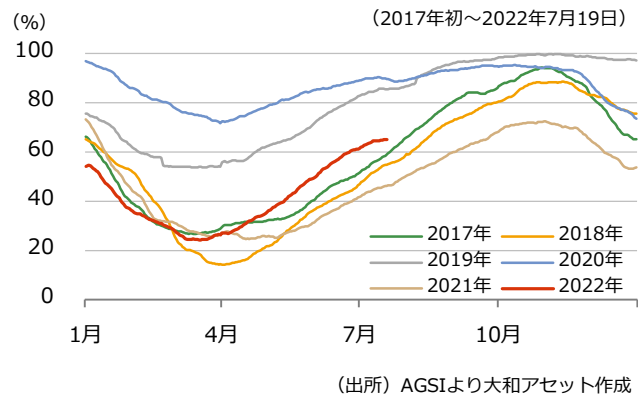
予想利上げ幅は拡大せず長期金利低下も

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

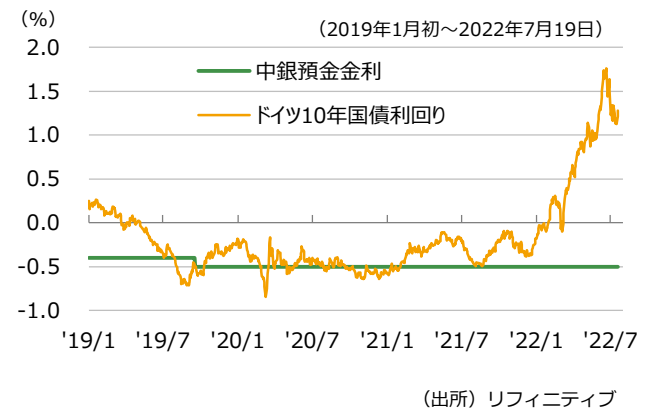
Euro STOXX 50の推移



ドイツの天然ガス貯蔵率



ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBスタッフの経済予測

(各項目の上段は2022年6月時点予測、下段は2022年3月時点予測)

		2022年	2023年	2024年
実質GDP	6月時	2.8	2.1	2.1
	(前年比、%)	3月時	2.8	1.6
HICP	6月時	6.8	3.5	2.1
	(前年比、%)	3月時	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	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	0.7
ブレント原油	6月時	105.8	93.4	84.3
	(米ドル/バレル)	3月時	92.6	82.3
			77.2	

※HICP：EU基準消費者物価指数、EURIBOR：欧州銀行間金利

(出所) ECB



為替

ユーロは対米ドル、対円ともに下落

5～6月にはECBの利上げ観測台頭により欧州金利が上昇し、ユーロ高に作用したが、6～7月は欧州金利が反落したためユーロ安に転じ、ユーロの対米ドル相場は2002年12月以来となる等価（パリティ）まで下落した。6～7月は欧州株価が底堅く推移し、リスクオフが強まったわけではないが、欧州金利が米国や日本に比べ相対的に低下したことがユーロ安・米ドル高やユーロ安・円高に作用した。

相対的金利低下でユーロ安・米ドル高に

ECBの利上げ観測が台頭した5～6月にはドイツの金利が米国に比べ相対的に上昇し、ユーロが対米ドルで反発する要因となった。だが、6月は金利上昇を受けてリスクオフの株安に傾きユーロ安・米ドル高に振れた。7月にかけてはドイツの金利が相対的に低下しユーロ安・米ドル高を進める要因となった。ロシアからの天然ガス供給停止懸念が背景にあるが、相対的な金利低下が続くか否かが為替のカギを握る。

世界的に商品市況安が金利低下に作用

ロシアがガスパイプライン「ノルドストリーム」を通じた欧州への天然ガス供給を停止するとの懸念が欧州の天然ガス価格を高めるとともに景気悪化懸念を強め、欧州金利低下とユーロ安に働いている。ただ、世界的にエネルギー、非エネルギーの商品市況は下落基調に転じ、インフレ期待と金利が低下している。米国金利が上昇しない限り、欧州の相対的金利低下とユーロ安・米ドル高の余地は限定的か。

経済指標は円高や米ドル高に働きやすい

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、米国に続きユーロ圏と日本もマイナス圏に低下した。どこの国・地域の経済指標も弱いため、相対比較からは為替が変動しにくい。なお、新興国全体のサプライズ指数はプラスだが、中国はマイナスが続いている。世界的に経済指標が市場予想を下回るケースが優勢なので、リスクオフの円高や米ドル高に作用しやすい状況にある。

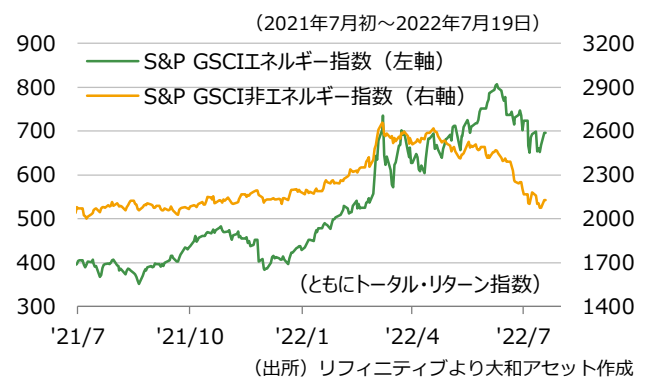
ユーロの対円相場と対米ドル相場



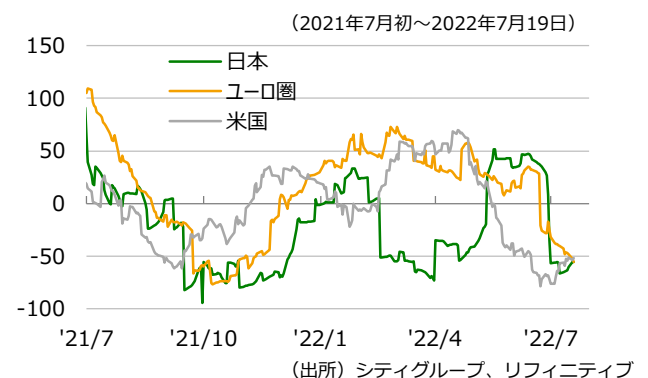
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



商品指数 (エネルギーと非エネルギー)



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

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3.1%）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100.72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。

消費者物価は上昇加速もコアは鈍化

消費者物価指数の前年同月比は6月に総合9.4%、コア5.8%と、5月の各9.1%、5.9%から総合は上昇が加速し、コアは2カ月連続の鈍化（前月比は3カ月連続の鈍化）。供給制約によりエネルギー価格は上昇したが、需要鈍化の影響で一部品目にインフレ圧力緩和の兆し。なお、賃金は前年同月比が鈍化しており、消費者信頼感の低下も続いている。

為替

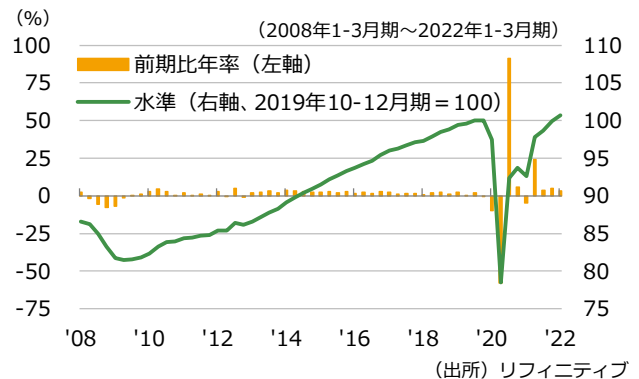
年内あと0.75%ptの追加利上げか

BOEは6月会合で政策金利を0.25%pt引き上げ1.25%とした。労働需給ひっ迫とインフレ圧力の持続リスクを考慮し、5会合連続の利上げに。物価高の悪影響を阻止するために「必要であれば力強く行動する」とし、政策に柔軟性を持たせるようガイダンスの文言を修正した。年内あと数回の会合で計0.75%ptの追加利上げを行い、政策金利を2%まで引き上げ、9月会合で英国債売却を始めると予想。

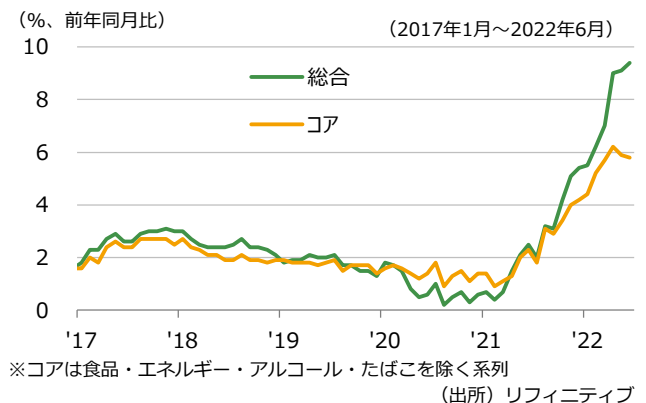
相対的金利低下とポンド安は一服

BOEの政策委員には、インフレ加速が英経済成長を減速させることにより中期的なインフレ圧力を低下させるとして、追加利上げに慎重論も出てきた。一方、ECB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意見が増えた。英国の長期金利はドイツに比べ低下し、対ユーロでポンド安が進んだが、相対的金利低下とポンド安は一服している。

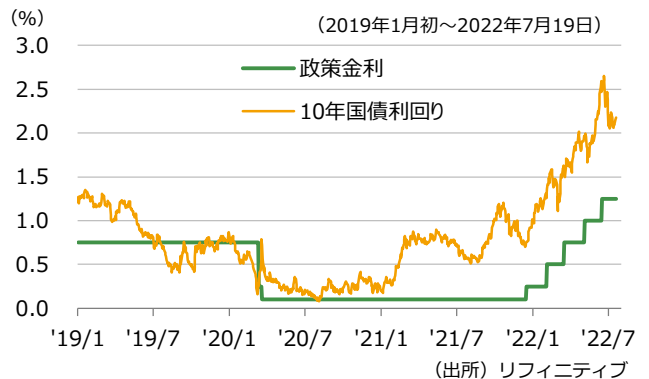
実質GDP



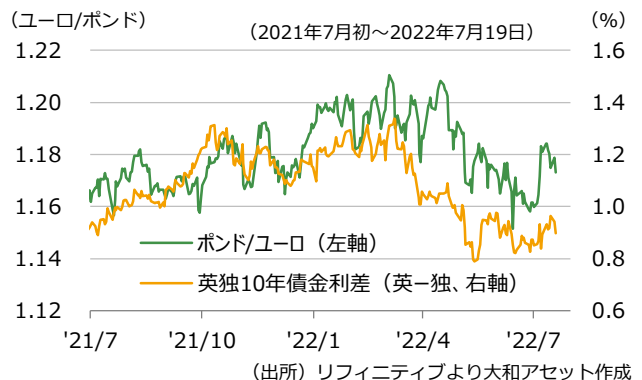
消費者物価指数



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

回復期待はやや後退

3月下旬以降、行動制限措置が解除され経済活動の再開が本格化してきたが、ここへ来て2つの大きなリスク要因が出てきた。1つ目はLNG（液化天然ガス）の調達問題で、日本の総輸入量の約9%を占めるサハリン2をロシアが事実上「接收」する大統領令が発令され、今後供給が途絶えるリスクが高まってきた。LNG価格高騰や為替の円安進行もあり、電力供給やエネルギーコスト上昇が懸念される。

新型コロナウイルス感染第7波

2つ目は新型コロナウイルスの感染拡大である。オミクロンの新変異株「BA.5」は感染力が非常に強く、7月以降新規感染者数が急増し、多くの都道府県で過去最高を更新している。行動制限措置が即座に適用される可能性は低いが見込まれる。中国でも「BA.5」の感染が確認されており、状況次第では再度ロックダウンが実施されるリスクも懸念される。

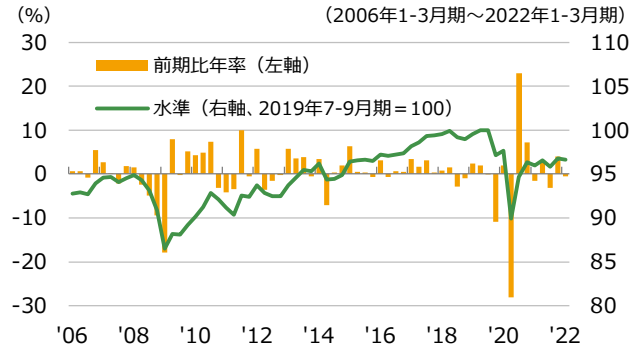
日銀短観は良好

7月初に発表された日銀短観は、経済活動の再開が本格化しサービス業などが大幅に改善、設備投資も増加するなど内容は良好であった。輸入物価上昇の影響はあるものの価格転嫁が進んでおり、非製造業を中心に売上・利益予想も上方修正された。ただし挽回生産の遅れから製造業の今年度上期売上・利益予想は下方修正されているほか、価格決定力の弱い中小企業の回復は相対的に鈍くなっている。

自動車の挽回生産進まず

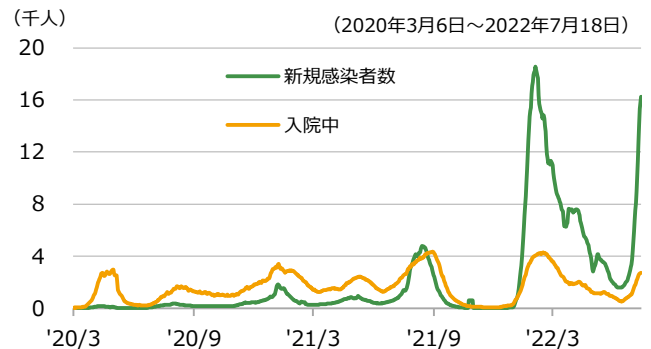
上海など中国でのロックダウンが解除され、自動車生産の回復が期待されていたが、5月の鉱工業生産では、自動車の出荷が再度下振れした。中国の自動車販売は6月以降急回復しており、これまでボトルネックとなっていた半導体などの部材不足にも解消の兆しが見えている。自動車の国内生産は日本経済への波及効果が大きく、為替の円安効果も期待できる状況にあり、今後の回復が期待される。

実質GDP



(出所) 内閣府より大和アセット作成

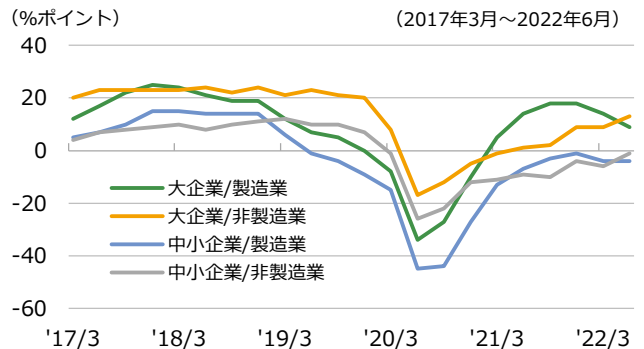
東京都の新型コロナウイルス新規感染者数と入院者数



※新規感染者数は7日移動平均

(出所) 東京都

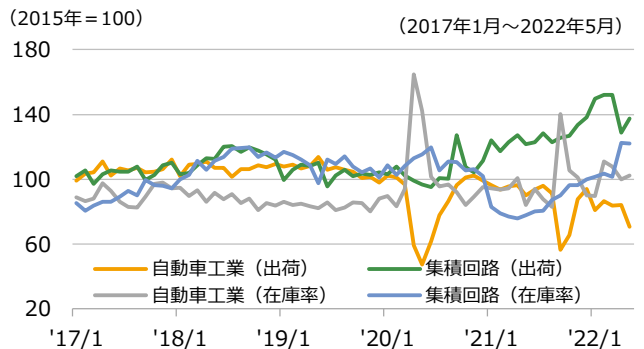
日銀短観 業況判断DI (最近)



※「良い」 - 「悪い」

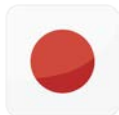
(出所) 日本銀行

鉱工業指数



※在庫率=在庫÷出荷

(出所) 経済産業省



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広がりへの警戒はあるものの、日本株は相対的に堅調な推移が続いている。国内における新型コロナウイルスの感染拡大は内需に対してマイナスだが、時間の経過と共に影響は解消に向かうと予想する。また、欧米景気に不透明感のある中、円安による外需系企業の業績押し上げ効果もあり、日本株は選好され易い状況にあると考える。

バリュエーションは低位

TOPIXのPBRは1.2倍程度。世界的にリセッション懸念が高まった際には日本株も影響を受けると考えるものの、通常の調整局面であれば下値の目処は1.1倍程度。リーマンショックのような事態とならなければ、悲観局面における下値は限定的と考える。一方、12カ月先予想PERは12倍程度と引き続き低位。市場マインドの改善局面で株価の反発余地は十分にありと考える。

企業業績は相対的に安心感

業績予想の修正動向を示すリビジョン指数は、景気への不透明感から米国株の落ち込みが目立つ一方、日本株は堅調に推移している。欧米最終需要鈍化のリスクはあるものの、日本株にとって影響の大きい自動車は納車待ちの状態であり、他の最終製品と比べて需要後退リスクが小さいと考える。経済活動再開の進展による内需回復の期待もあることも考えれば、業績面で相対的な安心感があるとみる。

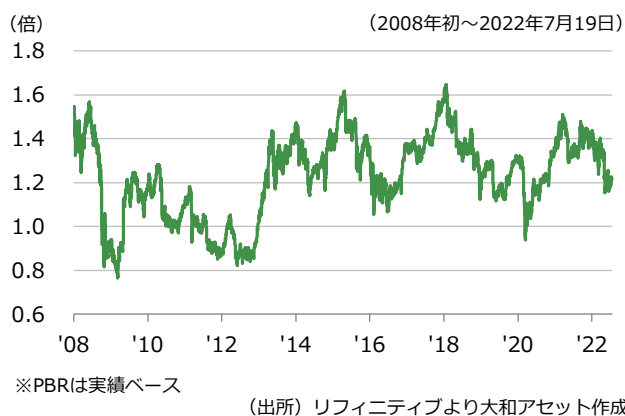
新規感染者数のピークアウト待ち

国内における新型コロナ新規感染者数の再増加は懸念材料。しかし、2021年7～8月の感染拡大局面を見ても、株価が不安定化するのには感染拡大の序盤が中心。感染者数のピークアウトが確認されれば、行動制限措置が講じられている中でも株価は反発し易い。過去の感染拡大局面は1～2カ月程度であり、行動制限措置の導入の有無に注意しつつも、感染者数のピークアウトを待ちたい。

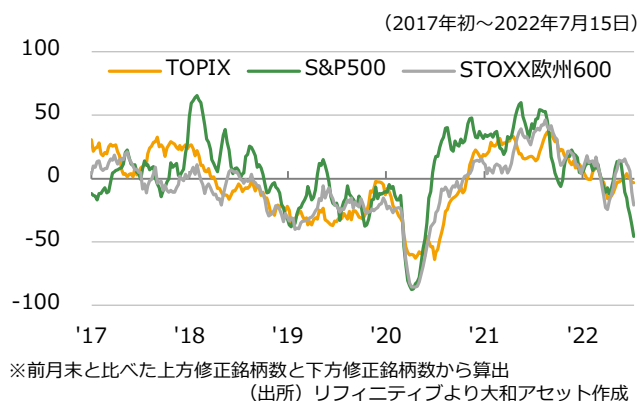
TOPIXの推移



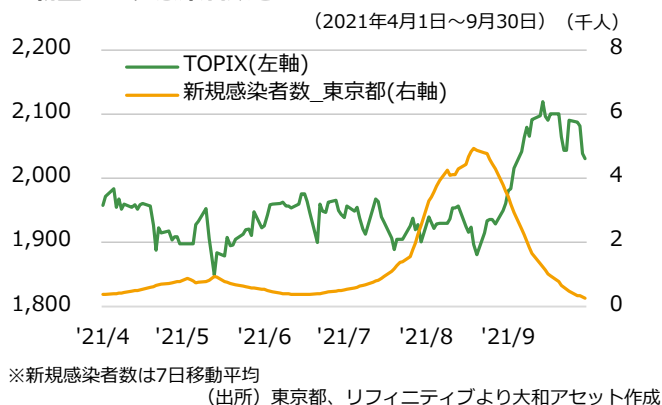
TOPIXのPBR推移



日米欧のリビジョン指数推移(12カ月先予想EPS)



新型コロナ感染者数とTOPIX





債券・金利

指値オペの応札は大幅減少

6月金融政策決定会合以降、日銀の指値オペへの応札は1度しか発生せず、国内金利は落ち着きを取り戻している。金融政策修正に対する市場の思惑はあるものの、日銀総裁人事を除き市場が明確に意識出来るイベントも乏しい。CPIを見ると日本は依然ゼロ%近傍の品目が多く、インフレに広がりが見られる米国とは状況が異なる。インフレ面から日銀が政策修正を迫られる状況にはないと思う。

レンジ内での推移を予想

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。金融政策の微修正が否定出来ない環境にあることに加え、2023年に入れば次期総裁人事で観測報道なども出易くなることが予想される。このため、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難しく、許容レンジ上限近傍での推移が続くと予想する。

リート

海外長期金利が低下するなか上昇

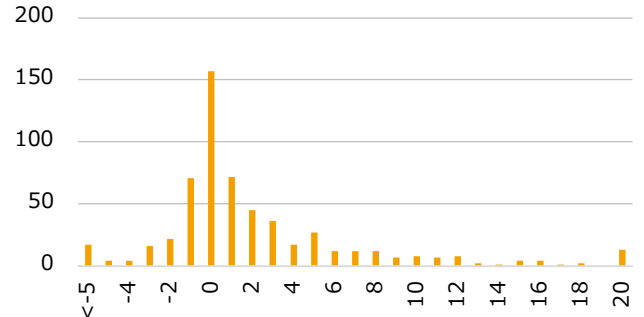
6月下旬以降、海外長期金利が低下、株式市場が上昇するなかJ-REIT市場も上昇した。J-REIT市場では、6月中旬に2銘柄で自己投資口の取得が発表され、資産価値でみた割安感が意識されたことも上昇を後押しした。7月に入り、国内で再び新型コロナウイルスの感染が急拡大している。医療体制がひっ迫すれば、再び行動制限などの対策強化の可能性もあり、注目している。

夏以降の公募増資の動向に注意

J-REIT市場で例年夏以降に公募増資の発表が相次ぐ季節性があり、動向を注視している。一時的に需給が緩む可能性があるものの、公募増資による利益成長期待もあるため、規模・内容を確認したい。日本では当面は緩和的な金融政策の継続が想定され、相対的に高い配当利回りが期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的で、緩やかな上昇を見込む。

消費物価指数の品目別前年比伸び率分布

(品目) (2022年5月)



※1%刻みで、例えば“2”は2%以上3%未満の品目数を示している
(出所) 総務省より大和アセット作成

10年国債利回り

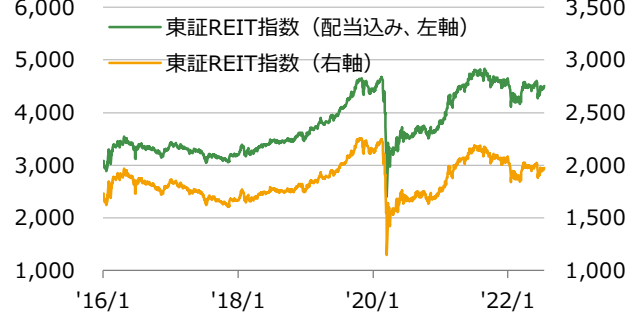
(%)(2019年1月初~2022年7月19日)



(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移

(2016年1月初~2022年7月19日)



(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移

(%)(2016年1月初~2022年7月19日)



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

米ドル高が円高を上回り米ドル円が上昇

5～6月には世界的な金利上昇・株安のなかで円安が進み、米ドル円が上昇した。そして、6～7月には金利低下・株高のなかで米ドル高が円高を上回り、米ドル円が上昇した。リスク許容度を反映する株価よりも金利の動向がクロス円を左右しやすくなっている。世界的に金利が低下した6～7月には、日銀が金融緩和を継続中の円よりも、FRBが利上げを継続中の米ドルを買う動きが強かったと言える。

米ドル円はクロス円と安定的に順相関

クロス円（25通貨対円）と米ドル円は安定的に順相関で推移している一方、米ドル為替（対25通貨）と米ドル円の相関は不安定で最近ではマイナスに。基本的には米ドル為替よりもクロス円の動向が米ドル円の方向性を左右しやすい。また、最近では米金利上昇時にクロス円下落（円高）、米金利低下時にクロス円上昇（円安）となるケースが増えていることもあり、米金利と米ドル円の順相関が低下している。

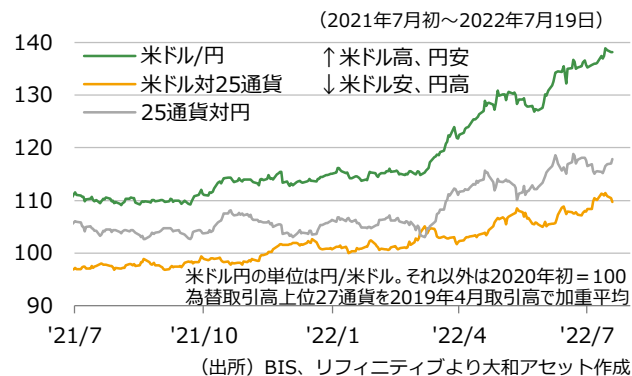
原油・金価格比率と連動する米ドル円

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。原油・金価格比率の低下が進むようだと、円高・米ドル安に傾きやすくなるだろう。

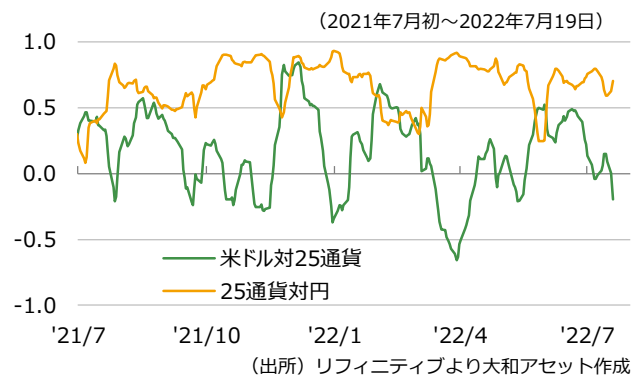
原油高による貿易収支悪化が円安に作用

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



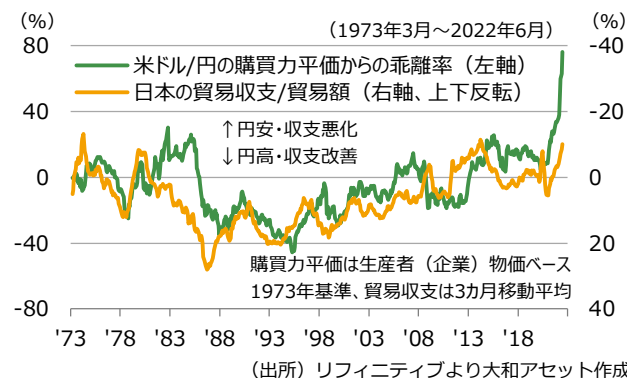
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

ソフトランディングへの狭き道

カナダ銀行は4月から7月にかけて消費者物価指数の予想を大幅に引き上げた一方、実質GDP成長率の予想は今年を+4.2%から+3.5%へ、来年を+3.2%から+1.8%へ大幅に引き下げた。当社は今年と来年の実質GDP成長率予想をそれぞれ、+3.7%、+1.8%で据え置く。ただし、経済のソフトランディング（軟着陸）に向けた道は狭く、成長率予想のリスクは下振れ方向に傾いている。

労働市場のひっ迫とインフレ加速

消費者物価指数は、カナダ銀行のインフレ目標レンジ（1~3%）を大きく上回る状態が継続している。カナダ銀行の試算によれば、2022年4-6月期の前年比+5.9%のうち、4.0%ptは商品価格上昇や供給不足、輸送コスト上昇などのグローバル要因となっている。ただし、需給ギャップの解消や労働市場のひっ迫などにより、今後は国内要因によるインフレ圧力がより存在感を増す可能性が高い。

企業調査は更なる賃金上昇を示唆

企業が予想する今後1年の賃金上昇率は1-3月期の+5.2%から4-6月期は+5.8%へ更に高まっており、実際の賃金も加速傾向で推移しそうだ。カナダ銀行のマクレム総裁は7月13日に賃金・物価の上昇スパイラルは実現していないと述べたが、もし実現すれば4四半期連続のマイナス成長に陥るシナリオも提示した。ソフトランディングかハードランディングかの分かれ道は近づいているのかもしれない。

住宅市場の過熱はいち早く沈静化へ

金利に敏感な住宅市場は沈静化に向かっている。コロナ禍以降に急速に増加していた中古住宅販売件数は、過去10年平均を下回る水準まで減少。急上昇していた住宅価格指数も、4、5、6月と3カ月連続で下落しており、急速な金融引き締め効果が表れ始めた。ただし、住宅市場は経済のごく一部であるため、インフレ抑制に向けた金融引き締めは継続され、当面の住宅価格は下落基調で推移するだろう。

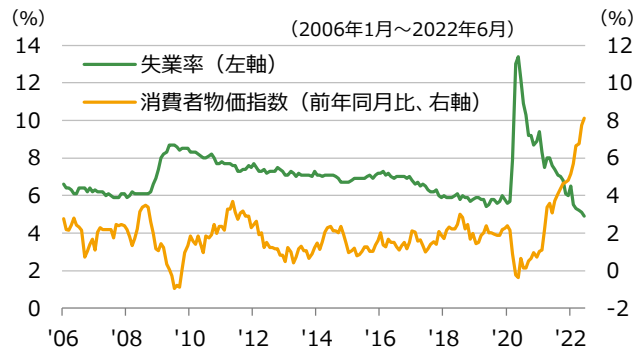
カナダ銀行の経済・物価見通し

(前年比、%)

		2022年	2023年	2024年
実質GDP (通年)	7月時点	+3.5	+1.8	+2.4
	4月時点	+4.2	+3.2	+2.2
消費者物価指数 (通年)	7月時点	+7.2	+4.6	+2.3
	4月時点	+5.3	+2.8	+2.1
消費者物価指数 (10-12月期)	7月時点	+7.5	+3.2	+2.0
	4月時点	+4.5	+2.4	+2.1

(出所) カナダ銀行

失業率と消費者物価指数



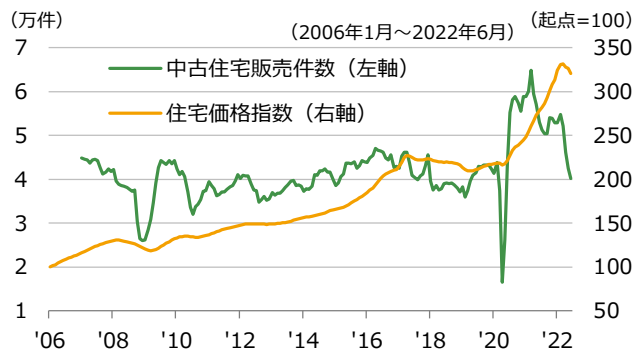
(出所) カナダ統計局

賃金上昇率



※企業が予想する今後1年の賃金上昇率は2008年1-3月期~2022年4-6月期
(出所) カナダ銀行、カナダ統計局

中古住宅販売件数と住宅価格指数



※中古住宅販売件数は2007年1月~

(出所) カナダ不動産協会より大和アセット作成



債券・金利

需要抑制のために中立金利超えをめざす

カナダ銀行は7月の金融政策決定会合で1%ptの大幅利上げに踏み切り、政策金利を2.5%（中立金利の中心値）とした。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ため、インフレ抑制に向けて更なる利上げが必要との考えで、改めて「政策金利を中立金利のレンジ上限（3%）かそれをわずかに上回る水準まで速やかに引き上げる」との方針を示した。

前倒し利上げがインフレ沈静化を早める

長期インフレ期待のアンカーが外れかけていることもあり、次回9月会合でも大幅な利上げを継続する公算が大きい。今年末と来年末の政策金利予想はいずれも3.5%で据え置くが、3.5%に到達する時期は、先月時点の10月から9月に前倒しとなる可能性が高まった。前倒し利上げがインフレ期待を抑制し、実際のインフレ率が早期に沈静化する助けとなろう。

為替

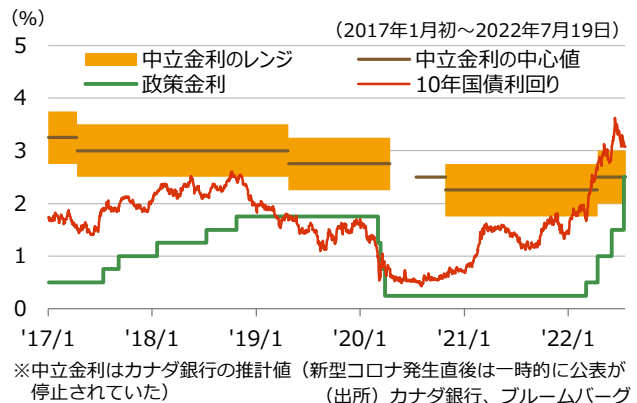
基本的には金利差拡大に沿う展開を想定

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。

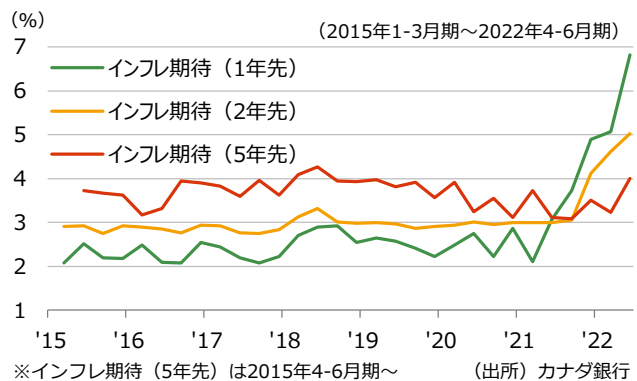
景気減速や商品価格下落のリスクに注意

景気減速や商品価格下落のリスクには注意したい。積極的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・ドル買い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も念頭に置いておきたい。

中立金利・政策金利・10年国債利回り



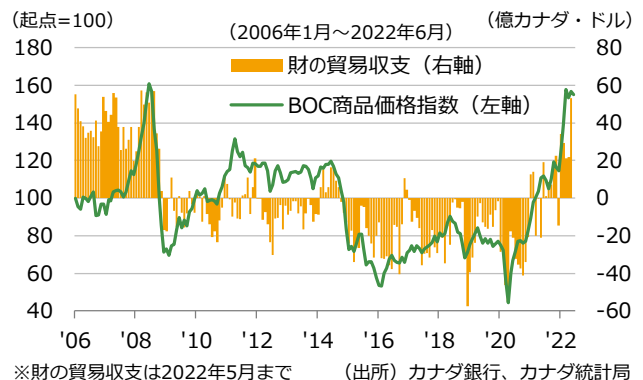
消費者のインフレ期待



5年国債金利差とカナダ・ドル円



BOC商品価格指数と財の貿易収支





経済

成長率は徐々に減速へ

労働市場の順調な回復や商品価格上昇の恩恵、政府によるインフレ対策などを背景に、当面は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や金利上昇に対するバッファになるだろう。ただし、インフレ抑制のための急速な利上げの効果が顕在化することにより、成長率は徐々に減速していくと想定。実質GDP成長率は今年を+3.9%、来年を+2.3%と予想する。

労働市場は一段とひっ迫

雇用者数は5月に前月比6.06万人増、6月に8.84万人増となり、足元で増加ペースが加速。また、労働参加率が現行の統計開始（1978年2月）以来の最高を更新する中でも、失業率は5月の3.9%から6月に3.5%へ急低下し、統計開始以来の最低を更新。RBAが自然失業率（賃金上昇率やインフレ率を加速も減速もさせない失業率の水準）と推計する4%を明確に下回っており、賃金への波及が見込まれる。

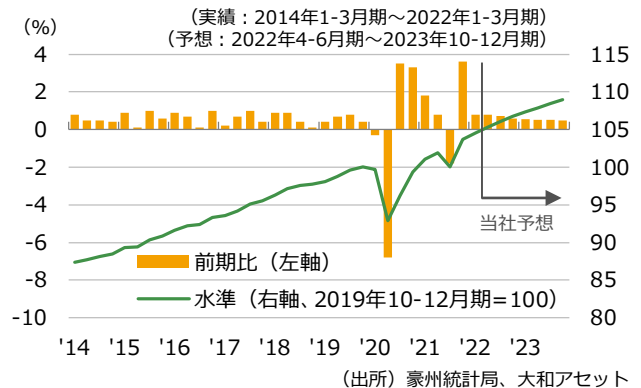
インフレ加速はこれから本格化

インフレ率（消費者物価指数・前年同期比）は、RBAのインフレ目標レンジである2~3%を明確に上回って推移している。電気・ガス料金や食料品価格など供給側の要因だけでなく、労働市場のひっ迫や7月からの最低賃金引き上げ（前年比+5.2%）を受けた平均賃金の加速も見込まれ、インフレ圧力は広く強い。賃金インフレの様相を呈する中、年末にかけてインフレ率は一段と加速する見込み。

資源価格上昇の効果が表れる

5月の貿易収支は+160億豪ドルと、過去最高の黒字額を記録。ロシアのウクライナ侵攻後に資源価格が高騰した効果が貿易統計に表れ始めた。なお、足元では多くの商品価格が下落しているものの、石炭価格は火力発電向け需要の回復期待などから高値圏で推移しているため、貿易黒字は高水準で推移する公算が大きい。大幅な貿易黒字による国民所得や税収の増加が国内経済の成長を下支えしよう。

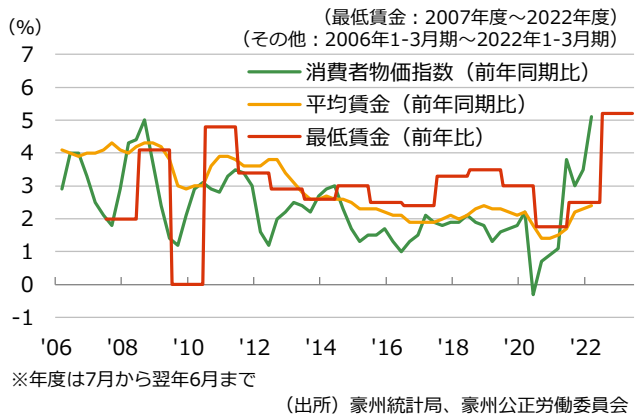
実質GDP



雇用者数と失業率



消費者物価指数と賃金



貿易統計





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月に0.25%ptの利上げ、6月と7月に各0.5%ptの利上げを決定し、政策金利を1.35%とした。足元で労働市場が想定以上にひっ迫していることや、インフレ率がこれから加速する見込みであることなどを考慮すると、当面、利上げペースを緩める可能性は低いだろう。当社は引き続き、RBAが0.5%ptの利上げを11月まで継続するとの想定で、今年末と来年末の政策金利を3.35%と予想する。

目先の利上げペースに上振れリスク

リスクシナリオとして、短期的には利上げペースの加速も考えられる。6月の失業率が3.5%まで低下したことや、賃金上昇率の加速を示す調査結果が出ていることに加え、カナダ銀行が1%ptの利上げに踏み切ったこともRBAの利上げ幅拡大を後押しするかもしれない。7月27日発表の4-6月期消費者物価指数が8月理事会での利上げ幅を決定づけよう。

為替

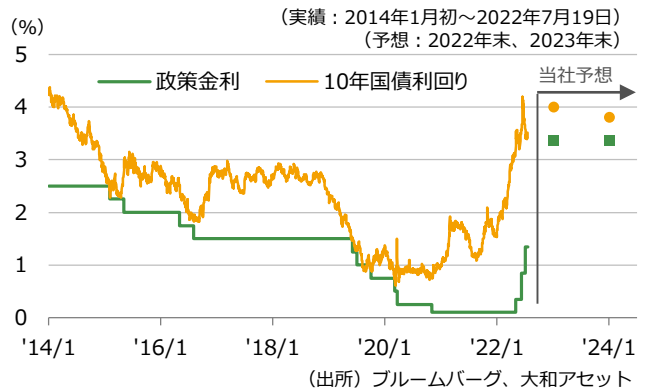
豪ドル円は金利差に収れんへ

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。リスクオフが一巡すれば、金利差に収れんするように豪ドル高・円安が進行する可能性が高い。

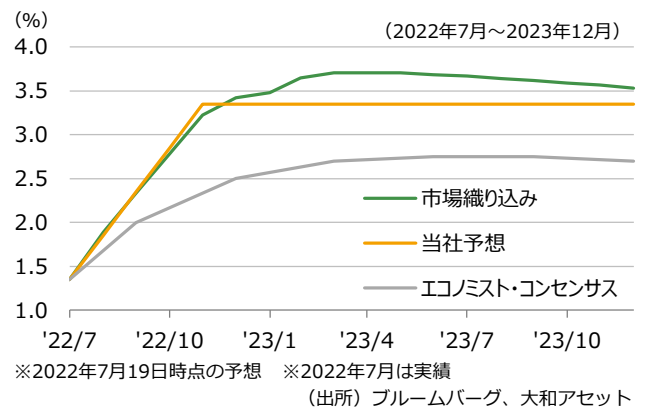
米ドル強後の受け皿に

中国のGDPに対する信用創造の大きさを示すクレジットインパルスの伸びは、豪ドル米ドルの騰落率に先行する傾向があり、足元では底打ちから加速に向かっている様子だ。今後、米国のインフレ懸念後退→FRBの利上げペース鈍化の思惑→米ドル高一服の展開となれば、中国の景気刺激策の恩恵を受けやすい豪ドルが選好される可能性も高まりそうだ。

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



中国クレジットインパルスと豪ドル





経済

景気は緩やかな回復局面へ

ゼロコロナ政策と景気対策の板挟みの中、6月の経済指標は強弱ありながらもおおむね5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、インフラ投資や、自動車生産の影響を受ける鉱工業生産、オンライン消費等。一方で、失業率の高止まりや不動産市場の低迷などへの懸念は強く、景気回復は緩やかな「U」字の軌道を予想。

インフラ、自動車景気回復のけん引役

政府は景気対策として、自動車購入税の減税、不動産販売促進策、インフラ投資加速等を発表。景気刺激に即効性のあるインフラ建設については、来年の資金枠（新規地方政府専門債の発行上限）の一部を今年に前倒しして調達することが検討されており、インフラ投資の加速が期待される内容。自動車生産・販売とともに年後半の景気回復を牽引しよう。

株式

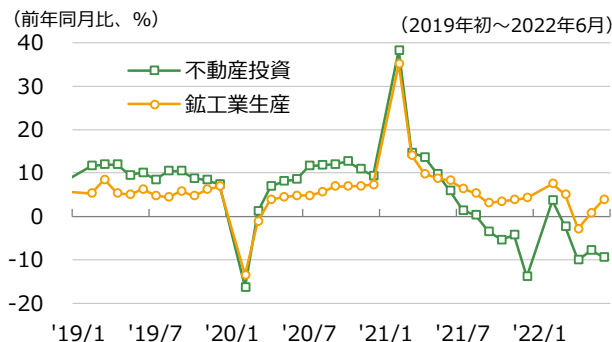
足元は5～6月の急伸後のスピード調整か

足元はゼロコロナ政策による局地的なロックダウンを受け、やや軟調に推移。5～6月の急上昇後のスピード調整とも考えられよう。引き続きゼロコロナ政策や不動産市場の動向が懸念材料として残るが、緩和的な金融環境や景気支援策、テック企業への規制緩和、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傾向を継続しよう。

緩和的な金融政策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が、中国本土株式市場は5月末以降おおむね海外資金は流入傾向。国内においても個人マネーが不動産市場から一部株式市場に流入すると期待される。世界で数少ない金融緩和実施中の国であることや、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。

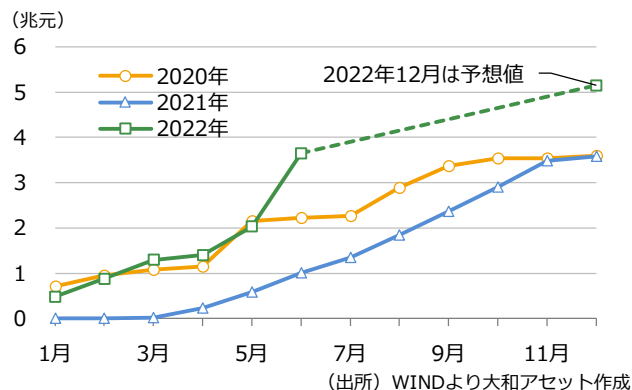
不動産投資と鉱工業生産の推移



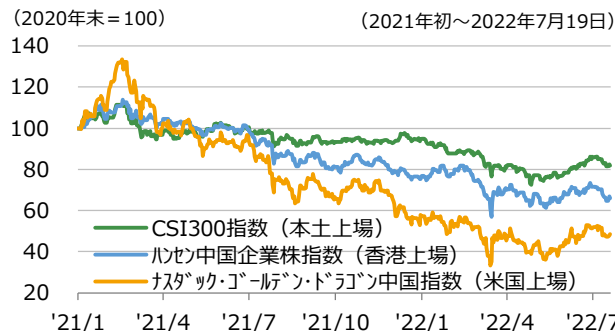
※2月のデータは、1-2月合計の前年同期比を計算したもの

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

新規地方政府専門債の発行額

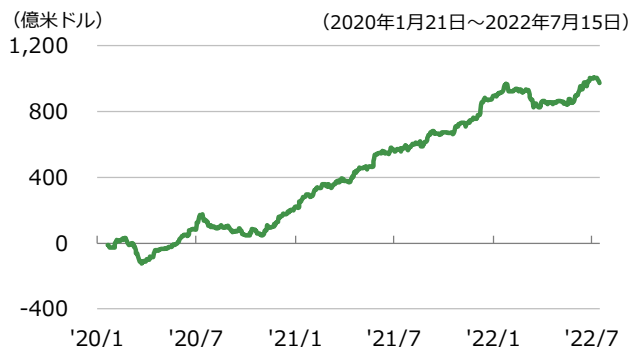


各種株価指数の推移



※マスダック・ゴールデン・ドラゴン中国指数は、中国に事業基盤のある米国上場中国企業で構成される指数 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

本土株式市場への外国人投資家の資金フロー



※起点からの累積

(出所) IIFより大和アセット作成



債券・金利

金融緩和の効果が現れる

中銀は2021年12月以降、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金融緩和を行ってきた。足元ではその金融緩和の効果が現れつつあり、6月のマネーサプライ (M2) の前年比伸び率は2020年の高水準を上回るなど、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

米長期金利の上昇場面では、米中の長期金利の逆転が深まったが、海外マネーの流出は加速せず。今後の金融政策に関しては、準政策金利の1年MLF金利は据え置く一方で、預金準備率の引き下げなどによる流動性供給策を強めると予想。本土債券市場の長期金利は、海外中銀の利上げと国内の金融緩和の環境下、レンジ推移の継続を予想。

為替

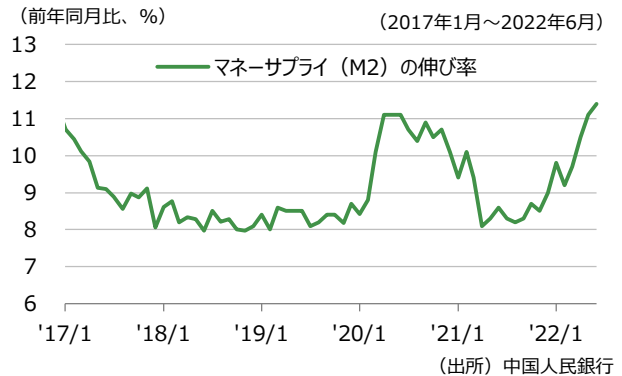
対円での人民元高を予想

人民元の対米ドルレートは、足元の米ドル高が進む中でも底堅い推移となり、その他の通貨に対しては割高感が再び強まった。対円でも約30年ぶりの人民元高の水準を更新。今後も人民元高円安を予想。ただし、大幅な円安は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を招きかねず注意が必要。

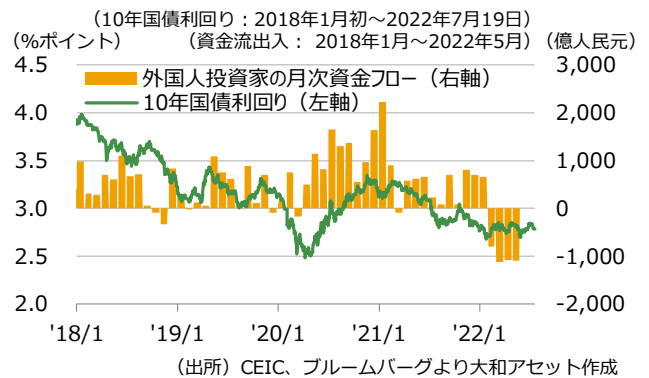
人民元のファンダメンタルズは良好

人民元のファンダメンタルズは引き続き良好。厳しい景気状況の中で輸出以上に輸入が減少し、貿易黒字は高水準を記録。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6月の貿易黒字 (共に月次) の3割程度。株式市場では5月下旬以降は資金流入に転じている。ファンダメンタルズから見た人民元安圧力は見当たらない。

マネー指標



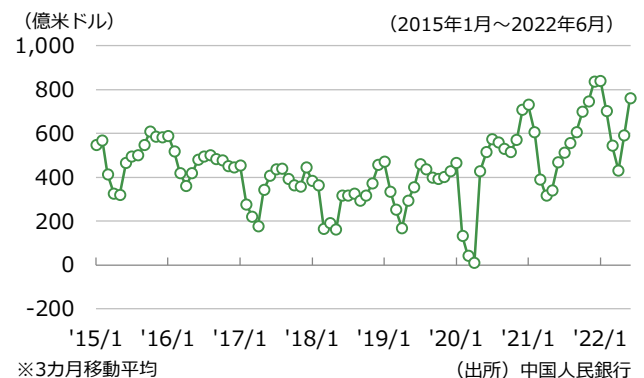
長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



貿易収支の推移





経済

追加の景気対策で成長率予想を上方修正

低所得者向け現金給付の拡充などを含むGDP比0.4%規模の景気対策が議会で承認されたことを受け、今年の実質GDP成長率予想を+1.4%から+1.7%に引き上げた（来年は+0.4%で据え置き）。市場予想も今年の成長率は上方修正が続いている。足元の景気回復の強さ故に中銀はインフレ退治に苦慮しており、想定を上回る利上げを強いられている。高金利政策の継続が来年の経済成長を抑制しよう。

インフレ率はピークアウトへ

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、+12%前後で高止まり状態。しかし、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・通信費の減税策などが加わることで、インフレ率は7月から明確に鈍化し、ピークアウト感が鮮明になろう。ただ、追加の景気対策による需要の押し上げ効果で、インフレ目標に向けた道筋は一層描きづらくなった。

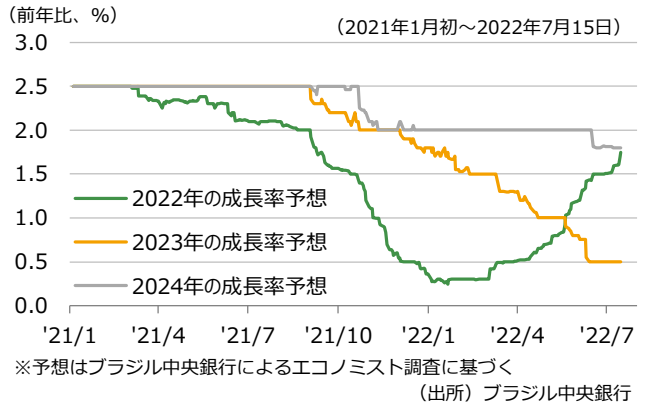
供給能力に対して需要の増加が早い

コロナショックからの経済の回復過程では、相対的に個人消費（需要）が強い一方、鉱工業生産（供給）の低迷が目立つ。足元で鉱工業生産に回復の兆しが見えるものの、そのペースは緩慢。追加の景気対策は、低所得者向け現金給付の月400レアルから600レアルへの増額や、トラック運転手への月1,000レアル支給など、需要に働きかけるものが多い。需給の不均衡が一段と拡大する可能性もある。

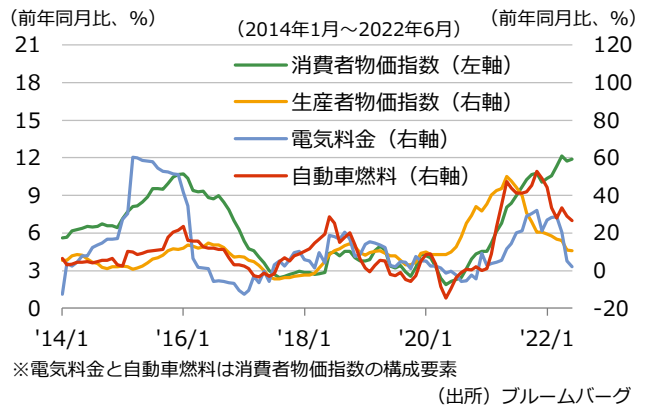
財政への懸念が徐々に強まる

政府債務残高（対GDP比）は、インフレや資源価格上昇による増収増と、低金利の組み合わせにより、コロナショック前の水準近くまで減少した。しかし、実質政策金利はプラスに転換し、更なる上昇が見込まれる中、利払い負担の増加が財政に重くのしかかる。今後は、これまでのような積極的なインフレ対策や景気対策が難しくなるはずだが、大統領選挙を控えて、財政規律が緩む懸念が強まっている。

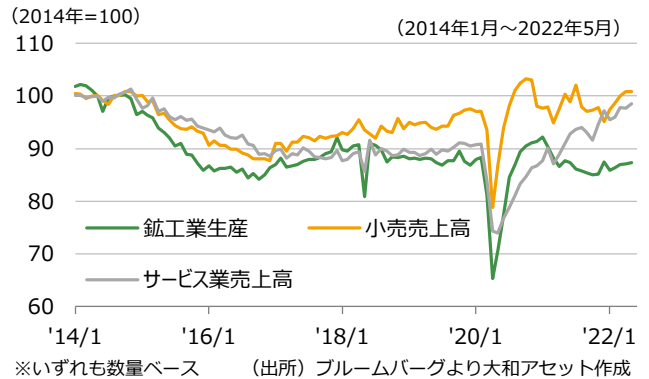
実質GDP成長率に関する市場予想の変化



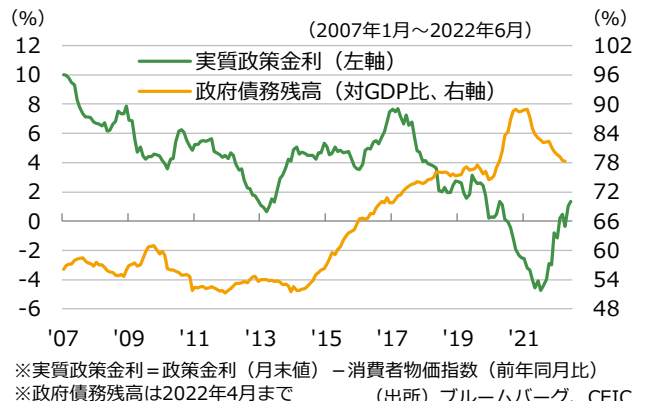
インフレ指標



鉱工業生産と個人消費



実質政策金利と政府債務残高





債券・金利

利上げサイクルは最終局面に

政府による数々のインフレ対策を受け、今年末のインフレ率に関する市場予想は6月上旬をピークに下方修正が続いている。インフレピークアウトの確度が高まったことは、利上げサイクルの終着点に関する不確実性の後退につながっている。当社を含め市場参加者の多くは、次回8月上旬の金融政策決定会合で0.5%ptの利上げが決定され、今回の利上げサイクルが終了すると見込んでいる。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

一方、来年のインフレ率予想は上方修正が続いており、利下げに転換する時期とその後の利下げペースは依然として不確実性が高い。ただし、来年以降の方向性が利下げであることに変わりはないため、高い金利水準に加えて金利低下（債券価格の上昇）も期待できるブラジル債券は相対的に投資妙味が高く、今後1年程度の見通しは「強気」を継続する。

為替

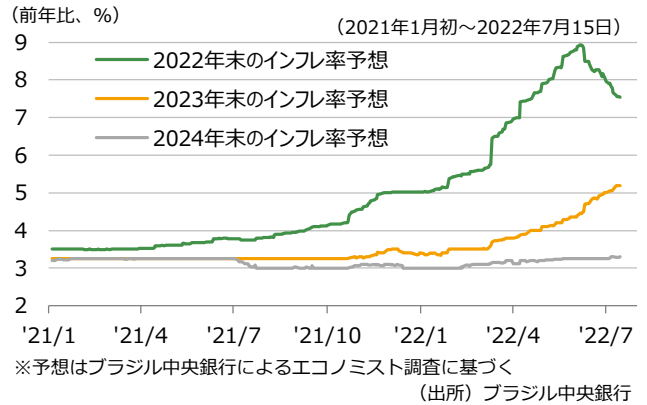
株式投資のフローがレアルの重荷

ブラジル・レアル（対米ドル）は、海外からブラジル株式市場への資金フローと連動性が高い。だが、足元では資金フローの方向性が定まらない中、米ドル全面高の影響を受けて、レアル安・米ドル高の展開となっている。世界経済の減速懸念が根強く、またブラジルでは今年10月に大統領選挙を控えていることもあり、当面は株式市場への継続的な資金流入を期待できそうにない。

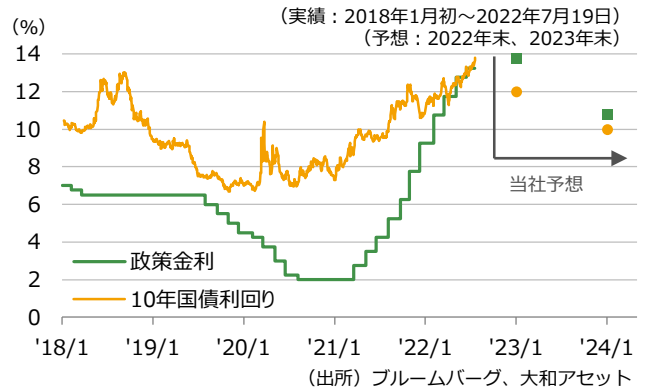
貿易黒字と実質政策金利が下支え要因

一方、貿易黒字の継続と実質政策金利の上昇はレアルの下支え要因になろう。今年は、昨年のようなトウモロコシの不作に見舞われる可能性が低いいため、大豆の輸出シーズンがピークを過ぎても貿易黒字は維持されそう。また、追加利上げとインフレピークアウトによって、実質政策金利は今後数カ月で顕著に上昇する可能性が高い。

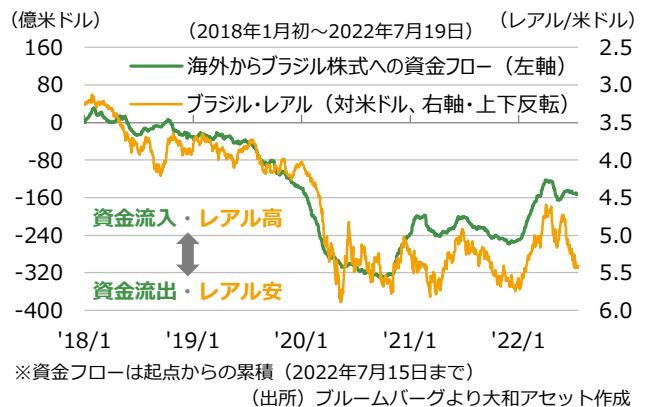
インフレ率に関する市場予想の変化



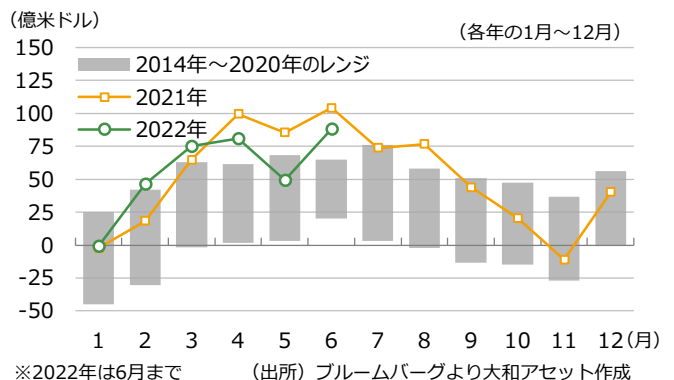
政策金利と10年国債利回り



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)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、中国の景気低迷の影響を受けている可能性があり、今後徐々に改善しよう。

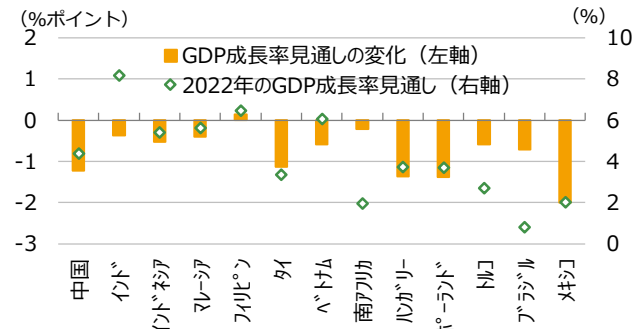
インフレ懸念はなお根強い

商品市況高は多くの新興国にとって頭痛の種。補助金支給などで物価上昇圧力を軽減するインドやASEANなどでは、財政悪化のリスクに注意が必要。一方、そうした財政措置をとらない国は、引き続き大幅な追加利上げを実施せざるを得ない局面が続こう。原油価格や貴金属の調整などを受け、CRBコモディティ指数は約11年ぶりの高水準から反落するも、依然として予断を許さない状況にある。

コアインフレも上昇圧力が強まる

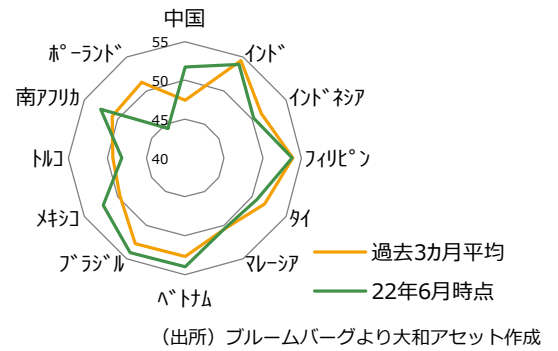
新興国でのインフレへの懸念を強めるもう一つの要因は、コアCPI伸び率の加速である。エネルギー価格上昇の二次的な波及効果が強まっていると考えられ、南米、東欧を中心に、高止まりのコアCPIに一段の上昇圧力がかかっている。これらの地域では、多くの国が昨年より利上げを実施したが、より積極的な利上げ姿勢や、利上げサイクルの長期化を迫られている。

IMFの新興国実質GDP成長率の予測



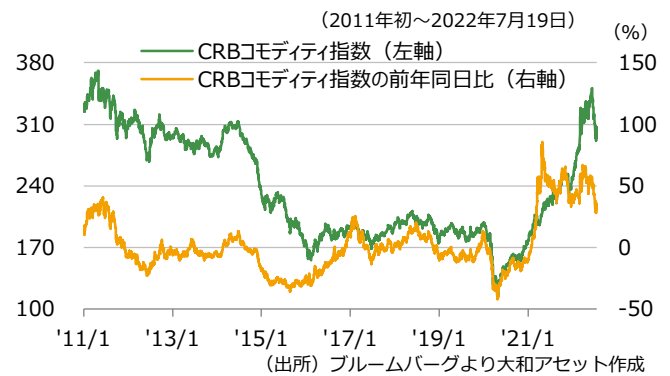
※GDP成長率見通しの変化は、「2021年10月WEO」と比較した「2022年4月WEO」での見通しの変化 (出所) IMFより大和アセット作成

新興国の製造業PMI



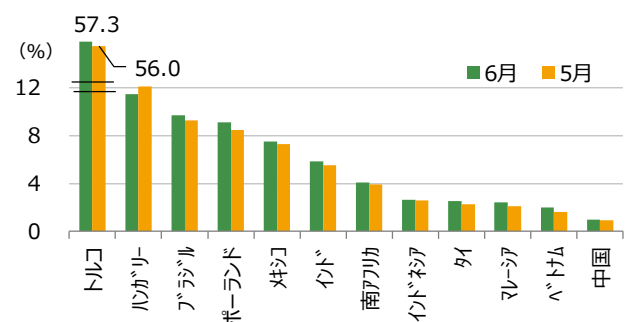
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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 (前年比)



※マレーシアと南アフリカは4月、5月の数値を掲載 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

米国リセッションへの懸念が重し

米国での景気後退懸念が強まり、新興国を含めた世界経済への影響から、新興国株式市場は全般に軟調推移。ただし、景気減速はコモディティ需要の減少要因で資源国の売りが目立つ一方、資源輸入に依存するインドが大きく反発。海外のリスクセンチメントが不安定な中、目先は慎重な姿勢が求められるが、資源価格が大幅に調整する可能性は低く、資源国に有利な環境は続く予想。

バリュエーションの切り下げも懸念材料

米ドルと新興国株のバリュエーションには、ある程度の負の連動性がみられ、米ドル高進行時に新興国株式のバリュエーションは切り下がりがやすい。当面は米ドルインデックスの急伸を受け、新興国のバリュエーションの切り下がりが進むと懸念され、慎重な姿勢が求められよう。但し、新興国のバリュエーションは割安で、米ドル高一服の局面での反発の余地も拡大したと考えられる。

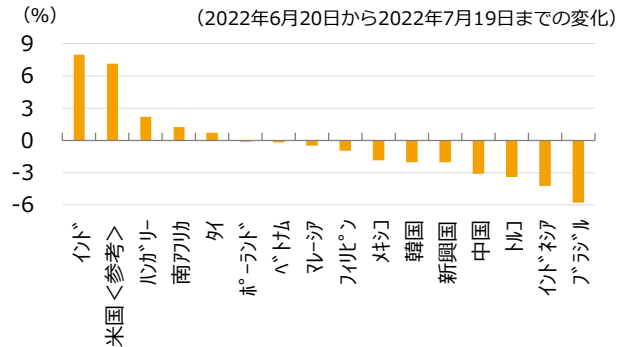
個別国のバリュエーションは魅力的

新興国の国別のバリュエーションをみると、インド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堅調さを見せたASEAN株式市場に引き続き注目。

注目度が高まるインドネシア

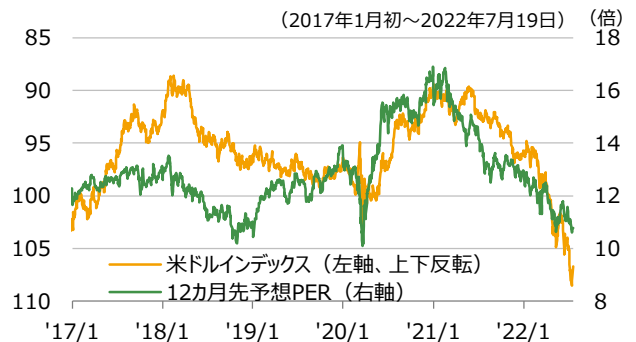
足元の資源価格の反落を受け、資源国のインドネシアでは、ジャカルタ総合指数が史上最高値近辺から一旦調整。但し、インフレ懸念が限定的で景気に配慮した金融政策を継続することや、構造改革の進展期待などが下支え材料となり、下落幅は限定的と言える。バリュエーションが低水準にあることや、相対的な株価の堅調さが注目を集め、追い風は続く見込む。

新興国株式市場の直近1カ月の変化



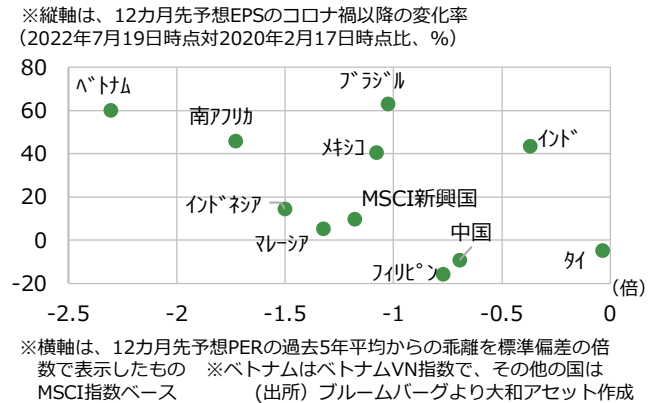
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ドルインデックスと新興国株のバリュエーション



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

主要新興国の12カ月先EPSおよびPER



※横軸は、12カ月先予想PERの過去5年平均からの乖離を標準偏差の倍数で表示したもの ※ベトナムはベトナムVN指数で、その他の国はMSCI指数ベース (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドネシアの株価指数およびバリュエーション



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

新興国債券市場では逆風が続く局面

直近1カ月の新興国の現地通貨建て債券市場では、米長期金利の低下を好感する動きは特にみられず。インフレのピークアウトが予想されるポーランドが大幅に金利低下し、インフレ低位推移の国が金利低下する一方で、財政懸念を受けるブラジルや利上げ幅の拡大が予想される南アフリカなどが金利上昇。依然として新興国での利上げサイクルの長期化が懸念され、逆風が続く状況にある。

インフレ耐性による選別

一部の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、フィリピンなど利上げに出遅れている国が利上げ幅を拡大し、メキシコやブラジル、東欧も利上げ終着点の切り上がりが進む。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）

金利低下などを背景に堅調推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、6月半ばから7月半ばにかけて先進国を中心とした金利低下などを背景に堅調推移。今後7月下旬から8月にかけて4-6月期や1-6月期の決算が発表されるが、経済正常化などを背景に堅調な業績動向を想定。また足元の業績だけでなく、2023年以降の負債コストの見通しや、不動産価格の動向、及び開発コストの動向に注目。

相対的に魅力的なバリュエーション

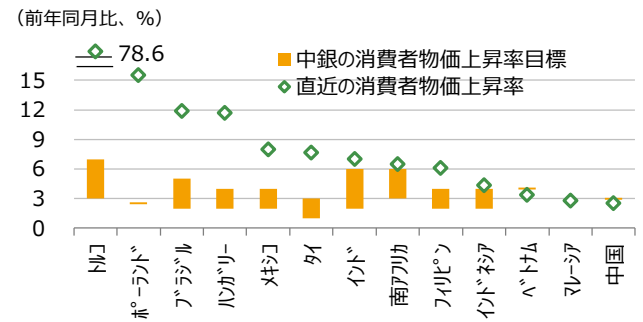
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は、米国の金利につられる形で、先進国を中心に低下。それでも信用スプレッドを含めた負債調達コストは依然高水準で、高い負債調達コストが不動産市場に与える影響には注意を払いたい。予想配当利回りと長期金利の利回り差は、米国などと比較すると大きく、当地域のバリュエーションは相対的に割安。

直近1カ月間の新興国債利回りの変化



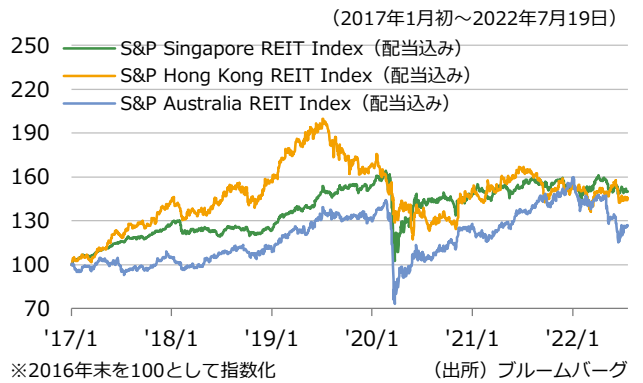
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の直近のインフレ動向

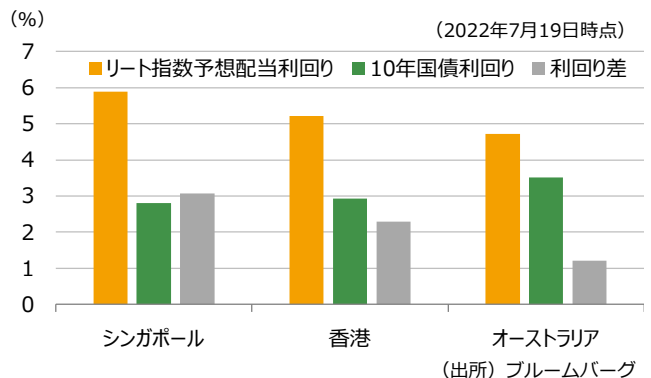


※マレーシアと南アフリカは5月時点で、その他は6月時点(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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

通貨安圧力が強まる

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。調整幅は限定的だが、右図11カ国の中でアジア通貨を中心に6カ国が2020年以降の安値を更新。特にインド・ルピーは過去最安値の更新を続けている。輸入インフレを招くことも懸念され、通貨安阻止に動く中銀が増加。当面は、資源価格の動向のほか、円安に連れて通貨安が止まらなくなるリスクに注意。

目先は慎重姿勢が必要

5月以降は、中国株を除き、ほとんどの新興国が再び資金流出に見舞われる展開。米国リセッションへの懸念が強まる中で、新興国経済にも下押し圧力が強まるとの懸念が背景にある。新興国の中では、相対的に良好な経済見通しや資源国を有するASEANの資金流出は相対的に抑制されている。当面、米国の利上げ幅の拡大など不安材料は多く、新興国通貨に関しては慎重な姿勢が求められよう。

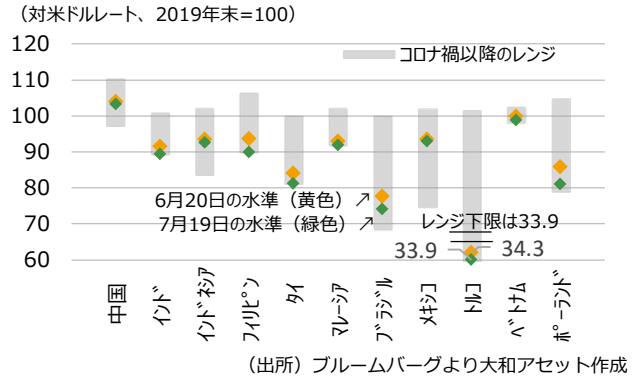
新興国の貿易収支の動向が通貨選別に影響

資源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、インドネシア、マレーシア、南アフリカ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、フィリピン等において大規模な貿易赤字が続く可能性が高い。当面は貿易収支の動向、観光業の回復状況などにより通貨の選別が続こう。

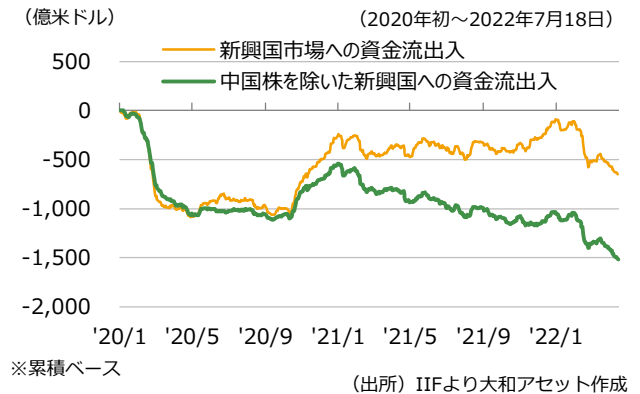
積極的な利上げ姿勢の国が選好されよう

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。足元は、通貨安を阻止するために、アジアの一部の国も積極的な利上げ姿勢に転換。ただ、インフレ圧力の違いから、新興国の中で利上げ幅には差が付く状況が続く見込み。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。

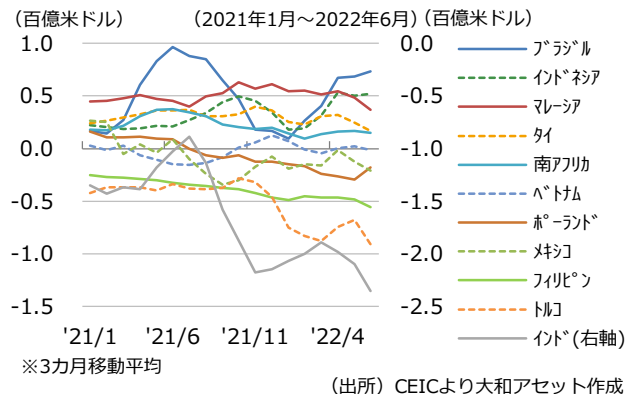
新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化



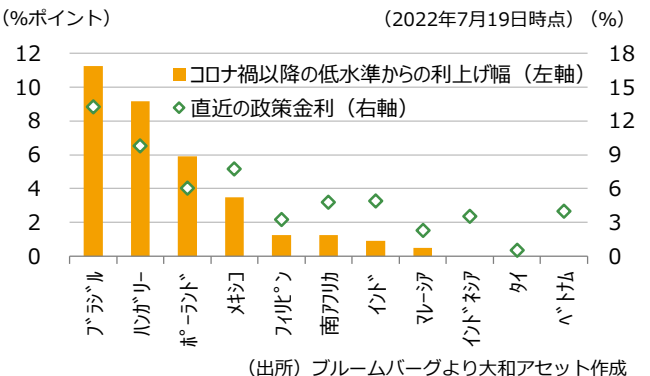
新興国市場への海外マネーの流出入



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

原油価格は高値圏での荒い値動きを想定

バイデン米大統領の中東歴訪によるサウジアラビアなどに対する増産期待や、世界的な景気悪化懸念による需要減退の思惑などを材料に、原油価格は6月半ばから7月半ばにかけて下落した。しかし、前者は空振りに終わり、後者は顕在化するまで時間を要するため、このまま一方的に下落する展開は見込みがたい。今年末と来年末のWTI原油先物価格の予想値は、それぞれ110米ドル、90米ドルで据え置く。

景気減速と原油需要の伸び鈍化

世界の実質GDP成長率と原油需要の伸びには、一定の関係性がある。カナダ銀行は7月13日公表の金融政策報告書で今年と来年の世界の成長率予想を各3.3%、2.0%とした。過去の関係性から、今年の原油需要は前年比で増加する一方、来年は減少することが示唆される。供給が緩やかにしか増えなくても、需要が減れば需給ひっ迫が和らぐため、景気減速に沿って原油価格には下押し圧力がかかりやすくなる。

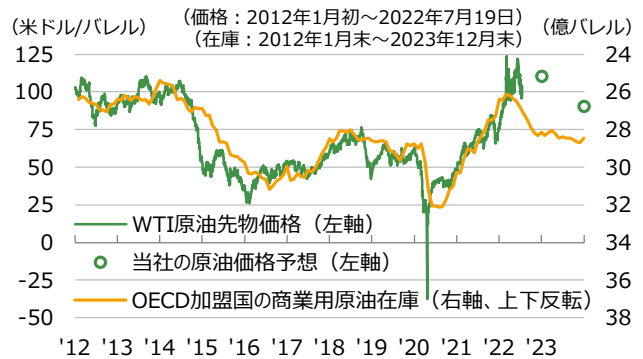
ポジション圧縮の動きに注意が必要

上記の景気減速（≒原油需要の減退）を先取りしたのが6月半ばから7月半ばにかけての原油価格の下落だろう。また、原油先物ポジションが買いに偏っていたため、ポジション解消の売りも下落に拍車をかけたようだ。まだ売り余力がある点には注意が必要だが、備蓄放出による供給の上乗せを除くと、当面は需要超過の状態が続く可能性が高いため、一方的な下落にはならないと見込む。

備蓄放出の延長判断が価格変動を抑制か

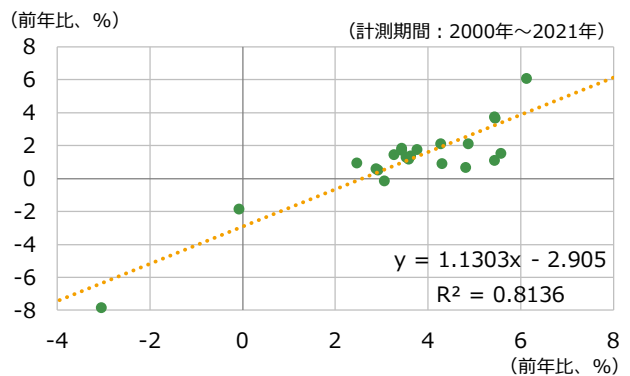
ロシアのウクライナ侵攻を受けて実施された各国の石油備蓄放出は、原油価格の上昇抑制に一定の効果をもたらした。備蓄の協調放出は今年10月が期限だが、11月に中間選挙を控える米国の意向がカギを握るため、再び原油価格が高騰すれば延長の可能性が高まろう。逆に原油価格が更に下落すれば、規模縮小あるいは打ち切りの可能性が高まるため、荒い値動きながらも明確なトレンドは出づらそうだ。

原油価格と原油在庫



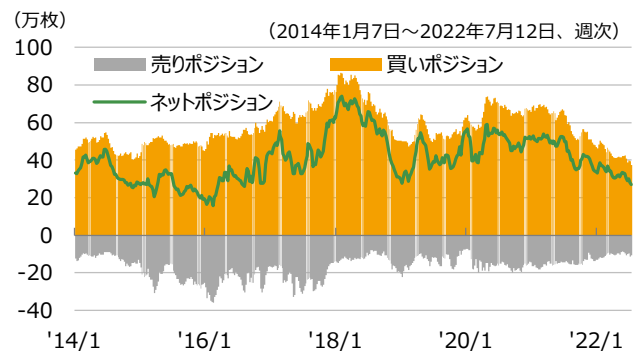
※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末
 ※原油在庫の2022年7月以降はEIAの予想
 (出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

世界の実質GDP（横軸）と原油需要（縦軸）の伸び



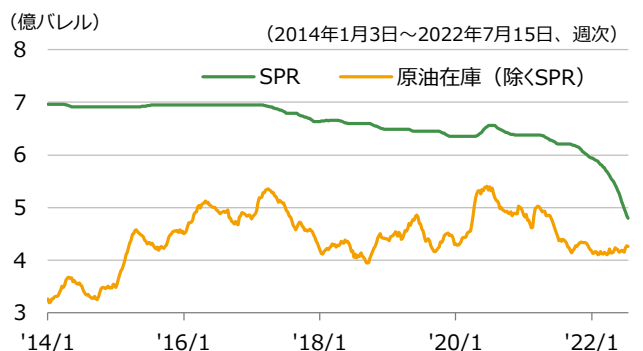
(出所) IEA、ブルームバーグ、IMFより大和アセット作成

投機筋のWTI原油先物ポジション



※買いはプラス、売りはマイナスで表示 (出所) ブルームバーグ

米国の原油在庫



※SPR：戦略石油備蓄 (出所) EIA



金

金価格の今年末予想値を下方修正

インフレ懸念（金の買い材料）とそれを抑え込むための金融引き締め（金の売り材料）との闘いは、後者に軍配が上がりそうな情勢となり、足元で金価格は下落している。金価格の方向感は想定通りであったものの、その展開は想定より早いため、今年末予想値を1,800米ドルから1,620米ドルに引き下げた。来年末予想値は1,650米ドルで据え置き、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

世界的な金融引き締めが金の重荷になっている。特に、欧州ではマイナス金利政策からの脱却を目標とする中銀が多く、7月21日にはECBがマイナス金利の終了を決定した。今後はスイスやデンマークも追随する可能性が高く、世界でマイナス金利政策を続けるのは日本だけになりそうだ。こうした動きは、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。

投機筋は金先物ポジションを圧縮

足元の商品市場ではポジションを圧縮する動きが目立つ。一般的に景気後退局面で金は買われやすいと言われるが、ポジション解消による売り圧力の方が勝っている。投機筋（非商業部門）の金先物ネット買いポジションは2006年以降の平均を下回る水準まで縮小したが、過去に金相場が大底を付けた局面では、ゼロ付近までポジションが縮小する場面もあった。更なるポジション解消売りに注意したい。

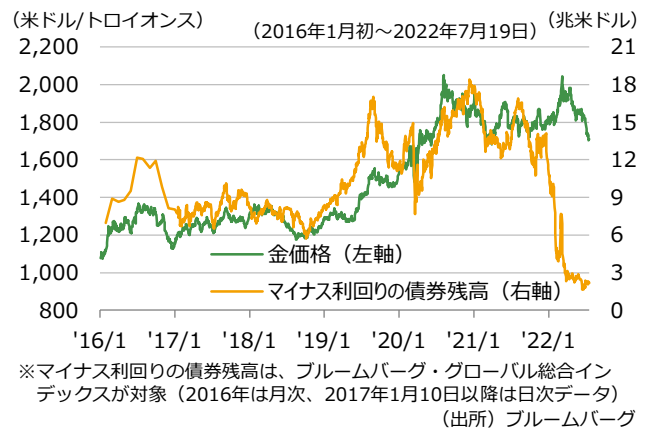
金ETFからの持続的な資金流出に要注意

ロシアのウクライナ侵攻による地政学リスクの高まりやインフレ懸念の強まりを材料に金ETFへ流入していた資金は、足元で逆回転の動きになっており、金価格の下落を助長している。コロナショック以降に金ETFへ流入した資金の規模を考慮すると、まだまだ資金流出の余地は大きいと言える。金価格の下落→金ETFからの資金流出→金価格の下落というスパイラルに要注意。

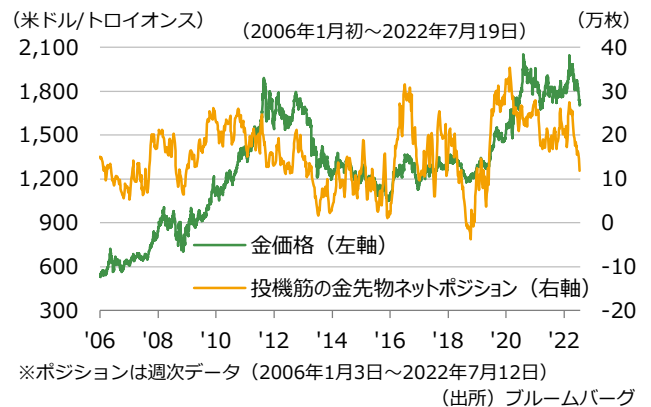
金価格と米実質金利



金価格とマイナス利回りの債券残高



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



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		コメント
		先進国	新興国	
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	ロシアによるウクライナ侵攻の長期化に伴い、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、あるいはロシアからの資源禁輸などの動きが継続し、インフレ圧力となる可能性がある。また再拡大し始めたコロナ感染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。一方、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が、足元景気は減速傾向を強めているとみられ、景気腰折れリスクが高まりつつある。株式市場は今後、実体経済悪化が重荷となる可能性があろう。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。資源国以外の新興国では、インフレ上振れの場合、株・債券・通貨全般に売り圧力が強まろう。逆に景気腰折れの場合は、株・通貨は売られようが、債券は買われる可能性。
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ろう。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、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。足元は世界的に感染が再拡大の兆し。今のところ多くの国では行動制限を強化していないが、重症化率が低くとも感染拡大で入院患者等の絶対数が増えれば行動制限を強化せざるを得なくなるリスクも。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投資家のリスク回避姿勢の強まりをもたらす可能性があろう。
半導体需給の不安定化	中	中	中	引き続き自動車関連では半導体不足が指摘されており、生産台数が伸び悩んでいる。裾野の広い自動車産業の停滞長期化は、先進国・新興国問わず、景気の下押し圧力になろう。また、足元で世界的にコロナの感染が再拡大し始めている点も供給制約の再燃リスク。一方、これまでの需給逼迫を受けてユーザーが二重・三重に発注をかけている可能性があり、事業環境が多少でも悪化すれば、発注取り消し→過剰生産→過剰在庫→生産調整と、需給バランスが一気に逆転するリスクがあろう。実際、一部の関連企業からは今後の半導体需給悪化を予想する声も出始めており注意が必要。
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す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ろう。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	ウクライナ情勢を受けて、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。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があると考えられる。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。また、米国もインフレへの対応から、対中関税引き下げを模索しており、双方の利害が対立緩和で一致する可能性がある。対立緩和となれば市場のリスクセンチメントは大きく改善しよう。一方、中国がロシアへの経済的・軍事的支援を増大させ、今まで以上にロシアとの関係を強める動きに出れば、米中対立は決定的となり、中国に対してもロシアに類する経済制裁などが実施される可能性がある。その場合、国際経済からのロシア外し以上に、実体経済により広範かつ大規模な悪影響が及ぶ恐れがある。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		7/19	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	1.75%	0.00	1.50	-0.75
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	2.50%	1.00	2.25	0.75
豪州	キャッシュ・レート	1.35%	0.50	1.25	0.35
中国	1年物MLF金利	2.85%	0.00	-0.10	-0.45
ブラジル	セリック・レート	13.25%	0.00	9.00	6.75
英国	バンク・レート	1.25%	0.00	1.15	0.50
インド	レポ金利	4.90%	0.00	0.90	-0.85
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	0.00	-2.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	7.75%	0.75	3.50	-0.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	9.50%	0.00	4.00	2.00
トルコ	1週間物レポ金利	14.00%	0.00	-5.00	-10.00

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		7/19	1か月	1年	3年
米国		3.02%	-0.20	1.83	0.97
ドイツ		1.28%	-0.38	1.66	1.60
日本		0.24%	0.01	0.22	0.37
カナダ		3.09%	-0.32	1.94	1.58
豪州		3.51%	-0.62	2.27	2.16
中国		2.79%	-0.02	-0.16	-0.37
ブラジル		13.81%	0.85	4.25	6.27
英国		2.18%	-0.32	1.62	1.45
インド		7.44%	-0.11	1.25	1.07
インドネシア		7.46%	-0.02	1.14	0.31
メキシコ		9.16%	-0.04	2.29	1.64
ロシア		9.10%	-0.95	1.82	1.67
トルコ		17.61%	-0.51	0.92	2.04

株価指数		直近値 期間別変化率			
		7/19	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	31,827	6.5%	-6.3%	17.2%
	S&P500	3,937	7.1%	-7.6%	32.3%
ユーロ圏	STOXX 50	3,587	4.3%	-8.7%	3.1%
日本	日経平均株価	26,962	3.8%	-2.5%	25.6%
	TOPIX	1,903	3.6%	-0.2%	21.7%
中国	MSCI中国	69.75	-2.6%	-32.1%	-12.3%
インド	MSCIインド	1,909	7.9%	4.5%	47.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,750	-3.2%	15.6%	-9.3%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,178	-3.2%	-5.2%	20.0%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		7/19	1か月	1年	3年
米ドル		138.19	2.3%	26.2%	28.3%
ユーロ		141.36	-0.2%	9.5%	17.0%
カナダ・ドル		107.37	3.4%	25.1%	30.2%
豪ドル		95.33	1.8%	18.6%	25.7%
人民元		20.47	1.8%	21.5%	30.8%
ブラジル・リアル		25.53	-2.5%	22.5%	-11.2%
英ポンド		165.77	0.3%	10.8%	23.1%
インド・ルピー		1.73	-0.3%	18.2%	10.2%
インドネシア・ルピア		0.92	1.3%	22.8%	19.4%
フィリピン・ペソ		2.45	-2.0%	12.3%	16.1%
ベトナム・ドン		0.59	1.1%	23.6%	26.8%
メキシコ・ペソ		6.73	1.5%	23.6%	19.0%
ロシア・ルーブル		2.46	5.0%	68.3%	44.1%
トルコ・リラ		7.87	1.1%	-38.3%	-58.7%

リート		直近値 期間別変化率			
		7/19	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,770	6.7%	-5.4%	15.5%
日本	東証REIT指数	1,977	2.8%	-8.3%	-1.9%

商品		直近値 期間別変化率			
		7/19	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	104.22	-4.9%	56.9%	87.3%
金	COMEX金先物価格	1,711	-6.8%	-5.4%	19.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

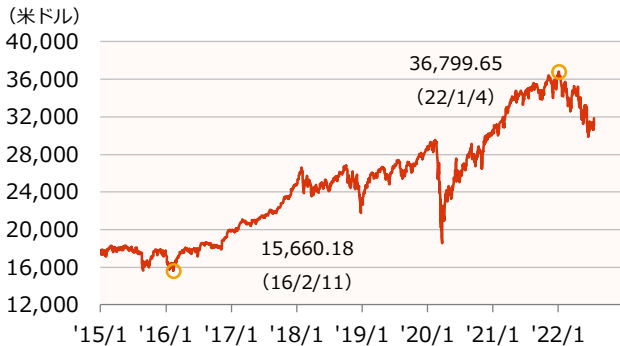
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

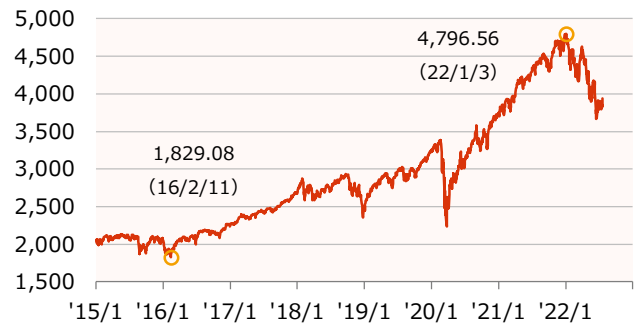
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



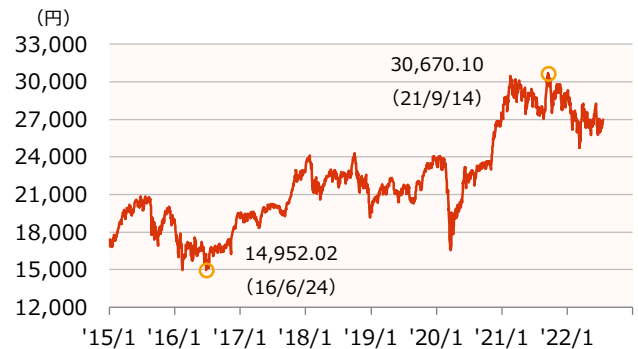
S&P500



STOXX 50



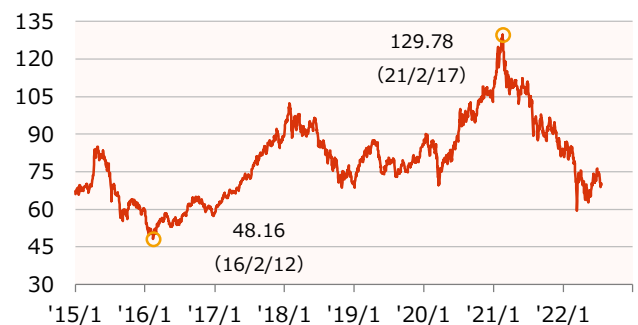
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)

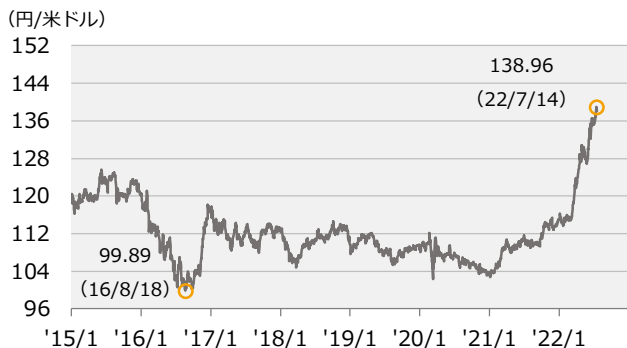


※グラフの期間は2015年1月初～2022年7月19日

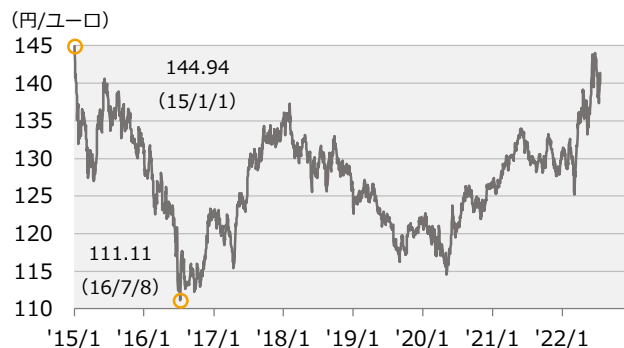
(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

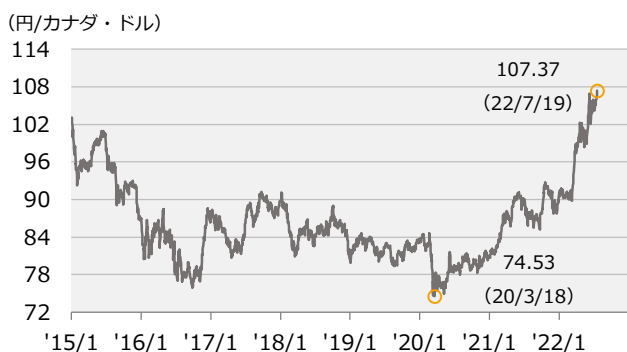
米ドル



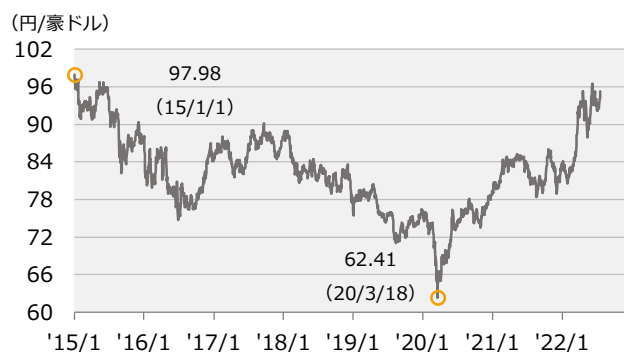
ユーロ



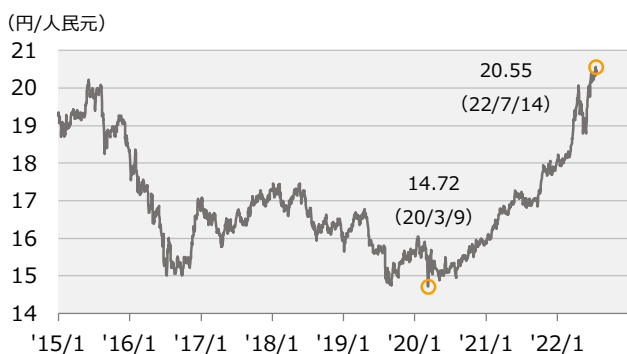
カナダ・ドル



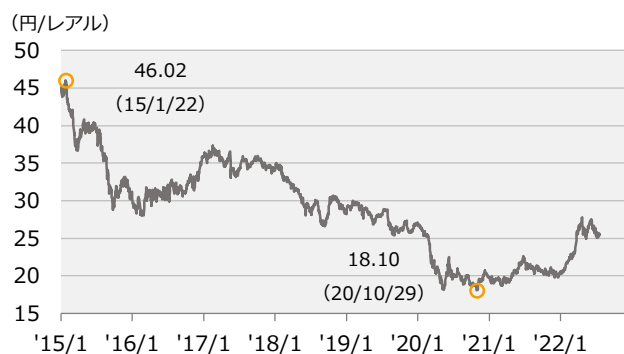
豪ドル



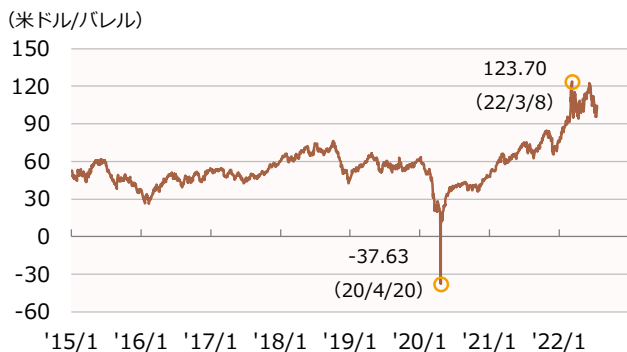
中国人民幣



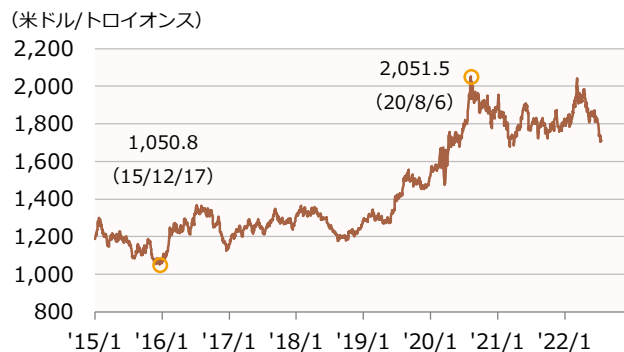
ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2022年7月19日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2019年	2020年	2021年
米国	2.3	-3.4	5.7
ユーロ圏	1.6	-6.3	5.4
日本	-0.2	-4.5	1.7
カナダ	1.9	-4.8	4.5
豪州	2.0	-2.2	4.8
中国	6.0	2.2	8.1
ブラジル	1.2	-3.9	4.6
先進国	1.7	-4.5	5.2
新興国	3.7	-2.0	6.8

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

政策金利		年末値		
		2019年	2020年	2021年
米国	FFレート (上限)	1.75	0.25	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50	-0.50	-0.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	1.75	0.25	0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.75	0.10	0.10
中国	1年物MLF金利	3.25	2.95	2.95
ブラジル	セリック・レート	4.50	2.00	9.25

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：平均して2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ (縮小)	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2022年末の予想値	3.00~3.25%	1.25% (中銀預金金利1%)	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> 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 2022年9月からバランスシートの縮小額を拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年7月1日に資産買入れを終了 2022年9月以降の年内3回で追加利上げ。9月の中銀預金金利は0.5%ポイントの利上げで、他は0.25%ポイントの利上げを想定 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

年	月	日本	欧米	その他地域
2022年	8月		●米ジャクソンホール会合 (25-27日)	●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) ●安倍晋三元首相の国葬儀 (27日) ●日中国交正常化50周年 (29日) ●沖縄県知事選 (29日任期満了)	●ECB理事会 (8日) ●スウェーデン総選挙 (11日) ●第77回国連総会 (NY、13-30日) ●FOMC (20-21日)	●RBA理事会 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●上海協力機構サミット (15-16日) ●ブラジル金融政策決定会合 (21日)
	10月	●TOPIXの段階的ウエイト低減銘柄を公表 (7日) ●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●ECB理事会 (27日) ●米財務省為替報告書 (月内)	●ブラジル大統領選挙 (2日、30日) ●RBA理事会 (4日) ●カナダ金融政策決定会合 (26日) ●ブラジル金融政策決定会合 (26日)
	11月		●FOMC (1-2日) ●米中間選挙 (8日)	●RBA理事会 (1日) ●COP27: 国連気候変動枠組条約第27回締約国会議 (エジプト、7-18日) ●ASEAN首脳会議 (カンボジア、11-13日) ●G20首脳会議 (インドネシア、15-16日) ●APEC首脳会議 (タイ、18-19日) ●サッカー・ワールドカップ (カタール、21-12月18日) ●中国共産党七中全会、一中全会 (未定)
	12月	●日銀金融政策決定会合 (19-20日)	●FOMC (13-14日) ●ECB理事会 (15日)	●RBA理事会 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (7日)
2023年	1月	●通常国会召集 (月内) ●日銀金融政策決定会合 (17-18日)	●FOMC (31日-2月1日)	●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●中華圏旧正月 (22日)
	2月		●ECB理事会 (2日)	●RBA理事会 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内) ●中国共産党二中全会 (月内)
	3月	●雨宮日銀副総裁任期 (19日) ●若田部日銀副総裁任期 (19日) ●日銀金融政策決定会合 (9-10日)	●ECB理事会 (16日) ●FOMC (21-22日) ●米一般教書演説 (月内)	●中国全人代 (上旬) ●RBA理事会 (7日) ●ラマダン開始 (22日) ●タイ総選挙 (月内) ●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	4月	●黒田日銀総裁任期 (8日) ●日銀金融政策決定会合 (27-28日)		●RBA理事会 (4日) ●ラマダン終了 (20日) ●カナダ金融政策決定会合 (月内)
	5月	●G7首脳会議 (広島、月内)	●ECB理事会 (4日) ●FOMC (2-3日)	●RBA理事会 (2日) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	6月	●日銀金融政策決定会合 (15-16日)	●ECB理事会 (15日) ●FOMC (13-14日)	●RBA理事会 (6日) ●トルコ総選挙 (18日) ●ハッジ開始 (28-7月3日) ●カナダ金融政策決定会合 (月内) ●ブラジル金融政策決定会合 (月内)
	7月	●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●FOMC (25-26日) ●ECB理事会 (27日)	●RBA理事会 (4日) ●カナダ金融政策決定会合 (月内)

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、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7月19日）

（発行日：2022年7月25日）