情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

8

AUG. 2020

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

感染第２波が懸念される中でも堅調な株価

- この1カ月を振り返ると、新型コロナ感染第2波が懸念される中で株価はレンジ内で堅調に推移した。大局的には、新型コロナの感染が抑制されつつ景気回復も妨げられない均衡点への収束過程にある。
- 株価を始めとするリスク資産がレンジを上下双方向にブレイクする要因は多々ある。上振れ方向は追加的な金融・財政政策などだ。しかし、追加的な政策が打ち出されるには感染第2波が必要条件でもある。レンジ内で一進一退の展開が続くことを見込む。

米国

- 経 … 経済は大規模な金融・財政政策の後押しで急回復も、感染第2波が懸念される。
- 株 … 感染第2波による経済活動再抑制と消費者マインドへの影響を懸念。押し目待ち。
- 債 … 事実上のゼロ金利政策は一段と長期化、大規模資産購入で長期金利の上昇も抑制。
- リ … 長引く新型ウイルスの影響受けた業種別・銘柄別の業績動向に注目。
- 為 … 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。

ユーロ圏

- 経 … 経済は極端な収縮から脱し、大規模な金融・財政政策の後押しで急回復へ。
- 株 … 経済活動再開の順調な進展を評価。株価水準を考慮し中立スタンス。
- 債 … 大規模な資金供給で金融市場は安定、ドイツの長期金利はマイナス圏での推移が継続。
- 為 … 欧州復興基金で合意すれば、リスクオンのユーロ高も。

日本

- 経 … 経済は約1年の停滞、下振れから脱し、大規模な経済対策の後押しで回復局面へ。
- 株 … 感染再拡大リスクは警戒も、企業業績のコンセンサス予想底打ちは近いとみる。
- 債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%近傍から逸脱せず。
- リ … 緩和的な金融環境の長期化で中期的に緩やかな上昇を期待。
- 為 … 世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替

カナダ

- 経 … 経済は最悪期を脱し、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
- 債 … 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの継続により、長期金利は1%未満で推移。
- 為 … 原油価格の大幅な変動や金融政策の変更は想定しがたく、対米ドルでレンジ推移。

豪州

- 経 … 経済は最悪期を脱し、金融・財政政策を支えに内需主導で景気回復。
- 債 … RBAによる国債購入は小規模にとどまり、長期金利は米国よりも少し高い水準で推移。
- 為 … 金融市場が安定化すれば相対的な金利の高さが材料視される展開。

中国

- 経 … 自動車生産、建設業が高い伸び率を維持し、年後半は前年比5%以上の成長へ。
- 株 … 業績の下方修正の一巡、個人マネーの流入を受け、上下しながらレンジを切り上げる。
- 債 … 追加金融緩和への期待や、外国人の資金流入などが、長期金利の上昇を抑制。
- 為 … 輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。

ブラジル

- 経 … 新型ウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。
- 債 … 財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買い入れ期待が抑制。
- 為 … 直接投資・証券投資の低迷は懸念されるが、経常黒字が通貨を下支え。

シリーズ
世界の絶景
AUG. 2020

今月の一枚

クアンシーの滝（ラオス）

ルアンパバーン近郊にある滝。流れ落ちる水が非常に美しいことで知られる。石灰華の段々を、淡いエメラルドグリーンの水が流れる。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

感染第2波が懸念される中でも株価は堅調

この1カ月を振り返ると、世界的に、特に米国で新型コロナウイルス新規感染者数の再拡大傾向が顕著となり、一部の州では経済活動再開を抑制する動きもみられた。しかし、そうした中でも世界の株価はレンジ内で堅調に推移した。大局的には、新型コロナの感染が抑制されつつ景気回復も妨げられない均衡点への収束過程にある。

深刻さの度合いは3～4月とは異なる

新型コロナ感染第2波による景気や株価の下振れが懸念される中、ポジティブ要因は米小売売上高がＶ字回復をしたことだ。これは、期待先行でＶ字回復していた株価の正当性を裏打ちするものだとも言える。また、米国では新型コロナの新規感染者数が増加しているものの、新規死亡者数は抑制されており、深刻さの度合いは3～4月とは異なる。

金融市場

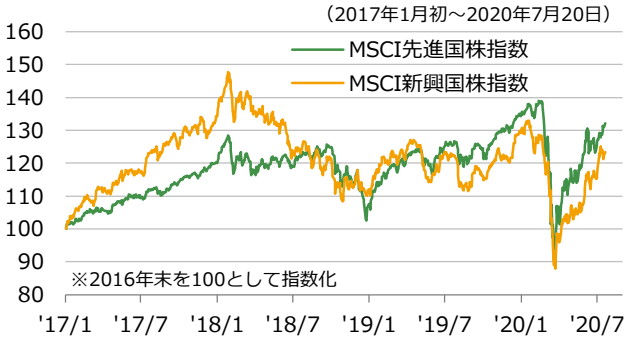
FRBのバランスシートが縮小

経済活動再開と新型コロナの抑制は表裏一体の関係にある。株価の上値が抑えられる要因の1つには、FRBのバランスシートが足もとで縮小していることがある。これは新型コロナ禍の危機対応モードから通常モードへのシフトでネガティブ要因ではないが、FRBのバランスシート拡大が3～4月の世界的な株価上昇のブースターであったのも事実である。

レンジ内で一進一退の展開を見込む

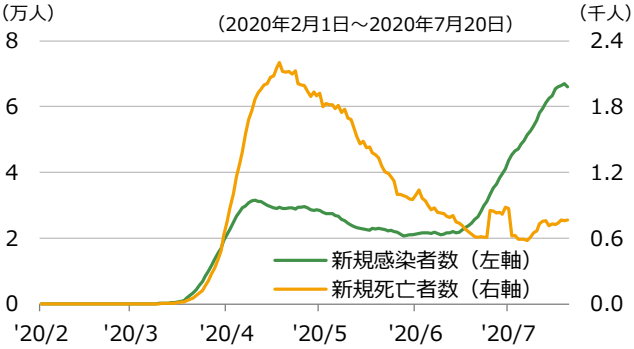
株価を始めとするリスク資産がレンジを上下双方向にブレイクする要因は多々ある。例えば、下振れ方向は新型コロナによる新規死亡者数の増加や医療体制の崩壊などだ。逆に、上振れ方向は新型コロナワクチンの早期開発や追加的な金融・財政政策などが挙げられる。しかし、追加的な政策が打ち出されるには感染第2波が必要条件でもある。レンジ内で一進一退の展開が続くことを見込む。

世界株式



※米ドルベース　※配当なし　（出所）ブルームバーグ

米国での新型コロナウイルスの新規感染者・死亡者数

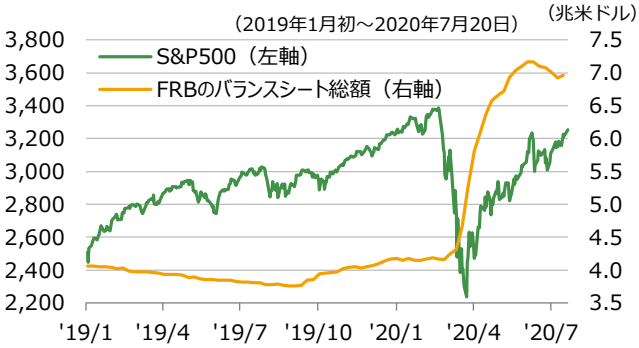


※7日移動平均　（出所）ブルームバーグ

S&P500と米小売売上高

（出所）ブルームバーグ

S&P500とFRBのバランスシート総額



※FRBのバランスシート総額は週次データ（2020年7月15日まで）
（出所）ブルームバーグ

早見表　主要資産の見通し（今後1年程度）

表の見方
⋯ 見通し変更前

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				経済は大規模な金融・財政政策の後押しで急回復も、感染第2波が懸念される。
	ユーロ圏				経済は極端な収縮から脱し、大規模な金融・財政政策の後押しで急回復へ。
	日本				経済は約1年の停滞、下振れから脱し、大規模な経済対策の後押しで回復局面へ。
	カナダ				経済は最悪期を脱し、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
	豪州				経済は最悪期を脱し、金融・財政政策を支えに内需主導で景気回復。
	中国				自動車生産、建設業が高い伸び率を維持し、年後半は前年比5%以上の成長へ。
	ブラジル				新型ウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。

※新型コロナウイルス問題からの回復見通しの相対比較

株式	米国				感染第2波による経済活動再抑制と消費者マインドへの影響を懸念。押し目待ち。
	ユーロ圏				経済活動再開の順調な進展を評価。株価水準を考慮し中立スタンス。
	日本				感染再拡大リスクは警戒も、企業業績のコンセンサス予想底打ちは近いとみる。
	中国				業績下方修正の一巡、個人マネーの流入を受け、上下しながらレンジを切り上げよう。
	インド				感染拡大が懸念材料で、追加景気対策への期待も乏しく、上昇余地限定的。
	インドネシア				労働法改正が9月に議会通過の期待が高く、上昇余地あり。
	フィリピン				感染拡大が懸念材料で、追加景気対策の可能性も低下し、上昇余地限定的。
	ベトナム				新型ウイルス問題の早期の収束、EVFTA締結、構造改革など買い材料が多い。
債券	米国				事実上のゼロ金利政策は一段と長期化、大規模資産購入で長期金利の上昇も抑制。
	ドイツ				緩和的な金融環境ながら、PEPPの柔軟性や復興基金に鑑みれば、周辺国には劣後。
	日本				日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%近傍から逸脱せず。
	カナダ				当面の政策金利据え置きとQEプログラムの継続により、長期金利は1%未満で推移。
	豪州				RBAによる国債購入は小規模にとどまり、長期金利は米国よりも少し高い水準で推移。
	中国				追加金融緩和への期待や、外国人の資金流入などが、長期金利の上昇を抑制。
	ブラジル				財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買い入れ期待が抑制。
	英国				政策金利は実効的な下限に到達、中銀の国債購入で長期金利の上昇は抑制。
	インド				利下げ余地拡大も、感染拡大懸念との綱引きで、レンジ推移。
	インドネシア				中銀の国債引受の悪影響はみられず、むしろ需給改善期待で、金利低下を予想。
	メキシコ				利下げ余地が大きく、金利は緩やかな低下傾向を辿る。
	ロシア				金融市場の落ち着きとともに、緩やかな金利低下が続く。
	トルコ				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				長引く新型ウイルスの影響受けた業種別・銘柄別の業績動向に注目。
	日本				緩和的な金融環境の長期化で中期的に緩やかな上昇を期待。
商品	原油				原油在庫の減少を先取りして上昇、今後は方向感の乏しい展開。
	金				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・確信度を基に相対比較（原油と金は米ドル建て）

為替	米ドル				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。
	ユーロ				欧州復興基金で合意すれば、リスクオンのユーロ高も。
	日本円				世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。
	カナダ・ドル				原油価格の大幅な変動や金融政策の変更は想定しがたく、対米ドルでレンジ推移。
	豪ドル				金融市場が安定化すれば相対的な金利の高さが材料視される展開。
	中国人民元				輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。
	ブラジル・レアル				直接投資・証券投資の低迷は懸念されるが、経常黒字が通貨を下支え。
	英ポンド				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。
	インド・ルピー				感染拡大により、景気回復が予想より遅れると懸念されやすく、通貨安圧力強まる。
	インドネシア・ルピア				中銀の目標レンジまで回復したことで、増価余地は限定的。
	フィリピン・ペソ				コロナショック前の水準まで回復し、輸入拡大も重しとなり、増価余地は限定的。
	ベトナム・ドン				相対的に下落小幅な分、反発余地小だが、貿易黒字が支え。
	メキシコ・ペソ				金融市場の落ち着きとともに、実質金利の高さが意識される展開。
	ロシア・ルーブル				実質金利の相対的な高さと当局による為替介入が支え。
	トルコ・リラ				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対比較

早見表　主要国 – 予想値

表の見方
… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	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	-5.4	4.7	2.25～2.50	1.50～1.75	0.00～0.25	0.00～0.25	2.69	1.80	0.8	0.8
ユーロ圏*	1.9	1.3	-6.4	3.9	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.2	-0.2
日本	0.3	0.7	-4.1	3.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	0.0	0.0
カナダ	2.0	1.7	-6.2	5.2	1.75	1.75	0.25	0.25	1.97	1.70	0.7	0.7
豪州	2.7	1.8	-3.6	3.8	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.0	1.0
中国	6.7	6.1	2.3	7.2	3.30	3.25	2.65	2.65	3.10	3.14	3.0	3.5
ブラジル	1.3	1.1	-6.3	3.1	6.50	4.50	2.00	2.50	9.46	7.05	7.0	7.5

	株価指数			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NYダウ	23,327 -5.6%	28,538 22.3%	25,600 -10.3%	27,900 9.0%
米国 S&P500	2,507 -6.2%	3,231 28.9%	2,920 -9.6%	3,180 8.9%
欧州 STOXX 50	3,001 -14.3%	3,745 24.8%	3,240 -13.5%	3,400 4.9%
日本 日経平均株価	20,015 -12.1%	23,657 18.2%	22,500 -4.9%	24,500 8.9%
日本 TOPIX	1,494 -17.8%	1,721 15.2%	1,620 -5.9%	1,780 9.9%
中国 MSCI	71.2 -20.3%	85.7 20.4%	110 28.4%	102 -7.3%

	為替（対円）			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米ドル	109.69円 -2.7%	108.61円 -1.0%	109円 0.4%	108円 -0.9%
ユーロ	125.83円 -7.0%	121.77円 -3.2%	124円 1.8%	123円 -0.8%
カナダ・ドル	80.41円 -10.3%	83.63円 4.0%	81円 -3.1%	80円 -1.2%
豪ドル	77.31円 -12.2%	76.24円 -1.4%	78円 2.3%	80円 2.6%
中国人民元	15.97円 -7.7%	15.60円 -2.3%	16.0円 2.5%	16.6円 3.8%
ブラジル・レアル	28.24円 -17.0%	27.0円 -4.5%	19.5円 -27.7%	18.6円 -4.6%

	リート			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NAREIT指数	15,997 -4.6%	20,156 26.0%	20,236 0.4%	21,896 8.2%
日本 東証REIT指数	1,774 6.7%	2,145 20.9%	1,750 -18.4%	1,800 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

早見表　その他の国々 – 予想値

表の見方
… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	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
英国	1.3	1.5	-6.9	3.9	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.3	0.3
インド*	6.1	4.2	1.2	8.8	6.50	4.90	3.50	3.50	6.75	6.56	5.7	6.7
インドネシア	5.2	5.0	0.8	8.2	6.00	5.00	3.75	3.75	7.40	7.04	6.5	7.6
フィリピン*	6.3	6.0	1.6	9.0	4.75	4.00	2.00	2.00	2.75	2.71	3.0	3.3
ベトナム	7.1	7.0	2.8	9.4	6.25	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	2.2	-0.3	-7.3	2.2	8.25	7.25	4.00	4.00	8.66	6.91	5.4	5.0
ロシア	2.5	1.3	-5.3	3.9	7.75	6.25	4.00	4.00	8.78	6.41	5.0	5.2
トルコ	2.7	0.9	-3.7	3.2	24.00	12.00	8.25	9.00	15.99	11.72	12.0	12.4

	株価指数			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
インド MSCI	1,263 -0.2%	1,370 8.5%	1,290 -5.8%	1,390 7.8%
インドネシア MSCI	7,075 -5.9%	7,288 3.0%	6,600 -9.4%	6,980 5.8%
ベトナム VN指数	893 -9.3%	961 7.7%	1,025 6.7%	1,121 9.4%

	商品			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
WTI原油 (米ドル/バレル)	45.41 -24.8%	61.06 34.5%	42 -31.2%	42 0.0%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,281 -2.1%	1,523 18.9%	1,650 8.3%	1,750 6.1%

	為替（対円）			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
英ポンド	139.87円 -8.1%	144.07円 3.0%	141円 -2.1%	140円 -0.7%
インド・ルピー	1.57円 -11.0%	1.52円 -3.1%	1.43円 -6.0%	1.50円 4.9%
インドネシア・ルピア*	0.761円 -8.3%	0.784円 3.0%	0.752円 -4.1%	0.771円 2.5%
フィリピン・ペソ	2.10円 -7.2%	2.14円 2.3%	2.18円 1.7%	2.12円 -2.8%
ベトナム・ドン*	0.473円 -4.8%	0.469円 -0.8%	0.47円 0.3%	0.466円 -0.9%
メキシコ・ペソ	5.58円 -2.5%	5.74円 2.8%	4.95円 -13.7%	5.02円 1.4%
ロシア・ルーブル	1.58円 -18.9%	1.75円 10.7%	1.60円 -8.8%	1.64円 2.5%
トルコ・リラ	20.7円 -30.3%	18.2円 -11.8%	15.1円 -17.2%	14.4円 -4.6%

【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（%）
＊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、予想値は大和アセット

経済

景気は年後半に急回復、リスクは下振れ

実質GDPは新型コロナウイルスによる2020年前半の急激な収縮から、2020年後半は急回復を見込む。それでも、2020年10-12月期の実質GDPの水準は2019年10-12月期を約5%下回る。2021年を通じて5%程度の成長が持続することで、2021年10-12月期に実質GDPの水準はコロナ前の水準に復すると想定する。しかし、感染第2波による景気の下振れリスクが高まりつつあることは否めず。

企業景況感の急速な改善

5月に反転したISM景況感指数は6月に急上昇し、製造業で52.6、非製造業で57.1に達した。非製造業の6月の上昇幅は調査開始以来最大で、構成系列のうち新規受注指数、経済活動指数は60を上回った。もっとも、ISM景況感指数が表すのは前月と比較した景気の変化の方向で、変化の大きさや水準ではない。また、特に非製造業の景況感は行動制限の緩和、強化と直結し易く、状況の急変には留意。

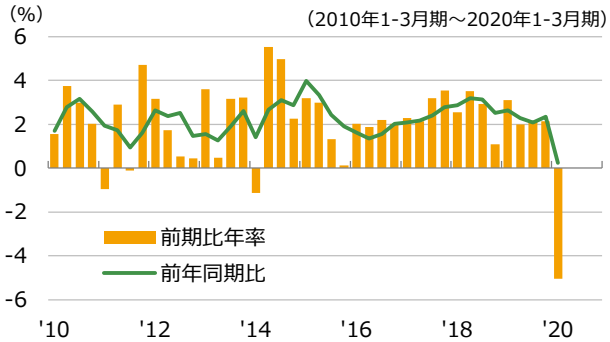
失業率の低下は今後緩慢に

失業率は約50年振りの低水準である2月の3.5%から、4月には世界大恐慌時以来となる14.7%へ急上昇したが、5、6月の低下で11.1%へ戻した。それでもリーマン・ショック時の10.0%を上回る。5、6月は政府の給与保護プログラムで一時解雇者の再雇用が促されたが、その効果は7月以降薄れるため、失業率の低下は緩慢になろう。行動制限が強化されれば、失業率の低下が一時的に止まる恐れもある。

家賃が物価上昇の追加的な抑制要因に

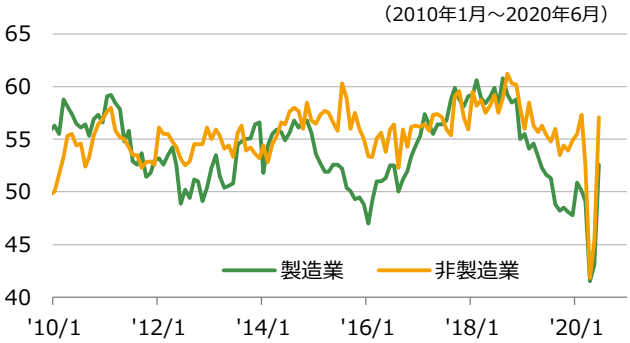
消費者物価指数は食品・エネルギーを除く系列で6月は前年同月比1.2%へ伸びが鈍化した。2011年3月以来の低い伸び。新型コロナウイルスによる直接的な影響が大きい航空運賃や宿泊費などの極端な下落は一服したが、一方で、消費者物価指数に占める比率が大きい家賃の伸びの鈍化が明らかになりつつあり、仮にこれが継続するようであれば、消費者物価指数の追加的な上昇抑制要因として働く。

実質GDP



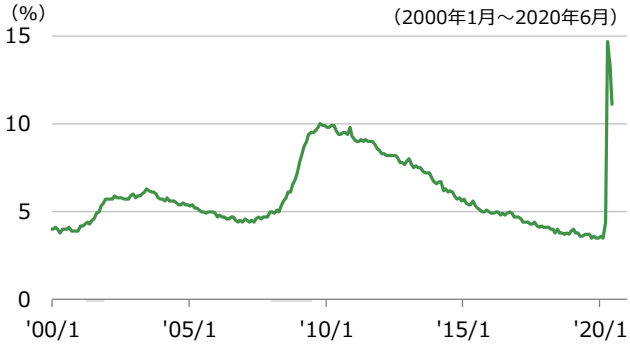
（出所）リフィニティブ

ISM景況感指数



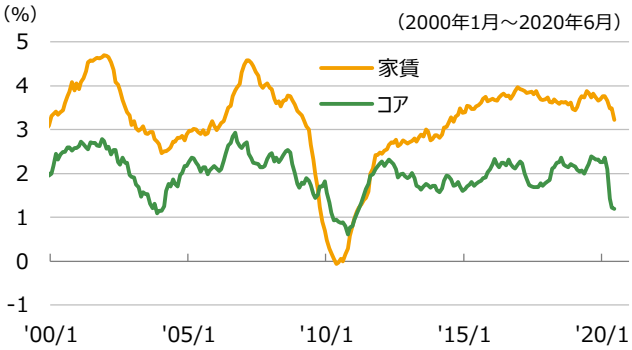
（出所）リフィニティブ

失業率



（出所）リフィニティブ

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギーを除く系列
（出所）リフィニティブ

株式

感染第2波は警戒も底堅く推移

新型コロナウイルスの感染再拡大の懸念は継続したものの、中央銀行の緩和的な姿勢やワクチンへの期待なども寄与し、直近1カ月のS&P500は底堅く推移。同指数は我々の2021年末予想を小幅に上回る水準まで上昇しており、現状は来年の回復まで相当程度織り込んだ水準にあると考える。感染第2波による実体経済への影響も懸念され、先進国株内で相対的に慎重なスタンスに引き下げる。

リスクプレミアムは過去平均レベル

PERは2021年予想EPS基準でみても20倍程度と割高感は否めない。一方、リスクプレミアムは足元で4%弱程度であり2014年～2016年頃の水準に留まる。金利低下の寄与もあり、PERでみた程の割高感はない。中銀政策による金利低下が現在の株価を下支えしている側面はあると考えるが、さらなる株価上昇となれば株価の不安定さは増し、悪材料に反応しやすくなると考えている。

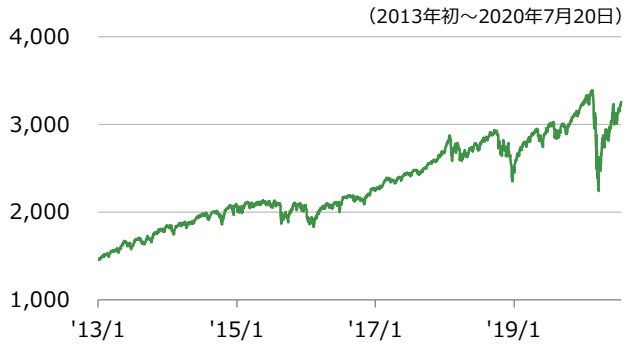
病床使用率の高まりは懸念材料

新型コロナウイルスの感染拡大で注意するべきは、経済活動の再抑制と消費者マインドの低下の2点。右図はCDCが推計した7月13日時点の州別の病床とICU使用率の状況。NY州で感染拡大が顕著であった際、病床利用率は70%台半ば、ICU使用率は80%前後となっており、60-70%台の使用率はひっ迫一歩手前の状態にある。新規感染者の抑制が進まなければ、経済活動抑制にシフトする州は増加しよう。

感染再拡大の実体経済への影響は注意

また、感染拡大が消費者マインドに与える影響も注意したい。アクティビティデータをみると7月に入り、アクティビティが頭打ちからやや低下気味にある。17日に発表されたミシガン大学消費者信頼感指数は前月比で低下しており、経済指標にも一部顕在化しつつある。来期の企業業績が改善方向にある方向性は変わらないと考えているものの、目先は押し目待ちのスタンスで挑みたい。

S&P500の推移

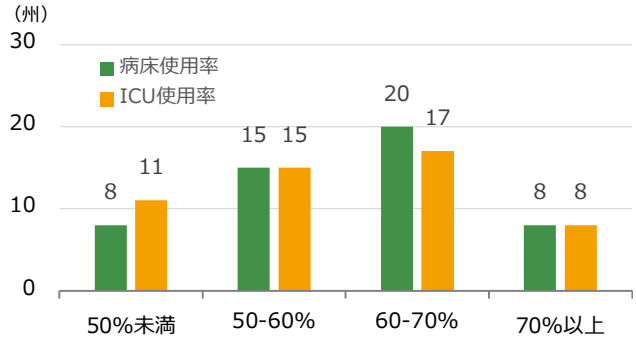


（出所）リフィニティブ

リスクプレミアムの推移（S&P500）

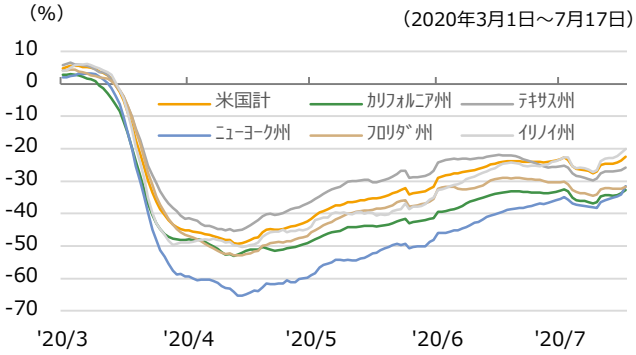
※益利回り（12カ月先予想EPS）と10年国債利回りとの差として算出
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米国の州別病床使用率及びICU使用率



※2020年7月13日時点のCDC推計値
（出所）CDCより大和アセット作成

主要州のアクティビティデータの動向（7日移動平均）



※新型コロナウイルス発生前の平均との対比
※小売店・娯楽施設、公共交通機関、職場の平均値
（出所）COVID-19 Community Mobility Reportより大和アセット作成

債券・金利

事実上のゼロ金利政策は一段と長期化

FRBは次の段階として、金融政策の枠組みの見直しを終え、利上げのフォワード・ガイダンスをインフレ率と紐付けて強化する方針。インフレ目標が「平均的に」2%などに改められることで、事実上のゼロ金利政策は一段と長期化しよう。長期金利は4月以降ほぼ0.6～0.8%のレンジで推移しており、最近は経済指標の上振れにも反応せず。疑似ターゲットの様相を呈しており、横ばいを見込む。

量的緩和でバランスシートは再び拡大へ

金融市場の安定を受け、資金供給オペや他中銀との通貨スワップの残高が大きく減少し、新型コロナウイルス対応としてFRBが創設した各種貸出・信用緩和の制度の利用も積極化せず、FRBの総資産の増加が一時止まった。しかし、これら諸要因の追加的影響は限られ、今後は合計で月1,200億米ドルの国債とMBSの購入で、総資産は増加基調を辿ろう。

リート

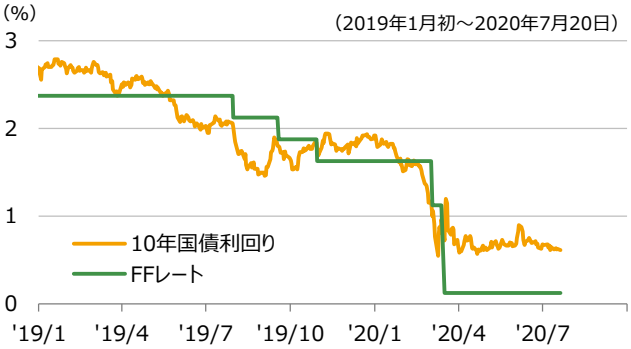
経済活動再開は足踏み

米国では新規感染者数が再拡大する中で経済活動の再開は足踏み。ただ企業は慎重ながらオフィスでの業務再開や店舗の営業再開を進めており、経済活動再開の方向性は変わらないと考える。新型コロナウイルスの影響は業種によって大きく異なるため、4-6月期の決算発表等を通じて業種別・銘柄別の業績回復の進捗度合いを見きわめたい。

積極的な金融緩和政策

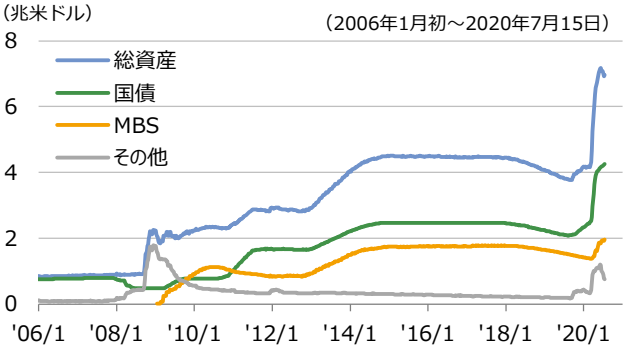
FRBの緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また一時は大きく拡大した社債の信用スプレッドも縮小が続いている。経済活動の再開に伴い、リートの業績回復や見通し改善が確認されれば、配当利回りと長期金利との利回り差は縮小に向かうと考える。

政策金利と長期金利



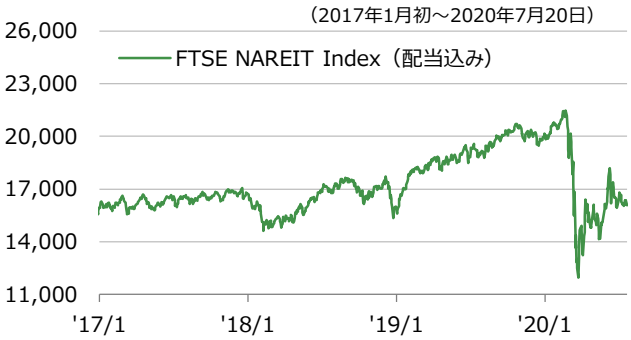
※FFレートは誘導レンジの中心を表示
（出所）ブルームバーグ

FRBのバランスシート



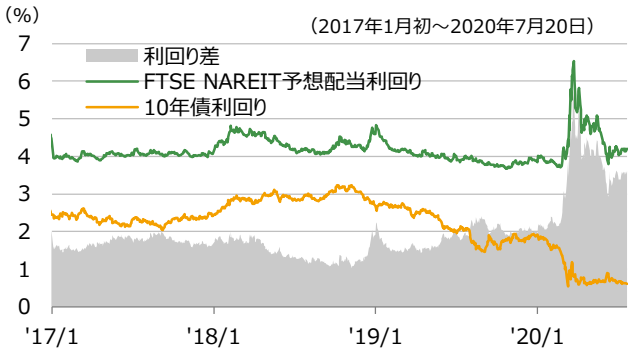
（出所）FRB

FTSE NAREIT Index推移



（出所）ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



（出所）ブルームバーグ

為替

米ドル調達コストが緩やかに低下

米ドルと円のベーシス・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。米ドル安要因である米ドル調達コストの低下はいったん止まった後、再び緩やかに進みつつある。

日米金利差に見合う米ドル円

今年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。現状の米ドル円は金利差に見合う水準にあるが、リスクオンでは同水準を上回りやすく、リスクオフでは下回りやすくなる。

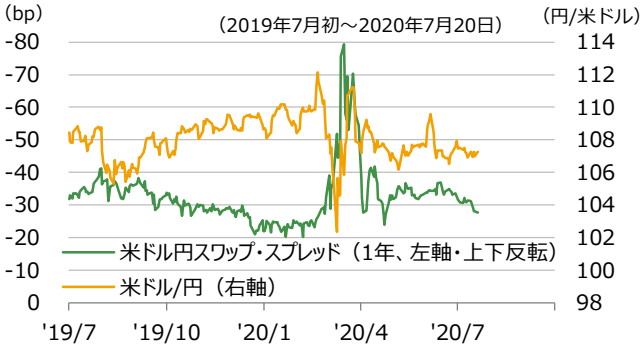
米ドル安要因となる米実質金利低下

米国の実質金利低下が米ドル安要因となっている。米国では4月以降、名目金利が小動きのなかで期待インフレ率が上昇し、実質金利が低下している。金融緩和が金利上昇を抑える一方で、期待インフレ率を高める要因になっている。新型コロナの影響により期待インフレ率の上昇は止まる可能性があるが、名目金利が下がる可能性もあるので、実質金利が大きく反発して米ドル高に働く状況にはなりにくいか。

米国での感染拡大を嫌気した米ドル安

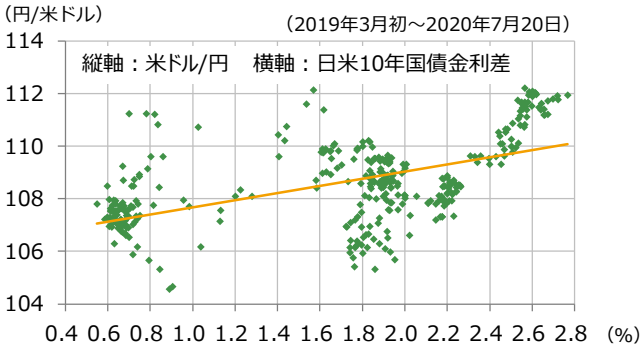
米ドルの実効為替が6～7月に下落した原因には、景気指標改善などによるリスクオンや、米実質金利低下のほかに、米国における新型コロナウイルスの感染拡大があるだろう。リスクオフに転じた場合には米ドル高圧力も出てくるだろうが、感染拡大を嫌気した米ドル安圧力は続きやすいだろう。感染ペースが明確に鈍化したり、米金利が顕著に上昇したりするまでは、米ドルは大幅には上昇しにくいか。

米ドル円とスワップ・スプレッド



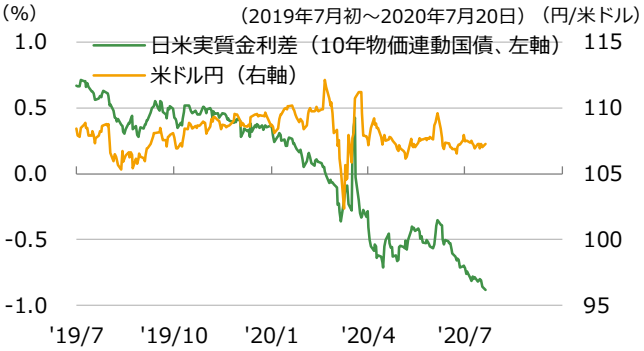
（出所）リフィニティブ

日米名目金利差と米ドル円



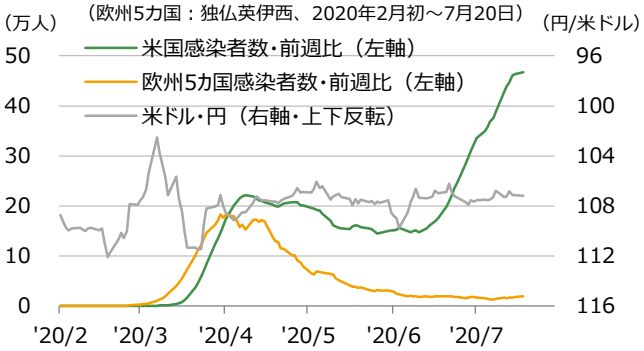
（出所）リフィニティブ

日米実質金利差と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米欧の新型コロナウイルス感染者数と米ドル円



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

経 済

景気は急回復へ、復興基金にも期待

2019年末にかけて景気が停滞していたところに、新型コロナウイルスによる3、4月の都市封鎖で、実質GDPは2020年前半に急激な収縮に見舞われた。5月以降は経済活動が再開しており、2020年後半は、極めて緩和的な金融政策の継続と各国政府の大規模な財政政策を後押しに、景気は急回復を見込む。このまま感染第2波が避けられれば、2021年にはEUの復興基金による景気浮揚効果も期待し得る。

経済活動の再開と感染抑制とのバランス

マークイットPMIは3、4月に急低下した後、5、6月は急上昇し、ほぼコロナ前の水準に復した。相対的に落ち込みの大きかったサービスの上昇が大きい。5月以降の段階的な行動制限の緩和を反映した動き。米国とは対照的に、ユーロ圏では新型コロナウイルスの新規感染者数は抑えられたままで、経済活動の再開と感染抑制とのバランスが取れている。7月以降は50を上回っての安定推移を見込む。

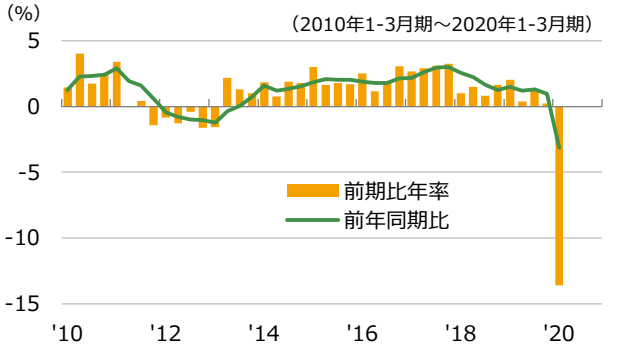
失業率の上昇は限定的

ハードデータの改善も顕著である。実質小売売上高の5月の増加は、3、4月合計の減少分の約3分の2にあたる。小売売上高は行動制限の強化・緩和に大きく影響されるが、ユーロ圏では失業率の上昇が限られている点も個人消費の下支え要因として指摘し得る。失業率は3月の7.1%のボトムから5月に7.4%までしか上昇していない。ユーロ圏でワークシェアリングが効果的に機能している証左である。

インフレ目標の達成は見通せず

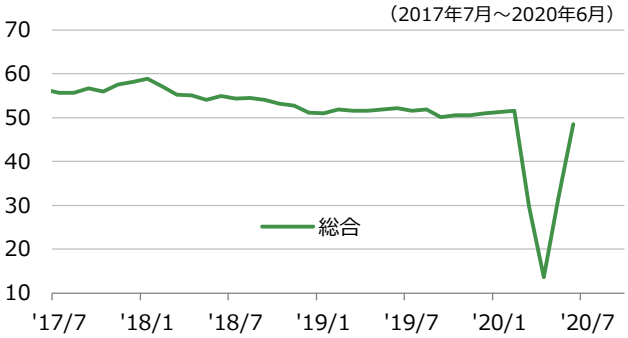
6月消費者物価指数は総合で前年同月比0.3%、コアで0.8%と、コアは最近2年間のレンジの下限に達した。エネルギー価格の下落の2次的影響が暫くは続く上、新型コロナウイルスによる需要の下方シフト、賃金の伸び悩みで、コアが2%へ上昇する道筋は描けず。もっとも、長期の期待インフレ率は1%を上回る程度には持ち直しており、デフレが懸念される状況ではない。

実質GDP



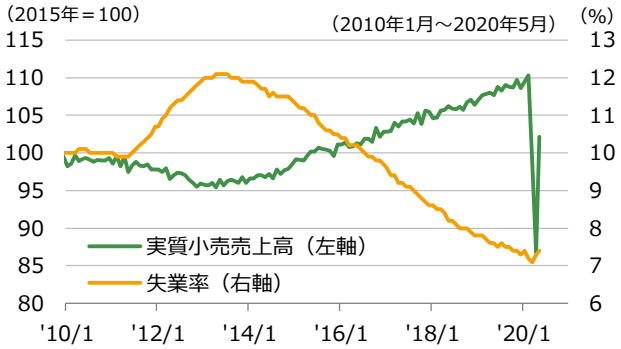
（出所）リフィニティブ

マークイットPMI



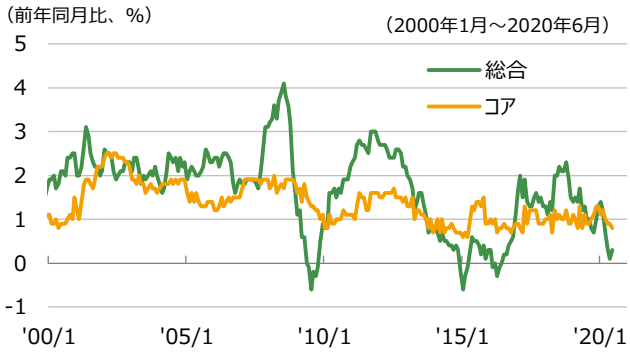
（出所）ブルームバーグ

実質小売売上高と失業率



（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・タバコを除く系列

（出所）リフィニティブ

株式

先進国株内における相対評価を引き上げ

Euro STOXX 50の年末値予想を2020年：3,240（前回2,970）、2021年：3,400（3,200）に引き上げ、先進国株内での相対評価を中立に引き上げる。EU域内の移動制限解除が段階的に進むなど経済活動再開が順調に進展していることを評価した。経済活動に再び制限を設ける際には特定地域に限定する施策が取られており、EU全域で経済活動が制限される可能性が低下したことをポジティブに評価する。

経済活動の再開は想定以上に順調

右図は学校閉鎖や外出自粛要請などの政府対応の程度を各国別に指数化した厳格度指数の推移をみたもの。同数値は水準比較による評価は難しいが、方向感でみれば欧州主要国の段階的な正常化は着実に進んでいることが分かる。その中で、新型コロナウイルスの新規感染者数は一定程度で抑制されており、我々の想定以上に順調に推移していると考えている。

債券・金利

大規模な資金供給で金融市場は安定

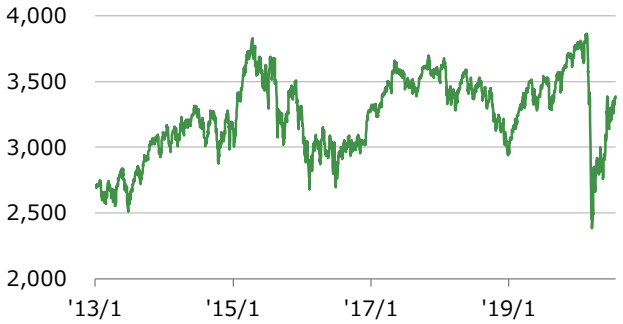
ECBによる大規模な資金供給の効果で、ユーロ圏の金融市場は安定を取り戻している。政策金利は2019年9月の利下げを最後に据え置かれたままだが、長期資金供給オペの適用金利の引き下げで、要件を満たした銀行は最大で中銀預金金利を0.5%ポイント下回る低利での資金調達が可能に。6月に実施された長期資金供給オペでは1.3兆ユーロもの落札があった。銀行貸出残高も大幅に増加している。

市場の分断回避に柔軟に対応

ECBは7,500億ユーロから1兆3,500億ユーロに規模を拡大したPEPP（新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム）の枠を全額使い切る方針。長期金利の上昇は阻まれよう。市場の分断を回避するために、PEPPの柔軟性を活用して特定国の国債を一時的に基準を上回って購入する意向も改めて確認された。周辺国への恩恵が相対的に大きい。

Euro STOXX 50の推移

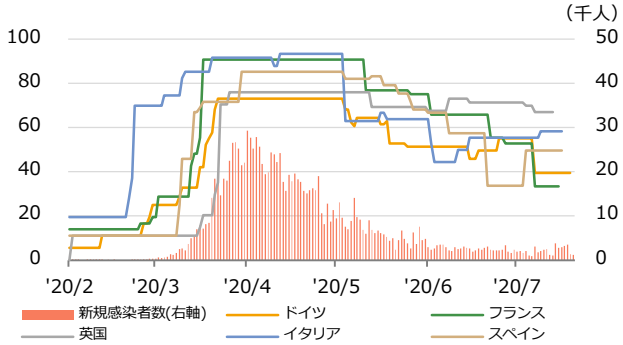
（2013年初～2020年7月20日）



（出所）リフィニティブ

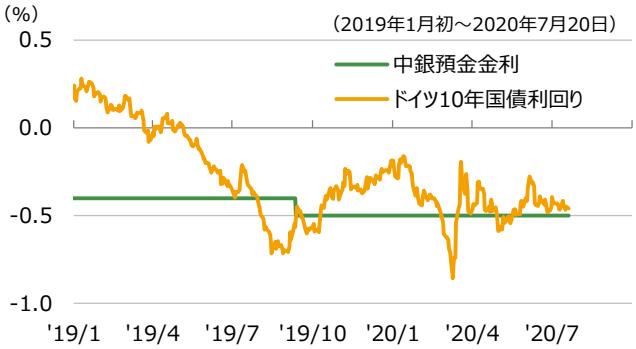
COVID-19政府対応厳格度指数と新型コロナ感染動向

（2020年2月1日～7月20日）



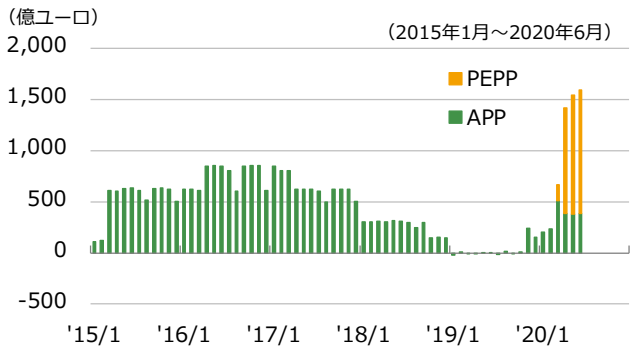
※厳格度指数の直近値は各国異なり2020/7/13～7/19
※新型コロナ新規感染者数は5カ国の合計
（出所）OxCGRT、WHOより大和アセット作成

ECBの政策金利とドイツの長期金利



（出所）ブルームバーグ

ECBの新規資産購入額



※APPは従来の、PEPPは新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム
（出所）ECB

為替

ユーロは堅調な動きを維持

今年5月に新型コロナウイルスへの懸念後退によるリスクオンでユーロは対円、対米ドルで反発した。欧州で復興基金が提案されたこと、ECBが資産買入規模を拡大したこと、ドイツが財政支出を拡大したことなども、大幅なユーロ高の支援材料となった。6月にユーロは反落したが、欧州で新型コロナ感染第2波が抑制されていることから、再び上昇の動き。復興基金の創設が難航するとマイナス材料に。

相対的に上昇するドイツの長期金利

世界的に長期金利が底打ちした今年3月を起点にすると、米国や日本よりもドイツの長期金利が上昇。通貨も金利動向を反映するように、ユーロが米ドルや円に対して上昇した。欧州で新型コロナウイルスの感染拡大が抑えられ、経済活動再開が比較的順調に進んでいること、ドイツが財政出動を積極化したことが要因に挙げられる。最近も米国に比べ相対的にドイツの金利が上昇しており、ユーロ高要因に。

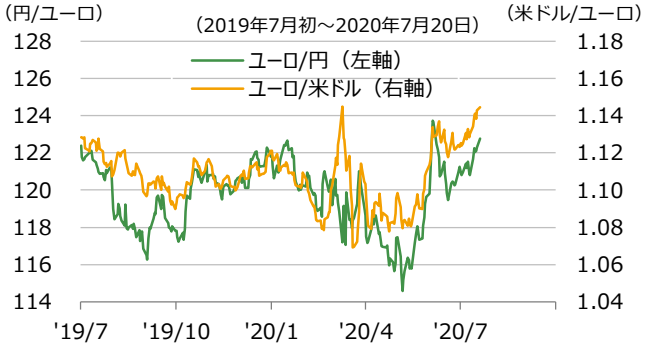
景気指標改善とユーロ高の余地も

ユーロ圏域内でロックダウンの解除が進んでいることを背景に、5月以降はユーロ圏の景気指標が市場予想を上回るようになり、ユーロ高要因となった。米国でも同様の動きが進んだが、新型コロナウイルスの感染状況に鑑みると、市場予想比での景気指標の改善余地は米国よりもユーロ圏の方が大きいと見られる。景気動向からすると、ユーロ高・米ドル安の進行余地が残っていると考えられる。

弱いリスクオンと米国懸念を反映

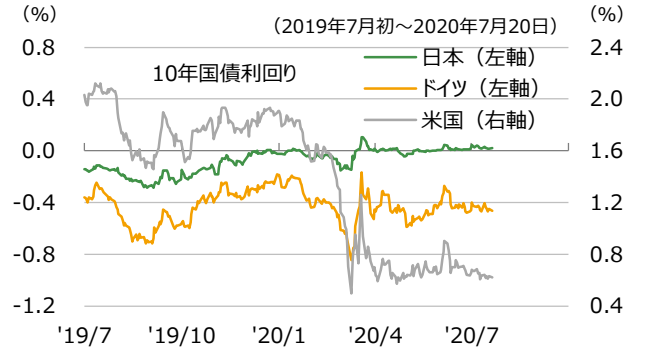
米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、最近の数カ月間でユーロ買いが拡大し、豪ドル売りが豪ドル買いに転じている。これらは、市場がリスクオン傾向にあることを反映していると言える。ただ、米ドルに対して「円買い」ポジションのままであることからすると、「リスクオンの円売り」は弱く、米国の新型コロナ感染第2波への懸念が「米ドル売り」を招いている面もあると言えるだろう。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



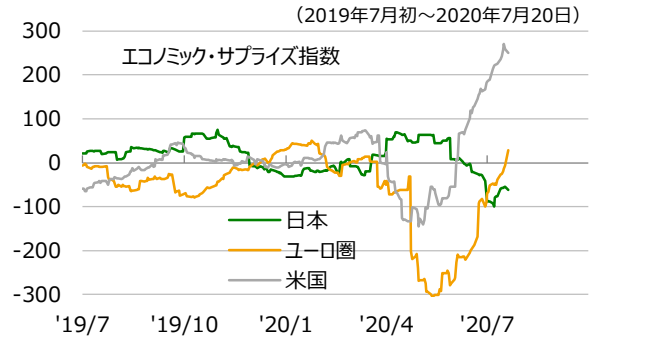
（出所）リフィニティブ

日・独・米の長期金利



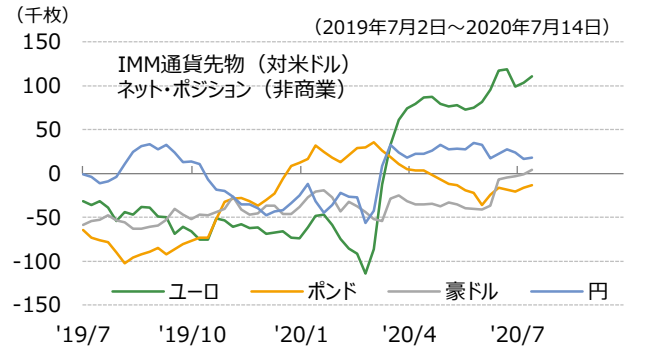
（出所）リフィニティブ

日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



（出所）シティグループ、リフィニティブ

通貨先物のポジション



（出所）リフィニティブ

経 済

感染は抑制され景気は急回復へ

ユーロ圏主要国よりはやや遅れて3月下旬に都市封鎖がなされたため、2020年1-3月期の実質GDPは前期比年率で2桁減を免れたが、その分4-6月期はユーロ圏以上の大幅減に陥ったと見込む。しかし、マークイットPMIは5月に反転し、6月は急上昇しており、また、新型コロナウイルスの新規感染者数も抑えられたままであることから、実質GDPは経済対策を後押しに年後半の急回復を見込む。

インフレ率は低下基調

インフレ率は2018年以降低下基調にある。6月はエネルギー以外の財価格の上昇を主因に伸びが僅かに高まったが、当面は新型コロナウイルスによる需要の下方シフトで、インフレ率の反転上昇は見通せず。EU離脱の移行期限の2020年末が近づくに連れ、EUとの通商協定締結の遅れが、景況感の悪化を通じて追加的な物価下押し要因となるリスクには留意。

為 替

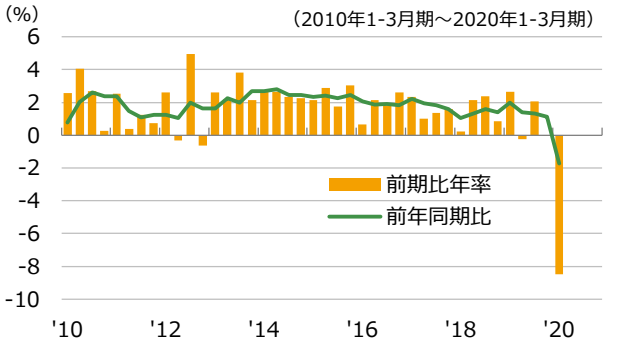
金融政策対応は当面様子見に

BOEの政策金利は実効下限と考えられる0.1%に達している。マイナス金利の可能性は低い。財務省とBOEの連携は緊密で、3月に2,000億ポンド増額された資産購入プログラムは6月にも1,000億ポンド増額され、7,450億ポンドに達した。金融市場が安定を取り戻していることから、金融政策対応は当面様子見に。長期金利は米国を0.5%程度下回る水準での安定推移を見込む。

ポンド安圧力は限定的

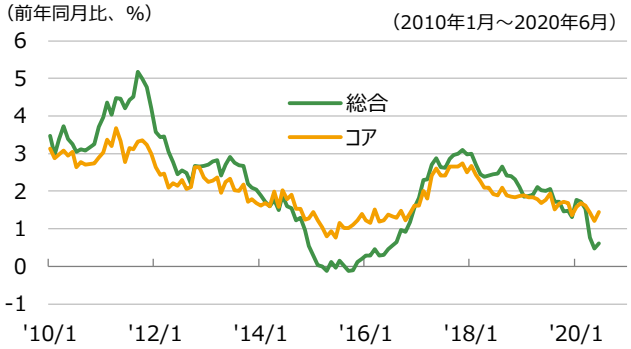
経済活動再開がリスクオンのポンド高に作用している。英国は今年末に終了するEU離脱の移行期間を延長しないとしたうえ、EUとの交渉も難航しているので、合意なき離脱のリスクが残る。ただ、英国は来年初からEU製品への輸入関税を段階的に導入する方針であり、関税による英景気悪化懸念とリスクオフのポンド安は今のところ限定的である。

実質GDP



（出所）リフィニティブ

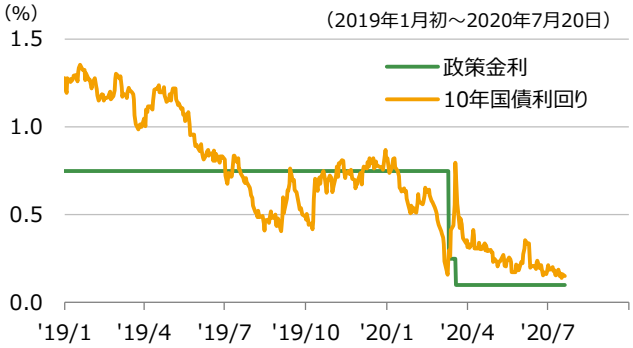
消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

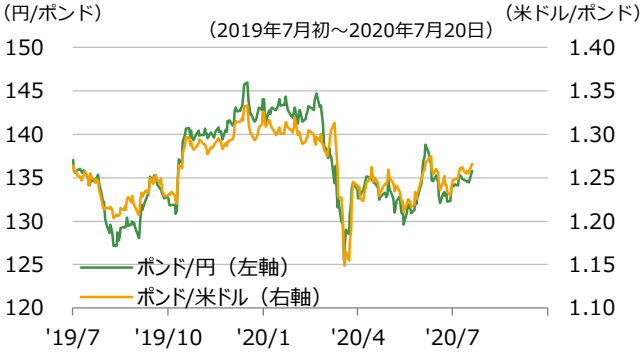
（出所）リフィニティブ

政策金利と長期金利



（出所）ブルームバーグ

ポンドの対円相場と対米ドル相場



（出所）リフィニティブ

経 済

景気は7-9月期から回復局面へ

結果的に2019年10月の消費税率引き上げを機に景気は急速に悪化した。2020年4-6月期は新型コロナウイルスによる緊急事態宣言で実質GDPは前期比年率▲20%程度の極端な収縮に陥ったと見込む。7月以降新規感染者数は漸増しているが、経済活動を抑制するには至っておらず、景気は7-9月期に回復局面入りし、実質GDP成長率は2020年の▲4.1%から2021年は3.4%のプラスに転じると見込む。

景況感は方向性としてはV字回復

6月景気ウォッチャー調査では、3カ月前と比較した現状の景気の方向性についての判断が2カ月連続で改善し、1月以来となる38.8に達した。3カ月の急低下を2カ月でほぼ取り戻すV字回復である。景気の水準についての判断は相対的に戻りが鈍いが、大規模な感染第2波が生じなければ厳しい行動制限が一律に課されることはなく、経済対策の後押しを受け、7月以降も上昇が継続すると見込む。

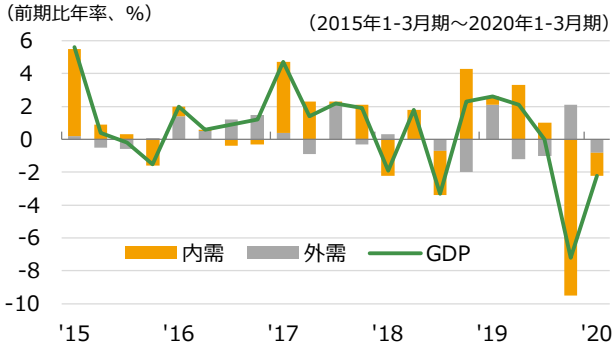
中長期的な成長期待の維持が不可欠

失業率は2019年末の2.2%を底に上昇に転じている。企業倒産件数は特殊要因で5月に急減した後、6月は従前の水準に戻った。新型コロナウイルス問題の収束後に経済活動がコロナ前の軌道に回帰するには、企業、家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことが不可欠。需要創出だけでなく、資本性資金の活用を含む資金繰り支援で、事業の継続、雇用の維持を最優先にした政策の継続が見込まれる。

家賃の停滞も物価上昇を抑制

消費税率引き上げの一時的な影響を除けば、消費者物価指数は生鮮食品及びエネルギーを除く総合で、前年同月比1%程度が2000年以降の上限であり、足元は0%台前半まで伸びが鈍化している。当面は需要の減少とエネルギー価格下落の二次的影響が物価下押し要因として働く。人口動態等から、消費者物価指数の約18%を占める家賃の上昇が見込み難いことも物価上昇を抑制する。

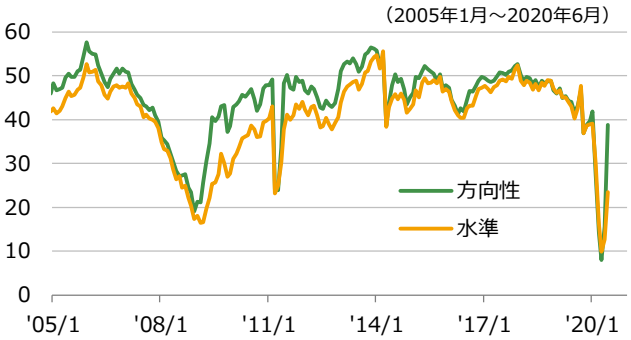
実質GDP



※内需、外需は寄与度

（出所）内閣府

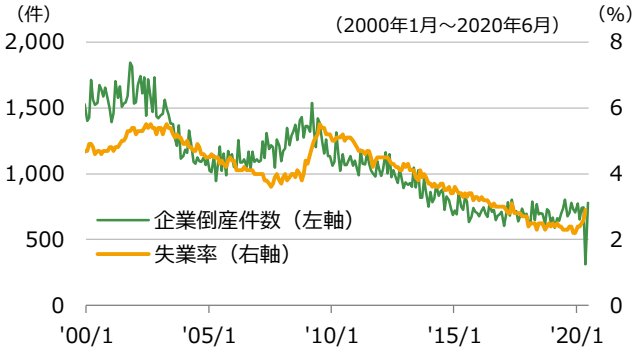
景気ウォッチャー調査



※方向性、水準とも現状判断

（出所）内閣府

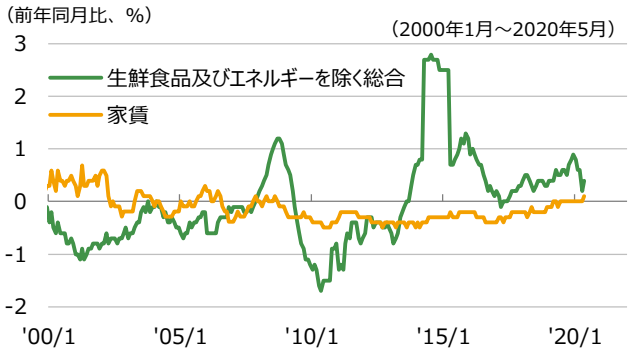
企業倒産件数と失業率



※失業率は2020年5月まで

（出所）ブルームバーグ

消費者物価指数



（出所）総務省

株式

強弱材料が入り交じり、横ばい圏で推移

日本及び米国における新型コロナウイルスの感染拡大が懸念された一方、PMIの改善やワクチンへの期待もあり、直近1カ月の株価は横ばい圏で推移した。2020年4-6月期の国内企業決算は本決算で未発表とした銘柄が発表する会社計画にネガティブ反応するリスクはあるものの、来期に向けた回復期待が低下することはないと考え、株価はボラティリティを伴いながらも徐々に値を切り上げると予想する。

来年度基準でみれば過度な割高感はない

バリュエーションの見方は先月から変更はない。12カ月先予想EPS基準のPERは17倍程度と割高な水準にあるものの、2021年度予想EPS基準では14倍程度と2013年以降の平均並みの水準となる。個別株の評価が次年度に切り替わるのは第3四半期決算前後であり、現時点で来期予想を用いることは早い。しかし、来期の回復の程度が焦点となる中、現在は来期基準による評価は妥当であると考える。

コンセンサス予想の底打ちは近いと予想

欧米市場は各年度予想の下げ止まりによりリビジョン指数の改善が見られたものの、日本は低調に推移。日本の多くの銘柄が3月決算である中、本決算で開示される今期の会社計画を未発表とした銘柄が多く、市場の業績予想の修正が遅れたことが原因と考える。ファンダメンタルズ面で日本独自の大きなマイナス要因があった訳ではないと考えており、コンセンサス予想の底打ちは近いと予想する。

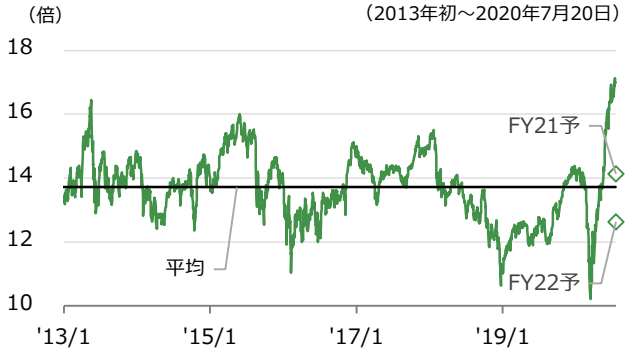
新型コロナは入院患者数等を注視

目先のリスク要因は新型コロナウイルスの動向。我々は新規感染者数よりも入院者数等に注目している。医療体制への負荷が高まれば経済活動の再抑制リスクが高まると考えることがその理由である。東京都の入院者数は20日現在で920人。東京都は14日時点で4月-5月の入院者数のピーク水準となる2,700床の確保を目指している。医療のひっ迫懸念が高まれば、市場は経済活動抑制を再び意識しよう。

TOPIXの推移

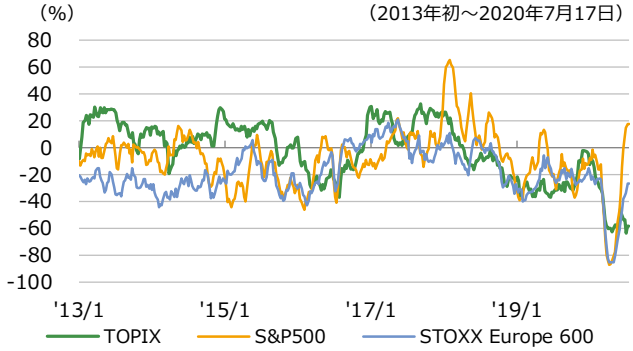
（出所）リフィニティブ

PERの推移（TOPIX）



※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

リビジョン指数の動向（週次）



※12カ月先予想EPSの対前月比上昇及び下降銘柄数で算出
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

東京都の入院者数と重症者数の推移

（出所）東京都より大和アセット作成

債券・金利

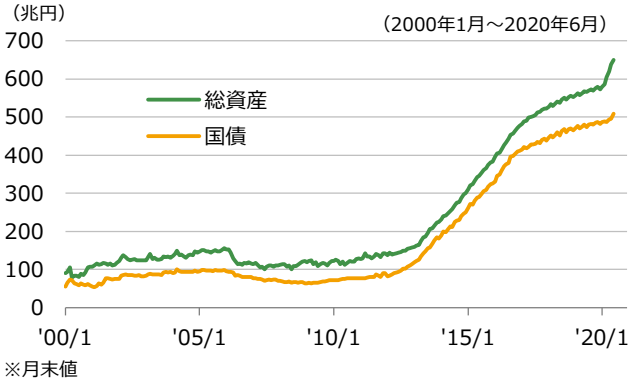
金融緩和の強化は当座一巡

日銀は3～5月に金融緩和を強化したが、6、7月は金融政策を据え置いた。新型コロナウイルス対応の追加緩和は当座一巡し、感染状況と政策効果を見極める段階。企業等の資金繰り支援、金融市場安定のための円・外貨供給、ETF等買入れを3本柱に、日銀は政府の経済対策との相乗効果を図る。結果的には、多額の国債発行を実質的に消化する役割を担うことで、日銀の総資産残高の拡大が続く。

長期金利はゼロ%程度での安定推移

日銀の展望レポートでは消費者物価指数の上昇率の見通しは2022年度でも0.7%で、最早2%の「物価安定の目標」は現実味に欠ける。長短金利操作で10年国債利回りはゼロ%程度での安定推移が見込まれる。超長期金利に関して、日銀は低位安定を望みつつも極端な低下を牽制し、一方で市場機能が発揮される中でのある程度の上昇は容認する姿勢。

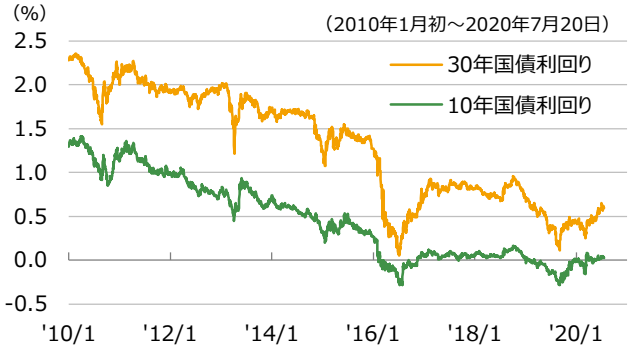
日銀の資産残高



※月末値

（出所）日銀

長期・超長期金利



（出所）ブルームバーグ

リート

横ばい圏の推移

6月中旬以降、J-REIT市場は金融・経済政策への期待と感染第2波への懸念などから横ばい圏の推移。東京都心オフィスの空室率が上昇し、解約事例の報道も増え、不透明感が高まっている。オフィス市況について、短期的に在宅勤務の進展が市況を大きく悪化させる要因とは考えていないが、中期的な見通しを考えるうえで、国内景気、企業業績、オフィスワーカーを中心とした雇用情勢に注目している。

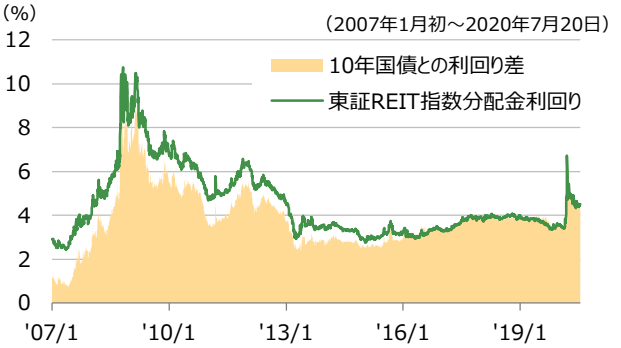
中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には、J-REIT市場固有の要因よりも感染第2波の状況や株式市場の動向に代表される投資家のリスク選好姿勢が指数の推移に大きな影響を与えると考える。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。

東証REIT指数の推移

（出所）ブルームバーグ

東証REIT指数の分配金利回りの推移



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

為替

米ドル安と円高で米ドル円が下落

今年5月には、米ドルが円以外の25通貨に対し下落した一方、25通貨が円に対し上昇。米ドル安を上回る円安により、クロス円とともに米ドル円が上昇した。6月にはリスクオフに転じ、クロス円とともに米ドル円が反落するなど、米ドル円は米ドルよりも円の動きに左右されるケースが多かった。ただ、7月には米ドル安とクロス円下落（円高）の両方が影響して、米ドル円が下落しつつある。

米ドルにも円にも左右される米ドル円

今年5月以降は、米ドル円と米ドル（対25通貨）が逆相関に転じる一方、米ドル円とクロス円の順相関が高まった。つまり、米ドル円は米ドルより円の強弱に左右されやくなった。ただ、最近は米ドル円と米ドルが順相関に転じ、米ドル円が米ドルの強弱に左右されるケースも増えた。他通貨に対し、米ドル安と円高、米ドル高と円安、というように米ドルと円が逆方向に動くとこうなりやすい。

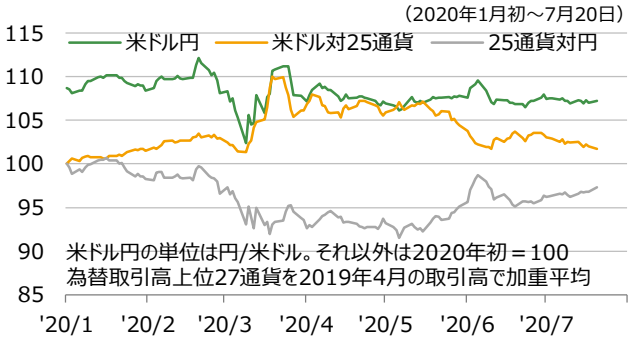
米株価・金利と米ドル円が逆相関に

最近は米株価と金利の順相関が高いので、通常は、米株高・金利上昇なら米ドル高・円安、米株安・金利低下なら米ドル安・円高になりやすい。つまり、米株価と米ドル円は順相関になりやすいはずだが、最近は逆相関になっている。米株高・金利上昇となっても、変化幅が限定的なために円安効果が小さく、むしろ米実質金利低下や米国懸念による米ドル安効果の方が大きくなるケースがあるためだ。

米株価・金利と米ドル円の基本関係

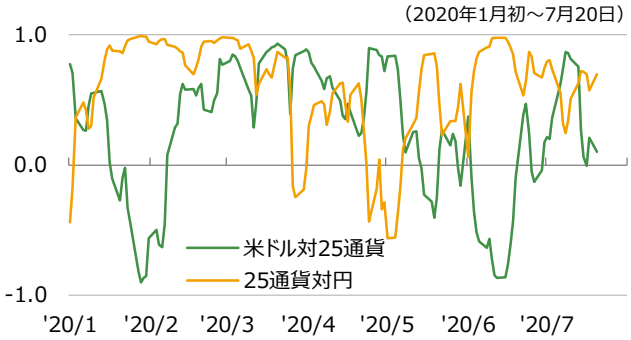
基本的には、米株高・金利上昇なら円安、米株高・金利低下なら米ドル安、米株安・金利上昇なら米ドル高、米株安・金利低下なら円高になりやすい。米株価と金利が同方向に動くと、円相場が米ドル円を左右しやすく、米ドル円も同方向に動きやすい。最近は株価や金利の変化幅が小さいためにそうなっていないが、変化幅がある程度大きくなると、こうした変動パターンになりやすいと考えられる。

米ドル・円・他通貨の為替



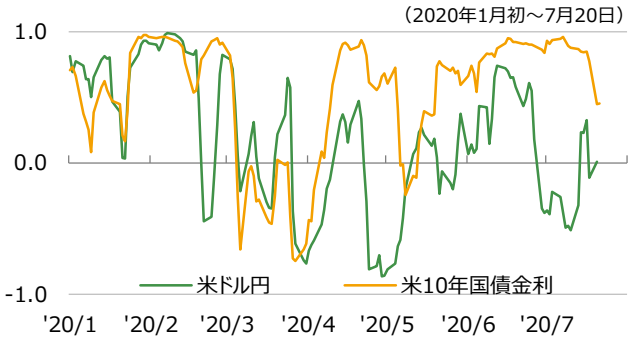
（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米ドル円との時系列相関係数（10日間）



（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米S&P500株価指数との時系列相関係数（10日間）



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

米株価と金利による米ドル円の変動パターン

	米株高	米株安
米金利上昇	円安	米ドル高
米金利低下	米ドル安	円高

米株価と金利が同方向に動くと
●円高・円安が米ドル円を左右しやすい
（＝クロス円と米ドル円が連動しやすい）
●米株価・金利と米ドル円が同方向に動きやすい

（出所）大和アセット作成

経済

2020年7-9月期からプラス成長

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。しかし、5月から経済活動が徐々に再開し始める中、四半期ベースでは7-9月期以降プラス成長へ。通年の成長率は、2020年が▲6.2%、2021年が+5.0%と予想する。また、実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは2022年前半になると見込む。

企業景況感は一時的な悪化から回復へ

企業景況感指数は4-6月期に▲7.0と、リーマンショック時並みの水準まで悪化。しかし、マークイット製造業PMIは4月の33.0から、5月は40.6、6月は47.8と着実に回復。月次ベースでは、4月が景気の底であった公算が大きい。また、これまでのところカナダでは新型コロナウイルスの感染第2波が発生する兆しは見られず、経済活動再開の動きが大幅に巻き戻される可能性は低い。

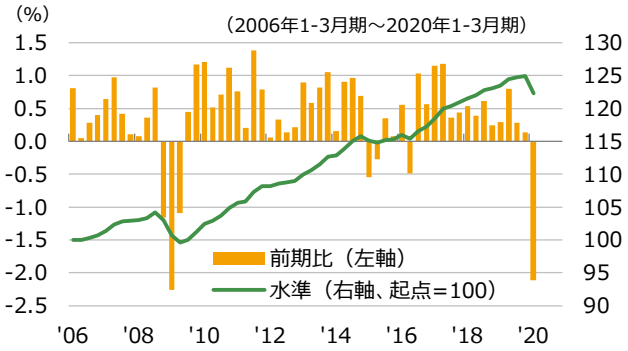
労働市場も底打ち

雇用者数は2月から4月にかけて300万人減少したが、4月から6月にかけて124万人増加し、失った雇用の41%を取り戻した。6月時点で一時解雇者が84万人いるため、経済活動の再開とともに職場復帰が進めば、更なる雇用者数の押し上げや失業率の低下につながる。一方、労働時間がゼロの雇用者数が167万人残っており、雇用者数の回復が示すよりも労働市場の正常化への道のりは険しいことを示唆。

インフレ率は低迷へ

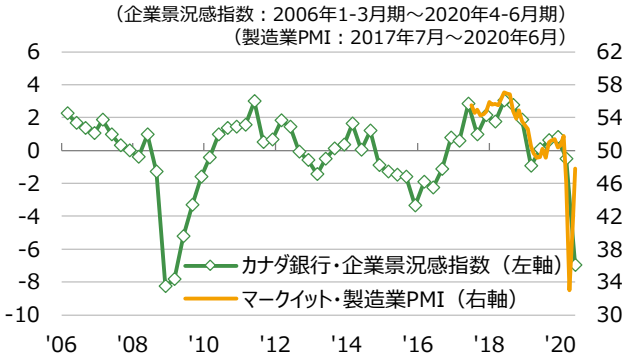
消費者物価指数は、原油価格の下落や需要の著しい落ち込みなどによって前年同月比マイナスに。時間を追ってコア指数の伸びも緩やかに鈍化。消費者物価指数は、2020年が前年比+0.6%、2021年が前年比+1.2%、2022年が前年比+1.7%、との見通しをカナダ銀行が示している通り、当面は労働市場の弛みが残った状態が続くため、2%近傍へ回帰し安定的に推移する展開は見込めず。

実質GDP



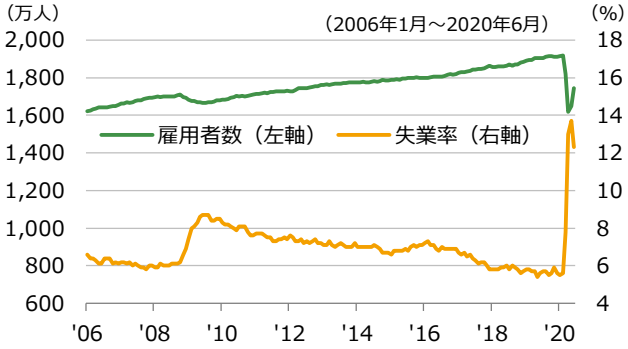
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

企業景況感



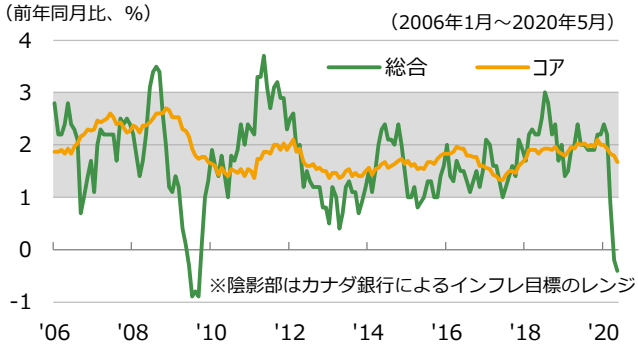
（出所）カナダ銀行、ブルームバーグ

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

少なくとも2023年まで利上げなし

カナダ銀行は7月15日の金融政策会合で「2%のインフレ目標が持続的に達成されるために、経済の弛みが吸収されるまで政策金利を据え置く」とのフォワードガイダンスを導入。同行の経済見通しに照らし合わせれば、少なくとも2023年まで利上げしないことを示唆。また、QEプログラムについては、「景気回復がしっかりとした軌道に乗るまで継続する」とし、当初予定の1年間を超える可能性も。

長期金利は1%未満での推移が継続

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、政府による国債増発はカナダ銀行によって間接的に吸収され得る。財政悪化懸念による金利上昇は長続きせず。金融正常化への道筋が見えない中では、長期金利は1%未満での推移が継続しよう。一方、マイナス金利政策が視野に入らない中では、一段の低下余地も乏しい。

為替

原油価格とともにカナダ・ドルは反発

5月からの原油価格反発とともにカナダ・ドルも対米ドルで上昇。過去1カ月はWTI原油先物価格が40米ドル前後、為替は1米ドル=1.3カナダ・ドル台半ばで横ばい推移。当面、原油価格の大きな変動は見込まれず、米国とカナダの金融政策スタンスが似通っていることを考慮すれば、為替レートも方向感は出づらいだろう。1米ドル=1.3カナダ・ドル台半ばを中心とした推移が続くと想定する。

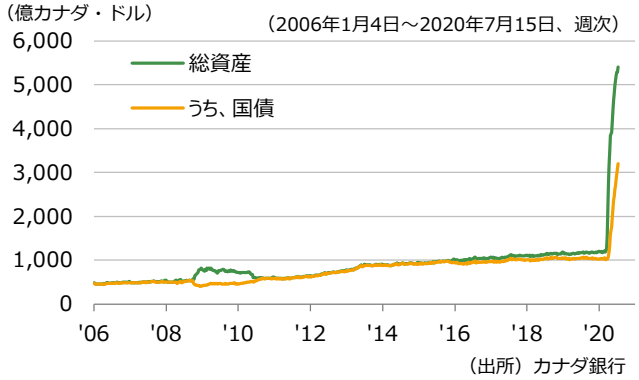
リスクバランスはおおむね均衡

カナダの長期金利は米国と比較して低いこと、経常赤字が続いていることは、カナダ・ドルの重荷となる可能性がある。一方、新型コロナウイルスが収束に向かい、世界的に景気回復期待が高まれば、米ドルよりもカナダ・ドルの方が買われやすくなるだろう。そのため、カナダ・ドル（対米ドル）のリスクバランスはおおむね均衡状態にあると考えている。

政策金利と10年国債利回り

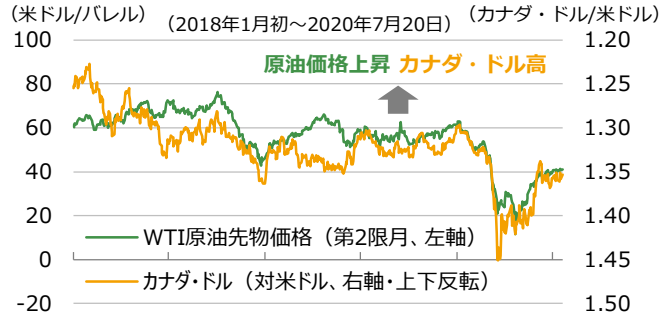
（出所）ブルームバーグ

カナダ銀行の資産残高



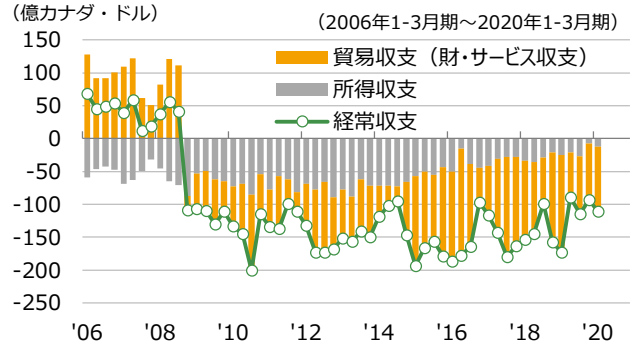
（出所）カナダ銀行

原油価格と為替レート



※WTI原油先物価格は第2限月を使用　（出所）ブルームバーグ

経常収支



（出所）カナダ統計局

経済

経済は最悪期を脱するも回復は緩慢に

個人消費の急回復で2020年4-6月期の落ち込みは従前の想定より小さくなる公算。一方、ビクトリア州での感染拡大とその波及効果により7-9月期の回復は緩慢に。ただし、早期の封じ込めに成功すれば、10-12月期は再び上振れ。結局、通年の成長率は、2020年が▲3.6%、2021年が+3.8%との予想を継続。実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは2021年後半になると見込む。

感染第2波が目先の景気回復を抑制

6月後半から、ビクトリア州において再び新型コロナウイルスの感染が拡大し、メルボルンは7月8日から少なくと6週間のロックダウンに入った。州境を封鎖するなどの措置がとられ、これまでのところ、他の州・地域に感染が拡大している様子はない。ただし、ウエストパック消費者信頼感指数が6月の93.65から7月は87.92へ低下するなど、感染第2波の影響は経済指標に表れ始めている。

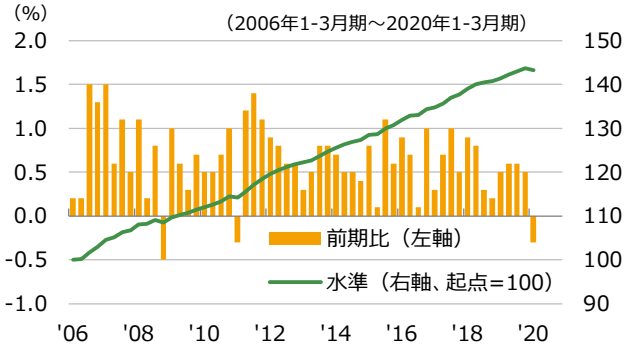
労働市場の悪化を抑制も回復は鈍い

雇用維持給付金などにより、米国やカナダに比べて雇用情勢の悪化は抑制できた。雇用者数は5月をボトムに6月は増加に転じた。ただし、週次データによると、感染第2波が発生したビクトリア州を中心に、6月下旬にかけては雇用者数の増加に一服感がみられる。他国と比較して経済活動の再開よりも感染拡大の抑制に注力しており、人口に占める感染者数が少ない割に労働市場の回復は鈍くなりそうだ。

インフレ目標の達成は見通せず

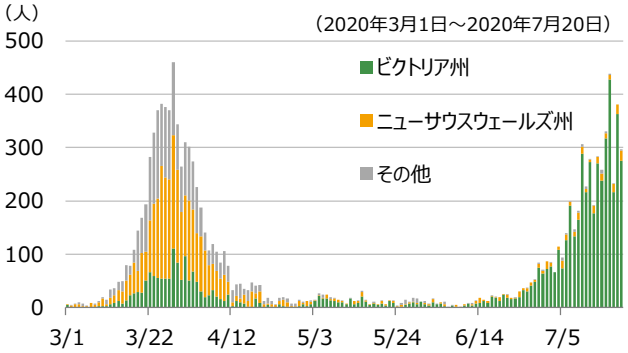
消費者物価指数の伸び率は1%台後半を中心に推移してきたが、新型コロナウイルス問題による需要の蒸発やエネルギー価格の下落で低迷へ。同問題が収束し経済成長率が加速しても、失業率が自然失業率まで改善するには相当の時間を要することが見込まれる。当面は賃金上昇率が緩慢で需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続き、インフレ率が目標圏内で安定的に推移する展開は見通せず。

実質GDP



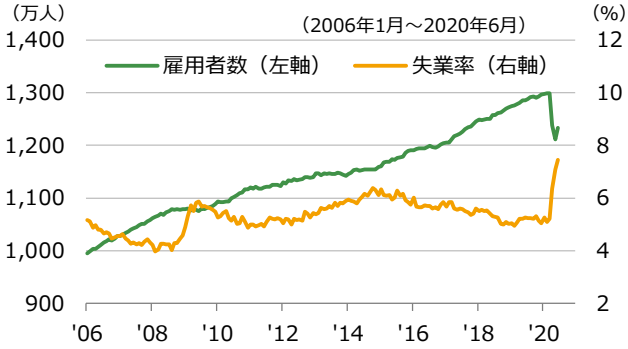
（出所）豪州統計局より大和アセット作成

新型コロナウイルスの新規感染者数



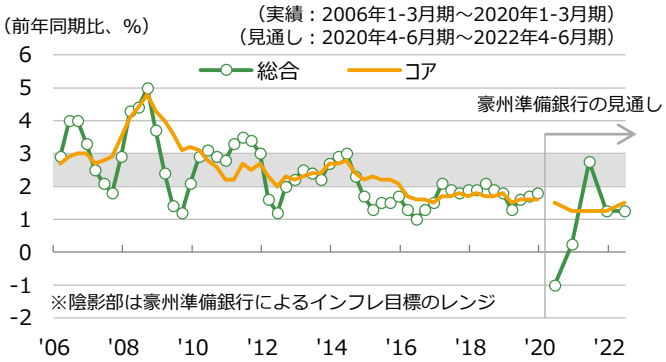
（出所）ABC News より大和アセット作成

雇用者数と失業率



（出所）豪州統計局

消費者物価指数



※コアはトリム平均値

（出所）豪州統計局、豪州準備銀行

債券・金利

RBAの政策は現状維持が続く

RBAは3月19日に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・コントロール政策の導入を発表した。その直後から3年国債利回りは目標の0.25%付近で安定的に推移し、債券市場の流動性が改善するとともに、国債等の購入額は減少した。ついには、国債は5月4日を最後に、準政府債は5月6日を最後に、一切購入されていない。

長期金利は米国を上回る水準での推移

4月以降、他国の長期金利が低迷する中、豪州の長期金利は堅調に推移。大量の国債を購入し続けている他の先進国の中央銀行とは対照的に、RBAは足元で国債を購入しておらず、この金融政策スタンスの違いが長期金利の水準に影響している。豪州の長期金利は米国の長期金利よりも0.1～0.3%ポイント高い水準での推移が継続すると見込む。

為替

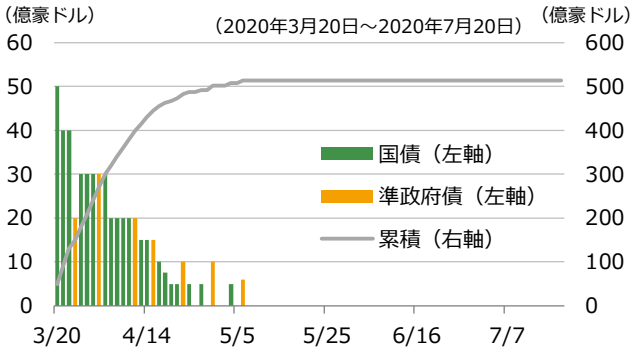
豪ドルには一段の上昇余地

豪ドル（対米ドル）の2020年末予想値は0.72、2021年末予想値は0.74と、現状の水準からまだ上昇余地があると考えている。理由として、金融市場のボラティリティはまだ平常時に戻っておらず、金利差に着目した豪ドル買いが進む余地が残されていることが挙げられる。また、銅や鉄鉱石などの資源価格は、一部に供給不安が影響しているとはいえ、それを割り引いても豪ドルの出遅れ感が出ている。

経常収支の黒字基調も豪ドルを下支え

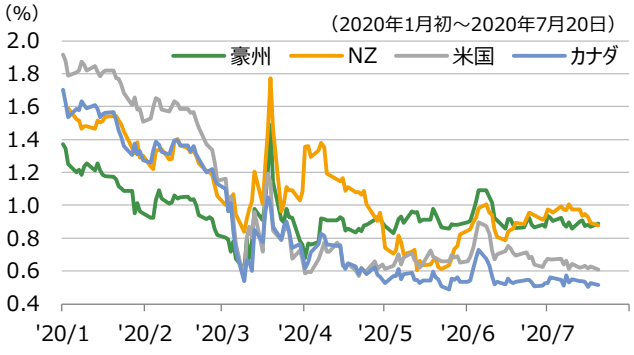
豪州の経常収支が足元で黒字基調を維持していることも豪ドルにとっては追い風だ。リスク要因として、中国との関係性は懸念される。ただし、標的となっているのは牛肉や大麦などに限定されており、マクロで見た影響は小さい。中国が高品質な豪州産の鉄鉱石などに対して輸入制限を設ける可能性は低く、貿易黒字（経常黒字）基調が続くと想定する。

RBAによる国債・準政府債の購入額



（出所）豪州準備銀行より大和アセット作成

各国の10年国債利回り

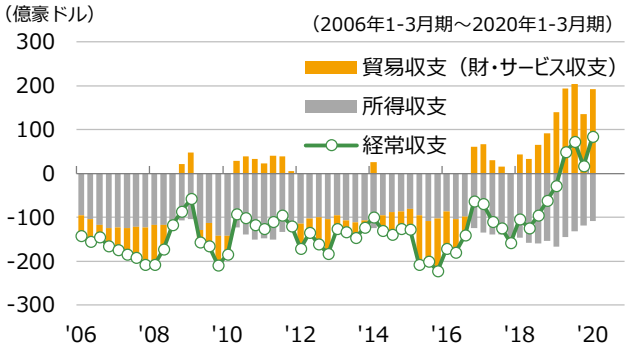


（出所）ブルームバーグ

銅価格と豪ドル（対米ドル）レート

（出所）ブルームバーグ

経常収支



（出所）豪州統計局

経済

生産、投資がけん引し、「V」字回復へ

6月の経済指標は、自動車生産、インフラと不動産の投資の前年比伸び率が一段と加速し、「V」字回復の見方を強める内容となった。サービス業は冴えないが、今後映画館の営業再開などもあり、回復が加速すると予想。年後半は、緩和的な金融環境を受け、実質GDP成長率は4-6月期の前年同期比3.2%増から、同5%増以上へ加速すると見込む。

労働市場は小幅改善

5月22日開幕の全人代では、2020年実質GDP成長率について目標設定を見送ったものの、国内では900万人の雇用創出の目標から、4%前後の成長が暗黙の政府目標であると主張する向きがみられた。足元は、失業率が低下に転じたことで、預金準備率の引き下げ等、早い段階での追加金融緩和が先送りされる可能性につながった。

株式

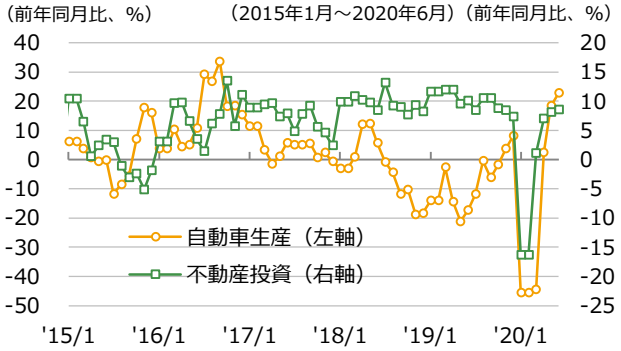
業績の下方修正はおおむね一巡

A株の急騰を受け、MSCIチャイナインデックスも約2年半ぶりの高値を更新。業績に関しては、7月20日時点の2021年予想EPSがコロナショック前（1月17日）に比べて約14.0%下方修正されたことで、コロナの影響はおおむね織り込み済みと考えられる。順調なマクロ経済の回復を受け、2021年予想EPSが緩やかな上昇に転じることも期待したい。

個人投資家の資金流入が続くと予想

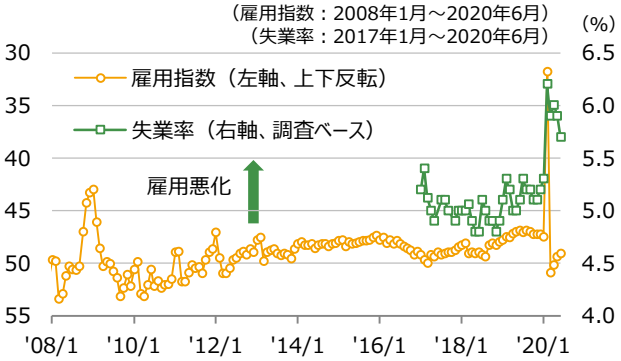
本土株式市場は、6割以上を占める個人投資家の動向に左右されやすい。足元のA株の急騰は、政府当局が「緩やかなブル相場」を提唱し始めたと観測され、個人マネーが株式市場に殺到したことが背景にある。当局は株式市場を通じた企業の資金調達を後押しするために、個人投資家の資金流入を容認する可能性が高く、中期的な株価上昇と見込む。

生産・投資の回復状況



（出所）中国国家統計局より大和アセット作成

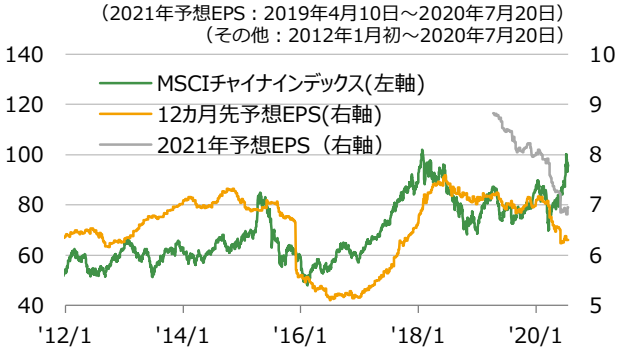
中国の労働市場



※雇用指数は、中国国家統計局発表の製造業PMIの構成項目

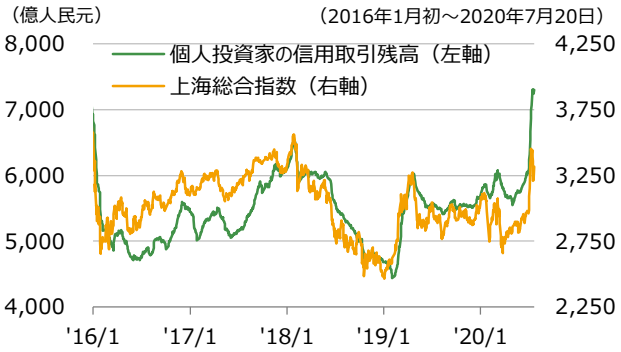
（出所）中国国家統計局、CEIC

中国株価指数およびEPSの推移



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

中国上海総合指数および信用取引残高の推移



（出所）上海証券取引所

債券・金利

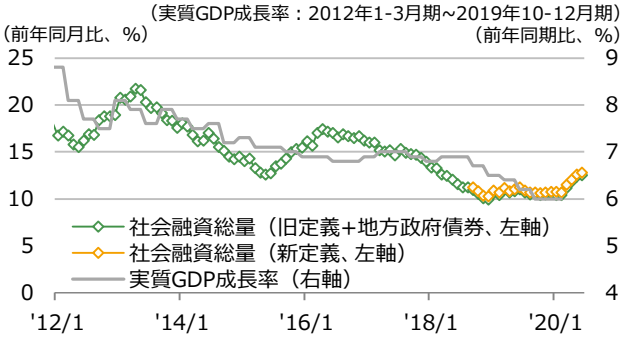
金融環境は緩和的

6月入り以降、中銀のスタンスはコロナショック後の大量流動性供給から一変し、マイルドな流動性吸収に転じた。ただし、社会総与信の伸び率は加速しており、緩和的な金融環境は変わっていない。この指標が数カ月～1年程度、GDP成長率を先行するとも考えられ、年後半の成長加速を支えよう。また、9月以降は、追加金融緩和が再開されると予想。

国債金利はレンジ推移を予想

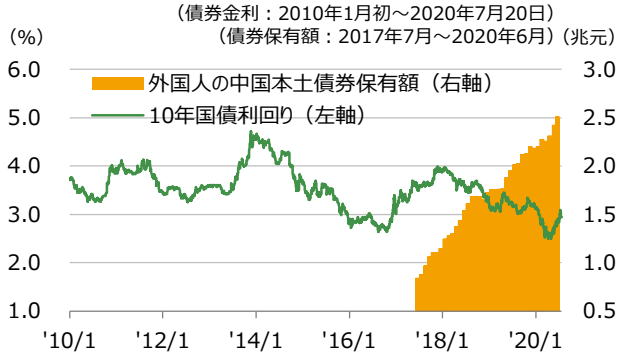
6月以降、中銀が流動性吸収に転じたことを受け、長期金利は上昇に転じた。一方、中国本土国債の世界主要インデックスへの組み入れ開始などもあり、海外からの資金流入が続いていることや、金融政策が引き続き緩和方向にあることで、長期金利の上昇は抑制されると予想。

社会融資総量（社会総与信、ストック）の伸び率



※2018年9月、中国人民銀行は、旧定義の7項目の社会融資総量に地方政府債券を加算する変更を適用。
（出所）中国人民銀行データより大和アセット作成

債券市場金利および外国人の債券保有額



（出所）WIND、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

為替

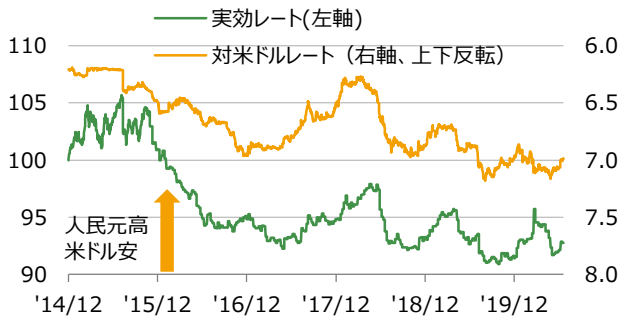
中期的には対米ドルで緩やかな上昇基調

5月下旬に米中摩擦が先鋭化する場面では、人民元が対米ドルで2019年9月以来の低水準近辺まで減価。ただし、人民元実効レートが急ピッチで上昇した反動によるもので、中銀が実効レートの一段の低下は容認しないと予想。中期的には、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、当局は対米ドルでの緩やかな増価へ誘導すると見込む。

クロスボーダーのフローは安定的

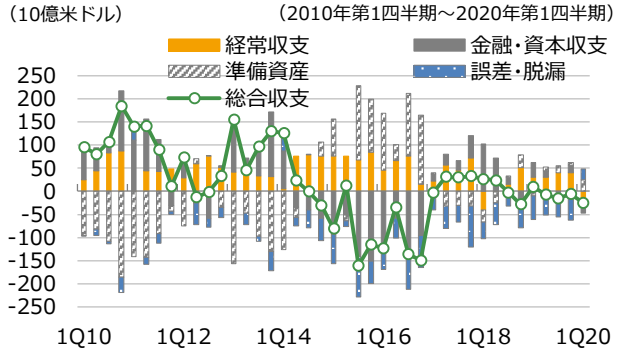
中国本土の株や債券市場のグローバルインデックスへの組み入れもあり、外国人投資家による本土の証券投資は、おおむね流入超となっており、クロスボーダーのフローは安定的。1-3月期の経常収支がマイナスに転じたものの、コロナショックに起因した貿易黒字の一時的な減少によるもので、経常黒字に転換すると見込む。

人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



※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

総合収支の推移



※総合収支=金融・資本収支－準備資産＋経常収支＋誤差・脱漏
（出所）中国国家外貨管理局より大和アセット作成

経済

2020年は大幅なマイナス成長へ

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。経済活動は徐々に再開されているが、ブラジルにおける新型コロナウイルス問題は収束の兆しが見えておらず、当面、景気回復は緩慢なものにとどまるだろう。数年以内に実質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底打ち

経済活動は、4月にかけて著しく縮小したが、感染拡大が続く中でも底打ち感は出てきた。小売売上高は4月の前年同月比▲17.1%から5月は▲7.2%へ、鉱工業生産は4月の前年同月比▲27.3%から5月は▲21.9%へ、それぞれ持ち直し。相対的に鉱工業生産の回復は鈍いが、速報性の高い自動車生産台数やマークイット製造業PMIは6月に一段と改善しており、緩やかながらも経済活動の再開が進んでいる。

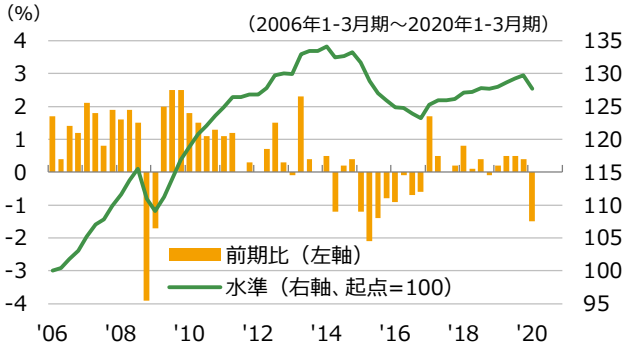
財政健全化は棚上げ

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。さらに、5月には戦時予算法が成立し、機動的な財政政策が可能になるなど、まずは経済の立て直しが優先される状況。新型コロナウイルス問題の収束後、一度緩んだ財政規律も回復するのか、要注目である。

インフレ懸念は乏しい

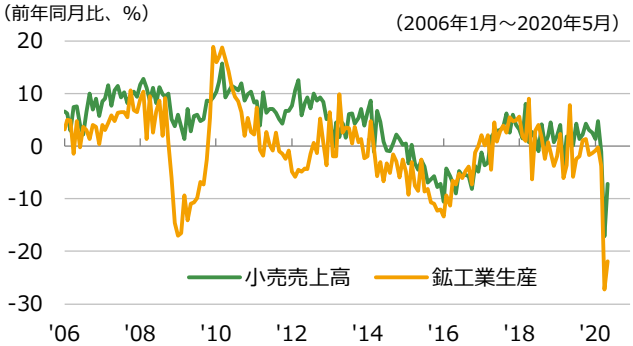
インフレ率はブラジル中銀の目標レンジを下回って推移している。年初からの大幅な通貨安やサプライチェーンの混乱によるインフレ圧力は、商品価格の下落や需要の低迷によって相殺された。足元で原油価格が上昇しており、前年の裏が出る来年の春ごろにはインフレ率が多少加速するだろう。それでも、景気回復が緩慢な中で、中銀の目標レンジを持続的に上回る可能性は低い。

実質GDP



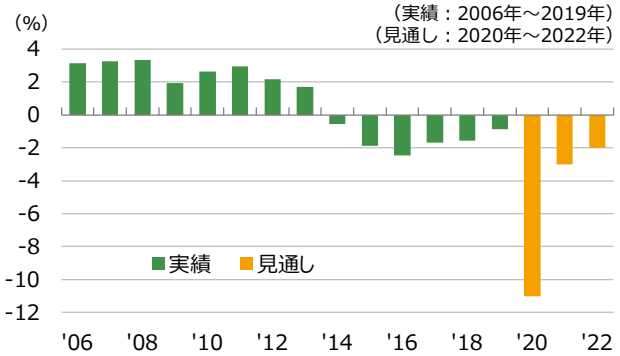
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

小売売上高と鉱工業生産



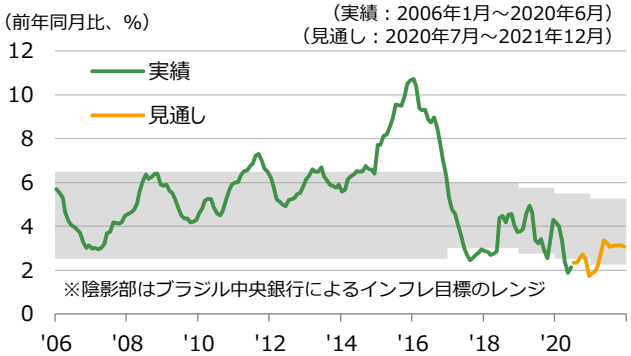
※いずれも数量ベース　（出所）ブルームバーグ

基礎的財政収支（対名目GDP比）



※見通しはブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
（出所）ブラジル中央銀行、ブルームバーグ

IPCAインフレ率



※見通しはブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
（出所）ブラジル中央銀行、ブルームバーグ

債券・金利

緩和的な金融政策の継続

6月の金融政策会合をもって今回の利下げサイクルは終了したと見込んでいたが、米国の実質金利がマイナス幅を拡大させたことで、ブラジルにおいては更なる利下げ余地が生まれたと考えている。年内にあと1回の利下げが行われ、政策金利は2.00%まで引き下げられると見込む。ただし、来年にはインフレ率が多少加速することに伴い、小幅ながらも政策金利の引き上げに転じると想定している。

財政悪化懸念と中銀による国債購入期待

国債利回りは、3月に長期ゾーンを中心に急上昇したが、すでに新型コロナウイルス問題が顕在化する前の水準まで戻した。ブラジルからの資金流出圧力が和らいでいることに加え、中銀による国債購入への期待が財政悪化への懸念を相殺している。インフレ率が大幅に加速する可能性が低いため、金利上昇リスクも限定的だと考えている。

為替

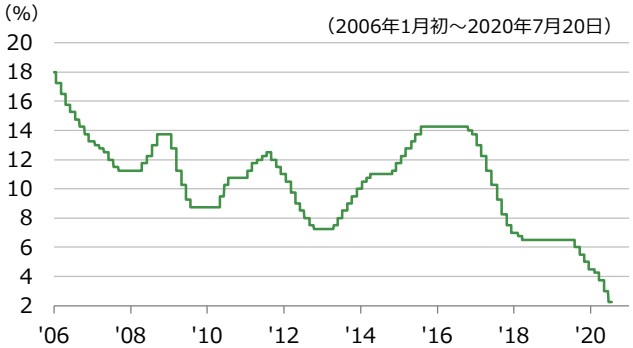
広いレンジでの横ばい推移に移行

ブラジル・レアルは、年初からほぼ一本調子で下落したが、5月半ばから反発。足元では方向感に乏しい動き。要因として、世界的な投資家心理の改善や国内の政治的不透明要因の後退などがあげられる。もっとも、海外投資家のブラジル株式への資金フローをみると、流出ペースが鈍化したとはいえ、流入に転じた様子もない。投資の資金フローだけでなく、経常収支の改善も寄与しているようだ。

投資家心理の変化と輸出の動向を注視

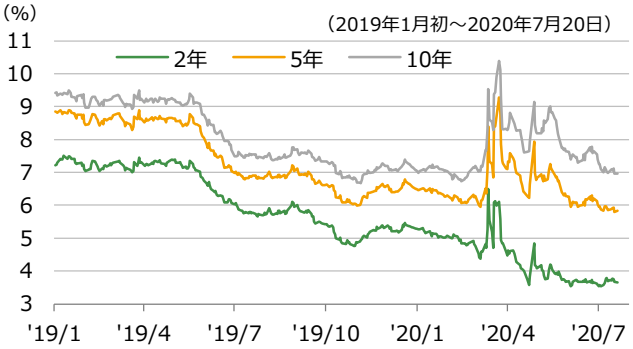
ブラジル・レアルは世界的な投資家心理に左右される展開が続くと想定するが、経常収支の黒字基調が維持されれば通貨の下支え要因（時には押し上げ要因）となることが期待される。新型コロナウイルス問題による渡航制限がサービス赤字を縮小させ、相対的な経済の弱さが貿易黒字を拡大させている状況だが、資源や農産物の輸出が滞らないかは要注視。

政策金利



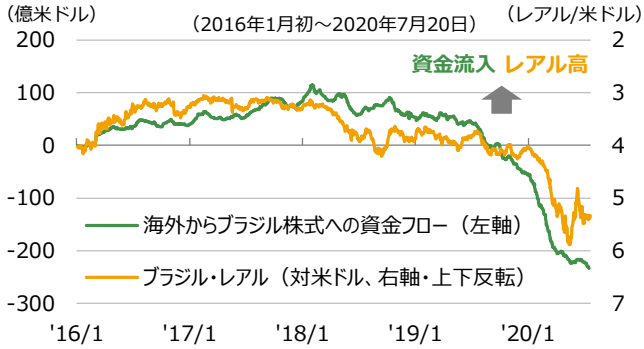
（出所）ブルームバーグ

国債利回り



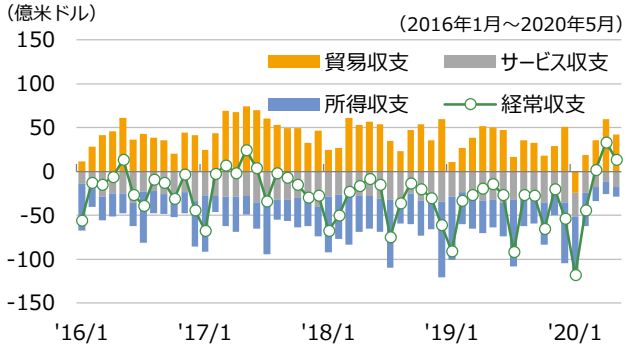
（出所）ブルームバーグ

ブラジル株式への資金フローと為替レート



※ブラジル株式への資金フローは起点からの累積（2020年7月16日まで）
（出所）ブルームバーグ

経常収支



（出所）ブルームバーグ

経済

主要新興国の景気回復にばらつき

6月以降、多くの国で経済活動が再開され、景気は回復の軌道に乗りはじめたが、ばらつきは大きい。ベトナム、タイ、マレーシアを中心としたアジア新興国が2020～21年にかけて一歩先に経済規模をコロナショック前の水準に戻そうが、中東やラテンは2022年以降になろう。一方で、ブラジル、インドなど、感染拡大のペースが依然として速い国においては、景気回復が遅れるとの懸念には注意が必要。

低インフレ環境が景気回復の追い風に

主要新興国の物価上昇率は、インドを除き、ほとんどの国が中銀目標の下限に近い水準、もしくは下回る水準まで低下。原油価格の低位推移が見込まれる中、低インフレ環境は当面続くと予想される。追加金融緩和余地の拡大や、国内の需要喚起につながり、景気回復の追い風になると期待できる。

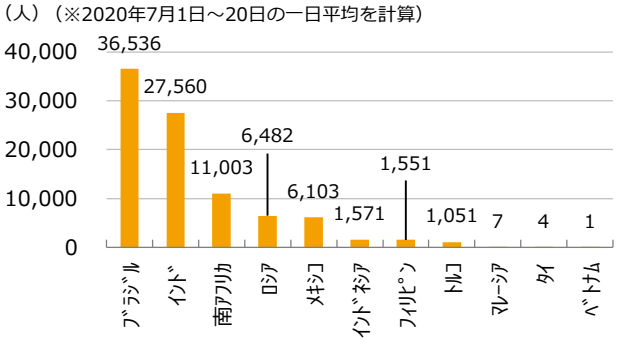
利下げに加え、非伝統的な緩和も模索

コロナショック後、大幅利下げを受け、名目の政策金利が過去最低水準に到達した国が多い。しかし、相対的に高い実質金利を受け、利下げサイクルは終了していないと予想。また、インドネシアやチリなどでは中銀の国債買入プログラムが発表され、ブラジルでも資産購入を可能にする等、非伝統的な緩和策を模索し、利下げ後の次の手に備える国も増加。

財政規律を重視する姿勢は変わらず

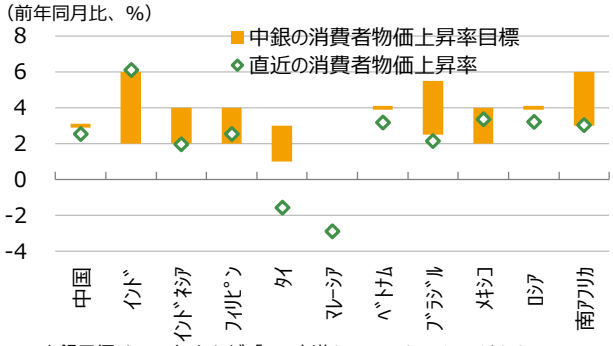
インドネシア、ベトナム等において、追加の財政刺激策が発表される可能性があるが、総じて、先進国に比べて規模が限定的であることは変わらず。また、インドネシア等では、危機収束後は再び財政赤字削減に取り込む方針を明確に示したことで、財政規律を重視する姿勢は変わっていない。過度な財政支出と一線を画すことはポジティブに評価できよう。

主要新興国の新型ウイルスの一日当たり感染者数



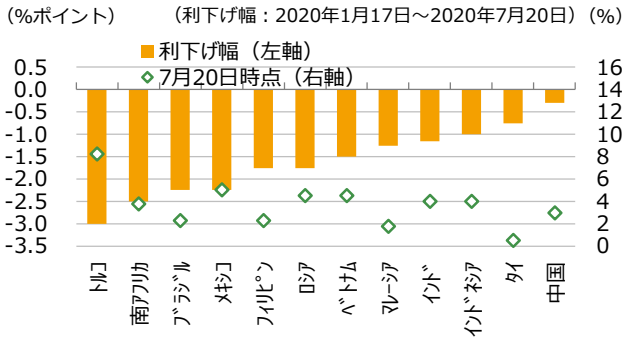
（出所）WHOより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



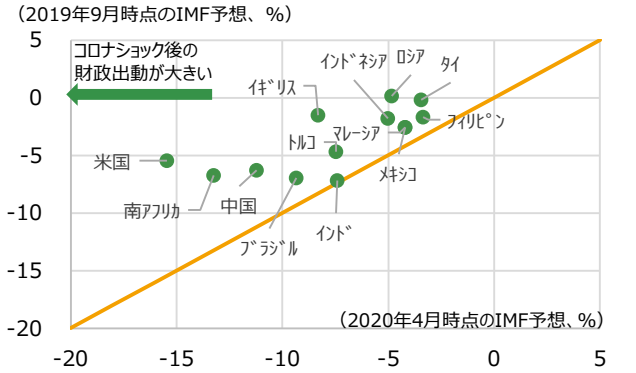
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、南アフリカ、マレーシアが5月、その他は6月時点。
（出所）各種資料より大和アセット作成

主要新興国の金融政策



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の財政政策（財政収支／GDP比率）



（出所）IMF Fiscal Monitorより大和アセット作成

株式

目先では、慎重な姿勢が望ましい

直近1カ月間は、アジアを中心に、新興国株式市場は上昇。中国、ベトナム、マレーシア等は、コロナショック前の水準近辺まで回復。MSCI新興国指数も昨年末の一歩手前まで回復するなど、割高感は一段と強まり、目先では慎重姿勢が望ましい。国別では、景気の回復度合い、バリュエーションの水準などによる選別が一段と必要になろう。

バリュエーションは割高感が強い

直近の株価上昇の背景には、グローバル金融緩和の恩恵、高い株式のリスク・プレミアムなどがある。12カ月先の予想PERを見ると、過去約10年の平均からの乖離が3σを超え、過熱感は強い。特に、新型コロナウイルスの感染抑制が見通せない国においては、バリュエーションの高騰は正当化されにくい。追加景気対策の余地が縮小したことも重しになろう。

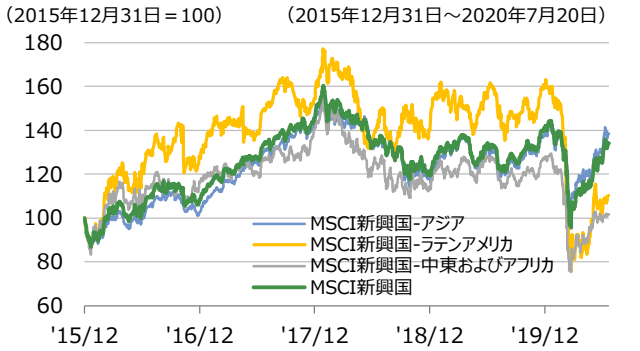
米ドル安の恩恵は一服

4~5月のラリーには、米ドル安も一助となった。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすいと考えられ、バリュエーションは押し上げられやすい。米ドルインデックスの予想に関しては、21年入り以降は上昇方向に転じると予想され、バリュエーションにとって逆風になる可能性がある。

選別が重要な局面へ

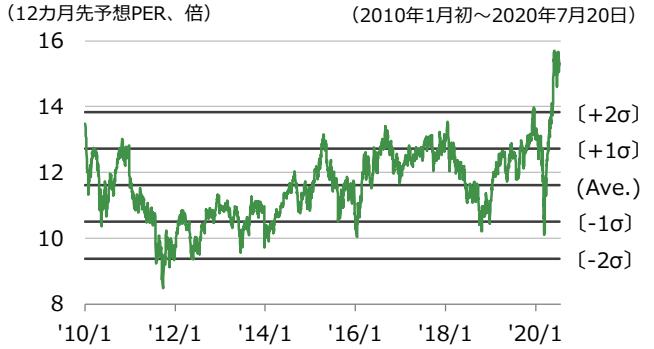
国の選別が重要な局面に入り、1年後の各国の株価水準を考えるうえでは、2021年度予想EPSがコロナショック前（1月17日）に比べて業績悪化を織り込んだ度合いや、12カ月先予想PERの過去平均からの乖離幅、などが判断材料になろう。近似直線の右上に位置するマレーシア、インド、タイの割高感が目立つ一方、左下に位置するインドネシア、メキシコ、フィリピン等には割安感が残っている。

新興国の株式市場の推移



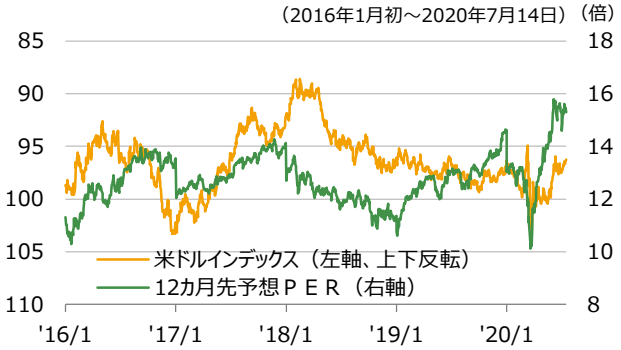
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI新興国インデックスのバリュエーション



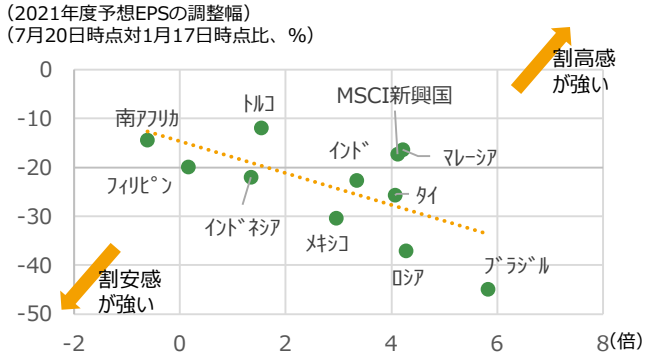
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



（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2021年予想EPSおよび12カ月先PER



※横軸は、12カ月先予想PERの過去5年平均からの乖離を標準偏差の倍数で表示したもの。

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

債券・金利

金利は当面低位推移を継続

新型コロナウイルスによる世界的な混乱の中でも、利下げや、資金の回帰などが支えとなり、新興国ではおおむね速やかに反発。一方で、足元では、追加利下げの余地は限定的となり、国債の一段の金利低下は見込みにくい。もっとも、一部国の実質金利が相対的に高いことや、先進国での低金利長期化が支えとなり、金利上昇も抑制されよう。

選別化では、実質金利が重要ファクター

多くの新興国では、名目の政策金利が歴史的低水準まで引き下げられたものの、実質金利を見ると、利下げ余地が残されている国がある。アジアでは、インドネシア、高金利通貨国の中では、メキシコ、ロシアなどで、利下げ、並びに国債利回りの低下余地が相対的に多く残されている。

リート

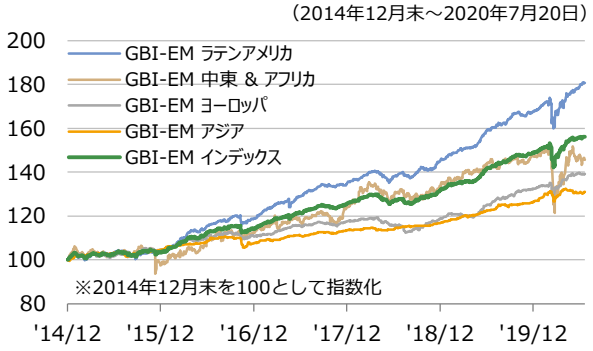
経済活動再開は足踏み

他の地域と同様にアジア・オセアニア地域においても、規模は比較的小さいものの、新型コロナウイルスの感染再拡大が見られる。地域別で状況は異なるが、全体として経済活動再開の方向性は変わらないと考える。新型コロナウイルスの影響は業種によって大きく異なるため、決算発表等を通じて業種別・銘柄別の業績回復の進捗度合いを見きわめたい。

積極的な財政・金融政策

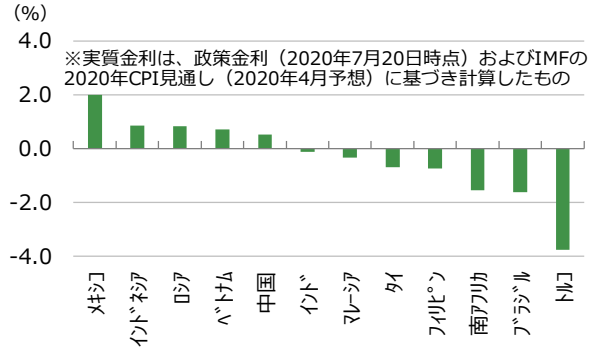
各国中央銀行の緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また一時は大きく拡大した社債の信用スプレッドも縮小が続いている。経済活動の再開に伴い、リートの業績回復や見通し改善が確認されれば、配当利回りと長期金利との利回り差は縮小に向かうと考える。

新興国の債券市場の推移



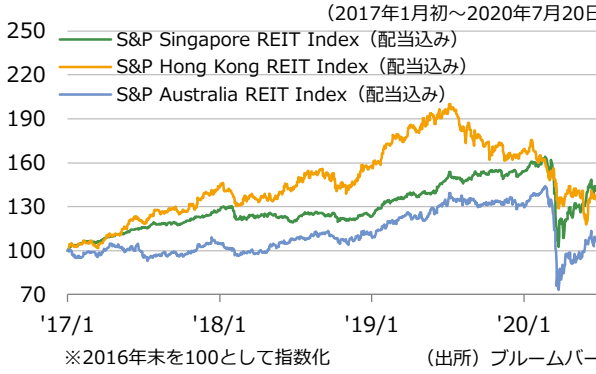
（出所）JP Morganより大和アセット作成

主要新興国の実質金利



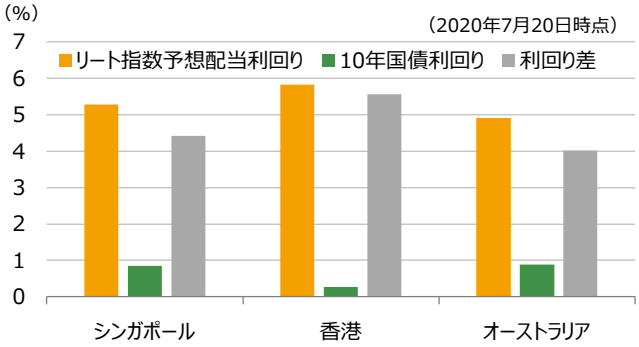
（出所）ブルームバーグ、IMFより大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



（出所）ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



（出所）ブルームバーグ

為替

目先では方向感が乏しく

コロナショック後、買戻しがある程度進んだことで、直近のリスク選好の局面においても、対米ドルでの反応は鈍い。多くのアジア通貨はコロナショック前の水準近辺まで回復するなど、割安感は乏しい。一方、メキシコやロシアでは、証券投資の流入で回復余地はある。2021年入り以降は、米ドル安の一服が新興国通貨の一層の増価を阻む要因になりうる。

資金フローは、緩やかな流入基調へ

世界的な金融緩和の恩恵を受け、6月以降新興国の資金フローは流入に転換。個別国では、インドネシア、インド、ベトナムの株式市場への資金流入が目立つ。ただし、一部の国においては、新型コロナウイルスの感染抑制がまだ見通せず、景気回復のタイミングにも不確実性が強い中での資金流入のため、流入の持続性には注意が必要。

対外収支の急速な悪化はみられず

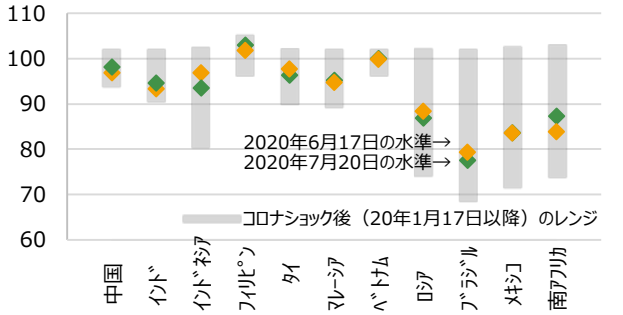
コロナ禍発生後の主要新興国の経常収支を見ると、急速に悪化する国は見られていない。観光収入の減少などが重しである一方で、輸入が急速に減少したことが寄与し、貿易収支が改善した国が多い。対外脆弱性への懸念の抑制に寄与し、コロナ危機が長引く場面で新興国の体力が尽きるリスクは低減されていると言えよう。

外貨準備の激減もみられず

コロナショック発生後、記録的な資金流出に見舞われたものの、トルコを除き、主要新興国の外貨準備高の激減は見られていない。輸入の減少、金価格の上昇などが寄与。目先では、トルコに関しては注意が必要だが、その他国においては、近年の外貨準備高の積み増し、主要国との通貨スワップ締結といったセーフティネットの構築が進み、外部ショックへの耐性は強まったと言えよう。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

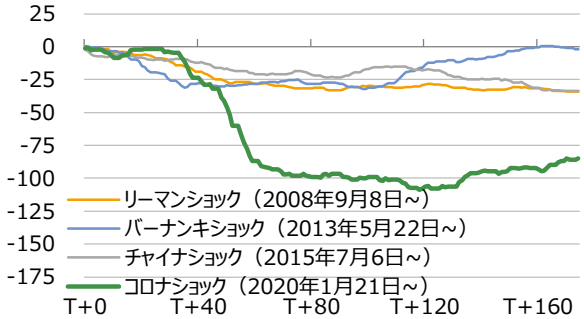
※縦軸は、2020年1月17日=100



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の資金流出規模（株＋債券）

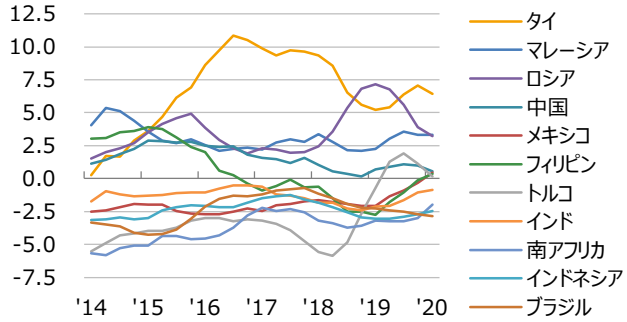
（10億米ドル）　（コロナショック：2020年1月21日～2020年7月13日）



（出所）IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

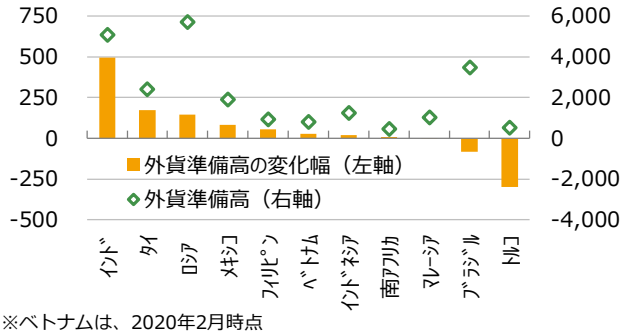
（経常収支／GDP比率、%）　（2014年1-3月期～2020年1-3月期）



※4四半期累計の集計　（出所）CEICより大和アセット作成

主要新興国の外貨準備高

（2019年末～2020年6月の変化幅）（億米ドル）　（2020年6月時点）（億米ドル）



※ベトナムは、2020年2月時点
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

原油

WTIは40米ドル台を回復

WTI原油先物価格が20米ドル/バレル台まで下落した今年3月に、1年程度先の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げ、前回号まで「やや強気」を維持してきた。しかし、従前の想定よりも早く、今年・来年末の予想値である42米ドル/バレルに近づいたため、見通しを「中立」に戻す。下記に述べる通り、上値を抑える要因や下値を支える要因が複数あるため、明確な方向感は出づらいと考える。

原油価格は在庫の減少を先取り

世界の原油需給バランスは今年6月に需要超過へ転じ、EIAによると今後も需要超過の状態が続く見通し。それに伴い、OECD加盟国の商業用原油在庫も6月以降は減少傾向を辿る見通し。もっとも、4月下旬以降の原油価格は、早くも在庫が減少する見通しを織り込んで上昇してきたといえる。当面は、順調に原油在庫が減少していくかを見極める時間帯になると考えられる。

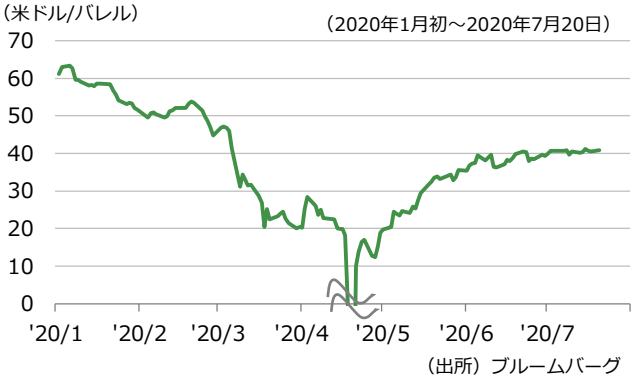
原油価格の上値を抑える要因

原油価格低迷時に原油ETFへ大量の資金が流入し、投機筋も先物の買いポジションを拡大させた。これらの利益確定売りをこなす必要があり、原油価格の上値は抑えられやすい。特に、WTI原油先物価格が40米ドル付近まで回復したところで、ETFからの資金流出が目立ち始めている。未だに高水準の残高があるため、原油価格が上昇すればこれらの売りが進み、上値を抑える要因になるだろう。

原油価格の下値を支える要因

3月から4月にかけて原油価格が急落した局面では、米国の産油量が緩やかに減少する中でガソリンなどの需要が急激に落ち込んだことが、需給を著しく緩ませた。しかし足元では、産油量の減少が十分に進んでおり、ガソリン需要は例年に近い水準まで回復している。また、OPECプラスの協調体制が復活していることを合わせて考えれば、下値リスクも限定的。35米ドル割れが定着する可能性は低い。

WTI原油先物価格

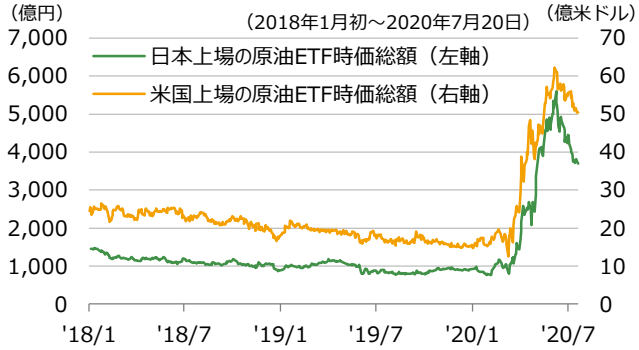


(出所) ブルームバーグ

原油在庫と原油価格

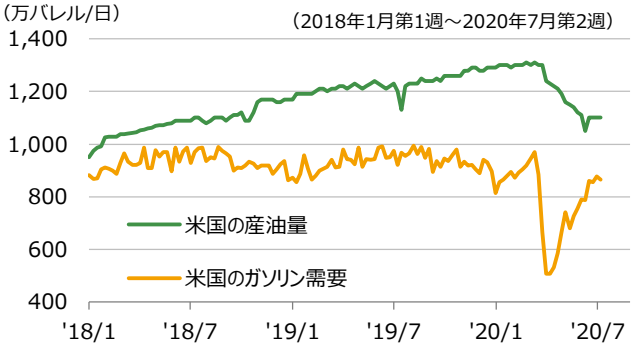
※原油在庫の2020年7月末以降はEIAによる見通し
(出所) EIA、ブルームバーグ

日米の原油ETFの時価総額



※日米ともに2020年7月20日時点での時価総額上位3銘柄を集計
（レバレッジ型を除く）
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米国の産油量とガソリン需要



(出所) EIA

金

米実質金利との連動性

金価格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。6月半ば以降の金価格上昇の背景にも実質金利の低下があった。ただし、下記の通り、実質金利には更なる低下余地が乏しいこと、金ETFへの資金流入が過熱していること、中銀による金需要の低下あるいは売却の可能性を理由に、金価格は上昇リスクよりも下落リスクの方が大きいと考えている。

期待インフレ率の動向を注視

5月以降の米実質金利の低下は、長期金利が横ばいで推移する一方で、原油価格の上昇に連れて期待インフレ率だけが上昇したことに起因する。しかし、米長期金利の低下余地は限られる。また、原油価格の上値が重くなっている状況下、実際のインフレ率が上昇しない中において、短期的には期待インフレ率の更なる上昇は難しいと思われる。そのため、実質金利の低下も限界が近いのではないか。

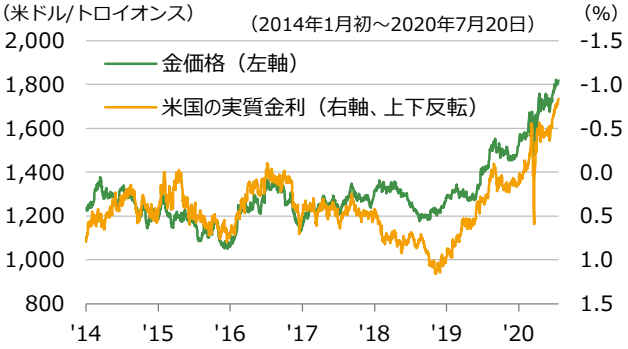
資金フローでは金ETFの動向がカギ

昨年の金価格の上昇をけん引したのは、主にETFへの資金流入と投機筋（非商業部門）による先物買いである。今年に入って以降もETFの残高は拡大傾向にあるが、投機筋は追随していない。2018年には、投機筋が買いポジションを縮小させ、その後に金価格が下落したという経緯もある。金価格が下がり始めれば、金価格の上昇を信じてETFに流入してきた資金が逆流する可能性も否定できない。

トルコ中銀の動きに注目

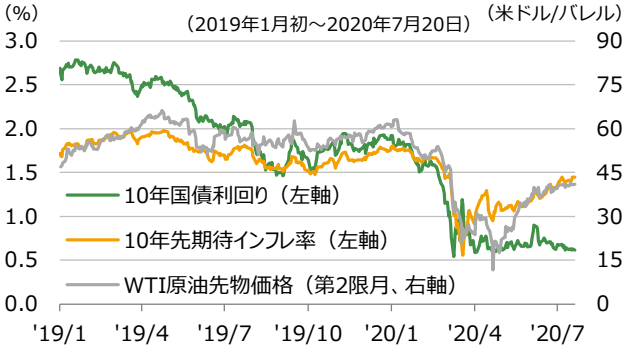
金の買い手として、中央銀行の動きも注目される。特に、トルコは外国人観光客数の激減を背景に当面は大幅な経常赤字が継続する見込み。トルコ中銀は通貨安を抑制するために外貨準備を取り崩してきたが、いよいよ金を手放さなくてはならない状況が近づいているように思われる。同行の金保有額は金ETF残高の2割程度に相当する規模であり、同行が売却に動けば市場への影響が懸念される。

金価格と米国の実質金利



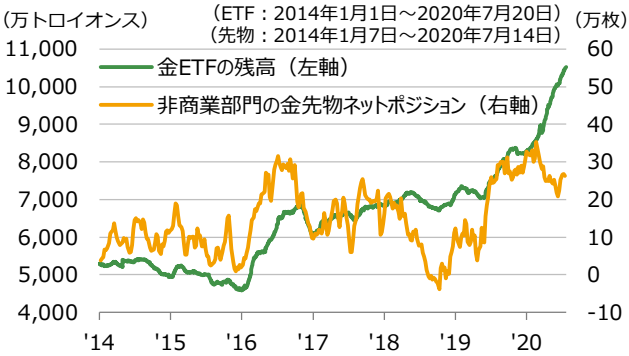
※実質金利=10年国債利回り－10年先期待インフレ率
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

米国の10年国債利回り・期待インフレ率、原油価格



（出所）ブルームバーグ

金ETFの残高と非商業部門の金先物ネットポジション



※金ETFの残高は日次データ、金先物ネットポジションは週次データ
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

トルコの外貨準備高と金準備高

（出所）トルコ中央銀行

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
感染第2波の大規模な襲来	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。政府の経済対策でも十分には抗しきれず。当面の需要消失だけでなく、潜在成長率が有意に低下する。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、ボラティリティが過去の金融危機を超える。先進国の株式市場は直近ボトムから反発しており、経済活動の正常化を相当程度織り込み済。一時期的な感染再拡大ではなく、来年以降の経済活動水準の回復に疑念が持たれる状況となれば株式市場のセンチメントは大きく低下しよう。
米中対立の激化	中	大	大	新型コロナウイルスに係る米中の非難合戦や「香港国家安全法」の制定などで、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、不況に拍車をかけ、景気回復を阻害する。その結果、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する。中国では供給網の中国離れが進み、中長期的に発展途上国の罠に落ち込む可能性が高い。一方、東南アジアやインドは直接投資の受け皿になりうる。先進国株式は企業業績への悪影響が再び意識され、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。
原油価格の極端な変動	中	中	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。一方で、価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅。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。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。
米国の大統領・議会選挙後の政策の急変	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。バイデン氏が当選した場合、分配重視の政策に傾斜し、トランプ減税の巻き戻しが懸念される。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。

※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 7/20	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-2.25	-1.00
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%	0.00	-1.50	-0.50
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	0.00	-0.75	-1.25
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.35	-0.25
ブラジル	セリック・レート	2.25%	0.00	-4.25	-8.00
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.15
インド	レポ金利	4.00%	0.00	-1.75	-2.25
インドネシア	7日物借入金利	4.00%	-0.25	-1.75	-0.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.00%	-0.50	-3.25	-2.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	4.50%	0.00	-3.00	-4.50
トルコ	1週間物レポ金利	8.25%	0.00	-15.75	0.25

10年国債利回り	直近値 7/20	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	0.61%	-0.08	-1.45	-1.65
ドイツ	-0.46%	-0.05	-0.14	-0.99
日本	0.03%	0.01	0.16	-0.05
カナダ	0.51%	-0.02	-0.99	-1.37
豪州	0.89%	0.03	-0.47	-1.85
中国	2.94%	0.06	-0.22	-0.64
ブラジル	6.97%	-0.63	-0.57	-4.38
英国	0.15%	-0.09	-0.58	-1.05
インド	5.80%	-0.05	-0.57	-0.65
インドネシア	7.08%	-0.10	-0.06	0.14
メキシコ	5.84%	-0.09	-1.68	-1.01
ロシア	5.94%	0.30	-1.50	-1.94
トルコ	12.50%	0.74	-3.07	2.19

株価指数		直近値 7/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	26,681	3.1%	-1.7%	23.5%
	S&P500	3,252	5.0%	9.2%	31.5%
ユーロ圏	STOXX 50	3,388	3.6%	-2.6%	-3.2%
日本	日経平均株価	22,717	1.1%	5.8%	12.8%
	TOPIX	1,577	-0.4%	0.8%	-3.4%
中国	MSCI中国	95.69	9.4%	20.3%	23.6%
インド	MSCIインド	1,282	7.3%	-1.1%	9.4%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,733	3.3%	-23.0%	-17.0%
ベトナム	ベトナムVN指数	861	-0.8%	-12.3%	12.1%

為替（対円）	直近値 7/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米ドル	107.27	0.4%	-0.4%	-4.1%
ユーロ	122.79	2.8%	1.6%	-5.7%
カナダ・ドル	79.26	0.9%	-3.9%	-10.9%
豪ドル	75.26	3.0%	-0.8%	-15.5%
人民元	15.35	1.8%	-1.9%	-7.3%
ブラジル・レアル	20.12	0.0%	-30.0%	-43.9%
英ポンド	135.81	2.9%	0.9%	-6.4%
インド・ルピー	1.43	2.1%	-8.5%	-17.6%
インドネシア･ルピア	0.72	-4.2%	-6.3%	-13.8%
フィリピン・ペソ	2.17	1.8%	3.1%	-1.7%
ベトナム・ドン	0.46	0.5%	-0.1%	-6.0%
メキシコ・ペソ	4.77	1.0%	-15.7%	-25.5%
ロシア・ルーブル	1.50	-2.2%	-12.2%	-20.9%
トルコ・リラ	15.62	0.2%	-17.9%	-50.7%

リート		直近値 7/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	16,061	-2.7%	-14.8%	-2.6%
日本	東証REIT指数	1,658	-1.6%	-17.7%	-1.2%

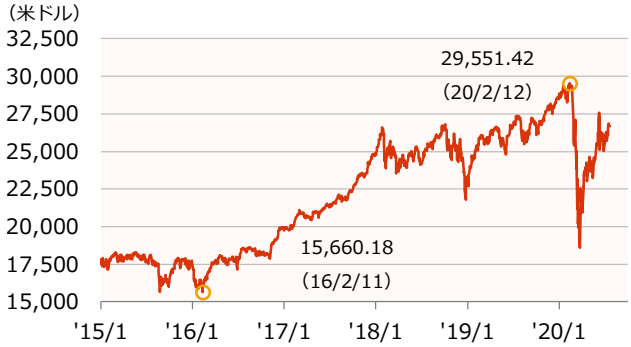
商品		直近値 7/20	期間別変化率 1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	40.81	2.7%	-26.6%	-12.8%
金	COMEX金先物価格	1,817	4.1%	27.4%	45.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

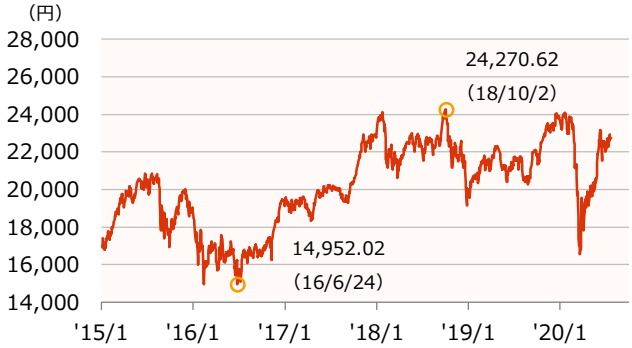
NYダウ



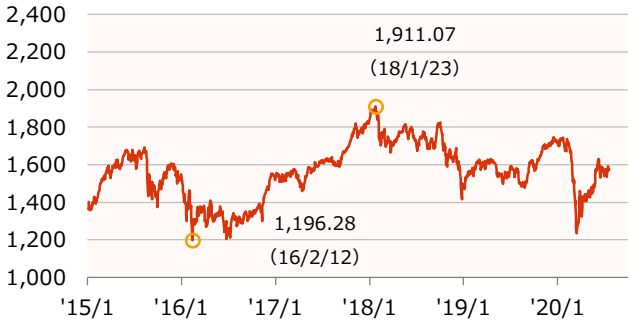
S&P500

STOXX 50

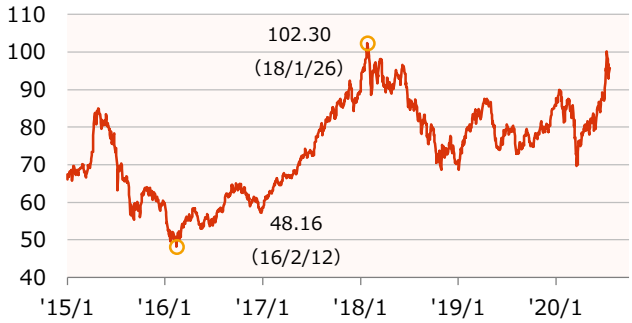
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数（配当込み）

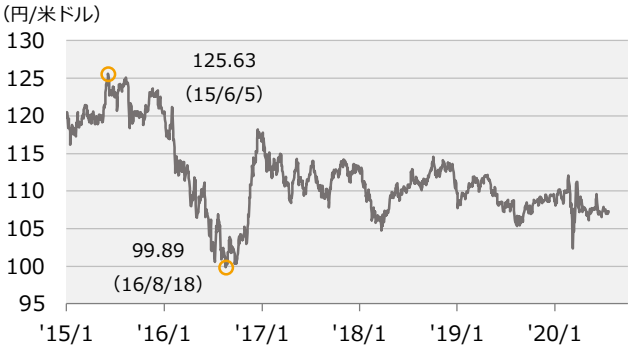
東証RETI指数（配当なし）

※グラフの期間は2015年1月初～2020年7月20日

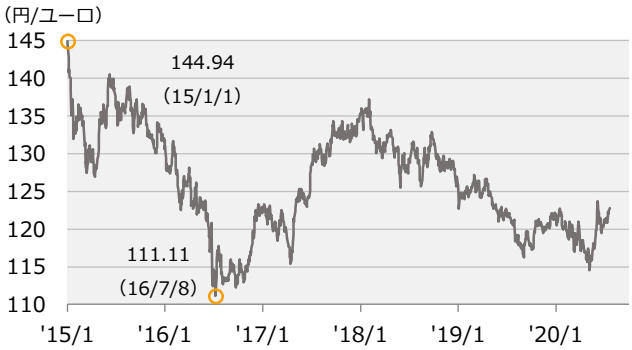
（出所）ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

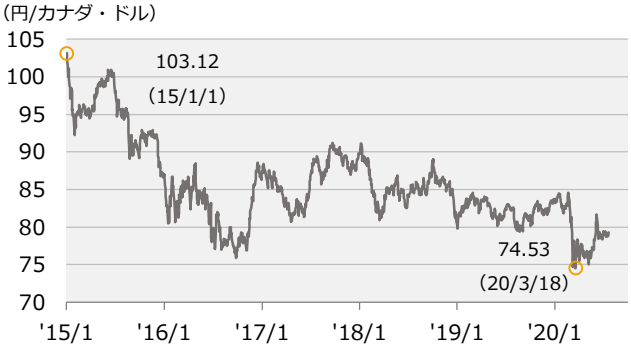
米ドル



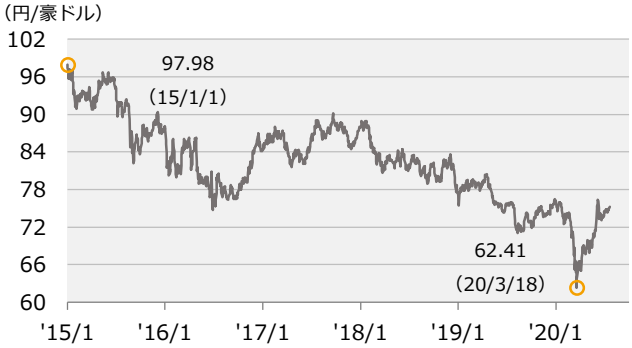
ユーロ



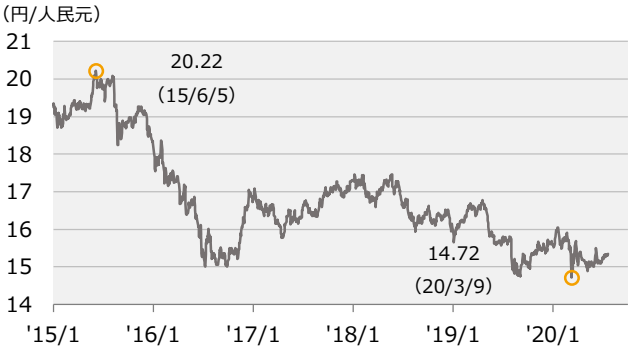
カナダ・ドル



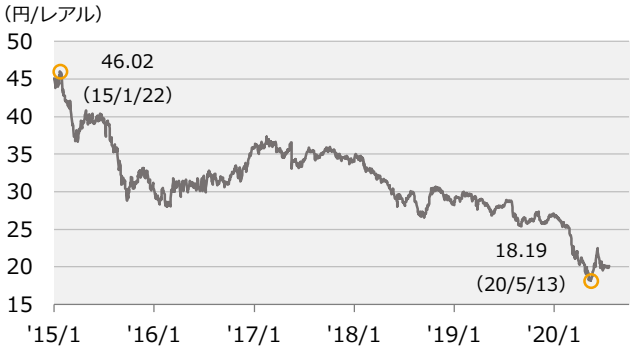
豪ドル



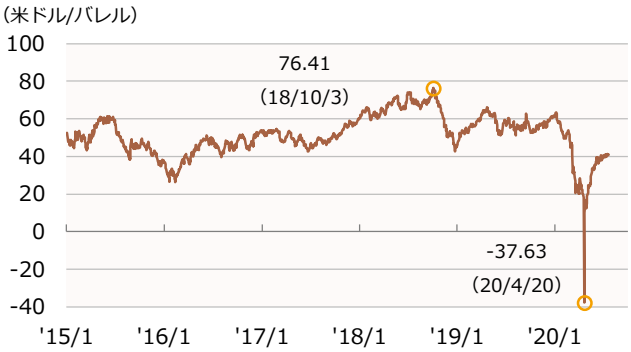
中国人民元



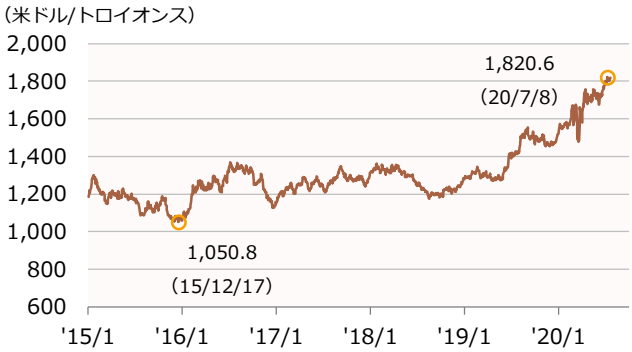
ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2020年7月20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 2017年	2018年	2019年
米国	2.4	2.9	2.3
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2
日本	2.2	0.3	0.7
カナダ	3.2	2.0	1.7
豪州	2.5	2.7	1.8
中国	6.9	6.7	6.1
ブラジル	1.3	1.3	1.1
先進国	2.5	2.2	1.7
新興国	4.8	4.5	3.7

消費者物価	前年比 2017年	2018年	2019年
米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.0	1.9	1.6
中国	1.6	2.1	2.9
ブラジル	3.4	3.7	3.7

政策金利		年末値 2017年	2018年	2019年
米国	FFレート（上限）	1.50	2.50	1.75
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-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	1.00	1.75	1.75
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	0.75
中国	1年物MLF金利	3.25	3.30	3.25
ブラジル	セリック・レート	7.00	6.50	4.50

失業率	年末値 2017年	2018年	2019年
米国	4.1	3.9	3.5
ユーロ圏	8.6	7.8	7.4
日本	2.7	2.4	2.2
カナダ	5.8	5.7	5.6
豪州	5.6	5.0	5.1
中国	3.9	3.8	3.6
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	• 雇用の最大化 • 物価の安定：2%のインフレ率	• 物価の安定：2%弱のインフレ率	• 物価の安定：2%のインフレ率
金融政策	短期金利操作 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	（現在は主として） 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 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	• 2020、2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 • 緩和的な金融政策が一段と長期化するが、緊急対応の貸出・信用緩和の制度は2021年に漸次巻き戻し	• 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 • 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	• 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 • 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
2020年	8月		●米民主党全国大会（17-20日） ●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	●日銀金融政策決定会合（20-21日） ●通常国会召集（月内）	●米議会開会（4日） ●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日）	
	2月		●米大統領議会演説	●中華圏旧正月（12日）
	3月	●日銀金融政策決定会合（18-19日）	●ECB理事会（11日） ●FOMC（16-17日） ●EU首脳会議（月内）	●中国全人代（上旬）
	4月	●日銀金融政策決定会合（26-27日）	●英国地方選挙（7日） ●ECB理事会（22日） ●FOMC（27-28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）
	5月		●EU首脳会議（月内）	
	6月	●日銀金融政策決定会合（17-18日） ●通常国会会期末（月内）	●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日）	
	7月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●東京五輪（23日-8月8日）	●FOMC（27-28日） ●連邦政府債務上限対応期限（31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、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、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、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、ISM：米国サプライマネジメント協会、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、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7月20日）
（発行日：2020年7月28日）