

Market report

経済、金融市場の 動向と見通し



2022年4月

東京海上アセットマネジメント株式会社

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第361号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

■当資料は情報提供を目的として東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。■当資料で使用している表・グラフは過去のものであり、将来の実績・運用成果等を保証するものではありません。■当資料には一定の見解等が含まれていますが、その内容はあくまで作成時点のものであり、将来変更される可能性があります。また、市場動向や個別銘柄の将来の動向を保証するものではありません。

2021年に急回復した世界経済は減速も、回復基調は継続

✓ 成長率は下方修正も、緩やかな成長見通しは維持

- ◆ IMF(国際通貨基金)が2022年4月に発表した世界経済見通しでは、多くの国・地域で成長率見通しが1月から下方修正されました。
- ◆ ウクライナ侵攻を受け、金融取引やエネルギー貿易などで制裁措置を受けているロシアや、ロシアへのエネルギー依存度が高く、経済的なつながりの強いユーロ圏の見通しが大幅に引き下げられました。また、米国では金融引き締めペースが想定以上に早まったことによる影響、日本では原油価格の高止まりによる消費や投資の減速、中国では「ゼロコロナ」政策による都市封鎖(ロックダウン)などの影響を要因として、2022年の成長率見通しが引き下げられています。

世界経済見通し(実質GDP成長率)

2019年~2023年(2022年~2023年はIMFによる予測値)

(単位:%)

	実績			予想					
	2019	2020	2021	2022			2023		
				前回予想 (2022年1月)	今回予想	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正	前回予想 (2022年1月)	今回予想	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正
世界	2.9	-3.1	6.1	4.4	3.6	-0.8	3.8	3.6	-0.2
先進国	1.7	-4.5	5.2	3.9	3.3	-0.6	2.6	2.4	-0.2
-米国	2.3	-3.4	5.7	4.0	3.7	-0.3	2.6	2.3	-0.3
-ユーロ圏	1.6	-6.4	5.3	3.9	2.8	-1.1	2.5	2.3	-0.2
-ドイツ	1.1	-4.6	2.8	3.8	2.1	-1.7	2.5	2.7	0.2
-日本	-0.2	-4.5	1.6	3.3	2.4	-0.9	1.8	2.3	0.5
新興国	3.7	-2.0	6.8	4.8	3.8	-1.0	4.7	4.4	-0.3
-中国	6.0	2.2	8.1	4.8	4.4	-0.4	5.2	5.1	-0.1
-ロシア	2.2	-2.7	4.7	2.8	-8.5	-11.3	2.1	-2.3	-4.4

出所:IMF 世界経済見通し(2022年1月、2022年4月)

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

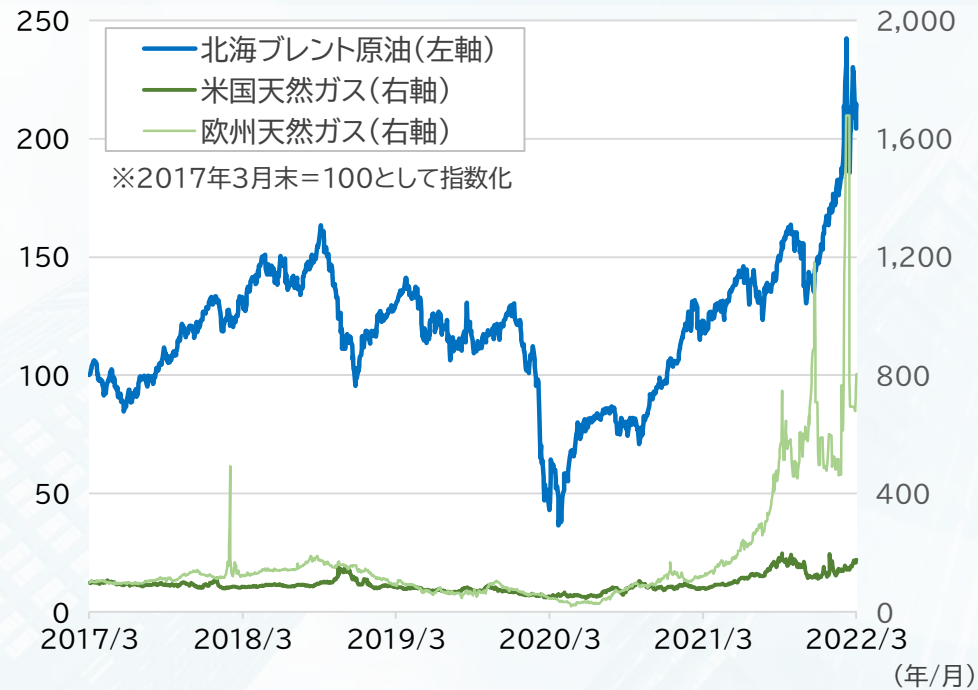
ウクライナ情勢の影響① ～エネルギー～

✓ ロシアからの供給懸念でエネルギー価格は上昇、欧州ではロシアへのエネルギー依存脱却が課題に

- ◆ 先進諸国によるロシアへの経済制裁により、化石燃料価格は高止まりしています。特に欧州(EU圏)の国々は、天然ガス、石油、石炭の輸入の多くをロシアに頼っており、原材料高だけでなく、エネルギー調達が難航することによる生産活動や企業業績への影響など、実態経済への影響が懸念されます。
- ◆ 一方で、化石燃料価格の上昇による発電コスト等の上昇によって、長期的には各国が取り組んでいるエネルギーの脱炭素化が加速する可能性も想定されます。欧州では、天然ガスの輸入先の多角化を図るだけでなく、再生可能エネルギーの導入推進を支援することで、エネルギー調達の安定化を図る方針を示しました。

原油・天然ガス先物価格の推移

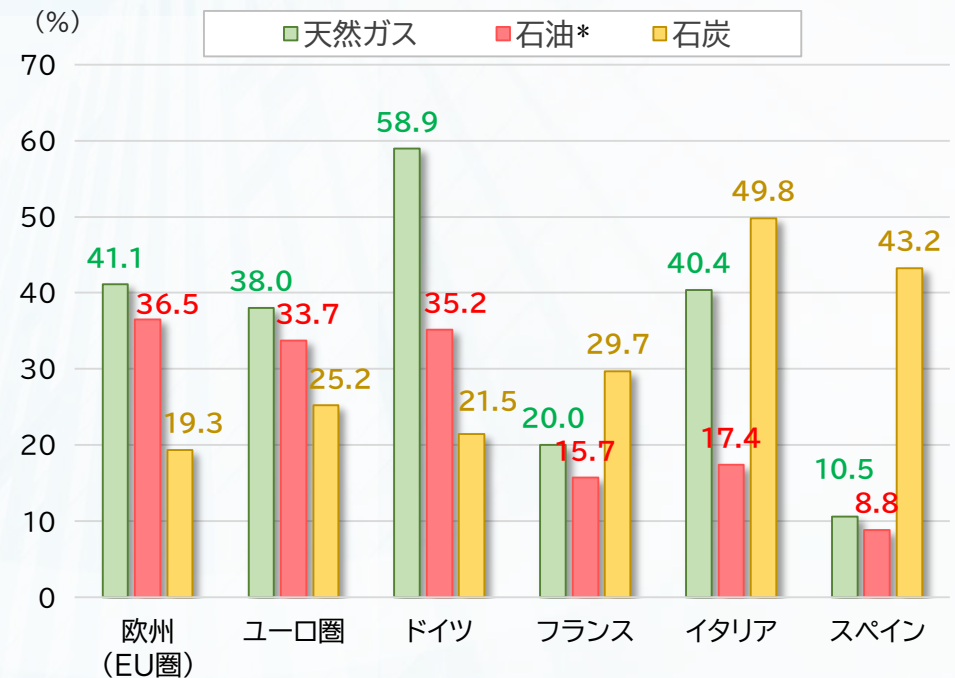
2017年3月末～2022年3月末、日次



※北海ブレント原油先物、米国天然ガス先物は米ドル建て、欧州天然ガスはユーロ建て
出所：ブルームバーグ

欧州のエネルギー輸入に占めるロシア産の割合

2020年



*原油および石油精製品など

出所：欧州統計局

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

ウクライナ情勢の影響② ～農業生産～

✓ 世界の食糧生産への影響が懸念される

- ◆ ロシアやウクライナは世界有数の穀物生産国であり、小麦やトウモロコシなどの輸出で高いシェアを占めていることから、今後の供給不安が高まっています。ウクライナ情勢の悪化や、ロシアへの経済制裁を受け、小麦やトウモロコシの価格は上昇しており、世界的なインフレの長期化につながる可能性があります。
- ◆ また、2022年3月にロシアが実施した肥料の輸出制限により、肥料の供給減少や価格上昇も懸念されます。肥料価格の上昇は、農作物の生産コストや、収穫量に影響を与えるため、農作物価格への二次的な影響も懸念されつつあります。

小麦・トウモロコシ先物価格の推移

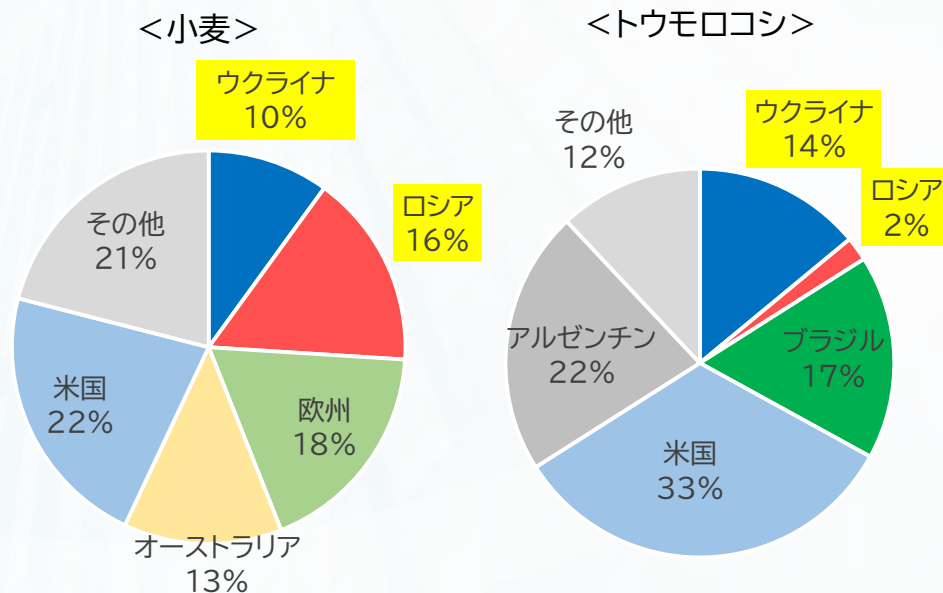
2017年3月末～2022年3月末、日次



出所:ブルームバーグ

小麦・トウモロコシの世界輸出シェア

2021-2022年(各国および各作物の収穫期を考慮した12カ月間の集計値)



※比率は数量ベース

出所:USDA(米国農務省) Grain: World Markets Trade(2022年3月)

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

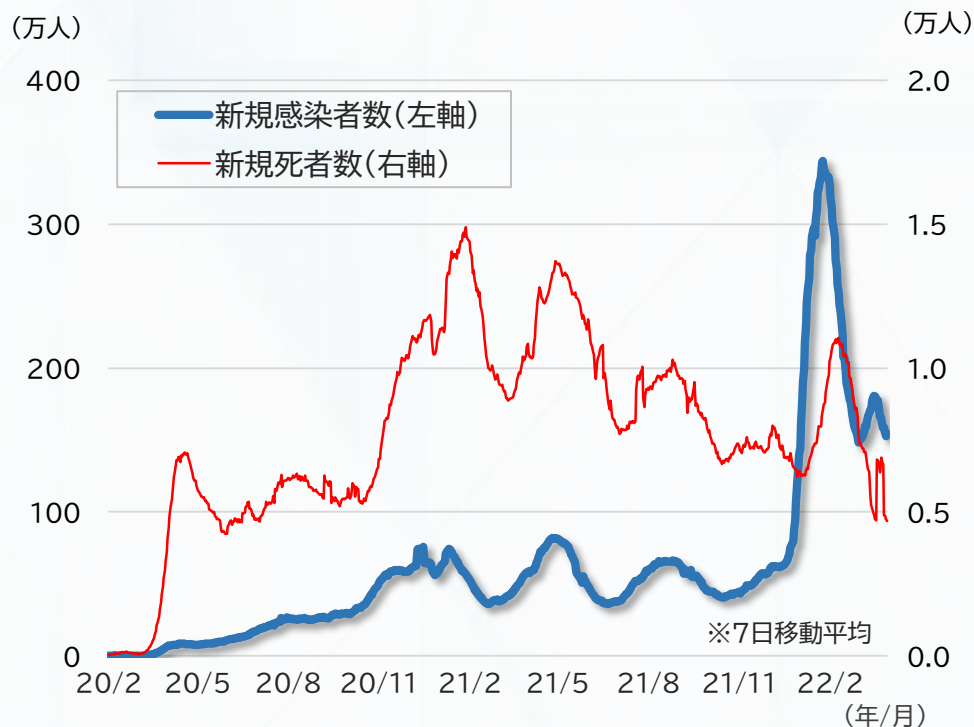
新型コロナウイルスを取り巻く環境

✓ 飲み薬の登場によってウイルスとの共存が可能な段階に移行するかに注目

- ◆ 新型コロナウイルスの感染状況は、2021年後半以降の変異株「オミクロン」の感染拡大などにより、感染者数は2022年1月にかけて急増したものの、2月以降は感染者数、死者数ともに大きく減少しています。
- ◆ 現在、複数の製薬会社が新型コロナウイルス治療用の飲み薬の開発・供給を急いでいます。ワクチンによる予防に加え、飲み薬による感染症の治療が進むことによって、コロナウイルスと共存する時代も近くなると考えられます。

世界の新規感染者数・新規死者数の推移

2020年2月1日～2022年3月31日、日次



出所:ブルームバーグ

新型コロナの主な飲み薬

2022年3月末時点の情報に基づく

製薬会社	薬	概要
 メルク	ラゲブリオ	入院・死亡リスクが約30%減少 (2021年12月に日本国内で特例承認、米国でも緊急使用許可)
 ファイザー	パキロビッド	入院・死亡リスクが88%減少* (2021年12月に米国で緊急使用許可、2022年2月に日本で特例承認) *発症から5日以内に投与した場合
 塩野義製薬	S-217622	臨床研究中 (承認後の国内供給に向けて、厚生労働省との間で2022年2月に基本合意書を締結)

※写真はイメージです。

出所:各種報道、各社公表資料等の情報をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

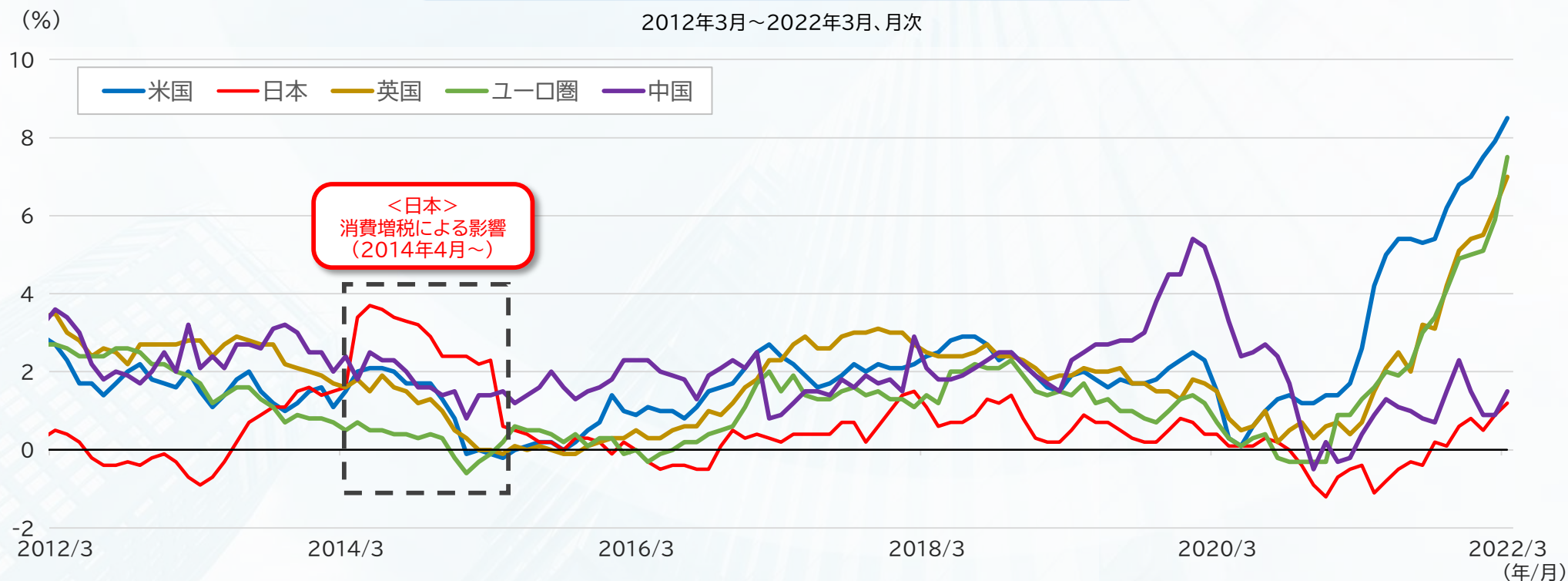
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

物価の動向

✓ FRBはインフレ抑制を重視する姿勢に

- ◆ 世界各国は、新型コロナウイルスの感染拡大による景気の落ち込みを回避するため、2020年以降大規模な経済対策を打ち出しました。行動制限等によって供給面での制約が生じる中、財(モノ)を中心とする需要が急回復したことや、エネルギー(原油)などの一次産品価格が上昇したことなどにより、各国で物価上昇(インフレ)が加速したとみられます。
- ◆ 米国では、FRB(米連邦準備制度理事会)が3月に利上げを行い、インフレ抑制を重視する姿勢を示したことなどから、インフレ率は2022年後半にも緩やかに低下に向かう可能性があります。ただし、ウクライナ情勢の長期化によっては資源や穀物価格の上昇によって高インフレが長引く可能性もあり、注視が必要と考えます。

各国・地域のインフレ率(消費者物価指数の前年比)



※インフレ率は各国地域の消費者物価指数(総合)の前年比を使用

出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

金融政策

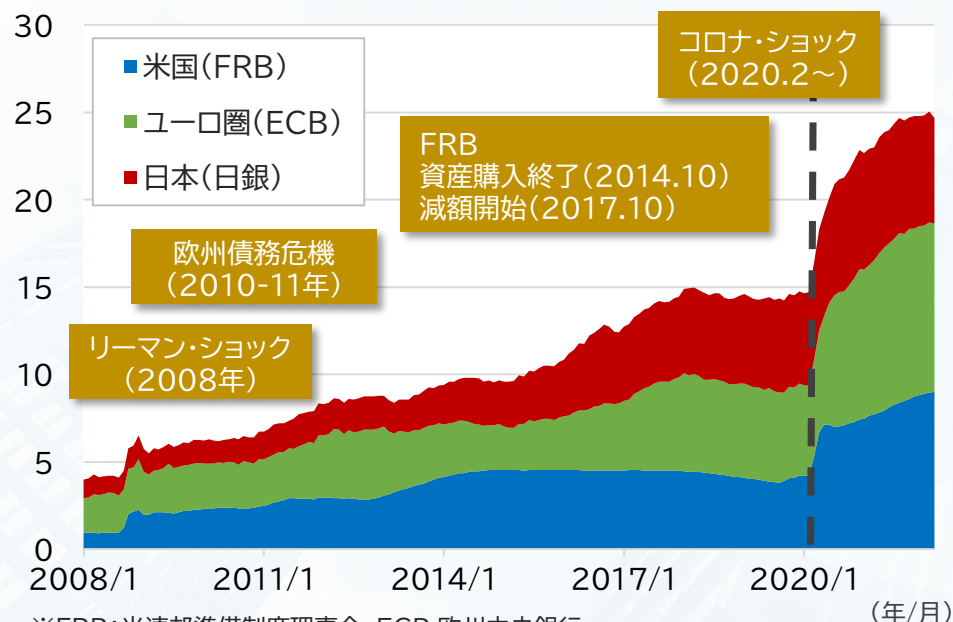
✓ 高まるインフレ圧力への警戒、金融政策の修正を急ぐ各国中央銀行

- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大を受け、各国・地域の中央銀行は積極的な金融緩和策の実施により景気の下支えを図ってきましたが、インフレ圧力が高まる中、金融政策は金融緩和の縮小や金融引き締めへの転換など徐々にインフレ警戒的な姿勢を強めつつあります。ただし、過度な引き締めは景気の急減速を招く可能性もあることから、インフレの抑制と景気のバランスが求められており、各国・地域の中央銀行は難しいかじ取りを迫られると見られます。
- ◆ 今後も、インフレ抑制の度合いや時期を巡って市場の見方が割れることで、金利や株価の変動性が高まる可能性も想定されます。

米・ユーロ圏・日本の中央銀行総資産規模(米ドルベース)

2008年1月末～2022年3月末、月次

(兆米ドル)



※FRB:米連邦準備制度理事会、ECB:欧州中央銀行
※ユーロ圏、日銀の総資産は各月末に近い公表日のデータを使用。(ユーロ圏、日銀は各月末の為替レートで米ドル換算)

出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

足元の金融政策動向(2022年3月末時点)

国・地域	時期	金融政策動向
米国	12月	テーパリングの終了時期の想定を前倒し(2022年6月から2022年3月へ)
	3月	・政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除 ・5月からの量的引き締め(QT)開始を示唆 ・インフレ抑制の姿勢を強める
ユーロ圏	12月	PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の終了(2022年3月)と、以降の資産購入額の減額を決定
日本	12月	コロナ禍で導入した資金繰り支援策の一部(CP・社債の買入)を2022年4月以降、段階的に縮小することを決定。緩和的な金融政策は維持。
英国	12月～3月	3回連続で政策金利の引き上げを決定(0.1%⇒0.75%) 2月には量的引き締め(QT)を決定
豪州	11月	イールドカーブ・コントロール(3年国債利回りを政策金利(0.1%)と同水準に抑える政策)の撤廃を決定
	2月	量的緩和(QE)の終了を決定

※上記は2022年3月末時点の情報であり、変更される可能性があります。

出所:各国・地域中央銀行公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

全体観

主要国・地域の経済動向

- ◆ 景気回復を後押ししてきた各国の大規模な経済対策や緩和的な金融政策によって2021年に急回復した世界経済は、2022年から緩やかな減速に向かうものの回復基調が続く見通しです。
- ◆ 現在懸念されている各国の物価上昇(インフレ)は、主因の一つであった行動制限等による供給制約が徐々に解消されることや、需要の拡大ペースが弱まることによって、2022年後半にかけて鈍化していくと見えています。



米欧中銀の金融政策

- ◆ 米国やユーロ圏ではこれまでの緩和的な金融政策を見直す動きが進んでいます。一方で、日本では物価上昇率が日銀の目標に達していないことなどから、米欧の金融政策姿勢との格差が生まれつつあります。
- ◆ 各国の金融政策の見直しのペースや度合いを巡って金融市場の変動性が増す可能性も想定されます。



金融市場

- ◆ 株式市場は、原材料価格の上昇による業績下押し懸念や、金融政策の正常化ペースの加速などのリスク要因を残しつつも、企業の利益成長に沿った株価の上昇がメインシナリオになるとみています。
- ◆ 米国や欧州では金融政策の正常化を背景に金利上昇圧力がかかりやすい展開を想定しています。一方、日本では引き続き金融緩和政策を継続せざるを得ない状況が続くとみられ、金利は狭いレンジでの推移を予想します。
- ◆ 米国と日本の金融政策にかい離がみられる中で、為替相場では円安米ドル高が進む展開を予想します。



※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

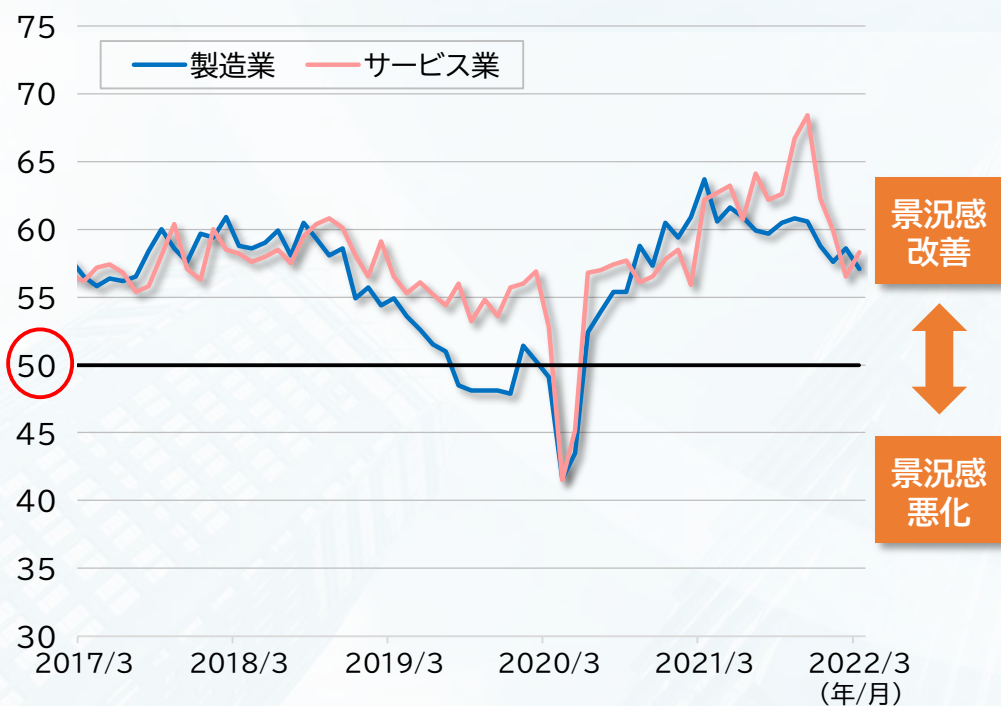
米国経済の動向①

✓ 景気と物価～景気回復の勢いは鈍化も依然良好な環境、依然として物価上昇圧力は継続

- ◆ 企業の景況感を示すISM景況感指数を見ると、製造業、非製造業(サービス業)ともに低下傾向にあるものの、景況感判断の分かれ目である50を上回っており、米国経済は依然として良好な環境にあることを示唆しています。
- ◆ 足元の消費者物価の上昇には、ガソリンなどのエネルギー価格の上昇だけでなく、住居費(家賃)の上昇も寄与しています。FRB(米連邦準備制度理事会)は、3月に利上げに踏み切り、今後もインフレ抑制を重視する姿勢を示しています。

ISM景況感指数の推移

2017年3月～2022年3月、月次



出所:ブルームバーグ

消費者物価指数(前年比)

2012年3月～2022年3月、月次



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

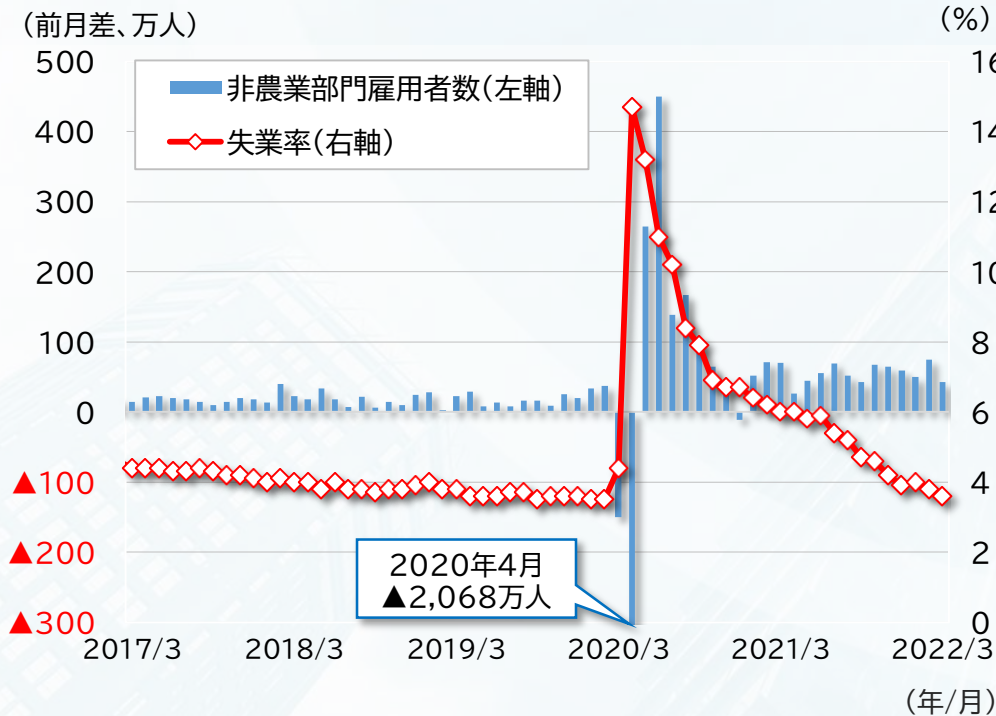
米国経済の動向②

✓ 労働市場～賃金上昇圧力が中長期的な物価上昇につながるリスクも

- ◆ 米国の雇用環境は、緩やかながら着実に改善を続けており、失業率は新型コロナウイルスの感染拡大前の水準まで低下しつつあります。一方で、経済活動の再開と共に人手不足感が強まるなか、賃金上昇率は高水準で推移しています。
- ◆ 今後、職場復帰や求職活動の活発化により人手不足感が改善され、賃金上昇圧力も緩和されると見られますが、賃金上昇が長引く場合は、企業の価格転嫁が促され、中長期的なインフレ率を押し上げる可能性も想定されます。

非農業部門雇用者数と失業率の推移

2017年3月～2022年3月、月次

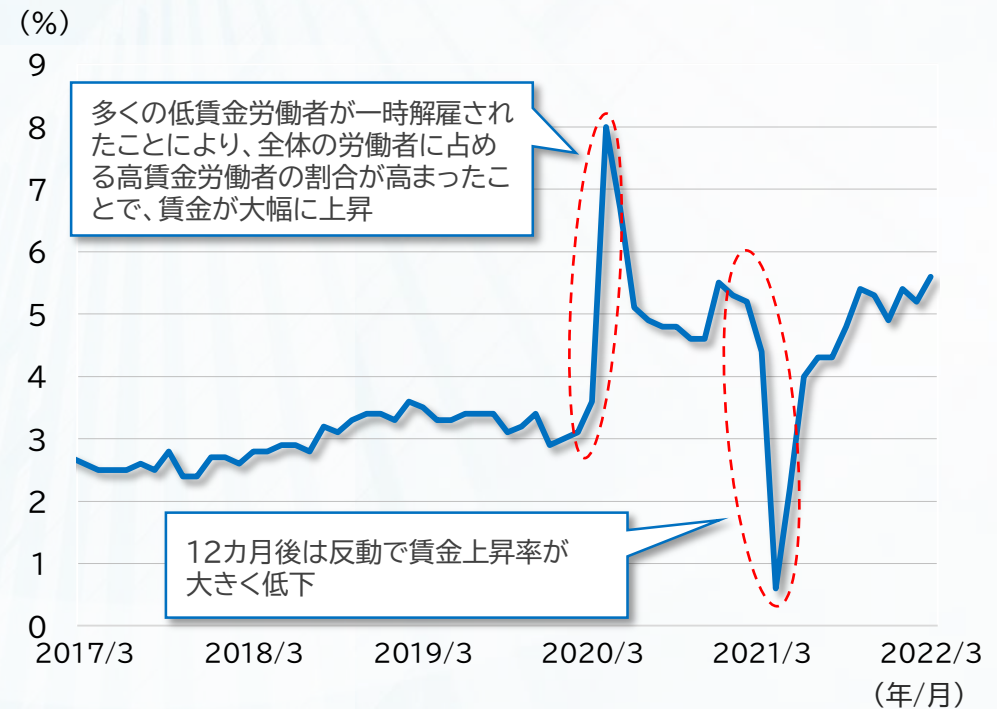


※非農業部門雇用者数、失業率は季節調整値

出所:ブルームバーグ

時間当たり賃金(前年比)の推移

2017年3月～2022年3月、月次



出所:ブルームバーグ

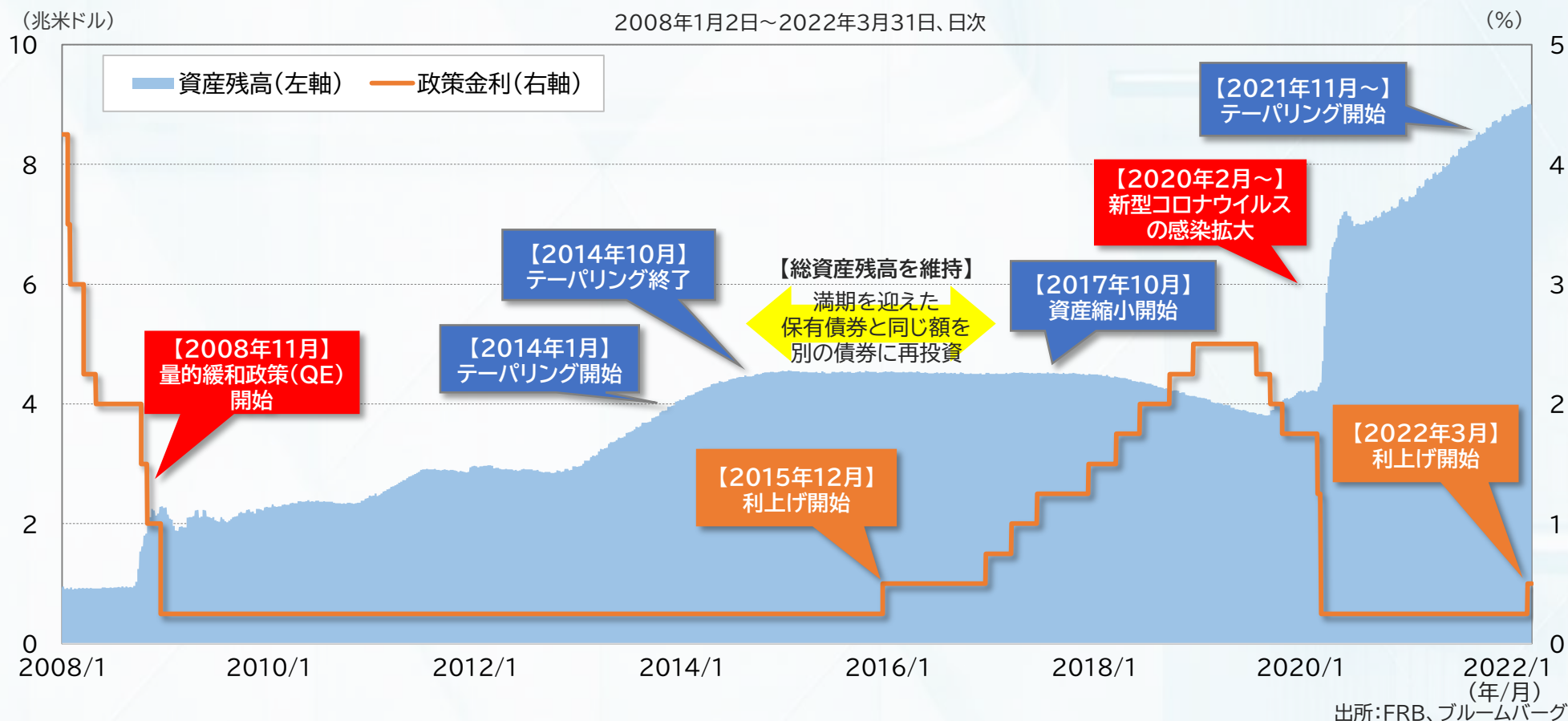
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

米国の金融政策①

✓ 実質ゼロ金利政策から脱却。今後はインフレ抑止を重視するスタンスに

- ◆ FRB(米連邦準備制度理事会)は、雇用の改善やインフレ圧力の高まりを受け、2021年11月からテーパリング(資産購入の段階的縮小)の実施を決定、12月には縮小ペースを早めテーパリングの終了予定時期の前倒しを決定しました。
- ◆ 2022年3月のFOMC(米連邦公開市場委員会)にて0.25%の利上げを決定し、実質ゼロ金利からの脱却およびインフレ抑制を重視する姿勢を示しました。また、早ければ5月のFOMCで量的引き締め(QT)の開始を決定する予定で、利上げに加え、量的引き締めによる市場への資金供給量を減らすことで、インフレ抑制を図ると見られます。

FRBのバランスシート(資産残高)及び政策金利の推移



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

米国の金融政策②

✓ 今後の利上げペースや利上げの最終地点が焦点に

- ◆ 2022年3月に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)では、0.25%の利上げが決定しました。2022年に7回程度の利上げ、2023年には3~4回の利上げが必要と想定されており、2023年末には政策金利が2.75~3%程度になることが予想されています。

FOMCメンバーの政策金利見通し



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所:FRB、ブルームバーグ

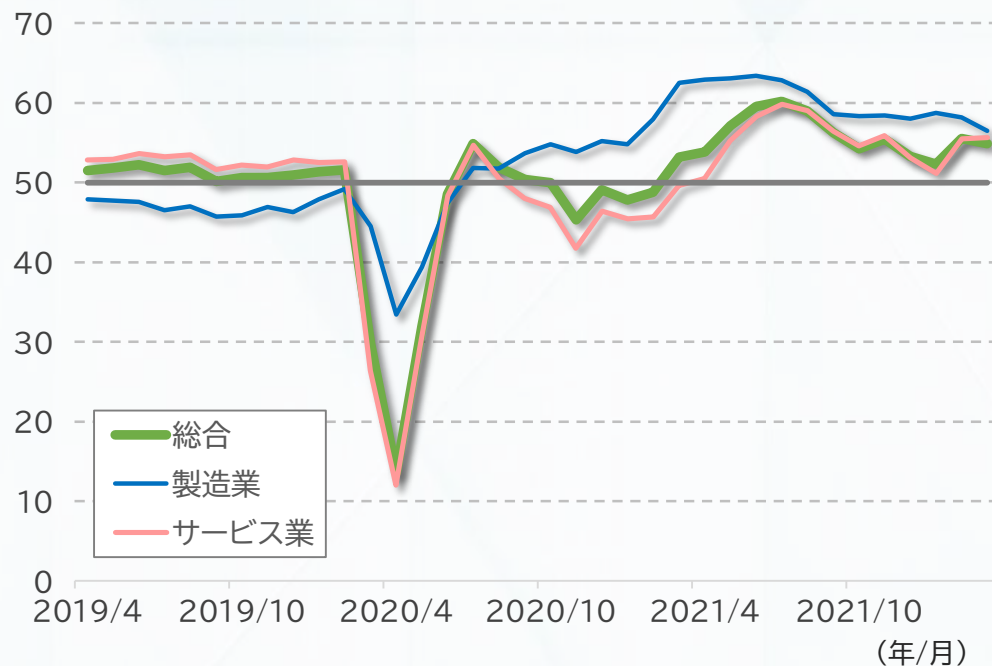
ユーロ圏経済の動向

✓ 景気回復ペースの減速が見込まれる一方、インフレは加速

- ◆ 企業の景況感を示すPMI(購買担当者景況感指数)は景気の改善を示す50を上回っており、依然としてユーロ圏の景気が回復基調にあることを示唆しています。しかし、欧州はロシアと経済的なつながりが強いことから、ウクライナ情勢の悪化などによる今後の影響が懸念されます。
- ◆ ユーロ圏の物価上昇は米国同様に加速しています。要因は、原油価格などエネルギー価格の上昇に加え、経済正常化に向けた動きが再開されたことなどが考えられます。

ユーロ圏 PMI(購買担当者景況感指数)

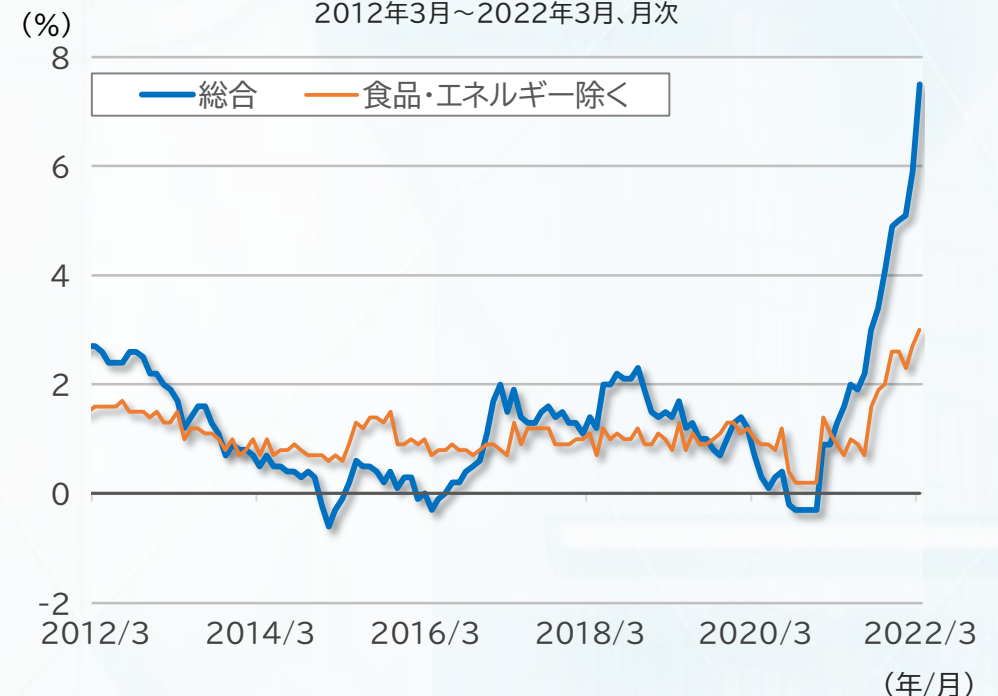
2019年4月～2022年3月、月次



出所:ブルームバーグ

ユーロ圏 消費者物価指数(前年同月比)

2012年3月～2022年3月、月次



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

ユーロ圏の金融政策

✓ 金融正常化に向け前進、資産購入は終了も視野に

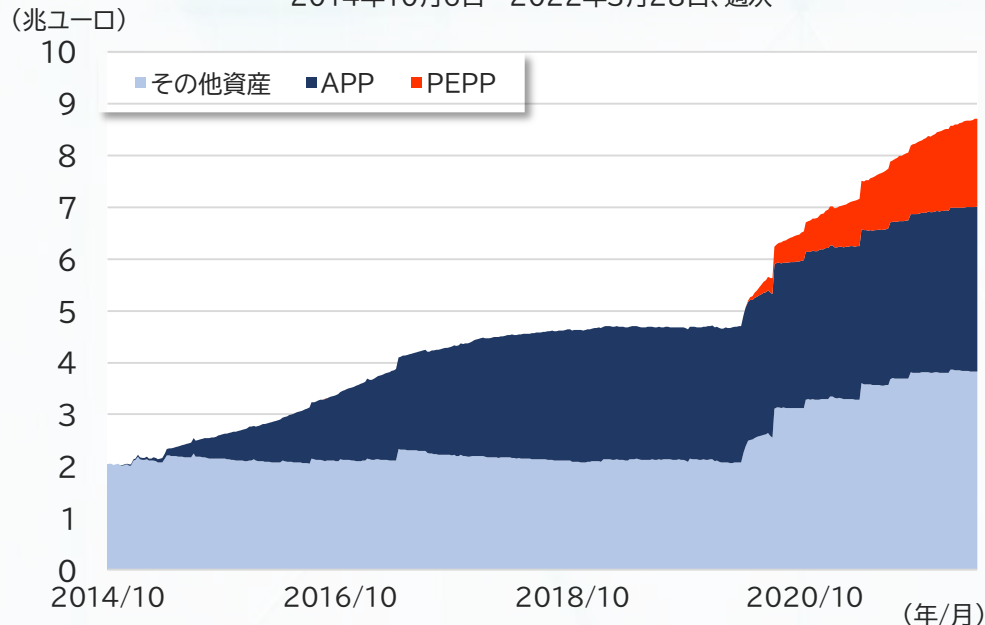
- ◆ ECB(欧州中央銀行)は、域内の資金調達環境の支援を行うことを目的として、PEPP*(パンデミック緊急購入プログラム)による資産購入を継続してきましたが、2021年12月のECB理事会で、足元の景気回復や金融環境の改善を背景にPEPPによる資産購入を2022年3月に終了することを決定しました。
- ◆ ECBは従来の資産購入手段であるAPP*(資産購入プログラム)の資産購入額を調整し、全体の資産購入額を減額していく方針を示しています。また、3月のECB理事会では、データ次第では2022年7-9月期にAPPを終了する方針を示しました。

*PEPP:2020年3月に導入が決定した、新型コロナウイルスの感染拡大に対応した新たな臨時的資産購入プログラム。購入対象には従来の資産購入プログラム(国債や社債等)に加え、コマーシャル・ペーパー、格付条件を満たさなかったギリシャ国債も含まれる。

*APP:2014年9月に導入が決定された、国債、社債等を対象とした資産購入プログラム。2019年1月から10月は買入が停止されていたが、2019年10月に月額約200億ユーロのペースでの買入再開が決定。

ECBの総資産の推移

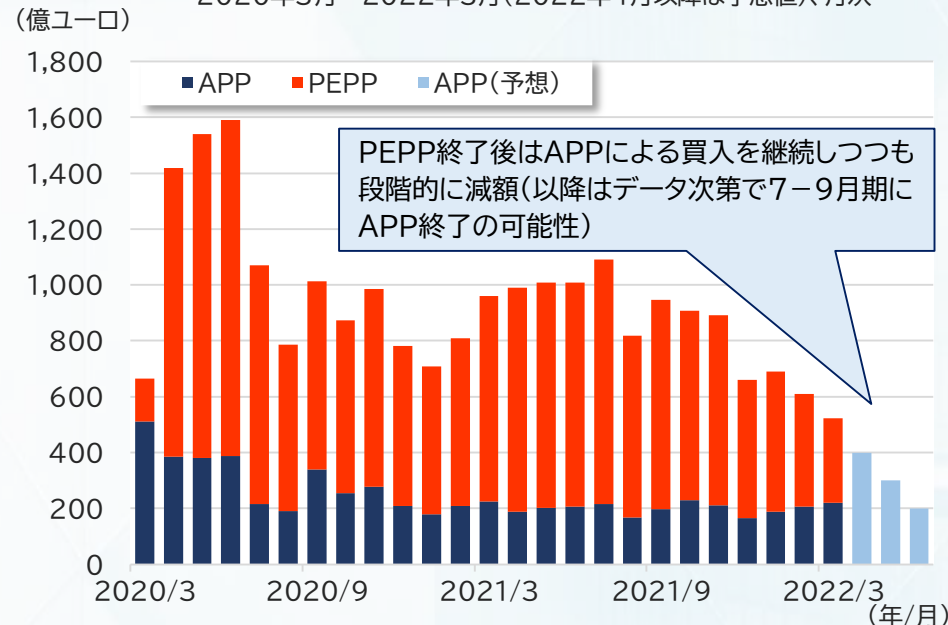
2014年10月6日～2022年3月28日、週次



※「その他」には主要リファイナンスオペ、長期リファイナンスオペ、金などの残高が含まれる。
出所:ECB

資産購入プログラムを通じた購入額の推移および予想

2020年3月～2022年3月(2022年4月以降は予想値)、月次



※APPの2022年4月以降の買入額(予想)はECBの声明(2022年3月)に基づき作成。
出所:ECB、ブルームバーグ

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

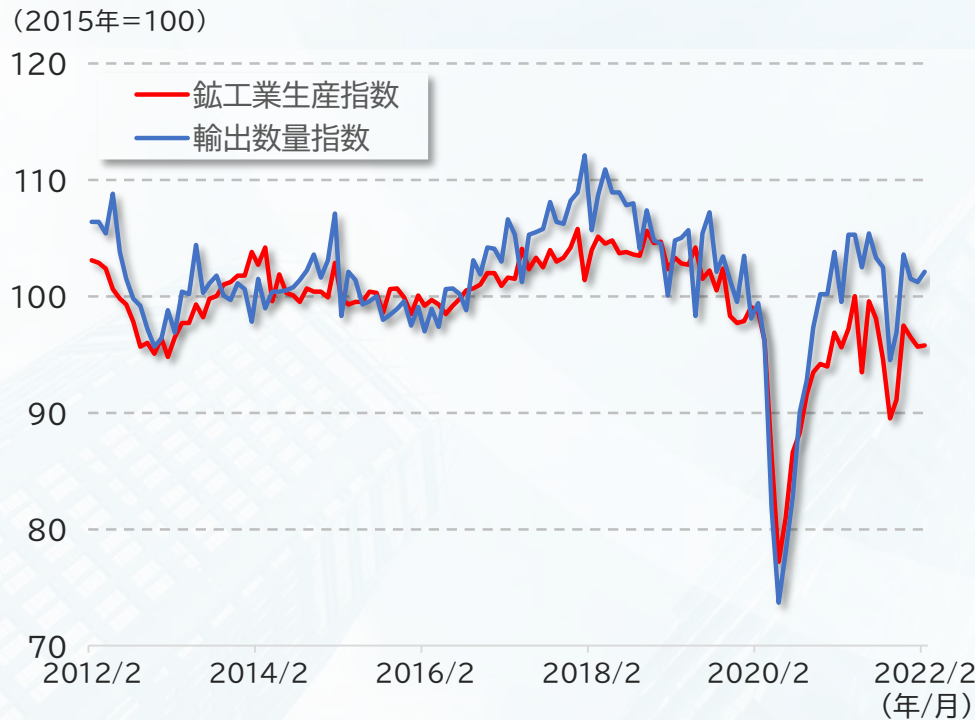
日本経済の動向

✓ 外需・内需ともに回復の兆しも、コロナ感染再拡大による悪影響や原材料価格の上昇が懸念される

- ◆ 停滞していた東南アジアからの部品調達や半導体不足などが改善し、自動車生産が回復したことなどから、生産・輸出は2021年11月に急回復しましたが、12月・1月には新型コロナウイルスの感染が再び急拡大したことや、部材供給不足などの影響を受けて、足踏み状態が続いています。
- ◆ 2021年後半に、消費活動は家計消費に占める割合の大きいサービス消費に持ち直しの兆候が見られましたが、2022年初よりオミクロン種の感染拡大によりまん延防止等重点措置が実施されたことなどで減少に転じました。同処置は3月21日に終了したことから、今後改善が期待されます。ただし、今後の感染状況には引き続き注視が必要と考えられます。

鉱工業生産指数と輸出数量指数

2012年2月～2022年2月、月次

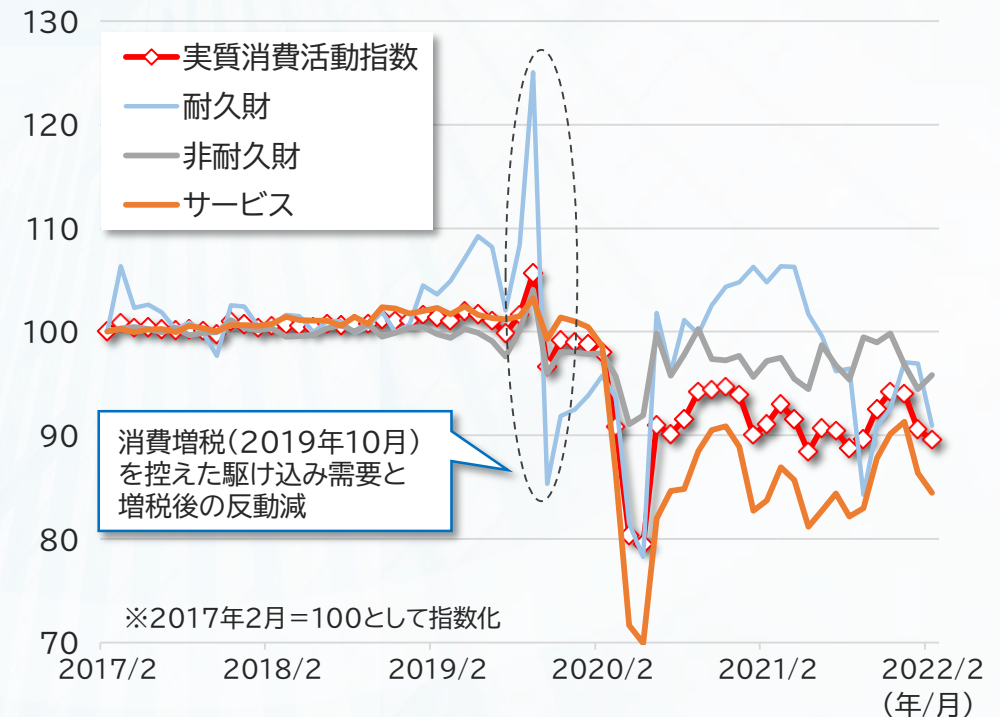


※季節調整値

出所:ブルームバーグ

実質消費活動指数

2017年2月～2022年2月、月次



※季節調整値

出所:日本銀行

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

(ご参考)2022年の政治・金融政策イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合	25-26		15-16 (経済 見通し)		3-4	14-15 (経済 見通し)	26-27		20-21 (経済 見通し)		1-2	13-14 (経済 見通し)
	政治	一般教書/ 予算教書										中間選挙	
日本	金融政策 決定会合	17-18 (展望レ ポート)		17-18	27-28 (展望レ ポート)		16-17	20-21 (展望レ ポート)		21-22	27-28 (展望レ ポート)		19-20
	政治							参議院 任期					
欧州	金融政策 決定会合		3	10 (経済 見通し) PEPP 終了	14		9 (経済 見通し)	21		8 (経済 見通し)	27		15 (経済 見通し)
	政治				フランス 大統領選								
中国	政治		北京 冬季五輪	全人代							共産党 大会		

出所:各種報道資料等を基に東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

マーケット動向

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替(TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2021年3月末	1,954.00	385.72	2,873.72	1,145.28	2,013.08	110.71	129.80
2022年3月末	1,946.40	381.04	3,159.11	1,063.10	2,003.04	115.44	130.49
騰落(変化)率	-0.4%	-1.2%	9.9%	-7.2%	-0.5%	4.3%	0.5%

※日本の営業日ベースで記載しています。

金融市場(各参考指数)の推移(資産別)

2019年12月30日~2022年3月31日

株式市場



債券市場



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所:ブルームバーグ、Refinitiv

2022年のマーケット見通し

対象資産	2022年12月末予想値 (カッコ内は予想レンジ)	コメント	(ご参考) 2022年3月末値
【国内株式】 TOPIX	<u>1,900ポイント</u> (1,600ポイント~2,250ポイント)	ウクライナ情勢、新型コロナの感染状況、FRBなど金融政策動向や業績動向次第で株価は振れやすい展開を想定。	1946.4 ポイント
【国内債券】 10年国債利回り	<u>0.20%</u> (0.10%~0.25%)	円安が進行するなか、長期金利は日本銀行の許容変動幅の上限に近づいており、現行の金融緩和政策が維持されるか留意が必要。	0.21%
【J-REIT】 東証REIT指数	<u>2,100ポイント</u> (1,900ポイント~2,200ポイント)	世界的なインフレ圧力の高まりを受けた金利上昇が、円建て金利へ波及する警戒感などから、J-REIT市場は当面変動性の高い相場展開が続く見通し。	2003.04 ポイント
【米国株式】 NYダウ 工業株30種	<u>35,430ドル</u> (31,800ドル~38,900ドル)	短期的には値動きの大きい展開が予想されますが、堅調な企業業績がサポート要因に。インフレが徐々に落ち着いてくれば、年後半に企業業績に沿って上昇していく展開を予想。	34,678.35ドル
【米国債券】 10年国債利回り	<u>2.50%</u> (2.0%~2.8%)	中央銀行による金融引締め寄りのスタンスが維持される見込みなどから金利は緩やかに上昇する展開を予想。	2.34%
【為替】 米ドル円	<u>124円</u> (118円~128円)	米国と日本の金融政策にかい離がみられる中で、為替相場では円安米ドル高基調での推移を予想。	121.67円

出所:ブルームバーグ

※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月末時点の予想です。

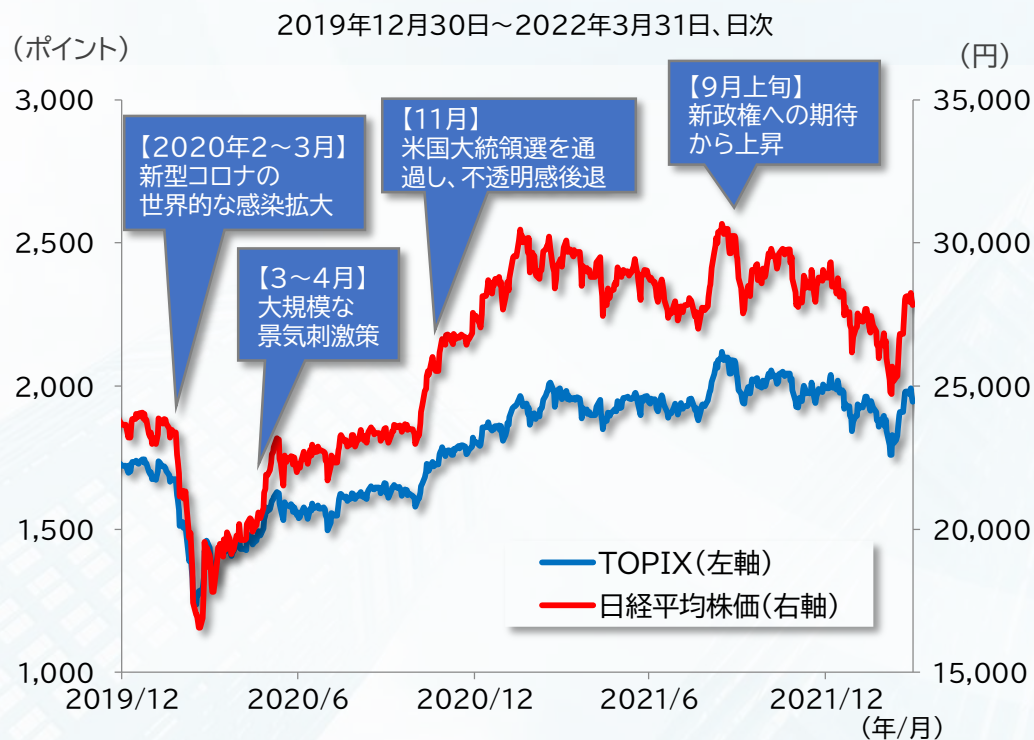
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内株式市場 振り返り

✓ 2021年年末から上値の重い展開が続くも、2022年は3月に反発

- 2022年(3月まで)の国内株式市場は下落しました。米国長期金利の上昇や地政学リスクの高まりなどを受け2月にかけては軟調に推移しました。3月以降は地政学リスクに対する過度な懸念が後退して景気の先行きに対する楽観的な見方が広がったことなどが好感され、国内株式市場は急反発しましたが、年初の水準を下回りました。
- 業種別騰落率では、鉱業や海運業が堅調だった一方、金属製品や精密機器は軟調な結果となりました。

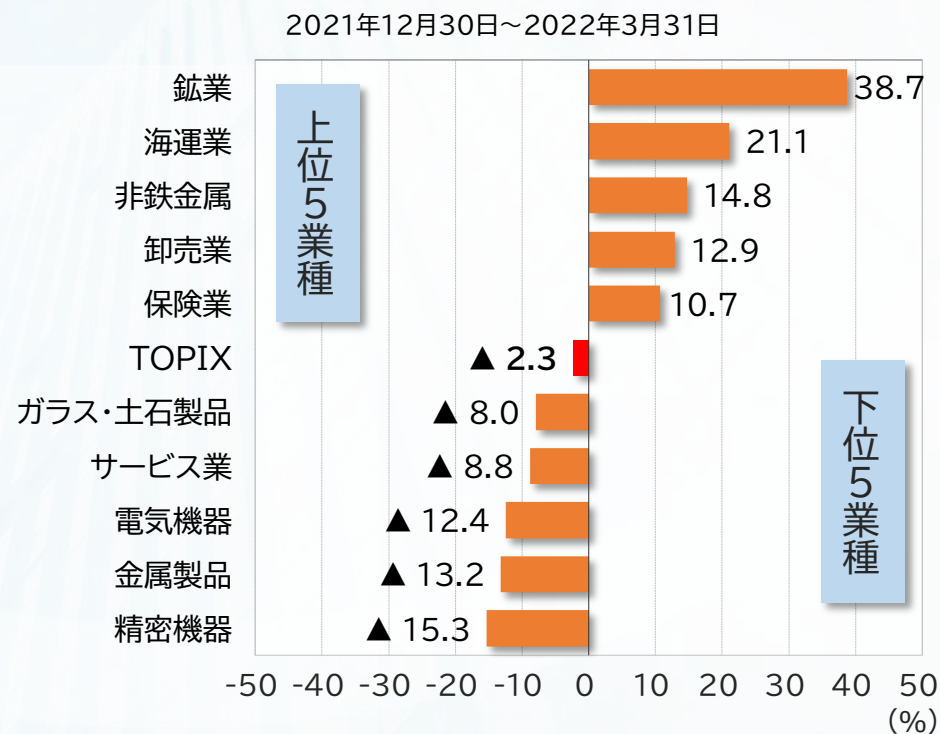
2020年以降のTOPIXと日経平均株価の推移



日経平均株価©日本経済新聞社

出所:ブルームバーグ

2022年の東証33業種別指数の騰落率



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内株式市場 見通し

✓ 年後半からの回復を見込むも株価は上下に振れやすい展開を予想

- 一株当たり利益は原材料価格上昇の影響が下押しする形で2022年央にかけて縮小するものの、年後半以降は原材料価格上昇の影響が和らぎ、一株当たり利益は増加基調に回帰していく展開を想定しています。
- ウクライナ情勢、新型コロナの感染状況、FRB(米連邦準備制度理事会)など金融政策動向や業績動向次第で株価は振れやすい展開を想定しています。なお、1年先の株価収益率(PER)は13倍強を想定しています。

TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2016年12月27日～2023年3月31日、週次

※実績値は2022年3月25日まで
 ※予想は2022年3月31日時点の予想値(四半期毎)



※予想PERおよび一株当たり利益の予測値は当社予測値

出所:ブルームバーグ

TOPIXの推移と当社予想

2016年12月27日～2023年3月31日、週次

※実績値は2022年3月25日まで
 ※予想は2022年3月31日時点の当社予想値(四半期毎)



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内債券市場 振り返り

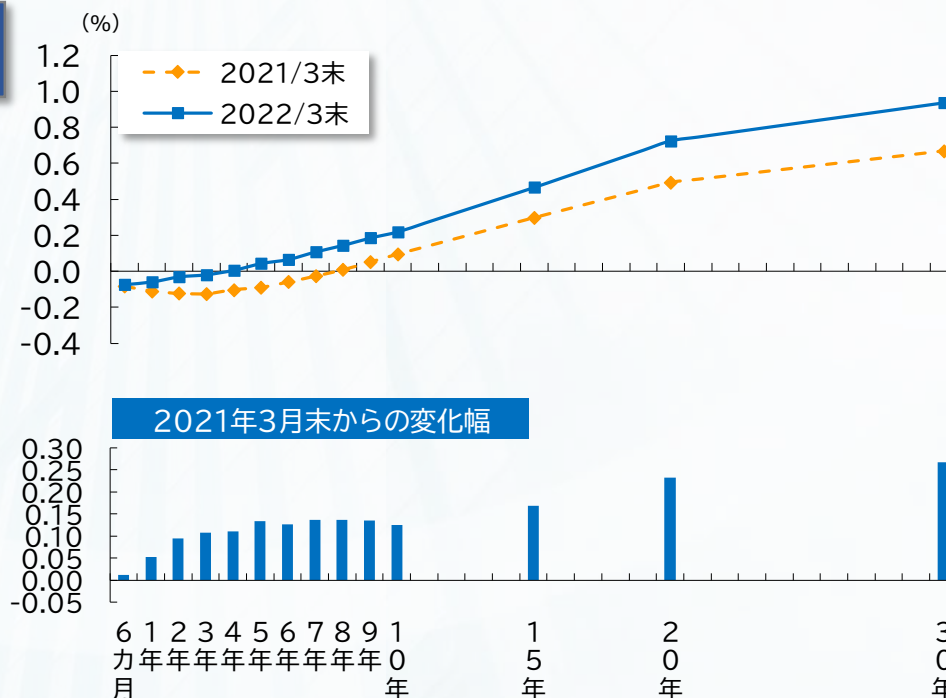
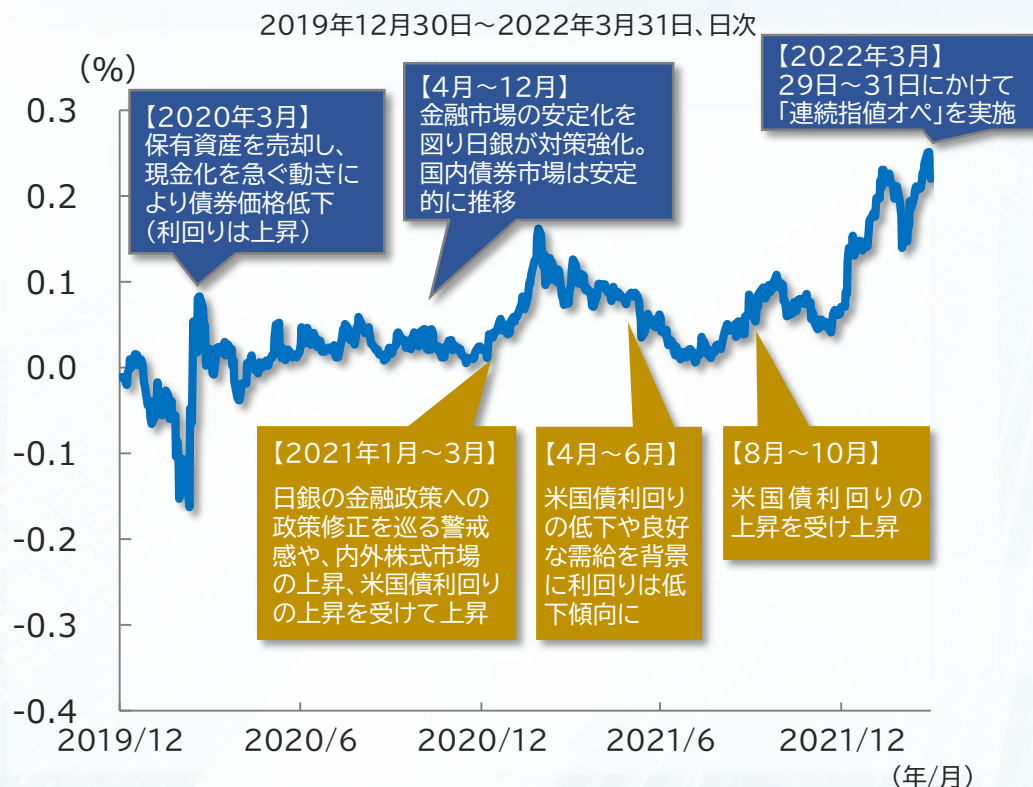
✓ 2022年に入り長期金利に上昇圧力。日銀の許容変動幅の上限に近づく

- 2022年(3月まで)の日本10年国債利回りは上昇しました。ウクライナ情勢の悪化による地政学リスクの高まりを受け、低下する局面がありましたが、世界的なインフレ懸念や米国の金融引き締め観測を受け、10年国債利回りは上昇基調で推移しました。
- 3月下旬には、10年国債利回りが日本銀行が許容する変動幅の上限目途である0.25%に達したため、日本銀行は「連続指値オペ*」をはじめとする公開市場操作を実施し、金利上昇をけん制する姿勢を示しました。これを受け、10年国債利回りは月末にかけて低下しました。

*連続指値オペ:金利上昇の抑制を目的として、日本銀行が10年国債等を利回り0.25%で無制限に買い入れる公開市場操作。

2020年以降の日本10年国債利回りの推移

日本国債の年限毎の利回り水準変化



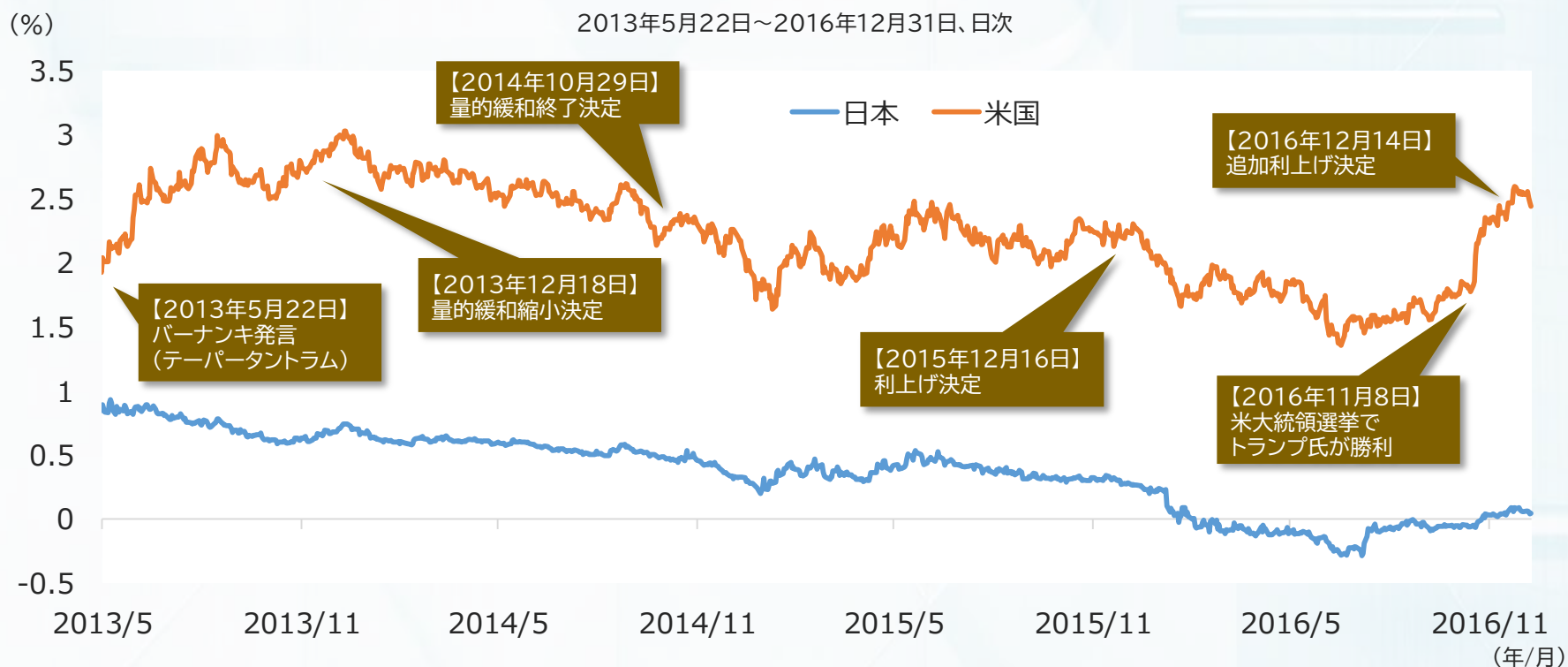
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内債券市場 見通し

✓ 海外の金利情勢は国内金利上昇要因も、日銀の緩和継続を背景に狭いレンジ内の推移を予想

- FRB(米連邦準備制度理事会)が金融緩和を早期に解除するとの思惑が高まりつつあることは、国内長期金利の上昇要因になりますが、金利上昇局面では投資家の押し目買いが期待できることから、国内債券市場の需給環境が大きく崩れるリスクは限定的であると考えています。
- 世界の中央銀行とは異なり、日本銀行は現行の金融緩和を継続すると想定されることから、日本国債利回りは引き続き狭いレンジでの推移を予想します。

前回の米国の金融緩和縮小局面における、日米の10年国債利回りの推移



※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月31日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所:ブルームバーグ

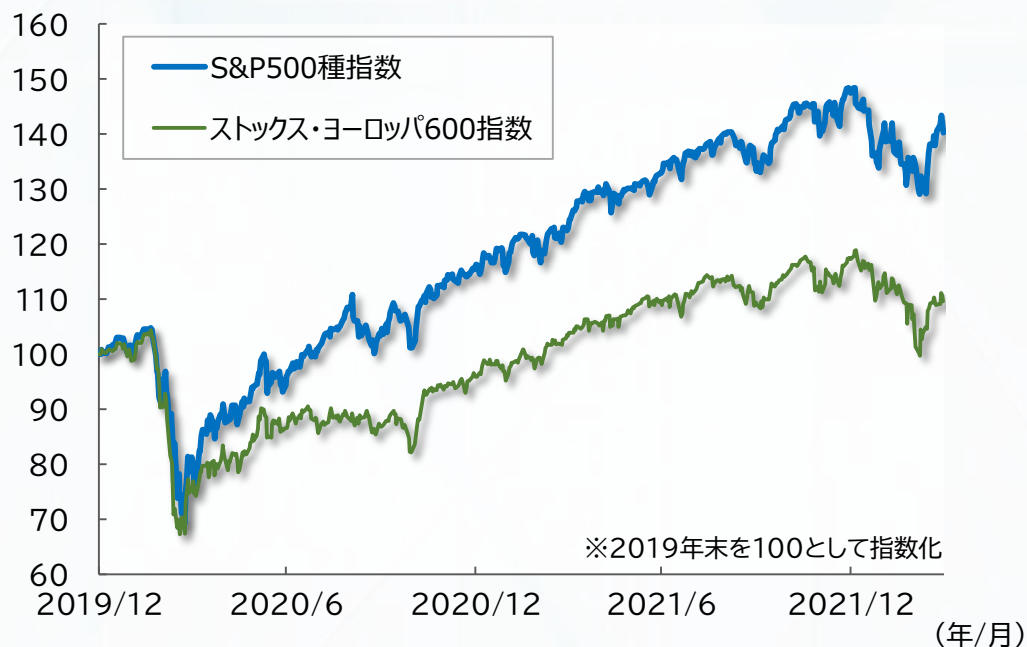
先進国株式市場 振り返り

✓ 2022年は前年の堅調な展開から一転し上値の重い展開に

- 2022年(3月まで)の先進国株式市場(日本除く)は下落しました。インフレ懸念が継続するなか、FRB(米連邦準備制度理事会)による金融引き締めが想定より早く進むことへの警戒感や、ウクライナ侵攻による地政学リスクの高まりを受け、海外株式市場は年初から軟調に推移しました。3月中旬以降は、ロシアとウクライナの停戦交渉が進展しているとの期待感などから反発したものの、昨年末の水準を下回りました。
- 業種別騰落率では、原油価格の上昇等を受けたエネルギーが上昇率1位となった一方、メディア・娯楽や耐久消費財・アパレルといった消費関連業種などが下落率下位となりました。

米欧の株価指数の推移

2019年12月31日～2022年3月31日、日次



※S&P500種株価指数は米ドル建て、ストックス・ヨーロッパ600指数はユーロ建て
出所:ブルームバーク

先進国株式の業種別騰落率(上位・下位)

2021年末～2022年3月末

業種		騰落率
上位 3業種	エネルギー	31.2%
	保険	5.3%
	素材	3.2%
下位 3業種	ソフトウェア・サービス	▲12.4%
	メディア・娯楽	▲13.9%
	耐久消費財・アパレル	▲17.7%

※MSCIコクサイ(米ドルベース)の業種別指数です。騰落率は配当を含むトータルリターンベースです。

※業種はGICS産業グループ分類に基づきます。

出所:ファクトセット

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

先進国株式市場 見通し

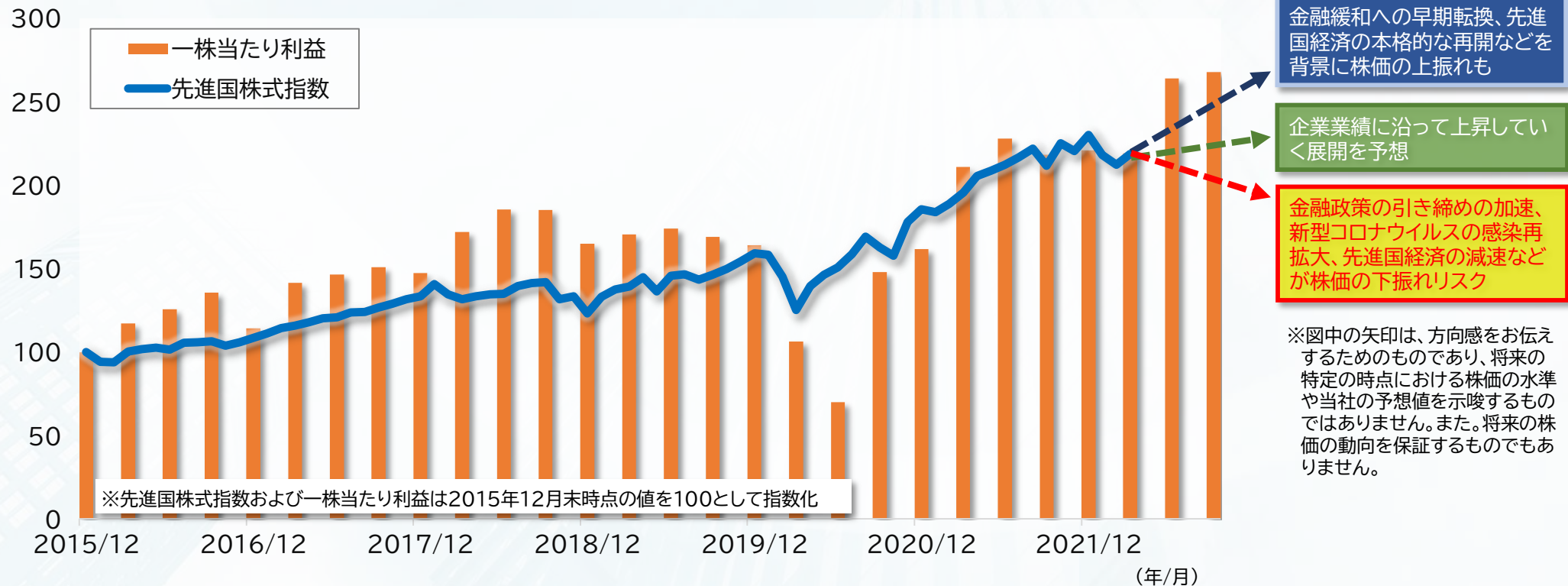
✓ 企業利益の成長に伴う緩やかな上昇を想定

- オミクロン株の感染動向は依然として不透明感が残るものの、2022年の先進国株式市場は、ワクチン接種や治療薬の開発が進展することで、経済活動が正常化するとともに供給制約も徐々に解消され、企業業績は堅調に推移すると見えています。
- リスク要因としては、米国などにおける金融政策の引き締め加速や、新型コロナウイルスの更なる感染拡大、中国経済の減速などを想定しています。

先進国株式と一株当たり利益の推移

先進国株式指数：2015年12月末～2022年3月末、月次

一株当たり利益：2015年12月末～2022年9月末、四半期毎(2022年6月末～2022年9月末はブルームバーグの予測値)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月31日時点の予想です(図表の一株当たり利益を除く)。

※先進国株式:MSCIコクサイ指数(配当込み、米ドルベース) 一株当たり利益は米ドルベース

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所:ブルームバーグ

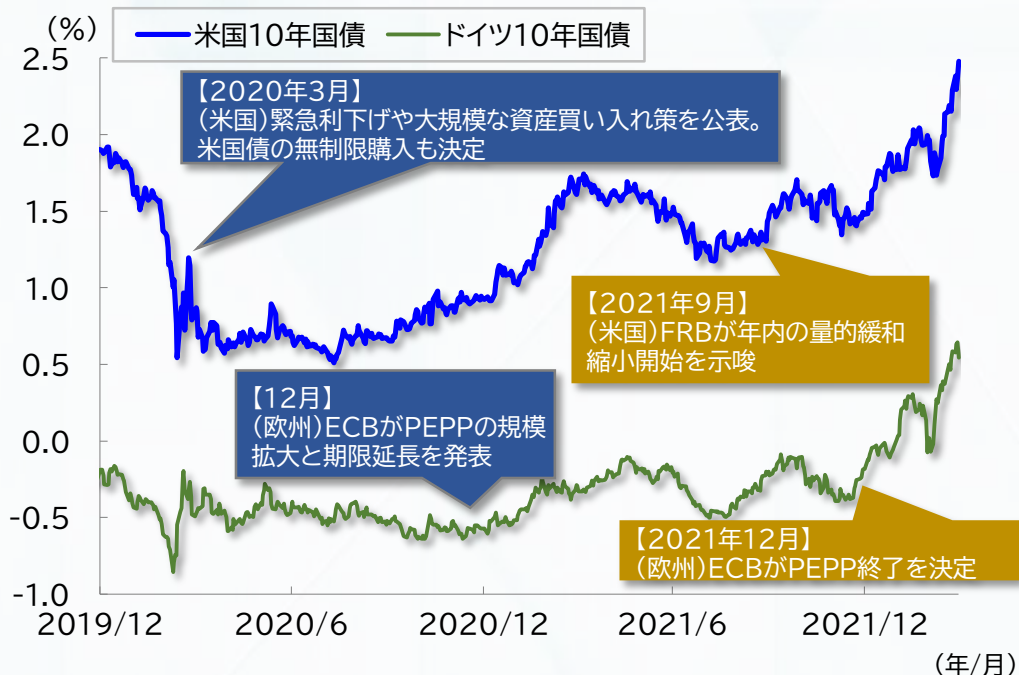
先進国債券市場 振り返り

✓ 金融政策姿勢がインフレ抑制重視へ傾くなか、米独債券利回りは上昇

- 2022年(3月まで)の米国10年国債利回りは上昇しました。ロシアによるウクライナ侵攻を受け、リスク回避姿勢が強まる中で3月上旬にかけて低下する局面もありましたが、インフレ懸念の継続やFRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策姿勢を織り込み(3月に利上げを実施)、利回りは3月中旬から月末にかけて上昇基調で推移しました。
- ドイツ10年国債利回りも米国と同様に上昇しました。ロシアによるウクライナ侵攻を受け、リスク回避姿勢が強まる中で2月上旬から3月上旬にかけて低下したものの、ユーロ圏内でのインフレが加速する中、ECB(欧州中央銀行)が資産購入の早期終了を示唆するなど、金融政策の修正に積極的な姿勢を示したことなどが上昇要因となりました。

2020年以降の米独の10年国債利回りの推移

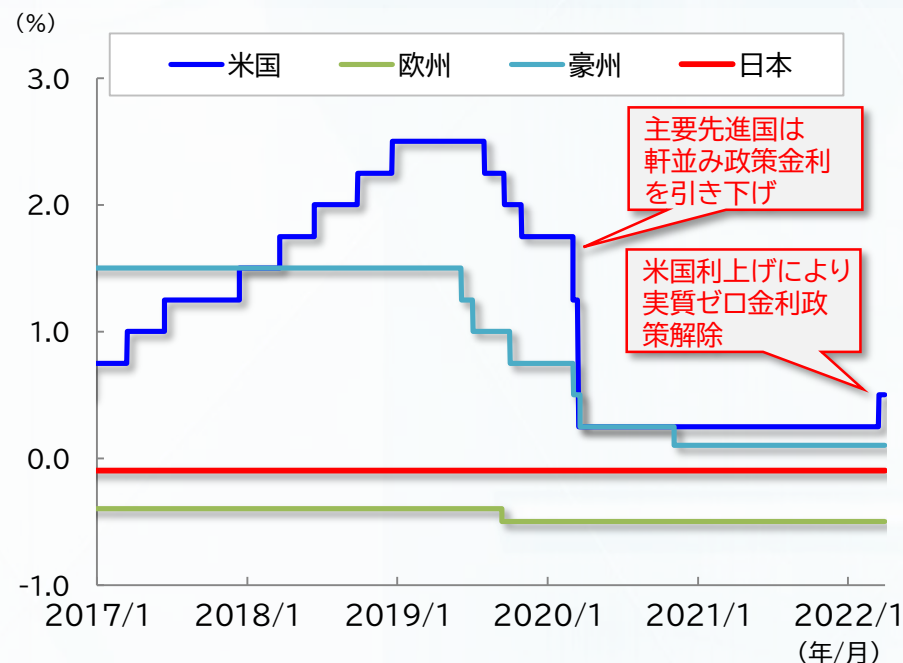
2019年12月30日～2022年3月31日、日次



出所:ブルームバーグ

主要先進国の政策金利の推移

2017年1月1日～2022年3月31日、日次



米国:FF金利誘導目標 欧州:預金ファシリティ金利
豪州:RBA Cash Rate Target 日本:当座預金残高の政策金利

出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

先進国債券市場 見通し

✓ 米国・ドイツの長期金利は緩やかな上昇を予想

● 米国金利

米国債利回りは、インフレの高止まりが継続するなか、FRBが今後利上げを急ぐと見込まれることから、緩やかな上昇基調で推移すると予想します。

ただし、利上げペースの加速により景気が想定以上に悪化した場合、FRBの金融政策に与える影響には留意する必要があります。

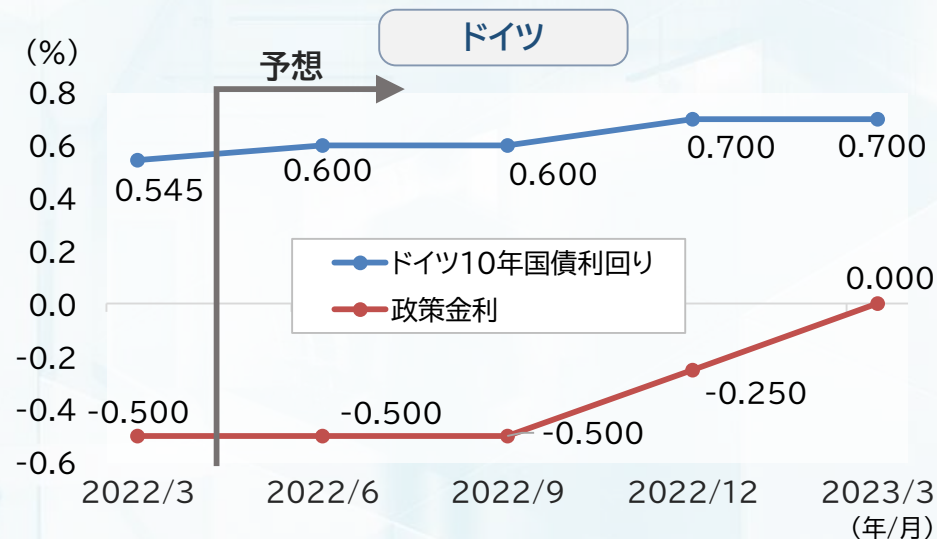
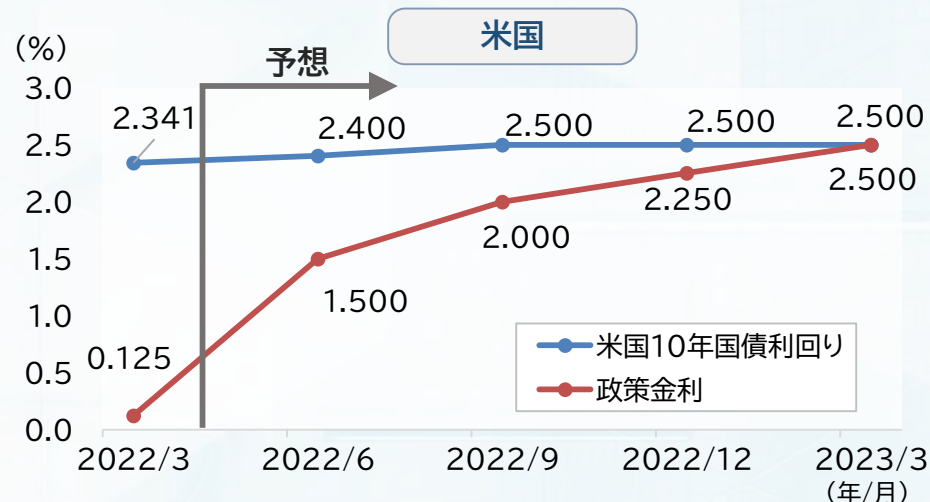
● ドイツ金利

ドイツ国債利回りは、ウクライナ情勢を巡る動向には引き続き留意が必要であるものの、ECB(欧州中央銀行)が緩和的な金融政策の修正に加え、インフレ動向を注視しつつ政策金利の引き上げを進めると予想されることから、緩やかに上昇する展開を予想します。

ただし、ウクライナ情勢の悪化により景気減速懸念が高まった場合、金利低下圧力がかかる可能性がある点には留意が必要です。

米国、ドイツの国債利回り、政策金利見通し

2022年3月31日は実績値、以降は四半期ごとの弊社予想値



※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月31日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

※政策金利：(米国)FF金利誘導目標、(欧州)預金ファシリティ金利
出所：ブルームバーグのデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

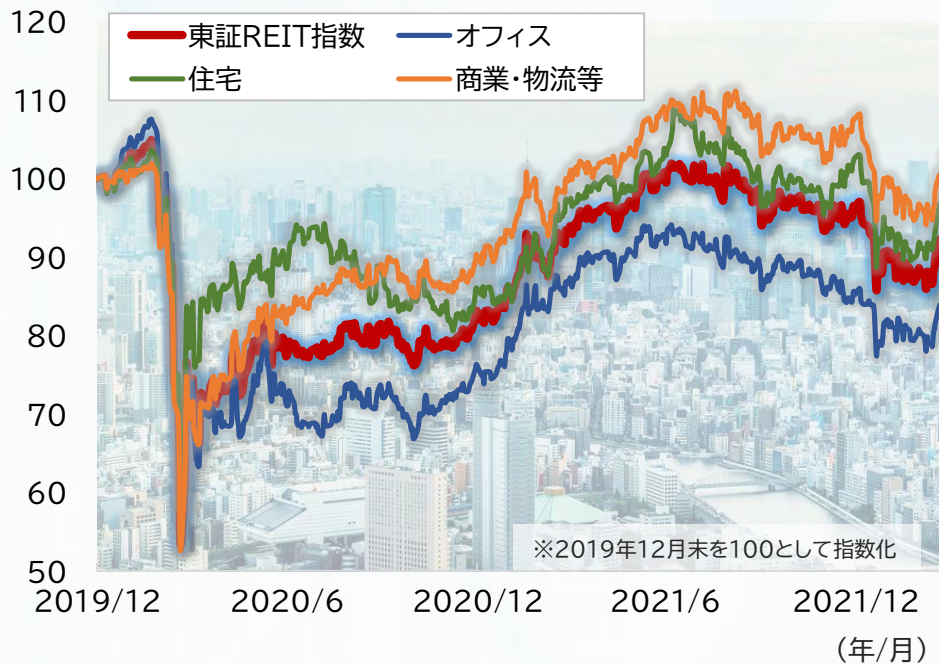
J-REIT市場 振り返り

✓ 東証REIT指数は「コロナ・ショック」前の水準近くまで回復するも、2021年後半以降は上値が重い展開に

- 2022年(3月まで)のJ-REIT市場は下落しました。年初から2022年2月にかけては米国の金融引き締め観測や、日本においてまん延防止等重点措置が実施されたことなどにより、下落しました。
- 3月に入り、まん延防止等重点措置の解除が決定され、経済活動正常化への期待が高まったことや、日本銀行が指値オペを連続して実施したことで、国内長期金利の更なる上昇懸念が後退したことなどからJ-REIT市場は上昇しましたが、昨年末の水準を下回りました。

東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移

2019年12月30日～2022年3月31日、日次

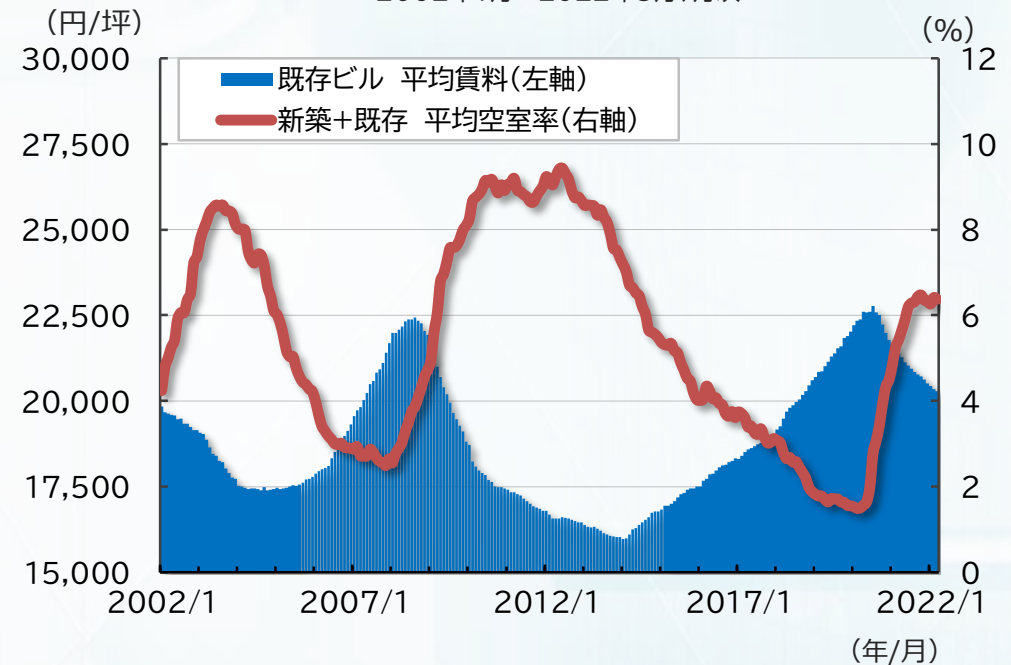


*東証REIT商業・物流等指数の構成銘柄は、「商業・店舗」、「物流」、「ホテル」、「ヘルスケア」等を主たる運用不動産とするREITです。

出所:ブルームバーグ

東京ビジネス地区のオフィスビル空室率と平均賃料の推移

2002年1月～2022年3月、月次



* 東京ビジネス地区:千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

出所:三鬼商事

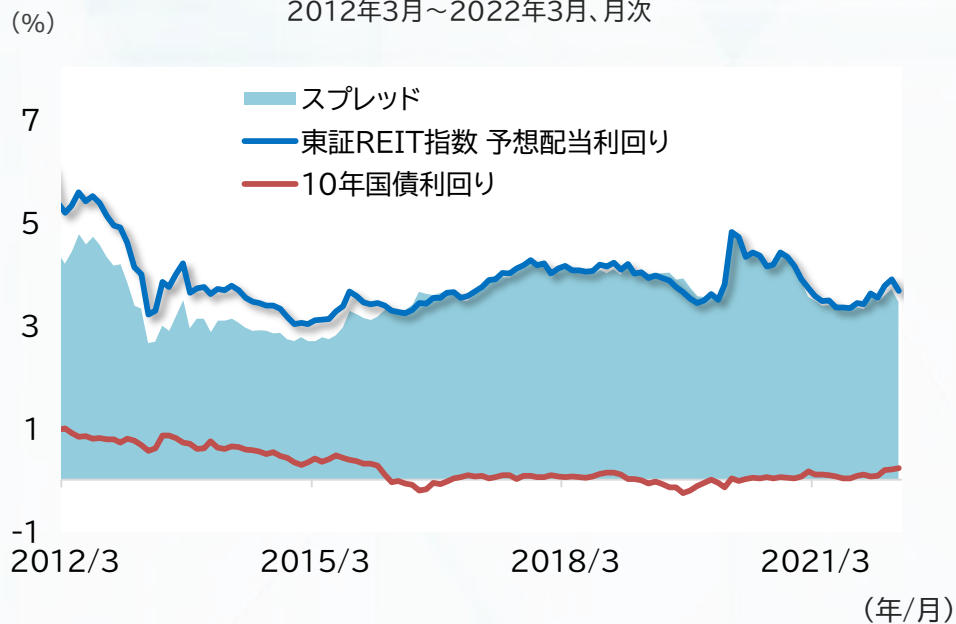
J-REIT市場 見通し

✓ コロナ禍後の経済活動正常化を見据えたホテルの需要回復や堅調な物流・賃貸住宅に期待

- ウクライナ情勢の更なる悪化や長期化の可能性や、世界的なインフレ圧力の高まりを受けた金利上昇が、円建て金利へ波及する警戒感などから、J-REIT市場は当面変動性の高い相場展開が続くと見えています。ただし、過去のJ-REIT市場とNAV倍率の関係をみると、過度に下落した局面では利回り格差やNAV倍率の水準が意識され、反発するケースも見られます。
- 2023年には新築オフィスビルの大量供給が控えていることから、オフィスビルの賃貸市況は今後も厳しい状況が続くものと考えられます。一方で、ホテルなどの宿泊施設では稼働率上昇によって賃料支払い余力が徐々に回復し、物流や賃貸住宅では引き続き良好な環境が続くと見えています。リスク要因としては、新型コロナウイルスの感染再拡大による経済活動の停滞や、長期金利の急上昇、地政学的リスクの増大、オフィスビルの賃貸市況が予想以上に悪化する可能性などを想定しています。

J-REIT市場の利回りと
日本10年国債利回り、スプレッドの推移

2012年3月～2022年3月、月次



出所：一般社団法人不動産証券化協会、ブルームバーグ

J-REIT市場の1口当たり純資産と
NAV倍率の推移

2012年3月～2022年3月、月次



出所：一般社団法人不動産証券化協会、ブルームバーグ

【NAV倍率】 REITの投資口価格の割安・割高の度合いを測る参考指標の一つで、保有不動産の時価を考慮した株式のPBR(株価純資産倍率)に相当します。

※上記は東京海上アセットマネジメントの2022年3月31日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

(ご参考)為替相場(米ドル円)の動向

✓ 日米金利差の拡大などを背景に、2021年に入り急速に円安・米ドル高が進行

- 米ドル円為替相場では、2020年を通じて円高・米ドル安が進行し、2021年1月初旬まで円高傾向が続きました。
- その後はバイデン新政権による大規模な財政支援策への期待が高まったことや、米国で景気回復が進みインフレ率も上昇したことを背景に米国債利回りが上昇し、日米金利差が拡大したことから、米ドル円為替レートは反転し急速に円安・米ドル高が進みました。

米ドル円為替レートの推移

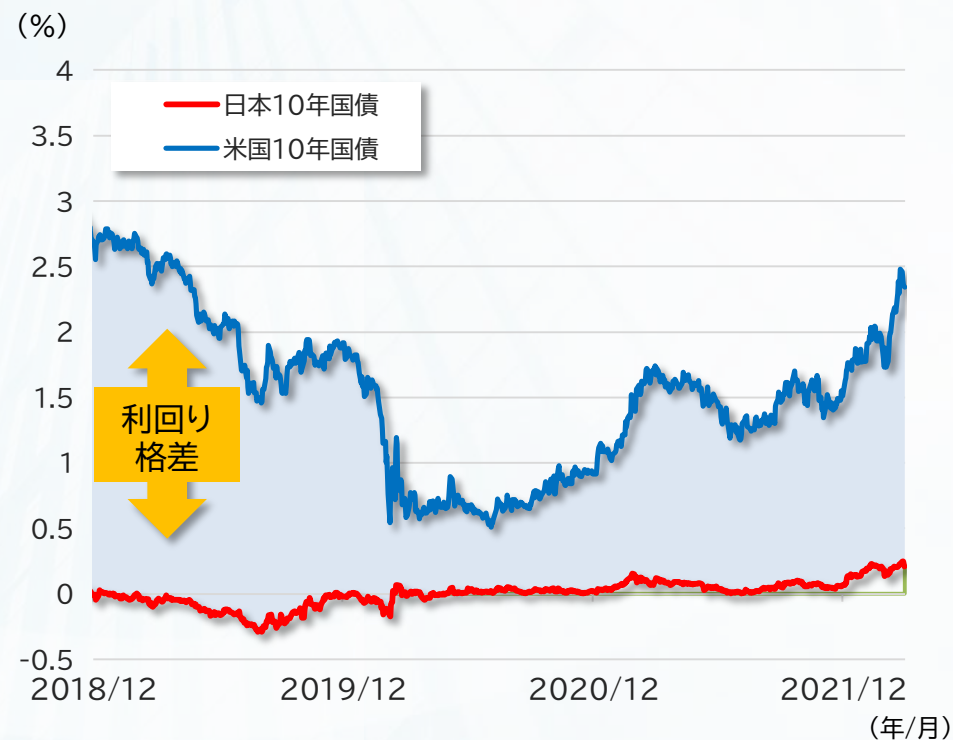
2018年12月31日～2022年3月31日、日次



出所:ブルームバーグ

米国と日本の10年国債利回りの推移

2018年12月31日～2022年3月31日、日次



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

NOMURA-BPI(総合)

NOMURA-BPI(総合)は、野村證券が公表する日本の公募債券流通市場全体の動向を的確に表す代表的な指標です。NOMURA-BPIは、野村證券の知的財産です。

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

「東証REIT指数」は、株式会社JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシーズ エルエルシーに帰属します。

ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

■当資料は情報提供を目的として東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。■当資料で使用している表・グラフは過去のものであり、将来の実績・運用成果等を保証するものではありません。■当資料には一定の見解等が含まれていますが、その内容はあくまで作成時点のものであり、将来変更される可能性があります。また、市場動向や個別銘柄の将来の動向を保証するものではありません。

投資信託に係るリスク・費用、ご留意事項について

【投資信託に係るリスクについて】

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。投資信託は、**預貯金や保険と異なります**。また、**投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります**。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

【投資信託に係る費用について】

● 購入時に直接ご負担いただく費用……………購入時手数料 **上限3.3%（税込）**

● 換金時に直接ご負担いただく費用……………信託財産留保額 **上限0.5%**

● 保有期間中に間接的にご負担いただく費用……………信託報酬 **上限 年率2.035%（税込）**

※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。

● その他の費用・手数料……………監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

【ご留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。