

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 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



利下げ転換までの時間軸

- I 過去1カ月の株価は世界的にやや軟調に推移した。その大きな理由は利上げの最終地点の見通しが切り上がったこと。同時に、その割には株価は底堅いともいえよう。利上げという「山登り」の頂上が見えてきたこと、「山下り（利下げ）」の時期が近づいていることが株価の下支え要因となっている。
- I そうであれば、来年利下げが行われるのか否か。換言すれば、インフレ退治が速やかに完了するのか否か。今後のマーケットを見ていく上で最大のチェックポイントはここにある。

 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	… 金利上昇による短期調整リスクは警戒の一方、利上げ停止時期も徐々に意識。
	債	… 来年初に4.50%まで利上げ。来年後半から利下げ観測とともに長期金利は低下へ。
	リ	… 金利動向や賃料上昇の継続性に注目。
	為	… インフレ期待と利上げ観測の高まりによる金利上昇と米ドル高圧力は後退しつつある。
 ユーロ圏	経	… 物価高騰や金利上昇を主因に当面は停滞も、2023年後半以降は景気回復軌道に。
	株	… 天然ガス調達リスクと利上げの経済への影響により不確実性は依然高い。
	債	… ECBは10月以降、計1.5%ポイントの追加利上げへ。ドイツの長期金利は2%が上限。
	リ	… 利上げがユーロ高要因、エネルギー不足とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因。
	為	… 利上げがユーロ高要因、エネルギー不足とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因。
 日本	経	… 経済活動の再開が本格化。旅行需要や自動車生産などの回復加速に期待。
	株	… 円安や水際対策の緩和、緩和的な金融政策が株価をサポート。
	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	… 金融緩和政策が円安要因、世界景気減速懸念によるリスクオフや金利低下が円高要因。

表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 積極的な利上げの効果が表れ始め、実質GDP成長率は徐々に減速へ。
- 債 … インフレ抑制に向けて4%まで利上げ。景気減速懸念で長期金利の上昇余地は小さい。
- 為 … 景気減速懸念に要注意だが、利上げ継続と貿易収支の改善がカナダ・ドルの下支え要因。



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3.35%へ。長期金利の上昇余地は限定的。
- 為 … RBAの利上げ継続姿勢や相対的に堅調な経済が豪ドル買いを後押ししよう。



中国

- 経 … 景気回復は緩やかなペースに留まり、2022年は4%未満の低成長へ。
- 株 … 景気回復のペースは鈍いが、金融緩和を受け上下に振れながらレンジを切り上げると予想。
- 債 … 安定的な推移を見込むが、海外の金利上昇を受け、相対的な投資妙味が幾分薄れる。
- 為 … 米中長期金利の逆転や割高感などが逆風も、経常黒字を支えに、レンジ推移を予想。



ブラジル

- 経 … 積極的な財政政策や供給制約の緩和、インフレ沈静化が高金利の悪影響を和らげる。
- 債 … 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇も想定される。
- 為 … インフレ鈍化や高金利などにより、海外からブラジル証券市場へ資金が流入すると予想。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

利上げの最終地点の切り上がり

過去1カ月の株価は世界的にやや軟調に推移。その大きな理由は利上げの最終地点の見通しが切り上がったこと。例えば米国の場合、8月15日の時点で市場は来年4月の3.62%だと予想していた。1カ月後の9月15日には、同月の4.46%へと切り上がった。各国中央銀行が金融引き締めを一段と強化するという見通しが株価のネガティブ要因となったわけだ。

その割には株価は底堅い

同時に、その割には株価は底堅いともいえよう。そもそも利上げの最終地点の見通しが切り上がったのはインフレ圧力が根強いためであり、その理由の1つに景気（需要）が想定より強いこともある。実際にエコノミック・サプライズ指数は足元で上昇基調で、つまり発表される経済指標が事前の市場予想を上回るケースが増えていることを意味する。

金融市場

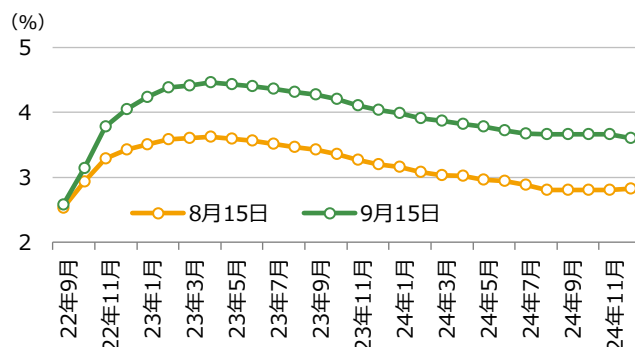
「山登り」の頂上が見えてきた

また、利上げという「山登り」で頂上が見えてきたこともあろう。前述の通り利上げの最終地点の見通しは切り上がったものの、そこに到達する時期の見通しは変わっていない。米国の場合、それは来年4月で、以降は「山下り（利下げ）」に入ることを市場は予想している。時間の経過で山下りの時期が近づいていることが株価の下支え要因となっている。

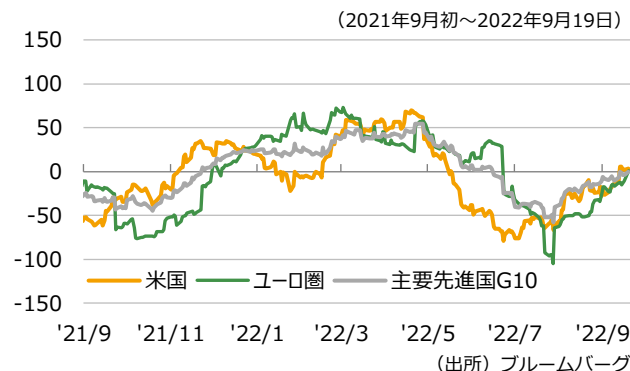
ポイントは来年の利下げの有無

そうであれば、ポイントは来年利下げが行われるのか否か。換言すれば、インフレ退治が速やかに完了するのか否か。各国のCPIは概ねピークアウトしたと言える状況にあるが、住居費などの粘着性のあるサービス価格が順調に低下していくのかは、現時点ではなんとも言いえない。市場が期待する来年の利下げの有無は、そこにかかっていると言え、今後のマーケットを見ていく上で最大のチェックポイント。

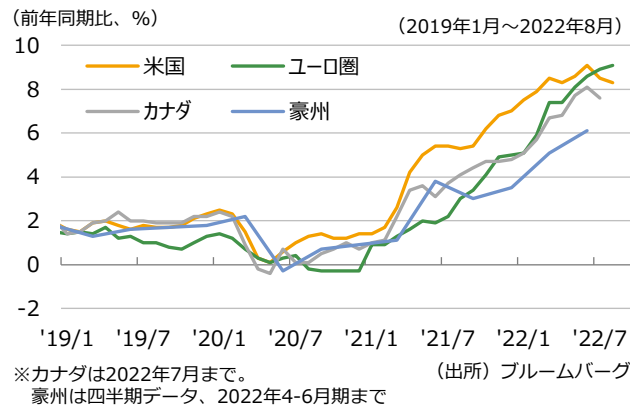
市場による米国政策金利の見通し（FF金利先物）



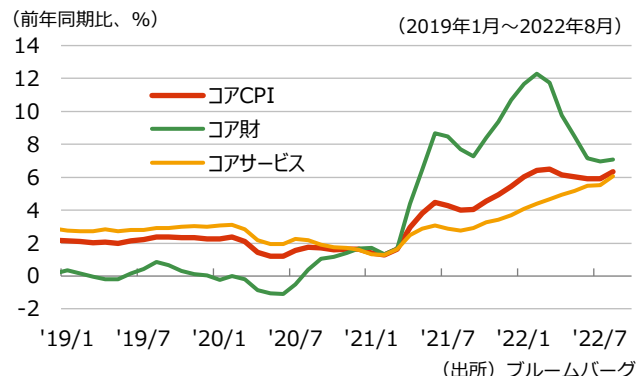
エコノミック・サプライズ指数



先進国の消費者物価指数



米国の消費者物価指数



主要資産の見通し（今後1年程度）

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				中立金利を大幅に上回る利上げにより、GDP成長率は潜在成長率を下回る見通し。 物価高騰や金利上昇を主因に当面は停滞も、2023年後半以降は景気回復軌道に。 経済活動の再開が本格化。旅行需要や自動車生産などの回復加速に期待。 積極的な利上げの効果が表れ始め、実質GDP成長率は徐々に減速へ。 労働市場の回復や過剰貯蓄などが、インフレや金利上昇に対するバッファに。 年後半の景気回復は緩やかなペースに留まり、今年は4%未満の低成長へ。 積極的な財政政策や供給制約の緩和、インフレ沈静化が高金利の悪影響を和らげる。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				金利上昇による短期調整リスクは警戒の一方、利上げ停止時期も徐々に意識。 天然ガス調達リスクと利上げの経済への影響により不確実性は依然高い。 円安や水際対策の緩和、緩和的な金融政策が株価をサポート。 景気回復のペースは鈍いが、金融緩和を受け上下に振れながらレンジを切り上げると予想。 目先は、原油価格の調整を好感し、買戻しが進みやすい地合いに。 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。 目先は、好調な景気回復や原油価格の調整を受け、買戻しが進みやすいと予想。 海外市況に振られやすいが、割安なバリュエーション、堅調な景気が株価上昇を牽引。
	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				来年初に4.50%まで利上げ。来年後半から利下げ観測とともに長期金利は低下へ。 ECBは10月以降、計1.5%ポイントの追加利上げへ。ドイツの長期金利は2%が上限。 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4%まで利上げ。景気減速懸念で長期金利の上昇余地は小さい。 当面の連続利上げにより、政策金利は年内に3.35%へ。長期金利の上昇余地は限定的。 安定的な推移を見込むが、海外の金利上昇を受け、相対的な投資妙味が幾分薄れる。 高い金利水準に加え、来年以降の利下げを意識した債券価格の上昇も想定される。 BOEは3%まで利上げ。物価高騰で長期金利は高止まりも、2023年後半以降は低下へ。 原油価格の下落、世界債券インデックス入りへの期待などが支えとなり、選好されやすい。 海外のリスク回避の影響を受けやすく、目先は金利上昇しやすい地合いに。 インフレ動向や米国の金融引き締めペースをにらみながら利上げを継続。 ※脚注参照 過去数カ月で国債利回りは大幅に低下し、リスクの高さを考慮すれば投資妙味は乏しい。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

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

商品	原油				WTIの想定レンジは80～100米ドルだが、景気減速や流動性低下でリスクは下振れ方向。 インフレ懸念と金融引き締めの闘いは後者に重配。買いポジション解消の動きに要注意。
	金				

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

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

為替	米ドル				インフレ期待と利上げ観測の高まりによる金利上昇と米ドル高圧力は後退しつつある。 利上げがユーロ高要因、エネルギー不足とインフレによる景気悪化懸念がユーロ安要因。 金融緩和と政策が円安要因、世界景気減速懸念によるリスクオフや金利低下が円高要因。 景気減速懸念に要注意だが、利上げ継続と貿易収支の改善がカナダ・ドルの下支え要因。 RBAの利上げ継続姿勢や相対的に堅調な経済が豪ドル買いを後押ししよう。 米中長期金利の逆転や割高感等が逆風も、経常黒字を支えにレンジ推移を予想。 インフレ鈍化や高金利などにより、海外からブラジル証券市場へ資金が流入すると予想。 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。 中銀がルピーを買い支えているが、貿易収支の悪化が懸念され、ルピー安が進みやすい。 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。 貿易収支の悪化が引き続き懸念され、ペソ安要因に。 堅調な輸出が下支えも、目先は海外のリスク回避の流れで軟調に推移しやすい。 米国に歩調を合わせた金融政策により、対米ドルでは方向感に乏しい展開が続こう。 ※脚注参照 中銀に利上げの意志はなく、大幅な経常赤字も続いており、リラ高の材料は乏しい。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

※ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 予想値引き上げ

… 予想値引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2020年	2021年	予想値 2022年	2023年	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国	-3.4	5.7	1.5	0.7	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	4.00 ~ 4.25	4.25 ~ 4.50	0.91	1.51	3.4	3.2
ユーロ圏*1	-6.1	5.2	3.3	0.2	0.00 -0.50	0.00 -0.50	2.50 2.00	2.75 2.25	-0.57	-0.18	1.7	1.5
日本	-4.6	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	3.3	1.0	0.25	0.25	4.00	4.00	0.68	1.43	3.2	2.9
豪州	-2.2	4.8	3.9	2.3	0.10	0.10	3.35	3.35	0.97	1.67	3.6	3.1
中国	2.2	8.1	3.8	5.4	2.95	2.95	2.75	2.75	3.15	2.78	2.8	3.0
ブラジル	-3.9	4.6	2.9	1.2	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 NYダウ	30,606 7.2%	36,338 18.7%	29,700 -18.3%	31,800 7.1%	米ドル	103.25円 -4.9%	115.08円 11.5%	138円 19.9%	131円 -5.1%
米国 S&P500	3,756 16.3%	4,766 26.9%	3,720 -22.0%	3,980 7.0%	ユーロ	126.18円 3.6%	130.90円 3.7%	138円 5.4%	132円 -4.3%
欧州 STOXX 50	3,553 -5.1%	4,298 21.0%	3,300 -23.2%	3,470 5.2%	カナダ・ドル	81.13円 -3.0%	91.08円 12.3%	108円 18.6%	102円 -5.6%
日本 日経平均株価	27,444 16.0%	28,792 4.9%	29,000 0.7%	32,500 12.1%	豪ドル	79.47円 4.2%	83.68円 5.3%	101円 20.7%	98円 -3.0%
日本 TOPIX	1,805 4.8%	1,992 10.4%	2,070 3.9%	2,280 10.1%	中国人民元	15.89円 1.8%	18.09円 13.9%	19.7円 8.9%	19.3円 -2.0%
中国 MSCI	108.58 26.7%	84.29 -22.4%	85 0.8%	90 5.9%	ブラジル・レアル	19.89円 -26.3%	20.65円 3.8%	28.2円 36.5%	27.9円 -1.1%

	リート			
	実績値 2020年末	2021年末	予想値 2022年末	2023年末
米国 NAREIT指数	18,543 -8.0%	26,561 43.2%	24,000 -9.6%	25,900 7.9%
日本 東証REIT指数	1,784 -16.9%	2,066 15.8%	2,100 1.6%	2,200 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	7.4	3.4	0.0	0.10	0.25	3.00	3.00	0.20	0.97	2.8	2.6
インド*1	-6.6	8.7	7.2	6.6	4.00	4.00	6.00	6.00	5.87	6.45	7.6	7.0
インドネシア	-2.1	3.7	5.7	5.8	3.75	3.50	4.50	5.00	5.89	6.38	7.5	7.3
フィリピン*2	-9.5	5.7	6.8	6.5	2.00	2.00	4.75	5.00	1.83	2.18	4.4	4.2
ベトナム	2.9	2.6	7.2	6.7	4.00	4.00	5.50	6.00	-	-	-	-
メキシコ	-8.2	4.8	2.0	1.0	4.25	5.50	10.00	10.00	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	11.4	4.5	3.5	17.00	14.00	12.00	12.00	12.42	23.18	11.0	14.0

	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	2,200	2,300	英ポンド	141.15円	155.74円	158円	152円
MSCI	16.8%	27.3%	8.0%	4.5%		-2.0%	10.3%	1.4%	-3.8%
インドネシア	6,597	6,696	7,800	8,000	インド・ルピー	1.41円	1.55円	1.68円	1.64円
MSCI	-9.5%	1.5%	16.5%	2.6%		-7.1%	9.5%	8.5%	-2.4%
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	0.890円	0.873円
VN指数	14.9%	35.7%	-6.6%	10.7%		-5.7%	9.3%	10.2%	-1.9%
					フィリピン・ペソ	2.15円	2.26円	2.38円	2.34円
						0.1%	5.2%	5.4%	-1.7%
					ベトナム・ドン*3	0.447円	0.504円	0.579円	0.555円
						-4.5%	12.7%	14.8%	-4.1%
					メキシコ・ペソ	5.19円	5.61円	6.90円	6.55円
						-9.5%	8.0%	23.1%	-5.1%
					ロシア・ルーブル*4	1.40円	1.53円	-	-
						-20.4%	9.7%	-	-
					トルコ・リラ	13.9円	8.6円	7.2円	6.3円
						-23.8%	-38.5%	-15.8%	-12.5%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

*4 ロシアについては現下の国際情勢を踏まえ合理的な予想が困難なため未記載

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

サービス業中心に底堅さを見せる景気

景気モメンタムは底堅さを見せた。8月ISM製造業景況感指数は52.8と、前月比横這い。①支払価格判断の低下、②雇用判断の上昇、③受注・在庫バランスの改善、と中身も良好。同非製造業景況感指数も56.9と上振れ。2カ月連続の上昇となったほか、新規受注や雇用判断にも改善が見られるなど、サービス業の底堅さを示す結果だった。分水嶺の50を上回っており、本格的な景気後退の兆しは見られず。

労働参加率改善に伴う失業率上昇

一連の利上げが雇用環境に影響を落とし始めている兆しも依然窺えない。8月非農業部門雇用者数は前月比+31万人と、前月から鈍化したとはいえ力強く増加している。失業率は3.7%と予想外に上昇したものの、労働参加率改善に起因。ただし、「プライムエイジ」と呼ばれる働き盛りにあたる25～54歳の労働参加率はコロナ禍前の水準へと回復しており、更なる労働参加率上昇には高いハードルがある。

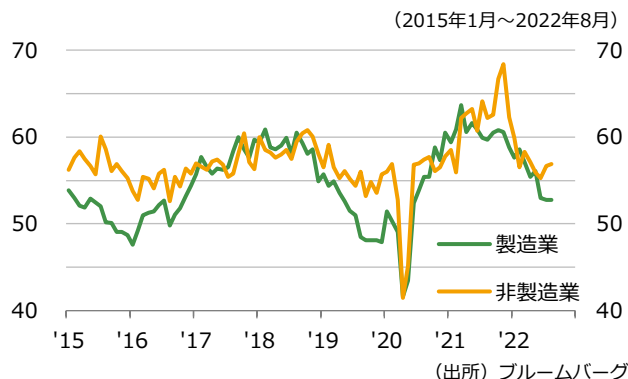
CPIショック再び

8月CPIは大幅上振れ。総合は前月比+0.1%と下落予想に反して上昇、コアCPIも同+0.6%と市場予想の同+0.3%を大幅に上回った。①これまでの住宅市況高騰を受けた住居費の上昇、②賃金上昇率の加速を受けた全般的なサービス価格上昇、③コア財価格の想定以上の堅調さ、などがインフレ加速に寄与。インフレ抑制に向けた目立った効果が見られておらず、利上げ観測を一段と高める結果となった。

2023年景気見通しを下方修正

企業センチメントに代表される景気モメンタムの底堅さや労働市場の好調さ、過剰貯蓄の積み上がりなどを背景に、2022年の実質GDP成長率は前年比+1.5%と潜在成長率を若干下回るペースでの景気拡大を予想。他方、中立金利を大幅に上回る高金利政策の直接・間接的な下押し圧力を受け、景気モメンタムは中期的に悪化すると予想。2023年の見通しを前年比+0.7%へと下方修正した。

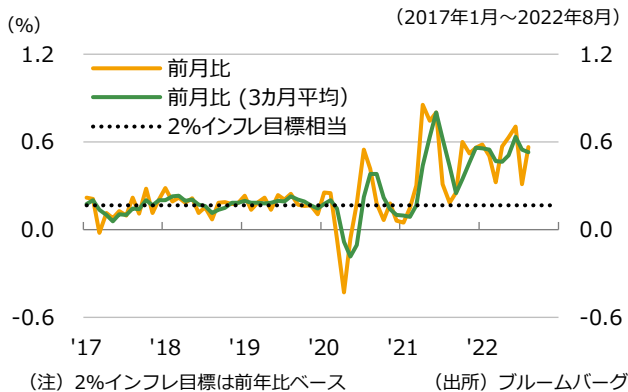
ISM景況感指数に見る企業センチメント



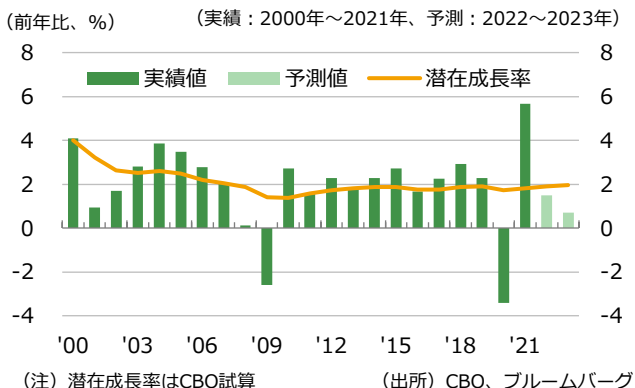
労働参加率改善による失業率上昇は一過性か



コアCPIに見る物価上昇モメンタム



実質GDP成長率：実績と予測





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。金融引き締めへの警戒により、直近1カ月の株価は下落し、日米欧の中でも低位な騰落率。それでも金利上昇等による株価の下落リスクは残ると考え、S&P500の22年末予想は3,720pに引き下げた。一方、23年後半には利下げ開始時期が市場の焦点になることが予想され、株価は徐々に底堅い推移になると予想する。23年末予想は据え置き、中立の投資判断も継続する。

実質金利の上昇は警戒

最終的な政策金利水準見通しの切り上がり等により、実質金利は上昇。PERに割高感はないものの実質金利の変動を考慮すると、株価は短期的に下落リスクが残るとみる。一方、景気鈍化による企業業績のコンセンサス予想切り下がりリスクもあるものの、FRBの利上げ停止時期が意識される局面も近づきつつある。利上げ停止への注目により、時間の経過と共に株価は徐々に下値耐性を示す展開を予想する。

利上げ停止時期に大きな変化はない

パウエルFRB議長発言やCPIの上振れなどにより、今回の利上げサイクルにおける最終的な政策金利の水準に関する市場予想は上昇した。しかし、2023年前半に政策金利がピークを迎えるとの見方には変化はない。利下げ開始時期については2023年後半～2024年の間で市場予想が変化する余地があるものの、利上げ停止時期は不確実性が低下しつつあるとみられ、この点は株価の支援材料と考える。

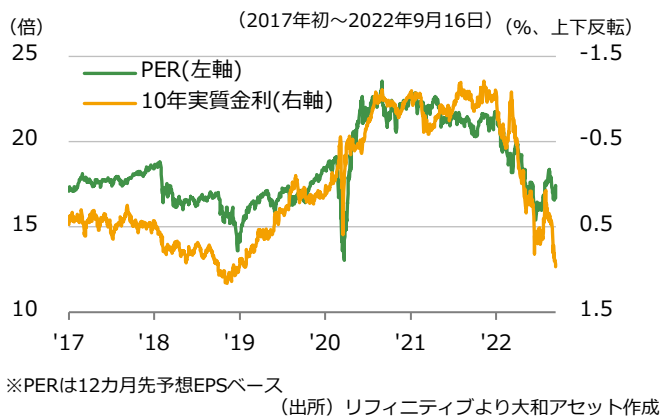
インフレ圧力の低下待ち

インフレが相場の主要テーマである状況には変わりがない。人手不足の程度を示す求人率は高水準にあり、賃金上昇圧力の警戒感は根強い。その一方、求人率は頭打ち気味であるほか、個別企業からは採用抑制や人員削減の発表も散見される。求人率が明確な低下に向かえば、その後の賃金上昇率低下が想起され、株式市場のセンチメントは好転することが期待される。雇用関連統計は引き続き注目したい。

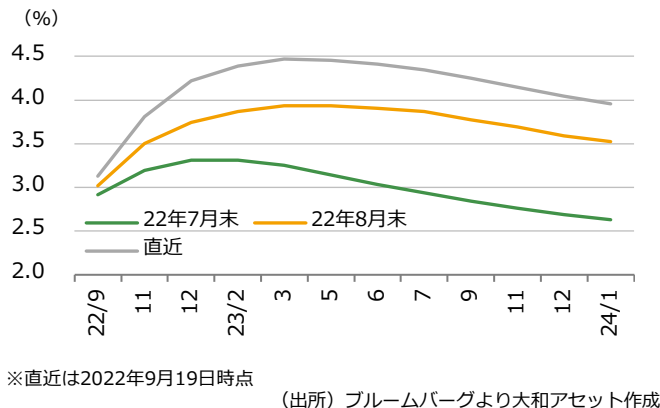
S&P500の推移



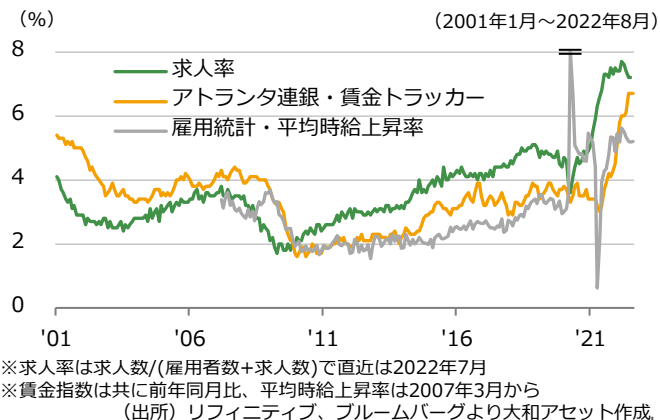
米実質金利とS&P500のPER



FF金利先物が織り込む米政策金利の見通し



求人率と賃金伸び率





債券・金利

政策金利見通しを上方修正

CPIショックを受けて、政策金利見通しを2022年末4.25%、2023年末4.50%へと再び上方修正した（従来は各3.50%）。年末にかけて利上げペースは鈍化する公算が大きいものの、インフレの抑制に向けた目立った進展が確認されないため、FRBは高金利政策を一段と強化すると見込まれる。インフレが本格的に鈍化し始める可能性が高い2023年初に利上げ打ち止め、年末にかけて金利据え置きを予想。

長期金利見通しを据え置き

金利先物市場は4.5%弱までの追加利上げを織り込み済み。他方、来年後半における利下げ期待は0.50%ポイント前後にまで再び拡大。5%などの予想外な到達点の引き上げや2024年以降の利下げ想定的大幅後ずれがない限り、長期金利の大幅上昇リスクは限定的と考えられる。したがって、長期金利見通し（22年末3.4%、23年末3.2%）を据え置く。

リート

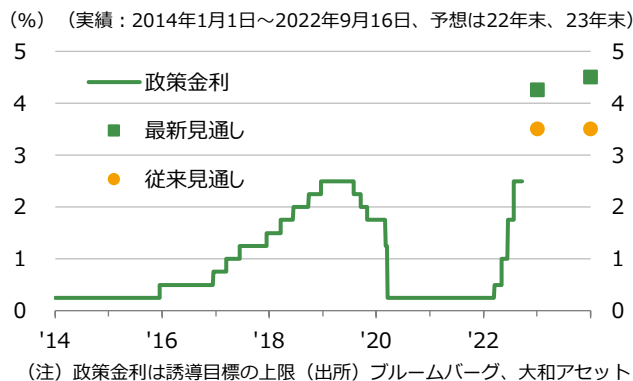
長期金利の上昇などを背景に下落

米国リート市場は、8月半ばから9月半ばにかけて、根強いインフレ圧力などを背景に金融引き締め、長期化などが懸念され軟調推移。インフレは賃料上昇などを通じてリート業績にプラスに働くものの、金利上昇や景気先行き懸念などはリートのバリュエーションにマイナス。今後リート業績は株価の下支え要因となるものの、短期的には金利やインフレ動向に左右される展開が続くと想定。

高水準な負債調達コスト継続

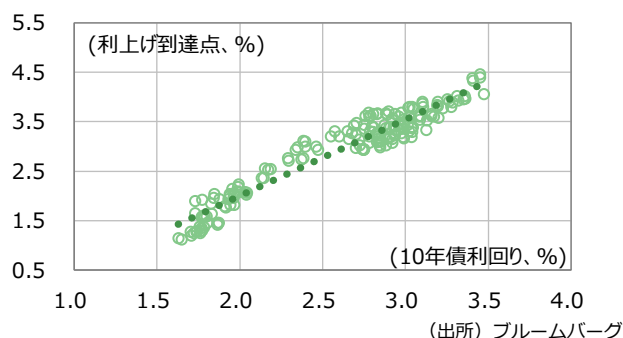
金利の上昇と高水準な信用スプレッドにより、リートの負債調達コストは過去10年で見ても高い水準にあり、実物不動産市場には既に相応の調整圧力がかかっている。ただ現在のところ新規投資などの供給は減少してきているが、不動産価格には大きな影響は出ていない。今後は、景気動向とあわせて不動産価格の動向にも注目したい。

米国政策金利の推移：実績と予想



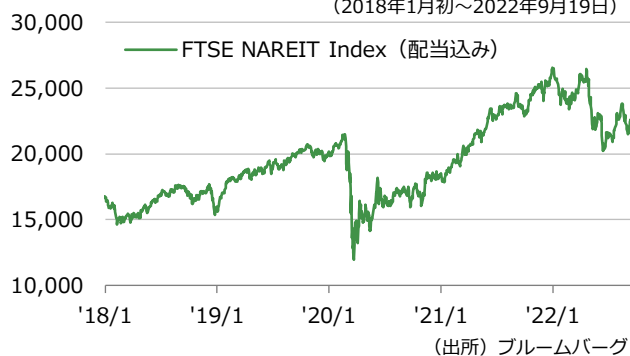
FF金利先物での利上げ到達点織り込みと10年債利回り

(2022年1月4日～2022年9月16日)



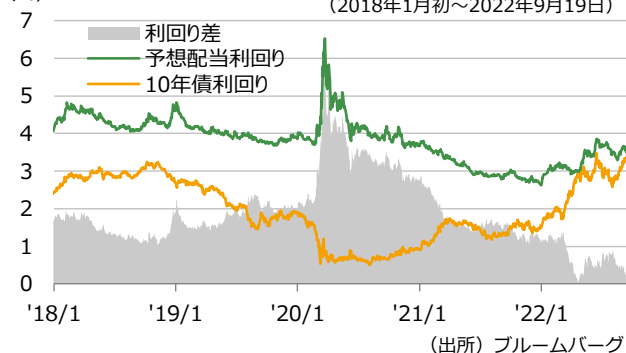
FTSE NAREIT Index推移

(2018年1月初～2022年9月19日)



FTSE NAREIT予想配当利回りと長期金利の利回り差

(%) (2018年1月初～2022年9月19日)





為替

米ドル円は再び日米金利差に連動

日米5年国債金利差と米ドル円には連動性があるが、6月から7月にかけては景気悪化懸念で米金利が低下し、日米金利差が縮小したにもかかわらず、米ドル円が上昇した。日銀の金融緩和修正期待の反動による円安や、欧州景気悪化懸念によるユーロ安・米ドル高、がその理由。ただ、日米金利差のわりに米ドル円が高めの状態を維持しつつも、日米金利差と米ドル円は再び連動するようになっている。

金利差から見る米ドル円の予想レンジ

日米5年金利差が3.5%なら米ドル円は138.8円を中心に133.2~144.4円（推計値±標準誤差×2）、3.8%なら142.3円を中心に136.8~148.0円に収まりやすい。米金利上昇・リスクオフでは、円より米ドルが買われて米ドル円が上昇しやすい一方、米金利低下・リスクオフでは、米ドルより円が買われて米ドル円が下落しやすい。年内、米ドル円は134~147円程度で推移する可能性が高いと見ている。

米ドル円上昇の背景に米実質金利上昇

米実質金利と米ドル円にも連動性がある。2022年6月に米金利が低下しても米ドル円は上昇を続けたが、米実質金利の動きが一因だった。米金利が低下したのは、FRBの金融引き締めを背景に期待インフレ率が低下したからであり、実質金利は低下していなかった。そのために、米ドル円が下落しなかったと言える。8~9月は利上げ観測の高まりによる米実質金利の上昇とともに米ドル円が上昇した。

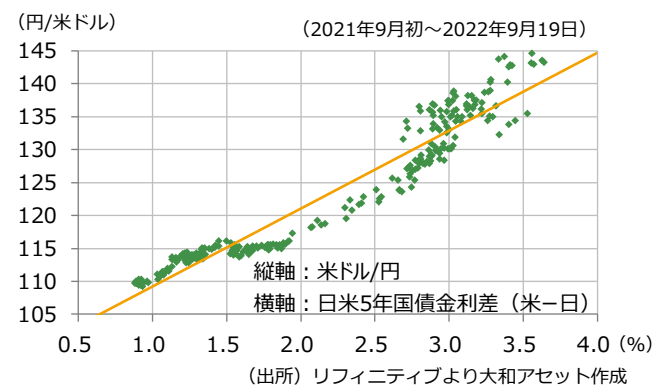
米経済指標が米ドル円下落に働く可能性

米国の経済指標が市場予想を上回るケースが増え、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇した。米ドル高が景気に与える悪影響が一時的に緩和したことが一因と見られる。ただ、10月にかけては米ドル高の悪影響が再び拡大して米経済指標を悪化させる要因になると考えられる。米経済指標が市場予想を下回るケースが増えてESIが低下に転じ、米金利低下と米ドル円下落に働く可能性があるだろう。

日米5年国債金利差と米ドル円



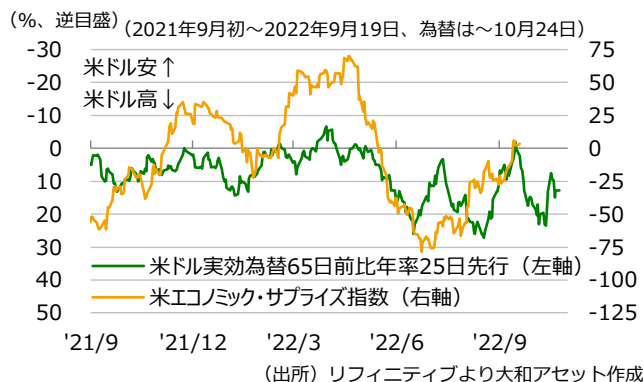
日米5年国債金利差と米ドル円



米実質金利と米ドル円



米ドル実効為替と米エコノミック・サプライズ指数





経済

2023年後半以降は再び景気回復軌道に

実質GDPは4-6月期に前期比0.8%（前期比年率3.1%）と好調であった。7-9月期は既に陰りが出ている上、物価高騰に伴う実質購買力の低下や金利上昇を主因に、10-12月期から2023年前半にかけてはゼロ近傍、或いは若干のマイナス成長を見込む。しかし、ドイツをはじめ、各国の物価急騰対策もあり、天然ガス価格の下落を前提に、2023年後半以降は景気回復軌道に復すると想定する。

景況感は緩やかながらも着実に悪化

PMIは8月に製造業が7カ月連続、サービス業が4カ月連続で低下し、製造業は2カ月連続で、サービス業は2021年3月以来の50割れを記録した。何れも、50を僅かに下回った程度で、通常の景気減速の範囲内ながら、当面は物価高騰、供給制約が景況感の改善を妨げよう。ドイツのサービス業は相対的に悪化が大きい。政府の累計950億ユーロの家計支援による需要下支えが期待される。

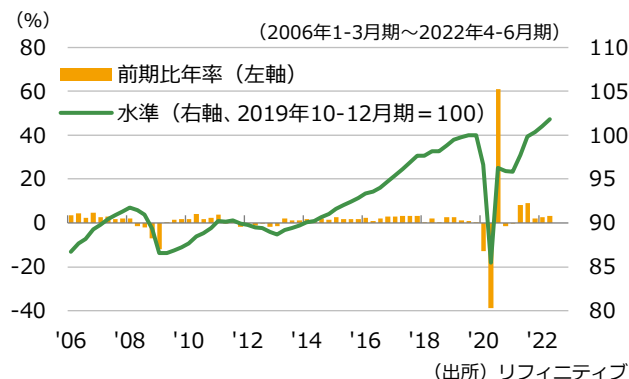
家計の所得と消費の好循環は途絶

失業率は4月から3カ月連続で6.7%の後、7月は6.6%へ低下した。新型コロナウイルスの影響で労働需給のひっ迫が続いており、失業率はユーロ圏発足来の最低を更新し続けている。しかし、賃金上昇率は高まっておらず、実質小売売上高は減少に転じており、家計の所得と消費の好循環は途絶えている。それでも、当面は政府支援が、やがてインフレ率の低下が期待されるため、悪化の程度は限られよう。

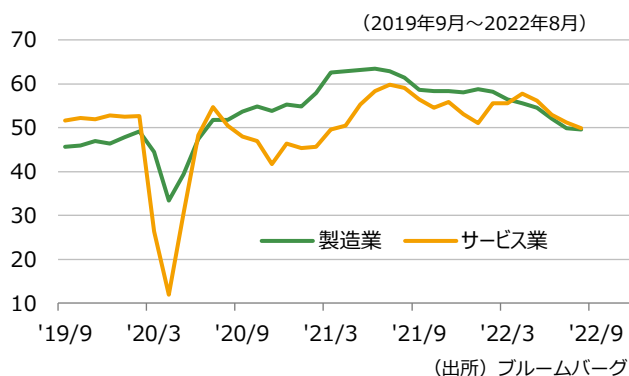
上昇中のインフレ率も早晚低下へ

8月消費者物価指数は総合で前年同月比9.1%、コアで同4.3%と、何れも99年のユーロ圏発足来最大の伸びを記録した。総合で消費者物価指数全体の10%強のウェイトを占めるエネルギー価格が極めて高い伸びを続けている。しかし、代替先からの調達等で、天然ガスの在庫率が上昇していることや、原油価格は6月以降下落に転じていることなどから、インフレ率は早晚低下に転じよう。

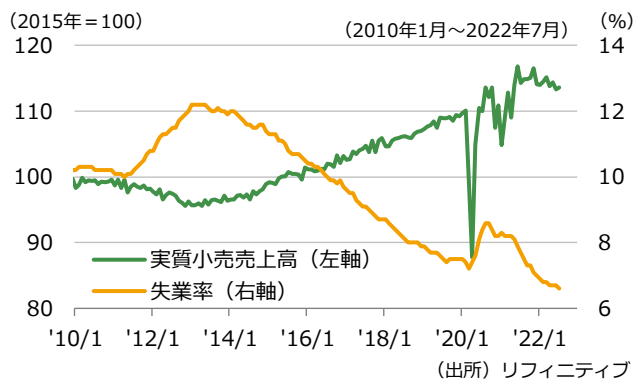
実質GDP



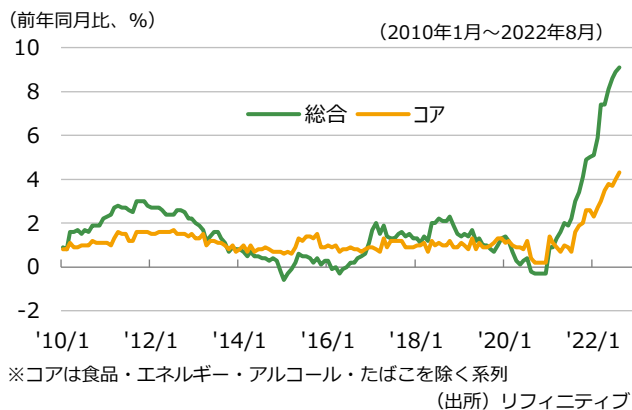
PMI



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

ECBの利上げ開始や域内の天然ガス調達リスクの高まりなどにより、Euro STOXX 50は2022年末の当社予想付近まで下落した。しかし、天然ガス調達リスクがこの1カ月で一段と高まったことや、利上げによる経済への悪影響の顕在化はこれからであること等を考慮すると株価は依然不安定な状況にあると考える。2022年末のEuro STOXX 50予想値を3,300pに引き下げ、やや弱気の判断は継続する。

天然ガス調達は引き続きリスク材料

天然ガス調達に関するこの1ヶ月間の変化はノルドストリーム1の供給が停止したこと。代替調達や使用抑制により、ドイツの天然ガス貯蔵率が90%に到達するなど貯蔵は順調に進んでいる。しかし、欧州の天然ガスは冬が消費のピークであり、夏場の約2倍。冬場に向けた調達等の不確実性は残っているとみられ、依然欧州固有のリスクと考える。

債券・金利

ECBは1.5%ポイントの追加利上げへ

ECBは7月に利上げに転じマイナス金利から脱した後、9月は利上げ幅を0.5%ポイントから0.75%ポイントに拡大した。天然ガス価格の高騰を主因とするインフレ率の顕著な上振れが最大の理由。会合毎にデータに基づいて決定するとしながらも、何回かの追加利上げが必要とラガルド総裁は明言し、断固たる引き締め姿勢を示した。10月以降連続して0.75%、0.5%、0.25%ポイントの利上げを見込む。

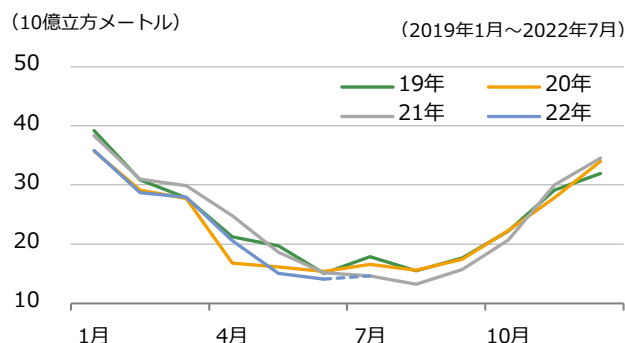
ドイツの長期金利は2%が上限

ECBは6月時点と比較し、9月時点の物価見通しを大幅に上方修正した。逆に、物価高騰や利上げ等を要因に実質GDP成長率は2022年の10-12月期と2023年の1-3月期に停滞するとし、2023年の見通しを2.1%から0.9%へ大幅に下方修正した。量的引き締めの開始も予想されるため、利上げは上記で打ち止めで、ドイツの長期金利は2%を上限と見込む。

Euro STOXX 50の推移



天然ガス消費量の推移（欧州主要5カ国計）

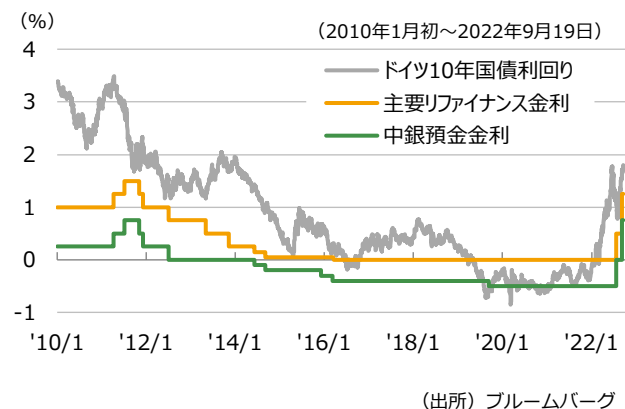


※対象はドイツ、フランス、スペイン、イタリア、オランダ

※22年7月はドイツ、フランス、オランダの値から算出した推計値

(出所) Eurostatより大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利



ECBの経済予測

(各項目の上段は2022年9月時点、下段は2022年6月時点の予測)

		2022年	2023年	2024年
実質GDP	9月時点	3.1	0.9	1.9
(前年比、%)	6月時点	2.8	2.1	2.1
消費者物価指数	9月時点	8.1	5.5	2.3
(前年比、%)	6月時点	6.8	3.5	2.1
食品・エネルギーを除く	9月時点	3.9	3.4	2.3
(前年比、%)	6月時点	3.3	2.8	2.3
(前提)				
EURIBOR3カ月物	9月時点	0.2	2.0	2.1
(%)	6月時点	0.0	1.3	1.6
ブレント原油	9月時点	105.4	89.8	83.6
(米ドル/バレル)	6月時点	105.8	93.4	84.3

※EURIBOR：欧州銀行間金利

(出所) ECB



為替

ユーロは対米ドルで下落、対円で上昇

ユーロは米ドルに対しては下落してきた一方で、円に対しては上昇してきた。ユーロ圏の金利が日本に比べ上昇したことがユーロ高・円安の背景にある。ただ、ECBの利上げ織り込みが進んだので、さらなる欧州金利上昇とユーロ高・円安の余地は限定的と考えられる。ユーロ圏の景気後退やインフレ率のピークアウトがリスクオフや金利低下につながると、ユーロ円が下落に転じる可能性があるだろう。

金利動向に反したユーロ安・米ドル高

7月にはエネルギー供給不足懸念を背景にドイツ金利が米国に比べ相対的に低下し、ユーロ安・米ドル高が進んだ。8月以降はECBの利上げ観測の高まりにより、ドイツ金利が相対的に上昇した。ドイツ金利は米国に比べ低水準であり、米金利が上昇しない限り、相対的に低下しにくいだろう。ただ、金利動向はユーロ高・米ドル安に作用している一方で、リスクオフがユーロ安・米ドル高に作用している。

商品安はユーロ安・米ドル高を抑制か

ロシアが欧州への天然ガス供給を削減したことが欧州のエネルギー不足による景気悪化懸念を招き、リスクオフのユーロ安・米ドル高に働いてきた。ただ、世界的な金利上昇と需要減退懸念を背景に商品市況は下落に転じ、インフレ期待の低下要因になっている。商品安が世界的なインフレや金利上昇を抑制すれば、相対的な欧州金利低下・米金利上昇によるユーロ安・米ドル高を抑える要因となるだろう。

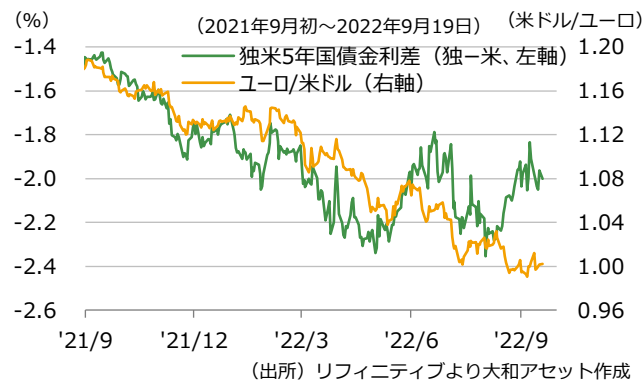
経済指標は円安・ユーロ高要因に

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、米国、ユーロ圏ともに向上傾向で、相対比較においてはユーロ・米ドルが変動しにくいと言える。なお、新興国全体のサプライズ指数は中国の影響で低下したが、ゼロ近辺にある。主要先進国の経済指標が市場予想を上回るケースが増える傾向にあるうちは、リスクオフの円安・米ドル高・ユーロ高の圧力が高まる要因となるだろう。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



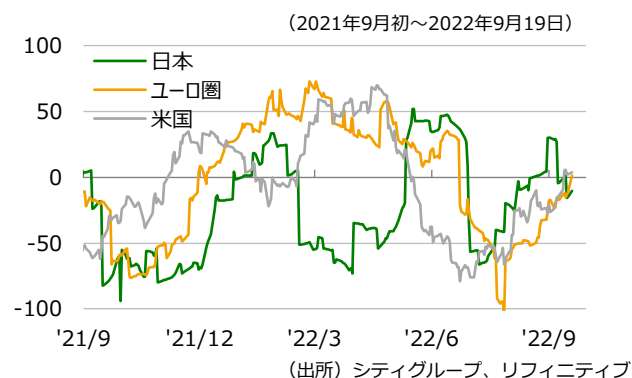
独米5年国債金利差とユーロ・米ドル相場



エネルギーと非エネルギーの商品指数



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数





経済

当面の景気後退を免れず

実質GDPは2022年4-6月期に前期比▲0.1%（前期比年率▲0.3%）と、5四半期振りにマイナス成長に陥った。個人消費と政府支出の減少がマイナスに寄与。7-9月期は特殊要因もあり、前期比横ばいを見込む。10-12月期以降は物価上昇に伴う実質購買力の低下や金利上昇を主因に景気後退を免れず。しかし、2023年後半以降はインフレ率の低下を受けて景気は緩やかに回復しよう。

物価急騰対策等でインフレ率は低下へ

消費者物価指数は8月に総合で前年同月比9.9%、コアで同6.3%と、大幅に上振れたまま。天然ガス価格の高騰だけでなく、ポンド安も要因。ただ、政府の物価急騰対策でエネルギー価格は今後抑制されること、また、コアの伸び率は頭打ちになっていることから、インフレ率は全体として低下に転じよう。失業率も低下が止まりつつある。

為替

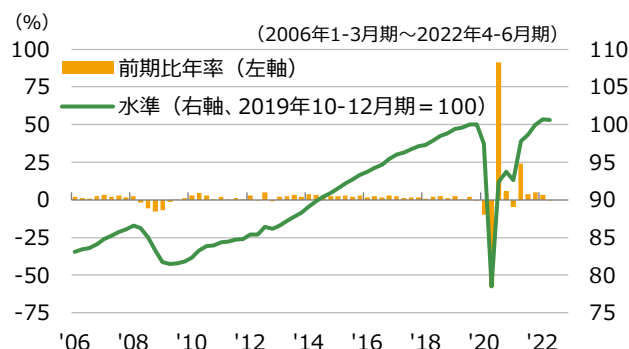
政策金利は2022年末に3%へ

BOEは昨年12月より段階的に利上げを実施し、8月は利上げ幅を0.5%ポイントに拡大した。当面の景気を犠牲にしてもインフレ目標の達成を目的に利上げを敢行する方針。政府の物価急騰対策はインフレ抑制と需要下支えの両方の効果を有することを考慮し、9、11月に各0.5%ポイント、12月に0.25%ポイントの利上げを見込む。2023年中は政策金利を3%で据え置き、2024年に利下げの見込み。

相対的な長期金利上昇とポンド安

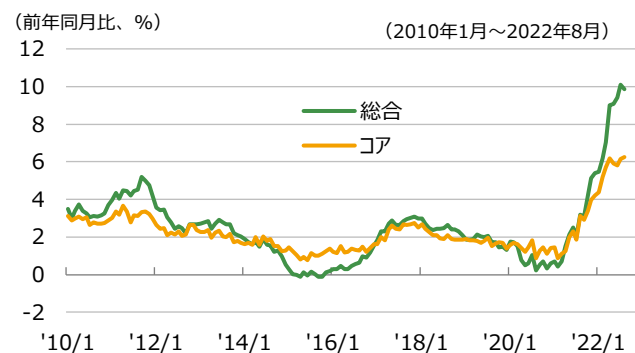
英国の長期金利がドイツに比べ大幅に上昇したにもかかわらず、ポンドは対ユーロで下落した。トラス新首相のエネルギー価格抑制策が財政赤字拡大を招くとの見方が長期金利を上昇させる一方で、ポンド安に作用したと考えられる。また、BOEがインフレ抑制のために追加利上げを行う必要性が低下するとの見方がポンド安に働いた面もあるだろう。

実質GDP



(出所) リフィニティブ

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・たばこを除く系列

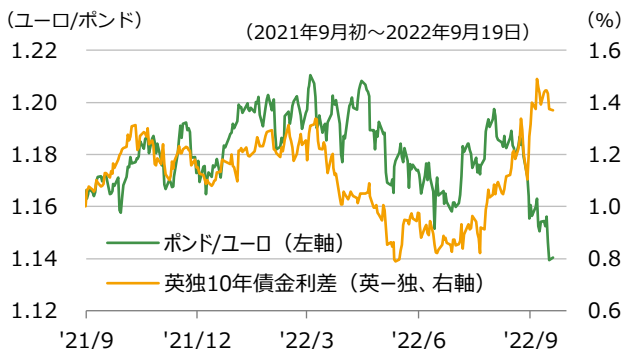
(出所) リフィニティブ

政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ

ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

経済活動再開が本格化

新型コロナウイルスの新規感染者数が減少に転じ、経済活動の再開が本格化してきた。GDP2次速報では、4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.5%と1次速報から1.3%ポイント上方修正された。民間企業設備が大きく上方修正されるなど経済活動再開の本格化に伴い、内需が幅広く上方修正された。今後は入国制限の緩和や国内旅行の回復、自動車の挽回生産などから、さらなる回復が期待される。

自動車の生産回復に期待

7月の鉱工業生産指数は前月比で+1.0%と2カ月連続で増加した。自動車や資本財業種が好調な一方、電子部品・デバイス工業が大幅なマイナスとなった。半導体や電子部品の意図せざる在庫増加が見られており、今後生産調整が進む可能性が高い。一方、自動車は足枷となってきた半導体などの部材不足が解消しつつあり、中国でのロックダウンの影響も緩和が期待されるなど本格的な生産回復が期待される。

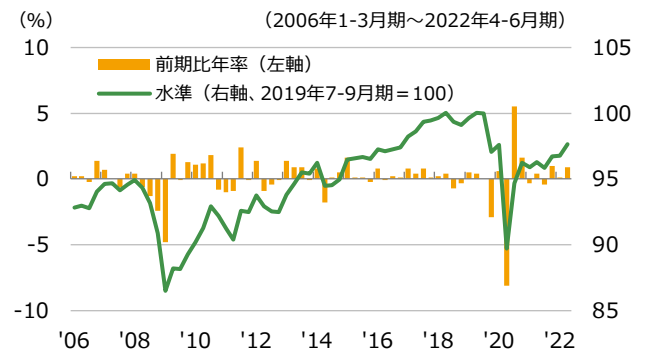
インバウンドの復活に期待

政府は新型コロナウイルスの水際対策を大幅に緩和し10月を目途に個人旅行客の入国を解禁、入国者数の上限を撤廃すると報じられている。為替の大幅な円安の進行により日本への旅行の割安感が増していることもあり、訪日観光客の急回復が期待される。また先送りされていた「全国旅行支援」の再開も報じられており、国内旅行の活性化や関連消費の増加による経済効果が期待される。

貿易収支は大幅赤字

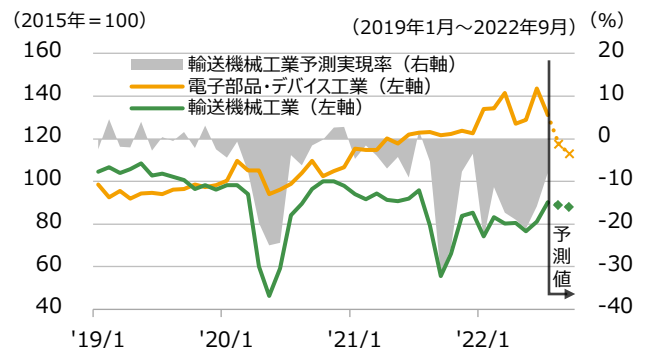
8月の貿易統計（季節調整値）では輸入金額が前月比+1.5%と8カ月連続で増加した一方、輸出金額が前月比▲0.7%と11カ月ぶりに減少し、貿易収支は▲2.37兆円と赤字幅の拡大が続いている。為替の円安進行や資源高により鉱物性燃料などの輸入額が大幅に増加している一方、欧州や中国向けの電気機器などの輸出が大きく減少したほか、自動車の国内生産の回復が遅れている。

実質GDP



(出所) 内閣府より大和アセット作成

製造工業生産予測指数



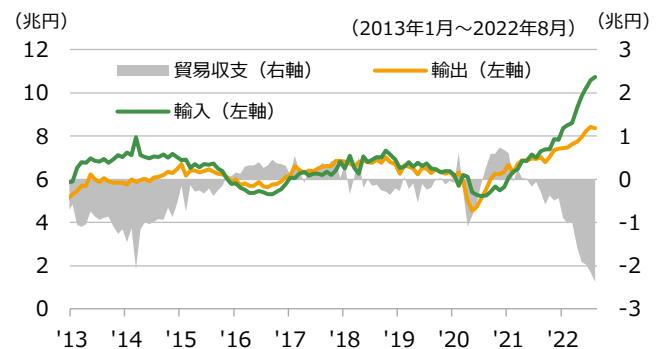
※季節調整値。予測実現率は対2カ月前予測比。2022年8月以降は予測値
(出所) 経済産業省より大和アセット作成

月間訪日外客数



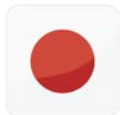
(出所) ブルームバーグ

輸出入額と貿易収支



※季節調整値

(出所) 財務省



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。直近1カ月は欧米の金融引き締めへの警戒感から株価は下落したものの、下落率は欧米対比で軽微に留まった。円安等による欧米対比での企業業績の安心感や、緩和的な金融政策が株価の支援材料となっている。今後、米国の利下げ開始時期への期待が後ずれする局面が訪れたとしても、株価は相対的に底堅く推移することが期待されると考え、やや強気の判断は継続する。

企業業績は相対的に安心感

アナリスト予想の上方修正銘柄数と下方修正銘柄数から算出されるリビジョン指数を見ると、2023年度予想当期利益ベースでTOPIXはプラスと上方修正銘柄が優勢であることを示している。欧米景気減速による需要減退リスクがあることは否めないものの、円安による外需系企業を中心とした業績押し上げ効果や水際対策緩和の寄与により、企業業績は相対的に安心感があると考えられる。

韓国の出国者数の回復は好材料

水際対策の緩和によるインバウンドの回復期待は当面、韓国や台湾の回復が鍵と予想。韓国の代表的な国際空港である仁川国際空港の出国者数は今年に入り回復基調であり、8月の実績はコロナ前の3分の1程度まで回復している。日本のインバウンド回復期待に対し、実績が下回るリスクはあるものの、訪日主要国である韓国の出国者数の回復により、株式市場の期待は維持され易いと考えられる。

金融政策の差は株価の支援材料

欧米の金融引き締めへの警戒感が強い中、日本と欧米の金融政策の差は意識され易い。実際、日米の株価騰落率と金融環境指数の変化率の差には、一定の相関性が見られる。市場の関心が高い米国の利下げ開始時期は、市場期待対比での後ずれリスクがあると考えられる。このような環境下では日米の金融政策の差が意識され、日本株は欧米対比で良好なパフォーマンスになり易いと考えられる。

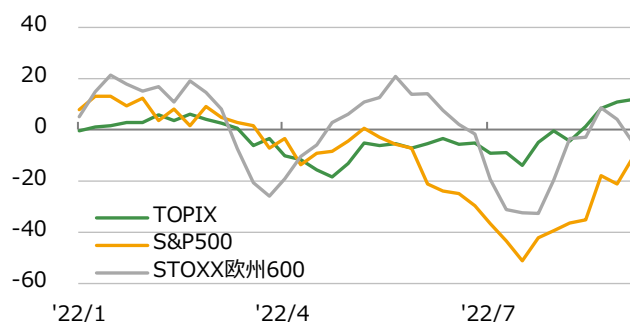
TOPIXの推移

(2019年初～2022年9月16日)



日米欧のリビジョン指数（2023年度-当期利益）

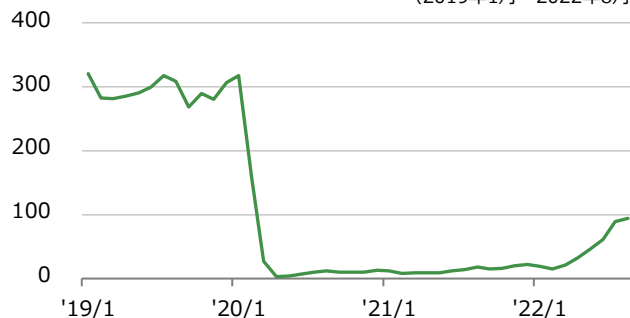
(2022年初～2022年9月9日)



※前月末時点と比べた上方修正・下方修正銘柄数にて算出
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

仁川国際空港の出国者数の推移

(万人) (2019年1月～2022年8月)



(出所) 仁川国際空港より大和アセット作成

日米株価指数騰落率とFCI変化差（日米差）

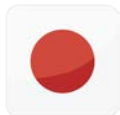
(%ポイント) (2013年初～2022年9月16日) (ポイント、上下反転)



※FCI指数変化幅はGS金融環境指数・52週前差の日米差

※株価指数は日本：TOPIX、米国：S&P500

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

早期の金融引き締めは想定せず

円安の進行により、日銀の金融政策に対する注目度は再び上昇。しかし、物価の観点からは、早期に金融政策が引き締めに向かうと想定することは時期尚早と考える。消費者物価指数の前年同月比の品目別分布状況を見ると、プラスの品目が増加してきているものの、ゼロ近辺の品目が多い。サービス価格は依然0%程度であり、日銀は粘り強く現在の金融緩和を継続することを志向すると考える。

レンジ内での推移を予想

10年国債利回りの予想は2022年末が0.25%の従来予想を据え置く。2023年に入れば次期日銀総裁人事の観測報道なども出易くなり、総裁人事への思惑で相場が変動するリスクはあると考える。しかし、日銀が現在の金融緩和を早期に解除することは想定しづらく、10年国債利回りは日銀が許容するレンジ内での推移が継続すると考える。

リート

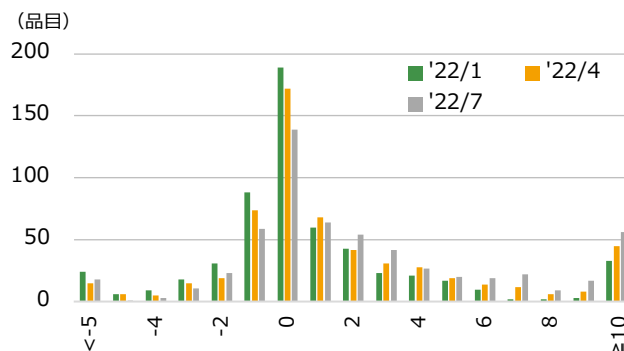
長期金利が上昇するなか横ばい圏の推移

8月以降、J-REIT市場は横ばい圏での推移が続いている。国内外の長期金利が上昇し、今後も海外金融政策の引き締めが続くことが意識されるなか、底堅さを感じる横ばい圏での推移だった。9月中旬時点では足元のJ-REIT市場での公募増資の件数は少なく、規模も小ぶりで需給面での悪影響はなかった。政府は新型コロナウイルスの水際対策を一段と緩和することを検討しており、動向に注目。

引き続き公募増資の動向を注視

J-REIT市場では夏以降に公募増資の発表が増える季節性があるが、このまま公募増資の発表が増えなければ、短期的な悪材料はなく、底堅い推移が期待される。日本では当面、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。

消費者物価指数の品目別前年比伸び率分布



※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



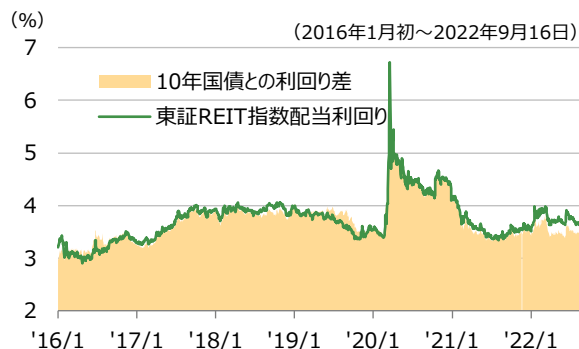
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の推移



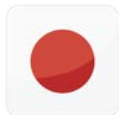
(出所) ブルームバーグ

東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

円安と米ドル高が同時進行

リスク許容度を反映する株価よりも海外金利の動向がクロス円を左右しやすくなっている（金利上昇・円安、金利低下・円高）。8月以降は世界的な金利上昇・株安のなか、金利上昇によりクロス円が上昇（円安）。また、相対的な米金利上昇による米ドル高圧力が一服しても、リスクオフの米ドル買いにより米ドル高が進行。円安と米ドル高が重なり、米ドル円は年初来高値を更新して上昇している。

米ドル円は米金利と順相関

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

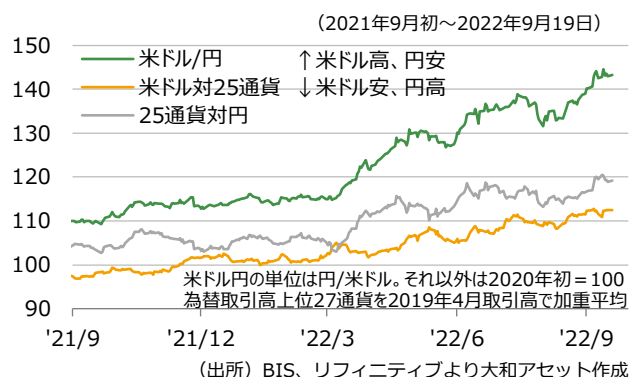
米ドル円は2年より10年金利と相関高い

米ドル円との順相関は、米国の2年国債金利よりも5年や10年の国債金利の方が安定的に高い。最近では米2年金利と米ドル円の順相関が低下し、逆相関になっている。このことから、FRBが追加利上げを進める中で米2年金利が上昇しても、5年や10年の金利が上昇しないと米ドル円は上昇しにくいと言える。今後も中長期的な景気やインフレの見通しを反映した米金利の動向が、米ドル円を左右しそうだ。

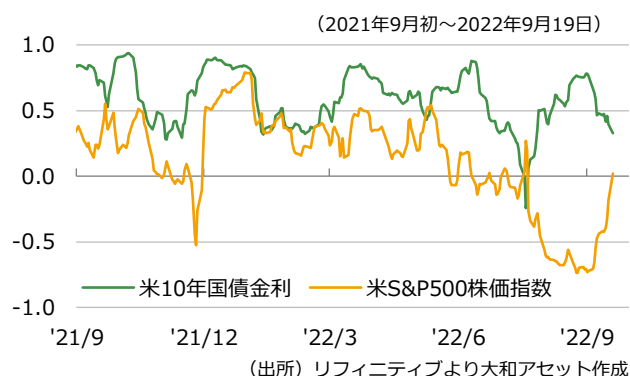
原油高による貿易収支悪化が円安に作用

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）が過去最大を更新しており、貿易収支の改善要因になる。実際に貿易収支が改善に転じると円高に作用しやすくなる。

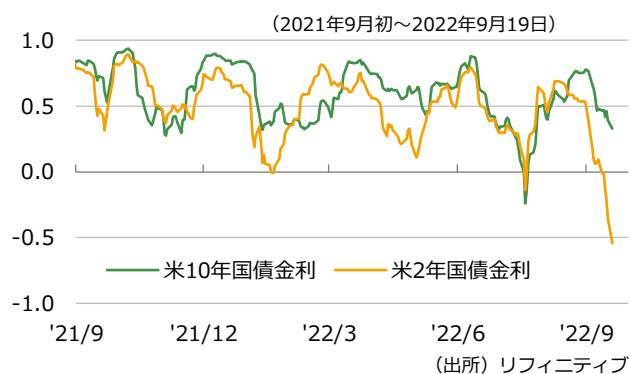
米ドル・円・他通貨の為替



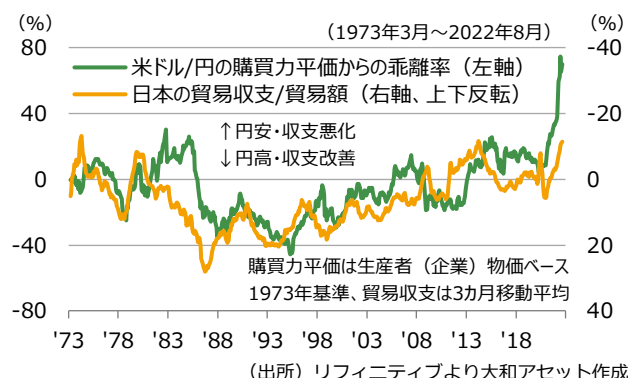
米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

金利上昇の影響で成長率予想を下方修正

実質GDPは、1-3月期の前期比+0.8%に続いて4-6月期も+0.8%と、高成長を継続した。しかし、月次で見ると実質GDPの伸びは鈍化しているほか、8月の製造業PMIは2020年6月以来の50割れとなるなど、足元で経済の減速感が強まっている。今回、政策金利予想を引き上げたこともあり、今年と来年の実質GDP成長率予想を各+3.3%、+1.0%へ下方修正した（従来は各+3.7%、+1.8%）。

インフレ沈静化の兆候～住宅市場～

当面の注目点は、国内要因でインフレ沈静化に向けた材料が出揃うかである。そうした中、8月住宅価格指数は前月比▲1.6%で6カ月連続の下落となった。前年同月比では、+30%を超えていた今年1月のピークから、直近では1桁台まで急減速。金利に敏感な住宅市場が軟化していることは、金融引き締め効果が顕在化している証左であり、インフレ沈静化に向けた初期の兆候と言える。

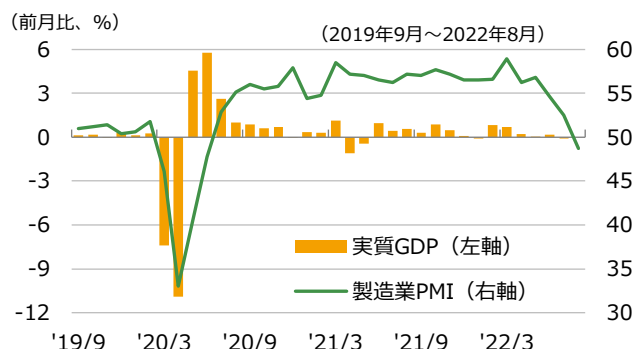
インフレ沈静化の兆候～労働市場～

続いて、経済の運行指標である労働市場においても軟化の兆しがうかがえる。雇用者数は8月まで3カ月連続の前月比減少となり、失業率も下げ止まりの様相。8月の雇用減は主に教育サービス業における季節的な要因が大きく、実態は統計データが示すほど悪化していないと思われるが、労働市場の拡大ペースが鈍っていることは確かだろう。インフレ沈静化に向けた兆候が労働市場でも見え始めた。

インフレ沈静化の兆候～企業計画～

企業の計画にも変化が出始めた。カナダ独立企業連盟の集計によれば、企業が計画する翌年の販売価格・賃金の引き上げ率は直近で低下している。企業の値上げ・賃上げのラッシュはピークを過ぎた可能性がある。今後は、住宅市場、労働市場、企業計画などが示すインフレ沈静化に向けた兆候がより確かなものとなり、実際の消費者物価指数が鈍化していくか、事態の進展を注視していく必要があるようだ。

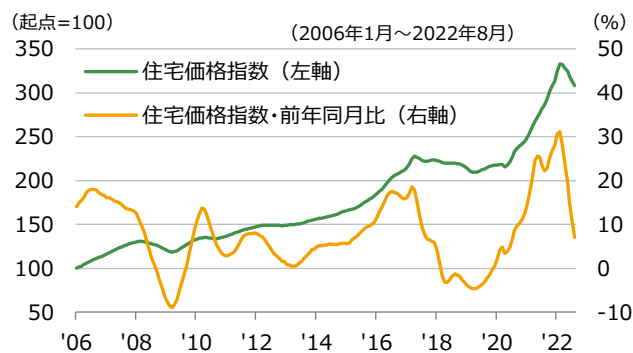
実質GDPと製造業PMI



※実質GDPは2022年7月まで（2022年7月はカナダ統計局の推計値）

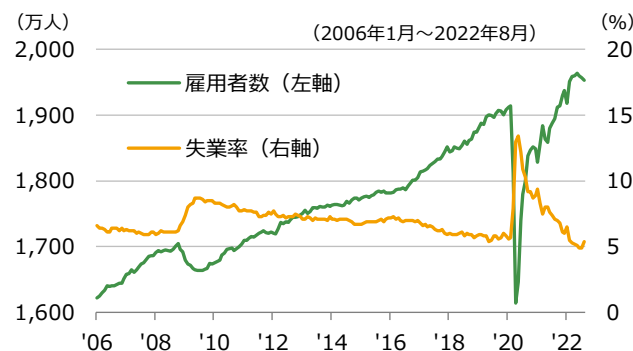
（出所）カナダ統計局、ブルームバーグ

住宅価格指数



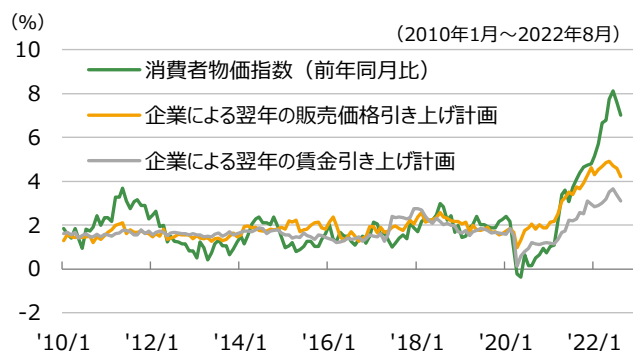
（出所）カナダ不動産協会より大和アセット作成

雇用者数と失業率



（出所）カナダ統計局

消費者物価指数と企業の販売価格・賃金引き上げ計画



（出所）カナダ統計局、カナダ独立企業連盟



債券・金利

政策金利の予想値を上方修正

カナダ銀行は9月の金融政策決定会合で政策金利を2.5%から3.25%に引き上げることを決定し、同行が推計する中立金利レンジ（2～3%）の上限を上回った。だが、これでインフレを抑制できる保証はない。次回11月会合で0.5%ポイント（pt）利上げ、翌12月会合で0.25%pt利上げが決定され、その後は据え置きを見込む。今年末と来年末の政策金利予想をいずれも従来の3.5%から4%に引き上げた。

10年国債利回りの予想値は下方修正

10年国債利回りの予想は、今年末を3.4%から3.2%に、来年末を3.2%から2.9%に引き下げた。米国とカナダの10年国債金利差は両者の政策金利差にほぼ連動する。今回、カナダよりも米国の政策金利予想を大幅に引き上げたが、米国の10年国債利回り予想は据え置いたため、これらの関係からカナダの10年国債利回りは従前の想定より低くなる。

為替

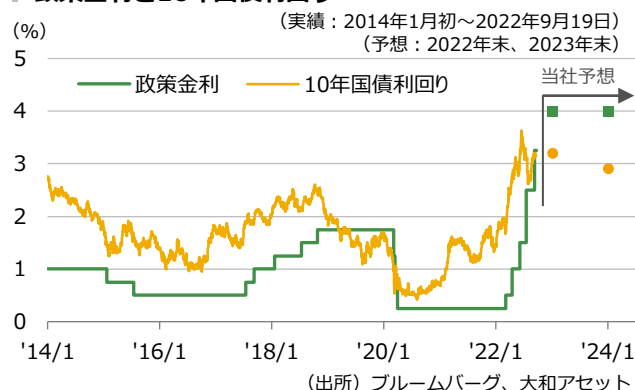
5年国債金利差との連動が続くか

カナダ・ドル円は、カナダと日本の5年国債金利差におおむね連動。カナダでは今後も利上げが続く中で短期金利は上昇しやすいが、景気減速と将来の利下げを織り込んで5年国債利回りは小幅な上昇にとどまろう。ただし、借りた円を売って他通貨資産に投資する円キャリートレードが本格化すれば、5年国債金利差との連動性を逸脱してカナダ・ドル高円安が進む可能性も否定できず。

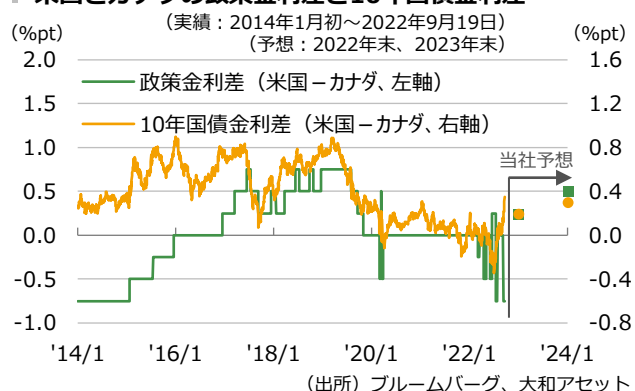
資源輸入国から資源輸出国への富の移転

ロシアのウクライナ侵攻は、資源を持つ国と持たざる国の交易条件の格差を拡大させた。例えば、カナダや豪州などは貿易収支が顕著に改善した一方、日本やドイツなどは貿易収支が大幅に悪化し、資源輸入国から資源輸出国への富の移転が起こっていると言える。こうした実需の資金フローもカナダ・ドルの下支え要因になると期待される。

政策金利と10年国債利回り



米国とカナダの政策金利差と10年国債金利差



5年国債金利差とカナダ・ドル円



交易条件格差とカナダ・ドル円



※交易条件はCiti交易条件指数を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

経済

成長率は徐々に減速も他国に比べて堅調

実質GDPは、1-3月期の前期比+0.7%に続いて4-6月期は+0.9%と、高成長を継続した。水準もコロナ前のトレンドにほぼ回帰。足元の高成長は個人消費がけん引役だが、家計の貯蓄率は2014年から2019年の平均を上回っており、消費には余力があると言える。成長率は、高インフレや金利上昇により徐々に減速するも、過剰貯蓄や好調な労働市場などを背景に、他の先進国に比べて高く推移しよう。

好調な労働市場とインフレの更なる加速

労働市場に変調の兆しは見られない。8月失業率は3.5%とRBAが自然失業率（賃金上昇率やインフレ率を加速も減速もさせない失業率の水準）と推計する4%を下回る。7月の3.4%から若干上昇したものの労働参加率が上昇した影響が大きい。また、RBAは消費者物価指数（前年同期比）が4-6月期の+6.1%から10-12月期に+7.75%へ加速すると予想。欧米に遅れてインフレが加速すると見込まれる。

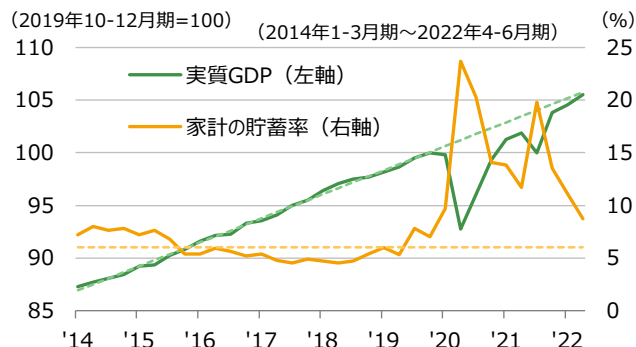
これから賃金上昇率の加速が本格化

賃金指数（除くボーナス）は、1-3月期の前年同期比+2.4%から4-6月期は+2.6%へ小幅に加速。NAB企業景況感調査における労働コスト見通しの高い伸びや、7月からの最低賃金引き上げ（前年比+5.2%）などに鑑みれば、今年後半以降に賃金上昇率の加速が本格化する公算が大きい。商品価格が下落しても、賃金インフレの様相を呈する中、インフレ沈静化には更なる利上げと時間を要するだろう。

インフレ沈静化に向けた初期の兆候

インフレ沈静化に向けた初期の兆候として、金利に敏感な住宅市場が軟化し始めた。コアロジック住宅価格指数は、8月まで4カ月連続の下落となり、ピークアウト感が鮮明に。住宅価格に半年程度先行する新規住宅融資額は、7月に前月比▲8.5%と大幅に減少し、当面の住宅価格下落を示唆する格好。インフレ沈静化にはなお時間を要するものの、住宅市場の軟化はそれに向けた良い兆候と言えそうだ。

実質GDPと家計の貯蓄率

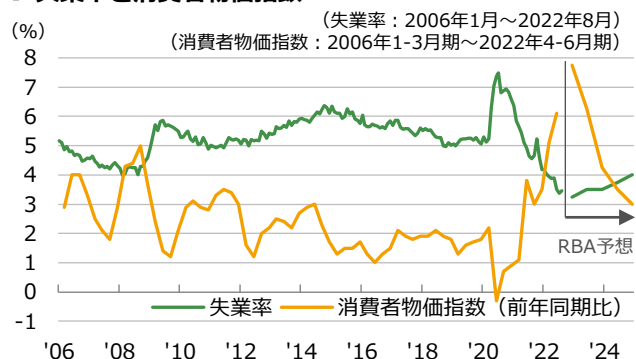


※緑色の点線は2014年～2019年の実質GDPのトレンド

※オレンジ色の点線は2014年～2019年の家計の貯蓄率の平均

（出所）豪州統計局より大和アセット作成

失業率と消費者物価指数



※予想は2022年10-12月期～2024年10-12月期

（出所）豪州統計局、RBA

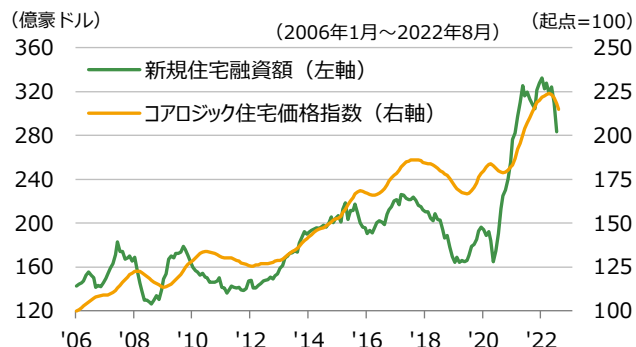
労働コスト見通しと賃金指数・最低賃金



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

（出所）ブルームバーグ、豪州統計局、豪州公正労働委員会

新規住宅融資額とコアロジック住宅価格指数



※新規住宅融資額は2022年7月まで

（出所）豪州統計局、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

0.5%ptの利上げ継続へ

RBAは5月に0.25%ptの利上げ、6、7、8、9月に各0.5%ptの利上げを決定し、政策金利は2.35%。ロウ総裁は近い将来の利上げ幅縮小を示唆したが、10月も0.5%ptの利上げを継続すると見込む。今年末と来年末の政策金利予想は従来通り3.35%。仮に、RBAが早期に利上げ幅を縮小すれば、インフレ上振れ期間が長引き、利上げサイクルは長期化し、利上げサイクルの到達点がより高くなる可能性が増す。

10年国債利回りの予想値を下方修正

今回、政策金利予想は据え置いたが、10年国債利回りの予想は今年末を4%から3.6%に、来年末を3.8%から3.1%に引き下げた。米国と豪州の10年国債金利差は両者の政策金利差にほぼ連動する。今回、米国の政策金利予想を引き上げたが、10年国債利回り予想は据え置いたため、これらの関係から豪州の10年国債利回りは従前の想定より低くなる。

為替

豪ドル買いに過熱感は見られない

豪ドル円は一時2015年1月以来となる98円台を回復し、いよいよ節目の100円が視野に入る状況に。しかし、投機筋（非商業部門）の豪ドル先物ネットポジションは大幅な売り越しとなっており、豪ドル買いの過熱感は見られない。その分、何らかのショックが発生した場合に豪ドルが売られる余地は小さいと言え、逆に円キャリートレードが本格化すれば、豪ドル高・円安の余地は大きくなるだろう。

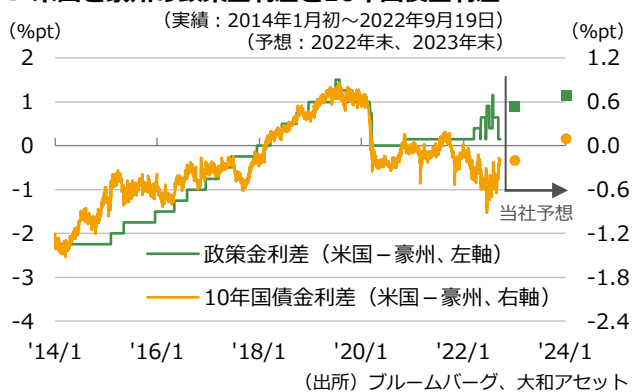
豪ドル高・円安基調は継続の見込み

今回、米国の政策金利予想を引き上げたことにより、豪ドルは金利面での相対的な魅力が低下すると判断し、今後1年程度の見通しを「強気」から「やや強気」に引き下げた。しかし、RBAは利上げを継続し、その状況でも他の先進国に比べて堅調な経済成長が期待される中、豪州と日本の金利差拡大に連れて、豪ドル高・円安基調は継続すると見込む。

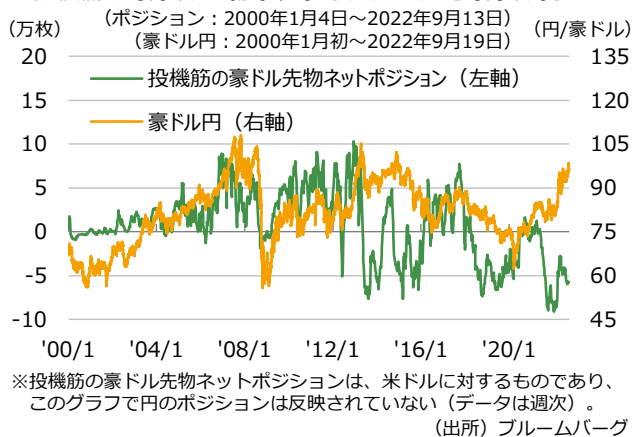
政策金利と10年国債利回り



米国と豪州の政策金利差と10年国債金利差



投機筋の豪ドル先物ネットポジションと豪ドル円



5年国債金利差と豪ドル円





経済

強弱入り交じる景気回復

8月の経済指標は、猛暑による電力不足問題等があったものの、おおむね景気が回復傾向にあることが示された。特に景気けん引役として期待されているインフラ投資や、裾野の広い自動車生産の前年同月比伸び率が加速。一方で、不動産業では、販売・投資ともに不振が長引いている。政府は不動産販売へのデコ入れ策を強化したが、不動産販売が前年同月の水準まで改善するかを注視する必要がある。

共産党大会後にゼロコロナ政策を緩和か

ゼロコロナ政策を貫く中国政府は、感染拡大初期の局地的なロックダウンにより感染抑制を徹底。この政策が奏功し、3-5月のような広範囲な感染拡大はみられず。一方、習近平国家主席の11月のASEAN歴訪やWHOのパンデミック終了を示唆する発言等、10月の共産党大会後のゼロコロナ政策の転換を示唆する材料が増加し、期待が強まっている。

株式

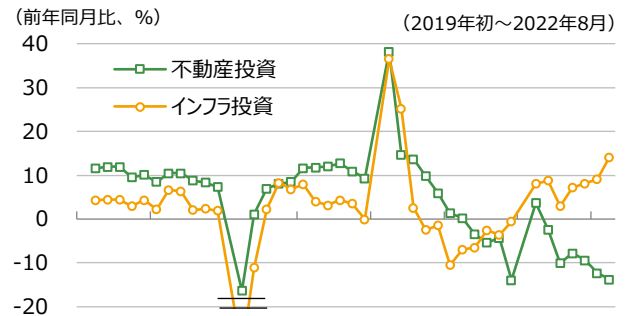
徐々にレンジを切り上げる見通し

足元の株式市場は、5-6月の急上昇後のスピード調整の範囲内も、海外のリスク回避の流れもあり、やや軟調に推移。ゼロコロナ政策による局地的なロックダウンや米中摩擦などが背景にある。引き続き不動産市場の動向が懸念材料として残るが、ゼロコロナ政策の緩和期待、緩和的な金融環境や景気支援策、テック企業への規制緩和を背景に、上下に振れながら徐々にレンジを切り上げて行く展開を予想。

バリュエーションの観点で投資妙味あり

MSCI中国指数の12カ月先の予想PERは、厳格なゼロコロナ政策等による景気下振れリスクがあるために、低水準に留まっている。今後半年程度を見通せば、ゼロコロナ政策の緩和の兆しが強まる中でセンチメントが改善し、割安感が意識されやすいであろう。景気回復に伴う企業業績の回復も期待され、バリュエーションが押し上げられる展開を予想する。

インフラ投資と不動産投資の推移



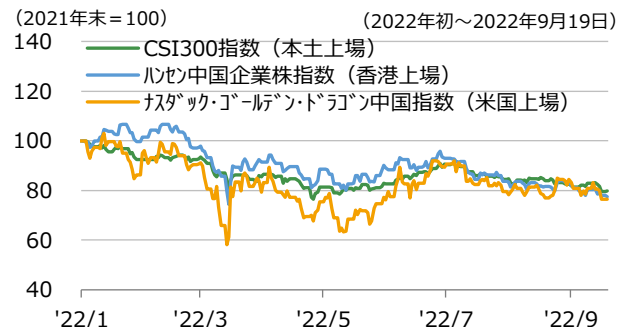
(前年同月比、%) (2019年初～2022年8月)
※2月のデータは、1-2月合計の前年同期比を計算したもの ※インフラ投資は大和アセットが計算 (出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

新型コロナウイルスの感染状況



(省、直轄市の数) (2021年9月1日～2022年9月17日) (千人)
※行政区の数、感染者数の7日間合計が30人を超える地域をカウントしたもの (出所) 中国国家健康衛生委員会より大和アセット

各種株価指数の推移



(2021年末=100) (2022年初～2022年9月19日)
※ナズダック・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

MSCI中国指数の12カ月先予想PERの推移



(倍) (2017年初～2022年9月19日)
※銘柄数が大幅増加した2015年から算出
※σ: 標準偏差 ※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER (出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

追加利下げで景気回復を支える

社会融資総量でみられた資金・投資需要不足を背景に、中銀は8月に追加利下げを行った。準政策金利である1年物MLF金利を引き下げた他、市中銀行の企業貸出の参照金利となる1年物LPRや住宅ローン金利の参照金利である5年物LPRを引き下げ、民間投資と消費を促している。但し、これでもって需要不足や深刻な不動産販売の落ち込みが改善するのか、追加緩和の必要性を含め、引き続き注視が必要。

長期金利はレンジ推移を継続

米長期金利の上昇が進んだにも拘らず、中国国債利回りはレンジ推移を継続。金利上昇要因は海外での金融引き締めによる、中国国債の相対的な魅力度の低下。金利低下要因は国内での金融緩和に加え、海外マネーの流出額が7～8月に縮小に転じたこと。先行きの長期金利も海外の利上げと国内の金融緩和の綱引きの中、レンジ推移が続くと予想。

為替

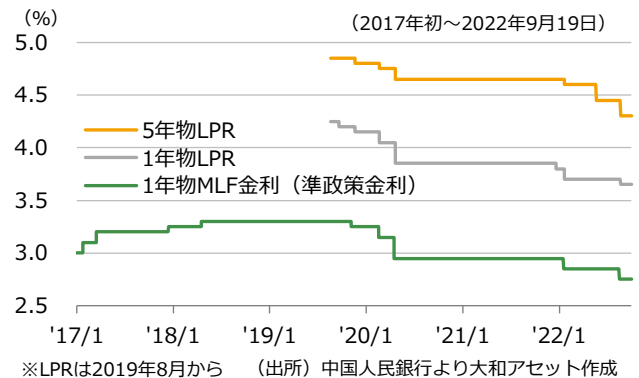
実効レート of 安定推移を図る中銀

人民元の対米ドルレートが節目の7.0元/米ドルを割り込んだ。もっとも、実効レートでは違う景色が見えてくる。中銀発表の通貨バスケットによる実効レートはむしろ割高と言えるからだ。そのため、足元の人民元の水準は当局の許容範囲内と考えられる。但し、日本円の一段の減価が進めば、実効レートの上昇を抑制するために、中銀が人民元の対米ドルレートの減価を誘導する可能性があり、注意が必要。

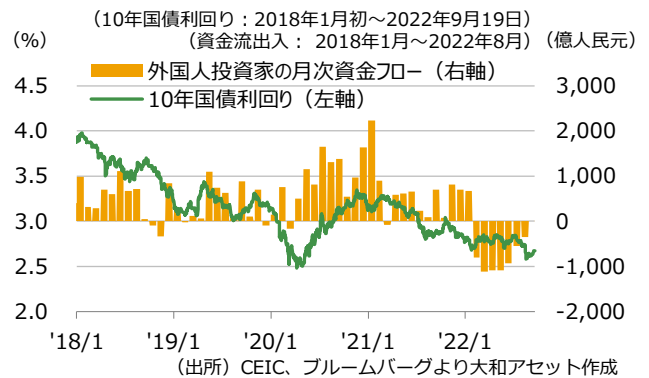
国際収支は黒字傾向

国際収支の主要項目からみた人民元のファンダメンタルズは引き続き良好。貿易黒字は7月に過去最高を記録した後、8月も高水準を維持。外国人投資家による証券投資のフローでは、8月の債券市場からの資金流出規模は過去数カ月で減少傾向にあり、かつ貿易黒字（共に月次）の1割程度。国際収支から見た人民元安圧力は見当たらない。

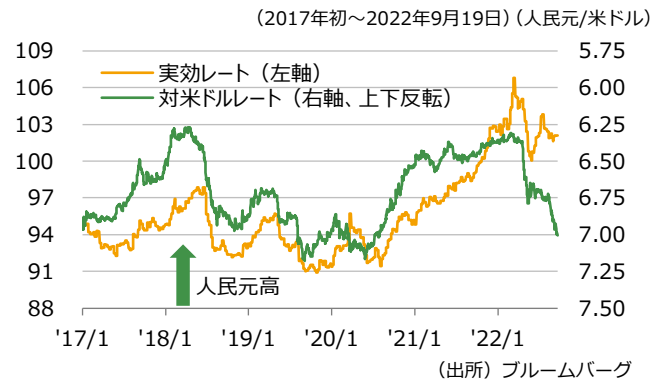
準政策金利および貸出参照レートのLPR



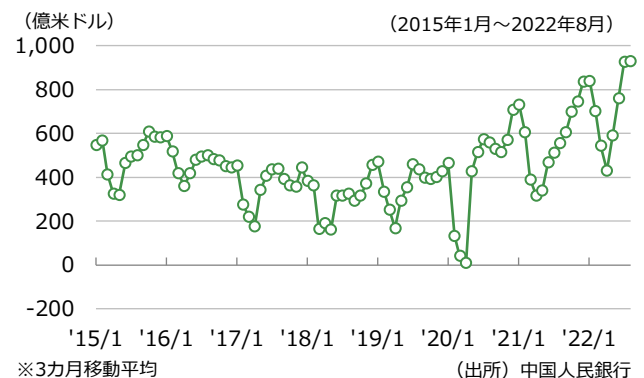
長期金利の推移および外国人投資家の資金流入



人民元の対米ドルレートと米ドルインデックスの推移



貿易収支の推移





経済

世界的な潮流に逆行するブラジル経済

ここ数カ月のブラジルは、今年の実質GDP成長率に関する市場予想が上方修正され、今年末のインフレ率に関する市場予想が下方修正されている稀有な国となっている。更に足元では、来年末のインフレ率予想も下方修正に転じており、来年の実質GDP成長率予想の下方修正も止まっている。減税や現金給付拡充などの財政政策により景気は下支えされ、当面の経済は従前の想定より底堅く推移しそうだ。

利上げの効果は未だ顕在化せず

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

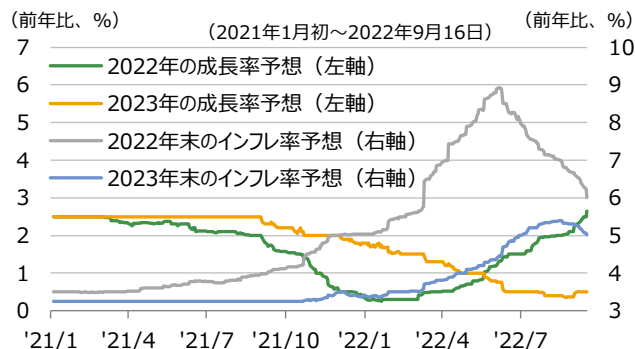
インフレ率は供給要因で沈静化へ

インフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は、6月の+11.89%から7月は+10.07%、8月は+8.73%となり、ピークアウトが鮮明になった。電気料金とガソリンの2品目だけでインフレ率の押し下げに大きく寄与しており、今後数カ月で更に押し下げる公算。景気対策による需要の強さなど不確実性は依然として高いが、主に供給側の要因によってインフレ率は鈍化傾向で推移すると見込まれる。

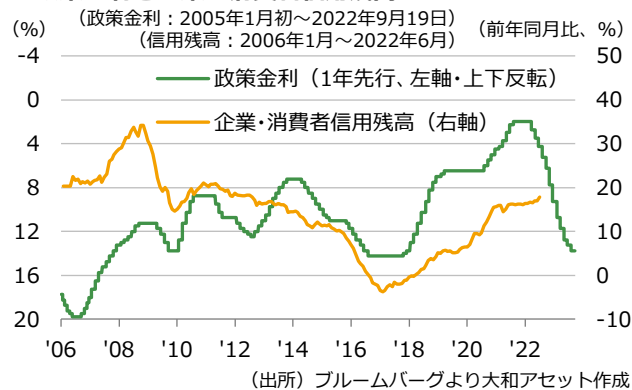
供給制約が解消に向かう

8月の自動車生産台数は23.8万台と、2019年10月以来の水準まで増加。サプライチェーン混乱の象徴であった自動車生産が回復していることは、供給制約が解消に向かっている証左と言えそうだ。更に幅広い産業で生産活動が持ち直せば、インフレ抑制と成長率押し上げにつながろう。今回、今年の実質GDP成長率予想を+1.7%から+2.9%へ、来年の実質GDP成長率予想を+0.4%から+1.2%へ引き上げた。

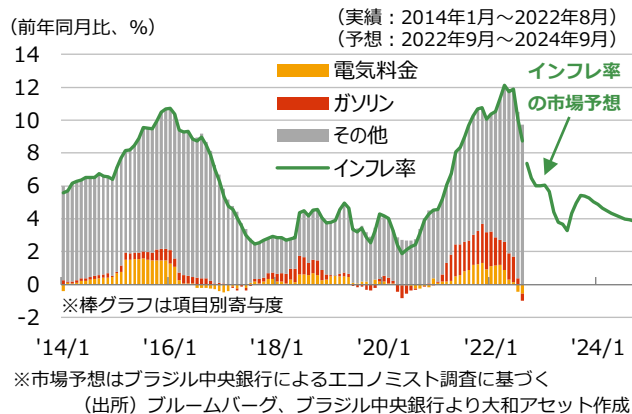
実質GDP成長率とインフレ率に関する市場予想の変化



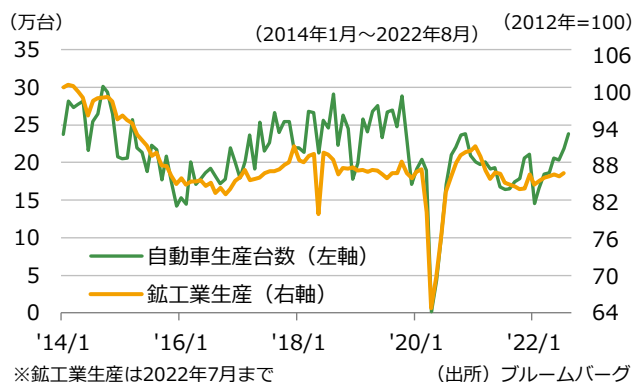
政策金利と企業・消費者信用残高



インフレ率と項目別寄与度



自動車生産台数と鉱工業生産





債券・金利

利下げ開始時期を探る動きに

ブラジル中銀は8月の金融政策決定会合で0.5%ptの利上げを決定し、政策金利を13.75%とした。当面はこの水準で据え置き、インフレ沈静化を待つ時間帯になるだろう。利下げに転じるのは来年の半ば以降になると見込む。その時期は依然として不確実性が高いものの、追加利上げの可能性が低いため、10年国債利回りは上昇余地が限定的で、基本的には横ばいから低下傾向での推移を想定する。

ブラジル債券の「強気」見通しを継続

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

為替

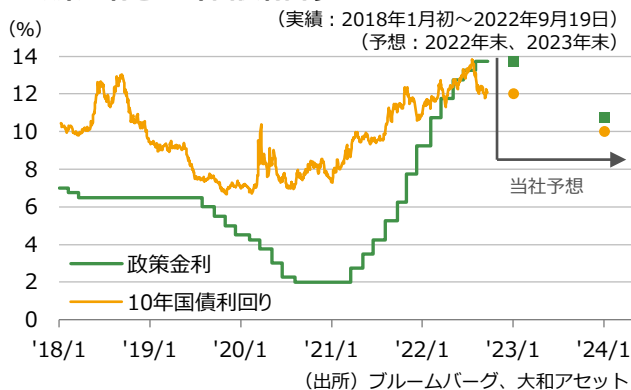
大統領選挙の通過で海外資金が流入か

ブラジル・レアル（対米ドル）は、海外からブラジル株式市場への資金フローと連動性が高い。足元では、インフレ沈静化期待、利上げ打ち止め観測、成長率見通しの上方修正と、ブラジル株を買いやすい理由が並んでいるが、10月に大統領選挙を控えていることが買いづらくしているようだ。ただ、世論調査は一貫してルラ元大統領が優勢で、同氏の勝利は織り込み済み。イベント通過で資金流入か。

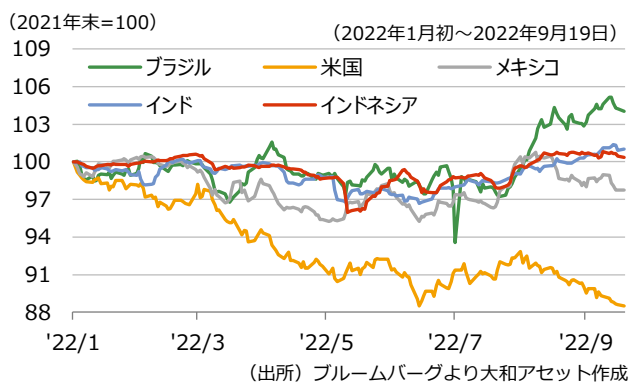
実質政策金利の上昇もレアル買い要因に

ブラジルの実質政策金利とレアル円はおおむね連動。インフレ鈍化によってブラジルの実質政策金利が上昇する中、レアルの相対的な魅力が高まると言えよう。大統領選挙を通過すれば、債券・為替市場でもレアル買いを伴う資金フローが発生しやすいと考えられる。今回、レアルの今後1年程度の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

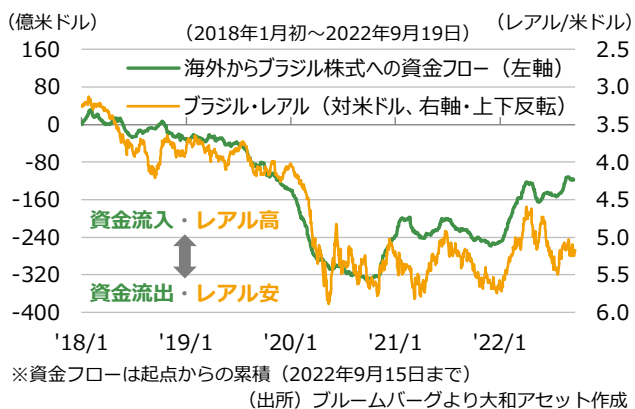
政策金利と10年国債利回り



各国のFTSE国債指数（現地通貨建て）



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの実質政策金利とブラジル・レアル円





経済

内需主導の国が注目される

米国や中国などの主要国の景気見通しが悪化する中、新興国の中では内需主導国の注目度が高まっている。主要国の景気減速の影響を相対的に受けにくいからだ。該当する国は、アジアではフィリピン、ベトナム、インドなどで、2023年に6%台以上の世界有数の高い実質GDP成長率が見込まれている。また、ブラジルやメキシコなどにおいても内需を支えに実質GDP成長率の上方修正（IMF）がみられた。

PMIはインフレ懸念によってまちまち

8月の製造業PMIは各国のインフレ状況によってまちまちな結果。トルコやポーランド、フィリピンなど、インフレ懸念の強い国ではPMIの悪化が目立つ。一方で、CPIの前年同月比上昇率がピークアウトしたインドやブラジルはおおむね高水準を維持している。タイは観光業の本格的な再開を好感して上昇。先行きは資源価格の下落を好感し、企業マインドが改善に向かう国が増加すると予想。

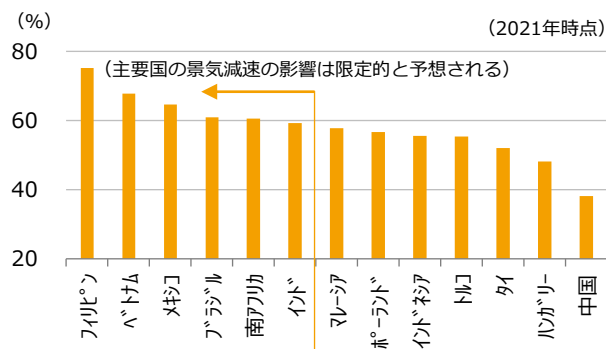
商品価格の下落は新興国にとって朗報

6月下旬以降の商品価格の調整は新興国にとって朗報と言えよう。原油価格の下落とともに、食品価格も下落傾向を強めた。依然として予断を許さない状況であるが、商品価格が再び大幅に上昇しない限り、前年の比較ベースが高まるため、前年同期比の伸び率でみた商品市況は鈍化を継続しよう。そのため、インフレ率が年後半に低下する国が増える可能性が高く、新興国の政策運営の柔軟性は高まろう。

インフレのピークアウトが見込まれる

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測をみると、インフレが低位で推移している中国、インドネシアを除き、多くの国で今年10-12月期の物価上昇率の予測値が直近の数値より低く、7-9月まででインフレがピークアウトする見通し。そのため、これまで積極的に利上げした国においては、今後利上げ幅が縮小すると期待される。一方で、東欧諸国ではインフレ圧力が依然として強く、警戒が必要。

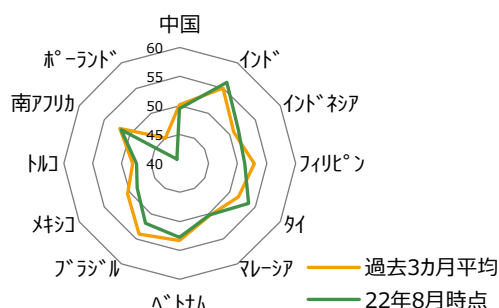
家計部門の最終消費支出がGDPに占める割合



※ベトナムと中国は2020年

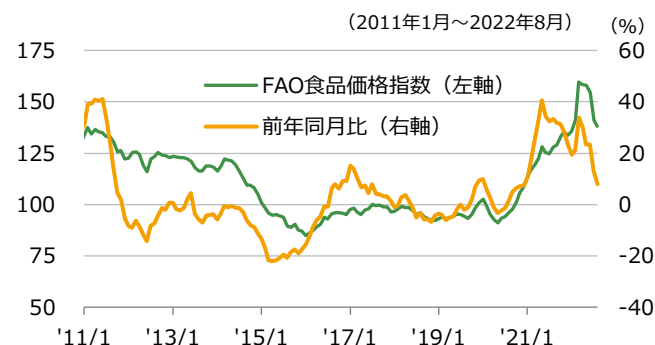
（出所）世界銀行

新興国の製造業PMI



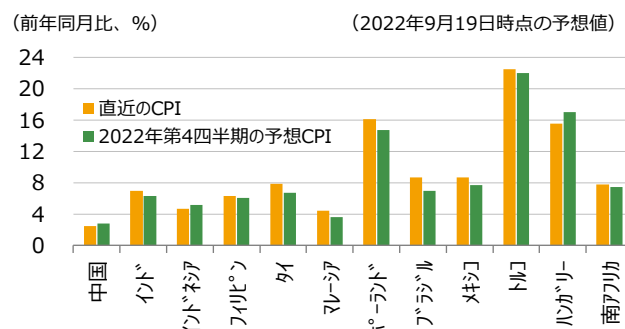
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

世界の食品価格の状況



（出所）FAO（国連食糧農業機関）

新興国の直近のCPIと10-12月期予想CPIの比較



※ブルームバーグ集計のエコノミスト予測

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



株式

アジア新興国の安定感に注目

過去1カ月の中国を除くアジア新興国の株式市場は、米国株式市場の大幅調整にも拘らず、驚くほどの耐性を見せた。とりわけインドネシア株は過去最高値を再び更新し、海外からの資金流入も続いている。良好な経済成長見通しや財政健全化への取り組み、構造改革の推進期待などがリスク回避の環境の中でもボラティリティを抑制していると考えられる。

短期的には米ドル高の行方を警戒

米ドル（米ドル指数）と新興国株のバリュエーションには、ある程度の負の連動性がみられ、米ドル高進行時に新興国株式のバリュエーションは切り下がりやすい。米国が金融引き締めを続ける中で、目先は米ドル指数の一段の上昇を警戒する必要があるが、逆に米ドル指数が反落する場合には新興国株式のバリュエーションが割安なこともあり、切り上がりの余地も大きいと考えられる。

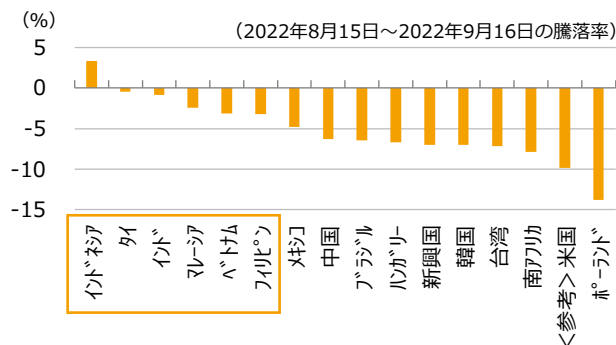
個別国のバリュエーションは魅力的

新興国の国別のバリュエーション（PER）をみると、過去5年平均近辺、もしくは平均以下の水準にあり、割高感は見られず。ASEAN諸国の一部はコロナ禍からの景気回復に出遅れたこともあり、EPSの上方修正余地も比較的大きいと考えられる。グローバル・アセットアロケーションで各国の予想EPSやPERで比較する場合には、相対的にASEANや中国の株価指数に上昇余地があることが示唆される。

不安材料が減退し、インドに上昇余地

原油輸入国のインドの株価は、原油価格と逆方向に連動しやすい。実際、今年前半の原油価格上昇局面で株価は軟調、逆に7月以降は原油価格の反落と共に株価は反発。世界経済の減速が見込まれる中、先行きの原油価格が大きく上昇するリスクは低下し、インド株の不安材料は減退したと言える。今後はインドの高成長や構造改革などの中長期的な要因が着目され、株価上昇を支えると見込む。

直近1カ月間の新興国株式市場の変化



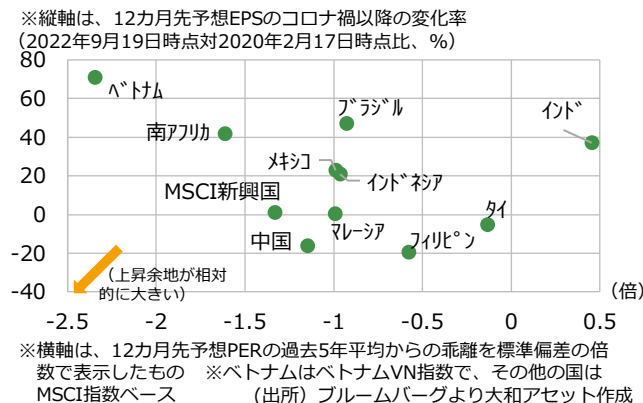
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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カ月先予想EPSおよびPER



インド株と原油価格の推移





債券・金利

一部新興国のショックへの耐性を確認

直近1カ月の新興国の現地通貨建て債券市場は米国長期金利が大きく上昇した中で、一部の新興国では金利上昇幅が小さく、外的ショックへの耐性が示された。①インフレ懸念が限定的、もしくは弱まったインドネシア、マレーシアやブラジル、②金融緩和サイクルにある中国等、は小動き。今後は多くの新興国でインフレがピークアウトする可能性が高く、利上げ幅の縮小、金利上昇圧力の弱まりを予想する。

インド、主要債券指数への組み入れ期待

インドの現地通貨建て国債が世界の主要債券指数であるJP Morgan GBI-EM Global Diversified IndexやThe Bloomberg Global Aggregate Index等に組み入れられる期待が高まっている。7%台の高い利回り（10年債）のほか、海外からの投資の増加を背景に通貨の変動幅が抑制されていること等を受け、有望な投資先としての注目度が高まろう。

リート（アジア先進国含む）

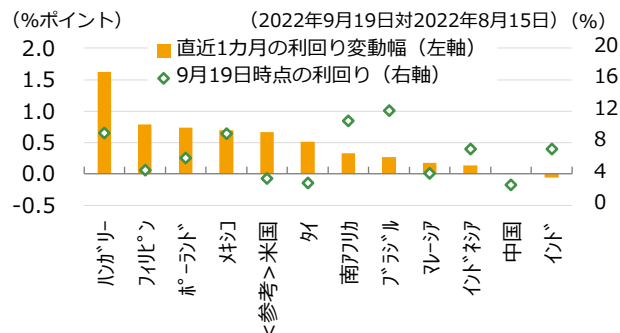
金利上昇などを背景に軟調推移

アジア・オセアニアの国・地域のリート市場は、8月半ばから9月半ばにかけて先進国を中心とした金利上昇などを背景に軟調推移。ただシンガポールリートは高い配当利回りや良好なオフィス市況などを背景に相対的に底堅く推移。ディフェンシブ性と成長性の両面を追求できるのが当地域のリー트의魅力であり、国・地域ごとに異なるマクロ環境や金融政策の多様性にも注目したい。

相対的に魅力的なバリュエーション

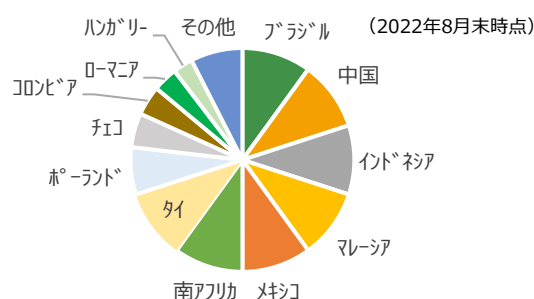
アジア・オセアニアの国・地域の長期金利は先進国を中心に上昇傾向となったが、シンガポールリートなどの配当利回りは長期金利と比較しても依然高い水準にあり、魅力的なバリュエーション水準と考える。今後は金利上昇の経済やリート業績への影響、およびそれぞれの国・地域での金融政策の変化に注目したい。

直近1カ月間の新興国債利回りの変化



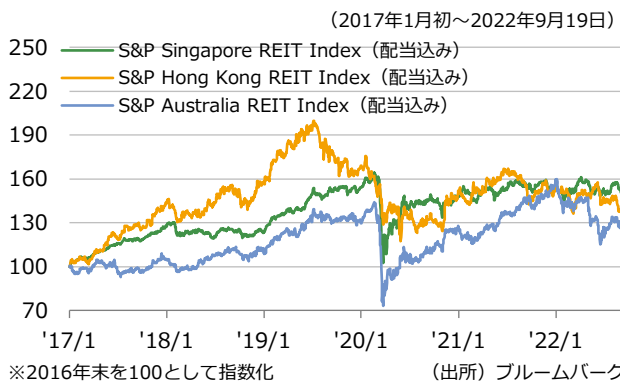
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年国債利回り。その他は、現地通貨建て10年国債利回り。（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

JP Morgan GBI-EM Diversified Indexの国別割合



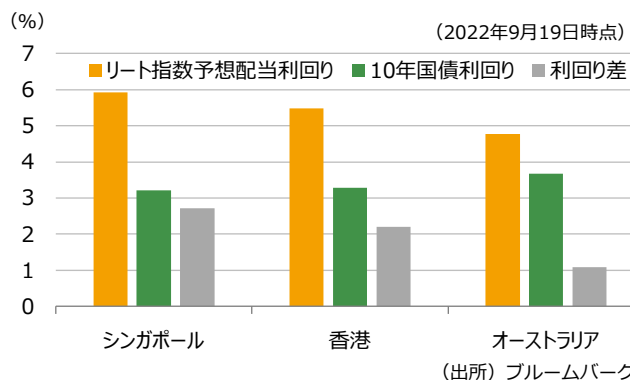
（出所）JP Morganより大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 （出所）ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



（出所）ブルームバーグ



為替

目先は、一段の米ドル高を警戒

直近1カ月間の新興国通貨は、一段の米ドル高を受け、軒並み対米ドルで減価。トルコや、フィリピン、インド、マレーシアは過去最安値を更新。インドでは、中銀によるルピー買いの介入が下支えしているものの、その効果を注視する必要がある。引き続き短期的には外部環境に振られやすいが、アジアをはじめ、多くの新興国の対外脆弱性は低下したため、通貨危機の可能性は微々たるものと考えられる。

新興国からの顕著な資金流出はみられず

足元では、リスク回避の流れが強まったにも拘らず、新興国からの顕著な資金流出はみられず。むしろ、原油輸入への依存度の高いインドやタイ、ベトナムなど、商品高局面で株が売られた国においては、株式市場への資金流入がみられた。今後は新興国のインフレピークアウトの確度が高まれば、新興国の債券・株式市場への資金流入傾向が強まる可能性も考えられる。

貿易収支の動向は依然通貨選別に影響

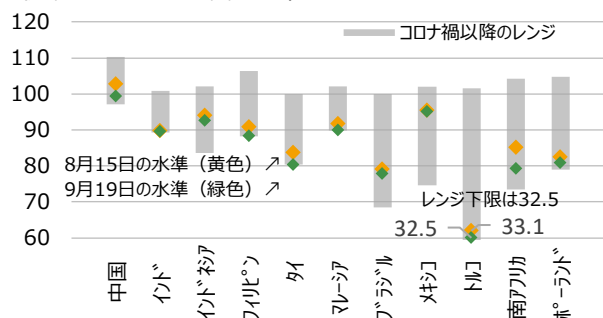
足元の資源価格は下落したものの、水準自体はコロナ禍前より高く、資源輸入への依存度によって、貿易収支の二極化は当面続くと予想。資源輸出国のブラジルや、インドネシア、マレーシア等は貿易黒字を確保する一方で、資源輸入国のインド、トルコ、フィリピン等においては高水準な貿易赤字が続く可能性が高い。引き続き貿易収支の動向、観光業の回復状況等により通貨の選別が続こう。

各国の介入の規模は限定的な模様

足元は、急速な通貨安を阻止するために、アジア諸国などが為替介入に踏み出したと観測され、外貨準備高の減少がその見方を裏付けている。但し、多くの国では、2020年以降外貨準備を多く積み増したこともあり、直近の外貨準備高は2019年末時点より高く、各国の介入の規模は限定的な模様。当面一段の米ドル高の可能性に警戒が必要だが、現段階では急速な米ドル高の影響は限定的と言える。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバークより大和アセット作成

新興国証券市場への海外マネーの流入

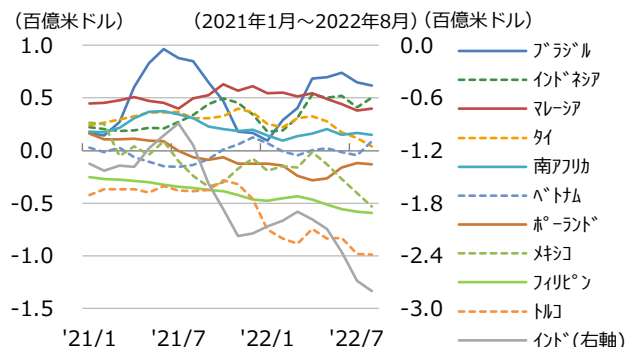
(億米ドル) (2020年初～2022年9月15日)



※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支

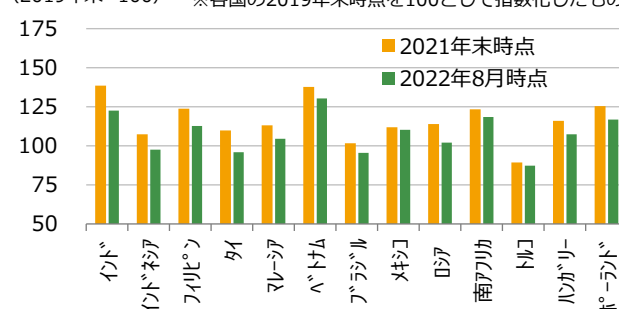


※3カ月移動平均

(出所) CEICより大和アセット作成

各国の外貨準備高の変化

(2019年末=100) ※各国の2019年末時点を100として指数化したもの



(出所) ブルームバークより大和アセット作成



原油

足元の原油価格は均衡点に近い

各国政府による石油備蓄の協調放出を加味すると、WTI原油先物価格の均衡点は過去のOECD加盟国の商業用原油在庫との運動性に比べて高い位置にあると推計されるため、足元の90米ドル前後はファンダメンタルズ分析上の均衡点に近いと言える。今年末と来年末の予想値は90米ドルで据え置く。ただし、リスクは下振れ方向に傾いており、今後1年程度の見通しを「中立」から「やや弱気」に引き下げた。

供給要因により下値は80米ドルを意識

バイデン米政権は原油価格が80米ドルを下回る水準ではSPRを積み上げることが検討と報じられた。その後、当局は具体的な水準があることを否定したが、ロシアのウクライナ侵攻以降に原油価格の上値を抑える重要な役割を果たしてきたSPRの放出が転換することは、原油相場に影響を与えよう。またOPECプラスも減産に転じることを決定した。供給要因から下値は80米ドルが意識されやすいだろう。

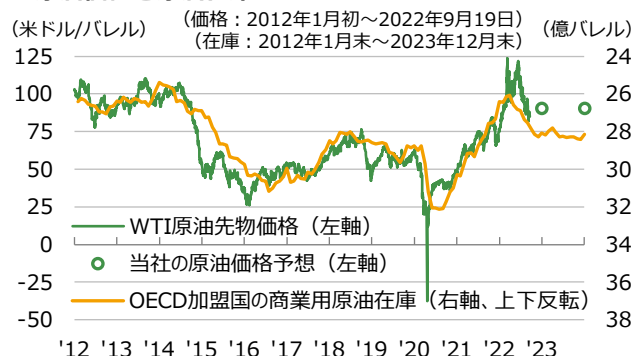
需要要因により上値は100米ドルを意識

9月のBlue Chip調査では「今後1年で最も米国のインフレ率に影響を与える要因」としてエコノミストの49%が「エネルギー/商品価格の動向」を挙げた。つまり、当面のインフレ抑制はエネルギー/商品価格の動向に依存しており、仮にWTIが再び象徴的な水準である100米ドルを超える事態になれば、金融引き締め強化→景気腰折れ→原油需要減退との連想が強まり、上値も抑えられやすくなるだろう。

想定以上の景気減速と流動性低下に注意

上記の通りWTIは80～100米ドルで推移しやすいが、リスクは下振れ方向に傾いているだろう。第一に、世界的な金融引き締めが想定以上の景気減速（原油需要の減退）をもたらす可能性があるからだ。第二に、2018年のように投機筋（非商業部門）の原油先物ポジションが急速に減少しており、マネーサプライの伸び鈍化も合わさって、流動性の低下が原油価格のボラティリティを高める恐れがある。

原油価格と原油在庫

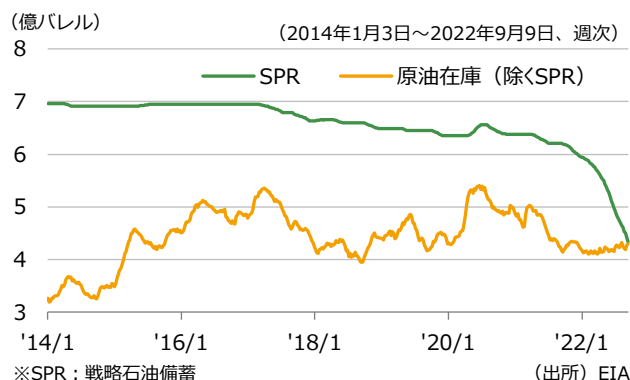


※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末

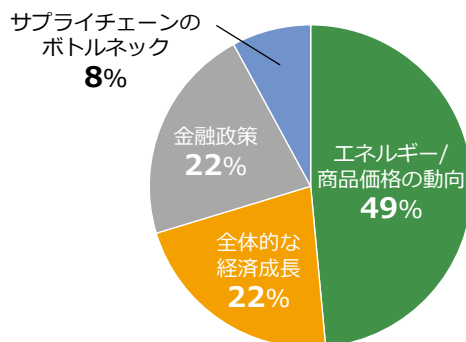
※原油在庫の2022年9月以降はEIAの予想

(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

米国の原油在庫



今後1年で最も米国のインフレ率に影響を与える要因

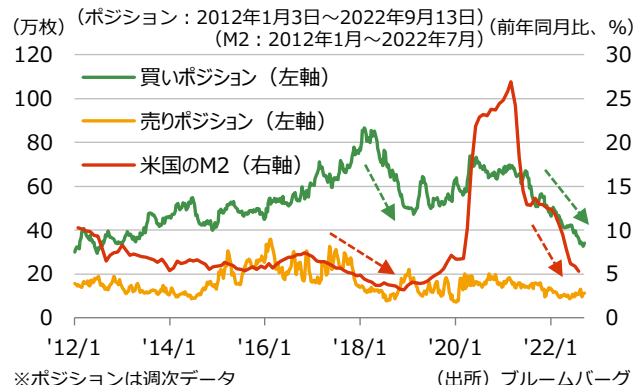


※エコノミストを対象としたアンケートの回答割合

※集計期間は2022年9月6-7日

(出所) Blue Chip調査

投機筋のNY原油先物ポジションと米国のM2





金

米実質金利のプラス推移が金価格の重荷

金価格と米国の実質金利は逆相関の関係にあり、足元では実質金利が1%を超えて上昇する中、金価格には下落圧力が強まっている。インフレ抑制の確信が得られるまでFRBの金融引き締め姿勢が緩む可能性は低く、実質金利は低下しづらい環境が続くそう。そのため、当面の金価格は上値の重い展開が続くと見込む。今年末と来年末の金価格の予想値は、それぞれ1,620米ドルと1,650米ドルで据え置く。

やり遂げるまでやり続けるFRBの決意

パウエルFRB議長は8月のジャクソンホール会議で、インフレ抑制に向けた金融引き締めについて「やり遂げるまでやり続けなければならない」と発言。早すぎる金融緩和への転換でインフレ抑制に失敗した1970年代ではなく、1980年代のような徹底した金融引き締めを続ける決意を示した。インフレ再加速による金価格の上昇は期待し難く、1980年代前半のような軟調推移を警戒すべき局面にあらう。

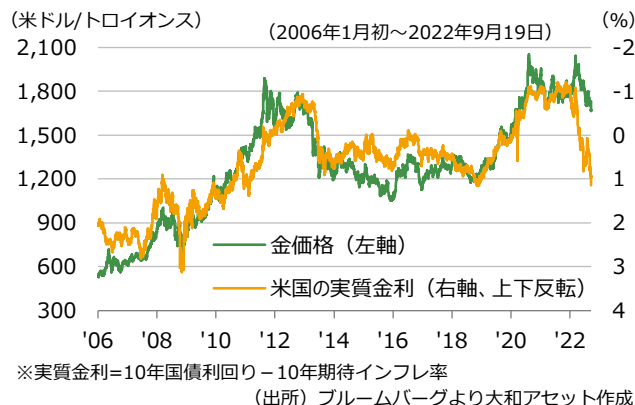
各国のマイナス金利脱却も金価格の重荷

米国だけでなく世界的な金融引き締めも金価格には逆風だ。特に、欧州ではマイナス金利政策からの脱却が進んでいる。7月のECBに続いて、9月はデンマーク中銀がマイナス金利からの脱却を決定し、スイス中銀も続く。マイナス金利政策を続けるのは日本だけになる。こうした動きは、マイナス利回りで取引される債券の残高減少につながり、金利が付かない金の相対的な投資妙味を低下させる恐れがある。

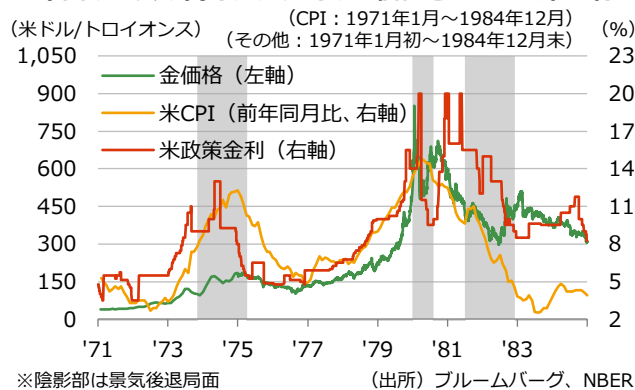
金ETFからの資金流出が継続

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴がある。金ETFからの資金流出が続く中、金価格は今年4月から8月まで5カ月連続の下落となった。9月にはコロナ禍以降のレンジ下限である1,680～1,700米ドルを割り込んだことで、2020年8月と今年3月を高値とするダブルトップが形成された。テクニカル分析で金相場を見る投資家も多いため、更なる資金流出と価格下落に注意したい。

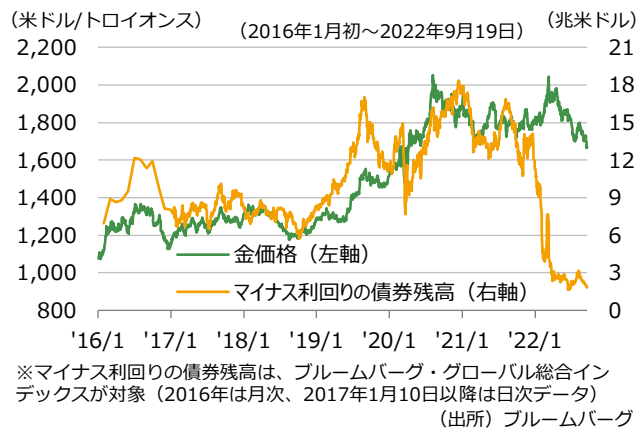
金価格と米実質金利



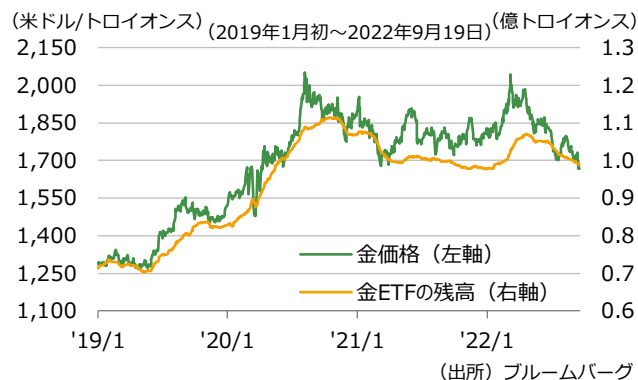
米国の過去の高インフレ時の金価格とCPI・政策金利



金価格とマイナス利回りの債券残高



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		
		先進国	新興国	コメント
インフレ上振れの継続と過度な利上げによる景気の腰折れ	中	大	大	8月米CPIは市場予想比上振れたが、今後は伸び率鈍化の方向にあることは間違いなからう。但し、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化や、国際経済からのロシア外し、コロナ感染の再拡大、熱波や洪水といった異常気象などが、インフレ率を再び押し上げるリスクは残る。その一方、インフレ抑制のためには景気下振れもやむなしとの姿勢で各国がハイペースの金融引き締めを実施しているため、景気腰折れリスクは増している。6-8月の株式市場では将来的な利下げ転換を期待するような動きもみられたが、利下げの前に実体経済の悪化を改めて意識する局面が訪れる可能性はあるだろう。その場合、為替はリスクオフによる円高が想定される。また、ここまでは比較的安定している新興国金融市場も不安定化する恐れがある。
中間選挙等での米国政治情勢の混迷	中	中	中	米国中間選挙での民主党の苦戦が予想されている。そのこと自体は市場も一定程度織り込み済みだろうが、選挙を通じて米国の分断がより一層進み、その結果、米国の政治・政策や社会の先行きに対し不透明感だけが強まるおそれがある。仮に、共和党が上下院とも大きく過半数を上回れば、良くも悪くも次期大統領選挙に向けて流れが出来ようが、上院で民主党が踏みとどまれば、トランプ氏の共和党内での求心力も低下し、混迷が一層深まる恐れがある。中間選挙が近づいてくるにつれ、そのような不透明感が様々な市場で投資家のリスク回避姿勢の強まりをもたらす恐れがある。
新型コロナウィ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	先進国を中心に強い行動制限は行わないウィズコロナが常態化しつつあり、以前に比べると経済活動への影響は小さくなっている。このまま市場の関心がコロナからフェードアウトする展開も期待できなくはない。しかし、重症化率は低くとも医療の供給を上回るような感染拡大が生じれば、再び行動制限に踏み切らざるを得なくなる恐れは残る。また、中国では引き続きゼロコロナ政策が強力に実施されており、且つ断続的・局地的に感染拡大が発生しているため、状況次第では国内だけでなく、海外景気の下押し要因になり得る。
米ドル高の過度な進行とその後の米ドル安への急反転	中	中	中	足元は米ドルの独歩高になりつつある。確かに相対的な景気の強弱や金利差などを考慮すれば、米ドル高の方向に違和感はない。ただし、水準的には一部の通貨で行き過ぎもみられる。ここから一段と米ドル高が進むようであれば、自国通貨を米ドルにある程度連動させている国では経済実勢以上の通貨高となり、景気等に悪影響が及ぶ恐れがあるほか、新興国などを中心に米ドル建て債務の実質的な膨張が問題視されるリスクもある。その一方2023年まで見れば、米国の利上げ打ち止め観測などを背景に米ドル安基調に転じる可能性も十分にある。その場合、溜まった米ドル買いポジションが一気に解消することで、予想以上に急激な米ドル安が進み、そのボラティリティの高さが金融資産全般の保有抑制につながる恐れもある。
ウクライナからのロシア撤退あるいはロシアによる非人道的攻撃の拡大	小	大	大	9月に入り、ウクライナ軍が急速に巻き返しを見せている。このままウクライナ領内でのロシア軍の排除が進み、ロシア軍が撤退すれば地政学リスクは大きく低下し、金融市場にとっては上振れ要因となる。しかし、ウクライナからの撤退はプーチン大統領のロシア国内での立場を危うくするものであり、プーチン大統領は容認しないだろう。その結果、ロシアにとって戦闘が不利になればなるほど、ロシアが核兵器の使用を含む非人道的な攻撃を実施するリスクが高まると考えることもできる。その場合、NATOが関与を強めざるをえなくなり、結果として第三次世界大戦リスクを市場が意識する展開も考えられる。
米中対立の深刻化による世界経済の分断	小	大	大	ペロシ下院議長の訪台を受けて、米中の緊張が一段と高まった。元々ウクライナ情勢における中国のロシア支援で緊張が高まっていたが、追加で台湾問題が焦点になったことで、米中とも妥協の余地が小さくなっている。中国は共産党大会を控え、政治・経済・社会の安定を図るためにも本来は対外的な緊張を避けたいとみられるが、それ以上に国内から対外的に弱腰とみられることを避ける必要があるため、緊張緩和は容易ではない。米国上場中国株の上場廃止問題では妥協が成立しつつあることから、米中両国が必ずしも全面対決を望んではいないことは窺われるが、中間選挙後の米国で民主党と共和党が足並みを揃えやすい数少ない分野の1つが中国バッシングと考えられるため、楽観はできない。

※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		9/19	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	2.50%	0.00	2.25	0.50
ユーロ圏	中銀預金金利	0.75%	0.75	1.25	1.25
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	3.25%	0.75	3.00	1.50
豪州	キャッシュ・レート	2.35%	0.50	2.25	1.35
中国	1年物MLF金利	2.75%	0.00	-0.20	-0.55
ブラジル	セリック・レート	13.75%	0.00	8.50	8.25
英国	バンク・レート	1.75%	0.00	1.65	1.00
インド	レポ金利	5.40%	0.00	1.40	0.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.75%	0.25	0.25	-1.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	8.50%	0.00	4.00	0.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	7.50%	-0.50	0.75	0.50
トルコ	1週間物レポ金利	13.00%	0.00	-6.00	-3.50

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		9/19	1カ月	1年	3年
米国		3.49%	0.52	2.13	1.71
ドイツ		1.81%	0.58	2.09	2.31
日本		0.26%	0.06	0.20	0.47
カナダ		3.14%	0.20	1.86	1.71
豪州		3.68%	0.27	2.38	2.62
中国		2.68%	0.05	-0.20	-0.43
ブラジル		12.07%	-0.24	0.60	4.63
英国		3.14%	0.73	2.29	2.50
インド		7.24%	-0.03	1.07	0.60
インドネシア		7.21%	0.10	1.07	-0.03
メキシコ		9.22%	0.35	2.15	2.12
ロシア		8.84%	0.00	1.64	1.70
トルコ		10.82%	-5.19	-5.68	-3.71

		直近値	期間別変化率		
株価指数		9/19	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	31,020	-8.0%	-10.3%	14.5%
	S&P500	3,900	-7.8%	-12.0%	29.7%
ユーロ圏	STOXX 50	3,499	-6.2%	-15.3%	-1.5%
日本	日経平均株価	27,568	-4.7%	-9.6%	25.1%
	TOPIX	1,939	-2.8%	-7.7%	20.0%
中国	MSCI中国	61.62	-6.1%	-32.8%	-21.0%
インド	MSCIインド	2,059	-1.0%	0.4%	67.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,612	4.4%	25.7%	7.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,205	-5.0%	-10.9%	20.9%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		9/19	1カ月	1年	3年
米ドル		143.21	4.6%	30.3%	32.6%
ユーロ		143.54	4.3%	11.3%	20.3%
カナダ・ドル		108.06	2.5%	25.4%	32.6%
豪ドル		96.33	2.3%	20.6%	31.3%
人民元		20.44	2.1%	20.3%	34.4%
ブラジル・リアル		27.70	4.6%	33.2%	6.9%
英ポンド		163.73	1.0%	8.4%	21.0%
インド・ルピー		1.80	4.7%	20.1%	18.7%
インドネシア・ルピア		0.96	3.6%	23.7%	24.7%
フィリピン・ペソ		2.50	2.3%	13.5%	20.7%
ベトナム・ドン		0.61	3.3%	25.3%	30.0%
メキシコ・ペソ		7.19	5.9%	30.9%	29.5%
ロシア・ルーブル		2.33	1.0%	54.5%	37.9%
トルコ・リラ		7.80	3.1%	-38.7%	-58.6%

		直近値	期間別変化率		
リート		9/19	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,104	-9.2%	-10.3%	5.2%
日本	東証REIT指数	2,035	-0.2%	-4.1%	-4.0%

		直近値	期間別変化率		
商品		9/19	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	85.73	-5.6%	19.1%	47.5%
金	COMEX金先物価格	1,668	-4.6%	-4.7%	11.2%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

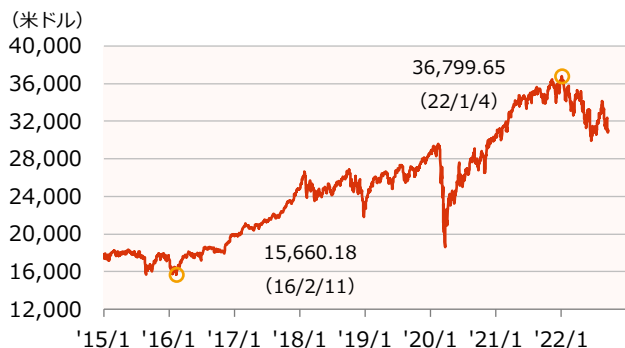
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



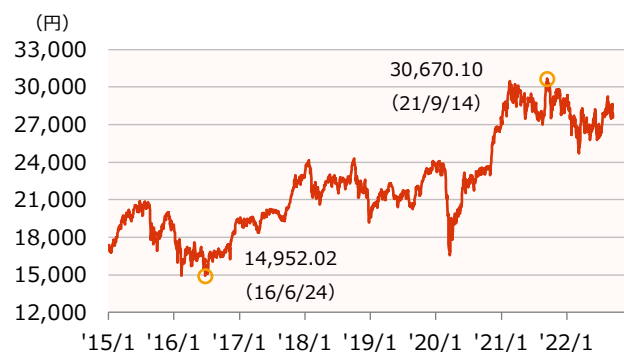
S&P500



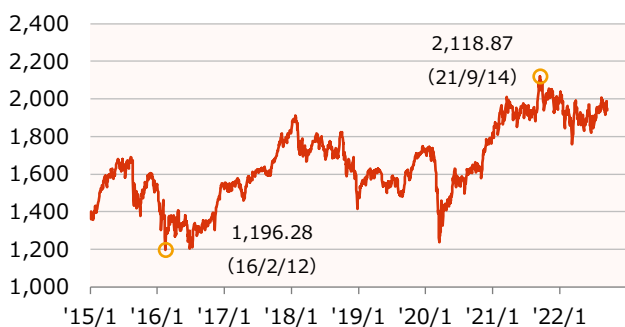
STOXX 50



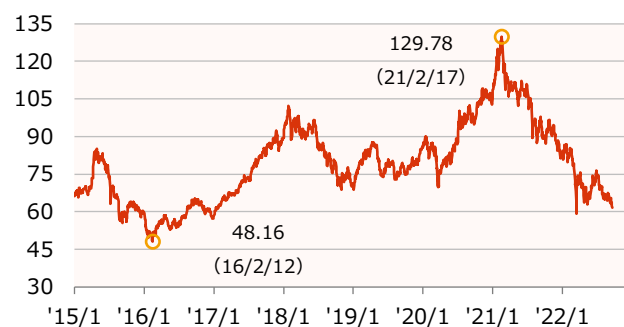
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



※グラフの期間は2015年1月初～2022年9月19日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

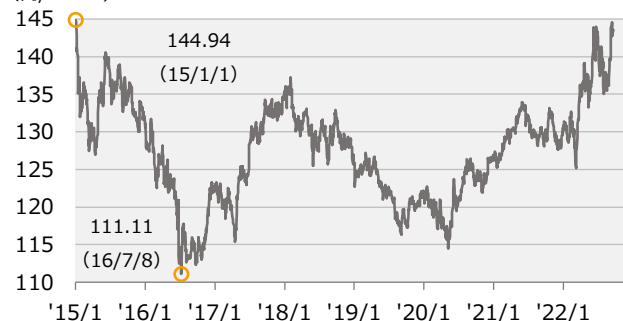
米ドル

(円/米ドル)



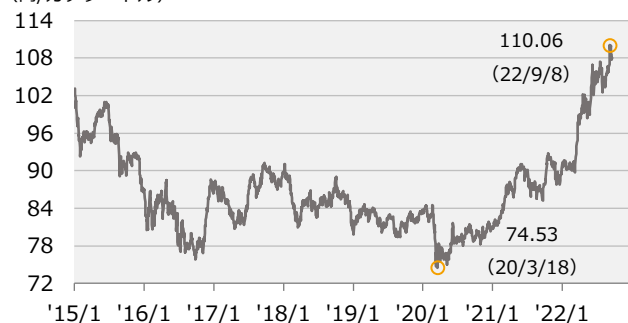
ユーロ

(円/ユーロ)



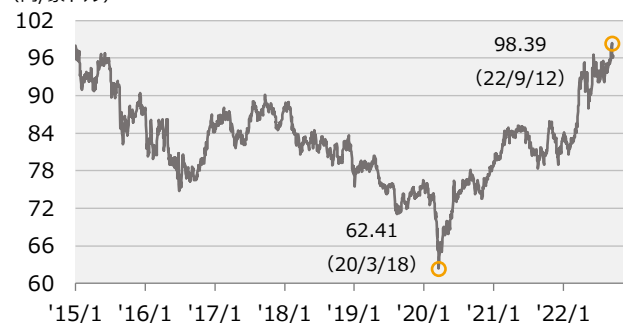
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



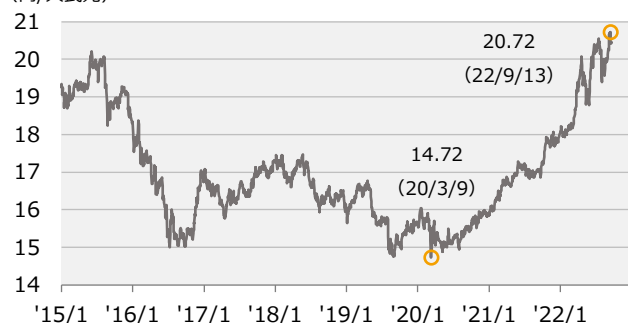
豪ドル

(円/豪ドル)



中国人民元

(円/人民元)



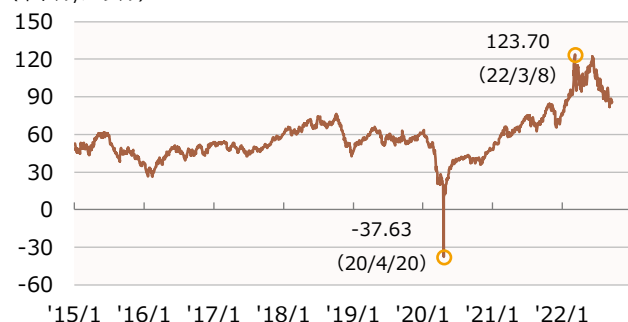
ブラジル・リアル

(円/リアル)



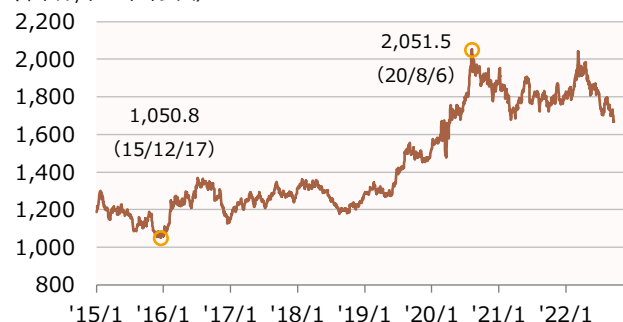
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2022年9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	-6.1	5.2
日本	-0.4	-4.6	1.7
カナダ	1.9	-4.8	4.5
豪州	2.0	-2.2	4.8
中国	6.0	2.2	8.1
ブラジル	1.2	-3.9	4.6
先進国	1.7	-4.5	5.2
新興国	3.7	-2.0	6.8

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

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

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

(出所) ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率	物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ（縮小）	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	主要リファイナンス金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2022年末の予想値	4.00~4.25%	2.50% (中銀預金金利2.00%)	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2022年のFOMCでは、9月に0.75%ポイント、11・12月に各0.50%ポイントの利上げを予想。2023年は0.25%ポイントの利上げを想定 2022年9月からバランスシートの縮小額を拡大	2022年10月に0.75%、12月に0.5%、2023年2月に0.25%ポイントの利上げを想定。 - APPでの償還債券の再投資の停止をまもなく検討 - PEPPでの償還債券の再投資は2024年末までは継続	2022年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2022年	10月	●TOPIXの段階的ウェイト低減銘柄を公表（7日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●EU首脳会議（20-21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） ●OPECプラス会合（5日） ●中国共産党七中全会（9日）、一中全会（16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）	●イスラエル総選挙（1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）
	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） ●EU首脳会議（15-16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） ●中国中央経済工作会议（月内）
2023年	1月	●通常国会召集（月内） ●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●FOMC（31日-2月1日）	●カナダ金融政策決定会合（25日） ●中華圏旧正月（22日）
	2月		●ECB理事会（2日）	●RBA理事会（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内） ●中国共産党二中全会（月内） ●インド予算案発表（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） ●EU首脳会議（23-24日） ●米一般教書演説（月内）	●中国全人代（上旬） ●RBA理事会（7日） ●ラマダン開始（22日） ●タイ総選挙（月内） ●カナダ金融政策決定会合（8日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	4月	●黒田日銀総裁任期（8日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日）		●RBA理事会（4日） ●ラマダン終了（20日） ●カナダ金融政策決定会合（12日）
	5月	●G7首脳会議（広島、19-21日）	●ECB理事会（4日） ●FOMC（2-3日）	●RBA理事会（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日）	●ECB理事会（15日） ●FOMC（13-14日） ●EU首脳会議（29-30日）	●RBA理事会（6日） ●トルコ総選挙（18日） ●ハッジ開始（28-7月3日） ●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（月内）
	7月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●FOMC（25-26日） ●ECB理事会（27日）	●RBA理事会（4日） ●カナダ金融政策決定会合（12日）
	8月		●米ジャクソンホール会議（月内）	●RBA理事会（1日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日）	●ECB理事会（14日） ●FOMC（19-20日）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（6日） ●マレーシア総選挙実施期限（16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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、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、NER：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9月19日）

（発行日：2022年9月26日）