



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

11

NOV. 2021

Page

01 見通しサマリー

03 世界経済・金融市場見通し

04 早見表 主要資産の見通し

05 早見表 主要国 - 予想値

06 早見表 その他の国々 - 予想値

07 各国経済・金融市場見通し

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

31 商品市場見通し

31. 原油/ 32. 金

33 付録 データ集

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

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

インフレ上振れを前提として組み立てる

- Ⅰ 今回の投資環境見通しでは、主要国の政策金利、及び10年国債利回りの見通しを改めた。その一番の理由は、もはや「インフレ上振れは一時的」とは言えなくなったことに因る。
- Ⅱ 主要国中央銀行による最初の利上げ時期の予想を前倒しさせた一方で、長期金利の見通し修正は小幅に留めた。従来想定よりも早めの利上げに転じることが長期金利の上昇を相対的に抑制することを踏まえたもの。



米国

- 経 … 経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。
- 株 … 利上げ懸念も底堅い動き。増税法案の議会通過のタイミング、内容を注視。
- 債 … 量的緩和の縮小は年末に開始の見込みで、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。
- リ … 業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。
- 為 … 利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。



ユーロ圏

- 経 … 新型コロナウイルス感染の拡大を抑制しつつ、実質GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ。
- 株 … ドイツ議会選挙を市場への影響なく通過も、上方向の個別材料に乏しい。
- 債 … ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。
- 為 … リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に。



日本

- 経 … 緊急事態宣言解除され内需回復期待、実質GDPは2022年末に消費増税前の水準へ。
- 株 … 自動車生産の回復や経済活動再開による内需回復に注目。
- 債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。
- リ … 短期的には公募増資が続き需給悪化に警戒も、インカムゲインニーズから底堅い推移。
- 為 … 海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。

表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 感染第4波の影響は限定的。供給制約は懸念材料だが個人消費主導の回復へ。
- 債 … 量的緩和の終了は間近。時間の経過で利上げ開始が近づき、長期金利は緩やかに上昇。
- 為 … 商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。



豪州

- 経 … ゼロコロナ志向からの脱却により、年末から来年にかけて景気は急回復。
- 債 … 時間の経過で利上げ開始が近づき、長期金利は徐々にレンジを切り上げる展開。
- 為 … 来年にかけての景気回復を織り込み、金融政策正常化への期待が再燃することで上昇へ。



中国

- 経 … 景気低迷が来年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。
- 株 … 下半期は政策の軸を規制強化から景気下支えに移行し、金融緩和策等が市場を支えよう。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。
- 為 … 急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



ブラジル

- 経 … 経済活動の再開は続くも、目先は供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制。
- 債 … 高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。
- 為 … 政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。

2021年11月
SERIES

世界のつながり



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



風習から感じるつながり アメリカのThanksgiving Day(感謝祭)
感謝祭では家族が集い、お互いへの感謝の気持ちを持ちながら七面鳥などの特別なご馳走を囲んで食事を楽しまします。人とのつながりを大切にするアメリカにおいて、一年のうちで最も重要なイベントです。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

新興国を中心に利上げが相次ぐ

今年6月以降、中南米や東欧の新興国を中心に多くの国が利上げを行っている。メキシコ銀行（中央銀行）は9月末に利上げを行った際に「インフレ率を上振れさせている要因は一時的なものと見込まれるが、その多様性、程度、および時間軸の長期化が、今後の価格形成プロセスやインフレ期待に影響を及ぼす可能性がある」と指摘した。

もはやインフレ上振れは一時的と言えず

それがまさに今、多くの中央銀行や市場参加者を悩ませている問題だろう。今回の投資環境見通しでは、主要国の政策金利、及び10年国債利回りの見通しを改めた。その一番の理由は、もはや「インフレ上振れは一時的」とは言えなくなったことに因り、インフレ上振れがある程度の期間続くことを前提に、最初の利上げの時期の予想を前倒しさせた。

金融市場

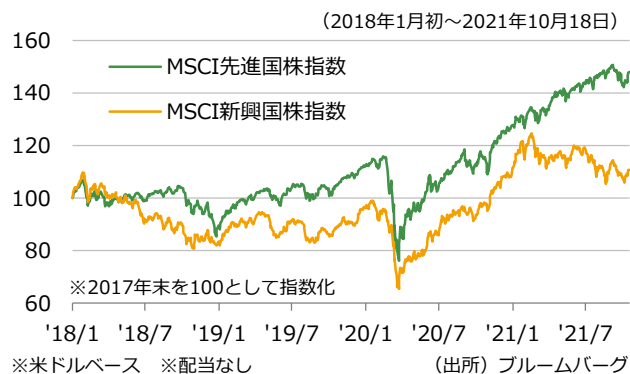
緩やかな長期金利の上昇見通しは不変

利上げ時期の予想前倒しは長期金利の上昇要因と思えるが、必ずしもそうではない。キーワードは、最近言われることも多い「スタグフレーション」である。スタグフレーション下では、停滞する景気に配慮して、上昇するインフレに対して有効な手を打てない。特に、インフレ上振れを一時的と認識して政策対応が遅れることが長期金利の上昇要因となる。

景気と金融政策の兼ね合い

一方でインフレ上振れを前提とすると、従来想定よりも早めの利上げに転じることで、①将来のインフレ上振れが抑制される、②より緩やかなペースでの利上げが可能になる、により長期金利の上昇は相対的に抑制される。そのため、各国の長期金利の見直し修正は政策金利対比で小幅に留めた。逆に、アジアを中心に利上げが遠い国もある。各国の景気と金融政策の兼ね合いが、パフォーマンス差となろう。

世界株式

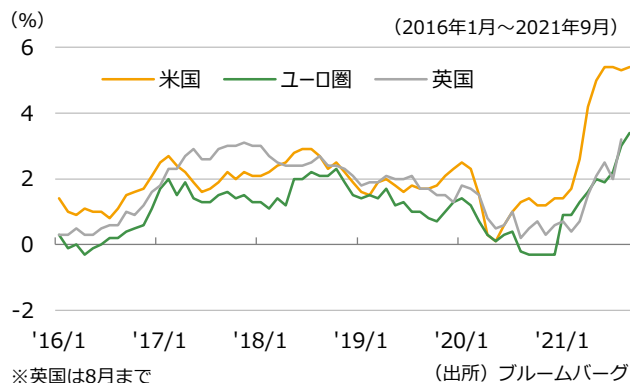


今年6月以降に利上げを行った主な国

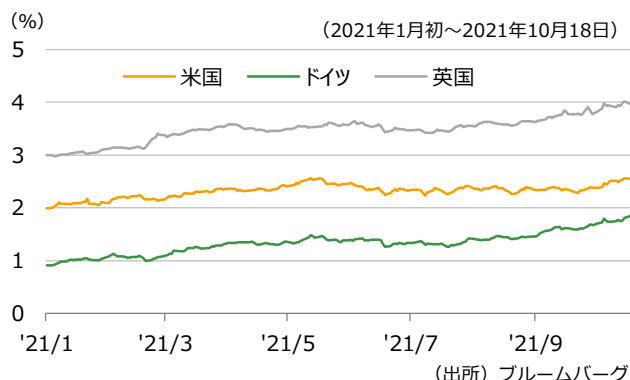
中南米	東欧	その他
メキシコ	ハンガリー	韓国
ブラジル	チェコ	ニュージーランド
チリ	ポーランド	ロシア
ペルー	ルーマニア	アイスランド
		ノルウェー

(出所) ブルームバーグ

米欧英の消費者物価指数（前年同月比）



米独英のインフレ期待（10年）



主要資産の見通し（今後1年程度）

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。新型コロナ感染の拡大を抑制しつつ、実質GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ。緊急事態宣言解除され内需回復期待、実質GDPは2022年末に消費増税前の水準へ。感染第4波の影響は限定的。供給制約は懸念材料だが個人消費主導の回復へ。ゼロコロナ志向からの脱却により、年末から来年にかけて景気は急回復。景気低迷が来年1-3月期まで長引くも、その後は景気モメンタムが強まると予想。経済活動の再開は続くも、目先は供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制。
	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				利上げ懸念も底堅い動き。増税法案の議会通過のタイミング、内容を注視。ドイツ議会選挙を市場への影響なく通過も、上方向の個別材料に乏しい。自動車生産の回復や経済活動再開による内需回復に注目。下半期は政策の軸を規制強化から景気下支えに移行し、金融緩和策等が市場を支えよう。中期的な上昇余地は大きい。足元は高いバリュエーションに注意。経済活動の再開や中長期的な構造改革等により、上昇余地は大きい。感染拡大がピークアウトしたことや、中期的にインフラ投資が加速する期待等で上昇余地あり。割高感が解消されたことや、経済活動の再開を受け、上昇余地あり。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
	ベトナム				

債券	米国				量的緩和の縮小は年末に開始の見込みで、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。ECBの利上げの可能性は後退しており、ドイツの長期金利はマイナスが長期化へ。日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に移移。量的緩和の終了は間近。時間の経過で利上げ開始が近づき、長期金利は緩やかに上昇。時間の経過で利上げ開始が近づき、長期金利は徐々にレンジを切り上げる展開。米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。量的緩和は年末で終了へ。2022年中の利上げが見込まれ、長期金利は1%前後で推移。物価上昇圧力と金利正常化への懸念を受け、中期的には金利上昇圧力が高い。追加利下げの可能性が後退し、金利が動く場合は上昇方向へ進む。インフレ率や米国の金融政策をにらみながら断続的な利上げへ。長期金利には上昇圧力。利上げサイクルは終盤戦。インフレが落ち着けば来年の利下げ開始を織り込む展開に。利下げサイクルに入り、高水準のインカムゲインに加えてキャピタルゲインも期待できる局面。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。短期的には公募増資が続く需給悪化に警戒も、インカムゲインニーズから底堅い推移。
	日本				

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

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

為替	米ドル				利上げ期待による金利上昇が米ドル高要因となる一方、リスクオンが米ドル安要因に。リスクオンはユーロ高要因だが、景気回復と金利上昇の鈍さがユーロ安要因に海外金利上昇やリスクオンが円安要因だが、世界景気回復の鈍化が円安を抑制。商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。来年にかけての景気回復を織り込み、金融政策正常化への期待が再燃することで上昇へ。急速な上昇を受け、当面はスピード調整の可能性が高く、レンジ推移が続こう。政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。インフレ懸念に伴う利上げ期待と金利上昇が債券高要因に。景気減速が債券安リスク。資源価格上昇への懸念や、中銀のルビー売りの介入等を受け、上値は限定的。政策金利の低位推移期待が上値を抑える一方で、経常収支の改善が下支えに。国際収支がおおむね均衡すると予想し、割高感が解消されたことで、レンジ推移を予想。米国の為替操作国認定の解除とともに、政府が通貨上昇を容認する姿勢を継続しよう。米経済の回復による輸出の増加と海外労働者送金の拡大、利上げが通貨を下支え。政治リスクには注意が必要も、為替市場を強く意識した金融政策スタンスが安定化要因。相対的な高インフレ体質の継続、中銀の信認低下により、通貨には減価圧力。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
米国	-3.4	6.1	4.6	2.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.75 ~ 1.00	0.91	1.6	1.7	1.7
ユーロ圏*1	-6.4	4.6	3.5	2.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.57	-0.2	-0.2	-0.2
日本	-4.6	2.5	3.4	1.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.02	0.0	0.0	0.0
カナダ	-5.3	5.3	4.0	2.5	0.25	0.25	0.75	1.25	0.68	1.6	1.7	1.7
豪州	-2.4	4.3	3.6	3.0	0.10	0.10	0.10	0.50	0.97	1.6	1.7	1.8
中国	2.3	8.2	5.8	5.6	2.95	2.95	2.95	2.95	3.15	3.2	3.0	3.0
ブラジル	-4.1	5.0	1.8	2.5	2.00	8.25	9.00	6.50	7.31	10.0	9.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末		実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
米国	30,606	33,900	34,800	36,400	米ドル	103.25円	112円	113円	112円
NYダウ	7.2%	10.8%	2.7%	4.6%		-4.9%	8.5%	0.9%	-0.9%
米国	3,756	4,350	4,450	4,660	ユーロ	126.18円	132円	133円	132円
S&P500	16.3%	15.8%	2.3%	4.7%		3.6%	4.6%	0.8%	-0.8%
欧州	3,553	4,150	4,350	4,650	カナダ・ドル	81.13円	91円	94円	92円
STOXX 50	-5.1%	16.8%	4.8%	6.9%		-3.0%	12.2%	3.3%	-2.1%
日本	27,444	30,500	32,500	34,500	豪ドル	79.47円	86円	89円	91円
日経平均株価	16.0%	11.1%	6.6%	6.2%		4.2%	8.2%	3.5%	2.2%
日本	1,805	2,070	2,180	2,340	中国人民元	15.89円	17.4円	18.2円	18.4円
TOPIX	4.8%	14.7%	5.3%	7.3%		1.8%	9.3%	5.0%	0.7%
中国	108.58	105	123	130	ブラジル・リアル	19.89円	21.5円	23.1円	21.5円
MSCI	26.7%	-3.3%	17.1%	5.7%		-26.3%	8.1%	7.4%	-6.9%

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

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	予想値 2021年	2022年	2023年	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
英国	1.4	5.8	4.1	2.5	0.10	0.10	0.25	0.50	0.20	1.0	1.0	1.0
インド*1	4.0	9.8	6.5	6.6	4.00	4.00	4.25	4.50	5.87	6.5	7.0	7.5
インドネシア	-2.1	3.7	6.0	5.8	3.75	3.50	3.75	3.75	5.89	6.5	7.5	7.5
フィリピン*2	-9.6	4.2	6.3	6.5	2.00	2.00	2.25	2.50	1.83	2.3	2.5	2.7
ベトナム	7.0	2.0	6.5	6.7	4.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	6.0	2.9	2.5	4.25	5.25	5.50	6.00	5.55	7.2	7.4	7.5
ロシア	-3.0	4.5	2.5	2.5	4.25	7.50	7.00	6.00	6.27	7.4	7.0	6.8
トルコ	2.0	8.3	3.0	4.1	17.00	16.00	14.00	14.00	12.42	18.0	14.0	15.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末		実績値 2020年末	予想値 2021年末	2022年末	2023年末
インド	1,600	1,900	2,200	2,350	英ポンド	141.15円	154円	152円	150円
MSCI	16.8%	18.7%	15.8%	6.8%		-2.0%	9.1%	-1.3%	-1.3%
インドネシア	6,597	6,450	7,350	7,800	インド・ルピー	1.41円	1.49円	1.47円	1.47円
MSCI	-9.5%	-2.2%	14.0%	6.1%		-7.1%	5.4%	-1.3%	0.0%
ベトナム	1,104	1,340	1,500	1,600	インドネシア・ルピア*3	0.739円	0.800円	0.785円	0.767円
VN指数	14.9%	21.4%	11.9%	6.7%		-5.7%	8.3%	-1.9%	-2.3%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.20円	2.17円	2.15円
						0.1%	2.5%	-1.4%	-0.9%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.496円	0.514円	0.523円
						-4.5%	10.9%	3.6%	1.8%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.46円	5.38円	5.21円
						-9.5%	5.2%	-1.5%	-3.2%
					ロシア・ルーブル	1.40円	1.58円	1.54円	1.49円
						-20.4%	13.2%	-2.5%	-3.2%
					トルコ・リラ	13.9円	11.9円	10.9円	9.9円
						-23.8%	-14.4%	-8.4%	-9.2%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

コロナ後の自律的な景気回復の素地は大

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

供給制約が最悪期を過ぎた感もある

ISM景況感指数などで確認される企業の景況感は良好なまま。9月は製造業・非製造業ともに60を上回った。もっとも、入荷遅延指数や支払価格指数などからは、9月の時点で供給制約解消の兆しが見られなかった。しかし、10月に入り、例えば自動車業界の生産活動再開や米西海岸ロサンゼルス港の24時間年中無休化が報じられるなど、供給制約が最悪期を過ぎた感もある。

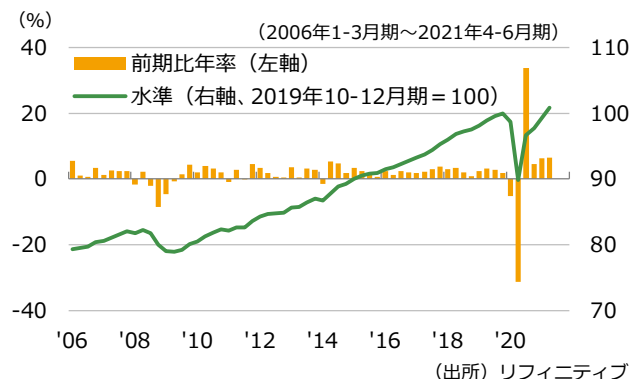
失業率は想定よりも早く低下する可能性

9月の失業率は4.8%まで低下し、その意味するところは大きい。なぜなら、9月FOMCで示された今年末の失業率の予想4.8%に、9月の時点で並んでしまったから。年内の失業率が一段と低下すると（そうなる可能性が極めて高い）、FRBが利上げの条件とする完全雇用（≒失業率4.0%）が近づき、「タカ」と言われた9月FOMCでの利上げ見通しよりも、さらにタカ派化するリスクを秘めている。

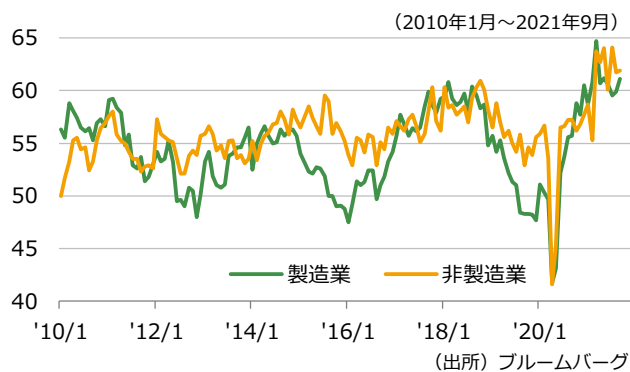
インフレ上振れの一時的論は風前の灯火

消費者物価指数は4～6月の急上昇の後、7月以降は落ち着いた。新型コロナウイルスによる過度な落ち込みからの正常化や経済活動の再開に伴う需給の一時的なひっ迫に起因する一部費目の極端な価格上振れは収まりつつある。一方、インフレの持続性という点で鍵を握る家賃が大きく上昇しており、住宅価格の高騰を踏まえると先行きの家賃も大きめの上昇が続くことが想定される。

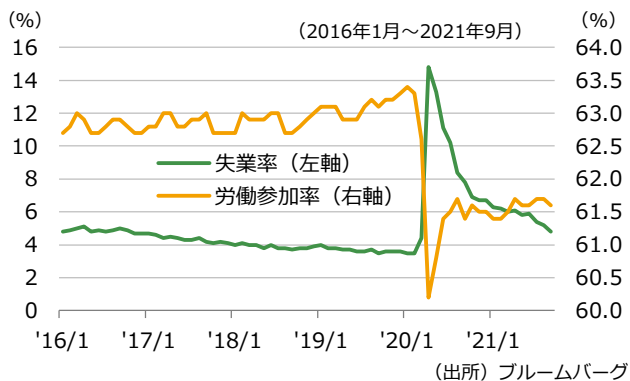
実質GDP



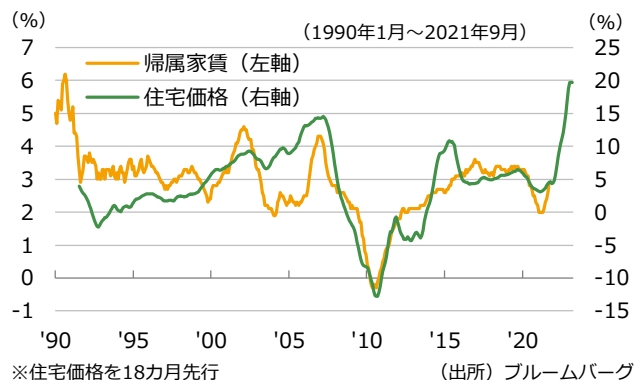
ISM景況感指数



失業率と労働参加率



帰属家賃と住宅価格（前年同月比）





株式

やや弱気継続もリスク要因は後退気味

直近1カ月の米国株はインフレ懸念やFRBの利上げタイミングへの思惑で一時調整したものの、10月に入り反発し、1カ月ではほぼ横ばい。FRBの利上げに焦点が移る中でも株価調整が小幅に留まったことはポジティブと考える。米国独自のリスク要因である増税を含む法案の議会通過が遅れ、不確実性が残っていること等を考え、相対的にやや弱気を継続するものの、目先の調整リスクは後退気味とみる。

投資家センチメントは調整が進む

投資家センチメントは低下基調。4週移動平均でも、個人投資家は直近で弱気に転じている。機関投資家センチメントも強気から調整が進んだ。インフレやFRBの利上げタイミング、債務上限問題など不確実性があることは否めないものの、株式市場はそれらの不確実性の織り込みを相当程度進めているとみる。増税に関する遡及適用の有無はリスク要因であり、目先はこの動向を注視したい。

量的緩和縮小などは織り込み済み

VIXの先物をみると、この1カ月で年内の限月は低下。11月から12月に掛けては、FRBの量的緩和縮小の決定や開始、12月初旬の債務上限期限とイベントが残っているものの、VIX先物は期先になるほど高くなる自然な状態。VIXからみる限り、市場が警戒しているのはインフレやFRBの利上げタイミングなど来年以降のイベントで、年内のイベントが株式市場に与える影響は限定的。

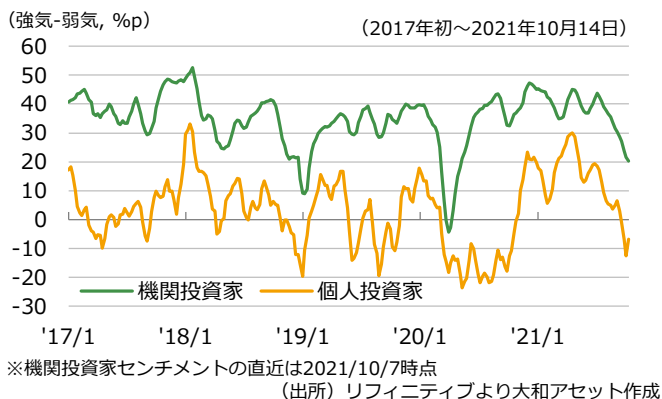
22年前半の増益見通しに注目

S&P500構成銘柄の四半期ベースのコンセンサス予想は現時点で2022年前半が一桁台の増収増益。インフレや人件費の上昇の織り込みにより今後、利益予想が切り下がる余地はある点は注意が必要。しかし、新型コロナウイルス禍からの反動局面である2021年が前年となる2022年の企業業績は、前年同期比での伸び率鈍化が目立つことが予想され、その中での増収増益確保は注目される可能性がある。

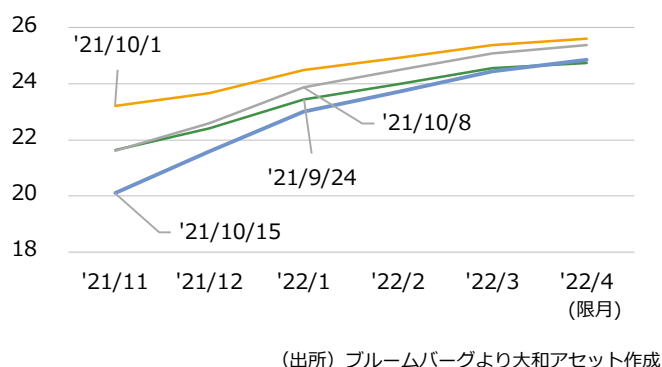
S&P500の推移



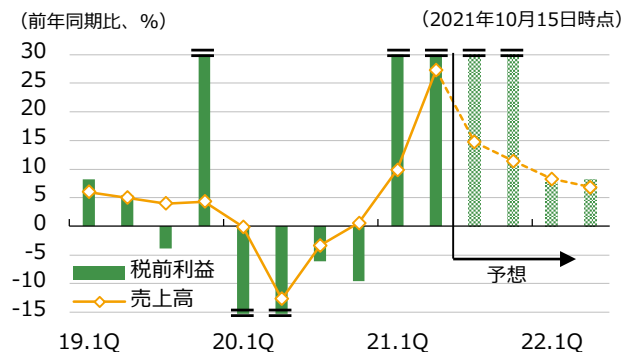
投資家センチメントの推移



VIX先物の動向



S&P500構成銘柄の四半期業績





債券・金利

利上げ予想を2023年1-3月期に前倒し

今回、政策金利と10年国債利回りの見通しを改めた。従来、FRBの最初の利上げの時期を2023年末としていたが、これを同年1-3月期に改め、2023年には計3回（0.75%ポイント）の利上げを想定する。その背景を一言でいえば「インフレ懸念」になる。足元の極端なインフレ上振れは一時的であるとの考え方は変わっていないが、とはいえその一時的の期間が長期化していることを踏まえたものである。

より早めの利上げに転じることで

2021年末の10年国債利回りの見通しは、従来の1.5%から1.6%へ引き上げ、2022年末は1.7%で据え置く。政策金利比で見通しの修正が小さいのは、早めの利上げに転じることで、将来のインフレ上振れが抑制されること、より緩やかな利上げが可能になることを踏まえたもの。長期金利は時間の経過で緩やかに上昇するという考え方は変わっていない。

リート

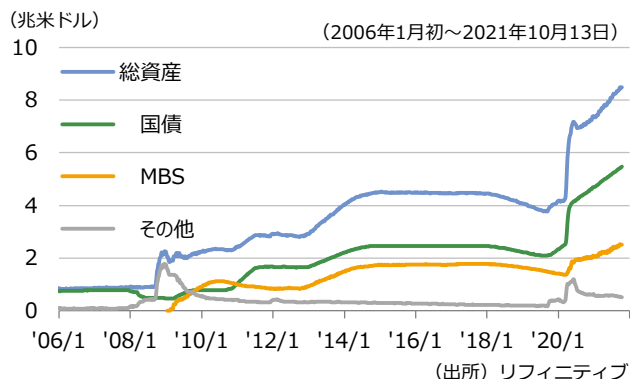
長期金利上昇と業績改善期待

米国リート市場は、9月後半に長期金利の上昇を受けて下落傾向となるも、10月半ばにかけて業績改善への期待感などから持ち直す展開。特にインフレがポジティブに働きやすい住宅や物流施設リートなどが堅調に推移。一方、デルタ株などの影響が懸念されるヘルスケアリートなどは上値の重い展開。今後は7-9月期決算における、足元の業績や2022年の見通しに注目が集まる。

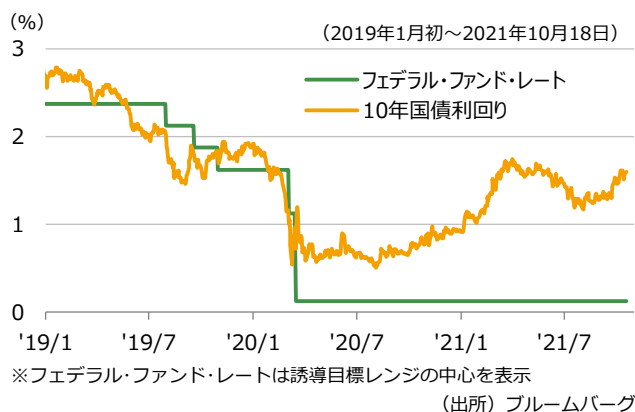
長期金利は上昇基調

長期金利は、9月後半に大きく上昇し、その後も緩やかな上昇基調となっている。今後も長期金利の動向には注意が必要だが、緩やかな金利上昇は経済正常化の現れであり、リート業績への影響も軽微なものにとどまろう。またインフレについては、賃料上昇を伴うインフレなのか、テナントの支払い余力などに注目したい。

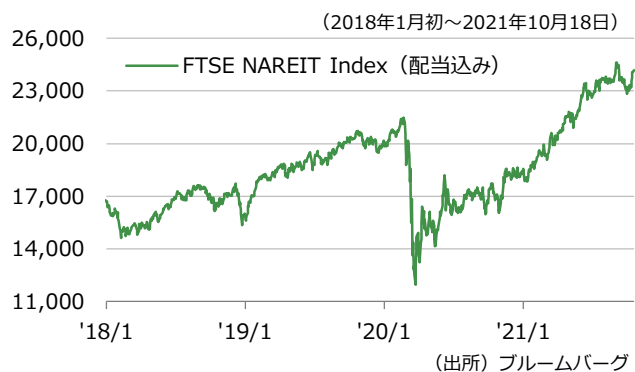
FRBの総資産残高と内訳



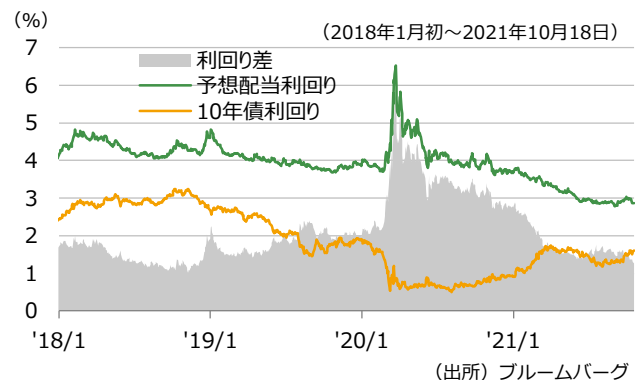
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差拡大と米ドル円上昇

この1年、日米5年国債金利差と米ドル円は高い連動性を示してきた。同金利差は4月以降、0.8～1.0%程度で推移してきたが、9月以降は1%を超えて拡大し米ドル円が上昇。ただ、日米金利差拡大に比べて米ドル円上昇がやや過剰に見える。リスクオンの円安に加え、年末越えの米ドル調達コストが上昇するなど米ドル需要の強さも影響しているようだ。今後も米ドル円は米金利動向がカギを握るだろう。

米実質金利は上昇したが高水準ではない

今年8～9月は、米国の実質金利が日本に比べ上昇し、米ドル円上昇の一因となった。ただ、日米実質金利差は4月や6月に比べて高い水準にはなく、米ドル円を大きく上昇させる要因とはなっていない。また、10月に米名目金利の上昇を背景に米ドル円が上昇したが、5年物も10年物も米実質金利の上昇は進んでいない。米実質金利の面からは米ドル円の上昇が大幅には進みにくい状況にあると言える。

インフレ期待上昇が実質金利上昇を抑制

米国の期待インフレ率は今年5月以降、上昇が止まり落ち着いていたが、10月には再び上昇した。供給不足からエネルギー価格が上昇するなど、供給制約によるインフレへの懸念が高まったためだ。一方、米国の実質金利は10月に頭打ちとなっている。供給制約によるインフレがコストを高め、成長期待を押し下げやすいためであり、過度に期待インフレ率が上昇すると実質金利が低下する可能性がある。

米実質金利に影響を与える潜在成長率

ITバブル崩壊後の2000年以降、米国経済の潜在成長率が低下し、期待成長率の低下が米実質金利の低下につながった。2021～2031年の潜在成長率は2009～2020年とほぼ変わらないと見込まれ、成長期待も変わりにくいと言える。2020年以降に新型コロナウイルス感染への懸念から低下した成長期待と実質金利は、コロナ問題が収束すれば2020年以前の水準へと上昇し、米ドル円も上昇しやすくなるだろう。

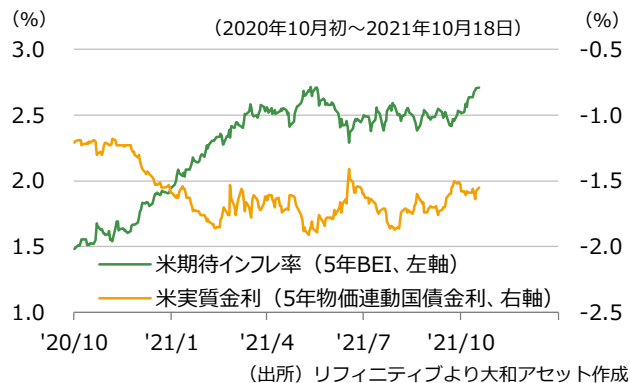
日米5年国債金利差と米ドル円



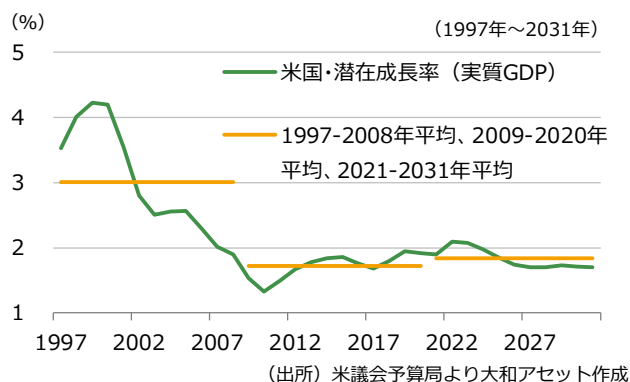
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米国の潜在成長率





経済

GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは4-6月期に前期比2.2%、前期比年率9.2%もの大幅増を記録した。新型コロナウイルスの新規感染者数は減少基調にあり、景況感7、8月と良好だったが、9月にやや悪化した。7-9月期の経済成長は4-6月期に比べると減速しそうだ。実質GDPの水準はコロナ前を2.5%下回っており、平均で前期比年率3%台の成長が続くと想定で、コロナ前を取り戻すのは2022年1-3月期と見込む。

企業景況感の改善ペースに天井感

ユーロ圏の9月マークイットPMIは製造業が7カ月ぶりに60を割り込み、サービス業も前月から低下した。新型コロナウイルスの新規感染は7月に急増し、8月以降に減少しているが、企業景況感はやや悪化している。コロナ感染を抑制しながらの景気回復が続いてはいるものの、半導体の供給制約がドイツの自動車生産を抑制するなどの負の影響も残っており、景況改善ペースに天井感が出てきたようだ。

雇用情勢の改善で個人消費は堅調

失業率は2020年3月の7.1%をボトムに、同年8月には8.6%まで上昇したが、その後は新型コロナウイルスの感染状況が著しく悪化した昨年終盤から今年初めにかけての数カ月間の停滞を除き低下基調で推移しており、コロナ前の水準が視野に入ってきた。また、実質小売売上高は月々の変動が大きいものの、コロナ前のトレンドにほぼ回帰している。雇用情勢の改善とともに個人消費は堅調な展開を見込む。

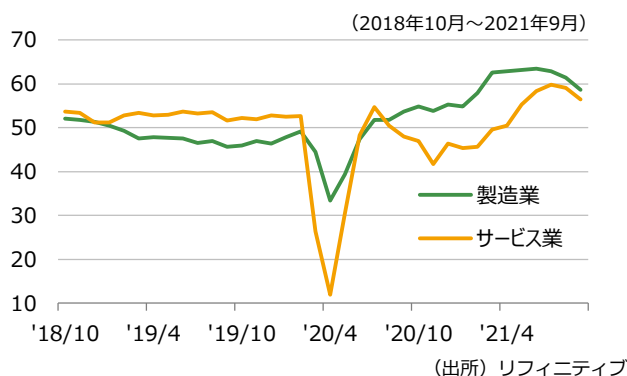
インフレ率の上振れは一過性か

9月消費者物価指数は総合で前年同月比3.4%、コアで同1.9%と、8月の各3.0%、1.6%から上昇が加速。財価格の上振れが顕著である。エネルギー市況の上昇、経済活動再開の進展、時限的な付加価値税引き下げの反動、供給制約の強まりなどが影響している。ただ、インフレ期待や賃金への波及は限定的だ。当面は高めのインフレ率が続きそうだが、一過性の要因が多く、持続性は乏しいと見込む。

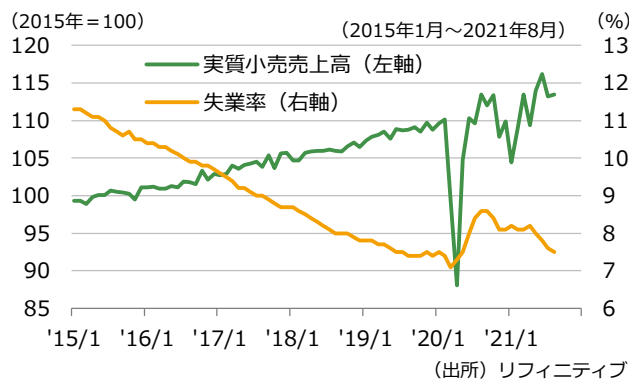
実質GDP



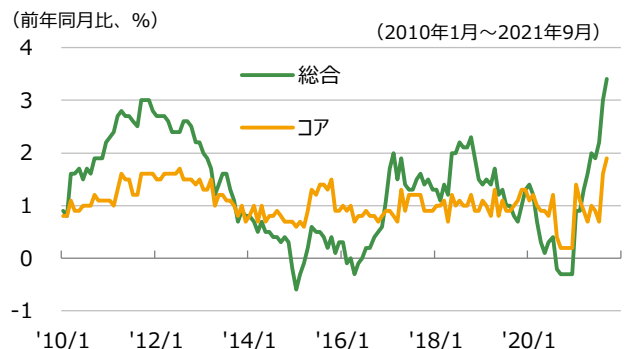
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

(出所) リフィニティブ



株式

中立スタンスを継続

世界的なインフレ懸念や中国の電力不足問題の影響により9月中は軟調に推移したものの、10月に入り上昇に転じ、直近1カ月はほぼ横ばい。9月26日投開票のドイツ連邦議会選挙は与党キリスト教民主・社会同盟が第2党に転落も、株式市場は大きくネガティブ視せず。欧州独自のリスクイベントを無難に通過したことはポジティブであるものの、株価の押し上げ材料にも乏しく中立スタンスを継続する。

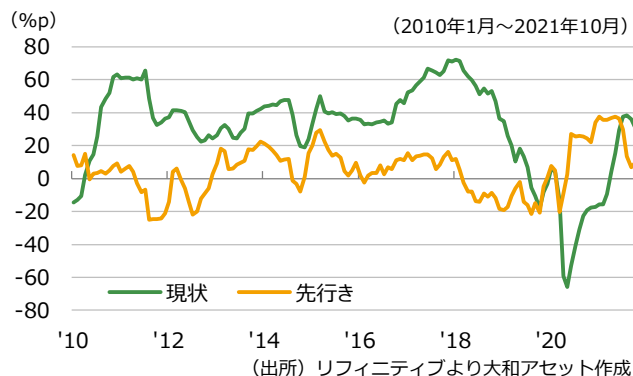
ドイツの与党交代を市場は消化

右図は独センチックス社が行う投資家の景況感調査のドイツの結果を示している。ドイツ連邦議会選挙後実施の10月調査は現状が小幅な低下に留まり、先行きは小幅に反発。与党が交代する見通しとなったことを投資家は大きなリスクと捉えていないとみられる。欧州株は引き続き、インフレや中国の景気懸念などに影響されやすい状況が続こう。

Euro STOXX 50の推移



センチックス投資家信頼感指数（ドイツ）



債券・金利

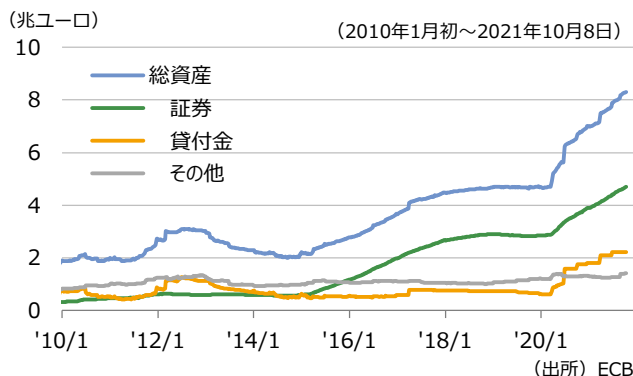
PEPPは2022年3月で終了か

ECBは9月の理事会で、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）での資産購入を10-12月期は4-6、7-9月期と比較してやや減額することを決定した。減額しても良好な金融環境を保てるとのECBの判断に拠る。2022年3月にPEPPを予定通り終了するかについては12月に決定が先送りされた。なお、仏中銀総裁はPEPPの終了後も資産購入の柔軟性を持たせるべきと主張している。

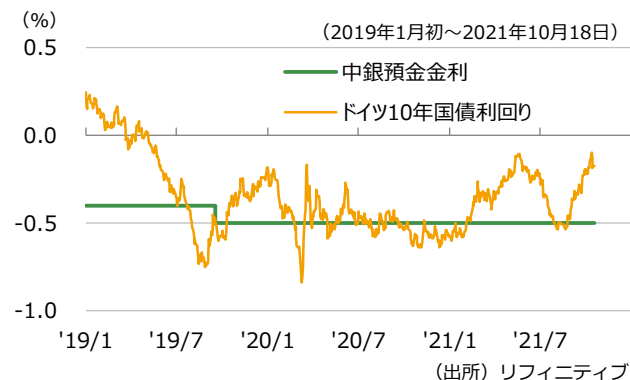
ECB利上げの可能性は後退

PEPPを含む新型コロナウイルス対応の緊急措置は暫定的で早晚終了が見込まれるが、金融政策の新たな枠組みの下、実施の要件が厳しくなった利上げの可能性は後退した。期待インフレ率は上昇しているが、利上げの要件の一つである「現実のインフレ率が今後1年から1年半の間に2%に達し、その後も持続する」との見通しは、なかなか描けない。

ECBの総資産残高と内訳



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは米ドルに対して下落

ユーロは米ドルに対して下落する一方で、円に対して上昇した。最近のユーロ圏の長期金利上昇幅が米国を下回り、日本を上回ったことが一因だ。ECBは9月会合でパンデミック対応の資産購入を縮小すると決定したが、BOEやFRBに比べると、インフレは一時的としてハト派的なメンバーが多い。ECBの利上げ期待がなかなか高まらないことが金利上昇を抑制し、ユーロを弱くしている面はあるだろう。

新型コロナ感染状況はユーロ安要因に

世界的に新型コロナウイルス新規感染者数は減少基調にあり、リスクオンの円安に作用しやすい要因となっている。ただ、ユーロ圏の新規感染減少は米国や日本に比べて鈍く、ドイツでは感染減少が止まりつつある。新型コロナの感染状況は、ユーロ安に作用しやすい要因とも言えそうだ。なお、他の国々では、ブラジル、インド、カナダなどで感染減少、ロシア、英国、豪州などで感染増加の傾向にある。

経済指標はユーロ安・米ドル高要因に

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、ユーロ圏と日本のマイナス幅が拡大する一方、米国はマイナス幅が縮小した。相対的に見ると、経済指標が米ドル高・ユーロ安・円安に作用しやすい状況にある。また、全体的には、主要国の経済指標が市場予想を下回るケースがやや優勢であり、このことはリスクオフの円高・米ドル高・ユーロ安に作用しやすい要因である。

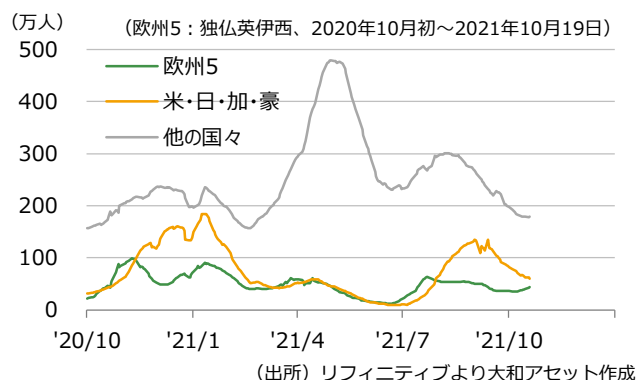
世界的な経済指標の弱さは円高要因に

主要先進国G10のエコノミック・サプライズ指数がマイナス圏に低下したが、新興国のサプライズ指数もゼロ近辺に低下している。中国のサプライズ指数はマイナスが続いており、経済指標が市場予想を下回るケースが多い。当面、世界的に経済指標がリスクオフの円高に働きやすい状況にあるが、新型コロナの新規感染減少に遅れて経済指標が改善傾向に転じ、リスクオンの円安に作用する可能性もある。

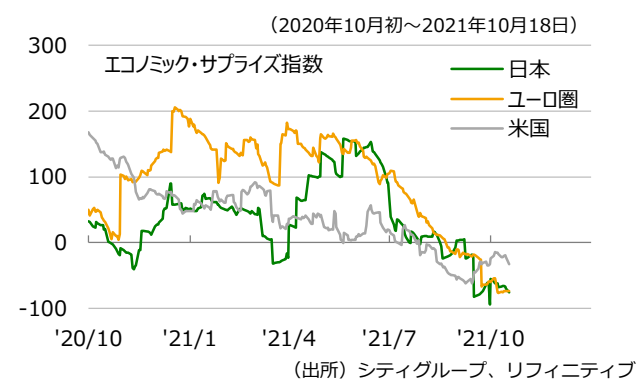
ユーロの対円相場と対米ドル相場



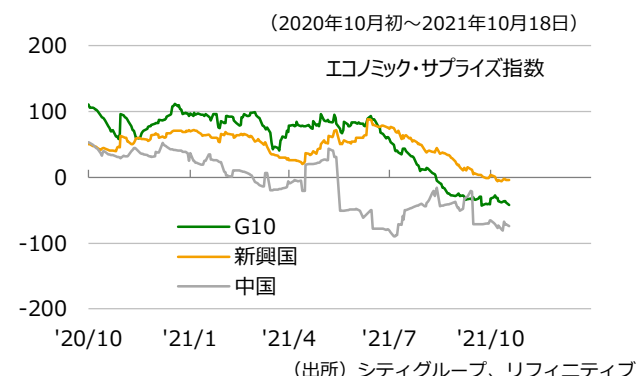
新型コロナウイルス感染者数の前週比



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



G10・新興国・中国のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは2022年末にコロナ前の水準へ

実質GDPは4-6月期に前期比5.5%、前期比年率23.9%の大幅増を記録した。だが、新型コロナウイルスの7月以降の感染拡大でサービス業PMIが8月に55へ低下し（9月は55.4）、製造業は9月に6カ月ぶりに60を割り込んだ。7-9月期は前期の高成長の反動もあり、景気減速を免れないだろう。ただ、景気回復が頓挫することはなく、実質GDPは2022年10-12月期にコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

消費者物価が大幅に上昇

消費者物価指数の前年同月比は8月に総合3.2%、コア3.1%へ跳ね上がり、9月は各3.1%、2.9%へ小幅鈍化。新型コロナの影響による需要低迷の反動と供給制約に、EU離脱の影響による労働者不足も重なり、エネルギーや製品を中心に価格が上昇。賃金上昇率も高く、短中期インフレ期待も高まっているため、当局のインフレ持続懸念が高まりつつある。

為替

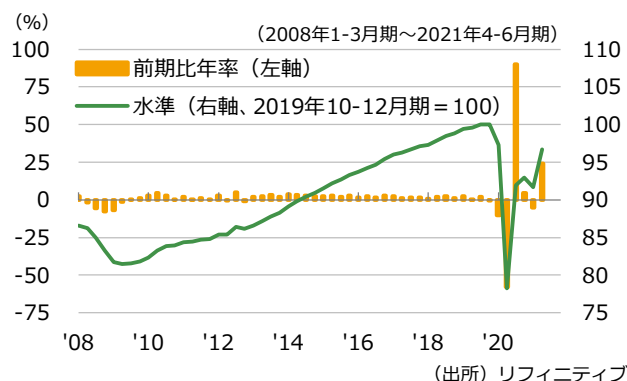
BOEは2022年中に小幅利上げか

BOEの資産購入は予定通り今年末頃に総枠に達し、終了する公算が大きい。8月の金融政策委員会後の声明文には、見通しの期間である今後3年間に金融政策の緩やかな引き締めが必要と記された。インフレ率の大幅な上振れは一時的との判断を維持しているが、インフレ期待が高まるようなら利上げも必要と考えているようだ。ただ、財政刺激が後退する中で景気が鈍化すると、利上げは進みにくくなる。

英金利上昇でポンド高・円安が進行

ポンドは10月に米ドルに対しやや反発し、円に対し大幅に上昇した。インフレ懸念の高まりで英金利が上昇したことがポンド高の要因であり、8~10月の長期金利上昇幅は米国を上回った。最近のBOEはECBに比べタカ派的であり、英金利上昇の大きさはユーロに対するポンド高の要因にもなっている。ただ、英景気減速はポンド安リスクの要因である。

実質GDP



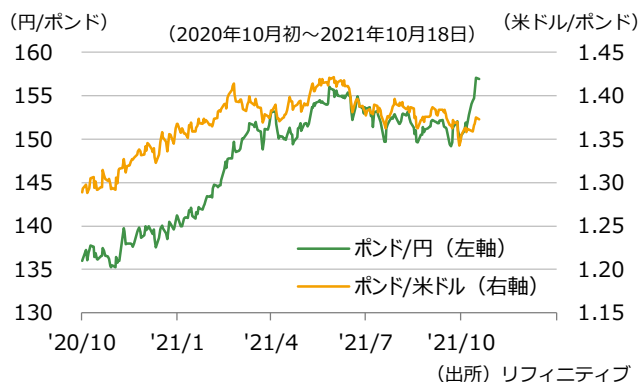
消費者物価指数

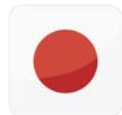


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは22年後半に消費増税前の水準へ

7-9月期の実質GDPは、新型コロナウイルス感染拡大やサプライチェーン問題による自動車メーカーの減産影響等から、前期比で若干の伸び率の鈍化が想定されるものの、10-12月期以降は緊急事態宣言解除による経済活動の再開やサプライチェーン問題解消による挽回生産、大型の追加経済対策などから高成長を実現すると想定。消費税率引き上げ前の実質GDP水準への回帰は2022年10-12月期と見込む。

内需は経済再開本格化期待

新型コロナウイルス新規感染者数減少により緊急事態宣言が解除された。これまで行動制限の影響を受け低迷してきたサービス業PMIは9月が前月比+4.9の47.8と急上昇したが、今後も外食、旅行・宿泊、対人サービスなど影響を大きく受けたセクターの回復局面入りが鮮明となると想定。世界的にもコロナ禍からの回復で出遅れ感が強いと注目が集まろう。

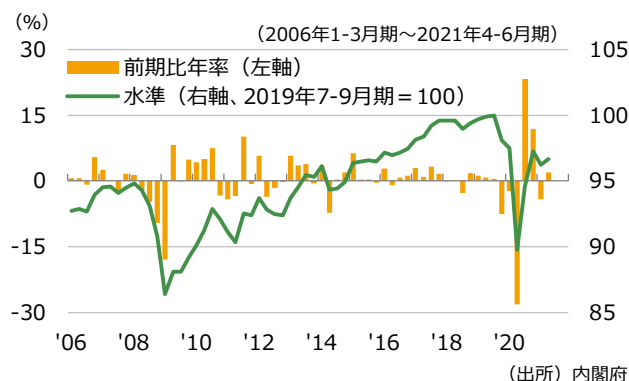
外需はサプライチェーン混乱等に懸念

一方製造業PMIは、東南アジアでの新型コロナ感染拡大によるサプライチェーン混乱の影響やコンテナ運賃高騰、商品市況上昇の影響などから頭打ち傾向となっている。新型コロナウイルスの感染状況が落ち着くにつれサプライチェーン問題は徐々に解消し、繰越需要が発現に向かうものと想定するが、商品市況上昇や人手不足等によるコストアップの企業業績への影響には注意が必要か。

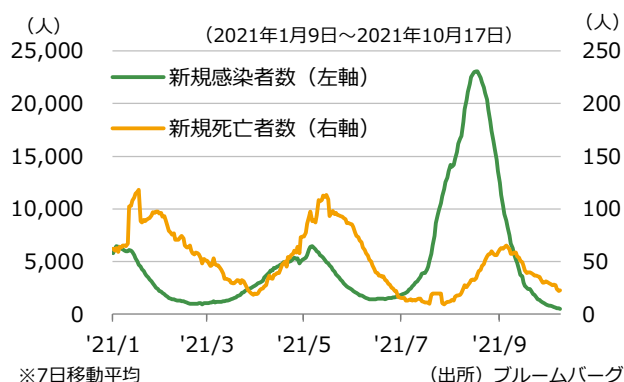
経済再開効果期待

2019年10月の消費税増税以降、新型コロナウイルス流行による行動制限等の影響もあり、家計の消費支出は低迷したままである。一方、可処分所得は共働き世帯の増加に加え、給付金等による一時的な要因もあり増加傾向にあり、可処分所得と消費支出のギャップは大幅に拡大している。緊急事態宣言の解除により行動制限が緩和され、外食、旅行など抑制されていた消費が喚起されるかが注目される。

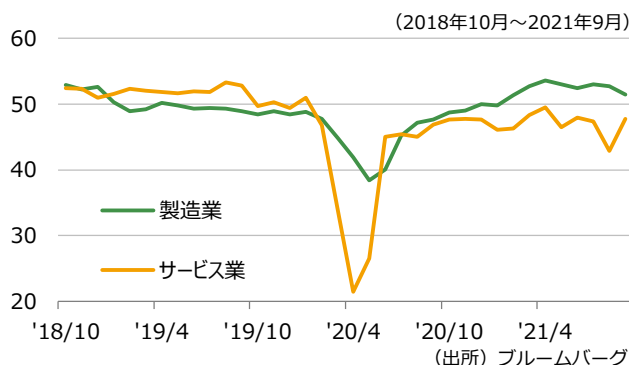
実質GDP



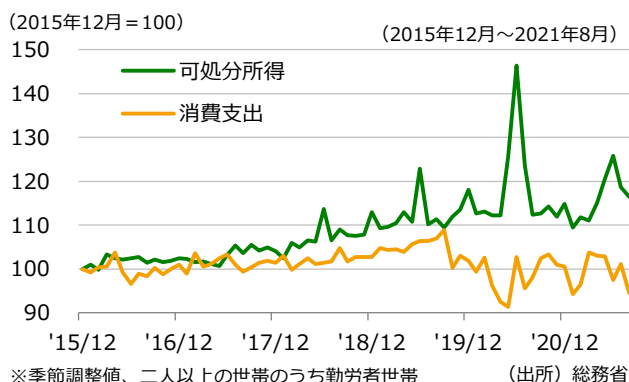
新型コロナウイルス感染状況



マークイットPMI



家計調査





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。資源価格高騰等により企業業績への懸念が強まったことや、米国株が一時調整したことを受け、直近1カ月で株価は下落した。資源価格高騰はリスク要因ではあるものの、今後は部材不足の影響で生産調整を行っていた自動車生産の回復や、国内の経済活動再開が着実に進む可能性が高いことを考えれば、懸念一服後に株価は再び上値を試す展開を予想する。

引き続き割高感はない

バリュエーションの状況に目立った変化はなし。2022年度予想EPSベースで過去平均並みのPERと割高感はない。インフレ懸念により欧米中央銀行の利上げタイミングへの注目が集まる中、欧米株式市場において極端なバリュエーション調整は発生しておらず目先もそのリスクは小さい。しかし、金融政策正常化への関心が高い中では、割高感のない日本株が注目される局面は定期的に訪れるとみている。

交易条件と企業収益の関係はまちまち

輸入物価の上昇により足元の交易条件は前年同月比で大きくマイナス（交易条件は悪化）。同様に交易条件が悪化した2008年は、その後企業収益は悪化した。しかし、当時はリーマンショック時であり、交易条件の悪化が企業収益悪化の主因ではない。その他の局面では両者の関係はまちまち。コスト増を補う数量増が確保出来るかがポイントであり、価格転嫁の動向や今後の個人消費への影響を注視したい。

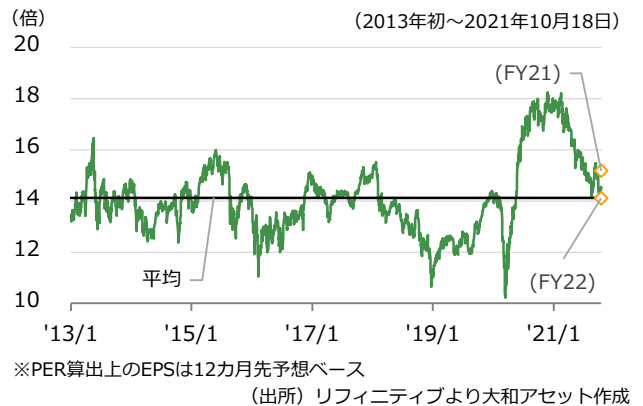
先行きは改善方向

先行きの見通しは改善方向にある。大手400社の現状と3カ月先の見通しを集計したロイター短観を見ると、製造業の一部で低下が見込まれているものの、輸送用機器は大きく改善。また、非製造業も改善が目立つ内容となっている。10-12月期は部材不足の緩和や国内の経済活動再開の進展を確認する局面になると考えており、株式市場のセンチメントが好転する余地はあると考える。

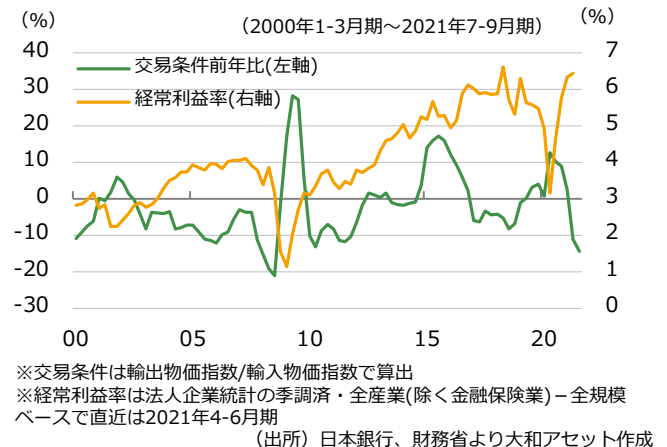
TOPIXの推移



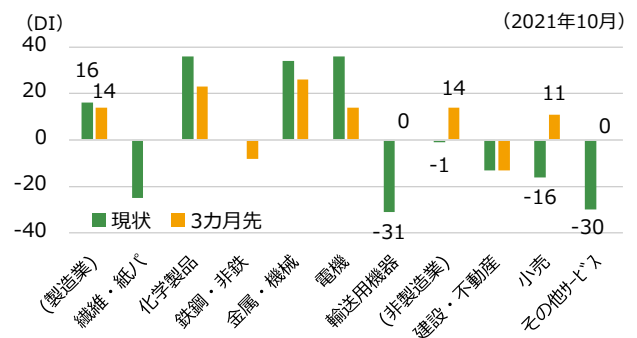
PERの推移 (TOPIX)



交易条件と企業収益



ロイター短観



※調査期間：2021/9/29～10/8

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

金融政策修正の兆しは見えず

欧米において資産買入の縮小や利上げ開始のタイミングが意識される局面になる中、日銀の金融政策については「当面変更はない」との市場コンセンサスは変わらず。10月14日に政府高官が「（2013年1月公表の政府と日銀の共同声明を）今の所、修正するつもりはない」と発言するなど、岸田政権になっても政府と日本銀行の関係性に変化が生じる兆しも見られない。

レンジが変化する材料は見当たらない

利上げ開始タイミングへの思惑などにより米国金利は9月下旬以降、やや上昇基調にある。これに連れて10年国債利回りも上昇したものの、それでも0.1%をやや下回る程度であり、日本銀行が許容する0%から上下0.25%のレンジの範囲内。今年3月に連続指し値オペ制度が導入されたこともあり、金利のレンジが変化する材料は見当たらない。

リート

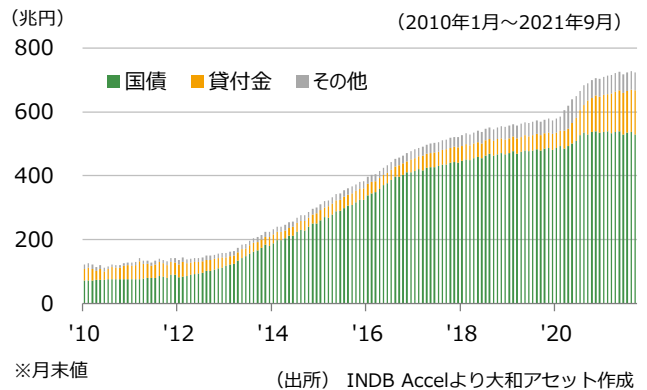
往って来いの展開

J-REIT市場は9月末から10月初にかけて大きく下落したものの、その後上昇に転じ、足元1カ月ではおおむね往って来いの展開。米国でのインフレ加速や金利上昇懸念、中国不動産大手の恒大集団の資金繰り懸念など複数の不透明要因が意識され、投資家のリスク回避姿勢が強まり、J-REIT市場も下落した。一部の懸念材料は残るが、時間経過と共に不透明感が解消され、上昇に転じた。

横ばい圏の推移を想定

短期的には一定規模での公募増資が続き、需給悪化から上値は重い展開を想定。しかし国内外で長期金利が低水準での推移となり、運用難に直面する国内金融機関を中心に投資需要は強く、おおむね横ばい圏での推移を想定。公募増資は短期的には需給悪化要因であるものの、一方で配当金成長が期待され、中長期的にはJ-REIT市場の魅力を高めると考える。

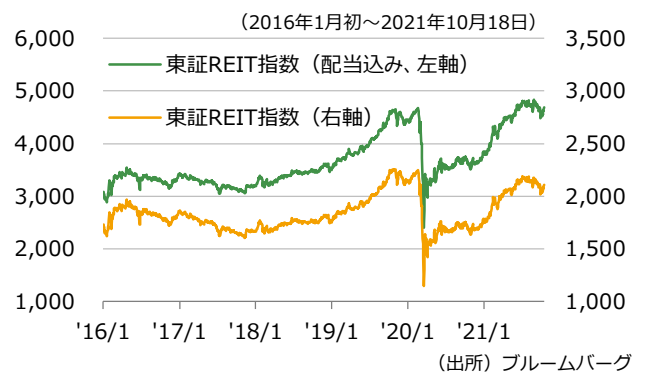
日銀の総資産残高と内訳



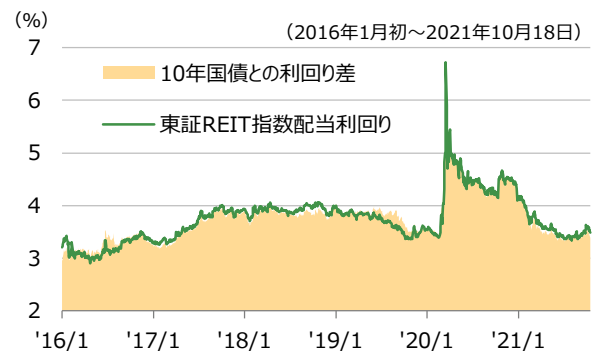
10年国債利回り



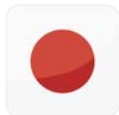
東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移



(出所) ブルームバークより大和アセット作成



為替

米ドル高と円安が重なり米ドル円が上昇

今年9月以降は、米ドルが他通貨に対し上昇するとともに、クロス円が上昇（円安が進行）し、米ドル円が上昇した。米国の金利上昇が他国以上に進んだために米ドル高に働く一方、世界的な金利上昇が円安に働いたことが背景にある。リスクオン・オフによって円と米ドルは同じ方向に動きやすいだけに、米長期金利の動き次第で円と米ドルの変動に差が生まれ、米ドル円の方向性が決まりやすいと言える。

米ドル円を左右するのは株価より金利

米ドル円と米長期金利の順相関は高水準にあり、米金利上昇（低下）で米ドル円上昇（下落）となりやすい。また、米ドル円と米株価も高水準ではないが順相関だ。最近では米株価と米金利も順相関のため、米株高・金利上昇時に円安・米ドル高になりやすい。なお、米株価と米金利が連動しない（株高・金利低下や株安・金利上昇）場合には、米株価よりも米金利の変動が米ドル円を左右しやすいと言える。

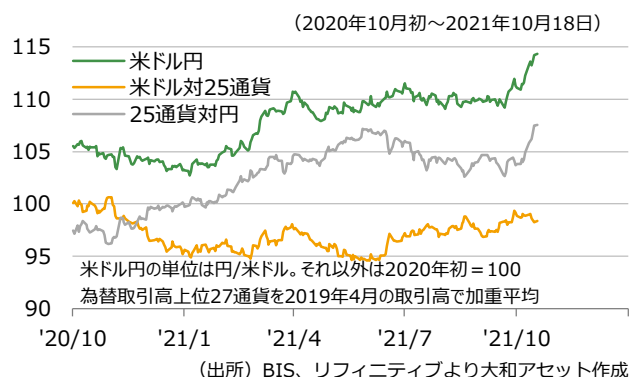
米量的緩和ペースに連動する米長期金利

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

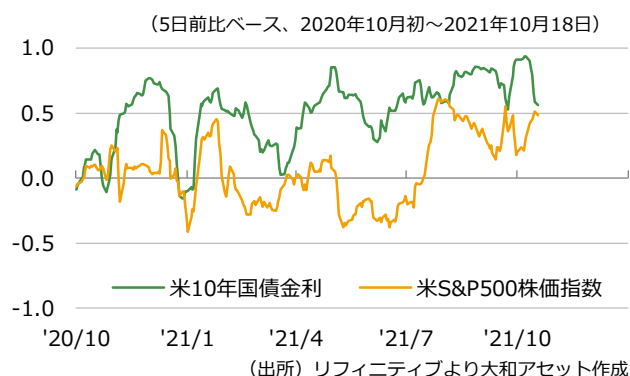
米量的緩和縮小で米ドル円下落の可能性

FRBの量的緩和ペースが上がると米長期金利と米ドル円が上昇し、量的緩和ペースが下がると長期金利と米ドル円が下落しやすい。例外的に2014年の量的緩和縮小局面で米ドル円が上昇したのは、日銀が量的・質的金融緩和を拡大したことが円安を招いたためだ。米ドル円は米長期金利に連動しやすく、FRBが量的緩和縮小を開始した後にも経済成長期待が高まるか否かが、米金利と米ドル円の力ギを握る。

米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



FRBの資産買入ペースと米長期金利



FRBの資産買入ペースと米ドル円





経済

個人消費主導の回復局面

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

感染第4波の影響は小さいまま沈静化へ

新型コロナウイルスの感染第4波が懸念されていたが、行動制限の再導入は局所的かつ限定的にとどまり、景気に与えた影響は乏しかった。むしろ、段階的な対面授業の再開や入国制限の緩和などにより、総じてみれば経済活動の回復傾向は維持された。高いワクチン接種率に加えて、来年には経口治療薬の普及も想定されるため、新型コロナウイルス問題による景気下振れリスクは一段と低下していくだろう。

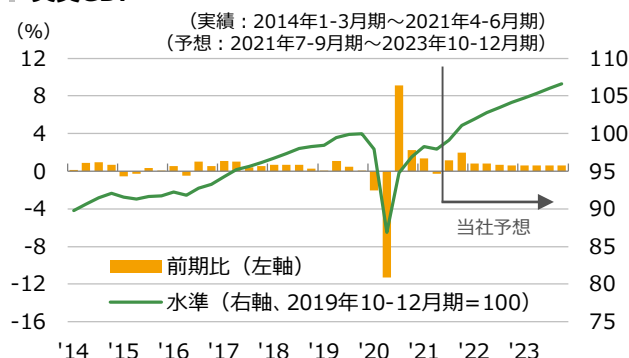
雇用者数はコロナ前の水準を回復

9月の雇用者数は前月比で15.71万人増加し、コロナ前のピークである2020年2月の水準を9百人上回った。一方、この19カ月間で労働力人口が27.70万人増加したため、失業率は6.9%とコロナ前の5%台後半まで距離がある。ただし、労働参加率がコロナ前の水準を回復したことや、企業の人手不足感が強まっていることなどを考慮すれば、来年の前半には失業率が6%を下回ることが想定される。

インフレ上振れは一過性だが根強い

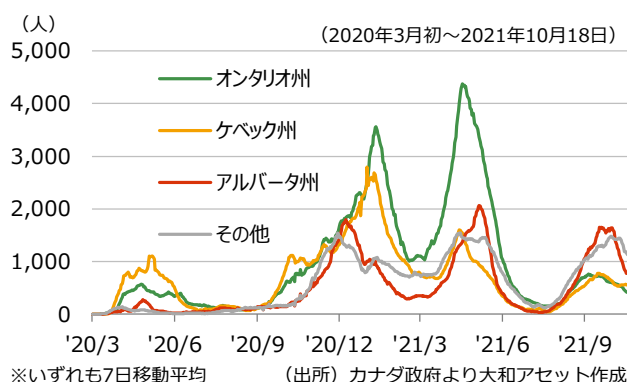
CPI-common（特殊要因により変動した品目を除いて算出されるコア指数）が2%弱での推移が継続している通り、足元の消費者物価指数（総合）はガソリンや自動車など特定の品目の特殊要因によって押し上げられている側面が強い。これらの要因による上振れは一過性だが、その影響は根強く、そうこうしているうちに労働市場のひっ迫による需要面からのインフレ圧力も高まってくる可能性がある。

実質GDP

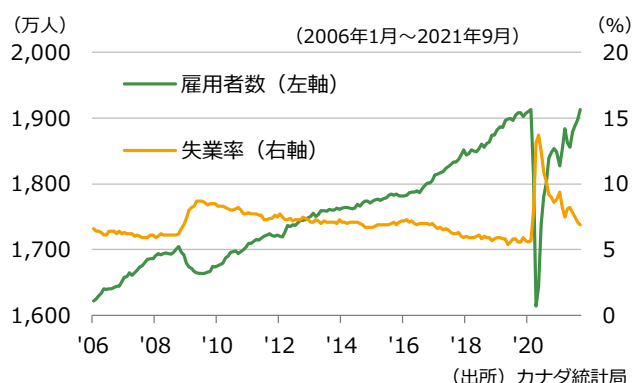


(出所) カナダ統計局、大和アセット作成

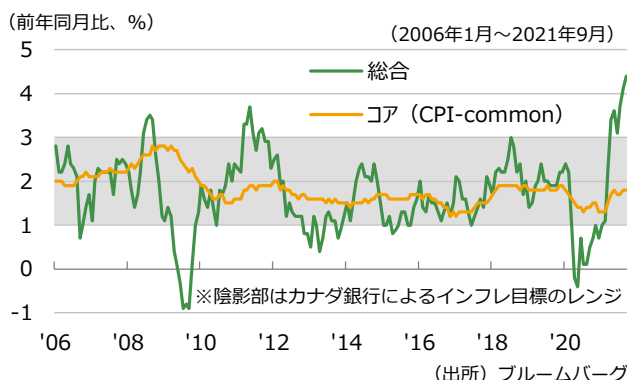
新型コロナウイルス新規感染者数



雇用者数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

量的緩和の終了は間近

労働市場の順調な回復を受け、カナダ銀行は10月下旬の金融政策決定会合で量的緩和の終了を決定する公算が大きい。これまでは週次の購入ペースを10億カナダ・ドルずつ減らし、直近は週20億カナダ・ドルになっているが、同行が保有する国債は平均的におよそ週10億カナダ・ドルのペースで償還を迎えるため、次の変更は保有残高を維持するための再投資フェーズに移行することを意味する。

来年後半から利上げサイクルへ

足元のインフレ率の上振れに利上げで対応する可能性は低いとみられるが、来年後半には需給ギャップが解消することで利上げの条件が整うと想定。2022年末までに0.75%、2023年末までに1.25%への利上げを見込む。一方、市場の利上げ織り込みがやや前のめり過ぎていることを考慮すれば、長期金利の上昇はより緩やかなものにとどまると考える。

為替

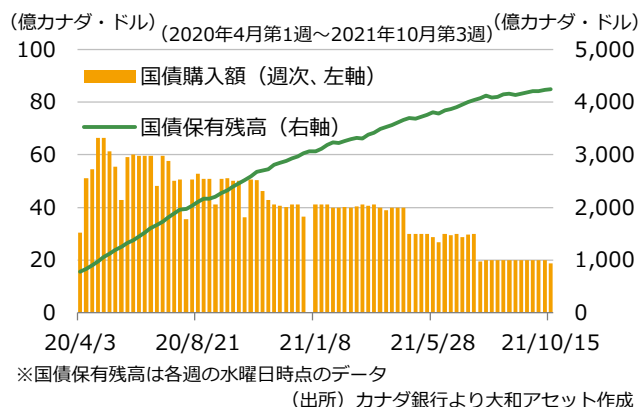
商品価格に遅れてカナダ・ドルも反発

カナダ・ドルは、6月FOMC後の米ドル高や商品価格の反落などを背景に、昨年春からの米ドルに対する上昇が一服していたが、足元では商品価格の上昇に追随するように反発している。カナダは米国より早く2022年後半に利上げを開始し、少なくとも2023年中はカナダの方が米国より政策金利が高い状態が続くと予想する。金利面もカナダ・ドルを下支えする要因となろう。

利上げ期待がカナダ・ドルを下支え

カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差の拡大に連動して上昇し、年初来高値を更新した。短期的には、市場の利上げ織り込みがやや前のめり過ぎていることに注意する必要があるが、基調としては、カナダの利上げが進むことで両者の金利差は拡大し、それに沿ってカナダ・ドル円にも上昇圧力がかかりやすい状況が続くと見込まれる。

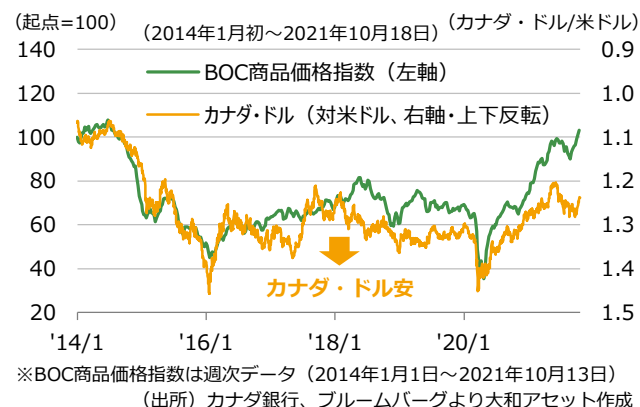
カナダ銀行の国債購入額と国債保有残高



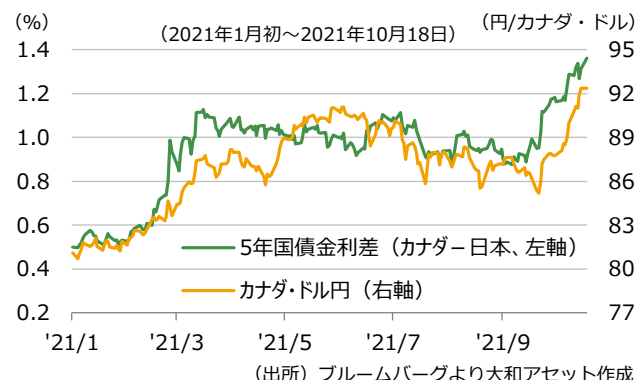
政策金利と10年国債利回り



商品価格とカナダ・ドル



5年国債金利差とカナダ・ドル円



経済

年末から来年にかけて景気は急回復

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

労働市場は年末から再び回復軌道に

新型コロナウイルスの感染第3波により、ANZ求人広告件数は直近で3カ月連続の減少、雇用者数も2カ月連続の減少となった。しかし、ANZ求人広告件数は依然としてコロナ前を大きく上回る水準にあり、また、RBAの聞き取り調査によれば、多くの企業が経済活動再開に向けて雇用の確保に努めていることが示唆されている。そのため、年末から来年にかけては労働市場の速やかな回復が期待される。

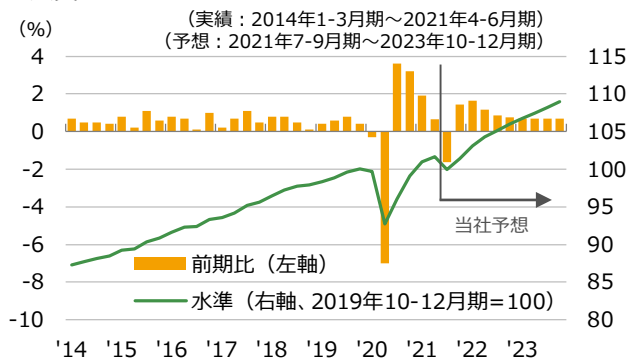
来年後半からは賃金インフレへ

失業率は、9月時点で4.6%とコロナ前より低い水準にあるが、目先は労働参加率の上昇により更なる低下を望み難い。ただし、年明け以降も雇用者数の順調な増加が続くことで、失業率は自然失業率と推計される4%に向けた低下が期待される。RBAは4%前後から賃金上昇率が加速するとの分析結果を示しており、来年後半以降は失業率の低下が賃金インフレにつながる可能性が高いと思われる。

2023年半ばに利上げの条件が整う公算

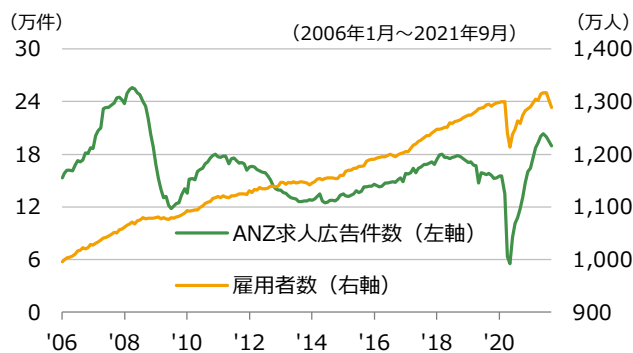
2020年度と2021年度は新型コロナウイルス問題により最低賃金の引き上げは抑制されたが、2022年度（2022年7月～2023年6月）は大幅な引き上げが予想され、これも平均賃金の上昇につながろう。インフレ率の2%を優に超える水準での推移と、平均賃金の3%を超える伸びが、数四半期にわたって継続し、2023年の半ばにはRBAによる利上げの条件が整う公算が大きい。

実質GDP



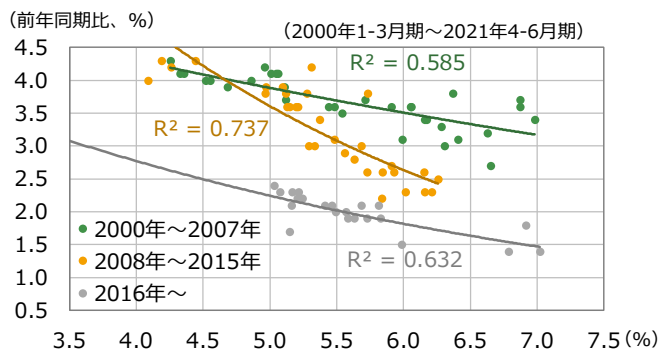
(出所) 豪州統計局、大和アセット作成

求人広告件数と雇用者数



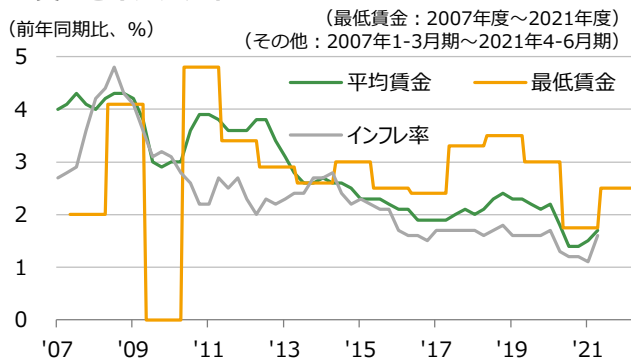
(出所) 豪州統計局、ブルームバーグ

フィリップス曲線（横軸：失業率、縦軸：平均賃金）



※失業率は各四半期の平均値 (出所) 豪州統計局より大和アセット作成

賃金とインフレ率



※インフレ率は消費者物価指数トリム平均値

(出所) 豪州統計局、豪州公正労働委員会



債券・金利

2023年の利上げ開始を予想

RBAは政策金利に係るフォワードガイダンスを「実際のインフレ率が目標の2~3%内で持続的に推移するまで利上げしない」とし、この条件は「2024年より前には満たされない」との見通しを示している。しかし、前述の通り2023年半ばには利上げの条件が整い、その頃には米国が利上げサイクルに入っている可能性が高いため、RBAは2023年後半に利上げを開始するとみる。

YCCの取り扱いが短期的な変動要因に

RBAは2024年4月償還債を対象としたYCCを実施しているため、2023年に利上げするとしても、その直前までは2024年より前には利上げしないと言い続けるしかない。当社を含む市場参加者とRBAの予想に大きな乖離が生じた状態が続くことが予想される。仮に、RBAが市場との対話を難しくしているYCCを撤回するのであれば、短期的な波乱要因に。

為替

過度な悲観論の修正が進む

豪州と日本の5年国債金利差の拡大に即して豪ドル円は上昇に転じた。新型コロナウイルスの感染抑制とワクチン普及によるゼロコロナ志向からの脱却で、景気に対する過度な悲観論の修正が進んでいることに加え、石炭や天然ガスなどの需要が増加し輸出が拡大するとの期待が高まるなど、豪ドルを取り巻く環境は改善。今後も金利差の拡大が見込まれ、2023年末までに90円台を回復すると予想。

豪ドルの買い戻し余地は大きい

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

政策金利と10年国債利回り



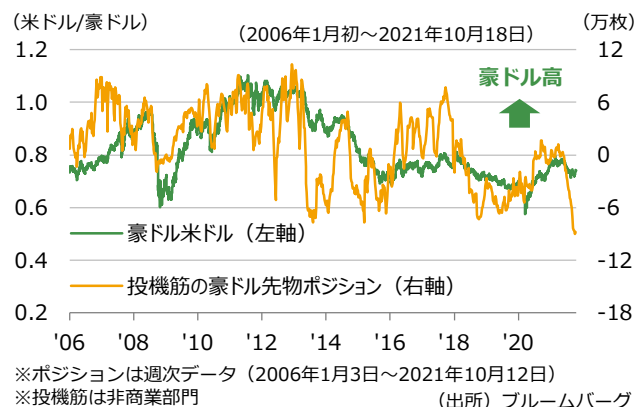
国債利回りとYCCの誘導目標



日豪金利差と豪ドル円



豪ドル米ドルと投機筋の豪ドル先物ポジション





経済

景気低迷が来年春先まで長引くと予想

7-9月期の実質GDP成長率は、投資・生産の減速に加えて、新型コロナウイルスの一時的な感染拡大を受け、前年同期比+4.9%に低下。10-12月期は、地方政府による財政支出の拡大、個人消費の底打ち等を受け、成長率が下げ止まろう。しかし、電力不足問題が新たな足かせとなり、景気モメンタムが弱い状況が2022年1-3月期まで続く可能性が高い。

景気減速が金融緩和期待を高める

2021年上半期は流動性吸収による金融引き締めが行われたが、景気減速が顕著になったため、中銀は7月に預金準備率を引下げた。但し、景気を下支えするには力不足と予想。9月に一段と景気が減速したこともあり、年内に0.50%ポイントの預金準備率引き下げ等の追加金融緩和が行われると予想する。

株式

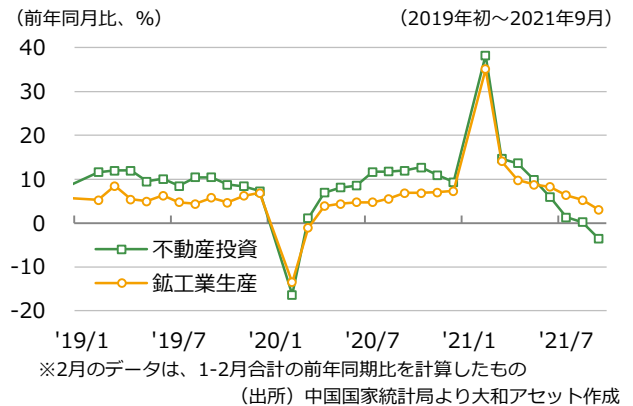
来年にかけて堅調さを回復すると予想

9月以降は、恒大集団危機がマーケットの重しとなったが、システミックリスクに発展する可能性が限定的とみられることや、IT業界に対する規制強化が事前観測の範囲を超えていないとみられること等を受け、株式市場はレンジ推移を継続。当面は恒大集団の債務履行を巡り不確実性は高い。しかし、安全志向の当局がリスク解消に動き、株価は来年にかけて堅調さを回復すると予想。

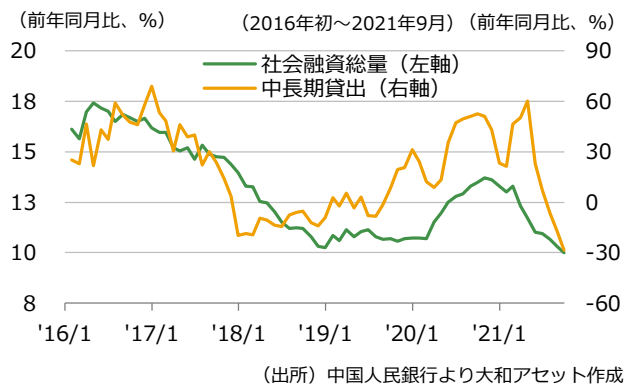
高いバリュエーションが解消される

12カ月先の予想PERは、今年2月に過去10年の平均に対し2σを大きく上回る水準まで上昇。その後1σを下回る水準まで低下し、割高感はある程度解消された。恒大集団危機による不確実性が残っているものの、国内の個人投資家や海外投資家の資金流出はみられていない。リスクイベントを通過すれば、センチメントが徐々に改善すると予想。

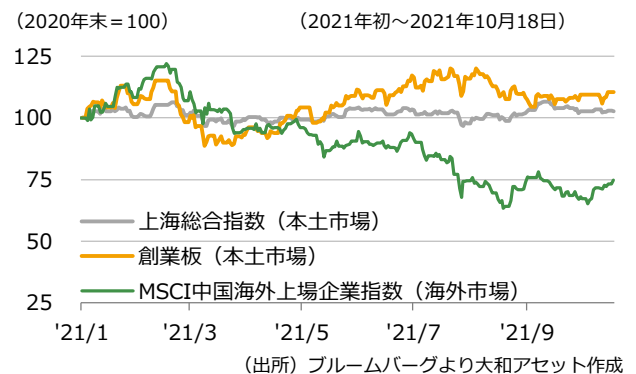
不動産投資と鉱工業生産の推移



与信の状況



本土と海外の中国上場企業の株価の推移



MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移





債券・金利

追加金融緩和が予想される

7月28日に発表された7月の政治局会議の議事要旨では、金融緩和や地方政府専門債の発行加速による財政支出の拡大等の方針が示唆された。目先は、冴えないマネー関連指標、軟調な経済指標を背景に、中銀が預金準備率の引下げ等追加金融緩和を行う期待が根強い。但し、金融緩和は流動性供給の拡大にとどまり、利下げ等の強力な金融緩和は見込まず。

長期金利のレンジ推移を予想

中銀は金融緩和に傾くも、大規模な金融緩和の可能性は低く、長期金利は引き続き3%近辺でのレンジ推移を見込む。不動産大手の中国恒大集団の資金繰り難が社債市場の混乱をもたらすと懸念されているが、秩序あるデフォルトにとどまり影響は限定的と予想。目先は、社債の利払い等、同社の一挙一動に注目が集まろう。

為替

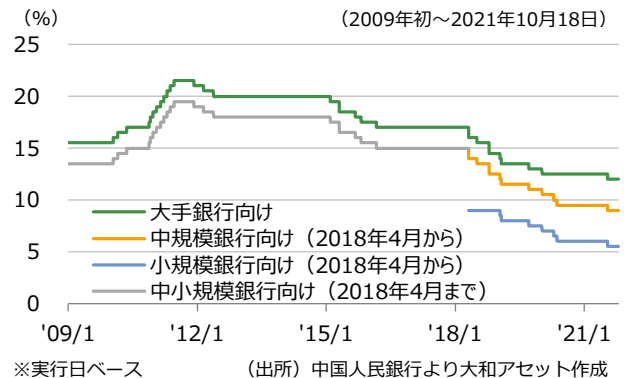
対米ドルで当面人民元高は小休止

6月に対米ドルで約3年ぶりの高値近辺まで増価した人民元は、その後レンジ推移。一方、円安の影響を受け、人民元の対円レートは約5年半ぶりの高値を記録。想定以上の経済指標の鈍化等を受け、当面人民元上昇の圧力は和らいだ状態が続こう。中銀公表の実効レートが約5年半ぶりの高水準を更新しており、短期的には対米ドル、対円とも人民元高は進みづらだろう。

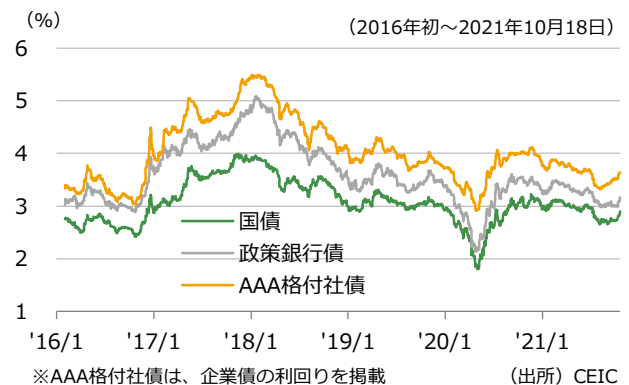
総合収支が約8年ぶりの高水準

世界の経済活動が正常化に向かう中、コロナ特需が後退し、中国の貿易黒字は今年に入り過去最大ペースからは減少。しかし証券投資や直接投資による資金流入が加速し、4-6月期の総合収支は約8年ぶりの高水準を記録。人民元のファンダメンタルズは依然として良好で、中長期的な人民元の対米ドルレートの上昇余地は大きいと予想。

各種預金準備率の推移



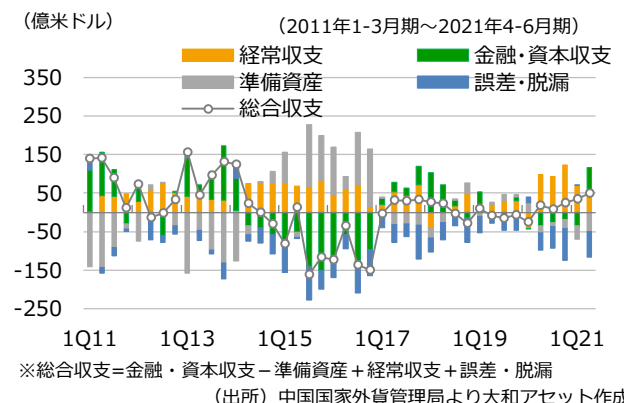
本土債券市場の利回り



人民元の対米ドルレートおよび対円レートの推移



総合収支およびその内訳





経済

供給制約と高金利が景気回復を抑制

供給能力が不足しているため、需要の回復が実質GDPの拡大ではなくインフレにつながっている。年末から来年にかけては供給面のボトルネックが徐々に解消に向かうと期待されるが、インフレ抑制のための積極的な利上げが需要を抑制するため、結局は緩やかな成長にとどまると見込む。今年は前年の反動により見かけ上は5.0%の高成長になる一方、来年は1.8%の低成長になると予想。

消費意欲の高さと供給制約のジレンマ

行動制限の緩和によりサービス業売上高の回復が顕著になるなど、個人消費の好調さがうかがえる。一方、サプライチェーンの混乱、少雨によるダムの貯水率低下などを反映した電気料金の上昇など、様々な供給要因が企業の生産活動に影響を及ぼしている。それによるインフレや急速な利上げが消費者の購買力を低下させているとの指摘もあり、経済の歯車が上手くかみ合っていない状況と言える。

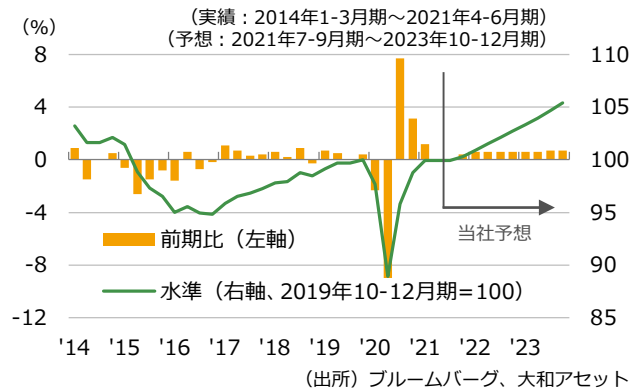
インフレ率は今秋から沈静化へ

インフレ率は電気料金（「住居」に分類）の算出ルール見直しなどが影響して、9月に前年同月比+10.25%と2016年以来となる2桁の伸びを記録。ただ、電気料金の引き上げは一巡し、インフレ率は10月から伸びが鈍化していく可能性が高い。その経路は資源価格やサプライチェーンの動向に左右されるため、不確実性は高いものの、インフレへの「懸念」は徐々に和らいでいくことが期待される。

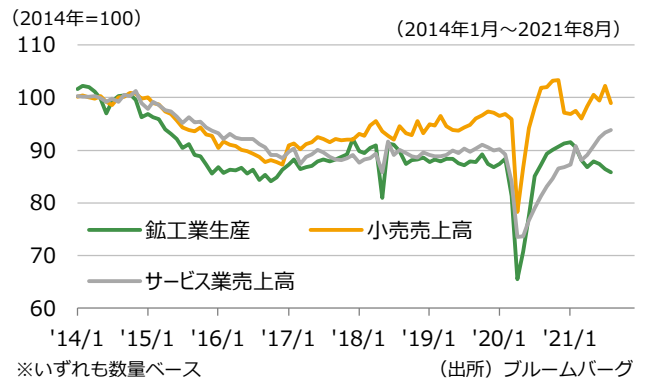
政治の不透明感は続く

以前は新型コロナウイルスの新規感染者数とボルソナロ大統領の不支持率が比例する関係にあった。足元では感染状況の改善に反して、不支持率は一段と上昇しており、この情勢では来年10月の大統領選挙で勝利する可能性は低い。一方、対抗馬のルラ元大統領を毛嫌いする有権者も多い。中道的な第3の候補を擁立させようとの動きもあるが、まだ支持は広がっておらず、不透明な状況が続いている。

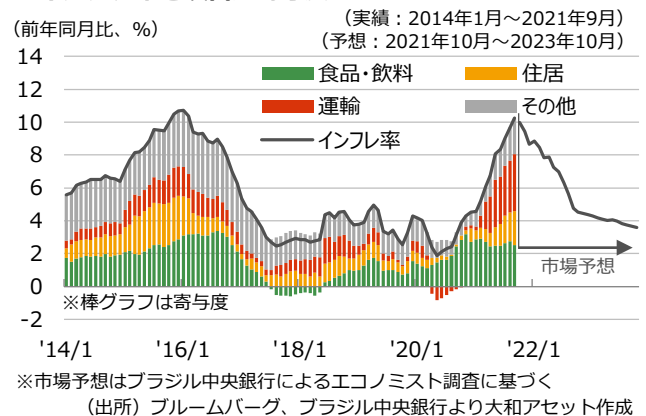
実質GDP



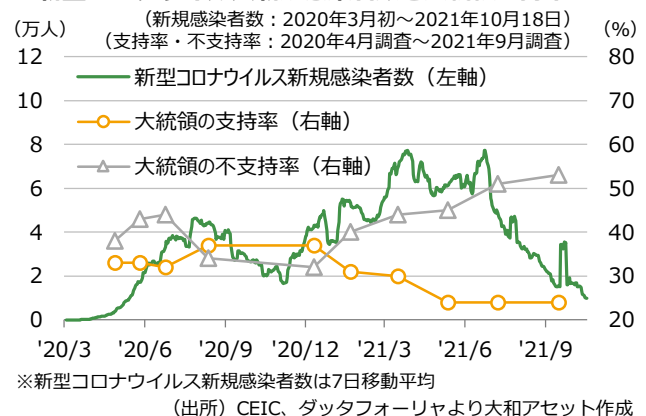
鉱工業生産と個人消費



インフレ率と項目別寄与度



新型コロナウイルス新規感染者数と大統領支持率





債券・金利

年明けに利上げ終了、2023年に利下げ

年内残り2回の金融政策決定会合でそれぞれ1.00%ポイントの利上げを決定し、政策金利は8.25%に到達する見込み。そして、年明け最初の2月の会合で9.00%まで引き上げ、この時点で今回の利上げサイクルは終了すると予想。インフレ率の目標回帰には時間を要するため、利下げに転じるのは2023年になると思われるが、それに先んじて長期金利は低下傾向で推移すると見込む。

長期債への投資妙味が高まる

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

為替

レアルはレンジ推移が継続

ブラジル・レアルは、昨年春の急落以降、対米ドルでおおむね5~6レアルの広いレンジで推移している。2015年のインフレ加速とレアル安の後、2016年にインフレ率がピークアウトした局面では、米国が利上げサイクルに入っていたにもかかわらず、レアルは大きく上昇した。今回もインフレ率がピークアウトした後にレアルが上昇し、昨年春からのレンジを上抜けられるか要注目。

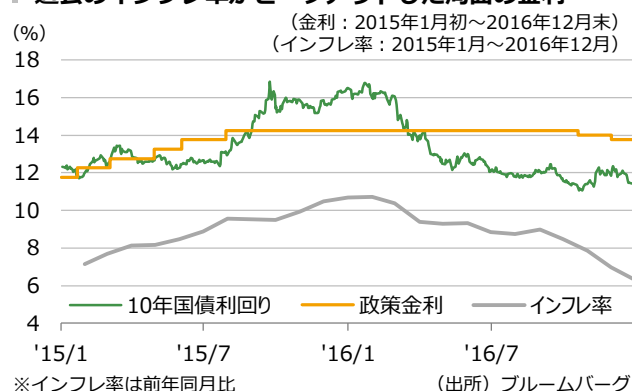
貿易黒字と高金利が下支え

昨年以降の商品価格の大幅上昇などの恩恵を受け、貿易黒字が続いている。また、中銀による積極的な利上げにより、高金利通貨としてのレアルの魅力も高まっている。来年10月に大統領選を控える中で、折に触れて政治リスクが意識されることは想定されるも、貿易黒字の継続と高金利政策がレアルの下支え要因として作用することが期待される。

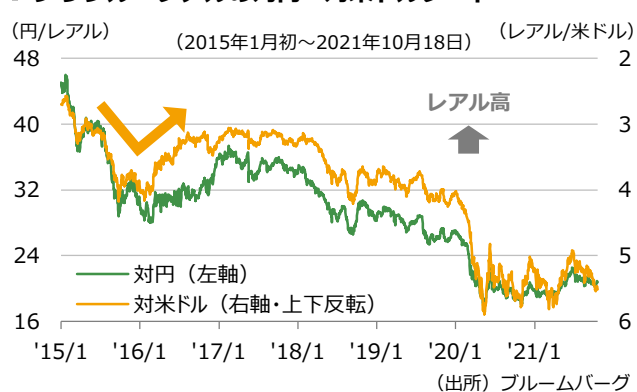
10年国債利回りと政策金利



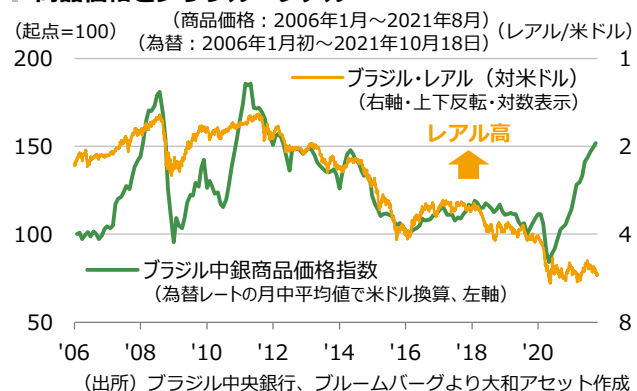
過去のインフレ率がピークアウトした局面の金利



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



商品価格とブラジル・レアル





経済

アジアの経済活動が回復し始める

新興国の新型コロナウイルスの新規感染者数は、インドと、ASEAN等を中心に大幅減少。ロシアを除く多くの国のモビリティ指数も上昇。特にデルタ株の感染拡大が景気の下振れをもたらしたASEANにおいては、ウィズコロナへの政策転換が鮮明化。海外の旅行者の受け入れも再開されるなど、景気回復が本格化する期待に繋がっている。

アジアのワクチン接種が加速

ワクチン接種が大幅に遅れているアジアでは、フィリピンを除いて接種ペースが加速。経済活動の本格的な再開に向けて環境が整いつつあると期待される。トルコやハンガリー等東欧諸国、またマレーシア、ブラジルでは2回目接種も大きく進展。新興国全般を取り巻く環境が一段と改善すると期待され、新興国投資を後押しする可能性が強まっている。

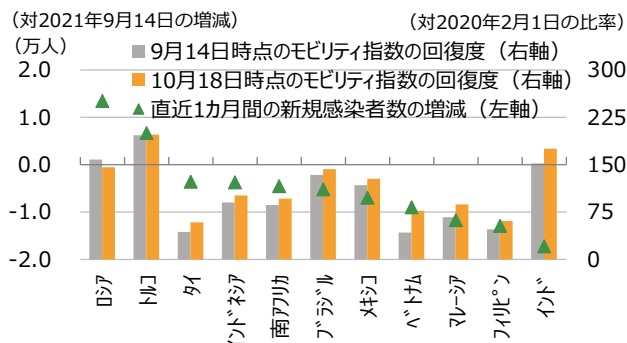
新興国の金融政策が乖離する局面へ

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

政府総債務の高い国には注意が必要

変異株の感染拡大や米金融正常化の流れの中で、景気回復が頓挫する場合の景気刺激策の余地が注目されよう。政府総債務対GDP比率が80%を超える国においては、財政支出の余地が限定的。さらに、国債金利が上昇する場面では財政負担が急増する可能性があることも念頭に置く必要があり、中長期的な財政規律への道筋を示すことが求められよう。

新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数



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

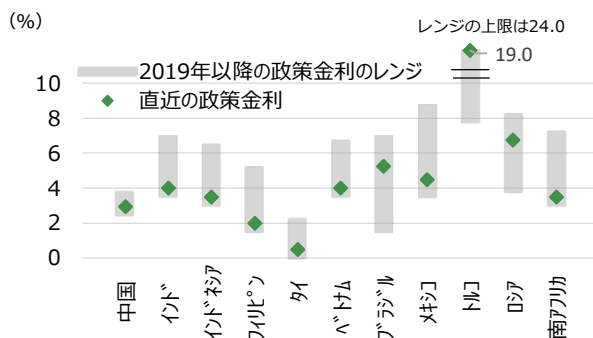
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

(2021年10月18日公表の最新データ)

国	一回接種	接種完了	国	一回接種	接種完了
中国	76%	70%	南アフリカ	23%	18%
インド	50%	20%	ハンガリー	61%	59%
ブラジル	73%	50%	ポーランド	53%	52%
ロシア	35%	32%	フィリピン*	25%	19%
トルコ	65%	56%	マレーシア	77%	69%
インドネシア	39%	23%	ベトナム	45%	18%
メキシコ	53%	40%	タイ	53%	36%

※太字は、直近1カ月で接種率が10%程度以上上昇した国。*9月30日時点
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

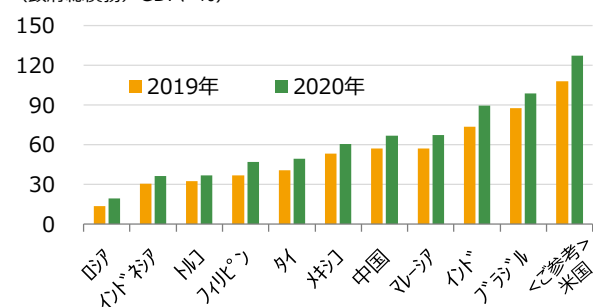
主要新興国の政策金利



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の政府総債務

(政府総債務/GDP、%)



(出所) 2021年4月のIMF Fiscal monitor



株式

ASEANや資源国には追い風

米ドル高など、海外でリスク回避の流れが一時見られたにも拘わらず、アジアや一部資源国の株価が上昇。アジアでは変異株の新規感染者数の減少、経済活動の再開も好感された。一方、ブラジルとトルコは、依然として政治不安等個別要因により下落。目先は資源高の影響が目目されようが、資源国に加えて、補助金支出で国内物価への影響が限定的なインドネシア、マレーシア等が選好されやすいと予想。

ASEANの景況感改善、株価上昇を予想

9月の主要新興国の製造業PMIは、ASEANやロシア等を中心に上昇。ASEANで新規感染者数が減少し、経済活動が回復方向に動き出したことが寄与。さらに、タイが隔離なしの入国を容認し、インドネシアもバリ島の国際線の受け入れ開始に踏み切り、ベトナムも感染対策と経済の両立を目指す新国家基準を発表するなど、ウィズコロナ政策への転換が鮮明化し、景気回復の期待が高まろう。

バリュエーションの上昇余地あり

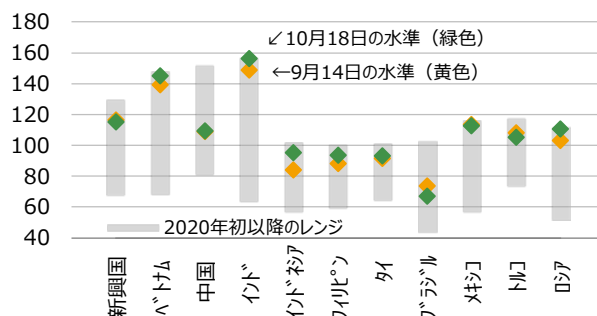
米ドルと新興国株のバリュエーションは、ある程度の負の連動性がみられ、米ドル安進行時に新興国株式のバリュエーションは押し上げられやすい。しかし、2021年は新興国の回復が遅れ、総じて米ドル高が進んだ以上にバリュエーションが切り下げられた展開。今後米ドルのレンジ推移の予想の下、新興国のワクチン接種が進むにつれ、新興国のバリュエーションの上昇余地はあると考えられる。

中長期的上昇余地が大きいインドネシア

足元、インドネシアへの海外からの資金流入が加速。変異株の新規感染者数が減少し、経済活動の回復が本格化したほか、10月末に付加価値税の引き上げ等による財政健全化の改革が行われたことが寄与。急ピッチな上昇でPERの割高感は強まったが、雇用の法改正などの構造改革や、IT分野での発展等が好感されやすく、上昇余地は大きいと見込む。

主要新興国の株価推移

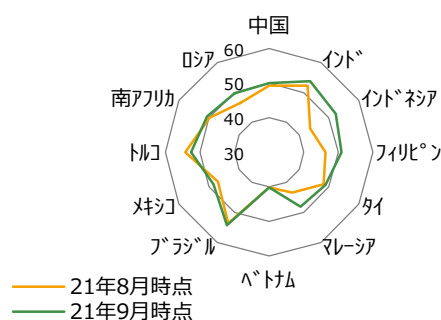
※縦軸は、2019年末=100



※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース

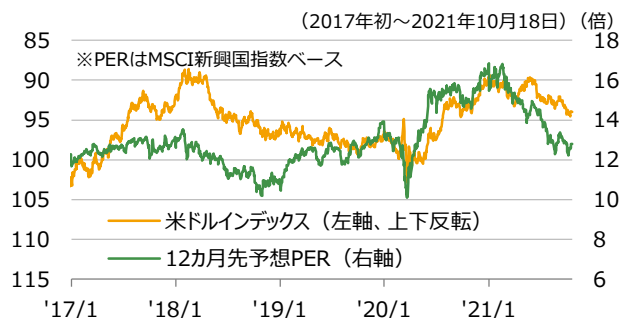
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国のマークイット製造業PMI



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドルの動向が新興国株のバリュエーションへの影響



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドネシアの株価指数およびバリュエーション



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

おおむねレンジ推移を継続すると予想

過去1カ月の新興国の現地通貨建て国債市場は、米長期金利の上昇につられ、金利上昇した国が多い。但し、上昇幅は限定的で、総じて落ち着いた状況が続いた。変動が大きかったのは、独自要因を抱えるトルコに限られる。足元資源高によるインフレ懸念は高まったが、一過性のものとの見方が大勢を占め、政策金利および現地通貨建ての国債金利の大幅上昇につながるリスクは限定的と予想。

新興国におけるインフレ懸念は限定的

新興国の物価上昇率は、中銀目標を上回る国が一部であり、インフレ懸念は依然として限定的。今後は、資源高によるインフレ懸念を警戒する必要が高まったが、ベース効果が剥落すること、多くの国で通貨安の物価押し上げ圧力は弱いこと、一部の国では国内価格への転嫁を抑制できることから、依然としてインフレ懸念は限定的とみる。

リート（アジア先進国含む）

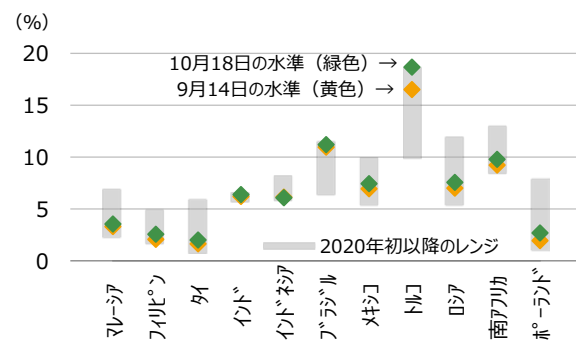
長期金利の上昇が上値を抑える

アジア・オセアニアの国や地域では、米国の長期金利上昇を受けて9月後半以降、先進国中心に長期金利は上昇傾向。リート市場は一時下落傾向となるも、ワクチン接種進展による業績改善への期待感などから、戻りを試す展開。新型コロナウイルスの行動規制の緩和は着実に進んでおり、今後は国境をまたいだ移動の規制および観光業の業績動向に注目が集まる。

相対的に魅力的なバリュエーション

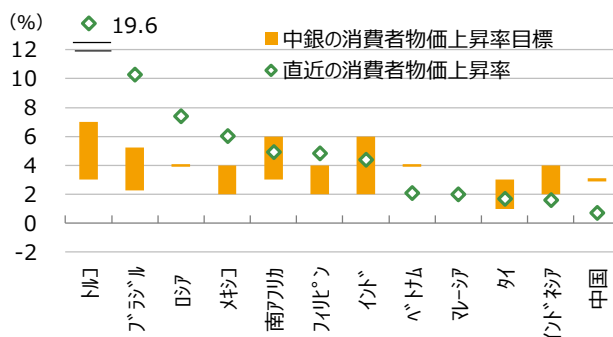
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の長期金利上昇を受けて、先進国を中心に上昇傾向。ただ配当利回りと10年国債の利回り差に比べると長期金利の上昇幅は軽微なレベルにとどまっており、引き続き低位で推移する社債の信用スプレッドとともに、相対的に魅力的なバリュエーションが継続していると言えよう。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）と変化



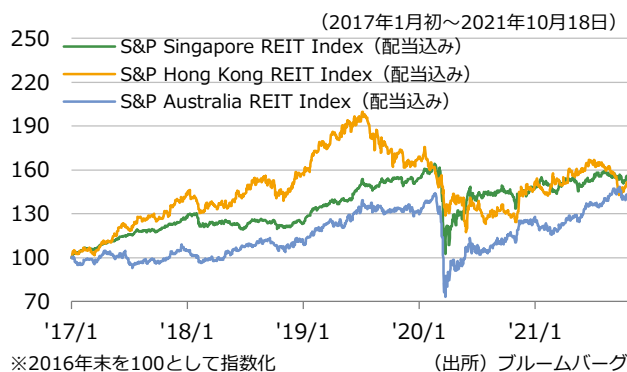
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



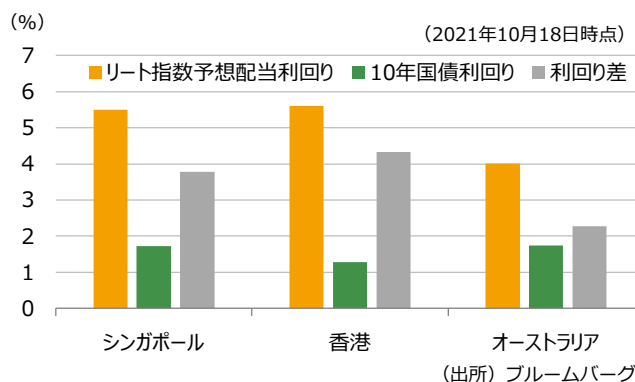
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカが8月、その他は9月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



(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

新興国通貨のレンジ推移を予想

直近1カ月の新興国通貨は、米ドルインデックスが上昇する中で、東欧、中南米を中心に減価。一方、資源国のロシアやインドネシア等の通貨は増価。中期的に米ドルがボックス圏で推移することを予想し、米長期金利の一段の上昇局面でも、新興国通貨も全般的に調整する可能性は低く、個別材料に振らされる動きの継続を予想。

海外マネーの流入は足踏み

昨年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インド株式市場への流入がけん引しており、その他の国への流入は依然として限定的。足元では、米金利上昇が重しとなり、新興国全般への資金流入は足踏み状態。新興国各国の株価上昇を支えたのは、海外マネーではなく、自国の金融緩和による個人投資家等の買いと考えられることから、各国の低金利長期化が支えになろう。

個別国の経常収支の悪化に注意

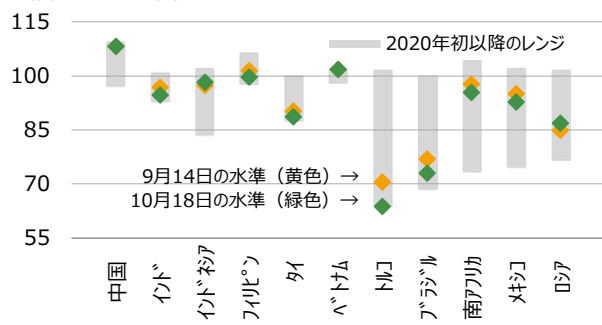
新興国はリーマンショック時を上回る資金流出に見舞われたにもかかわらず、主要新興国の通貨が2020年に急速に回復できた背景には、経常収支の回復によるファンダメンタルズの改善がある。但し、その中でトルコ、タイの経常収支の状況は懸念材料となっており、これらの通貨には売り圧力として作用する可能性が高い。

IMFの追加拠出は新興国にポジティブ

IMFがSDRへの追加拠出を8月23日に発効させたことが、新興国には朗報となっている。追加拠出の規模は6,500億米ドル規模。新興国に割り当てられるクォータの増額をみると、トルコにおいては外貨準備高が約16%増加するなど、対外脆弱性のある新興国にとっては、セーフティネットの増強に繋がっている。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2019年末=100



新興国の資金流入の状況（株＋債券）

（億米ドル）

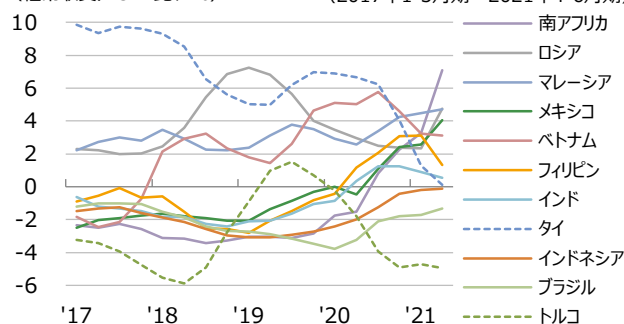
（2020年1月21日～2021年10月15日）



主要新興国の経常収支

（経常収支/GDP比、%）

（2017年1-3月期～2021年4-6月期）



IMFのSDR追加拠出による新興国への配分増加額

国	IMFの クォータ	配分増加額 （億米ドル）	配分増加額対外 貨準備高の比率
トルコ	0.98%	63.7	12.5%
南アフリカ	0.64%	41.6	8.2%
メキシコ	1.87%	121.6	6.2%
インドネシア	0.97%	63.1	5.0%
マレーシア	0.76%	49.4	4.5%
ブラジル	2.32%	150.8	4.3%
インド	2.75%	178.8	3.1%

※追加拠出額は6,500億米ドル

（出所）IMFより大和アセット作成



原油

足元の需要超過から来年は供給超過に

今冬の需要の強さや米シェール企業の慎重な増産姿勢を加味し、原油価格の予想値を引き上げた。OPECプラスの段階的な増産にもかかわらず、天然ガスからの需要のシフトにより、目先は需要超過の状態が続くため、原油価格は支えられやすい。一方、冬を超えると暖房用需要が減退する傍らで産油量の増加が続くため、供給超過に転じる公算が大きく、原油価格の過熱感はやや和らぐと想定。

天然ガスから需要がシフト

足元の原油価格上昇の要因は様々だが、欧州の天然ガス価格急騰により、暖房用としての原油需要の高まりが大きいと考えられる。これにより少なくとも日量50万バレルは需要が増えたと言われている。ノルドストリーム2が稼働しない限りロシアから欧州への天然ガス輸送量の増加余地は小さく、目先は需要面から原油価格は支えられやすい。もっとも、冬を超えれば需要が減退するとも言える。

OPECプラスの段階的な増産

タイトな需給バランスにもかかわらず、OPECプラスは今年7月に決定した緩やかな増産計画（毎月、日量40万バレルずつ協調減産幅を縮小する計画）を維持している。来年は供給超過で推移する可能性が高いことが増産を慎重にさせている理由だが、米国などから更なる増産を求める声が強まっている。原油価格が一段と上昇するか、いったん調整するかは11月4日のOPECプラス会合がカギを握ろう。

米国の産油量は緩やかに増加

原油価格の上昇にもかかわらず、米国の原油掘削リグ稼働数や産油量の回復は鈍い。今後、時間差でいずれも増えてくることが見込まれるが、脱炭素の流れの中で増産に消極的な企業が増えているため、そのペースは2017年や2018年より緩やか。40米ドル台後半から50米ドル台と言われるシェール企業の損益分岐点よりも高い60米ドル台が、来年から再来年にかけての落ち着きどころになると見込む。

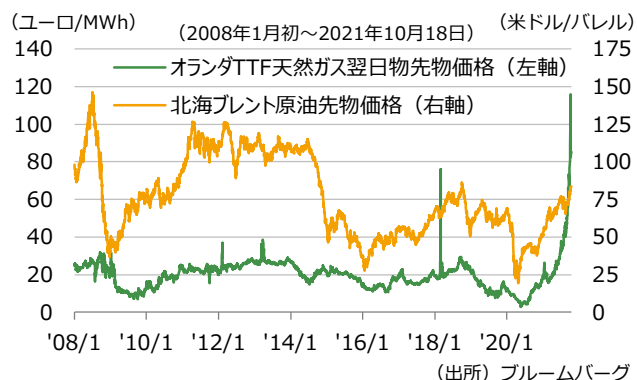
原油価格と原油在庫



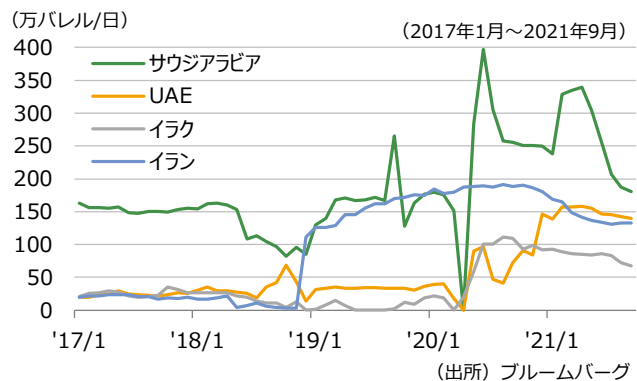
※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫（2021年10月以降はEIAの見通し）
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

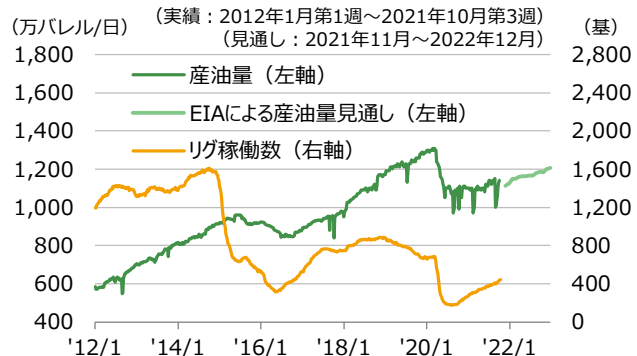
天然ガス価格と原油価格



OPEC主要国の増産余地



米国の産油量と原油掘削リグ稼働数



※産油量の実績は2021年10月第2週まで

(出所) EIA、Baker Hughes



金

上値の重い展開が継続

足元の重要テーマの1つは「インフレ懸念の高まり」である。しかし、それに伴って利上げ前倒しの思惑が強まることで米長期金利も上昇したため、米実質金利の低下（金価格の上昇）は抑制されている。当社は長期金利の上昇余地はそれほど大きくないとみているが、時間の経過とともにインフレに関する不確実性が後退することで期待インフレ率が低下し、金価格への下押し圧力は続きやすいと考えている。

金ETFへの資金流入を促す材料が乏しい

年初から、1,700米ドル前後では中銀による金準備の積み増しや実需の買いが観測されており、短期的な上昇局面では投機筋による先物買いが確認されている。一方、金ETFからの緩やかな資金流出の傾向は続いている。過去の経験則からいえば、金価格が明確な上昇トレンドを描くためには、金ETFへの継続的な資金流入が必要だが、現時点では資金流入を促す材料は乏しいと言わざるを得ない。

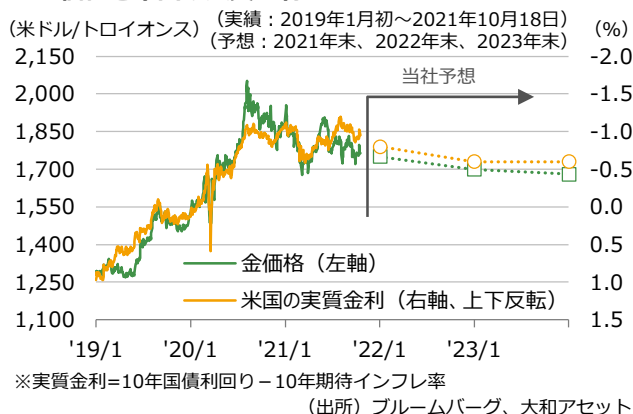
前回の利上げに至るまでの経験が重荷

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

理論的には大幅下落の可能性は低い

前回の金融政策正常化時より中立金利（≒長期金利の上限）が切り下がっている。また、長期金利を向こう10年間の政策金利の平均値と考えれば、ゼロ金利政策の下で長期金利が中立金利に接近するにも限界がある。10年期待インフレ率が2%台、長期金利が2%未満を維持すれば、実質金利はマイナスが継続することになり、前回の金融政策正常化時より金価格の下落は小幅にとどまる可能性が高い。

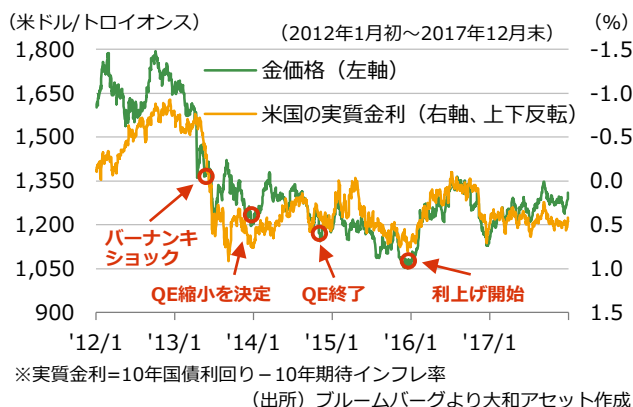
金価格と米国の実質金利



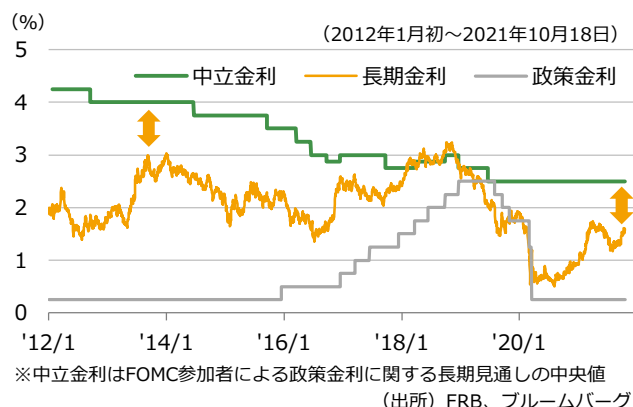
金価格と金ETFの残高



米国の金融政策正常化時の金価格と米国の実質金利



米国の金利



当面のリスク要因

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

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		10/18	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-2.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	0.00	-1.25
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.15	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.35
ブラジル	セリック・レート	6.25%	1.00	4.25	-0.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.65
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.50
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.50	-2.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.75%	0.25	0.50	-3.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	6.75%	0.00	2.50	-0.75
トルコ	1週間物レポ金利	18.00%	-1.00	7.75	-6.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		10/18	1カ月	1年	3年
米国		1.60%	0.24	0.85	-1.58
ドイツ		-0.15%	0.13	0.47	-0.56
日本		0.10%	0.04	0.07	-0.06
カナダ		1.59%	0.30	1.01	-0.91
豪州		1.74%	0.44	1.02	-0.98
中国		3.04%	0.16	-0.18	-0.53
ブラジル		11.46%	-0.01	3.10	0.80
英国		1.14%	0.29	0.95	-0.40
インド		6.39%	0.22	0.45	-1.52
インドネシア		6.10%	-0.04	-0.65	-2.49
メキシコ		7.49%	0.43	1.35	-0.67
ロシア		7.61%	0.41	1.37	-1.11
トルコ		19.20%	2.70	5.82	1.31

		直近値	期間別変化率		
株価指数		10/18	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	35,259	1.9%	23.3%	38.9%
	S&P500	4,486	1.2%	28.8%	62.0%
ユーロ圏	STOXX 50	4,151	0.5%	27.9%	29.3%
日本	日経平均株価	29,025	-4.8%	24.0%	28.1%
	TOPIX	2,019	-3.9%	24.8%	18.5%
中国	MSCI中国	93.64	2.1%	-9.2%	31.7%
インド	MSCIインド	2,141	4.4%	55.0%	76.0%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,935	14.5%	23.2%	6.4%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,396	3.2%	47.9%	44.8%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		10/18	1カ月	1年	3年
米ドル		114.32	4.0%	8.5%	1.9%
ユーロ		132.73	3.0%	7.5%	3.3%
カナダ・ドル		92.35	7.2%	15.5%	7.7%
豪ドル		84.73	6.0%	13.5%	6.4%
人民元		17.79	4.7%	13.0%	10.0%
ブラジル・リアル		20.74	-0.3%	11.1%	-31.2%
英ポンド		156.93	3.8%	15.3%	7.4%
インド・ルピー		1.52	1.3%	5.5%	-0.6%
インドネシア・ルピア		0.81	4.8%	13.2%	9.9%
フィリピン・ペソ		2.25	2.1%	3.9%	7.7%
ベトナム・ドン		0.50	3.9%	10.3%	4.4%
メキシコ・ペソ		5.60	1.9%	12.3%	-4.4%
ロシア・ルーブル		1.60	6.4%	18.3%	-5.9%
トルコ・リラ		12.24	-3.8%	-8.0%	-38.6%

		直近値	期間別変化率		
リート		10/18	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	24,184	2.7%	41.8%	47.0%
日本	東証REIT指数	2,109	-0.6%	24.8%	19.1%

		直近値	期間別変化率		
商品		10/18	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	82.44	14.5%	101.7%	20.1%
金	COMEX金先物価格	1,765	0.9%	-7.2%	43.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

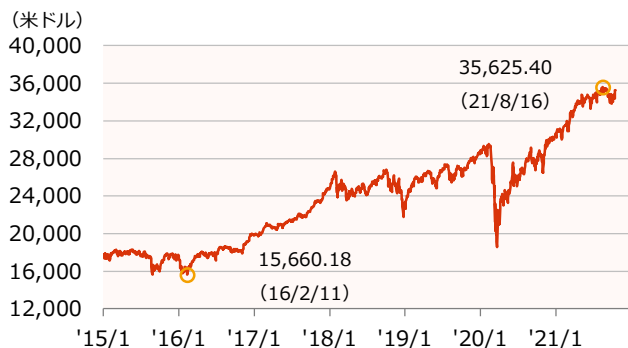
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

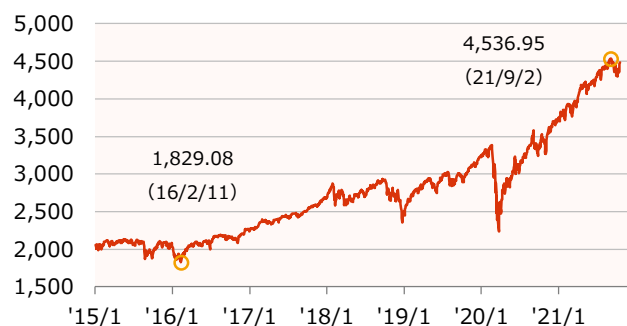
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



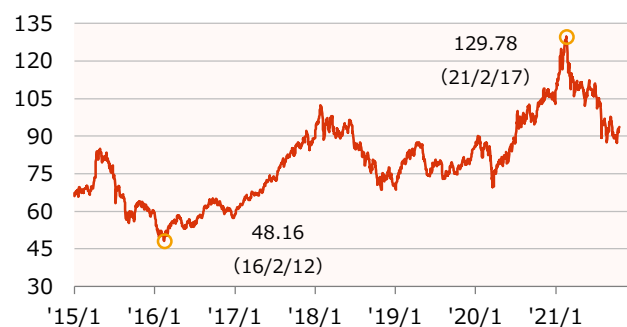
日経平均株価



TOPIX



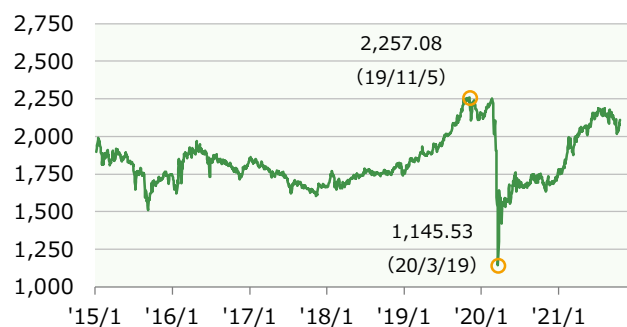
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



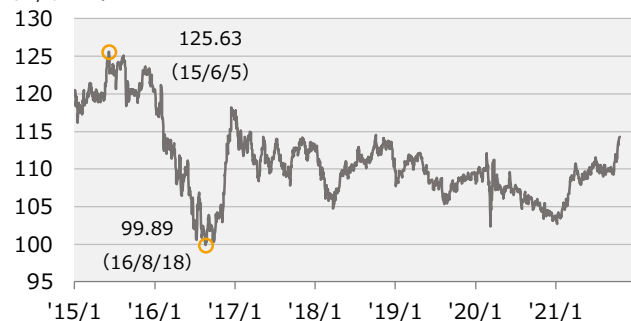
※グラフの期間は2015年1月初～2021年10月18日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

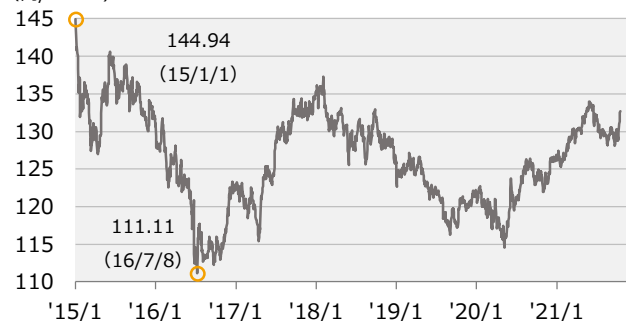
米ドル

(円/米ドル)



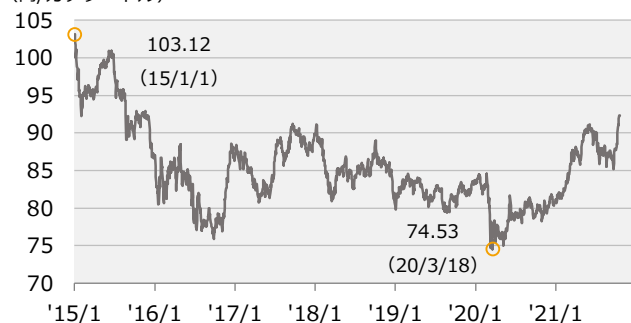
ユーロ

(円/ユーロ)



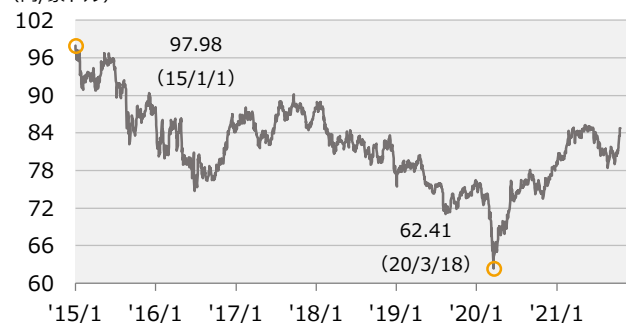
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



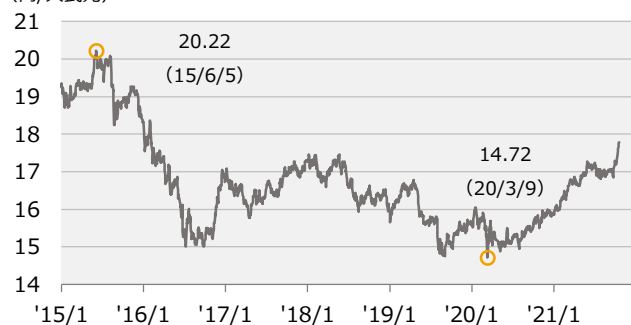
豪ドル

(円/豪ドル)



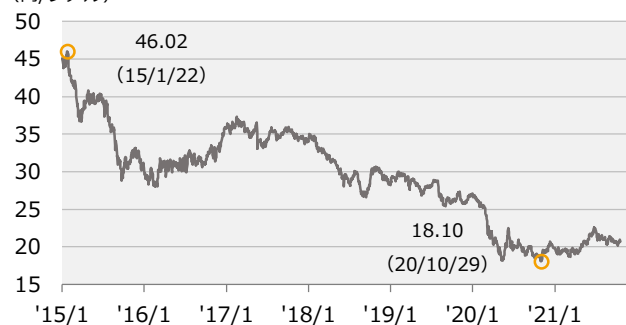
中国人民元

(円/人民元)



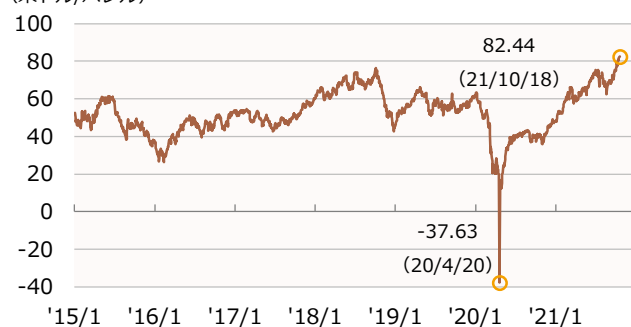
ブラジル・リアル

(円/リアル)



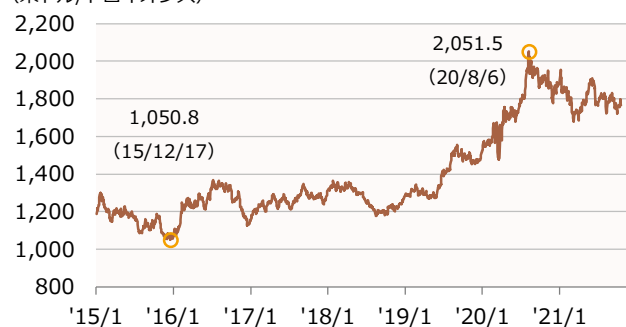
WT原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2021年10月18日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

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

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	（現在は主として） 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2021年末の予想値	0～0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 2021年末に新規の資産買入れの減額を開始、2022年中に新規の資産買入れを終了	2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化	2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2021年	11月		●FOMC (2-3日)	●RBA理事会 (2日) ●OPECプラス会合 (4日) ●インドディワリ祭り (4日) ●中国第4回国際輸入博覧会 (5-10日) ●中国6中全会 (8-11日)
	12月	●日銀金融政策決定会合 (16-17日)	●FOMC (14-15日) ●ECB理事会 (16日) ●EU首脳会議 (16-17日)	●RBA理事会 (7日) ●カナダ金融政策決定会合 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (8日) ●香港立法会議員選挙 (19日) ●中国中央経済工作会議 (月内)
2022年	1月	●日銀金融政策決定会合 (17-18日) ●通常国会召集 (月内)	●ECB理事会 (20日) ●FOMC (25-26日) ●クラリダFRB副議長任期 (31日) ●米一般教書演説 (月内)	●カナダ金融政策決定会合 (26日)
	2月		●パウエルFRB議長任期 (5日) ●米予算教書 (月内) ●ドイツ大統領選挙 (13日)	●中華圏旧正月 (1日) ●ブラジル金融政策決定会合 (2日) ●北京冬季オリンピック、パラリンピック競技大会 (4-3月13日)
	3月	●日銀金融政策決定会合 (17-18日)	●ECB理事会 (10日) ●FOMC (15-16日) ●EU首脳会議 (月内)	●中国全人代 (上旬) ●カナダ金融政策決定会合 (2日) ●韓国大統領選挙 (9日) ●ブラジル金融政策決定会合 (16日) ●香港行政長官選挙 (27日)
	4月	●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●ECB理事会 (14日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●フランス大統領選挙 (10日)	●ラマダン開始 (3日) ●カナダ金融政策決定会合 (13日)
	5月		●FOMC (3-4日) ●EU首脳会議 (月内)	●ラマダン終了 (2日) ●ブラジル金融政策決定会合 (4日) ●フィリピン大統領・議会選挙 (9日) ●イラク議会選挙 (月内)
	6月	●日銀金融政策決定会合 (16-17日) ●通常国会会期末 (月内)	●ECB理事会 (9日) ●FOMC (14-15日) ●G7首脳会議 (独、月内) ●フランス議会選挙 (12日)	●カナダ金融政策決定会合 (1日) ●ブラジル金融政策決定会合 (15日)
	7月	●日銀金融政策決定会合 (20-21日) ●参議院議員任期満了 (25日)	●ECB理事会 (21日) ●FOMC (26-27日)	●ハッジ開始 (7-12日) ●カナダ金融政策決定会合 (13日) ●インド大統領選挙 (月内)
	8月			●ブラジル金融政策決定会合 (3日)
	9月	●日銀金融政策決定会合 (21-22日)	●FOMC (20-21日) ●ECB理事会 (22日)	●カナダ金融政策決定会合 (7日) ●ブラジル金融政策決定会合 (21日)
	10月	●日銀金融政策決定会合 (27-28日)		●ブラジル大統領選挙 (2日) ●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)

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

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

（作成基準日：2021年10月18日）

（発行日：2021年10月22日）