



情報提供資料

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

5

MAY 2020

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. その他の国々
- 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

## 大規模な政策で新型コロナウイルスに対峙

- 1 新型コロナウイルスが世界経済に甚大な打撃を与えている。一方で、経済への二次的影響、後遺症を抑えるべく、世界的に異例の金融緩和が展開され、財政刺激策も大規模に打ち出されている。
- 1 最近の動向から、4月中に先進国の新型コロナウイルスの新規感染者数はピークアウトし、5-6月以降、経済活動が回復し始めると想定する。終息後は大規模な経済対策の効果の発現が期待される。



**米国**

- 経 … 急激に悪化しているが、大規模な金融・財政政策で年後半以降回復軌道へ。
- 株 … NY州で感染ピークアウトの兆しがあり、経済活動再開に向けた議論に注目。
- 債 … 新規の資産買入は早晚停止も利上げには至らず、長期金利の上昇は限定的。
- リ … 全体の業績悪化は限定的。バリュエーション水準は割安。
- 為 … リスクオンのドル安、対中貿易収支改善がドル高要因。



**ユーロ圏**

- 経 … 新型ウイルス問題が終息すれば、大規模な金融・財政政策の効果が発現。
- 株 … 主要国で感染ピークアウトが見られるものの、多国籍連合に伴う不透明感あり。
- 債 … 財政政策の積極化も利上げは遠く、ドイツの長期金利はマイナス圏での推移が継続。
- 為 … ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。



**日本**

- 経 … 新型ウイルス問題が終息するに連れて、比較的速やかに回復。
- 株 … 外出自粛要請の効果見極め段階で、経済活動再開は米国より遅れる可能性。
- 債 … 実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。
- リ … 短期的には不安定な推移。緩和的な金融環境の長期化を踏まえて中期的な上昇を期待。
- 為 … 世界景気減速懸念の緩和がリスクオンの円安要因。

### 表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



- 経 … 原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
- 債 … 金融緩和策はおおむね出尽くし、長期金利は上昇リスクの方が大きい。
- 為 … 原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。



- 経 … 足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。
- 債 … 金融緩和策は出尽くし感があり、長期金利は上昇リスクの方が大きい。
- 為 … 新型コロナウイルス問題が終息に向かうとともに買い戻しが継続。



- 経 … 経済活動が正常化に戻りつつあり、速やかな景気回復へ。
- 株 … バリュエーションの割安感は相対的に薄く、業績予想の下方修正増加も重し。
- 債 … 利下げ幅の拡大、主要インデックスへの組み入れなどが支え。
- 為 … 世界で一步先の速やかな景気回復期待などが支え。



- 経 … 新型コロナウイルス問題で経済は低迷し、財政支出の拡大余地が乏しく回復も鈍い。
- 債 … 追加利下げは織り込み済みで、財政悪化への懸念が金利低下を阻む要因に。
- 為 … ファンダメンタルズ面での売り圧力と中銀の為替介入との綱引き。

シリーズ

## 世界の絶景

MAY 2020



今月の一枚

### 愛のトンネル (ウクライナ)

リウネ州、クレーヴェンにある木々に囲まれたトンネル。クレーヴェンと隣のオルツィブを結ぶ資材運送用の線路上に、春から夏にかけて美しい緑のアーチができる。

# 世界経済・金融市場見通し

## 世界経済

### 景況感の極端な下振れと異例の政策対応

新型コロナウイルスが世界経済に甚大な打撃を与えている。グローバルPMIは3月にサービスが急激に下振れた。2月に再び50を割り込んだ製造業も一段の悪化が懸念される。一方で、世界的に異例の金融緩和が展開され、財政刺激策も大規模に打ち出されている。経済への二次的影響、後遺症を抑えるべく、当局はあらゆる手段を講じている。

### 経済活動は5-6月以降に始動

3月以降、欧米各国で相次いで都市封鎖がなされるなか、欧州では4月に入り、米国でも最近では新規感染者数の増加が抑えられている。このまま4月中に先進国の新規感染者数がピークアウトし、5-6月以降、低水準ながらも経済活動が回復し始めると想定する。終息後は大規模な金融・財政政策が景気の押し上げ要因として力強く働くと期待される。

## 金融市場

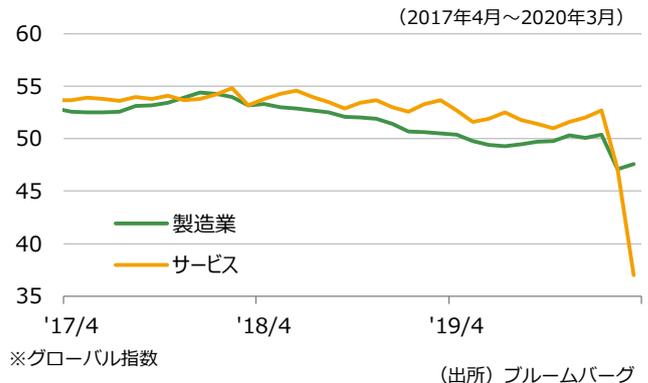
### 先進国の経済活動の再開をうかがう展開

欧米における新型コロナウイルスの感染鈍化等を好感し株価は反発した。経済活動の再開のタイミングと程度を考慮し、先進国株の選好は米国>日本>欧州とする。欧州には相対的な不透明感あり。新興国の株式は業績面で足元の景気減速を十分に織り込んでいない可能性が高い。リスク回避が一服する局面で反発しても上値は重く、元の水準は遠い。

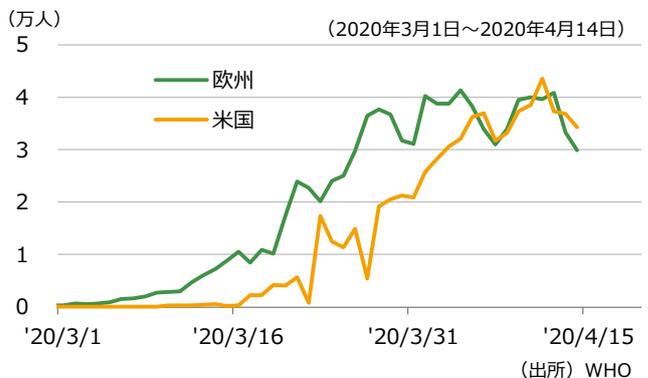
### 新興国の長期金利は年後半に低下へ

先進国では利下げだけでなく、量的緩和、信用緩和を含む大規模な金融政策が展開されている。問題の終息後、危機対応の一部は巻き戻されるにせよ、利上げは見通しがたく、長期金利は上昇しても緩やかにとどまろう。新興国においても追加利下げを行う国が増加し、低金利環境がさらに長引くと考えられる。新興国の長期金利は年後半に低下を見込む。

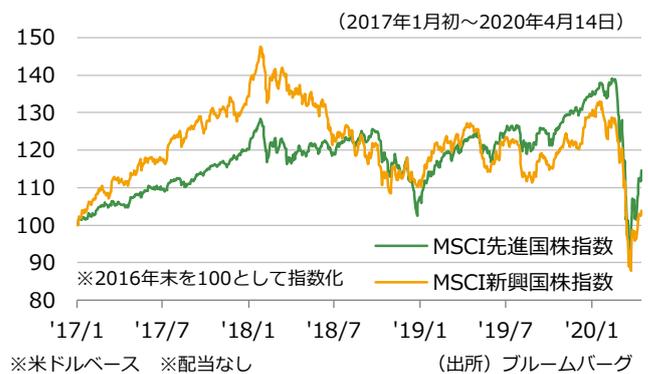
### マークイットPMI



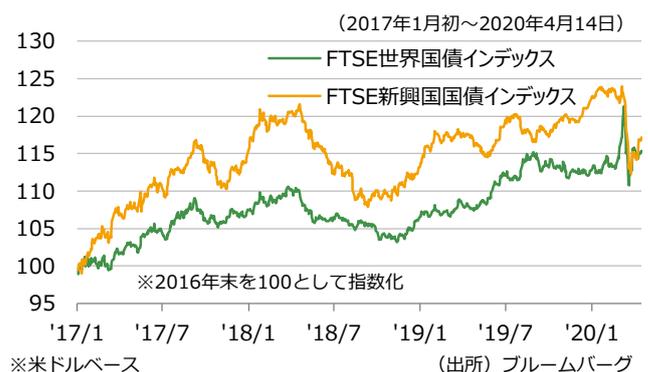
### 新型コロナウイルスの新規感染者数



### 世界株式



### 世界債券



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

☐… 見通し変更

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
		☐	☐					急激に悪化しているが、大規模な金融・財政政策で年後半以降回復軌道へ。新型コロナウイルス問題が終息すれば、大規模な金融・財政政策の効果が発現。新型コロナウイルス問題が終息するに連れて、比較的速やかに回復。原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。経済活動が正常化に戻りつつあり、速やかな景気回復へ。新型コロナウイルス問題で経済は低迷し、財政支出の拡大余地が乏しく回復も鈍い。

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
		☐	☐						NY州で感染ピークアウトの兆しがあり、経済活動再開に向けた議論に注目。主要国で感染ピークアウトが見られるものの、多国籍連合に伴う不透明感あり。外出自粛要請の効果見極め段階で、経済活動再開は米国より遅れる可能性。バリュエーションの割安感は相対的に薄く、業績予想の下方修正増加も重し。割高なバリュエーションが解消され、景気対策も追い風で、反発余地有。構造改革への期待が追い風で、反発余地有。財政出動などの景気対策がポジティブ、バリュエーションも割安で、反発余地有。バリュエーションは魅力的であるが、景気減速懸念が重しで、リバウンドは限定的。

債券	米国	ドイツ	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	英国	インド	インドネシア	メキシコ	ロシア	トルコ	一言コメント
		☐												新規の資産買入は早晩停止も利上げには至らず、長期金利の上昇は限定的。財政政策の積極化も利上げは遠く、長期金利はマイナス圏での推移が継続。実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。金融緩和策はおおむね出尽くし、長期金利は上昇リスクの方が大きい。金融緩和策は出尽くし感があり、長期金利は上昇リスクの方が大きい。利下げ幅の拡大、主要インデックスへの組み入れが支え。追加利下げは織り込み済みで、財政悪化への懸念が金利低下を阻む要因に。政策金利は実効的な下限に到達、長期金利は上昇しても緩やか。利下げ余地拡大も、景気減速による資金逃避との綱引きで、レンジ推移。リスク回避の流れが一服すると、買戻しが進む。金融市場のボラティリティが低下するとともに、買戻しの動きが続く。金融市場の落ち着きとともに、緩やかな金利低下が続く。相対的な金利の高さは魅力だが、資金流出懸念が金利低下を阻む。

リート	米国	日本	一言コメント
			全体の業績悪化は限定的。バリュエーション水準は割安。短期は不安定な推移。緩和的な金融環境の長期化で中期的な上昇を期待。

商品	原油	金	一言コメント
		☐	産油国による大幅減産に加えて新型コロナウイルス問題の終息が見えてくれば上昇。実質金利の低下余地が乏しいことやポジション調整による資金流出が重荷。

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

為替	米ドル	ユーロ	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民幣元	ブラジル・リアル	英ポンド	インド・ルピー	インドネシア・ルピア	フィリピン・ペソ	ベトナム・ドン	メキシコ・ペソ	ロシア・ルーブル	トルコ・リラ	一言コメント
																リスクオンは米ドル安要因だが、対中貿易収支改善が米ドル高要因に。ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。新型コロナウイルス問題が終息に向かうとともに買戻しが継続。世界で一歩先の速やかな景気回復期待などが支え。ファンダメンタルズ面での売り圧力と中銀の為替介入との綱引き。EU離脱の不透明感後退も、英景気減速と通商交渉未了がネック。景気減速幅が大きく、反発余地限定的。リスク回避の流れが一服すると、買戻しの余地あり。相対的に下落小幅な分、反発余地小だが、景気減速も限定的。相対的に下落小幅な分、反発余地小だが、景気減速も限定的。金融市場が落ち着きを取り戻せば、実質金利の高さが意識される展開。原油価格の底入れと当局による為替介入が支え。相対的なインフレ率の高さと対外脆弱性の高さが通貨の重荷。

※通貨パフォーマンスの相对比较

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見直し引き上げ  
… 見直し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
米国	2.9	2.3	-5.0	6.8	2.25 ~ 2.50	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	2.69	1.80	1.1	1.3
ユーロ圏*	1.9	1.2	-5.0	4.9	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.4	-0.3
日本	0.3	0.7	-4.8	3.1	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	-0.1	-0.1
カナダ	2.0	1.6	-3.2	5.0	1.75	1.75	0.25	0.25	1.97	1.70	1.1	1.3
豪州	2.7	1.8	-1.5	4.2	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.2	1.3
中国	6.7	6.1	3.6	7.2	3.30	3.25	2.65	2.65	3.10	3.14	2.4	2.8
ブラジル	1.3	1.1	-4.1	2.6	6.50	4.50	3.25	4.00	9.46	7.05	7.4	7.8

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国	23,327	28,538	25,600	27,900	米ドル	109.69円	108.61円	109円	108円
NYダウ	-5.6%	22.3%	-10.3%	9.0%		-2.7%	-1.0%	0.4%	-0.9%
米国	2,507	3,231	2,920	3,180	ユーロ	125.83円	121.77円	121円	120円
S&P500	-6.2%	28.9%	-9.6%	8.9%		-7.0%	-3.2%	-0.6%	-0.8%
欧州	3,001	3,745	2,970	3,200	カナダ・ドル	80.41円	83.63円	81円	80円
STOXX 50	-14.3%	24.8%	-20.7%	7.7%		-10.3%	4.0%	-3.1%	-1.2%
日本	20,015	23,657	22,500	24,500	豪ドル	77.31円	76.24円	74円	71円
日経平均株価	-12.1%	18.2%	-4.9%	8.9%		-12.2%	-1.4%	-2.9%	-4.1%
日本	1,494	1,721	1,620	1,780	中国人民元	15.97円	15.60円	16.0円	16.6円
TOPIX	-17.8%	15.2%	-5.9%	9.9%		-7.7%	-2.3%	2.5%	3.8%
中国	71.2	85.7	88	95	ブラジル・リアル	28.24円	27.0円	22.2円	21.2円
MSCI	-20.3%	20.4%	2.7%	8.0%		-17.0%	-4.5%	-17.7%	-4.5%

	リート			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国	15,997	20,156	20,377	22,048
NAREIT指数	-4.6%	26.0%	1.1%	8.2%
日本	1,774	2,145	1,750	1,800
東証REIT指数	6.7%	20.9%	-18.4%	2.9%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】  
 ※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値  
 ※単位は (%)  
 \*ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

【株価指数・為替・リート】  
 ※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)

【リート】  
 ※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

(出所) 実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット

表の見方

… 見通し引き上げ  
… 見通し引き下げ

早見表

## その他の国々 - 予想値

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
英国	1.3	1.4	-3.4	3.4	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.5	0.6
インド*	6.8	5.0	2.1	8.8	6.50	4.90	4.00	4.00	6.75	6.56	7.0	7.3
インドネシア	5.2	5.0	2.6	8.2	6.00	5.00	4.00	4.00	7.40	7.04	7.0	8.0
フィリピン*	6.2	5.9	3.2	9.0	4.75	4.00	2.50	2.50	2.75	2.71	3.0	3.3
ベトナム	7.1	7.0	3.9	8.8	6.25	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	2.0	-0.1	-5.2	1.6	8.25	7.25	6.00	5.50	8.66	6.91	6.5	6.2
ロシア	2.5	1.3	-2.5	2.4	7.75	6.25	5.50	5.50	8.78	6.41	6.0	6.0
トルコ	2.7	0.9	-1.7	3.2	24.00	12.00	9.00	9.00	15.99	11.72	12.0	12.4

株価指数					為替 (対円)				
	実績値		予想値			実績値		予想値	
	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末		2018年末	2019年末	2020年末	2021年末
インド	1,263	1,370	1,290	1,390	英ポンド	139.87円	144.07円	141円	140円
MSCI	-0.2%	8.5%	-5.8%	7.8%		-8.1%	3.0%	-2.1%	-0.7%
インドネシア	7,075	7,288	6,980	7,450	インド・ルピー	1.57円	1.52円	1.43円	1.50円
MSCI	-5.9%	3.0%	-4.2%	6.7%		-11.0%	-3.1%	-6.0%	4.9%
					インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.717円	0.761円
						-8.3%	3.0%	-8.5%	6.1%
					フィリピン・ペソ	2.10円	2.14円	2.10円	2.12円
						-7.2%	2.3%	-2.1%	1.0%
					ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.464円	0.466円
						-4.8%	-0.8%	-1.0%	0.4%
					メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	5.32円	5.40円
						-2.5%	2.8%	-7.3%	1.5%
					ロシア・ルーブル	1.58円	1.75円	1.60円	1.64円
						-18.9%	10.7%	-8.8%	2.5%
					トルコ・リラ	20.7円	18.2円	16.0円	15.2円
						-30.3%	-11.8%	-12.3%	-5.0%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】

※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値

※単位は (%)

※2019年の実質GDP成長率について、インドは実績見込み

\*インドの実質GDP成長率は当該年4月から翌年3月まで

\*フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

【株価指数・為替・商品】

※下段は年間騰落率

\*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) 実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和アセット



## 経済

### 経済は2020年前半に急激に悪化

新型コロナウイルス問題で2020年3月後半から経済は急激な収縮に見舞われている。4-6月期GDPは前期比年率▲35%と想定する。一方、4月中には新規感染者数がピークアウトすると見込まれ、5-6月以降、経済活動が回復し始めるなか、大規模な金融・財政政策の後押しの下、GDPは7-9月期に増加に転じ、2021年1-3月期に2020年前半の減少をほぼ取り戻そう。2020年のGDP成長率は▲5%と想定。

### 都市封鎖で失業者数が急増

都市封鎖で3月後半から新規失業保険申請件数が急増しており、4-6月期中に雇用者数は2000万人程度減少し、失業率は最高で15%超に達すると想定する。しかし、大規模で迅速な経済対策が経済の恒久的な悪化を抑制すること、また、バブルの崩壊や生産設備の物理的損壊が生じているわけではないことから、新型コロナウイルスの終息後、経済の立ち上がりは比較的速やかと見込む。

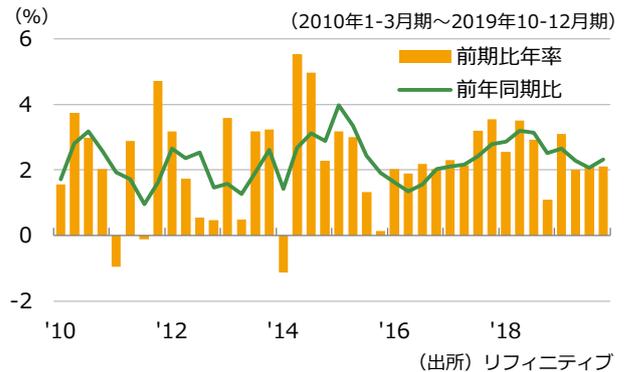
### トランプ大統領の積極果敢な対応

トランプ大統領の支持率は就任以来の最高を4月に更新した。危機対応が政権にプラスに寄与していると考えられる。現金給付、失業保険の拡充、中小企業向け融資、特定産業の保護など、総額2.2兆米ドル規模の財政刺激策は、民主党の大統領選挙候補者として事実上確定したバイデン元副大統領の影を薄くさせる。追加の経済対策を含め、再選を視野にトランプ大統領の積極果敢な対応が期待される。

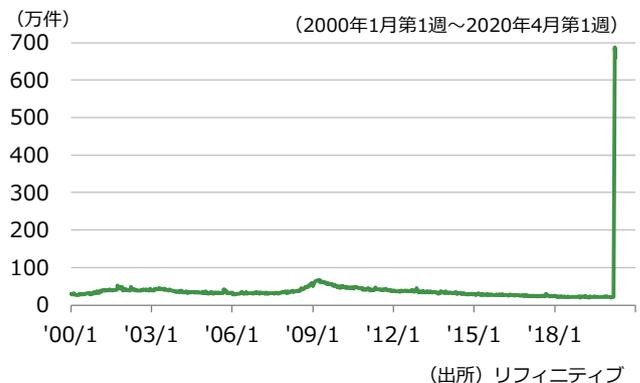
### 期待インフレ率の下振れ

長期の期待インフレ率は新型コロナウイルス問題に原油価格の急落も重なり、3月以降大幅に下振れ、瞬間的に1%を割り込む局面もあった。当局の大規模な政策対応もあり、極端な下振れからは戻しているが、それでも1.5%をやや上回る程度。供給面での制約から一部の費目で局所的な価格上昇が生じる可能性はあるが、総需要の大幅な落ち込みや構造要因に鑑みれば、期待インフレ率は低位にとどまろう。

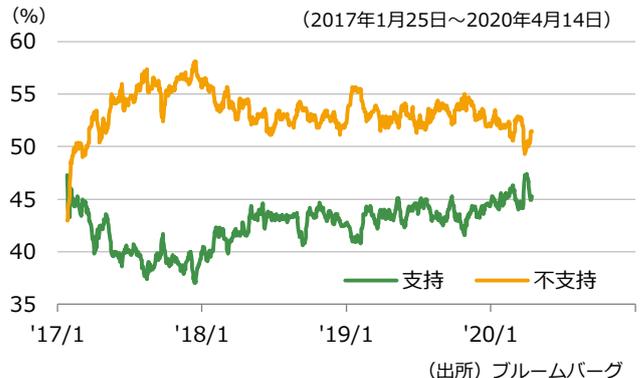
### 実質GDP



### 新規失業保険申請件数



### トランプ大統領支持率



### 期待インフレ率





## 株式

### 大型景気対策等を好感し株価は反発

3月中旬以降、米国において新型コロナウイルスの感染が急拡大したものの、大型の景気対策が決定したことや4月に入ると新規感染者数の頭打ちが見えてきたことが好感され、株価は反発した。米国及び感染拡大が目立つニューヨーク州における新型コロナウイルスの状況が徐々に良化していることを評価し、S&P500の年末予想は2020年：2,850、2021年：3,100を据え置く。

### セクター選好は慎重さが見られる内容

S&P500の直近1カ月の相対騰落率は、原油価格の影響を受けやすいエネルギー等を除くと公益やヘルスケアなどのディフェンシブセクターの底堅さが目立つ。指数ベースでは反発したものの、慎重姿勢も根強いことが伺える内容とみる。引き続き、不透明感強いものの、今後の米国における新規感染者数の更なる鈍化や経済活動再開への期待が高まれば、上値を試す余地はあると考える。

### リスクプレミアム面では不安定さ

直近のリスクプレミアムは5%程度。一時、リーマンショックや欧州債務危機以来の7%台近くまで上昇したものの、足元ではやや落ち着いている。現在の株価水準は過度な悲観と楽観の中間に位置していると考えられ、不安定さもあると考える。新型コロナウイルスの感染状況や経済活動再開への時期等への織り込みに変化があればレンジを抜ける動きは起こり易いとみる。

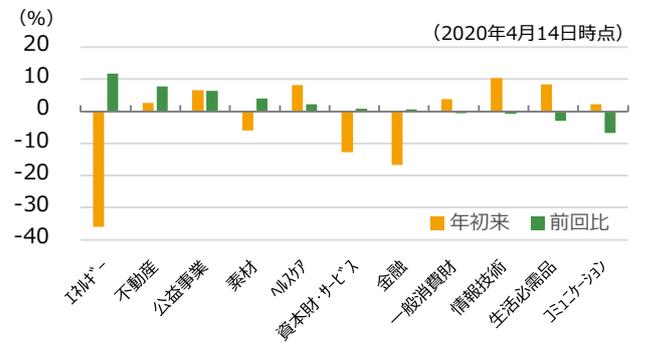
### NY州の状況改善は今後より鮮明化へ

右図は主要国等の新規感染者数を外出制限措置の開始を起点として比較したものの、新型コロナウイルス対策の効果は最低2週間後以降とされており、新規感染者数のピークも概ね2週間後となっている。米国の感染の中心であるNY州は3月22日に従業員の自宅待機措置等を行っており、状況改善が今後より鮮明化することが期待される。これにより、経済活動再開に向けた議論が高まることが予想される。

### S&P500の推移

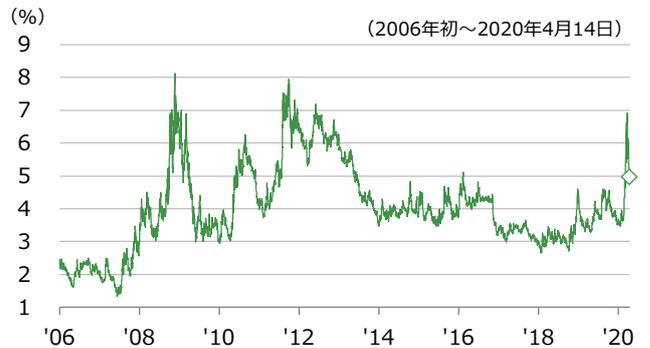


### S&P500のセクター別相対騰落率 (対S&P500)



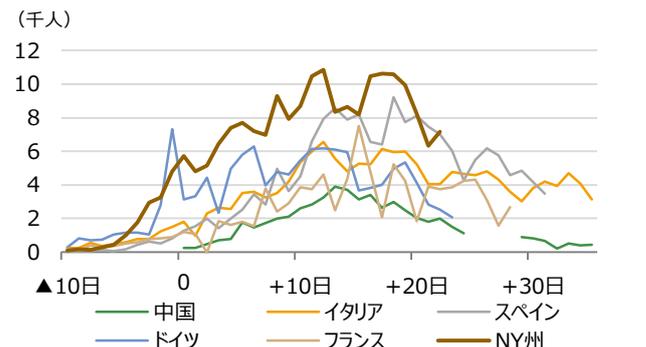
※前回比は2020年3月23日との対比  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### リスクプレミアムの推移 (S&P500)



※益利回り(12カ月先予想EPS)と10年国債利回りとの差として算出  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 外出制限措置と新型コロナウイルス新規感染者数



(注1) 起点(0)は全国・全地域ベースの外出禁止・制限が開始された日  
(注2) 直近時点はNY州が2020/4/13、それ以外は2020/4/14時点  
(出所) WHO、NY州より大和アセット作成



## 債券・金利

### 2021年も利上げの可能性は低い

FRBは3月中に計1.5%ポイントの利下げを実施し、政策金利を事実上ゼロへ引き下げた。新型コロナウイルスによる経済活動の落ち込みの期間と程度が不確実なため、FRBは「経済が最近の事象を乗り越え、最大雇用と物価安定を達成する軌道にあると確信できるまで」政策金利を据え置く方針を明示しており、2021年も利上げの可能性は低い。長期金利は1%をやや上回る程度への上昇にとどまろう。

### 金額無制限の量的緩和と各種の信用緩和

FRBは3月15日に再開を決定した量的緩和に関して、23日には実質的に金額無制限に改めた。また、4月9日には総額2.3兆米ドル規模の、特別目的会社を通じた社債購入や中小企業向け融資などの枠組みを決定し、投機的社債を購入対象に含めるなど、前例のない信用緩和も展開している。追加措置を含め、金融市場の安定に万全を期す構え。

## リート

### 年末予想を下方修正

新型コロナウイルスの感染拡大による広範な行動制限および、それを受けての経済活動の停滞は米国リーートの業績にも下方圧力となろう。空室率の上昇や一時的な賃料の減免、開発案件の遅延等の動向を注視したい。また業態により好調（通信インフラやデータセンターなど）と不調（商業施設やホテルなど）が大きく分けられると想定する。

### 信用リスクへの波及が焦点

リート価格の下落と長期金利の低下を受けて、配当利回りと長期金利の利回り差は大きく拡大。今後は経済活動の停滞が信用リスクへ波及するかが焦点となるが、各国中央銀行が積極的な金融緩和策に動いており、その可能性は低いと考える。経済活動の回復とともに利回り差の縮小を見込む。

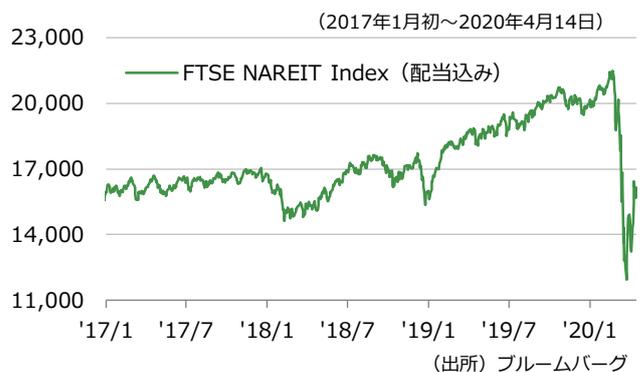
### 政策金利と長期金利



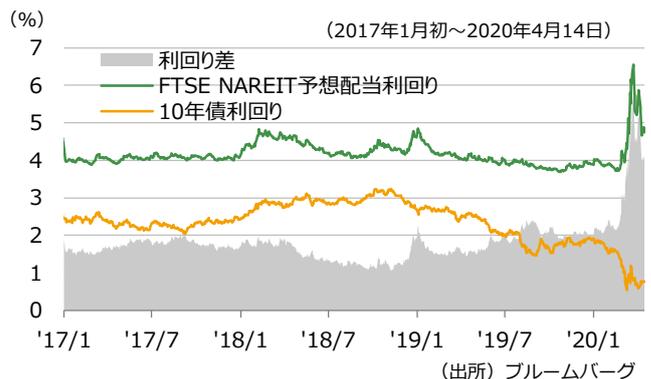
### FRBのバランスシート



### FTSE NAREIT Index推移



### 予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 米ドル調達コストが反落

米ドルと円のベース・スワップ・スプレッドのマイナス幅（円保有者が米ドル調達時に日米金利差に上乗せされるコスト）が拡大後、急速に縮小した。主要中銀の米ドル・スワップ協定やFRBの量的緩和などを通じて米ドルの流動性が拡充されたうえ、リスクオフ環境下の米ドル需要が後退したためである。需給緩和による米ドル調達コストの低下は、米ドル安要因と言える。

### 日米金利差縮小でも米ドル円は高め

今年2月下旬以降、新型コロナウイルスへの懸念が広がり、米利下げを背景に日米金利差の縮小が進むなかで、米ドル円は大幅に下落。だが、3月にはリスクオフのドル需要が高まり、米ドル円はいったん111円台まで反発した。その後、米ドル需給の緩和により米ドル円は下落したが、リスクオフの円安圧力もあり、日米金利差が低迷するなかでも107円近辺の水準を維持している。

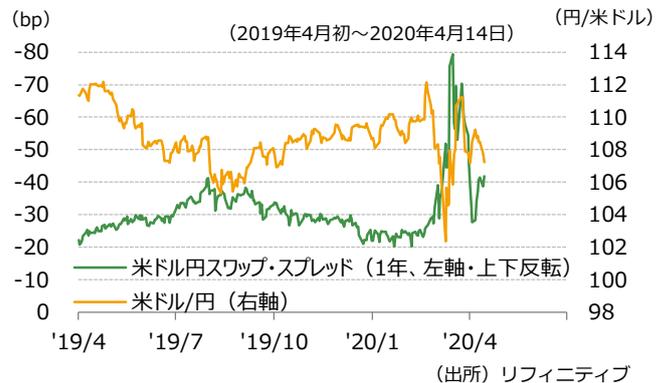
### 米株価反発でリスクオフの円安圧力

2020年2月から3月にかけて米10年国債利回りが急低下するとともに株価が急落し、日米金利差縮小とリスクオフの両面から米ドル円が下落。だが、米長期金利の低下と株式益回りの上昇で株価の割高感が後退したため、4月にかけては米株価の反発とともにリスクオフの円安圧力が生まれた。株価上昇や予想利益減少で株式益回りが大幅に低下しないことが、リスクオフ持続のカギを握るだろう。

### 米ドルの実質実効為替は高水準

物価変動を除いた実質実効為替を見ると、米国は過去20年間の平均に比べ7%の米ドル高、ユーロ圏は8%のユーロ安、日本は18%の円安であり、トランプ米大統領が競争上不利として米ドルの高さに不満を示しやすい状況にある。中国は過去に人民元が上昇したために実質実効為替が平均より高いが、人民元が米中購買力平価に比べ40%以上も安い状況に変わりはなく、対米貿易黒字が大きい原因に。

### 米ドル円とスワップ・スプレッド



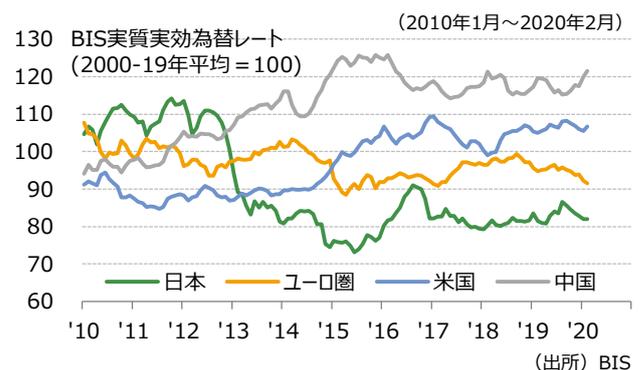
### 日米10年国債金利差と米ドル円



### 米10年国債利回りとS&P500株式益回り



### 実質実効為替レート





## 経済

### GDPは先例のない落ち込みに

外需の鈍化等を要因にユーロ圏の景気は2018年から減速基調が明確で、GDPは2019年10-12月期に欧州債務危機以降最も小幅な伸びにとどまった。脆弱な経済状況下に新型コロナウイルスが広がったことで、特にサービスの景況感が急激に悪化している。米国よりやや早く都市封鎖が始まったこともあり、1-3月期GDPは前期比年率で2桁減を見込む。4-6月期は更に悪化し先例のない落ち込みになるう。

### 新型コロナウイルスがサービスを直撃

2013年を通じて12%近傍で推移していた失業率が2014年以降低下するに連れて、低金利の後押しもあり、個人消費は堅調が持続し、最近に至るまで、製造業の軟化とは対照的にサービスの景況感は良好なままであった。しかし、新型コロナウイルスの感染防止のための人の移動の制限がタイムラグなしにサービスを直撃した。経済活動の再開は5、6月で、本格的な回復は7月からと見込む。

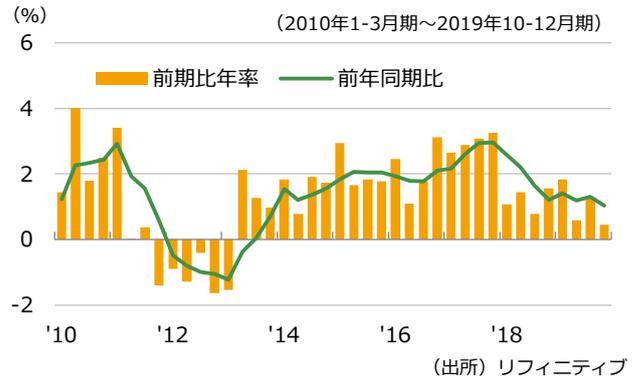
### 期待インフレ率の低下

年明け後の原油価格の急落に加えて、新型コロナウイルスの広がり、長期の期待インフレ率は大幅に下振れた。足元では1%程度まで戻しているが、ECBのインフレ目標値である2%弱には遠い。現実の基調的なインフレ率は2016年以降1%前後に張り付いたままで、期待が現実に収斂した状況。当面の急激な需要の消失で、インフレ率は一段と押し下げられる公算が大きい。

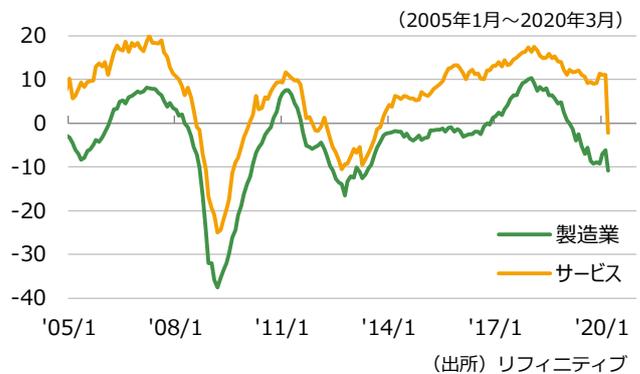
### 大規模な財政政策

財政規律に厳格なドイツが1560億ユーロの補正予算を編成し、6000億ユーロの経済安定基金も設けるなど、各国で大規模な財政政策が打ち出されている。ユーロ圏全体としても、欧州投資銀行による中小企業向け融資保証や、欧州安定メカニズムによる各国への予備的な信用枠の設定などが合意された。リーマンショック、欧州債務危機を教訓に、新型コロナウイルス問題に政府が迅速に対応している。

### 実質GDP



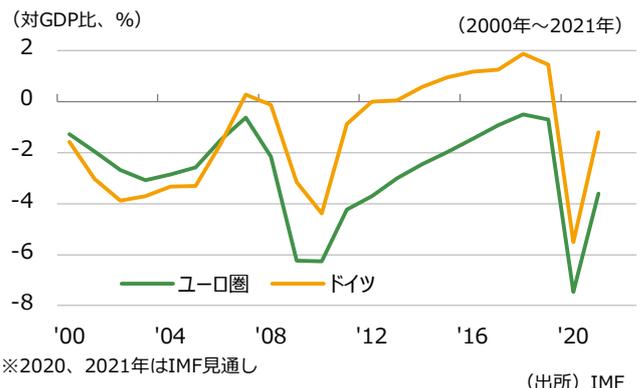
### 欧州委員会景況感指数



### 期待インフレ率



### 財政収支





## 株式

### 感染拡大の鈍化で株価は反発

欧州において新型コロナウイルスの感染拡大が継続も、複数国で感染ピークアウトが確認されたことが好感され、この1カ月間で欧州株は反発。懸念されたイタリアの状況は徐々に改善も、更なる株価上昇には次の材料が求められる。Euro STOXX50の年末値予想は2020年：2,970（変更なし）、2021年：3,200（従来3,450）と小幅修正に留めるものの、先進国株の中では慎重スタンスを継続する。

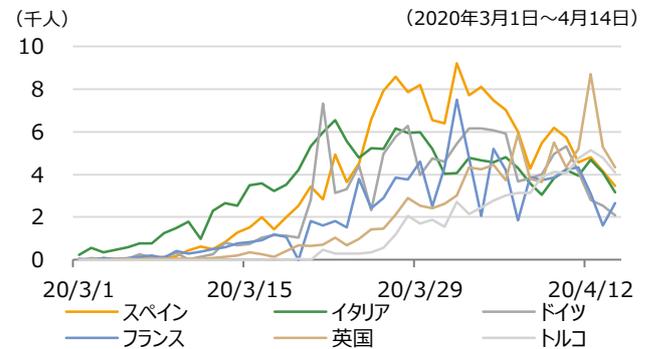
### 先進国株の中での相対的なリスクは残る

欧州主要国の新規感染者数は右図の通り。主要国で感染拡大鈍化が見られる一方、複数国で拡大基調の国もみられる。今後は経済活動の再開がいつ、どの程度まで見込めるかがポイントになる。しかし、各国の感染拡大措置や導入時期が異なることにより、欧州における措置の緩和とタイミングは相対的に判断が難しいとみられ、これがリスク要因と考える。

### Euro STOXX 50の推移



### 新型コロナウイルスの動向（欧州主要国）



※日次の新規感染者数

(出所) WHOより大和アセット作成

## 債券・金利

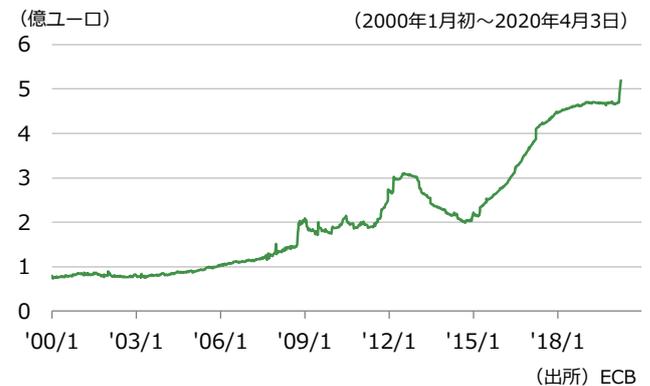
### 新たな資産購入プログラムの創設

ECBは昨年11月から月200億ユーロのペースで再開している資産購入の金額を、2020年末までに合計で1200億ユーロ積み増す決定をした翌週に、総額で7500億ユーロの、パンデミックに対応した緊急の資産購入プログラムを新たに創設した。国債購入をより柔軟に実施し、ギリシャ国債も購入対象に含める方針で、これを機に周辺国国債の利回りは一旦低下している。

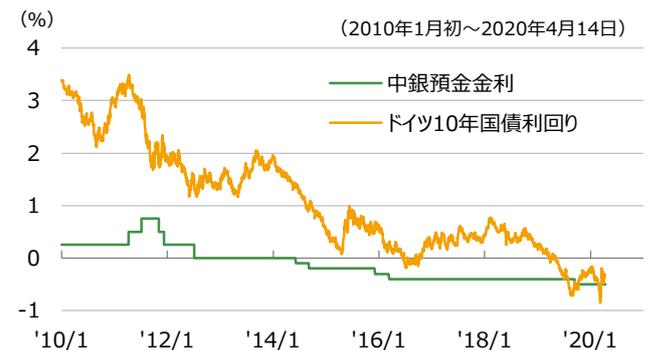
### ECBの政策金利は不変

ECBは量的緩和を拡大したが、マイナス金利の副作用に鑑みれば、現在の主たる政策金利である中銀預金金利を▲0.5%から引き下げる可能性は低い。一方、「インフレ率が目標値へ向けて確実に収斂する見通し」を利上げの要件としている以上、利上げはとても見通せず。財政政策の積極化でも、ドイツの長期金利はマイナス圏での推移が継続しよう。

### ECBの総資産残高



### 政策金利とドイツの長期金利



※中銀預金金利は銀行が余剰資金をECBに預ける際の金利

(出所) ブルームバーグ



## 為替

### ユーロは米ドルや円に対し低迷

今年2月下旬以降の新型コロナウイルス懸念によるリスクオフ局面でユーロは円に対して下落したが、米ドルに対しては上昇。低金利通貨となったユーロが調達通貨や安全通貨としての性格を帯びたため。3月には米ドル需要の高まりにより、ユーロは対米ドルで急急落したが、米ドル需給緩和でやや反発。リスクオフに歯止めがかかりつつあるなかで、ユーロが対円で反発するかが注目される。

### 米国との金利差通りに動かないユーロ

米国に比べドイツなど欧州諸国の長期金利が相対的に上昇しているが、ユーロ高・米ドル安は進行が鈍い。2月から3月にかけて米金利低下が加速した局面ではユーロ高・米ドル安が進んだものの、3月は米ドル需要の高まりが影響してユーロ安・米ドル高に転じた。ただ、その後は、米長期金利低下局面でユーロ高・米ドル安、米長期金利上昇局面でユーロ安・米ドル高の傾向にある。

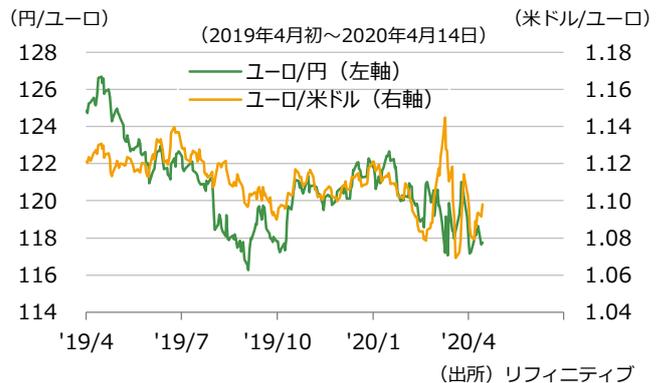
### 相対的な指標改善がユーロ高に働くか

2019年10-12月のユーロ高・米ドル安は、相対的に20年1-3月のユーロ圏景気にマイナス、米景気にプラスに働き、ユーロ安・米ドル高を進める一因となった。だが、2020年1-3月のユーロ安・米ドル高は、4-6月のユーロ圏景気にプラス、米景気にマイナスとなり、ユーロ高・米ドル安に作用するか。新型コロナウイルスの影響で落ち込んだ景気指標で、欧州の改善が米国に先行するかが注目される。

### ユーロと円の通貨先物が買い持ちに

米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、ユーロ売りからユーロ買いに、円売りから円買いに転じた。ユーロは低金利通貨となったため、円と同様、リスクオンで通貨安、リスクオフで通貨高になりやすくなった面はある。また、現物市場で3月に米ドル需要が強まり、米ドル高が進んだことが、先物市場での米ドル売り・ユーロ買いや米ドル売り・円買いを促した面もあるのかもしれない。

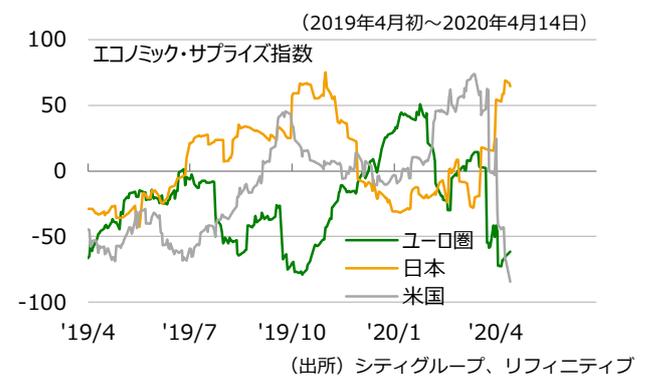
### ユーロの対円相場と対米ドル相場



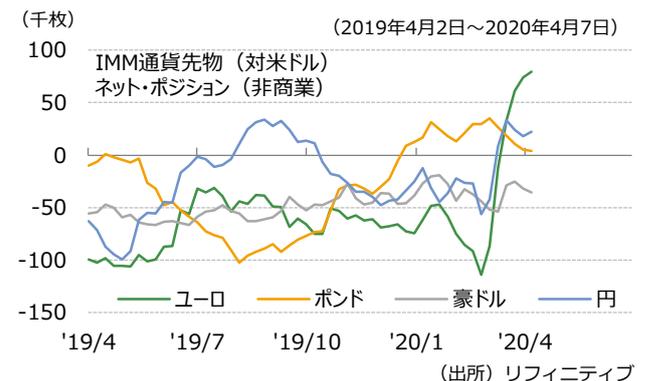
### 米独10年国債金利差とユーロ/米ドル



### 日・米・ユーロ圏のエコノミック・サプライズ指数



### 通貨先物のポジション





## 経済

### 景気は3月から急激に悪化

ハードブレグジットへの懸念でGDPは2019年10-12月期に前期比でゼロ成長に陥ったが、2020年1月末を以てEUからの合意ある離脱に至ったことで、1、2月は景況感が改善した。しかし、新型コロナウイルスの広がり3月は特にサービスで景況感が急激に悪化した。3月下旬からの都市封鎖が延長されるなか、GDPは瞬間風速でリーマンショック時を遙かに上回る落ち込みを見込む。

### インフレ率は一段と低下へ

インフレ率は2018年以降低下基調にあり、足元では2%を下回って推移している。当面の需要の急減でインフレ率は一段と低下しよう。2016年6月の国民投票後にインフレ率は暫く上振れたが、大幅なポンド安と原油価格の強含みが要因であった。今回は往時と比べるとポンド安が限定的な上、原油価格が下落しており、状況は異なる。

## 為替

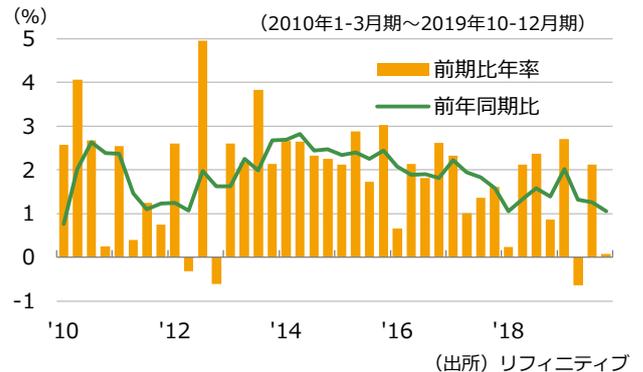
### 実質ゼロ金利政策と資産購入の拡大

BOEは3月11日に政府の予算案の発表と合わせて0.25%への利下げ、新たな流動性供給の枠組みの創設、銀行の資本規制の軽減を決定した。19日には0.1%への追加利下げに加え、資産購入の2000億ポンドの増額も決定。その後、政府への短期の流動性供給の枠組みも拡大された。政策金利は実効的な下限に到達したが、利上げは見通しがたく、長期金利は上昇しても緩やかにとどまろう。

### ポンド反発の背景

米ドル需給のひっ迫が緩和した影響で、ポンドは米ドルに対し下落から上昇に転じた。加えて、新型コロナウイルス懸念によるリスクオフが収まりつつあることが、ポンドを円や米ドルに対して上昇させる要因に。EU離脱の移行期間が延長されれば、英国が期間内にEUとの貿易交渉を完了できないとの懸念が薄れ、ポンド高に作用する可能性もある。

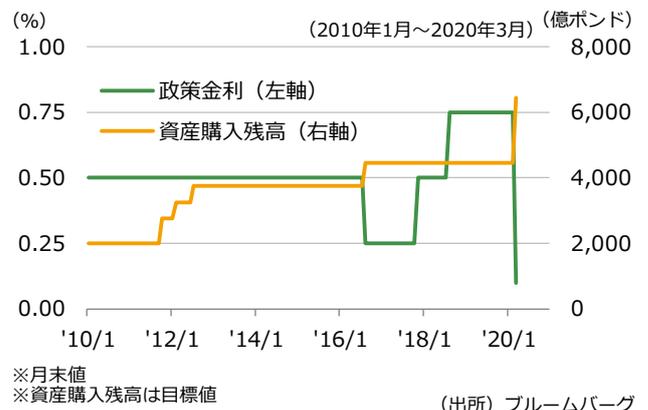
### 実質GDP



### 消費者物価指数



### 政策金利とBOEの国債購入残高



### ポンドの対円相場と対米ドル相場





## 経済

## GDPは2020年4-6月期まで大幅に減少

消費税率引き上げ前の駆け込みの反動等でGDPは2019年10-12月期に前期比年率▲7.1%の急減を記録した。新型コロナウイルスで2020年1-3月期は▲5%、大都市で緊急事態宣言が出され人の移動が大幅に制限される4-6月期は▲20%を見込む。しかし、ロックダウンの米国程には悪化せず。新型コロナウイルスが終息するに連れて、7-9月期以降は速やかな回復を見込む。2020暦年では▲4.8%と想定。

## 街角景気は極端に悪化

3月景気ウォッチャー調査は2月に続いて大幅に悪化し、現状、先行き判断とも水準は過去最低を記録した。単月の低下幅は東日本大震災に見舞われた2011年3月や消費税率が引き上げられた2014年4月よりは小さいが、2カ月合算の低下幅としては過去最大。しかし、新型コロナウイルスの新規感染者数が4月中にはピークアウトすると想定し、2011、2014年と同様、一旦はリバウンドを見込む。

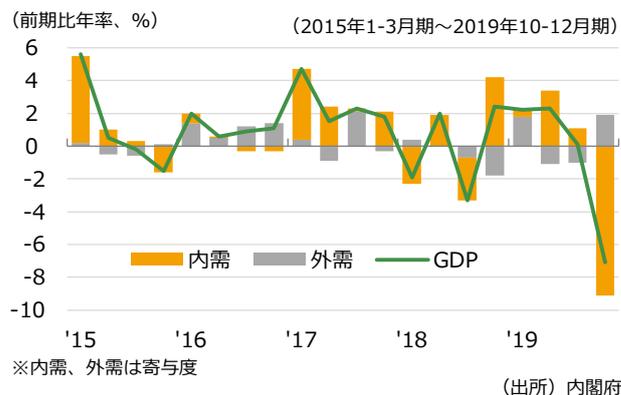
## 追加財政支出29兆円の大規模な経済対策

3月調査日銀短観は回答期限が3月11日だったことから、新型コロナウイルスの影響はあまり反映されていないが、6月調査ではリーマンショック時の水準程度への急低下が懸念される。経済対策は新たな追加分で事業規模86兆円、財政支出29兆円に及ぶ。緊急支援フェーズとしては感染拡大防止策と雇用の維持、事業の継続が柱。新型コロナウイルスが想定通りに終息しなければ追加支援を免れず。

## 基調的なインフレ率はピークアウト

消費税率引き上げに伴う消費者物価の上昇も限られ、2016年以降緩やかに上昇してきた基調的なインフレ率は1%に達することなく頭打ちの様相。当面は需要の急減のみならずエネルギー価格下落の二次的影響でインフレ率の低下は避けがたい。保護主義の著しい強まりがなければ、長期的にも構造的な物価抑制要因が働き続ける。仮に供給要因で物価が押し上げられても、需要を抑制するため長続きせず。

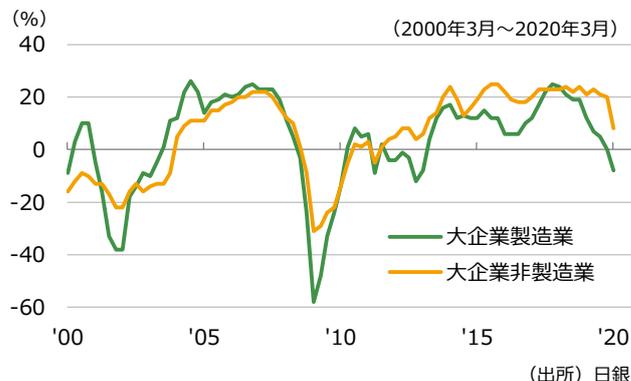
## 実質GDP



## 景気ウォッチャー調査



## 日銀短観業況判断DI



## 消費者物価指数





## 株式

## 主に海外要因で株価は反発

国内における新型コロナウイルスの感染拡大が目立つようになった一方、米国の大型経済対策や欧米の新規感染者数の鈍化を好感し、株価は反発した。国内の新型コロナウイルスの感染状況には不透明感があるものの、危機感が高まり国民行動が変化することがプラスに働くと予想する。TOPIXの年末値予想は2020年：1,620（従来1,680）、2021年：1,780（据え置き）と小幅修正に留める。

## 過度な悲観からは脱却

TOPIXの直近安値となった3月中旬に、PBRは0.9倍弱とリーマンショック時近くまで下落した。足元は1倍前後まで回復しており、過度な悲観からは脱却した状態にあるとみる。米国株と同様に現状の日本株は、過度な悲観と楽観の中間に位置していると考えられ追加的な状況変化に反応し易い状況にあると考える。国内ではまずは新型コロナウイルスの新規感染者数のピークアウト時期に注目したい。

## まずは感染者数のピークアウト

4月7日に政府から緊急事態宣言が発出されたことによる新型コロナウイルスの感染状況への効果は、早ければ4月下旬以降から確認されることが期待される。欧米と比べ強制力の弱い措置のため効果への不透明感があることは否めない。一方、国内における人口当たりの感染者数や死亡者数は欧米と比較して低位であり、感染状況が改善すれば経済活動再開への議論は順次行われていくと考える。

## 会計面での臨時措置にも期待

企業業績の観点からは金融庁が設置した「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査等の対応に係る連絡協議会」の動向も注目。一時的に減損損失などの計上を柔軟に行うことを検討と報じられており、決定されれば大規模な一時的費用の計上リスクが低下すると考える。BPSの安定性向上に繋がり、市場が二番底を見に行く局面に陥っても直近ボトムを割り込む可能性は低下しよう。

## TOPIXの推移



## PBRの推移 (TOPIX)



## 新型コロナウイルスの概況

	累計		人口10万人当たり		人口 (10万人)
	[感染者数]	[死亡者数]	[感染者数]	[死亡者数]	
日本	7,645	109	6.0	0.1	1,269
東京都	2,319	47	16.6	0.3	140
米国	579,005	22,252	176.0	6.8	3,291
NY州	202,208	10,834	1,039.4	55.7	195
ドイツ	125,098	2,969	149.8	3.6	835
フランス	97,050	14,946	149.0	22.9	651
イギリス	88,625	11,329	131.2	16.8	675
イタリア	159,516	20,465	263.4	33.8	606
スペイン	169,496	17,489	362.7	37.4	467

※累計感染者数、死亡者数は米国が2020年4月13日、その他は14日時点  
(出所) WHO、厚生労働省、CDC、国際連合等より大和アセット作成

## 減損損失の推移 (TOPIX500)



※1：対象は各年3月末時点のTOPIX500構成銘柄のうち除く金融かつ、決算月が12月～3月の銘柄  
※2：減損損失は損益計算書又はCF計算計上額で金額の大きい額を採用  
(出所) QUICK Workstationより大和アセット作成



## 債券・金利

## 実効的な金融緩和余地は乏しい

各国中銀が相次いで金融緩和を打ち出すなか、日銀も3月16日に企業金融支援特別オペの導入、CP・社債等の買入れの増額、ETF・J-REITの積極的な買入れを決定した。既にGDPを上回る規模に膨らんだ日銀の総資産に鑑みれば、経済対策に伴う国債増発がもたらす長期金利の上昇圧力を抑制するために国債購入の頻度と額を増す程度が現実的な追加の選択肢であろう。実効的な金融緩和余地は乏しい。

## 長期金利はゼロ近傍でレンジ推移

欧米の政策金利も事実上ゼロ或いはマイナスの現状で、強力なフォワードガイダンスからは利上げは当面展望しがたく、欧米の長期金利が低位にとどまるなか、日本の長期金利の上昇も阻まれよう。一方、マイナス金利の深掘りは現実的でなく、長期金利の過度な低下への日銀のけん制にも鑑みれば、長期金利はゼロ近傍でのレンジ推移を見込む。

## リート

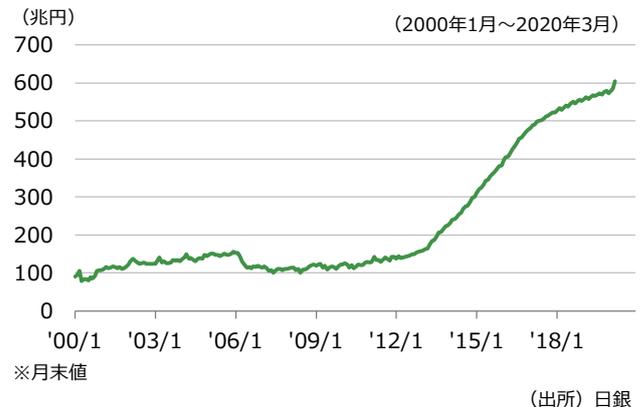
## 年末予想を引き下げ

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大のなかで、J-REIT市場はこの1カ月間で大きく下落した。特に3月中旬には金融機関による決算対策の売りが膨らんだことから急落した。緊急事態宣言などによる経済活動の停滞がホテル・商業セクターを中心に業績に与える影響などを踏まえ、東証REIT指数の年末値予想を2020年：1,750（従来2,100）、2021年：1,800（同2,200）と引き下げた。

## 中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には世界経済の減速や業績への悪影響への懸念の一方、積極的な経済対策への期待もあり、J-REIT市場は不安定な推移が続くとみる。一方で世界的に緩和的な金融環境の長期化が想定されるなか、相対的に高い配当利回りが安定的に期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的と考えており、中期的に緩やかな上昇を見込む。

## 日銀の総資産残高



## 長期金利



## 東証REIT指数の推移



## 東証REIT指数の配当利回りの推移





## 為替

### 米ドル高と円高に反転の兆し

今年3月にかけては米ドルが円以外の主要15通貨に対し上昇する一方、15通貨が円に対し下落し、米ドル高とクロス円下落（円高）というリスクオフのパターンとなった。ただ、米ドル需給ひっ迫による米ドル高は収まりつつある。また、欧州に続き米国での新型コロナウイルスの新規感染に鈍化の兆しがあり、落ち込んだ世界景気の回復期待を通じてリスクオンの円安（クロス円上昇）に傾きつつある。

### 日米金利差と米ドル円の相関

2020年2月にはリスクオンと日本売りの円安で米ドル円が金利離れして112円台に上昇したが、その後はリスクオフと日米金利差縮小で米ドル円が下落。2019年3月以降の相関に従えば、日米10年国債金利差が0.5~1.0%の場合、米ドル円は106~108円程度が傾向値となる。リスクオフ局面では米ドル円はその水準を下回りやすく、リスクオン局面ではその水準を上回りやすいと考えられる。

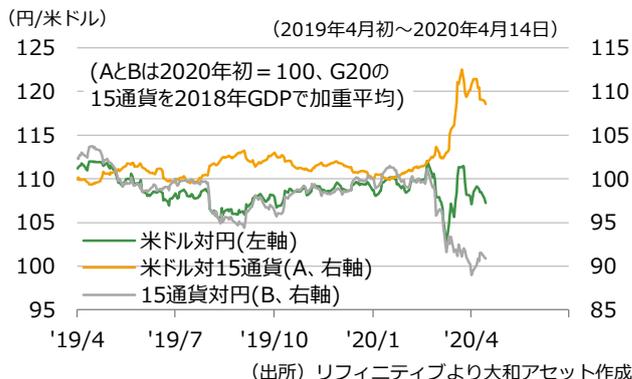
### 相対的な金利動向に反した米ドル高

年初来の長期金利は相対的に日本、ドイツ、米国の順に上昇したが、通貨は円と米ドルがほぼ同じ強さで、相対的にユーロが弱い。通貨が金利通りに動かなかつたのは、需給ひっ迫が米ドル高に働いたためだ。ただ、米ドル需給のひっ迫は後退しつつあるので、為替は金利差やリスク許容度を反映して動くようになりやすいだろう。中銀の金融緩和は金利低迷要因の一方でリスクオン要因にもなりえる。

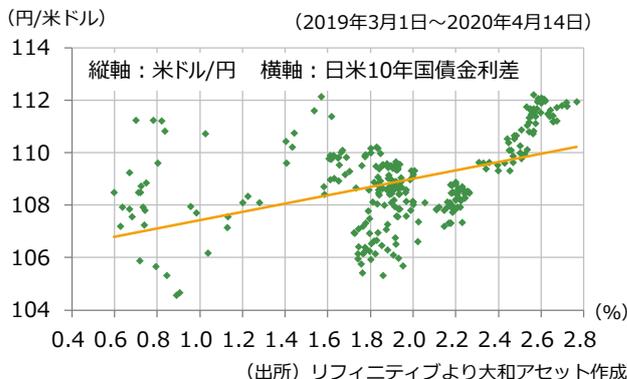
### 円と同様にユーロも株価と順相関に

各通貨の対米ドル為替と世界株価指数との相関をとると、円は基本的にマイナスの相関（逆相関）で、株高・円安、株安・円高の傾向がある。だが、最近ではユーロと同様に株価とプラスの相関に転じている。米ドル需要の高まりによる米ドル高で、株安・米ドル高・円安となったことが原因だ。米ドル供給拡充による米ドル安で、株高・米ドル安・円高にもなりえるが、株価と円の順相関は一時的だろう。

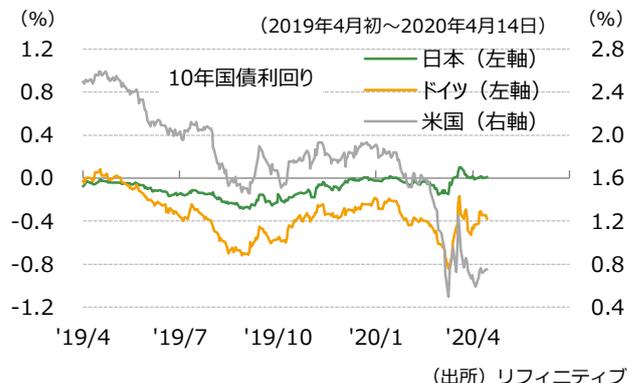
### 米ドル・円・他通貨の為替



### 日米金利差と米ドル円



### 日・独・米の長期金利



### 世界株価と対米ドル為替の時系列相関係数





## 経済

### 2020年後半から景気回復へ

新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための経済活動の制限や原油価格の低迷などにより、2020年前半は景気後退に陥るだろう。しかし、大胆な金融・財政政策によって、新型コロナウイルス問題が終息した後の景気回復は速やかなものになると想定する。原油価格の低迷は足かせにならうとも、住宅投資や個人消費などがけん引役となり、2020年後半から景気回復が本格化すると見込む。

### 企業景況感は一時的な停滞へ

カナダ銀行発表の企業景況感指数やマークイット発表の製造業PMIは2019年半ばから回復の兆しを見せていたが、新型コロナウイルス問題や原油価格の低迷を背景にいずれも好不況の節目を割り込んだ。しかし、新型コロナウイルス問題による経済活動の停滞は一時的であると見込まれ、また以前よりも原油価格の下落に対する耐性がついていることに鑑みれば、景況感の停滞が長引く可能性は低いだろう。

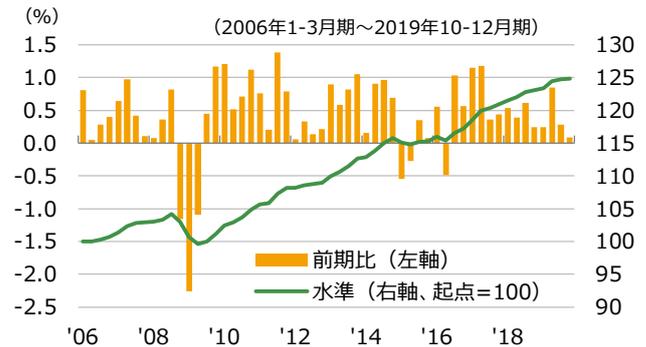
### 記録的な雇用減は一時解雇が主因

2020年3月の雇用者数が前月から101万人減少するなど、これまでの景気後退期とは桁違いの速度で雇用情勢の悪化が示された。4月も雇用者数の減少が見込まれる。ただし、一時的な解雇が多いため、新型コロナウイルス問題が終息し経済活動が再開し始めれば、一定水準までは急速に雇用者数が回復しよう。ただし、雇用者数や失業率が元の水準に戻るのには来年以降になると見込む。

### インフレ率は目標圏内での推移が継続

インフレ率はおおむねカナダ銀行が目標とする1～3%の範囲内で推移している。特に、この2年程度はコア指数が目標レンジの中心である2%に張り付いている状況だ。目先は原油価格の低迷などによって総合指数が下振れ、時間を追ってコア指数の伸びも鈍化してくる可能性が高い。景気回復後の利上げを妨げるほどコア指数が低迷するとは考えないものの、利上げを催促する指標にもなり得ず。

### 実質GDP



(出所) カナダ統計局より大和アセット作成

### 企業景況感



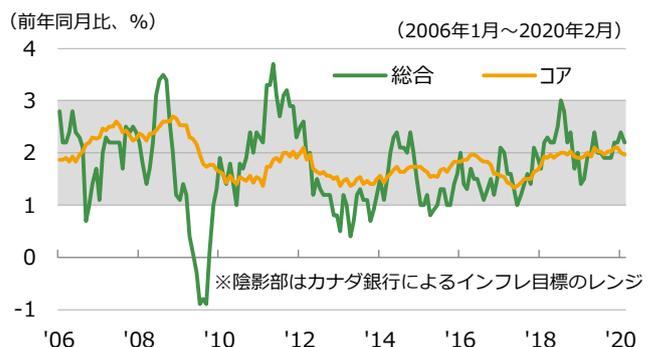
(出所) カナダ銀行、ブルームバーグ

### 雇用者数と失業率



(出所) カナダ統計局

### 消費者物価指数



※コアはカナダ銀行が重視する3つのコア指数の平均

(出所) カナダ統計局、カナダ銀行



## 債券・金利

### 金融緩和策はほぼ出尽くし

カナダ銀行は2020年3月だけで1.50%ポイントの利下げを実施し、あっという間に事実上のゼロ金利政策に突入した。さらに、3月27日にはCPと国債の購入プログラムを発表するなど、まさにできることは何でもやる姿勢を示しており、カナダ銀行のバランスシートもすでに過去に例を見ないペースで拡大している。もっとも、矢継ぎ早の対応で金融緩和策は出尽くし感も否めない状態に。

### 長期金利の低下余地は限定的

カナダ銀行は週あたり最低50億カナダ・ドルのペースで国債を購入する予定であり、金利上昇を抑える要因になるだろう。一方で、長期金利はすでに0%台半ばまで低下しており、さらなる低下余地は乏しい。逆に、新型コロナウイルス問題の終息を見据えて、長期金利の上昇リスクを意識すべき段階だと考えている。

## 為替

### 強烈な米ドル需要と原油安懸念が和らぐ

今年2月以降、新型コロナウイルス問題に伴う極端なリスク回避姿勢の強まりで米ドルの需要が強烈に高まり、また原油価格の急落がカナダ・ドルの重荷となってきた。しかし、FRBによる米ドルの流動性供給策やOPECプラスによる協調減産の再開などによって、これらの問題に対する過度な懸念が和らぎつつあり、カナダ・ドルも下げ止まりの様相を見せている。

### 売られすぎの修正が期待される

半年から1年先を見通せば、新型コロナウイルス問題が終息することでリスク回避姿勢は一段と後退し、原油価格も現状より水準を切り上げている算算が大きい。基本的には対米ドルで大きなトレンドが出るとは想定していないが、売られすぎの修正により、現在の水準に比べればカナダ・ドル高の方に向かっていく可能性が高いと考えている。

### 政策金利と10年国債利回り



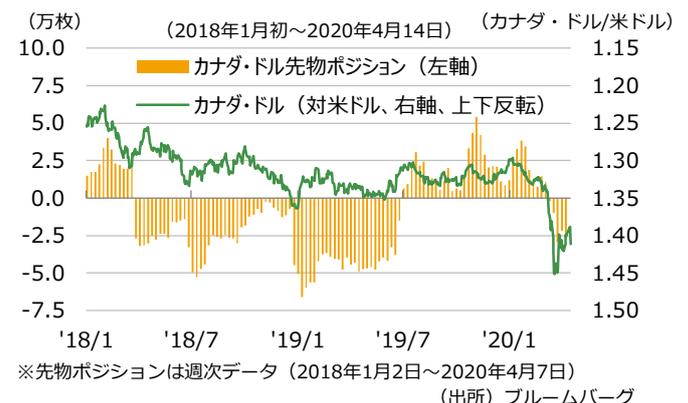
### カナダ銀行の保有資産額



### 原油価格と為替レート



### 非商業部門のカナダ・ドル先物ポジションと為替レート





## 経済

### 2020年後半以降はV字回復へ

大規模な森林火災や新型コロナウイルス問題によって、豪州はおよそ30年ぶりの景気後退が現実味を帯びてきた。しかし、金融・財政政策は総動員の様相であり、豪州国内における新型コロナウイルスの感染者数は増加ペースが鈍化している。欧米に比べて経済活動が早く再開される公算が大きい。2020年は、前半の景気後退から、後半にV字回復を実現すると見込む。

### 失業率の上昇をどこまで抑制できるか

今年後半の景気回復のスピードを見極めるうえで、失業率がどこまで上昇するかは要注目である。RBAは「長年の中で最高水準まで上昇するだろう」と述べているが、少なくとも2014年10月の6.4%よりも悪化するとの含意だ。先行指標であるANZ求人広告件数はすでに大幅に低下しているが、今回は離職の増加が失業率の上昇をけん引することに鑑みれば、求人広告件数が示唆する以上に失業率が悪化しよう。

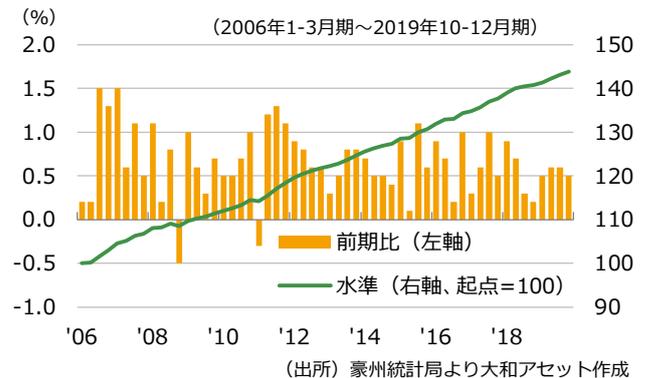
### 財政支出は雇用維持に重点

新型コロナウイルス問題に対して、政府はこれまで約1,900億豪ドル（名目GDP比10%）規模の経済支援策を発表したが、そのうち1,300億豪ドルは「雇用維持給付金（JobKeeper Payment）」が占めるなど、特に雇用を維持するための企業への支援が中心である。失業保険を充実させることで離職しやすくなっている米国に対して、豪州は失業率の上昇を比較的抑制できる可能性が高いと考えられる。

### インフレ目標の達成は見通せず

消費者物価指数の伸び率は1%台後半を中心に安定しているが、RBAの目標である2~3%を下回る状態が続いている。新型コロナウイルス問題が終息し経済成長率が加速しても、失業率が自然失業率と推計される4%台半ばまで改善するには相当の時間を要することが見込まれる。当面は賃金上昇率が緩慢で需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続く、目標の中心付近へ回帰する展開は想定し得ず。

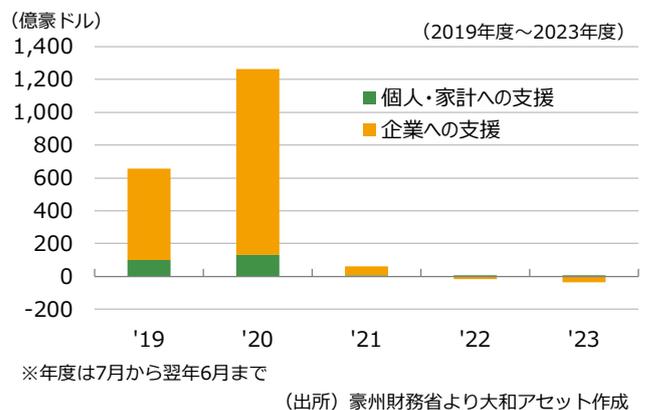
### 実質GDP



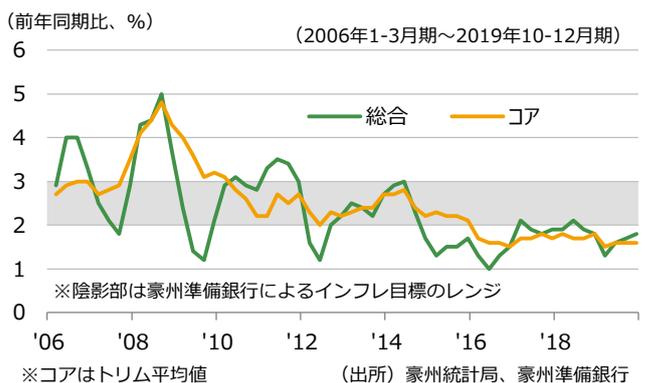
### 求人広告件数と失業率



### 新型コロナウイルス問題に対する財政支出



### 消費者物価指数





## 債券・金利

### 金融緩和策は出尽くし

RBAは3月に2度の利下げ（計0.50%ポイント）を実施し、さらに3年国債利回りが0.25%近傍で推移するよう国債等を購入する、いわゆるイールド・カーブ・コントロール政策を導入した。3月19日に同政策が発表されて以降、3年国債利回りは0.25%付近で安定的に推移している。RBAはこれまでの政策が十分に機能しているとの認識のようであり、事態が著しく悪化しない限り追加の政策はないだろう。

### 長期金利のリスクは上昇方向に

3月20日からRBAは国債・準政府債の購入を開始したが、早くも購入額は縮小傾向にある。また、購入する国債の年限が短中期ゾーンに偏っており、長期金利を押し下げようという意図は感じられない。今後、財政支出拡大による悪い金利上昇に対しては国債等の購入額を拡大するといった対応を取るだろうが、景気回復を織り込む金利上昇は容認しよう。

## 為替

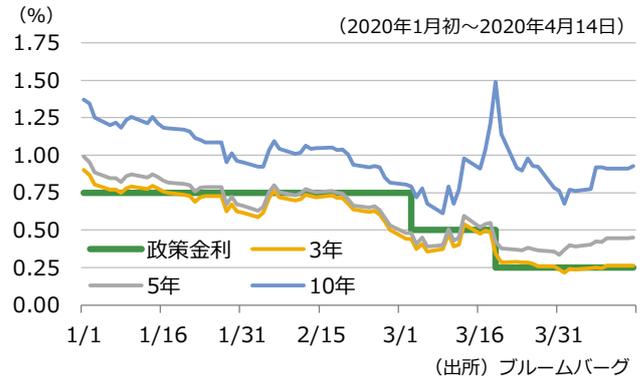
### 豪米金利差のトレンドは転換

2011年以降は豪米長期金利差の縮小傾向が続き、2018年初めに豪米長期金利が逆転するなど、金利差の面から見れば、豪ドル安・米ドル高が進行しやすい環境が続いてきた。しかし、新型コロナウイルス問題に対する両国の金融緩和策を背景に、金利差は縮小・再逆転した。少なくとも、金利差の観点からは一方的に豪ドル安が進行する状況ではなくなったと言える。

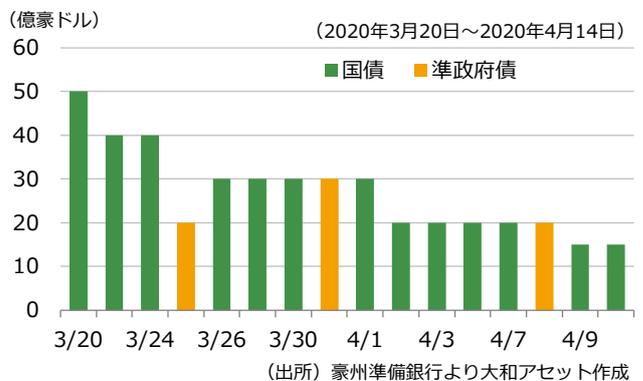
### 金融市場の落ち着きとともに豪ドル上昇

豪ドル（対米ドルレート）は基本的に豪米長期金利差と連動するが、VIX指数が上昇している局面では連動性が崩れる。その場合、豪ドルは株価指数との連動性が高まる傾向にあり、年初からの動きはまさにこの傾向が体现されてきた。新型コロナウイルス問題が終息に向かうことでVIX指数が低下し、長期金利差との連動性を取り戻す展開が期待される。

### 政策金利と国債利回り



### RBAによる国債・準政府債の購入額



### 豪米長期金利差と為替レート



### 為替と各指標の相関係数およびVIX指数



※過去26週間の相関係数を時系列に表示 ※VIX指数は26週移動平均 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 経済

### 先進国の景気後退により、成長率が低下

海外入国者を除く日々の新型コロナウイルスの新規感染者数が低位推移する中、工場の稼働率はおおむね9割以上、サービス業も6割程度まで回復したと観測されるなど、速やかな景気回復の軌道に乗ったと言える。ただし、1-3月期の景気下振れが大きいことに加えて、先進国の景気後退により4-6月期の回復ペースが遅くなる可能性が高く、2020年通年では3%台後半の成長率を予想。

### 労働市場の安定維持が政策目標

李克強首相が雇用の安定維持の重要性を訴えたこともあり、労働市場にテコ入れするために、当局がさらなる景気刺激策を打ち出すと予想。ただし、リーマンショック後のようなあらゆる分野での大規模刺激策は見込めず、5Gなど、新型インフラ投資の促進とともに、信用リスクを抑制するための資金繰り支援が柱になると見込む。

## 株式

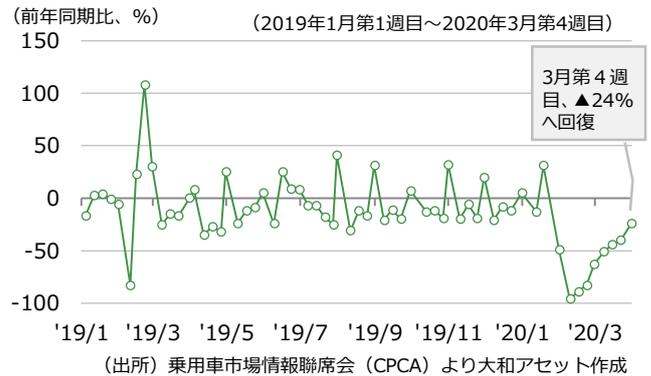
### 政府の株価支援策が奏功

世界的なリスク回避の動きの中で、年初来の上海総合指数は下落率が7%程度にとどまる（14日時点）など、本土株式市場は落ち着いた動きとなった。その結果として、バリュエーション切り下げは限定的で、割安感は感じられず、今後の回復局面には相対的に出遅れる可能性がある。

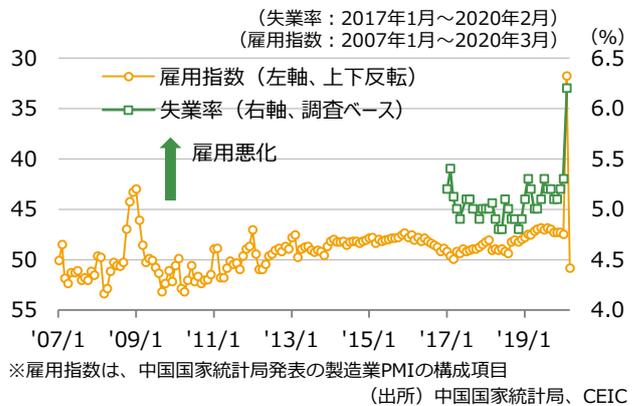
### 業績予想の下方修正が新たな懸念材料

リビジョン指数の急速な切り下げが新たな懸念材料となり、足元は株価の重しになる。業績予想にはマクロ経済の急減速がまだ十分に織り込まれていない可能性がある。ただし、中国経済が世界で一歩先に回復し始めることや、MSCIチャイナインデックス企業の国内売り上げ比率が9割を超えることなどが支えとなり、株価の下落基調は想定しない。

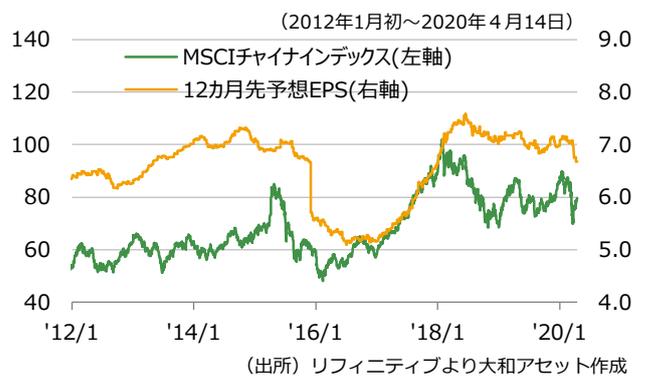
### 自動車の販売状況（週次データ）



### 中国の労働市場



### 中国株価指数およびEPSの推移



### リビジョン指数





## 債券・金利

## 中銀は、市中貸出金利の低下に注力

新型コロナウイルスの影響を和らげるために、中銀の利下げ幅は従来予想より拡大しようが、ディレバレッジの中長期方針は変わらず、2020年における追加利下げ幅は、1年物MLF金利で0.60%ポイントにとどまろう。一方、市中貸出金利の低下を誘導するために、預金準備率やPSL、1年物預金金利などの引き下げを通じて、銀行のコスト低減を図り、貸出金利の低下を促そう。

## 国債金利はレンジ推移を予想

中銀の預金準備率引き下げ等による流動性供給拡大や、海外の金利低下を受け、10年国債金利は2002年以来の低水準まで急低下。足元は、利下げ余地が縮小したことから、金利低下余地は限定的な一方、中国本土の国債の主要インデックスへの組み入れ開始やその可能性などを支えに、レンジ推移を見込む。

## 為替

## 対米ドルで緩やかな上昇基調を辿る

世界的なリスク回避の流れの中でも、為替市場は底堅く推移し、人民元の実効レートはむしろ小幅上昇する展開。中期的には、米中貿易摩擦が小休止したことや、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、中国政府が人民元の実効為替レートの上昇を容認する可能性が高いことなどから、対米ドルで緩やかな上昇を見込む。

## クロスボーダーのフローは安定的

新型コロナウイルスによるリスクオフ場面でも、外国人投資家による本土の債券投資は資金流入が続いており、センチメントの大崩れは見られず。クロスボーダーのフローは安定しており、さらに中国本土株や本土債券市場のグローバルインデックスへの組み入れが証券投資の資金流入を後押しする可能性が高い。

## 主要景気支援策

発表日	政策内容
2月3日	公開市場操作で1.2兆元（対GDP約1.2%）を供給。
2月17日	準政策金利1年物MLF金利を引き下げ：3.25%→3.15%。
2月25日	中銀が2月1日発表の3千億元の再貸出枠に5千億元を上乗せ。
2月25日	中小規模企業に対して、増値税の引き下げを発表。
3月4日	中央政府が5G建設など7分野の新インフラ投資加速方針を発表。
3月13日	預金準備率を銀行によって0.5~1.0%ポイント引き下げ。
4月3日	中銀が超過準備に適用される金利の引き下げを発表。

(出所) 各種資料より大和アセット作成

## 債券市場金利および長短金利差



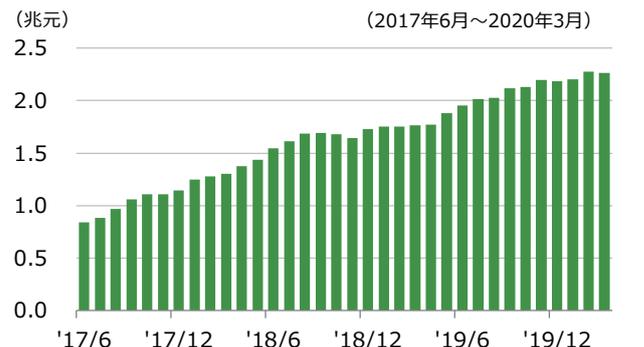
(出所) WINDより大和アセット作成

## 人民元の実効レートおよび対米ドルレートの推移



※2015年12月1日以前の実効レートは、大和アセットが推計したもの  
(出所) CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

## 外国人の中国本土債券保有額



(出所) ボンドコネクト有限会社、CEIC



## 経済

### 2020年はマイナス成長へ

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による国内外の需要低迷、ならびに商品価格の下落がブラジル経済の重荷となり、2020年は大幅なマイナス成長に陥る公算が大きい。また、先進国に比べて財政支出の拡大余地が乏しいことから、新型コロナウイルス問題が終息した後も景気回復は緩慢なものにとどまるだろう。今後数年で実質GDPが過去の最高水準を回復することは困難。

### 個人消費と生産活動は低迷状態へ

2020年2月までのデータでは、小売売上高と鉱工業生産が底堅く推移していた。しかし、3月自動車販売台数は前年同月比17.6%減となっているほか、3月マークイットPMIの落ち込みも著しく、先行指標は経済の低迷を示唆している。また、サプライチェーンの混乱や通貨安による輸入物価の上昇と国内外の需要低迷によるダブルパンチで、雇用の大幅な削減も避けられず。

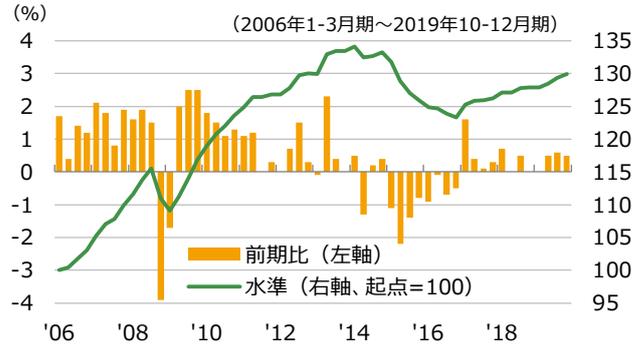
### 財政健全化は棚上げ

2019年10月に年金改革法が成立するなど、財政健全化への期待が高まっていたブラジルだが、新型コロナウイルス問題から経済を支えるために財政支出の拡大を余儀なくされ、財政赤字は再び拡大へ。すでに議会を通過している緊急財政支出額は名目GDP比3%程度まで拡大している。今年は10月に地方選挙が予定されていることもあり、当面、財政健全化の話は盛り上がりそうにない。

### インフレ率は安定も通貨安の波及を注視

インフレ率は当面、ブラジル中銀の目標レンジ内で推移することが見込まれている。商品価格の下落や需要の低迷がインフレ圧力を抑制しよう。一方、年初からの大幅な通貨安やサプライチェーンの混乱によって供給側からのインフレ圧力が高まる点には注意したい。ただし、かつてに比べて通貨安に対するインフレ率の感応度が低下しており、現時点ではインフレ率が急騰するリスクは小さいと考えている。

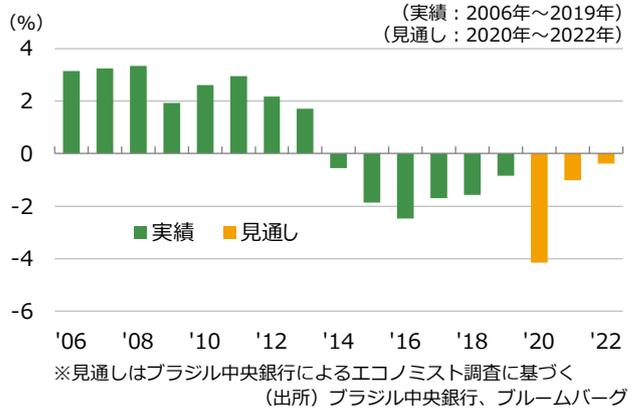
#### 実質GDP



#### 小売売上高と鉱工業生産



#### 基礎的財政収支 (対名目GDP比)



#### IPCAインフレ率





## 債券・金利

### 追加利下げ余地はあるが慎重な判断に

新型コロナウイルスの感染拡大による経済の下振れリスクに対応するため、ブラジルではさらなる利下げが見込まれている。通貨安にも関わらずインフレ率が低位で安定していることが利下げを後押ししよう。しかし、過度な金利低下はブラジル債券への投資魅力を一段と低下させる要因となり、通貨にも下落圧力がかかりかねない。追加利下げは経済・為替の動向をにらみながら、慎重に行われよう。

### 利下げ期待と財政悪化懸念の綱引き

3月上旬から世界的なリスク回避姿勢の高まりによってブラジルの国債利回りは急上昇したが、直近ではやや落ち着きを取り戻している。短期ゾーンは追加利下げを織り込むかたちで下値を切り下げている。一方、財政赤字の拡大懸念が長期金利の低下を阻む要因になり、元の水準には戻らず。当面は長期利差が拡大した状態が続こう。

## 為替

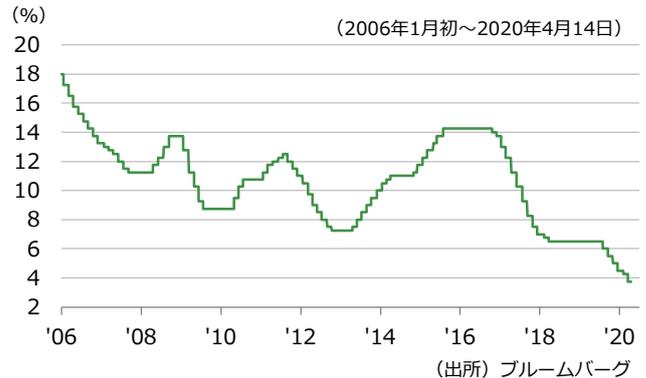
### 新型コロナウイルス問題で安値切り下げ

新型コロナウイルス問題やそこから波及したリスク回避姿勢の高まりによって、レアルは大幅下落を余儀なくされた。ブラジル中銀は外貨準備を取り崩しながら、米ドル売り・レアル買いの為替介入を実施してきたが、レアルの下落を緩和するにとどまっている。インフレ率の低位安定が見込まれる中では、通貨を押し上げるまでの介入には至らず、ファンダメンタルズの改善が待たれる状況。

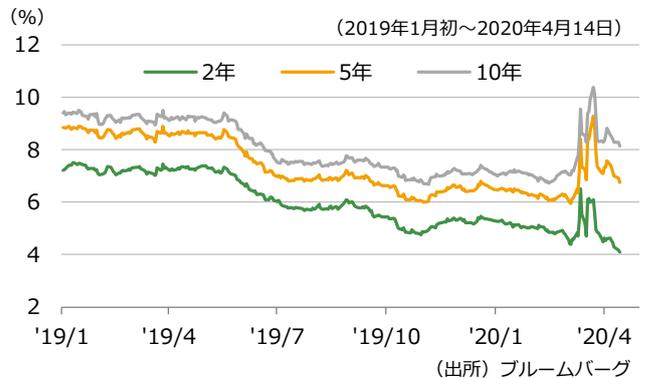
### 実需面での売り圧力は続く

新型コロナウイルス問題が終息すればレアルの買い戻しが期待されるだろうが、昨秋以降は為替介入によって通貨が支えられていた側面が強いため、反発は限定的なものにとどまるだろう。海外からの直接投資や証券投資の目立った増加は期待できず、外需の低迷や商品価格の下落による貿易黒字の縮小（経常赤字の拡大）が引き続き通貨の重荷となろう。

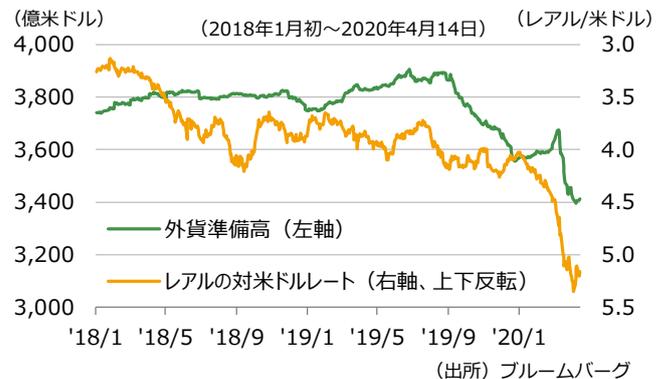
#### 政策金利



#### 国債利回り



#### 外貨準備高と為替レート



#### 貿易収支と経常収支





## 経済

### リーマンショックを上回る景気下振れ

新型コロナウイルスの世界的大流行に加えて、厳しい移動制限政策を導入した国も多いことから、新興国の景気は一時的にリーマンショックよりも悪化するリスクが浮上。特に、観光業の割合や、各主要国への依存度、資源価格の影響が大きい国では、実質GDP成長率がマイナス圏に落ち込む可能性が高い。景気低迷が長期化すれば、新興国の脆弱性も注目されやすく、まだ慎重な見方を崩してはいけない。

### 観光国家への打撃が最も大きい

新型コロナウイルスの感染拡大は、観光強国に直接的な打撃を与え、タイ、シンガポールなどへの景気下押し圧力は高まろう。感染状況が終息に向かっても、自粛ムードの改善には時間が必要で、影響は長期化しやすい。衛生上の懸念からも、新興国は先進国より観光業の回復が遅れるだろう。

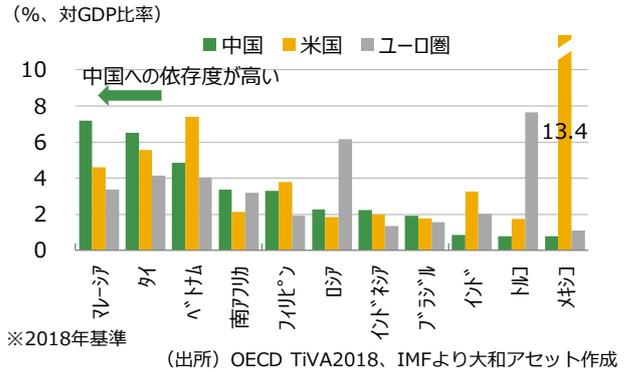
### 原油価格の下落は多くの新興国に有益

原油価格の下落は、原油を輸入に依存する多くの新興国にとって、経常収支と財政収支の改善につながり、インフレ圧力も抑制され、追加金融緩和への道を容易にするだろう。一方、産油国においては、影響が断トツに大きいロシアや、原油価格と連動するLNGの輸出が大きいマレーシアにはショックとなるが、ブラジルは原油輸出規模が小さく、メキシコは石油製品輸入が多いため、影響は限定的。

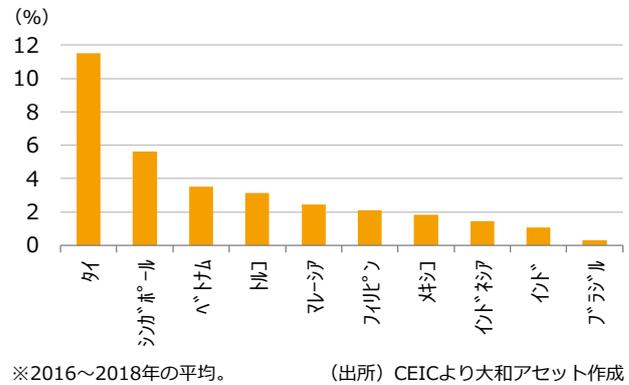
### 果敢な封鎖や景気支援策を評価

3月下旬からインド、フィリピン、タイなど、多くの新興国では新型コロナウイルスに対処するための、果敢な移動制限政策を導入した。そのため4月中旬以降、新規感染者数の減少が期待できよう。経済政策面でも、金融と財政の政策を総動員する動きが広がった。米国の大幅利下げにより、先進国との金利差が維持され、新興国で、利下げ余地の拡大、資金逃避の緩和につながっている。

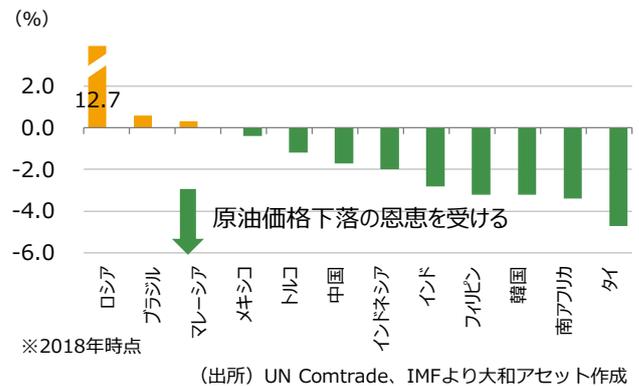
### 最終消費国に対する付加価値輸出



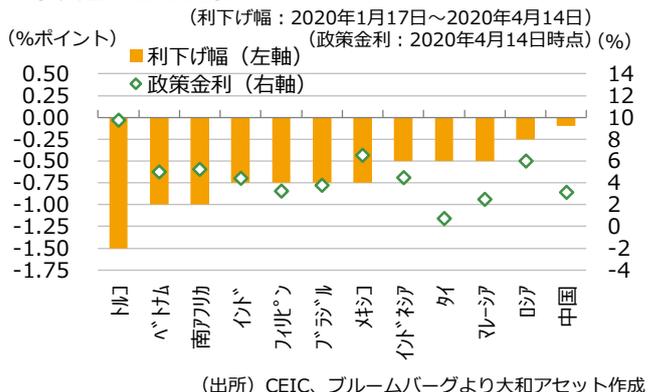
### GDPに占める観光業の割合



### 原油および石油製品の純輸出入がGDPに占める割合



### 新興国の金融政策





## 株式

### 景気減速を織り込む売りを警戒

世界的なリスク回避の流れが一服すると、新興国も小幅リバウンドする展開。ただし、今後は自国での移動制限による景気下振れの深刻化が懸念され、リバウンド幅を抑制。さらに、もう一度の売り圧力がかかる可能性も排除できない。目先は、新興国での新型コロナウイルスの新規感染者数の推移や、景気支援策等を見極める段階にある。

### 大幅資金流出は一服する期待

直近の一カ月間の新興国は、かつての金融危機を全部凌ぐ資金流出に見舞われたが、新興国金融市場の外部ショックへの耐性が強まったことや、中銀等の市場介入も奏功したことで、総崩れの場面は見られていない。記録的な資金流出の後、今後さらなる資金逃避の余地は限られており、新興国株式市場の大幅下落は見込まない。

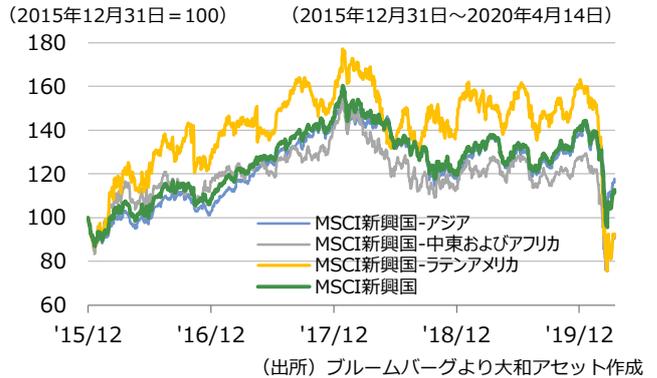
### 業績の下方修正がリバウンドの幅を縮小

新興国の企業業績に関して、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、急低下。足元進行しているマクロ経済見通しの下方修正をまだ十分に織り込んでいない可能性もあり、業績の下方修正が新興国株のリバウンド幅を狭める要因になりうる。

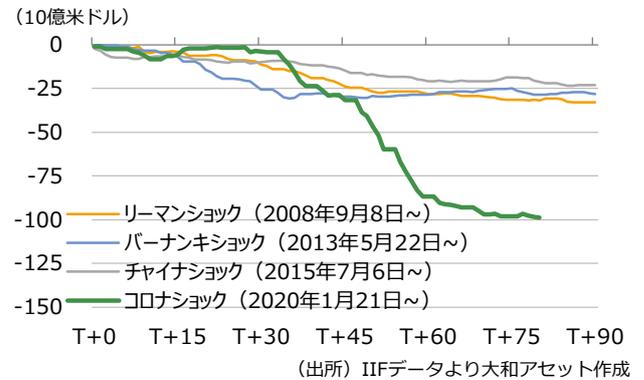
### 個別国では選別化が進む

不安定な金融市場の中で、各国のEPS伸び率、PERは大きく変動したが、現段階では、ブラジルを除き、ほとんどの国ではまだ顕著なEPS伸び率の悪化は見られていない。個別国では、今後企業業績の下方修正懸念は残るものの、急ピッチに予想PERが切り下げられ、割高感が解消したインドや、景気対策の余地が大きく、12か月先EPSの改善がみられたトルコの投資魅力が高まっている。

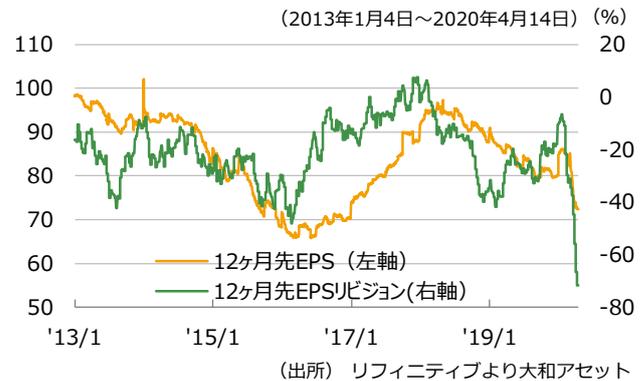
### 新興国の株式市場の推移



### 新興国の資金流出規模 (株+債券)



### MSCI新興国の企業業績見通し



### 主要新興国のEPS伸び率およびPERの状況





## 債券・金利

### リーマンショック時より下落幅は限定的

新型コロナウイルスによる世界的なリスク回避の動きの中でも、資源国を除いて、新興国債券は堅調に推移し、かつてのようなリスク回避の流れに振り回される場面は見られず、株式等のリスク資産とは一線を画す展開。米国の利下げや新興国での追加利下げが支えとなり、今後さらなる金利低下余地もあることから、下落場面では押し目買いのチャンスと考えられよう。

### 非居住者保有率の高い国は警戒

かつての金融危機を大きく上回る資金逃避が見られる中、非居住者保有率の高い国は当面ボラティリティが高い局面が続く。今後、景気減速が長引く場合は、国債売りによる財政やドル流動性などの構造問題に注目が集まりやすく、インドネシア、南アフリカ、ロシア等への警戒は緩められない。

## リート

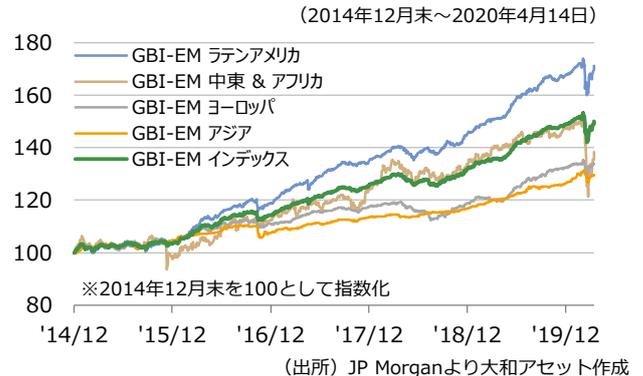
### リート業績に下方圧力

新型コロナウイルスの感染拡大による広範な行動制限および、それを受けての経済活動の停滞はアジア各国のリーートの業績にも下方圧力となろう。空室率の上昇や一時的な賃料の減免、開発案件の遅延等の動向を注視したい。また業態により好調（物流施設やデータセンターなど）と不調（商業施設やホテルなど）が大きく分かると想定する。

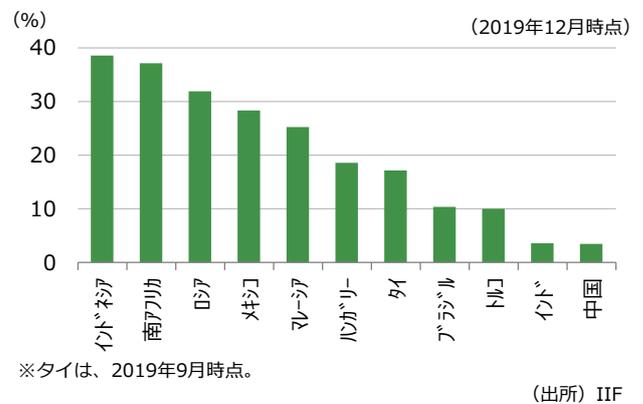
### 信用リスクへの波及が焦点

リート価格の下落と長期金利の低下を受けて、配当利回りと長期金利の利回り差は大きく拡大。今後は経済活動の停滞が信用リスクへ波及するかが焦点となるが、各国中央銀行が積極的な金融緩和策に動いており、その可能性は低いと考える。経済活動の回復とともに利回り差の縮小を見込む。

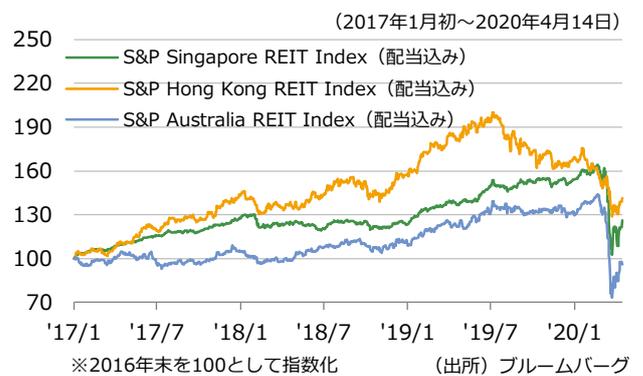
### 新興国の債券市場の推移



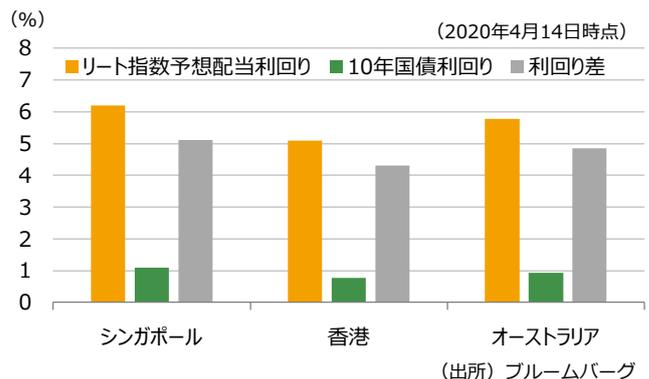
### 非居住者の新興国国債の保有比率



### アジア・オセアニアリート指数推移



### 予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 多くの通貨が近年の安値近辺で推移

新型コロナウイルスによるリスクオフの局面では、下落幅は限定的だったが、資源価格の急落を受け、資源国を中心に下落幅を拡大。今後の新興国通貨は、原油輸出に大きく頼るロシアを除いて、近年の低水準から回復する余地が大きいことや、2020年は米ドルが小幅下落し、人民元が上昇するとの想定など、外部環境が良好と見込まれる中、新興国通貨は徐々に下落を取り戻そう。

### 下落率はリーマンショック時より小さい

世界的リスク回避の流れの中、かつての金融危機を凌ぐ資金流出にも関わらず、主要新興国通貨の下落率を見ると、今回のコロナショック後の下落率は、リーマンショック後より小さい。かつてに比べて、経常収支が改善傾向にある国が多く、外貨準備高の積み増しも多く進んだことで、新興国通貨のショックへの耐性は強まったと考えられよう。

### 対外収支の状況はおおむね改善傾向

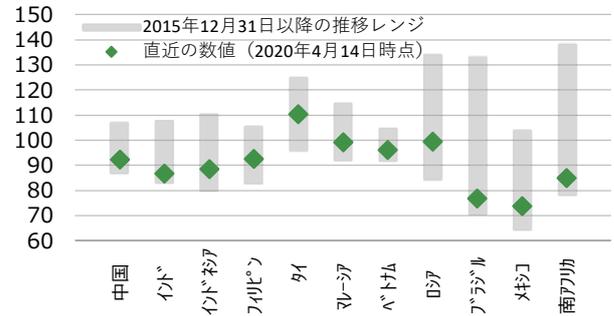
主要新興国の経常収支は回復傾向にある国が多い。特に、観光収入が顕著なタイや、直接投資が加速したベトナム、構造的な改善ではないものの、輸入が大きく減少したトルコ、などの国の改善が目立つ。経常収支改善を受け、外貨準備高の積み上げが進んだことから、グローバルなリスクオフなどの外部ショックへのセーフティネットは強まっている。

### 外貨準備高の輸入カバー率に注意

インドネシア、インドなどで、市場安定化のために、外貨準備高を崩して介入する国もあるが、5カ月を超える輸入カバー率を持つ国では、セーフティネットが十分と言えよう。一方、5カ月より少ない国では、対外環境の脆弱性が指摘されやすく、警戒が必要である。ただし、ここ数年、主要国との通貨スワップを締結した国も多いことから、通貨危機に見舞われる事態は想定していない。

### 主要新興国通貨の推移

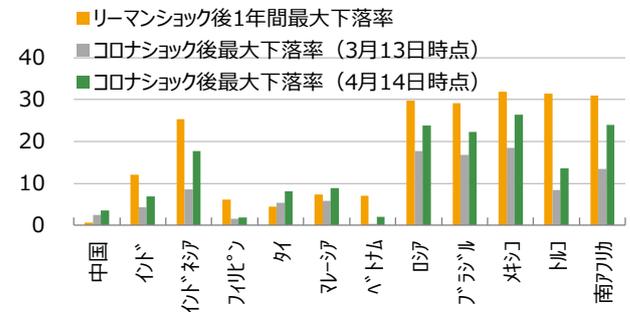
※縦軸は、2015年12月31日=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### リーマンショック時との下落率の比較

(%、対米ドル) (リーマンショック後：2008年9月14日～2009年9月14日)



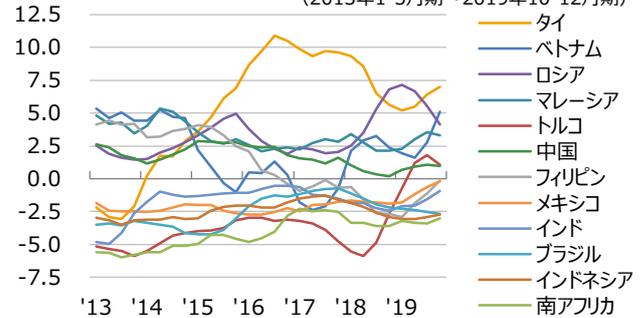
※リーマンショック後は2008年9月14日レートに対する下落率で、コロナショック後は、2020年1月17日レートに対する下落率。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP比率、%)

(2013年1-3月期～2019年10-12月期)



※4四半期累計の集計

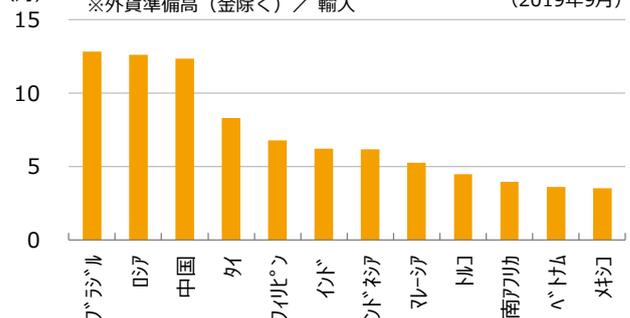
(出所) CEICより大和アセット作成

### 外貨準備高(金除く)の輸入カバー率

(月)

※外貨準備高(金除く) / 輸入

(2019年9月)



※トルコ、マレーシアは、2020年3月時点。

(出所) IIF



## 原油

### OPECプラスは協調減産を再開

4月12日、OPECプラスは2020年5、6月に2018年10月の産油量（サウジアラビアとロシアは日量1,100万バレル）を基準に日量970万バレル減産することで合意した。7月以降は減産幅を緩和させる方針。ただし、EIAによる原油の供給見通しを基にOPECプラスの協調減産を加味した供給を試算しても、目先の需要の落ち込みは補えず。一方、新型コロナウイルス問題が終息すれば需要超過に。

### 経済活動再開の目処が立てば価格上昇

原油在庫と原油価格の連動性を考えれば、原油価格が本格的に上昇するためには、原油在庫が減少するとの見通しが現実味を帯びる必要がある。目先は新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための措置が原油需要を著しく抑え込んでいるため、原油在庫は増加傾向が続くだろう。しかし、経済活動の再開に目処が立てば、需要回復とOPECプラスの協調減産によって原油在庫の減少を織り込む展開に。

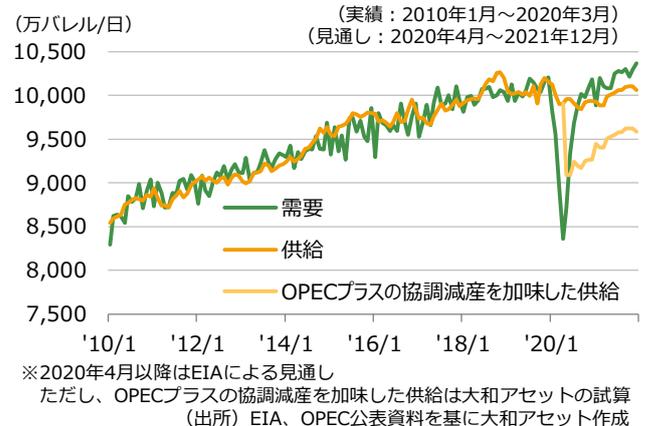
### 米シェール企業は自然淘汰

米国においては、原油価格の低迷によってシェール企業が淘汰されることで、すでに産油量の減少が始まっている。EIAは、今年秋には米国の産油量が日量1,100万バレル程度まで減少するとの見通しを示している。さらに、足元の原油価格はEIAによる見通しよりも低位で推移しているため、米国の減産はEIAの見通しよりも早く、そして大幅に進む可能性も考えられる。

### 原油価格は新たな均衡点を探る展開

米国のシェール企業の多くは期先物の原油を売ることで価格変動リスクをヘッジしている。そのため、期先物のWTI原油先物価格はシェールオイルの損益分岐点と連動しやすい。生産コストの高いシェール企業が淘汰されることで損益分岐点の平均が低下し、長期的な原油価格の均衡点は切り下がっている。新型コロナウイルス問題が終息しても、同問題が発生する前の50米ドル台への回復は期待しがたい。

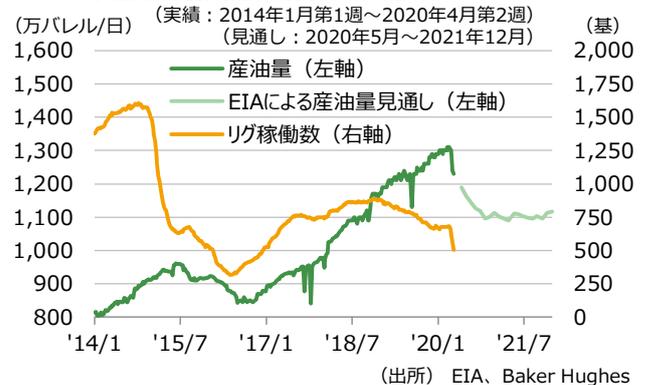
### 世界の原油需要と供給



### 原油在庫と原油価格



### 米国の産油量と原油掘削リグ稼働数



### 原油価格と米国のシェールオイルの損益分岐点





金

実質金利も金価格もオーバーシュート

金価格は短期的には米国の実質金利との連動性が高い。特に、昨年以降の金価格の上昇は実質金利の低下でほぼ説明できる。FRBはすでにゼロ金利政策と量的緩和政策を再開しており長期金利の低下余地は乏しく、また期待インフレ率だけが上昇するような環境でもない。そのため、実質金利がさらにマイナス幅を拡大していく展開は想定しがたく、短期的には金価格が上値を追うのは難しいと考えている。

投機筋は金価格の上昇に追随せず

投機筋（非商業部門）の金先物ネットポジションは2016年半ば（英国におけるEU離脱の是非を問う国民投票後）に肩を並べる水準まで買いに偏っていたが、年初からの金価格の上昇に対しては追随していない。むしろ、株式市場の急落による損失を埋め合わせるために含み益のある金の買いポジションを解消しているとの見方もある。引き続きポジション調整による売り圧力には注意を要する。

中央銀行の購入も期待できず

米ドルの信認低下や世界的な低金利環境などを背景に、各国の中央銀行は金の保有を拡大させてきた。金価格が低迷していた2018年から2019年前半には金の純購入額が増えたものの、金価格が上昇した2019年半ば以降は購入ペースが鈍っている。年初からの米ドル高・自国通貨安を緩和するために、多くの新興国は外貨準備を取り崩しており、金を積極的に買う余力が乏しくなっていることも考えられる。

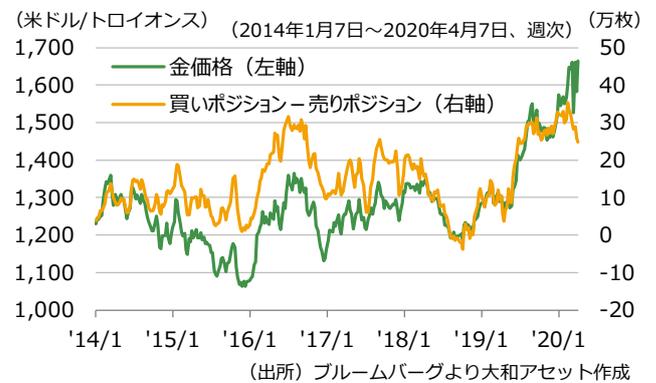
ETFへの資金流入継続も売り転換に注意

投機筋のポジション調整とは対照的に金ETFへの資金流入は続いている。ただし、足元の世界的な株急落によって、投資家のポートフォリオにおける金のウエイトは高まっているはずである。株価下落のヘッジ手段としての役割を金に期待するのであれば、株価下落後に金を購入するのは手遅れであり、むしろポートフォリオのリバランスとして金を売却する動きが出て不思議ではない。

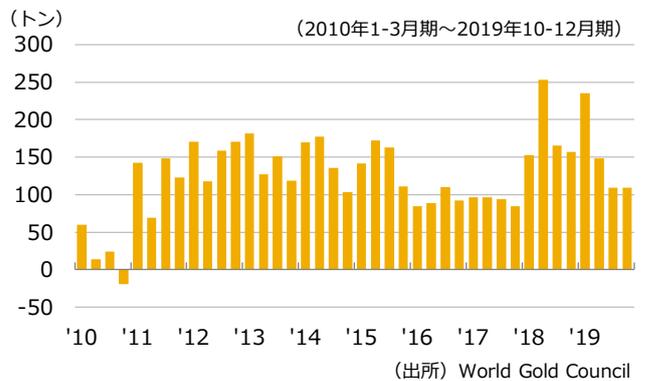
金価格と米国の実質金利



金価格と非商業部門の金先物ネットポジション



中央銀行による金の純購入額



金ETFの残高



## 当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		コメント
		先進国	新興国	
先進国の経済活動が6月末までに回復し始めず	中	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数も一段と増加。政府の追加経済対策でも抗しきれず。当面の需要消失だけでなく、潜在成長率が有意に低下。世界的に不況の長期化を免れず。金融は極端に緩和的な状態が継続し、先進国の長期金利が軒並みマイナスに。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。株、債券、為替等、金融資産が全般的にさらなる下落圧力に晒される。先進国の株式市場は直近ボトムから反発しており、感染のピークアウトを一定程度織り込み済。経済活動の再開時期のずれ込みではなく再開が見通せない状況となれば、株価は再びボトムを試す展開を予想。
原油価格の極端な変動	中	大	大	専ら供給要因での価格高騰であれば、不況下の世界経済に著しい打撃に。価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅。為替への影響は限定的だが、原油高は円安、原油安は円高要因。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と予想。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と予想する。新興国では、原油輸出への依存度によって、選別が進み、原油安の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどに売り圧力が強まる一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどの通貨安圧力は弱まろう。
米中对立の激化	中	大	大	新型コロナウイルス絡みの米中の非難合戦、両国の記者の国外退去処分などで、リスクが急速に増幅。外交面での対立の激化が貿易・投資の経済分野に跳ね返る。保護主義が一段と強まり、不況に拍車、或いは景気回復を阻害。世界が分断され、最適な資源配分が損なわれ、潜在成長率が有意に低下。中国では景気減速が止まらず、政府の過剰な景気刺激策が負債を深刻化し、中長期的に発展途上国の罠に落ち込む可能性が高い。企業業績への悪影響が再び意識され、先進国株式は下落で反応しよう。質への逃避の動きや、景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般的に売られやすい。リスクオフの円高に。
米国の大統領・議会議事後の政策の急変	中	中	—	トランプ大統領が再選した場合、対中姿勢が一段と強硬化し、欧州を巻き込んで世界的に地政学的リスクが高まりかねず。民主党候補者が当選した場合、分配重視の政策に傾斜しがちで、トランプ減税の巻き戻しが意識される。大統領府、下院、上院が全て同一政党でなければ、極端な政策の実行は阻まれるが、同一政党であればその限りにはあらず。民主党候補者が極端な左派系となることはなくなったものの、民主党に主導権が移れば、新型コロナウイルスの状況次第ではあるものの、トランプ減税の巻き戻しなどが意識されることとなり、株価は下落で反応しよう。為替はリスクオフの円高が進むことになろう。
通商政策をめぐる米欧の対立	小	中	小	欧州のデジタル課税強化を契機に通商政策の報復合戦に進展。米中貿易戦争の規模ではないものの、景況感の悪化を招き、特に欧州では製造業だけでなく、サービスの下振れも顕著に。リスク回避で債券利回りは低下。為替は報復合戦による景気悪化を懸念してリスクオフの円高やユーロ安・米ドル高に。

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

## 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		4/14	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	-1.00	-2.25	-0.75
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	-0.10	-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%	-0.50	-1.50	-0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	-0.25	-1.25	-1.25
中国	1年物MLF金利	3.15%	0.00	-0.15	-0.05
ブラジル	セリック・レート	3.75%	-0.50	-2.75	-7.50
英国	バンク・レート	0.10%	-0.15	-0.65	-0.15
インド	レポ金利	4.40%	-0.75	-1.60	-1.85
インドネシア	7日物借入金金利	4.50%	-0.25	-1.50	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	6.50%	-0.50	-1.75	0.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	6.00%	0.00	-1.75	-3.75
トルコ	1週間物レポ金利	9.75%	-1.00	-14.25	1.75

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		4/14	1か月	1年	3年
米国		0.75%	-0.21	-1.81	-1.49
ドイツ		-0.38%	0.17	-0.43	-0.56
日本		0.03%	-0.02	0.09	0.02
カナダ		0.76%	-0.09	-1.03	-0.74
豪州		0.93%	-0.05	-0.96	-1.55
中国		2.55%	-0.14	-0.81	-0.82
ブラジル		8.14%	-0.45	-1.10	-3.21
英国		0.34%	-0.07	-0.87	-0.70
インド		6.50%	0.17	-0.91	-0.33
インドネシア		7.97%	0.63	0.29	0.93
メキシコ		6.95%	-0.73	-0.96	-0.27
ロシア		6.77%	-1.16	-1.47	-1.30
トルコ		13.95%	2.82	-3.36	3.04

株価指数		直近値 期間別変化率			
		4/14	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	23,950	3.3%	-9.3%	17.1%
	S&P500	2,846	5.0%	-2.1%	22.2%
ユーロ圏	STOXX 50	2,918	12.8%	-15.4%	-15.4%
日本	日経平均株価	19,639	12.7%	-10.2%	7.1%
	TOPIX	1,434	13.6%	-10.7%	-1.8%
中国	MSCI中国	79.58	2.9%	-8.7%	18.7%
インド	MSCIインド	1,050	-7.2%	-21.8%	-4.0%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,223	-8.3%	-28.0%	-19.5%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		4/14	1か月	1年	3年
米ドル		107.22	-0.4%	-4.3%	-1.3%
ユーロ		117.71	-1.5%	-7.0%	2.0%
カナダ・ドル		77.23	-1.2%	-8.1%	-5.3%
豪ドル		69.07	3.6%	-14.0%	-16.1%
人民元		15.21	-0.8%	-8.9%	-3.6%
ブラジル・レアル		20.76	-6.6%	-28.0%	-39.9%
英ポンド		135.35	2.2%	-7.6%	-0.5%
インド・ルピー		1.41	-3.5%	-13.2%	-16.6%
インドネシア・ルピア		0.69	-6.2%	-13.6%	-16.2%
フィリピン・ペソ		2.13	2.7%	-1.7%	-3.3%
ベトナム・ドン		0.46	-1.7%	-5.4%	-4.6%
メキシコ・ペソ		4.58	-6.8%	-23.3%	-21.8%
ロシア・ルーブル		1.47	-1.4%	-15.6%	-23.9%
トルコ・リラ		15.73	-7.4%	-18.7%	-45.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		4/14	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	16,143	-4.1%	-14.3%	-1.8%
日本	東証REIT指数	1,551	-2.8%	-17.3%	-10.2%

商品		直近値 期間別変化率			
		4/14	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	20.11	-36.6%	-68.5%	-62.2%
金	COMEX金先物価格	1,757	15.8%	36.1%	36.6%

※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RETI指数 (配当なし)



※グラフの期間は2015年1月初～2020年4月14日

(出所) ブルームバーグ

## 為替レート・商品価格 - 推移

### 米ドル

(円/米ドル)



### ユーロ

(円/ユーロ)



### カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



### 豪ドル

(円/豪ドル)



### 中国人民幣元

(円/人民幣元)



### ブラジル・レアル

(円/レアル)



### 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～2020年4月14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			消費者物価	前年比		
	2017年	2018年	2019年		2017年	2018年	2019年
米国	2.4	2.9	2.3	米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2	ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	2.2	0.3	0.7	日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	3.2	2.0	1.6	カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.5	2.7	1.8	豪州	2.0	1.9	1.6
中国	6.9	6.7	6.1	中国	1.6	2.1	2.9
ブラジル	1.3	1.3	1.1	ブラジル	3.4	3.7	3.7
先進国	2.5	2.2	1.7				
新興国	4.8	4.5	3.7				

政策金利		年末値			失業率	年末値		
		2017年	2018年	2019年		2017年	2018年	2019年
米国	FFレート (上限)	1.50	2.50	1.75	米国	4.1	3.9	3.5
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.50	ユーロ圏	8.6	7.8	7.4
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10	日本	2.7	2.4	2.2
カナダ	翌日物金利	1.00	1.75	1.75	カナダ	5.8	5.7	5.6
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	0.75	豪州	5.6	5.0	5.1
中国	1年物MLF金利	3.25	3.30	3.25	中国	3.9	3.8	3.6
ブラジル	セリック・レート	7.00	6.50	4.50	ブラジル	11.8	11.6	11.0

(出所) ブルームバーグ、IMF

## 各国金融政策

	米国  FRB	ユーロ圏  ECB	日本  日本銀行
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%弱のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>
金融政策	短期金利操作 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
- 2020年末の予想値	0~0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020、2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続</li> <li>2021年は緊急対応の信用緩和の一部を巻き戻し</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020、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</li> <li>2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020、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</li> <li>2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化</li> </ul>

(出所) FRB、ECB、日本銀行

## タイムテーブル

	 日本	 欧米	 その他地域		
2020年	5月		●ラマダン終了 (23日)		
	6月	●日銀金融政策決定会合 (15-16日) ●布野日銀審議委員任期 (30日)	●ECB理事会 (4日) ●FOMC (9-10日) ●EU首脳会議 (18-19日)	●カナダ銀行ボロズ総裁任期 (2日) ●メキシコ地方選挙 (7日) ●OPEC総会 (9日)、 OPECプラス会合 (10日)	
	7月	●日銀金融政策決定会合 (14-15日) ●小池東京都知事任期 (30日)	●米民主党全国大会 (13-16日) ●ECB理事会 (16日) ●FOMC (28-29日)		
	8月		●米共和党全国大会 (24-27日)		
	9月	●日銀金融政策決定会合 (16-17日)	●ECB理事会 (10日) ●FOMC (15-16日) ●第1回米大統領候補者討論会 (29日) ●米2021年度予算成立期限 (30日)	●香港立法会議員選挙 ●ニュージーランド総選挙 (19日)	
	10月	●日銀金融政策決定会合 (28-29日)	●第2回米大統領候補者討論会 (15日) ●EU首脳会議 (15-16日) ●第3回米大統領候補者討論会 (22日) ●ECB理事会 (29日) ●米財務省為替報告書 (月内)	●ブラジル地方選挙 (4日) ●中国五中全会開催の可能性	
	11月		●米大統領選挙・議会選挙 (3日) ●FOMC (4-5日)	●G20首脳会談 (リヤド、21-22日) ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議 (ベトナム)	
	12月	●日銀金融政策決定会合 (17-18日)	●ECB理事会 (10日) ●EU首脳会議 (10-11日) ●FOMC (15-16日) ●英国のEU離脱の移行期限 (31日)	●中国中央経済工作会議 (月内) ●OPEC総会 (月内)	
	2021年	1月	●通常国会召集	●米大統領就任式 (20日)	
		2月		●米大統領議会演説	●中華圏旧正月 (12日)
		3月		●EU首脳会議 (月内)	●中国全人代 (上旬)
		4月		●英国地方選挙 (7日) ●米財務省為替報告書 (月内)	●ペルー大統領選挙 (11日) ●ラマダン開始 (13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、それらはい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、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、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、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、IEA：国際エネルギー機関、IMF：国際通貨基金、ISM：米国サプライマネジメント協会、LPR：最優貸出金利、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、RBA：豪州準備銀行、TOPIX：東証株価指数、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WHO：世界保健機関

(作成基準日：2020年4月14日)  
(発行日：2020年4月20日)