



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

11

NOV. 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



金融政策の下支えの中で財政とワクチンを待つ

- この1カ月の世界の株式市場は堅調に推移した。新型コロナによる新規死亡者数の増加が抑制されていることや、時間の経過でワクチンの開発時期が着実に近づいていることなど、春先とは状況が異なる。
- 一方で各国の長期金利は低位安定している。各国中央銀行の景気回復に全力をあげる、そのため低金利政策を長く続ける姿勢が市場に浸透しているためだと言える。そうした金融政策による下支えがある中で、市場は財政政策と新型コロナウイルスワクチンの開発を待っている。



- 経 … 緩和的な金融政策と拡張的な財政政策の継続で、2021年末にはコロナ前の軌道に。
- 株 … 株価の割高感から不安定さはあるものの、重要イベントの内容次第。
- 債 … ゼロ金利政策の解除は2023年以降、資産購入の継続で長期金利の上昇も抑制。
- リ … リートの業績回復には時間、バリュエーション上昇が先行しよう。
- 為 … リスクオンは米ドル安要因だが、米名目・実質金利の下げ止まりが米ドル高要因に。



- 経 … 感染拡大の景気への影響は限られ、柔軟な金融、財政政策の下、高成長が継続。
- 株 … 新型コロナの感染再拡大と英国のEU離脱交渉がリスクも影響は一時的と予想。
- 債 … 感染の急拡大の収束や財政刺激の継続で、ドイツの長期金利は緩やかな上昇へ。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロを支えるが、感染拡大がユーロ高を抑える要因に。



- 経 … 雇用情勢の悪化は限られ、抑制された需要の発現等で、景気は堅調に推移。
- 株 … 相対的な割高感の乏しさに加え、業績回復余地は相対的に大きいと予想。
- 債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。
- リ … 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 … 世界景気減速懸念の緩和が円安要因だが、感染収束しないとリスクオンを抑制へ。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 感染第2波が目先の景気回復を抑制も、感染収束後は追加の財政政策が回復を後押し。
- 債 … 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの調整により、長期金利は低位安定。
- 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 … 感染第2波が収束し、追加の財政政策も支えに10-12月期以降は順調な回復に。
- 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 … 先進国内での相対的な長期金利の高さや経常黒字の継続が追い風。



中国

- 経 … 消費がけん引役に加わり、年後半は前年比5%以上の成長へ。
- 株 … 次期5カ年計画への期待やIPO改革による有望企業の上場加速等を受け、上昇余地あり。
- 債 … 金利上昇余地は小さく、押し目買いの好機。
- 為 … 輸出主導の発展モデルの転換、国際収支の改善などを受け、緩やかな通貨高へ。



ブラジル

- 経 … 新型ウイルス問題は最悪期を脱するも、経済活動の再開は不均一かつ緩慢。
- 債 … 利下げ打ち止めにより長期金利の低下余地は限定的。
- 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

NOV. 2020



今月の一枚

ロライマ山（ベネズエラ）

ベネズエラ、ブラジル、ガイアナの三つの国境にそびえるテーブルマウンテン。コナン・ドイルの『失われた世界』の舞台としても有名。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

この1カ月の世界の株式市場は堅調

この1カ月の世界の株式市場は堅調に推移した。新型コロナウイルスが収束方向に向かっているわけではない。むしろ、欧州では感染第2波が深刻化している。もっとも、新規死者数の増加は引き続き抑制されており、春先とは状況が異なる。経済指標も堅調で、例えば、グローバルPMI製造業・サービス業はともにコロナ前の水準を維持している。

春先とは状況が異なる

また、逆説的には、新型コロナウイルスによる新規死者数が抑制された上で、新規感染者数が増加していることは、追加的な財政・金融政策が期待できるがゆえに、市場にとってトータルではプラス材料になりうる。時間の経過もポジティブに働く。新型コロナウイルスワクチンの開発時期が着実に近づいてくるからだ。この点も春先とは状況が異なる。

金融市場

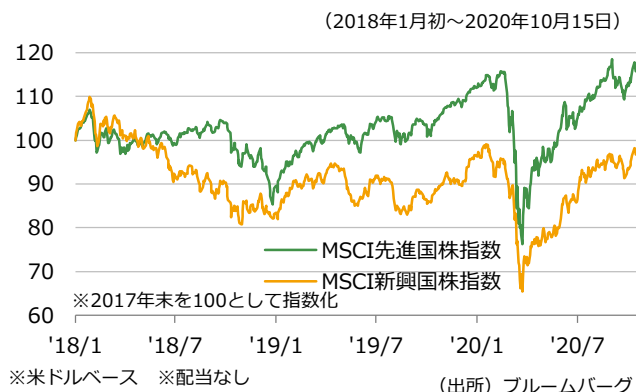
不確実性の低下が株価の上昇に寄与

米国では、民主党のバイデン大統領候補の優勢が続き、議会上下院ともに民主党が制する、いわゆる「トリプル・ブルー」の可能性が高まっている。前述した新型コロナウイルスとそれによる経済への影響の不確実性の低下に加え、大統領選挙に対する不確実性の低下と、民主党が主張する大規模な追加経済対策への期待が株価の押し上げ要因となっている。

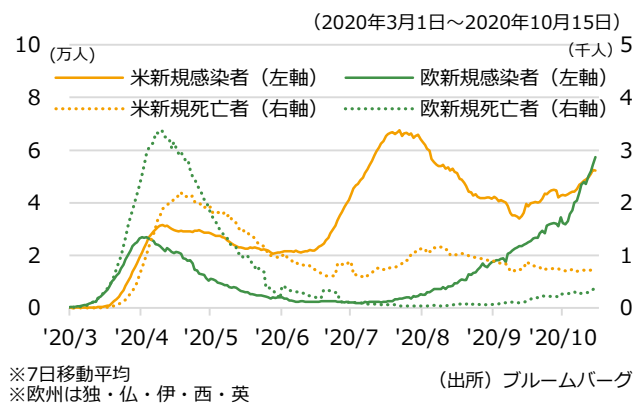
金融政策による下支え効果

一方で各国の長期金利は低位安定している。通常、景気が回復すれば、あるいは大規模な財政出動がなされれば、長期金利には上昇圧力がかかる。長期金利が上昇しないのは、各国中央銀行の景気回復に全力をあげる、そのため低金利政策を長く続ける姿勢が市場に浸透しているためだと言える。そうした金融政策による下支えがある中で、市場は財政政策と新型コロナウイルスワクチンの開発を待っている。

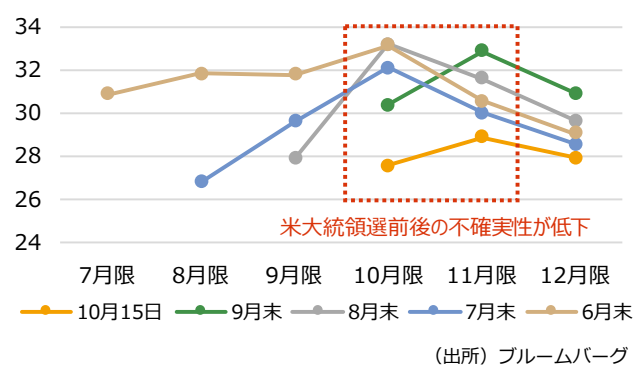
世界株式



欧米での新型コロナウイルスの新規感染者・新規死者数



VIXの期間構造



先進国中央銀行の政策金利のフォワード・ガイダンス

FRB	FOMCが考える最大雇用と整合的な水準へ労働市場が達し、インフレ率が2%に上昇し、ある期間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで、この目標レンジを維持する
ECB	インフレが2%弱へ強く収束すると見通せ、それが基調的なインフレ率に継続的に反映されるまで、これら政策金利は現在の水準以下に留まる
BOE	供給過剰の削減と2%のインフレ目標の達成において大幅な進展がなされたとの明確な状況証拠があるまで金融政策を引き締める意向はない
BOC	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
RBA	経済が完全雇用に向けて前進しインフレ率が目標の2~3%内で安定するとの確信が得られない限り利上げしない

(出所) 各国中央銀行

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				緩和的な金融政策と拡張的な財政政策の継続で、2021年末にはコロナ前の軌道に。 感染拡大の景気への影響は限られ、柔軟な金融、財政政策の下、高成長が継続。 雇用情勢の悪化は限られ、抑制された需要の発現等で、景気は堅調に推移。 感染第2波が目先の景気回復を抑制も、感染収束後は追加の財政政策が回復を後押し。 感染第2波が収束し、追加の財政政策も支えに10-12月期以降は順調な回復に。 消費がけん引役に加わり、年後半は前年比5%以上の成長へ。 新型コロナウイルス問題は最悪期を脱するも、経済活動の再開は不均一かつ緩慢。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※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				株価の割高感から不安定さはあるものの、重要イベントの内容次第。 新型コロナの感染再拡大と英国のEU離脱交渉がリスクも影響は一時的と予想。 相対的な割高感の乏しさに加え、業績回復余地は相対的に大きいと予想。 次期5カ年計画への期待やIPO改革による有望企業の上場加速等を受け、上昇余地あり。 感染拡大が懸念材料で、割高感も強く、目先では慎重姿勢が必要。 雇用関連のオムニバス法案の議会通過は潜在成長率の加速に寄与し、上昇余地あり。 感染抑制が景気回復のペースを遅らせるリスクが高く、上昇余地限定的。 新型コロナ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。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
	ベトナム				

債券	米国				ゼロ金利政策の解除は2023年以降、資産購入の継続で長期金利の上昇も抑制。 感染の急拡大の収束や財政刺激の継続で、長期金利は緩やかな上昇へ。 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%程度で安定的に推移。 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの調整により、長期金利は低位安定。 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。 金利上昇余地は小さく、押し目買いの好機。 利下げ打ち止めにより長期金利の低下余地は限定的。 政策金利は実効下限で長期化、資産購入の継続で長期金利の上昇も抑制。 物価上昇が追加利下げの障害となり、目先は慎重姿勢が必要。 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。 今回の利下げサイクルは終盤で長期金利の低下余地は限定的。 通貨防衛のために更なる利下げに消極的であり、長期金利の低下余地は限定的。 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。
	ドイツ				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				
	英国				
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				

リート	米国				リートの業績回復には時間、バリュエーション上昇が先行しよう。 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。
	日本				

商品	原油				原油在庫の減少基調は変わらず、大幅下落のリスクは限定的。 実質金利の下げ止まりやポジション調整による資金流出が重荷。
	金				

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

為替	米ドル				リスクオンは米ドル安要因だが、米名目・実質金利の下げ止まりが米ドル高要因に。 欧州復興への各国協調がユーロを支えるが、感染拡大がユーロ高を抑える要因に。 世界景気減速懸念の緩和が円安要因だが、感染収束しないとリスクオンを抑制へ。 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。 先進国内での相対的な長期金利の高さや経常黒字の継続が追い風。 輸出主導の発展モデルの転換、国際収支の改善などを受け、緩やかな通貨高へ。 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・EU通商交渉の不透明感が残る。英国の感染拡大もあり、通貨高は限定的に。 感染拡大により、景気回復が予想より遅れる懸念が通貨安圧力になりやすい。 割安感があるも、中銀の独立性を損なう法改正の観測が重しとなり、レンジ推移へ。 経常収支の黒字転換、中銀の外貨積み増しのペース緩和などが支え。 相対的に下落幅小な分、反発余地小だが、貿易黒字が支え。 景気回復への期待は相対的に小さいが、実質金利の高さが通貨を下支え。 政治リスクはあるが、当局の外貨売り・ループル買い介入や実質金利の高さが追い風。 経常赤字が続く、為替介入余地が乏しい中、大幅な利上げなくして通貨防衛は困難。
	ユーロ				
	日本円				
	カナダ・ドル				
	豪ドル				
	中国人民元				
	ブラジル・レアル				
	英ポンド				
	インド・ルピー				
	インドネシア・ルピア				
	フィリピン・ペソ				
	ベトナム・ドン				
	メキシコ・ペソ				
	ロシア・ルーブル				
	トルコ・リラ				

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年
米国	2.3	-3.6	5.8	3.1	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.80	0.8	0.8	0.8
ユーロ圏*	1.3	-8.5	6.0	2.4	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.30	-0.4	-0.3	-0.2
日本	0.7	-5.3	3.6	1.5	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.0	0.0	0.0
カナダ	1.7	-5.7	4.9	3.2	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.7	0.7	0.7
豪州	1.8	-3.8	3.2	3.4	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.9	0.9	0.9
中国	6.1	2.3	7.2	5.8	3.25	2.95	2.95	2.95	3.14	3.0	3.5	3.0
ブラジル	1.1	-5.7	3.4	2.5	4.50	2.00	2.50	3.00	7.05	8.0	8.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末		実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末
米国	28,538	27,300	28,500	29,300	米ドル	108.61円	108円	108円	107円
NYダウ	22.3%	-4.3%	4.4%	2.8%		-1.0%	-0.6%	0.0%	-0.9%
米国	3,231	3,340	3,480	3,580	ユーロ	121.77円	126円	126円	125円
S&P500	28.9%	3.4%	4.2%	2.9%		-3.2%	3.5%	0.0%	-0.8%
欧州	3,745	3,240	3,400	3,510	カナダ・ドル	83.63円	80円	80円	79円
STOXX 50	24.8%	-13.5%	4.9%	3.2%		4.0%	-4.3%	0.0%	-1.3%
日本	23,657	23,500	25,000	26,000	豪ドル	76.24円	78円	80円	81円
日経平均株価	18.2%	-0.7%	6.4%	4.0%		-1.4%	2.3%	2.6%	1.3%
日本	1,721	1,650	1,780	1,850	中国人民元	15.60円	16.4円	16.9円	17.3円
TOPIX	15.2%	-4.1%	7.9%	3.9%		-2.3%	5.1%	3.0%	2.4%
中国	85.7	110	116	118	ブラジル・リアル	26.98円	19.3円	18.6円	17.8円
MSCI	20.4%	28.4%	5.5%	1.7%		-4.5%	-28.5%	-3.6%	-4.3%

	リート			
	実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末
米国	20,156	20,160	21,811	23,550
NAREIT指数	26.0%	0.0%	8.2%	8.0%
日本	2,145	1,750	1,850	1,900
東証REIT指数	20.9%	-18.4%	5.7%	2.7%

【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

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年
英国	1.5	-10.0	7.8	3.1	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.3	0.3	0.3
インド*	4.2	-7.8	7.8	4.3	4.90	3.75	3.50	3.50	6.56	5.7	6.0	6.5
インドネシア	5.0	-2.7	5.5	4.8	5.00	3.75	3.75	4.00	7.04	6.5	7.0	7.5
フィリピン*	6.0	-3.8	7.3	5.6	4.00	2.00	2.00	2.00	2.71	1.8	2.3	2.5
ベトナム	7.0	2.8	7.8	6.5	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-0.3	-9.3	5.3	2.0	7.25	4.00	4.00	4.00	6.91	6.0	6.5	7.0
ロシア	1.3	-5.3	3.9	2.5	6.25	4.00	4.00	4.00	6.41	6.0	6.5	7.0
トルコ	0.9	-3.7	3.2	3.0	12.00	12.25	14.00	10.00	11.72	14.0	14.0	12.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末		実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末
インド MSCI	1,370 8.5%	1,290 -5.8%	1,390 7.8%	1,350 -2.9%	英ポンド	144.07円 3.0%	140円 -2.8%	140円 0.0%	139円 -0.7%
インドネシア MSCI	7,288 3.0%	6,600 -9.4%	6,980 5.8%	7,230 3.6%	インド・ルピー	1.52円 -3.1%	1.42円 -6.7%	1.50円 5.6%	1.45円 -3.3%
ベトナム VN指数	961 7.7%	1,025 6.7%	1,121 9.4%	1,180 5.3%	インドネシア・ルピア*	0.784円 3.0%	0.745円 -5.0%	0.771円 3.5%	0.738円 -4.3%

	商品					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末		実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末
WTI原油 (米ドル/バレル)	61.06 34.5%	42 -31.2%	42 0.0%	42 0.0%	ベトナム・ドン*	0.469円 -0.8%	0.466円 -0.6%	0.466円 0.0%	0.456円 -2.1%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,523 18.9%	1,800 18.2%	1,950 8.3%	1,950 0.0%	メキシコ・ペソ	5.74円 2.8%	4.91円 -14.4%	5.02円 2.2%	5.10円 1.6%
					ロシア・ルーブル	1.75円 10.7%	1.44円 -17.9%	1.50円 4.2%	1.53円 2.0%
					トルコ・リラ	18.2円 -11.8%	12.9円 -29.3%	11.7円 -9.3%	10.8円 -7.7%

【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

実質GDPは来年末にコロナ前の軌道へ

新型コロナウイルスで極端に収縮した後の経済活動の回復は急で、実質GDPは2020年7-9月期に前期比年率30%程度に達したと見込む。10-12月期には追加経済対策が策定され、2021年中も緩和的な金融政策と拡張的な財政政策の継続で、実質GDPは2021年4-6月期に新型コロナウイルス直前の水準に、10-12月期にはコロナ前の軌道に復すると見込む。2022年は2%程度の潜在成長率での安定推移を想定。

感染の拡大も景気回復基調を妨げず

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも4月をボトムに急上昇し、足元は50台後半に、構成系列の新規受注、生産指数に限れば60超の高水準に達している。6月半ばから7月末にかけて新型コロナウイルスの新規感染者数が急増したにも拘わらず、景況感指数は低下していない。新規死者数の増加が限定的である限り、感染の拡大は必ずしも経済活動の回復基調を妨げることはないとの示唆が得られる。

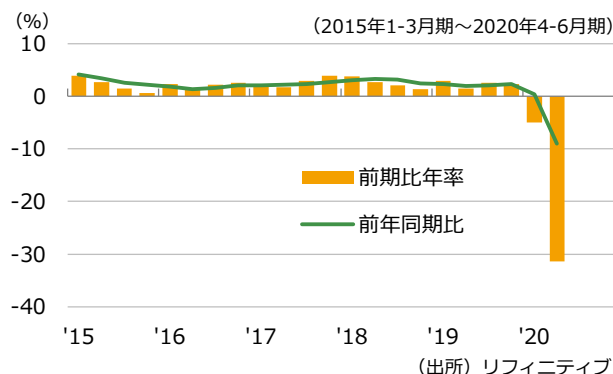
失業率は想定以上のペースで低下

失業率は50年来の低水準である3.5%から、新型コロナウイルスに因る3、4月の急上昇で世界大恐慌以来となる14.7%へ達した後、今度は想定以上のペースで低下し、9月には7.9%まで戻した。経済の不均衡の調整に長期間を要するバブル崩壊とは異なり、経済活動の再開に連れて一時解雇者の復職が円滑に進んでいる。一方で、恒久解雇者も増えており、6%台からは低下が緩やかになるろう。

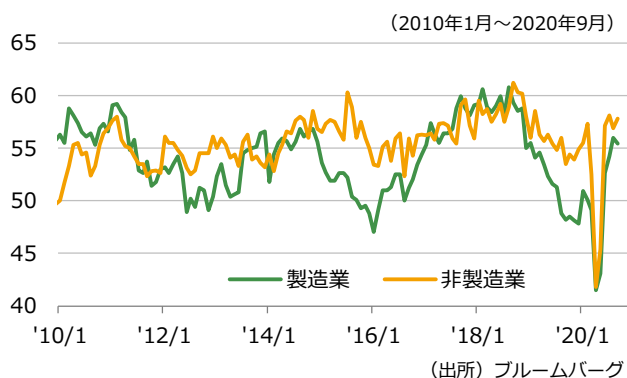
インフレ率は2%がほぼ上限に

FRBがインフレ率の計測に用いている個人消費支出デフレータの前年同月比は、エネルギー価格の変動による一時的な上振れを除けば、2010年以降、2%をほぼ上限に推移している。2021年10-12月期に実質GDPは新型コロナウイルス前の軌道に復し、インフレ率はタイムラグを伴って2022年末にかけて2%近傍に達すると見込む。しかし、失業率が十分に低下するまでは、2%がほぼ上限と想定する。

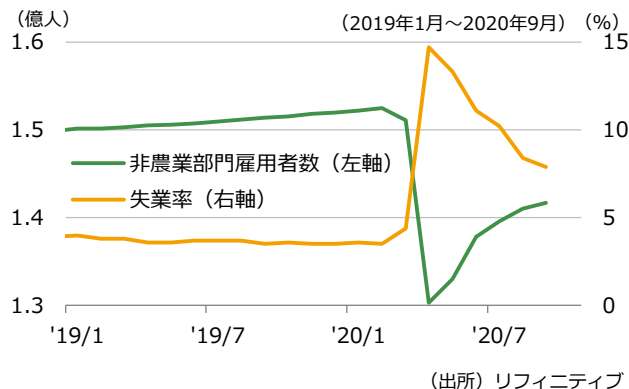
実質GDP



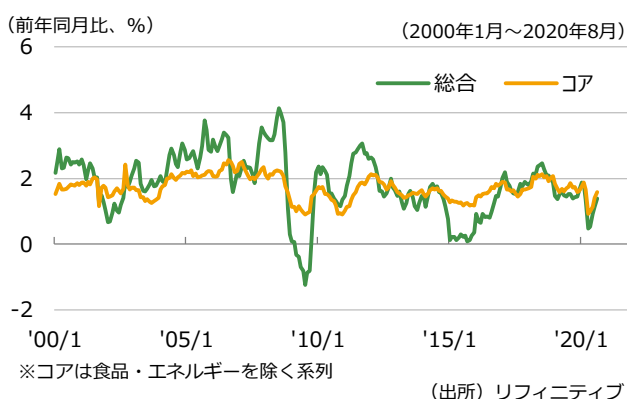
ISM景況感指数



雇用者数と失業率



個人消費支出デフレータ





株式

中立スタンスを継続

米国株の見通しは中立スタンスを継続する。米国大統領選と新型コロナウイルスワクチンの開発動向が引き続き目先の重要イベント。米国大統領選はバイデン氏優勢との見方が強まり、新型コロナウイルスワクチンも治験一時停止が一部発生も有力候補の開発停止は発生していない。リスク含みではあるものの、重要イベントの不確実性はこの1カ月間でやや後退したと考える。

バリュエーションは高く不安定さは残る

一方、バリュエーションに対する見方に変更はない。12カ月先予想EPSを基準としたPERは足元でも20倍超の水準にあり割高感是否めない。株価上昇のためには高いバリュエーションの期待に見合う実績が求められ、現在で言えば、新型コロナウイルス問題からの経済、企業業績の回復程度がそれに相当すると考える。期待が高い分、センチメントの変化で株価は上下に動きやすく、不安定さは残る。

コロナ前回帰が実現すれば上振れ余地も

右図は日米欧主要株価指数の2021年度及び2022年度の営業利益等のコンセンサス予想が2018年度実績を下回る銘柄数比率をみたもの。日欧との比較ではその比率は低いものの、米国も4分の1程度が2018年度実績を下回る2022年度予想となっている。構造変化により業績回復が困難な銘柄もあると考えるが、新型コロナ前への回復の確度が高まれば業績回復期待の裾野が広がる余地はあると考える。

上院選挙も注意

11月3日の選挙は、大統領選の結果確定時期や上院議会の過半数獲得政党も重要なポイント。14日時点で1,500万人以上が期日前投票を行っており、選挙結果の確定が遅れる可能性が指摘されている。また、上院議会選はPredictIt社調査などにおいて民主党が過半数を獲得するとの予想が見られる一方、世論調査では依然拮抗しており、乖離が見られる。政策の実現性の観点から上院選はリスク要因。

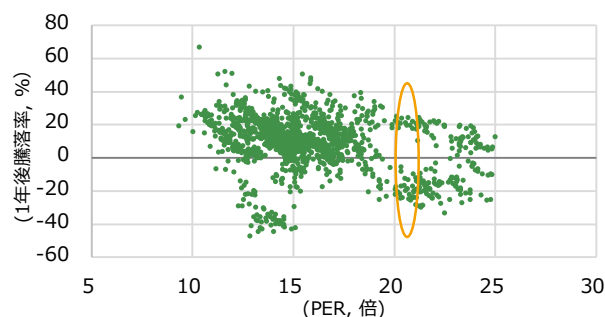
S&P500の推移

(2013年初～2020年10月15日)



PERと1年後騰落率 (S&P500)

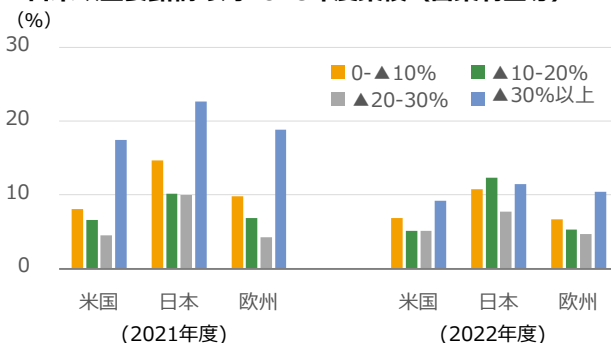
(1990年1月5日～2019年10月11日)



※1年後騰落率は52週後、PERは12カ月先予想EPSベース

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

日米欧主要銘柄の対2018年度業績 (営業利益等)

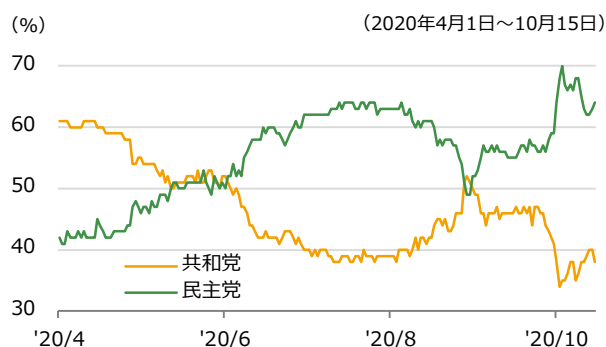


※米国：S&P500、日本：TOPIX500、欧州：STOXX Europe600のうち、決算月が12月及び1～3月の銘柄を対象

※営業/税引/当期利益の順に2社以上の予想値のある項目を採用

(出所) リフィニティブ等より大和アセット作成

上院における過半数獲得党の予想 (米国議会選挙)





債券・金利

ゼロ金利政策の解除は2023年以降

9月FOMCでは、ゼロ金利政策解除の条件として、①最大雇用、②インフレ率が2%に上昇、③インフレ率がある期間2%を緩やかに上回る軌道に乗ること、の3つが挙げられた。このうちインフレ率は需要の上振れで2022年末にかけて2%近傍に達すると見込むが、最大雇用の条件を満たすには、少なくとも、4%程度とされる自然失業率まで失業率が低下することが必要で、それは2023年以降と想定する。

長期金利の上昇は持続せずレンジ推移に

最近の長期金利の上昇はターム・プレミアム主導であり、より拡張的な財政政策を指向すると考えられている民主党の選挙での優勢を織り込む動きと解釈し得るが、需給悪化での長期金利の上昇は持続性に欠ける。ゼロ金利政策の長期化と、緩和的な金融環境の醸成を目的としたFRBの資産購入の継続で、長期金利は0.5~0.9%程度のレンジ推移を見込む。

リート

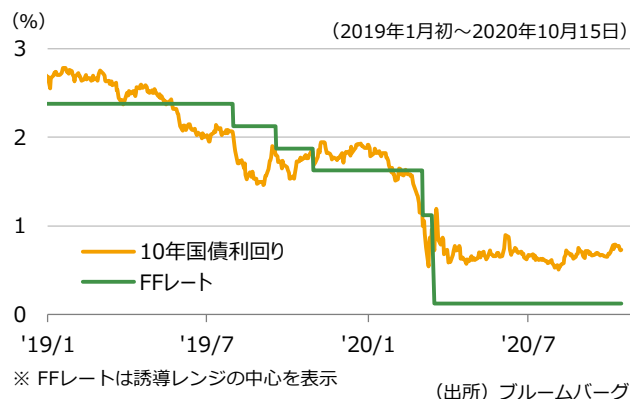
決算発表や米大統領選を前に様子見

米国では、新型コロナウイルスの新規感染者が再度増加傾向となるなど、影響が続いている。マクロ統計では一部で改善も見られるが、オフィスやレジヤなど従来型の不動産利用の戻りは鈍い。そのため7-9月期の決算も、業態により好調・不調が分かれるこれまでの傾向が続くと考え。また大統領選の結果とそれを受けての財政政策の進捗にも注目したい。

金融緩和政策は継続

FRBの緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また社債の信用スプレッドも比較的低水準で推移しており、投資家のリスク選好は引き続き堅調。リート全体の業績回復にはワクチン開発などの新型コロナの医学的な解決が必要になるうが、将来の業績回復を織り込むかたちでバリュエーションは上昇しやすい局面が続くと考え。

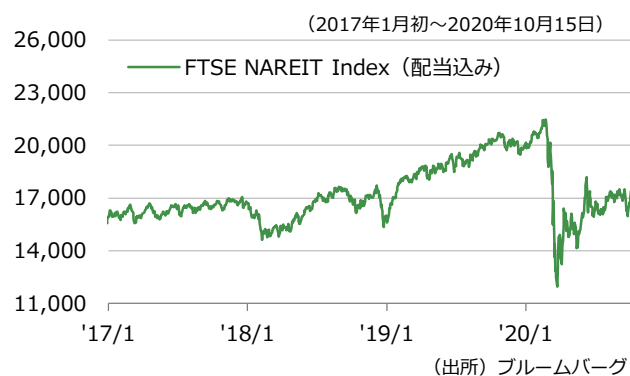
政策金利と長期金利



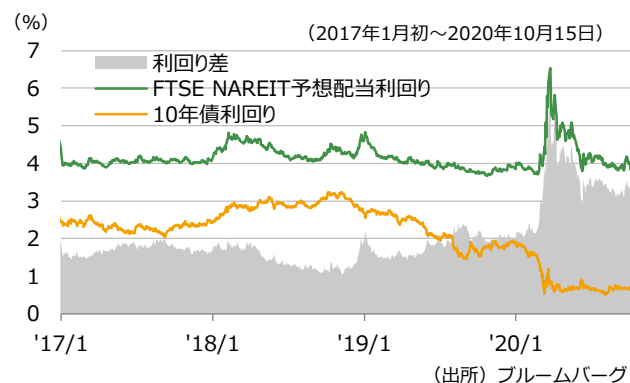
長期金利の要因分解



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米大統領選挙後に米ドル円上昇か

米大統領選挙年の米ドル円を平均化すると、選挙前の8～10月には下落傾向となる。選挙結果と次期政権の政策が不透明なことが原因か。2020年の米ドル円も7月末に下落した後は、106円前後で低迷している。ただ、過去の平均では選挙後の11～12月には上昇傾向となる。今年の場合、新型コロナウイルスの感染抑制が条件とはなるが、選挙後は不透明感解消により米ドル円が上昇する可能性があるだろう。

日米金利差拡大が米ドル高圧力に

米長期金利が8月に反発し、日米10年国債金利差が拡大したことに伴い米ドル円も反発したが、金利差拡大の動きに比べ、米ドル円の上昇は鈍かった。米国の実質金利低下などが米ドル安に働いたためだが、米実質金利は反発し、米ドル円は日米金利差拡大に応じて上昇しやすくなってきた。米国の財政支出拡大期待や追加緩和期待後退により米金利上昇が進んだ場合には、米ドル円が上昇か。

実質金利反発で米ドル安圧力が後退

米国では実質金利が低下し、米ドル安に作用してきた。金融緩和期待が名目金利上昇を抑える一方、期待インフレ率を高める要因となるからだ。ただ、最近では市場予想を上回る景気指標改善や、金融緩和期待の落ち着きを背景に、実質金利が上昇しつつある。米実質金利の反発により米ドル安圧力が後退することで、日米名目金利差やリスク許容度に応じて米ドル円が変化しやすくなる可能性がある。

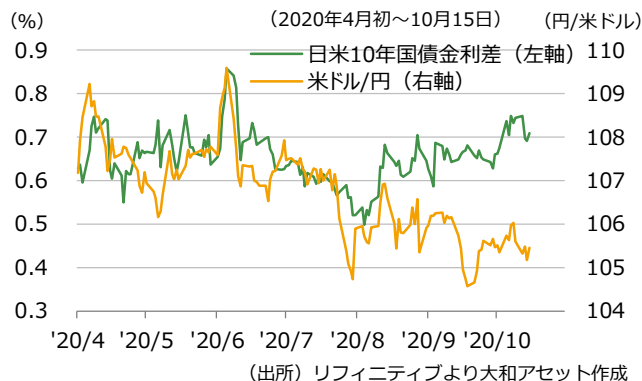
民主党勝利で米ドル円下落とは限らず

1973年以降では、米議会が民主党多数の方がねじれや共和党多数より米ドル安確率が高い一方、米大統領が共和党の方が民主党より米ドル安確率が高い。米経済環境の良し悪しが為替を左右した面もある。近年は共和党より民主党の方が保護主義的で米ドル安志向とも言いがたい。米大統領・議会選で民主党が勝利しても、米ドル円が下落するとは限らず、米ドル円が上昇する可能性も十分にあるだろう。

米大統領選挙年の米ドル円



日米名目金利差と米ドル円



日米実質金利差と米ドル円



米政党別にみた米ドル円の上昇確率 (上昇年の割合)

	(1973～2019年、47年間)	
全体	43%	(20/47)
米上院・下院		
共和党過半	50%	(8/16)
ねじれ	55%	(6/11)
民主党過半	30%	(6/20)
米大統領		
共和党選出	37%	(10/27)
民主党選出	50%	(10/20)

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

柔軟な財政政策で高成長が継続

実質GDPは2020年4-6月期の前期比年率40%近い急減から、7-9月期は同30%程度の急回復に転じたと見込む。財政刺激は漸減するが、ドイツの柔軟な財政政策姿勢の下、復興基金を含む汎欧州の支援も整備されたことから、ECBの極めて緩和的な金融政策を背景に、実質GDPは2021年に6%の高成長を、2022年も2%台の成長を続け、2023年には新型コロナウイルス直前の水準に復すると見込む。

感染の急拡大も景気への影響は限定的

ユーロ圏では7月下旬以降、新型コロナウイルスの新規感染者数が急増しており、3カ月弱が経過した現在も減少に転じるどころか、寧ろ増勢が強まっている。しかし、新規死者数の増加は僅かで、経済指標の悪化も限られている。9月マークイットPMIのサービス業は50をやや下回ったが、他の景況感指数やハード・データの多くは良好なままで、経済活動の回復基調は妨げられていない。

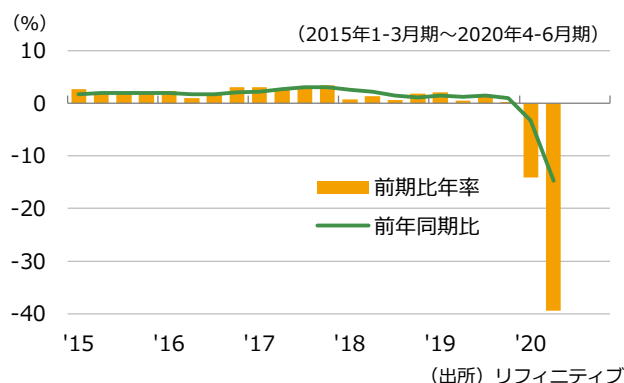
小売売上高の上振れと生産回復の遅れ

小売売上高の回復が顕著である。5、6月のリバウンドで既に新型コロナウイルス直前の水準を上回っていたが、8月は大幅に上振れた。ドイツの付加価値税率の引き下げ、バカンスでの支出増等が要因であろう。鉱工業生産の回復は相対的に遅れている。生産設備の再稼働、感染対策、サプライチェーンの正常化等に時間とコストを要していると考えられる。逆に言えば、挽回生産の余地は大きい。

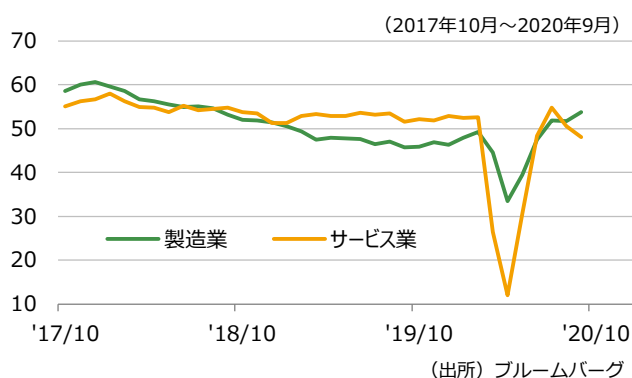
期待インフレ率の弱含み

9月消費者物価指数はコアで前年同月比0.2%と、ユーロ圏足来の最低を更新した。特殊要因を割り引く必要はあるが、サービス価格の伸びが今年に入り一貫して鈍化しており、物価上昇圧力の基調的な弱まりが懸念される。期待インフレ率は極端な下振れから持ち直したが、1%をやや上回ったところで再び弱含んでいる。需給ギャップの拡大に鑑みれば、インフレ率が2%へ上昇する道筋は容易に描けず。

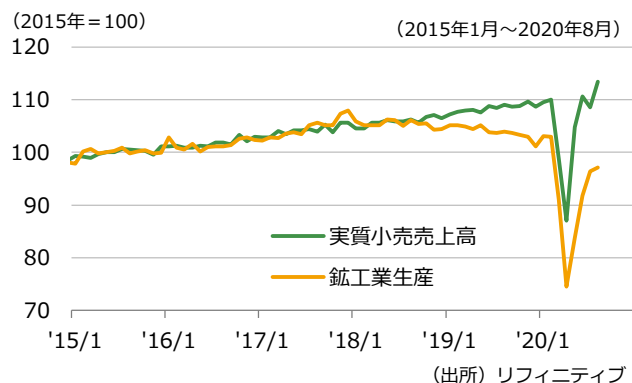
実質GDP



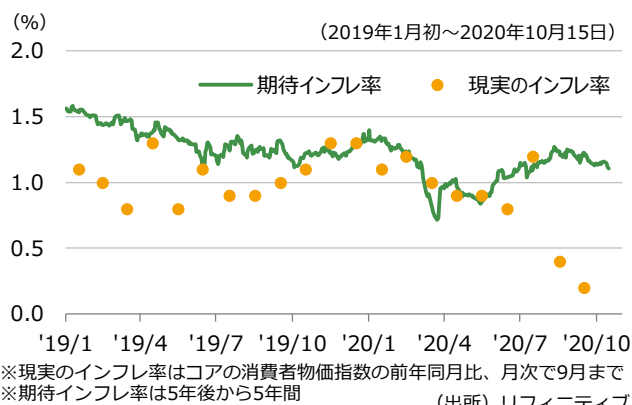
マークイットPMI



実質小売売上高と鉱工業生産



インフレ率





株式

相対的に不確実性は上昇

欧州株の見通しは中立を継続する。新型コロナウイルス感染再拡大や英国のEU離脱交渉の不透明感の高まりにより、前回比でみた欧州株は先進国株の中で低調な動きとなった。足元の不透明要因の落ち着き処が見えなければ株価の上値余地は小さいと考える一方、上記リスク要因が株価が大幅に下落する事態を引き起こすリスクも小さいと考え、中立スタンスを維持する。

春頃と状況は異なる

右図は欧州主要5カ国の新型コロナウイルス新規感染者数とアクティビティの動向をみたもの。9月以降、感染者数の増加が顕著であり、一部で行動制限措置が再び実施された。しかし、人々の学習効果も働きアクティビティの低下は軽微であり、春頃と状況は異なる。市場の見方が過度に悲観に傾いた場合には、押し目買いのチャンスも生まれると考える。

債券・金利

ECBは追加緩和への積極姿勢を示さず

9月ECB理事会でのインフレ率の見通しは2022年でも1.3%と、目標の2%弱には遠いが、新型コロナウイルスによる経済の極端な収縮からは脱し、最近の感染の急拡大の影響も限定的であることから、ECBは追加緩和への積極姿勢を示さず。財政刺激の継続を訴えつつ、長期の資金供給オペと新型コロナウイルス対応の資産購入を淡々と継続すると見込む。どちらも12月には延長される可能性が高い。

ドイツの長期金利は反転上昇へ

ドイツの長期金利は期待インフレ率の弱含みに連れて9月以降緩やかに低下し、5月以降のレンジの下限に接近している。しかし、周辺国スプレッドが縮小するなど、金融環境は安定しており、追加緩和が強く織り込まれているわけでもない。感染の急拡大の収束や財政刺激の継続が明らかになるに連れて、長期金利は緩やかな上昇を見込む。

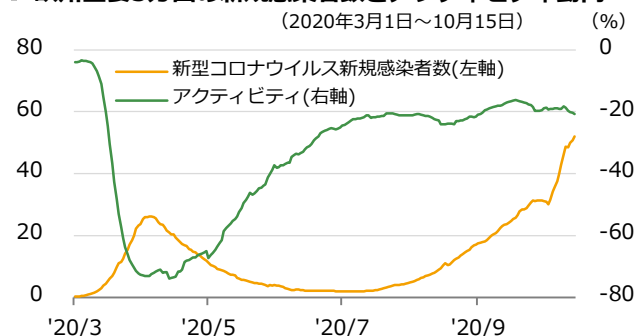
Euro STOXX 50の推移

(2013年初～2020年10月15日)



欧州主要5カ国の新規感染者数とアクティビティ動向

(2020年3月1日～10月15日)



※5カ国はドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン

※新規感染者数は7日移動平均

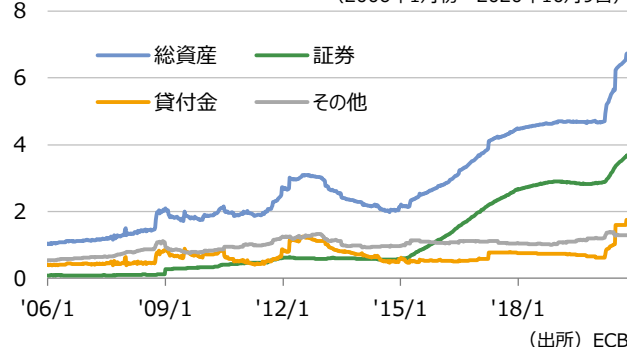
※アクティビティは2020年1月3日～2月6日の5週間の曜日別中央値との対比で小売店、娯楽施設、公共交通機関、職場の平均かつ7日移動平均

(出所) WHO、Googleより大和アセット作成

ECBの資産残高

(兆ユーロ)

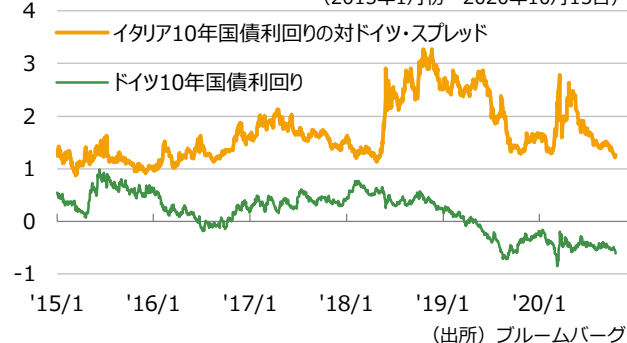
(2006年1月初～2020年10月9日)



ドイツとイタリアの長期金利

(%)

(2015年1月初～2020年10月15日)



(出所) ブルームバーグ



為替

ユーロ相場が頭打ちに

ユーロは対円や対米ドルで上昇してきた。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、欧州諸国が復興基金で合意したことなどがユーロ高の支援材料となってきた。ただ、欧州では新型コロナ新規感染者数が拡大を続け、ユーロ高の影響もあって景気指標改善が鈍る兆しも出てきた。ECBが追加緩和姿勢を強める可能性もあり、当面はユーロの上値が重くなりそうだ。

欧州の新型コロナ感染が急拡大

米ドルの実効為替が8月にかけて下落した背景に、リスクオンや米実質金利低下のほかに、米国の新型コロナ感染拡大があった。その後は米国の感染拡大が鈍化する一方で、欧州の感染拡大ペースが高まり、欧州5カ国の週間新規感染者数が米国を上回るようになった。欧州の相対的な感染拡大が続くと、米ドルや円に対してユーロ安に作用しやすくなるだろう。米国の感染拡大が強まると、米ドル安圧力にも。

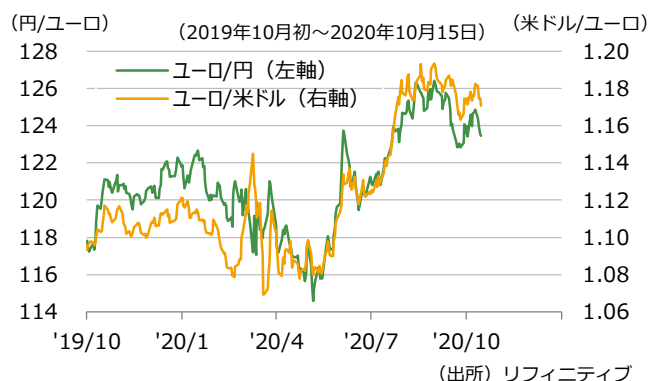
景気面からユーロ安圧力も

8月まではユーロ圏の景気指標が市場予想を上回るケースが多く、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇していたが、新型コロナ感染拡大やユーロ高の影響などから、ESIが低下に転じている。一方、米国のESIは頭打ちながらも高水準を維持しており、日本のESIは低水準ながら上昇している。景気指標動向からすると、相対的にユーロ圏の鈍化が目立ち、ユーロ安圧力が動きやすい状況にある。

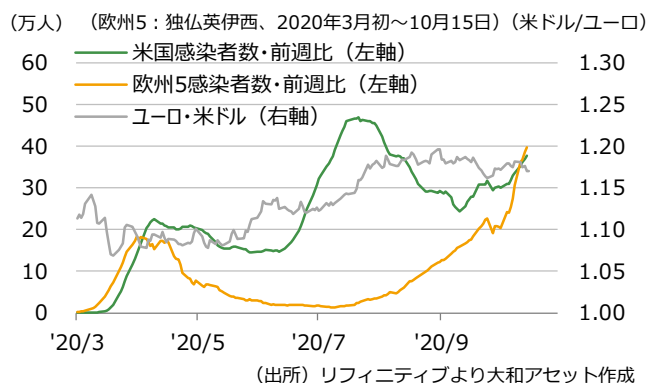
ユーロの売り戻しリスク

通貨先物の米ドルに対するネット・ポジションは、ユーロ買いが拡大してきた。市場のリスクオン傾向や、欧州各国が協調した復興への期待を反映した面がある。ただ、米ドルに対して円買いのままであり、豪ドルやポンドが明確な買いに転じていないことから、リスクオンは弱いとも言える。欧州の新型コロナ感染拡大、景気回復鈍化、追加緩和期待で、ユーロが売り戻されるリスクはあるだろう。

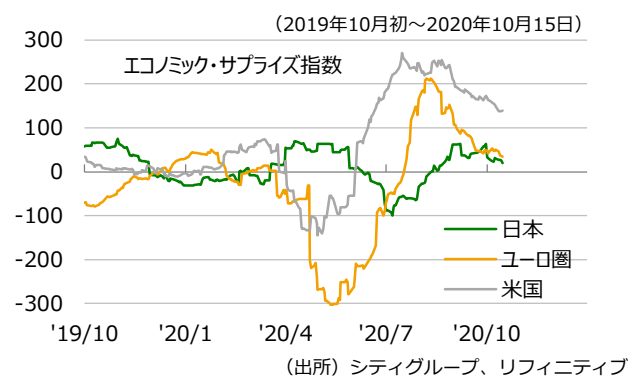
ユーロの対円相場と対米ドル相場



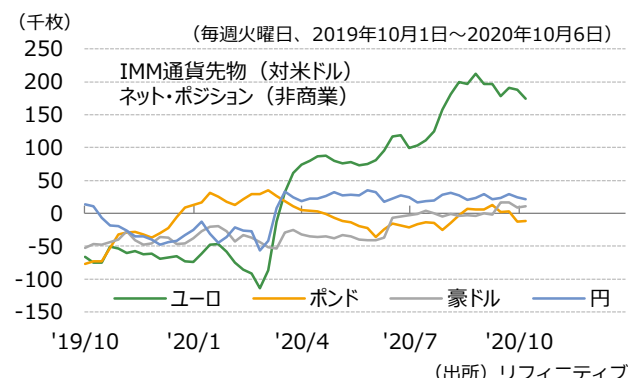
米欧の新型コロナウイルス感染者数と為替



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



通貨先物のポジション





経済

2021年以降は安定した成長軌道へ

実質GDPは2020年4-6月期に前期比年率60%近い急減に陥ったが、7-9月期は同70%超の急回復に転じたと見込む。新型コロナウイルスの新規感染者数の急増に伴う行動制限も広範な都市封鎖には至らず、EUとの通商協議決裂への懸念も実害は回避され、景気回復基調は妨げられず。2021年以降は安定した成長軌道に乗り、実質GDPは2022年後半にコロナ直前の水準に復すると見込む。

物価上昇圧力の弱まり

8月消費者物価指数は付加価値税率の一部引き下げ等の特殊要因で伸び率が鈍化した。しかし、特殊要因を除いても、物価上昇圧力の弱まりは否めず。新型コロナウイルス問題に伴う需給ギャップの拡大に鑑みれば、2%のインフレ目標の達成は当面展望し難い。仮に輸入物価の上昇が生じて、需要を抑制することで、やがて物価全般の下押し要因に。

為替

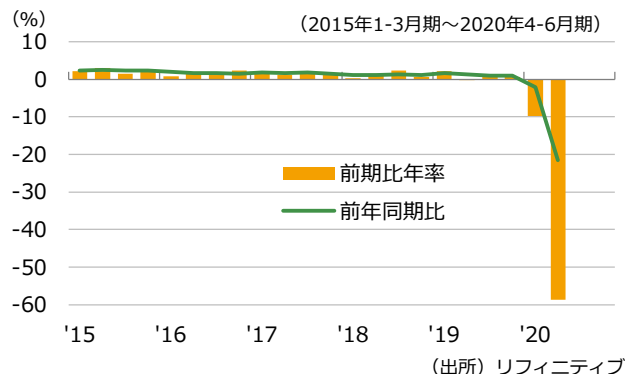
政策金利は0.1%の実効下限で長期化

供給過剰の削減と2%のインフレ目標の達成において大幅な進展がなされたとの明確な状況証拠があるまで金融政策を引き締める意向はないとのフォワード・ガイダンスの下、BOEは政策金利を0.1%の実効下限で長期間据え置くと想定する。マイナス金利が導入されるとしても、新型コロナウイルス問題が収束してから。資産購入プログラムは年末頃に購入枠に達するため、11月にも拡大を見込む。

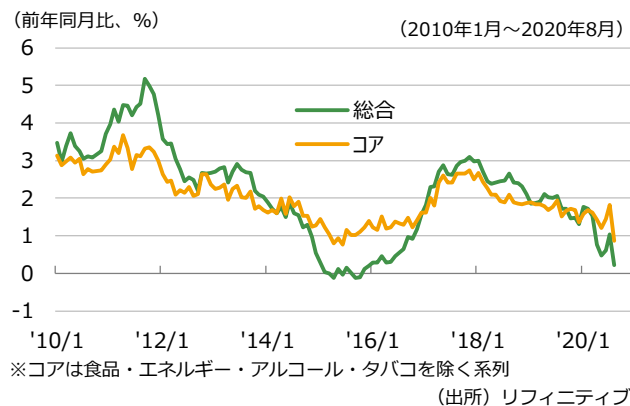
英・EU通商交渉がポンド相場を左右

経済活動再開で英国景気指標が改善したことや、英・EU通商交渉の進展期待がポンド高に働いてきた。だが、英国では新型コロナ新規感染者数が増加し、景気の懸念材料に。英国が国内法案でEU離脱協定の一部を無効にしようとしているため、EUとの通商交渉が難航し、合意なき離脱への懸念もある。英・EU通商交渉の行方がポンド相場のカギを握る。

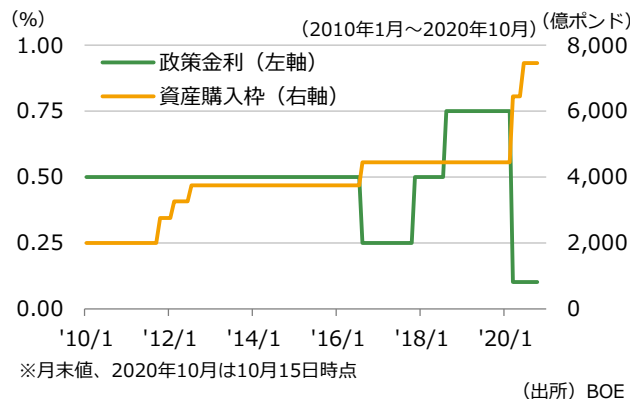
実質GDP



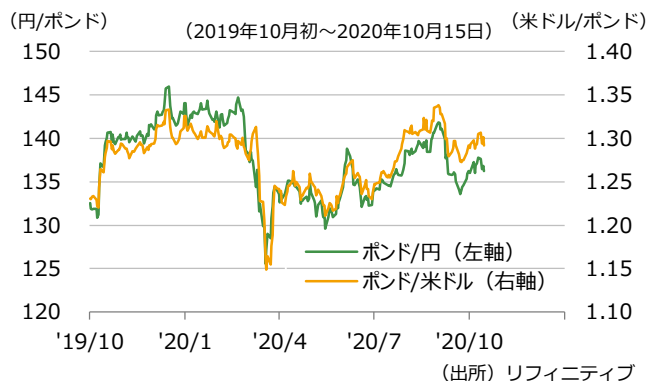
消費者物価指数

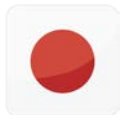


政策金利と資産購入枠



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

実質GDPは2022年後半に従前の水準へ

実質GDPは2020年4-6月期の前期比年率30%近い急減から、7-9月期は同20%近い増加に転じたと見込む。今後も新型コロナウイルス次第ながら、雇用情勢の悪化に限られるなか、景況感の改善に鑑みれば、感染抑制のための多少の行動制限はあっても、抑制された需要の発現も期待され、景気は比較的堅調に推移しよう。実質GDPは2022年後半に消費税率引き上げ直前の水準に復すると見込む。

景況感の改善は新型コロナウイルス次第

9月景気ウォッチャー調査では、現在の景気の方角性、水準についての判断を表す指数が共に5カ月連続で上昇した。前者は50に接近し、後者も単月の上昇幅としては大きかった。「Go To トラベル事業」にも拘わらず、8月中旬以降は新型コロナウイルスの新規感染者数が減少基調で推移したことが一因と考えられる。ワクチン開発等の医療的解決が可能になれば、水準の速やかな回復が期待される。

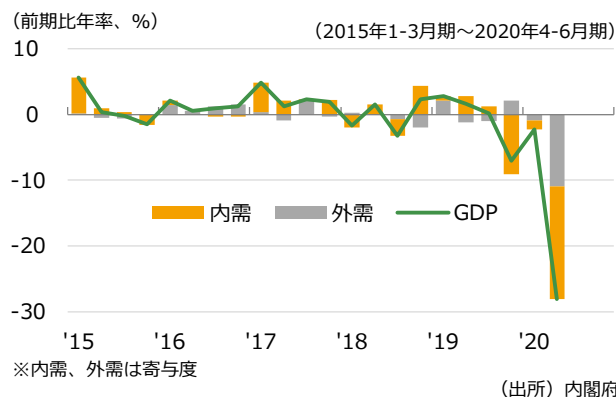
構造的な人手不足感が雇用改善を後押し

持続化給付金、企業の資金繰り支援、雇用調整助成金等で、企業倒産の抑制、雇用保蔵が促され、失業率は2019年末の2.2%から8月までに3.0%へ上昇するに留まった。新型コロナウイルス前の企業の人手不足感は製造業、非製造業とも大きく、非製造業は現在も「不足超」の状況。「先行き」は製造業、非製造業とも不足感が強まる見通しで、経済活動の再開に連れて雇用情勢の速やかな改善が期待される。

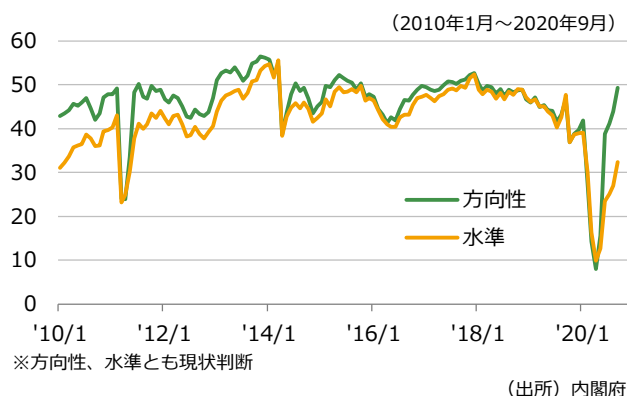
物価の基調は弱いまま

8月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▲0.1%と、2017年3月以来のマイナスに転じた。「Go To トラベル事業」に因る宿泊費下落の影響を除いても同0.3%で、物価の基調は弱いまま。需給ギャップの拡大だけでなく、消費者物価指数に占めるウェイトの大きい家賃の低迷が、そもそも2%のインフレ目標の達成を阻む。期待インフレ率もゼロ%近傍から高まらず。

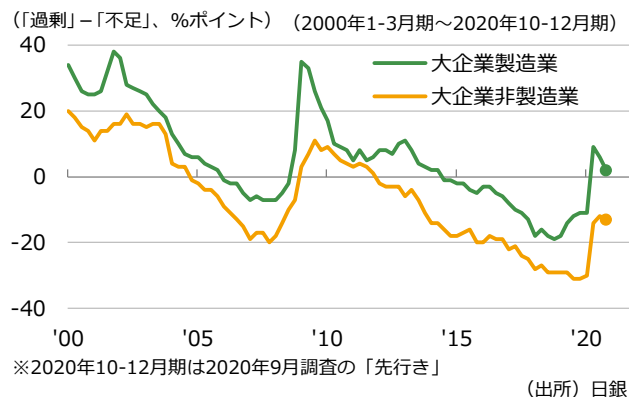
実質GDP



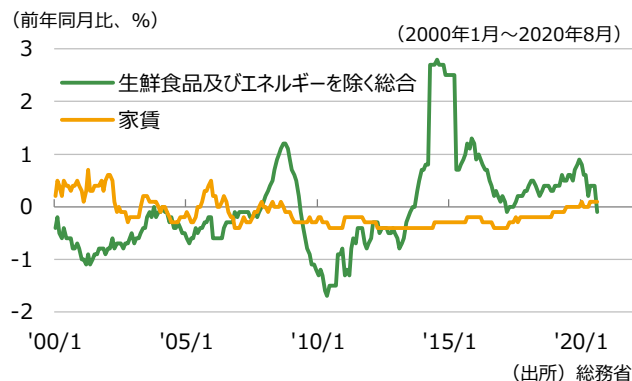
景気ウォッチャー調査

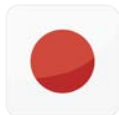


日銀短観 雇用判断DI



消費者物価指数





株式

やや強気のスタンスは維持

日本株の見通しはやや強気を継続する。早期の解散・総選挙期待が低下し、国内の相場材料が失われたことはマイナス材料。一方、米国株と比べて割高感がないことに加え、新型コロナウイルスワクチンの開発進展により新型コロナ前の業績が意識される局面となった場合、先進国株で相対的に業績改善余地が大きいとみられることがプラス要因であると考ええる。

バリュエーションは相対的に安心感

バリュエーションの見方に変更はない。新型コロナウイルス問題の影響が大きい2020年4-6月期を含まない、2021年度予想による評価が適切と考える。その2021年度予想ベースのPERも割安感はないものの、米国と比べれば安心感がある。さらなる株価上昇には2021年度以降の業績改善確度の高まりが求められ、上下を伴いながらも、時間を掛けて徐々に上値を切り上げる展開を予想する。

コロナ前を考えれば改善余地はまだある

右図はTOPIX500銘柄の2021-2022年度の営業利益等の予想を2018年度実績と比較したもの。2021年度は全体の60%弱、2022年度は40%強の銘柄が2018年度実績の営業利益等を下回る予想となっている。構造的変化により業績回復余地が限定的な銘柄もあるとみられるものの、ワクチン開発などにより新型コロナ前への回帰が意識されれば、企業業績回復の裾野が広がる余地は大きいと考える。

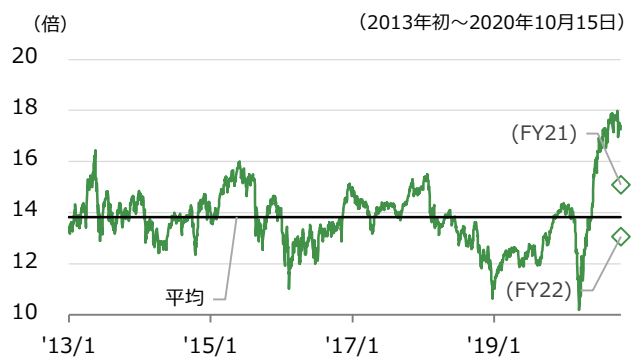
ワクチン開発は着実に進展

市場センチメントへの影響が大きい新型コロナウイルスワクチンは現時点で着実に開発が進んでいると考える。主な候補の一部で治験停止が発生したものの、開発停止には至っていない。また、治験入りする候補は徐々に増加しており、開発が先行する候補が良好な結果とならずセンチメントが悪化するリスクはあるものの、ワクチン開発期待が消失することはないと考える。

TOPIXの推移



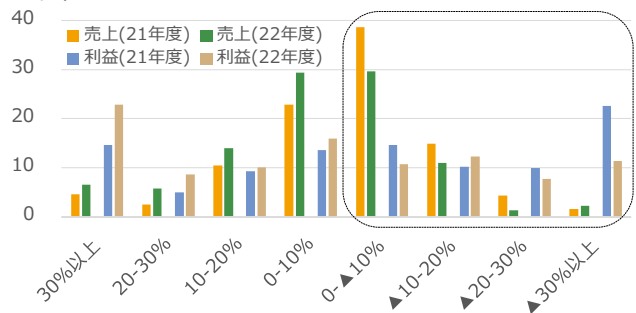
PERの推移 (TOPIX)



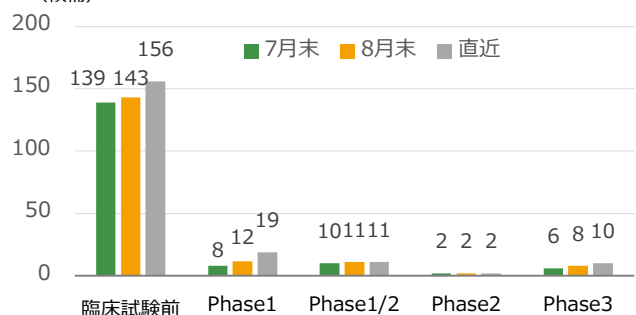
※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース

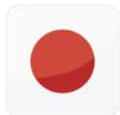
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

TOPIX500銘柄の業績予想の2018年度実績対比 (%)



新型コロナウイルスワクチンの開発動向 (候補)





債券・金利

金融政策は現状維持の姿勢が強まる

新型コロナウイルスの動向を見極めつつ、日銀の金融政策は現状維持の姿勢が強まった。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等買入は、経済活動の再開が進む中でも、新型コロナウイルス問題が収束するまでは、企業・家計の中長期的な成長期待や金融仲介機能が損なわれないよう、継続が見込まれる。財政支出の拡大に応じた国債購入等で日銀の総資産残高の急増が続く。

長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

9月展望レポートでのインフレ率の大勢見通しは2022年度でも0.5～0.8%と、目標の2%にはほど遠い。しかし、実質的な金融引き締めで円高を招きかねない目標の引き下げは難しく、一方で、金融緩和の一段の拡大は費用対効果が疑わしい。結局、現行の量的・質的金融緩和が長期化しよう。10年国債利回りはゼロ%程度での安定推移を見込む。

リート

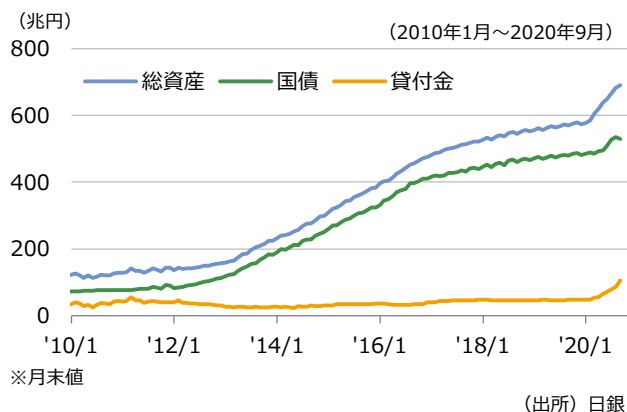
おおむね横ばい圏の推移

9月中旬以降、J-REIT市場はFTSEグローバル株式指数への組み入れ前後で上下はあったものの、おおむね横ばい圏の推移となった。ホテル系銘柄は10月から「Go To トラベル」に東京発着が追加されたことで、需要の高まりが意識され、上昇が顕著だった。オフィス系最大手の日本ビルファンドが10月に大規模な公募増資を発表、発表後の投資口価格は軟調な推移となった。

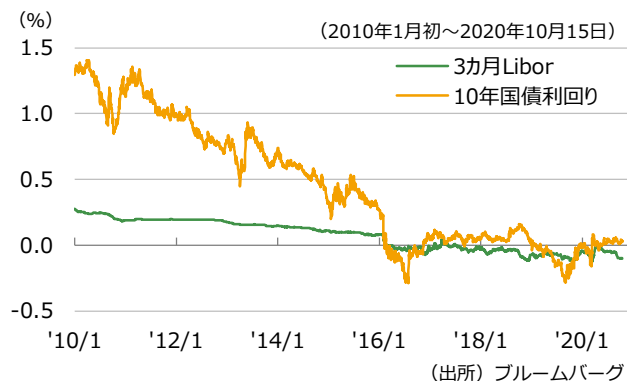
中期的に緩やかな上昇を見込む

引き続き、新型コロナウイルスの感染状況には注意が必要だが、短期的にはおおむね横ばい圏での推移を想定。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、相対的に高い分配金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。

日銀の資産残高



長短金利



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の分配金利回りの推移





為替

米ドル安と円安がともに緩和

米ドルは円以外の25通貨に対し下落してきたが、9月以降は下げ止まっている。一方、25通貨は円に対する上昇（円安）基調が鈍っている。リスクオフにより米ドル安が止まった面もあるが、米長期金利の反発により米ドル安が止まった面もある。9月以降の米ドル円は米ドルの上昇に支えられてはいるが、リスクオフの円安が進んでいないため、上昇は鈍い。米大統領選後に円安が進むか否かが注目される。

米ドルにも円にも左右される米ドル円

最近、米ドル円と「米ドル対25通貨」が順相関、米ドル円と「25通貨対円」も順相関である。つまり、米ドル円は米ドルの強弱に左右されやすい一方、円の強弱にも左右されやすい状態だ。例えば、クロス円が下落した場合、円高により米ドル円が下落するケースも、米ドル高により米ドル円が上昇するケースもある。リスクオンやリスクオフが強まると、米ドル円は円の強弱に左右されやすくなるだろう。

米株価と米ドル円の相関が低下

最近では、リスクオフの円安、リスクオフの円高となり、米株価とクロス円（25通貨対円）は順相関。一方、リスクオフの米ドル安、リスクオフの米ドル高となり、米株価と米ドル為替（対25通貨）は逆相関。そして、米株価と米ドル円は相関が低下している。米ドル円は円に左右されると、リスクオンで上昇、リスクオフで下落し、米ドルに左右されると、リスクオンで下落、リスクオフで上昇しやすい。

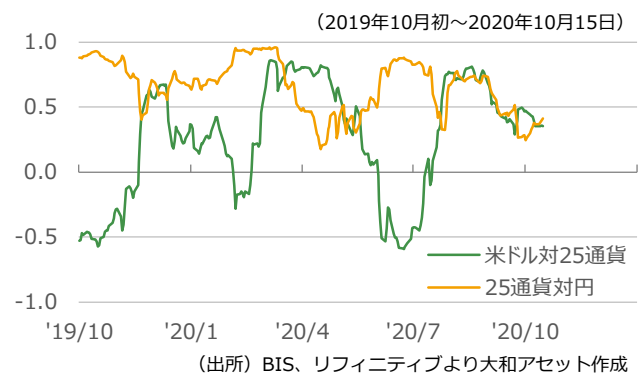
米株価・金利と米ドル円の基本関係

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。最近では株価や金利の変化幅が小さいためにそうならないが、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。

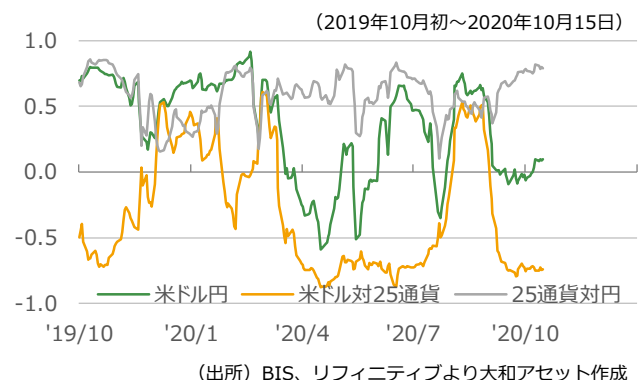
米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米S&P500株価指数との時系列相関係数（25日間）



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

7-9月期の急回復後に一服

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲2.1%、4-6月期が同▲11.5%となり、米国を上回る経済の収縮を記録。順調な経済活動の再開により7-9月期は前期比+10%と急回復した後、感染第2波により10-12月期は同+0.5%にとどまると見込む。通年の成長率は、2020年が▲5.7%、2021年が+4.9%と予想。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。

労働市場は9月にかけて急回復

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9月にかけて230万人増加し、失われた雇用の4分の3強を取り戻した。9月の雇用者数は今年2月のピークに比べて3.7%減の水準まで回復している。総労働時間はピークから一時28%減少したが、9月時点ではピークから6.9%減の水準まで戻している。経済活動再開に伴う速やかな労働市場の回復は、7-9月期GDPの急回復を示唆する。

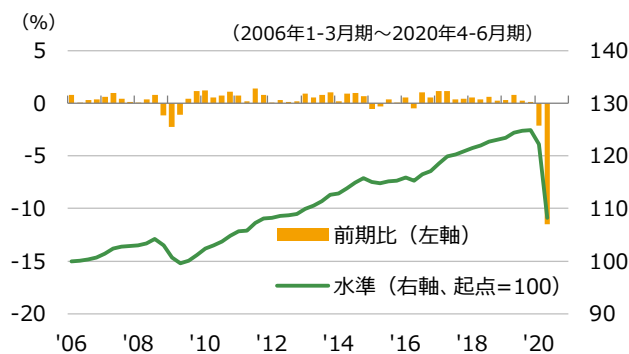
感染第2波の発生

9月半ば以降、ケベック州やオンタリオ州を中心に新型コロナウイルスの新規感染者数が急速に増加し、感染第2波が発生。ただし、これまでのところ新規死者数の増加は限定的であり、行動制限の再強化も目的を絞ったものととどまっている。10-12月期の景気回復を阻害するも、大きな落ち込みには至らず、感染収束後は追加の経済対策も支えに回復軌道に復すると見込む。

住宅市場の復調が個人消費に波及するか

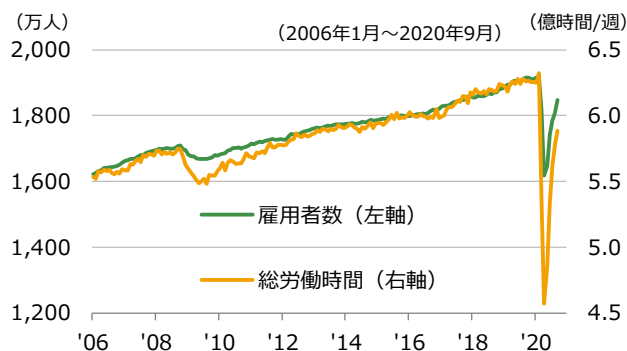
緩和的な金融政策の恩恵を受け、足元で住宅着工件数が急増するなど住宅市場が復調しつつある。また、2017年から2018年までの利上げにより上昇が止まっていた住宅価格も上向き始めている。住宅価格と小売売上高は連動性が高く、住宅価格の横ばい推移と時を同じくして小売売上高も伸び悩んでいたが、来年にかけては住宅価格上昇による資産効果が個人消費に波及することが期待される。

実質GDP



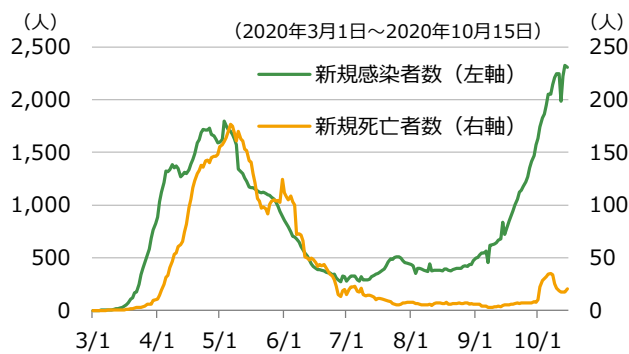
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

雇用者数と総労働時間



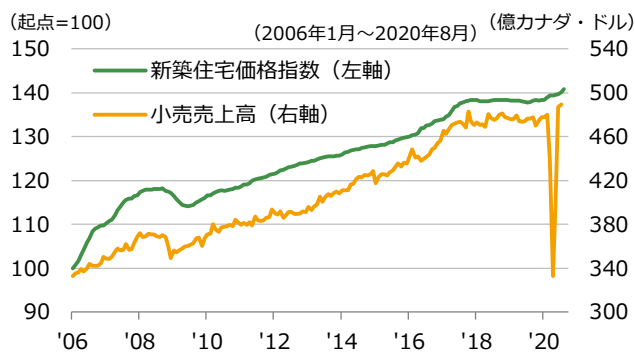
（出所）カナダ統計局

新型コロナウイルスの新規感染者数・新規死者数



※7日移動平均 （出所）カナダ政府より大和アセット作成

新築住宅価格指数と小売売上高



※小売売上高は2012年基準の数量ベース（2020年7月まで）

（出所）カナダ統計局より大和アセット作成



債券・金利

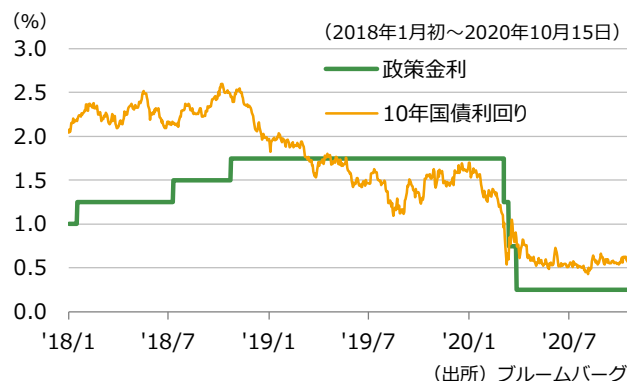
ゼロ金利政策は長期化

カナダ銀行は「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・ガイダンスを示している。同行ならびに当社の見通しに基づけば、経済の弛みが吸収されるのはいずれも2023年以降。フォワード・ガイダンスの修正や想定を大きく上回る景気回復が実現しない限り、ゼロ金利政策の解除は見通せず。

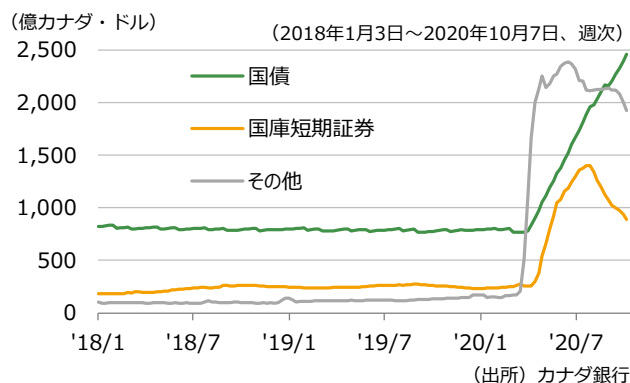
長期金利は低位安定

カナダ銀行は週最低50億カナダ・ドルのペースで国債を購入する計画。ただし、状況に応じて国債の購入額やデュレーションを柔軟に「調整」する方針であり、政府の国債増発による金利上昇圧力は長続きしないと見込む。一方、「調整」には国債購入の減額も含まれるため、過度な金利低下も期待できず。長期金利は0.4~0.8%でのレンジ推移を想定。

政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の資産残高



為替

対米ドルでレンジ推移

米国とカナダの経済的な結びつきが強いことや両国の金融政策スタンスが似通っていることなどを考慮すれば、カナダ・ドルは対米ドルで大きなトレンドが出る可能性は低いと考えている。短期的には原油価格の変動などに左右される展開も想定されるが、原油価格についても向こう1年程度を見通せばおおむねレンジ推移になると予想しており、1米ドル=1.3カナダ・ドル台での推移が継続すると見込む。

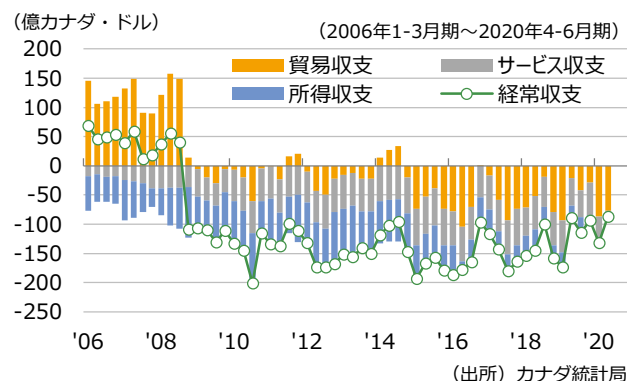
好悪入り混じる材料

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ことが想定される。やはり、好悪入り混じる材料の中で、為替レートの一方向的な動きは見込み難い。

原油価格と為替レート



経常収支



経済

10-12月期から本格回復

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲0.3%、4-6月期が同▲7.0%となり、29年ぶりの景気後退。前半の経済の収縮は米国やカナダに比べて限定的だが、新型コロナウイルスの感染第2波により、豪州経済の本格回復は10-12月期以降に。通年の成長率は、2020年が▲3.8%、2021年が+3.2%と予想。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。

感染第2波の収束でセンチメント改善

ビクトリア州における新型コロナウイルスの新規感染者数は順調に減少し、感染第2波は収束。また、州境の封鎖などにより、感染拡大をビクトリア州だけにとどめることにも成功しており、ウエストバック消費者信頼感指数は第1波の収束後を優に上回る水準まで回復。また、ビクトリア州では9月から段階的に行動制限が緩和されており、人の移動量も順調に回復している。

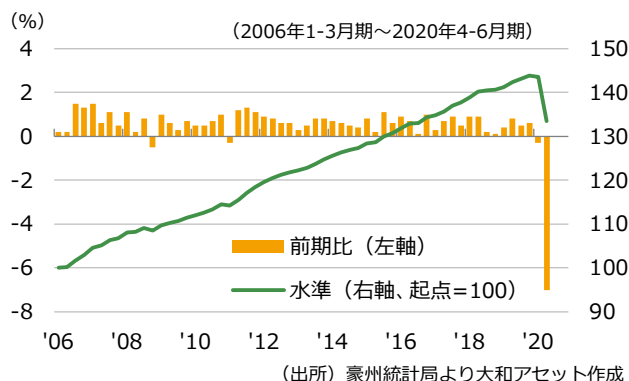
雇用の回復なくして財政再建なし

10月6日公表の2020-21年度連邦予算案では、新たに若者を雇用した企業に補助金を支給する「JobMaker Hiring Credit」など、雇用の回復に主眼を置いた経済対策が示された。2020-21年度の基礎的財政収支は対GDP比11%まで赤字が膨らみ、向こう10年は黒字化しない見通しだが、雇用の回復がなければ財政再建もあり得ないとの声明が示されるなど、まずは経済の立て直しが優先される。

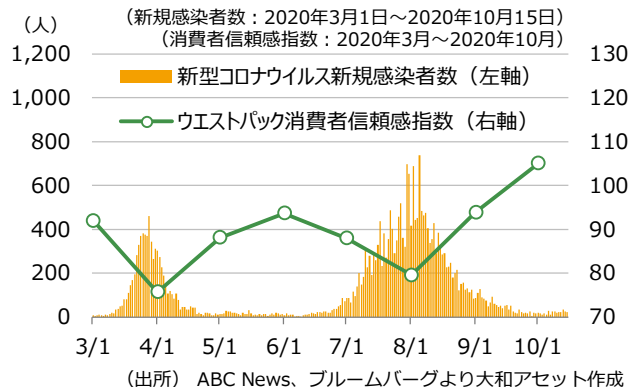
労働市場の急回復が期待される

ビクトリア州は感染第2波によって雇用者数が2番底を形成する格好となった。しかし、経済活動の再開にタイミングよく2020-21年度連邦予算案で「JobMaker Hiring Credit」などの施策が示されたこともあり、企業が新たな労働者を雇う動機は高まっていると推察される。他の州・地域でも若者を中心に労働市場の回復が鈍っていただけに、豪州全体でも雇用者数の速やかな増加が期待できる。

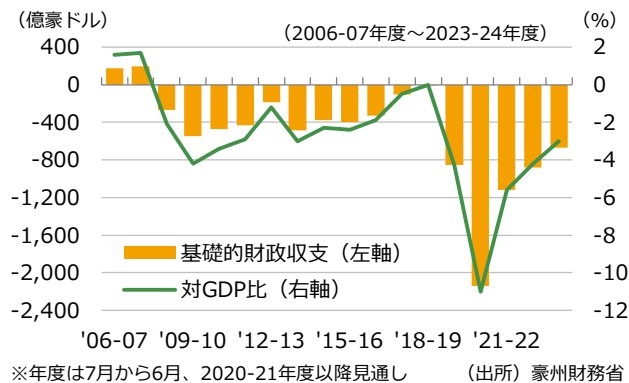
実質GDP



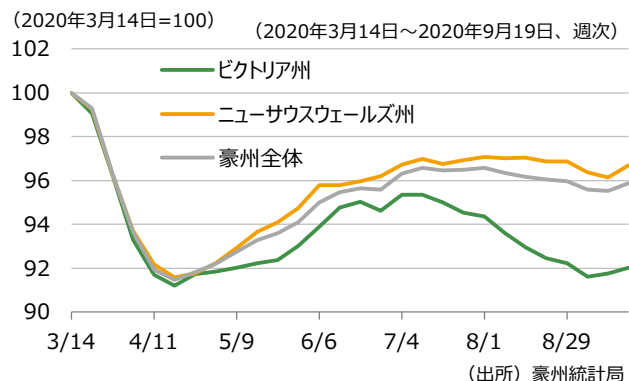
新型コロナウイルス新規感染者数と消費者信頼感指数



基礎的財政収支



雇用者数





債券・金利

追加緩和を織り込む動き

年内に政策金利が0.25%から0.1%に引き下げられ、それに応じて3年国債利回りの誘導目標も引き下げられると見込む。今年3月のYCC導入以降、3年国債利回りは目標の0.25%近傍で推移してきたが、9月半ば以降は有意に低下し、利下げを織り込む動きとなっている。長期金利にも下押し圧力がかかり、1%超えは困難に。当面、長期金利は0.6~1.0%でのレンジ推移を想定する。

国債の増発は順調に消化

今年の国債発行額はすでに2,200億豪ドルを超え、昨年の発行額を大幅に上回っている。RBAによるYCCを目的とした国債購入額は630億豪ドルにとどまっているが、民間部門の旺盛な投資需要によって順調に消化されている。現時点では、長期金利も安定的に推移しており、RBAが量的緩和に踏み切る可能性は低いと考えている。

為替

相対的な金利の高さが豪ドルを押し上げ

豪ドル（対米ドル）は、2020年末が0.72米ドル、2021年末が0.74米ドル、2022年が0.76米ドルと緩やかな豪ドル高が続くと予想する。豪米長期金利差は、直近で縮小しているが、RBAが量的緩和に踏み切らない限りプラス圏での推移が見込まれる。2018年、2019年とは対照的な構図であり、豪ドル債投資の相対的な魅力の高さが豪ドル買いつながることが期待される。

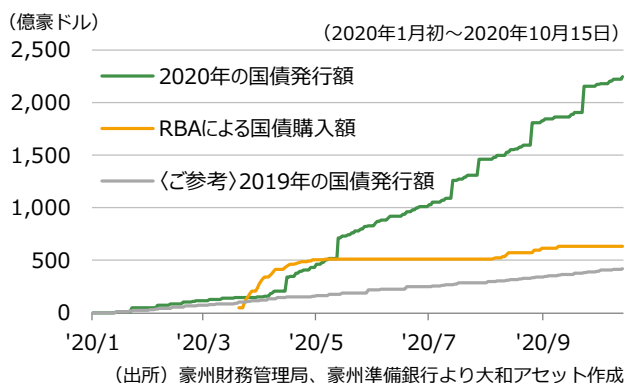
経常収支の改善も下支え

経常収支の改善も豪ドルの追い風だ。2020年4-6月期は過去最高の177億豪ドルの黒字を記録するなど、足元で経常黒字が定着している。ただし、対中関係の悪化は懸念材料である。これまでは中国による輸入制限は牛肉や大麦などマクロで見た影響が小さい品目に限られていたが、10月からは石炭も対象になっており、今後の展開には注意を要する。

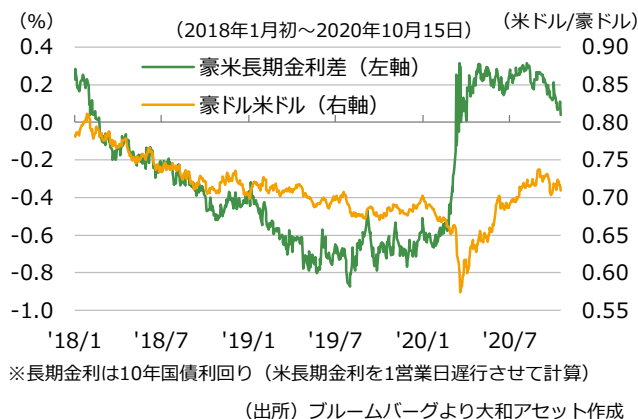
国債利回りと政策金利



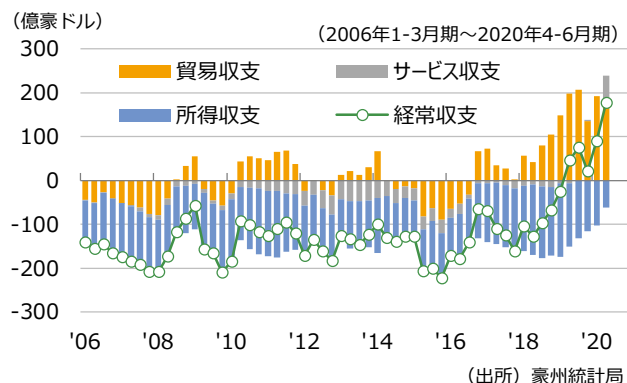
国債発行額とRBAによる国債購入額（年初来累積）



豪米長期金利差と豪ドル（対米ドル）レート



経常収支





経済

消費の回復加速が、新たな支援材料

9月の主要経済指標の前年同月比伸び率は、生産・投資がともに高水準を維持すると同時に、小売売上高も加速し、景気回復の勢いは一段と強まった。年末に向けて、緩和的な金融環境の中、消費が新たな景気回復のけん引役として期待され、実質GDP成長率は7-9月期の前年同期比4.9%増から、一段と加速すると見込む。

雇用情勢は緩やかに改善

足元の失業率（調査ベース）は、全人代で打ち出された目標値6.0%を若干下回った水準でじりじりと改善しているため、政府の追加景気対策の可能性は後退。とはいえ、コロナショック前の水準までは程遠いことから、当局の金融正常化のペースは緩慢なものにとどまり、おおむね緩和的な金融環境が維持されると予想する。

株式

業績の上方修正が期待される

MSCIチャイナインデックスは、米ハイテク株の調整につられ、リーマンショック後の最高値から下落し、直近1カ月はレンジ推移。業績に関しては、4-6月期決算において、ポジティブ・サプライズの企業が半分を超えるなど、総じて好決算となり、安心感をもたらした。今後は、業績回復が期待され、米中摩擦による調整局面は、押し目買いのチャンスと期待できよう。

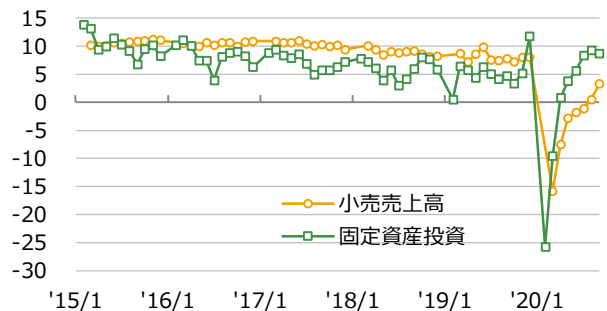
センチメント改善につながる材料が多い

目先では、次期5カ年計画への期待や、中国企業開発のワクチンが早く11月に投与し始めること、アントグループのIPOが世界最大になる可能性等、ポジティブ材料が多い。米大統領選挙でバイデン候補が勝利すれば、関税、ハイテク分野での中国に対する強硬姿勢がやや軟化すると見込まれることも追い風。目先は、再び上値を試す展開を見込む。

投資・消費の回復状況

(前年同月比、%)

(2015年1月～2020年9月)



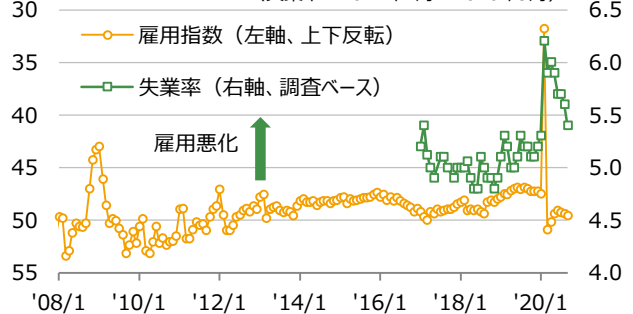
※固定資産投資は、年初来データに基づき、大和アセットが計算

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

中国の労働市場

(雇用指数: 2008年1月～2020年9月)

(失業率: 2017年1月～2020年9月)



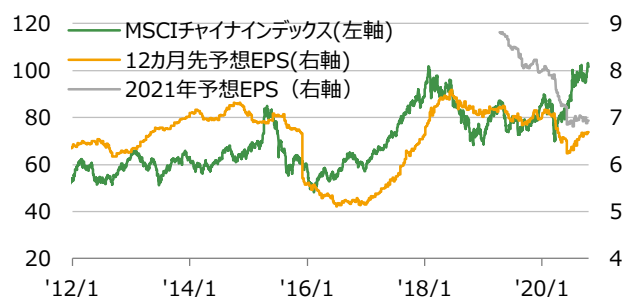
※雇用指数は、中国国家统计局発表の製造業PMIの構成項目

(出所) 中国国家统计局、CEIC

中国株価指数およびEPSの推移

(2021年予想EPS: 2019年4月10日～2020年10月15日)

(その他: 2012年1月初～2020年10月15日)



(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

(億人民币)

(2016年1月初～2020年10月15日)



(出所) 上海証券取引所



債券・金利

長期金利はそろそろピークをつけよう

6月入り以降、中銀は資金吸収に転じたが、マネーマーケットの流動性は依然として潤沢で、社会総与信の前年比伸び率は加速している。金融正常化の過程にあるものの、そのペースは非常に緩やかなもので、長期金利の上昇を抑制しよう。来年後半は金融政策が緩和バイアスに傾き、金利低下が進もう。監督当局が商業銀行と不動産企業に対して、貸出総量規制を発表したものの、影響は限定的。

国際的スタンダードのアセットに変貌

9月24日、FTSEが世界国債インデックス(WGBI)に中国本土国債を組み入れると発表したことで、本土債券市場は国際的スタンダードの投資アセットへ変貌。景気が世界でいち早く回復に向かい、米国との金利差は高水準を維持するとみられ、海外投資家の資金流入は加速しよう。

為替

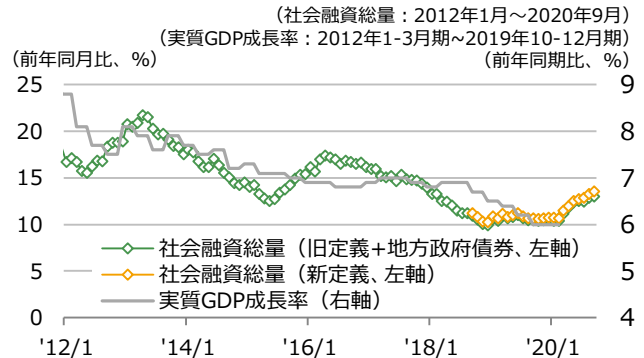
経済発展モデルの転換で、通貨高局面へ

7月下旬の政治局会議で、当局が「国内の大循環を主体とした双循環」の方針を打ち出したことで、今までの輸出主導の経済発展モデルに終止符を打ち、今後は人民元の対米ドルレートを低く抑える必要がないと期待される。また、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、中長期的には当局が対米ドルでの緩やかな増価へ誘導すると見込む。

人民元国際化の加速を推進

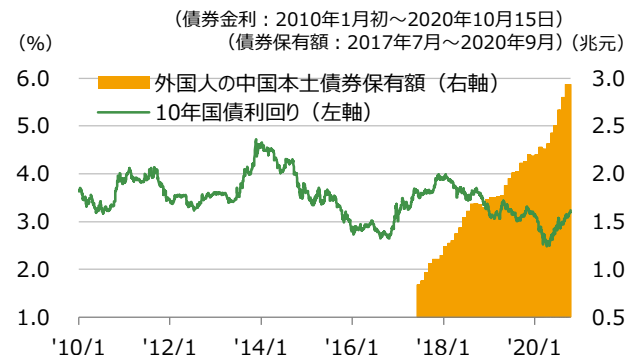
足元では、米国への依存を減らすために、金融当局が人民元国際化を加速すると期待されている。2021年にデジタル人民元の普及が進む可能性があり、決済面での人民元需要が高まること、国際化の一環として通貨信認を高めるために人民元高を誘導する可能性も高く、中長期的には、通貨高が期待されよう。

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) ブルームバーグ、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

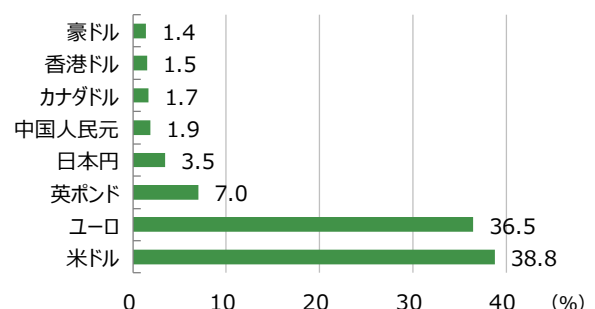
人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



※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

国際決済における中国人民元の割合

(2020年7月)



(出所) 国際銀行間金融通信協会(SWIFT)



経済

2020年7-9月期以降はプラス成長へ

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲2.5%、4-6月期が同▲9.7%となり、急速な経済収縮を記録。新型コロナウイルスの感染拡大が続く中でも経済活動を再開させたことで、月次では4月を底に回復しており、7-9月期以降はプラス成長が続くと見込む。通年の成長率は、2020年が▲5.7%、2021年が+3.4%と予想。実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは2022年後半になると見込む。

個人消費の回復は不均一

小売売上高は4月を底に回復し、8月は単月として過去最高を記録。もっとも、コロナ前の水準を上回っている項目は、食品・飲料、家具・家庭用品、医薬品などに限定されており、巣ごもり需要の色彩が強い。外食から中食や内食へ需要が移り、サービス業売上高の回復が極めて弱いことも整合的。広範な景気回復のためには、新型コロナウイルスに係るワクチンの普及が待たれる。

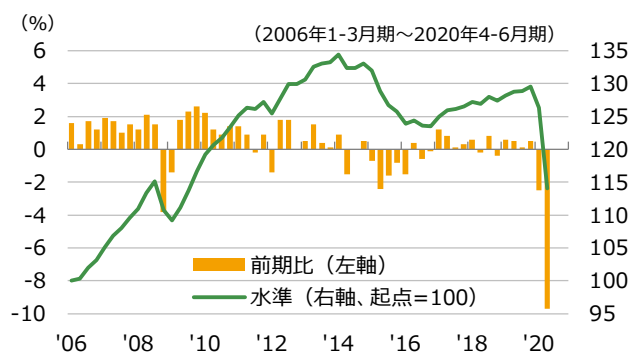
労働市場は底打ちも回復は緩慢

7月の雇用者数（3カ月移動平均）は前年同月から1,100万人超減少。速報性の高い週次データでは底打ちが確認されるも、先進国と比較して戻りは鈍い。所得が著しく減少している中で、個人消費の一部に急速な改善が見られるのは、低所得者向けの現金給付や冬季ボーナスの前倒し支給が寄与していると考えられる。労働市場の回復の弱さが来年の景気回復を緩慢なものにとどまらせると見込む。

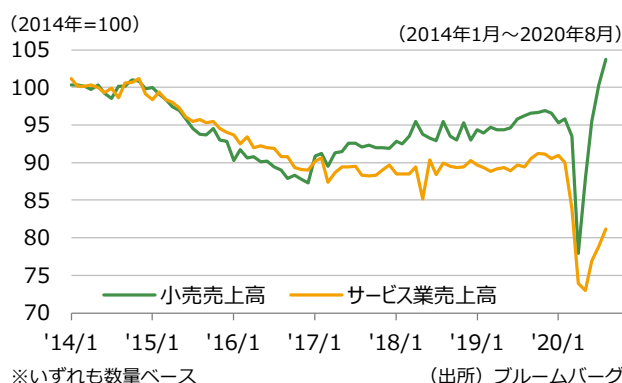
インフレ圧力の広がりには乏しい

IPCAインフレ率は、5月の前年同月比+1.9%を底に緩やかに加速。9月は同+3.1%となり、ブラジル中銀の目標レンジ（2.5~5.5%）に回帰。ただし、大部分は「食品・飲料」の大幅上昇が寄与している。個人消費の動向と整合的にサービス価格の上昇が鈍く、インフレ圧力の広がりには乏しい。そのため、現時点ではブラジル中銀に早期の利上げを迫るデータにはなっていないと考えられる。

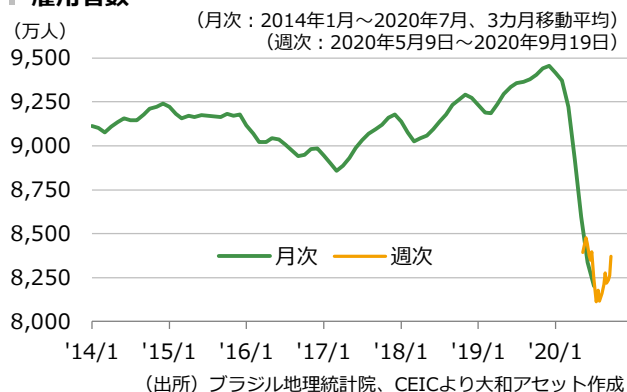
実質GDP



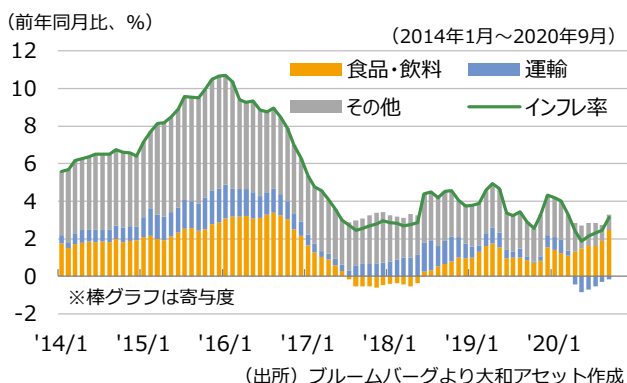
小売売上高とサービス業売上高



雇用者数



IPCAインフレ率と項目別寄与度





債券・金利

来年以降の利上げを織り込む動き

足元でインフレ率が緩やかながらも加速していることがブラジル中銀の利上げ転換を想起させ、国債利回りが緩やかに上昇している。当社も来年は利上げに転じると想定しているが、前述の通りインフレ圧力の広がりが見えにくいことを考えれば、超緩和的な金融政策を一部巻き戻す程度の小幅な利上げにとどまると見込む。インフレへの過度な懸念が後退することで、金利上昇にも歯止めがかかると想定する。

財政悪化懸念は徐々に後退へ

今年は、「戦時予算法」によって新型コロナウイルス問題に係る経済対策を通常予算から切り離して対応したため、基礎的財政収支は大幅に悪化する見通しとなっている。ただし、ゲジス経済相とマイア下院議長は、来年の経済対策を通常予算の枠内で講じる姿勢を示しており、財政悪化懸念による金利上昇圧力は徐々に後退していくことが期待される。

為替

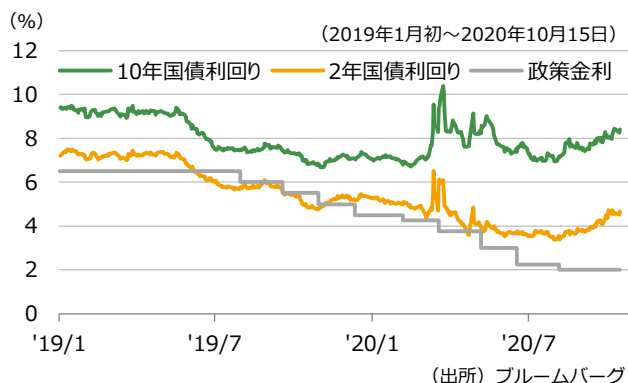
対米ドルでレンジ推移が継続

ブラジル・レアルは、対米ドルで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5～6レアルの間でレンジ推移が継続。新型コロナウイルス問題に対する懸念が一巡し、海外投資家によるブラジル株式からの資金流出ペースが鈍化していることに加え、中国向け輸出の拡大や輸入の減少などによって経常収支が黒字基調で推移していることが通貨の下支え要因となっている。

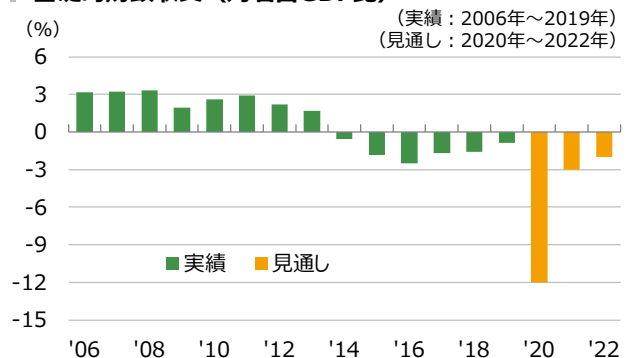
経常黒字による下支えの構図が継続か

海外投資家からの証券投資が資金流入基調に転じるためには、行政改革や税制改革への期待が再び高まっていく必要があるだろう。ただし、行政改革の審議・採決は来年に持ち越されることが決定的となっており、税制改革の議論も先延ばしされている。したがって、目先は証券投資の資金流出に対して経常黒字が通貨を下支えする構図が続きそうだ。

国債利回りと政策金利



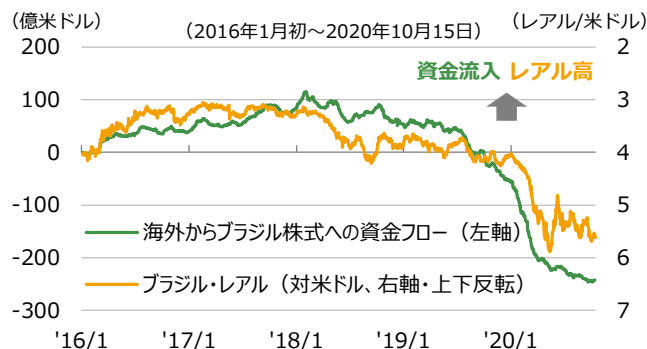
基礎的財政収支 (対名目GDP比)



※見通しはブラジル中銀によるエコノミスト調査に基づく

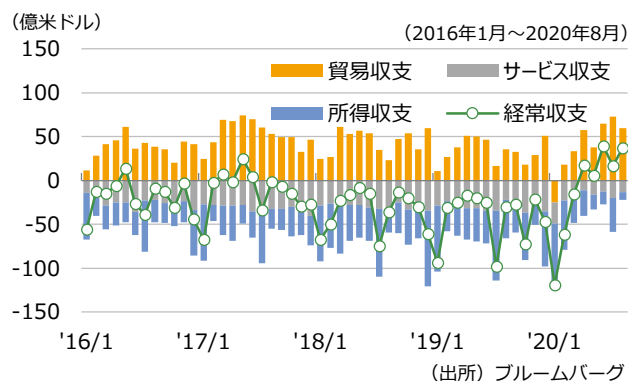
(出所) ブラジル中銀、ブルームバーグ

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10月13日まで)
(出所) ブルームバーグ

経常収支





経済

一本調子での景気回復に不確実性強い

景気回復にばらつきがみられ、ベトナム、マレーシア等一部アジア新興国が20～21年にかけて一歩先にGDP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。直近一カ月では、メキシコ、南アフリカ、インドネシアなどで新規感染者が再び増加し、マレーシア、タイなどでは感染第2波を警戒しモビリティ指数が低下。一本調子での景気回復に不確実性が強まる動きとなった。

インフレへの懸念は杞憂に過ぎず

トルコ、インド、メキシコ等、一部国での物価上昇を受け、インフレへの懸念が市場で囁かれているが、杞憂に過ぎないとする。これらの国では、サプライチェーンの停滞などによる食品価格の上昇や通貨安が主因で、コアインフレはおおむね安定し、ディマンドプル型の物価上昇は見当たらない。原油価格の低位推移、主要国の景気低迷等を受け、低インフレ環境は少なくとも2021年まで続く予想。

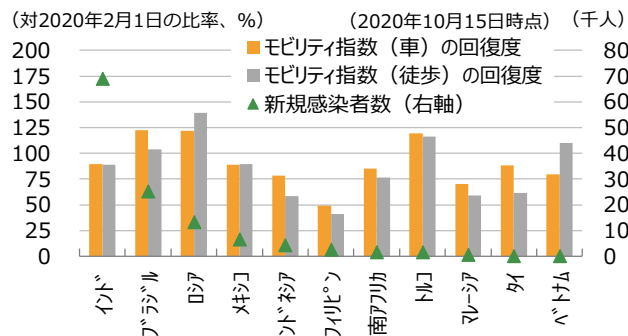
通貨安圧力を考慮し、利下げは一服傾向

名目の政策金利が過去最低水準に到達した国が多い中で、一部高い実質金利を有する国では、利下げ余地が残る。但し、通貨安圧力が懸念され、利下げサイクルは終盤に近い。中銀の国債購入に関して財政規律への懸念が高まらなかったことを受け、インドネシア等追加利下げよりも非伝統的緩和策を活用する国が出現。為替市場の安定と金利上昇抑制のバランスが取られることは市場に安心感をもたらす。

財政規律を重視する姿勢は変わらず

直近では、トルコ、マレーシア、フィリピン、インドなどが追加の財政政策を発表したが、小規模にとどまる。引き続き、個別国を除き、先進国に比べて規模が限定的であることは変わらず。大半の国が過度な財政支出と一線を画す姿勢を取り、中長期的に財政規律を遵守するとコミットしたことが奏功し、市場参加者の許容度がやや拡大。

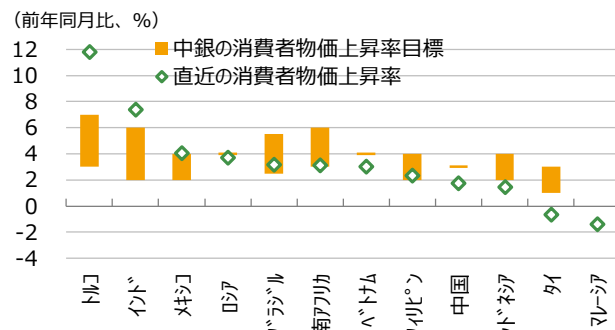
主要新興国の新型コロナウイルスの一日当たり感染者数



(※7日移動平均を計算) (新規感染者数は、左から多い順に表示)

(出所) Apple Inc., WHO, CEICより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

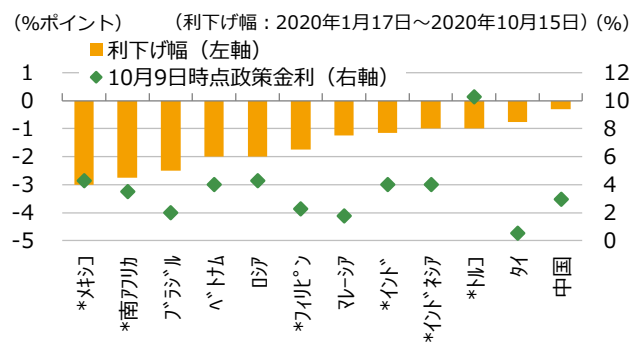


※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。

※直近の数値は、南アフリカ、マレーシアが8月、その他は9月時点。

(出所) 各種資料より大和アセット作成

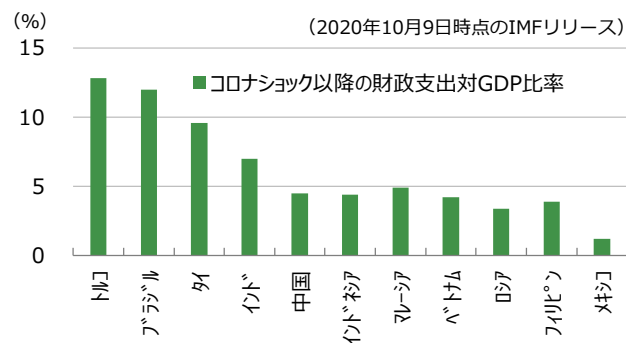
主要新興国の利下げおよび非伝統的金融政策



※ * は中銀が国債購入を行った国 (2020年6月のBIS Working Paper)

(出所) BIS, 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



※GDPは2019年時点

(出所) IMFより大和アセット作成

Daiwa Asset Management



株式

年末にかけて、上昇の地合いに

直近1カ月間は、海外センチメントが改善したものの、完全な買戻しはアジアに限定。新型コロナウイルスの感染抑制がまだ見通せない中、景気低迷が長期化する懸念や、構造改革や地政学リスク等個別要因等が影響。目先は、外部環境の不確実性が高く、リスク資産と見なされる新興国市場に対して慎重さが求められよう。一方、年末にかけては上昇に転じるとの見方を継続。

感染第2波の影響を織り込む可能性

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、経済活動の再開を受け、「V」字回復を果たしたが、足元は足踏み状態。2021年の予想EPSに関して、感染第2波への織り込みが不十分との見方も浮上し、株価を一段と押し上げるには力不足と考える。

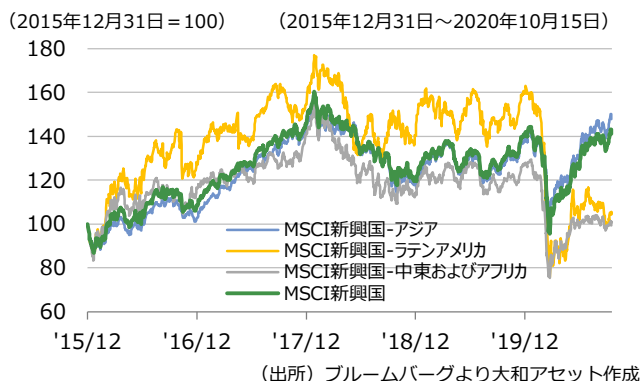
年末にかけての一段の米ドル安が支えに

4月以降のラリーには、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く、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、目先は米ドル高傾向に転じようが、年末にかけては、一段の米ドル安が進むと予想し、高いバリュエーションを支える要因になると見込む。

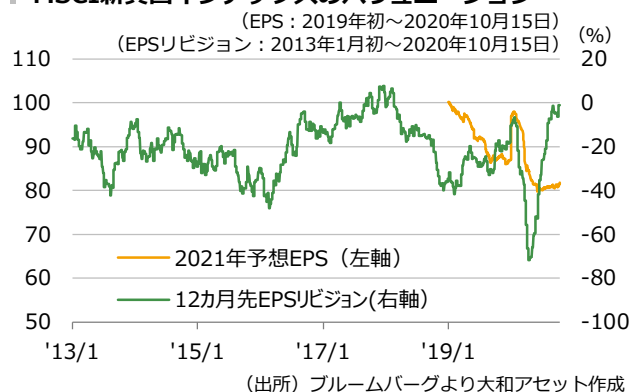
個別材料に振られやすい局面へ

直近1カ月間は、総じてみれば下に往って来いだが、国別では買戻しがまちまち。一步先の景気回復を遂げるベトナム等が上昇する一方、地政学リスクを抱えるロシア、EPSの下方修正が不十分の南アフリカ等が軟調に推移。今後も、全体の方向感が定まらない中で、個別材料に振られやすい。割高感の強いインドに関してやや弱気を見込む一方、改革推進がインドネシア、ベトナムの追い風になると予想。

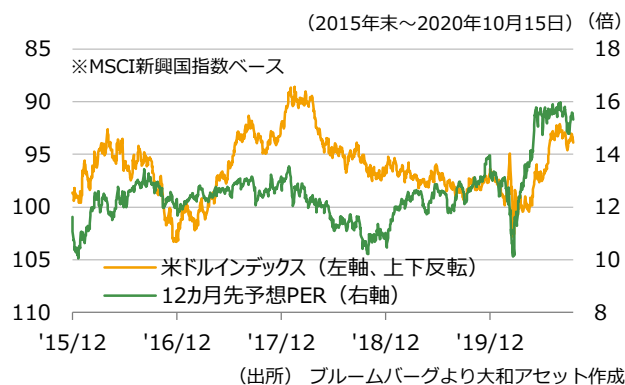
新興国の株式市場の推移



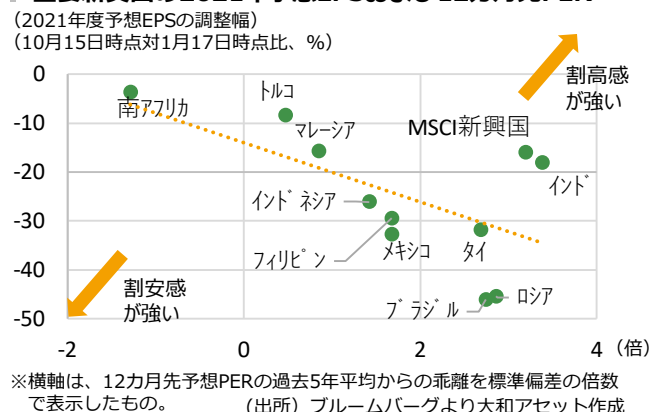
MSCI新興国インデックスのバリュエーション



米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



主要新興国の2021年予想EPSおよび12カ月先PER





債券・金利

金利は当面低位推移を継続

コロナショック後、各国の大幅利下げを受け、名目の政策金利が過去最低水準に到達した国が多い。追加利下げの余地は限定的で、国債の全般的な一段の金利低下は見込みにくい。ただし、主要先進国の低金利長期化が見込まれる中、高い実質金利が資金流入を促すことや、非伝統的金融政策が次の手として考えられることで、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位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。インドネシア、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。足元のトルコの金利上昇によるドミノ効果は、中東&アフリカの一部新興国に限定されよう。

リート

不動産利用はゆるやかな回復傾向

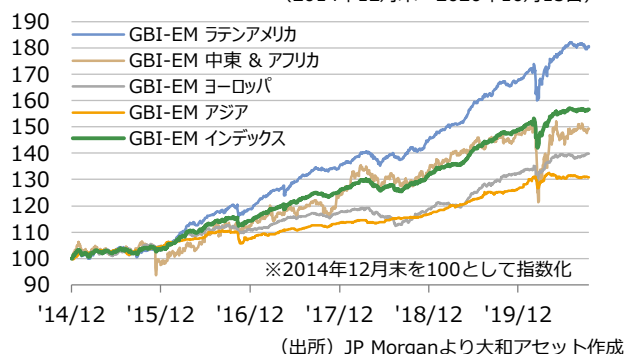
アジア・オセアニアの国や地域では、新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着きつつあり、オフィスへの復帰など日常生活への回帰が徐々に進んでいる。ただ企業や政府はいまだ慎重姿勢を崩しておらず、不動産利用が本格的に回復するには時間を要する見込み。国境をまたいだ人の移動も、対象国・地域を限定するなどして徐々に交渉は進んでいるが、実現のハードルは高い。

財政・金融政策による下支え継続

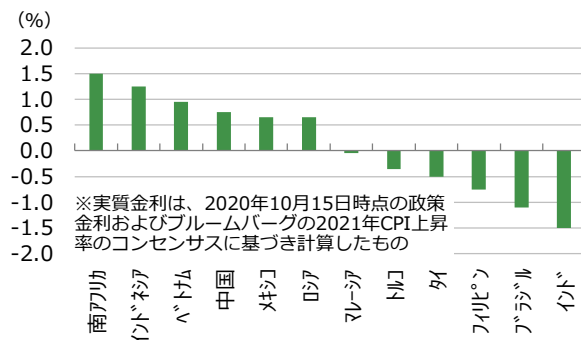
各国中央銀行の緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また社債の信用スプレッドも比較的低水準で推移しており、投資家のリスク選好は引き続き堅調。リート全体の業績回復にはワクチン開発などの新型コロナの医学的な解決が必要になるだろうが、将来の業績回復を織り込むかたちでバリュエーションは上昇しやすい局面が続くと考えられる。

新興国の債券市場の推移

(2014年12月末～2020年10月15日)

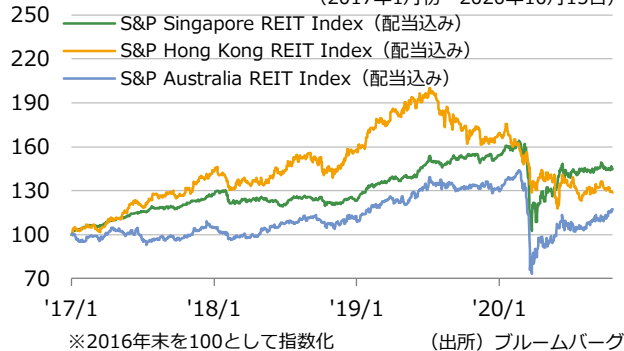


主要新興国の実質金利

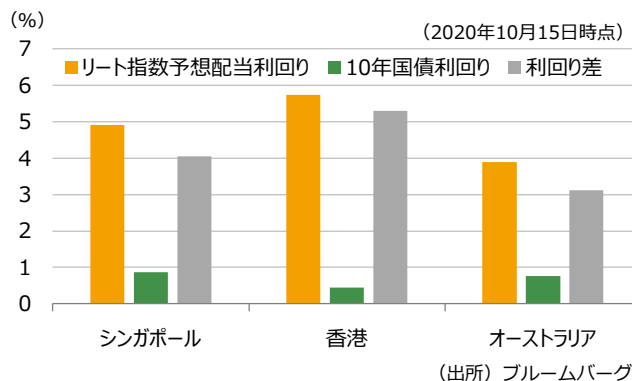


アジア・オセアニアリート指数推移

(2017年1月初～2020年10月15日)



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

目先は引き続き方向感が乏しく

足元のリスク回避の局面においても、主要新興国通貨は、個別ハイパータの通貨を除きおおむね底堅く推移。目先は、方向感が乏しいが、年末にかけては、一段の米ドル安が追い風となり、買戻しが進むと見込む。また、中国人民元の上昇がアジア通貨の追い風となり増価余地を拡大しよう。

資金フローは、年末に流入に転じよう

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じたものの、7月中旬以降は、やや流出気味。9月のリスク回避の場面でも資金が流入したアセットは、韓国とタイの債券市場等に限られており、多くの国では再び資金流出に見舞われた。目先は、資金流出が続こうが、年末にかけては米ドル安が進むと予想され、流入に転じると見込む。

中東&アフリカ地域の通貨に注意が必要

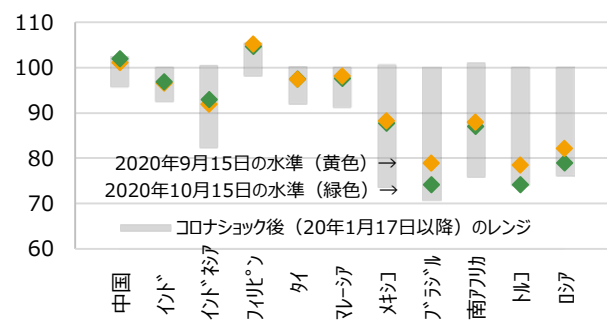
トルコショックの再来リスクが注目されるが、対外脆弱性や外貨準備高を見ると、トルコの状況は新興国の中で相対的に悪く、新興国全般への波及効果は限定的と予想。ただし、中東&アフリカ地域の通貨は、トルコとの相関や対外脆弱性の高い南アフリカ、地政学リスク浮上のロシアなどがあり、アロケーション引き下げによる一時的な売りが膨らむ可能性がある。

トルコを除き、外貨準備は激減せず

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、米ドル建て債券の発行などが寄与。トルコとは異なり、その他新興国においては、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）

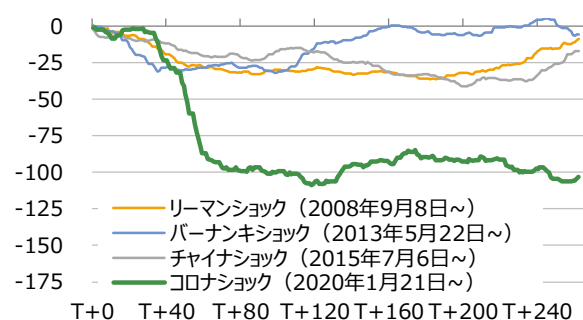
※縦軸は、2020年1月17日=100



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

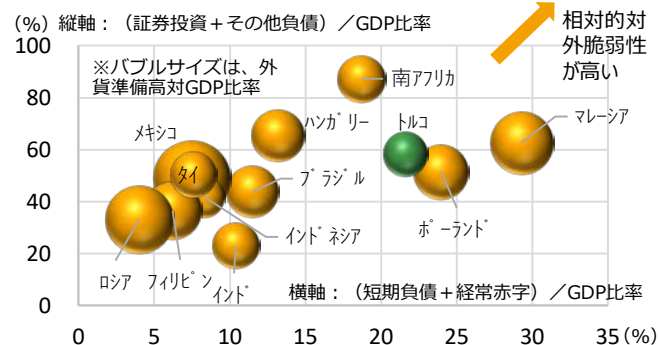
新興国の資金流出規模（株+債券）

（10億米ドル）（コロナショック：2020年1月21日～2020年10月9日）



（出所）IIFより大和アセット作成

主要新興国の相対的対外脆弱性



※証券投資は2018年時点で、その他指標は2019年時点

（出所）IMF External Sector Reportより大和アセット作成

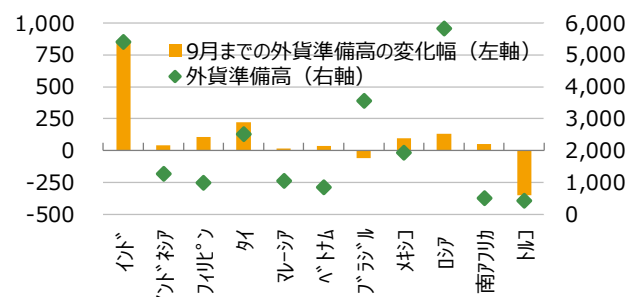
主要新興国の外貨準備高

（2019年末以降の変化幅）

（億米ドル）

（2020年9月時点）

（億米ドル）



※ベトナムの外貨準備高は、2020年7月時点

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



原油

40米ドル前後での推移が継続中

当社では、コロナ後のWTI原油先物価格のフェアバリューを40米ドル台前半と推計しており、4月下旬からの急上昇と6月以降の40米ドル前後での横ばい推移は当社の推計とおおむね整合的だと言える。米大統領選の結果や経済活動の回復状況、OPECプラスによる協調減産の行方次第で上下に振れる場面も想定されるが、当面はおおむね35～50米ドルのレンジで推移すると予想する。

原油在庫は減少傾向

原油価格は原油在庫との連動性が高い。世界の原油需要が2021年中にコロナ前の水準を回復するのは困難とみられるが、米国の減産やOPECプラスの協調減産によって、しばらく需要超過の状態が続く見込み。すなわち、原油在庫が減少しやすい環境が続くため、WTI原油先物価格は現在の40米ドル前後での推移から、40米ドル台前半を中心とした推移に水準を切り上げる場面が来ると考えている。

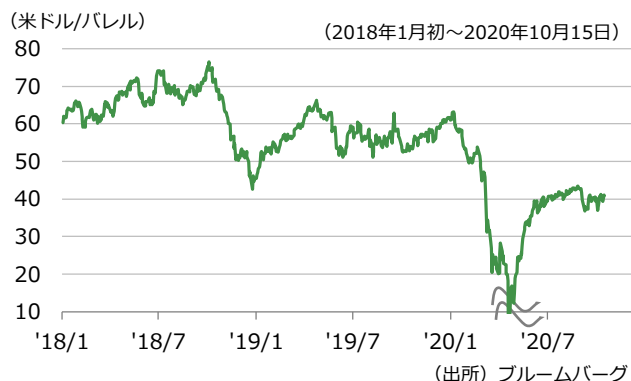
主要産油国は価格の安定役に

短期的にはOPECプラスの協調減産が原油価格の安定役として期待される。来年1月から減産規模は縮小される予定だが、サウジアラビアがその計画の修正を検討していると報じられるなど、価格の下振れをけん制する動きがみられる。一方、増産余地が大きいことは原油価格の上値を重くする。中長期的にはシェールオイルの損益分岐点と原油価格の関係で産油量が変化する米国の動向が価格の安定役に。

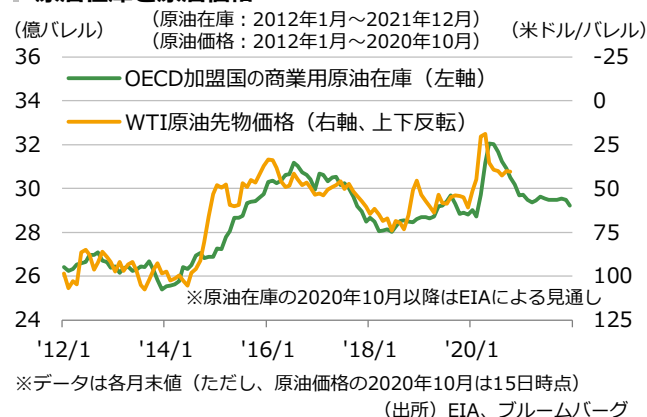
減産免除国の動向が波乱要因

OPEC加盟国で協調減産を免除されているイラン、ベネズエラ、リビアの産油量が回復すれば、原油価格に下押し圧力が加わる可能性がある。リビアでは一部の施設で生産が再開されているが、現時点では需給バランスに大きな影響を与える要因にはなっていない。一方、仮に米大統領選でバイデン氏が勝利し、米国がイラン核合意に復帰すれば、イランの産油量が急回復する可能性がある点には注意が必要。

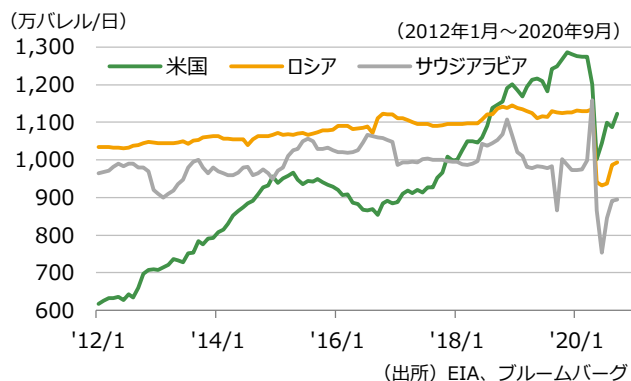
WTI原油先物価格



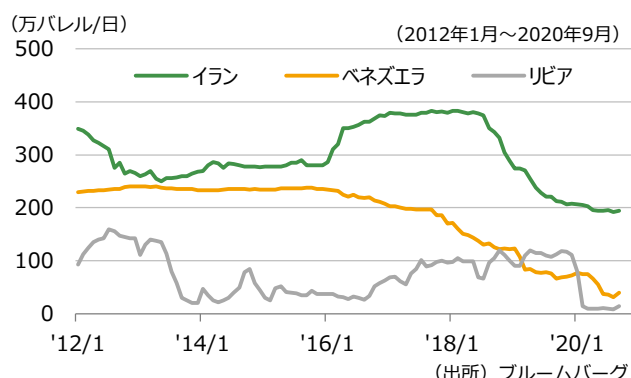
原油在庫と原油価格



米国・ロシア・サウジアラビアの産油量



OPEC加盟国で減産を免除されている国の産油量





金

米実質金利の低下が止まり金価格は調整

金価格は米国の実質金利との連動性が高い。しかし、8月以降は10年国債利回りと10年先期待インフレ率が連動しており、実質金利の変動が抑制されている。米議会で包括的な追加経済対策が可決されるか景気回復期待の高まりで期待インフレ率が上昇し、なおかつ10年国債利回りの上昇が抑制される状態でなければ、実質金利の一段の低下は難しく、金価格を押し上げる要因にはなりづらくなっている。

ユーロとの連動性が高まる

米実質金利が方向感を欠く中、金価格は直近でユーロとの連動性が高まっている。通常、リスクオフ局面では米ドル高よりも米実質金利低下の方が金価格に与える影響が大きい。しかし、米実質金利の低下余地が乏しくなっているため、リスクオフ時にユーロ安・米ドル高につれて金価格が下落しやすくなっている。逆にリスクオンのユーロ高・米ドル安となれば、金価格が上昇しやすくなるとも言える。

中銀が売り越しに転じる

世界の中銀による金の売買は、8月に20カ月ぶりの売り越しになっていたことが確認された。新型コロナウイルス問題を受けてロシアなど昨年まで金の保有を増やしてきた主要な中銀が購入を停止し、更に金価格の上昇を受けてウズベキスタンなど売却に動く中銀も出てきた。再び中銀による下支えを期待できるようになるまでには、値幅調整か日柄調整が必要だと思われる。

ETFへの資金流入ペースが速まるか

世界の金ETF残高は過去最高を更新しているが、金価格は8月6日の高値を超える気配がない。これは金価格を押し上げるためには、ETFへの資金流入ペースが一段と加速する必要があることを示唆する。米国で再び現金給付が実施されるようになれば、財政悪化や米ドル安などの連想とともに金ETFへの資金流入が加速する可能性があり、追加経済対策の議論は金相場を見通すためにも注目される。

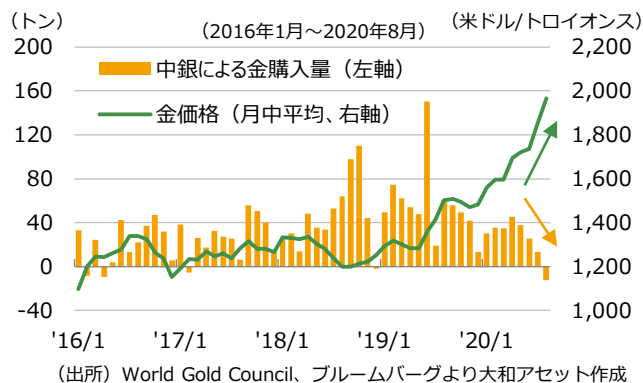
金価格と米国の実質金利



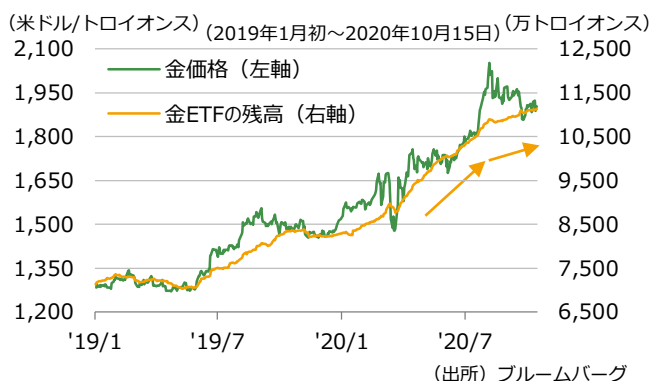
金価格とユーロ米ドル



中銀による金購入量と金価格



金価格と金ETFの残高



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
ワクチンの早期開発	中	大	大	新型コロナウイルスで抑圧されていた需要が大規模に発現する。遅れていた生産の挽回もあり、景気は一時的にせよ大幅に上振れる。財政政策は巻き戻されるが、タイムラグを伴うため、少なくとも短期的には長期金利は上昇する。新興国では景気低迷による財政や銀行健全性などへのリスクが後退し、債券・株とも全般的に買われやすい。リスクオンや内外金利差拡大は円安要因となるだろう。経済見通しの良化により2021年以降の企業業績見通しも上方修正されることが期待される。これまでの株価上昇による株価指標の切り上がりはあるものの、業績見通しの改善を株式市場は素直に好感しよう。
大規模で深刻な感染の再来	小	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数が再び増加。政府の経済対策でも十分には抗しきれず、世界的に不況の長期化を免れず。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。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。新興国でもロックダウン政策が再導入され、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一段の下落圧力に晒される。一時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	中	大	バイデン氏が当選する場合は、西側諸国と団結し対中圧力を強める可能性がある。その場合、中国のハイテク産業が一段とダメージを受け、中国の潜在成長率は減速が速まろう。経済面での制裁が強まれば、世界的にも、景気回復が阻害されるだけでなく、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。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、新興国は全般に売られやすい。一方で中長期的には、一部供給網の中国離れの受け皿として、東南アジアやインドが恩恵を受けよう。為替はリスクオフの円高に。
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、世界経済に著しい打撃に。一方で、価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅する。為替への影響は限定的だが、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。
米国大統領選挙の結果確定の遅れ	中	中	中	郵便投票の割合が高く、集計にある程度の遅れが生じるのは想定内だが、トランプ陣営は郵便投票における不正の可能性を繰り返し指摘しており、票数が確定した後でも、仮に僅差でトランプ氏が敗北するような状況では、トランプ氏が法廷闘争に持ち込み、結果確定が長期間遅れる可能性を否認せず。前代未聞の事態に、如何なる現実的な対応が取られるかは不明で、当面の追加経済対策を含め財政政策に空白が生じるだけでなく、政策の方向性が定まらないため、不確実性の高まりから企業マインドの悪化は避けられず。株式市場は民主党政権の政策期待を一部落ち込んでおり、マインド低下、政策への不確実性の高まりにより下落のリスクが高い。新興国では、不確実性によるリスク回避の流れの影響を受け、売り圧力が強まろうが、一時的なものにとどまろう。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		10/15	1ヵ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-1.75	-1.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	-1.50	-0.75
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	0.00	-0.50	-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	2.00%	0.00	-3.50	-6.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.15
インド	レボ金利	4.00%	0.00	-1.15	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	4.00%	0.00	-1.25	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.25%	-0.25	-3.50	-2.75
ロシア	1週間物入札レボ金利	4.25%	0.00	-2.75	-4.25
トルコ	1週間物レボ金利	10.25%	2.00	-6.25	2.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		10/15	1ヵ月	1年	3年
米国		0.73%	0.05	-1.04	-1.54
ドイツ		-0.61%	-0.13	-0.19	-1.01
日本		0.02%	0.00	0.19	-0.04
カナダ		0.57%	0.01	-1.00	-1.47
豪州		0.77%	-0.10	-0.25	-2.03
中国		3.23%	0.12	0.06	-0.45
ブラジル		8.40%	0.59	1.35	-2.96
英国		0.18%	-0.04	-0.51	-1.19
インド		5.90%	-0.13	-0.60	-0.84
インドネシア		6.75%	-0.17	-0.46	0.19
メキシコ		6.11%	0.23	-0.70	-1.11
ロシア		6.26%	-0.08	-0.52	-1.32
トルコ		13.35%	0.50	-1.54	2.37

		直近値	期間別変化率		
株価指数		10/15	1ヵ月	1年	3年
米国	NYダウ	28,494	1.8%	5.4%	24.6%
	S&P500	3,483	2.4%	16.3%	36.4%
ユーロ圏	STOXX 50	3,193	-4.2%	-11.3%	-11.4%
日本	日経平均株価	23,507	0.2%	5.9%	11.1%
	TOPIX	1,632	-0.6%	0.7%	-4.5%
中国	MSCI中国	101.91	3.1%	31.0%	17.7%
インド	MSCIインド	1,375	0.7%	6.7%	13.7%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,625	-1.8%	-18.4%	-19.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	943	5.2%	-5.1%	14.8%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		10/15	1ヵ月	1年	3年
米ドル		105.45	0.0%	-3.1%	-5.7%
ユーロ		123.45	-1.2%	2.8%	-6.6%
カナダ・ドル		79.76	-0.3%	-3.3%	-11.1%
豪ドル		74.80	-2.8%	1.8%	-15.2%
人民元		15.71	1.0%	2.2%	-7.7%
ブラジル・リアル		18.78	-6.0%	-27.9%	-47.2%
英ポンド		136.11	0.1%	-2.2%	-8.4%
インド・ルピー		1.44	0.4%	-5.6%	-16.6%
インドネシア・ルピア		0.72	0.8%	-6.8%	-13.7%
フィリピン・ペソ		2.16	-0.9%	3.1%	-0.8%
ベトナム・ドン		0.46	0.0%	-3.0%	-7.5%
メキシコ・ペソ		4.96	-0.7%	-12.4%	-16.2%
ロシア・ルーブル		1.35	-3.9%	-20.2%	-30.6%
トルコ・リラ		13.28	-5.6%	-27.8%	-56.8%

		直近値	期間別変化率		
リート		10/15	1ヵ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	17,231	-1.0%	-15.2%	2.2%
日本	東証REIT指数	1,709	-0.5%	-23.0%	5.1%

		直近値	期間別変化率		
商品		10/15	1ヵ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	40.96	7.0%	-22.4%	-20.4%
金	COMEX金先物価格	1,903	-2.8%	28.8%	46.2%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

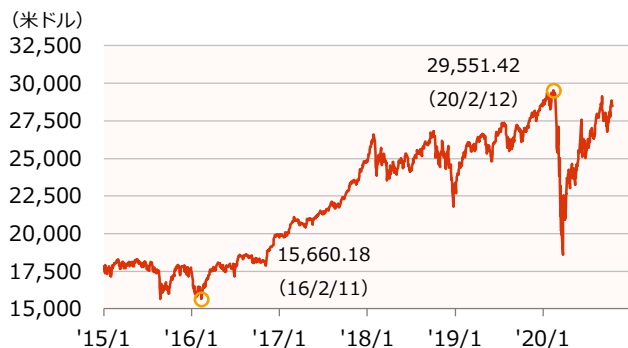
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



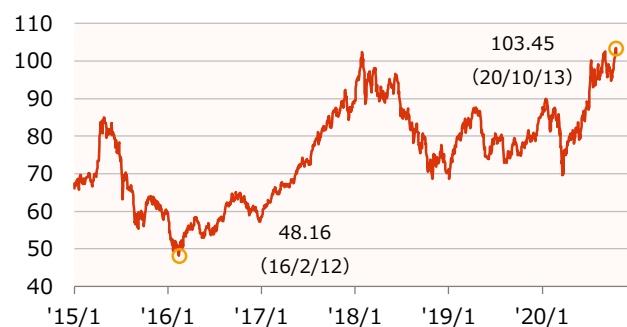
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証RETI指数 (配当なし)



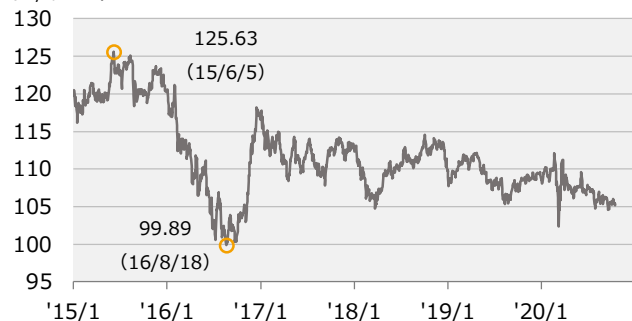
※グラフの期間は2015年1月初～2020年10月15日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

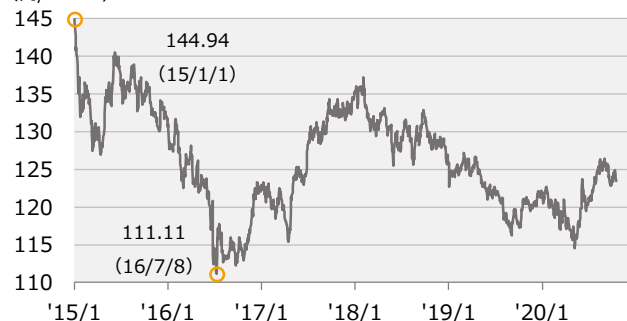
米ドル

(円/米ドル)



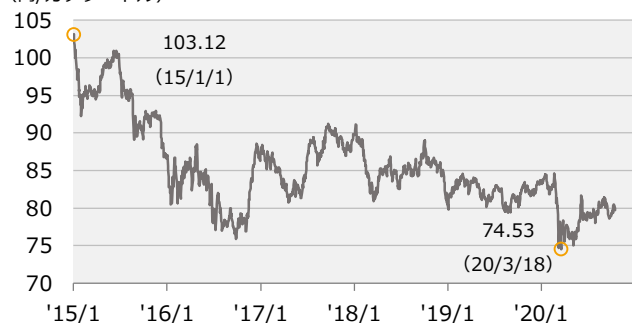
ユーロ

(円/ユーロ)



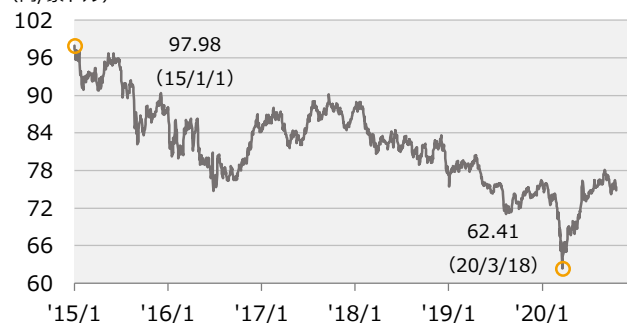
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



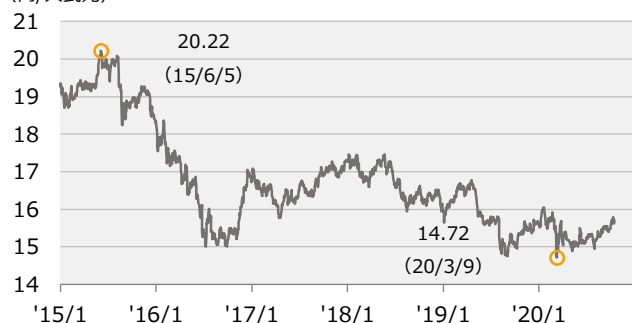
豪ドル

(円/豪ドル)



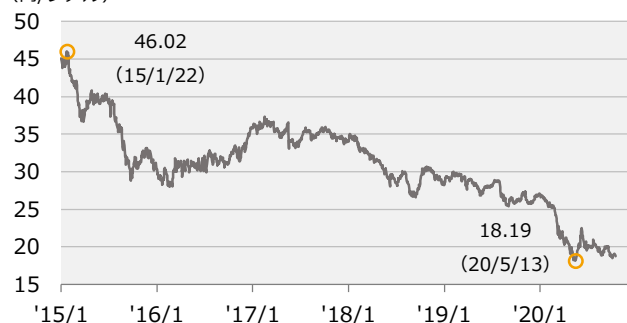
中国人民元

(円/人民元)



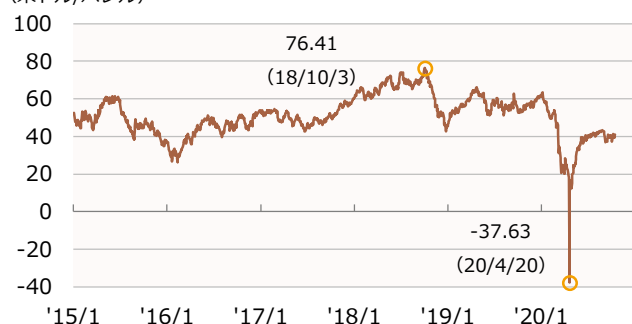
ブラジル・リアル

(円/リアル)



WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2020年10月15日

(出所) ブルームバーグ

経済指標 - 過去3年実績値

前年比				前年比			
実質GDP成長率	2017年	2018年	2019年	消費者物価	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	1.3	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	1.7	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				

年末値				年末値			
政策金利	2017年	2018年	2019年	失業率	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	- 雇用の最大化 - 物価の安定：平均して2%のインフレ率	物価の安定：2%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
- 2021年末の予想値	0~0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2020、2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 - 緩和的な金融政策は実質的に強化されるが、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	11月	●米大統領選挙・議会選挙（3日） ●FOMC（4-5日） ●G7首脳会議（月内）	●ブラジル地方選挙（15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（議長国ベトナム、11-15日） ●OPEC総会（30日）
	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）	●OPECプラス会合（1日） ●APEC首脳会議（議長国マレーシア、4日） ●中国中央経済工作会議（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（3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）	●ラマダン終了（12日） ●ベトナム議会選挙（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） ●G7首脳会議（英国、月内）	●OPEC総会（月内）
	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）	
	8月		
	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日） ●ECB理事会（9日） ●FOMC（21-22日） ●米2022年度予算成立期限（30日）	●香港立法會議員選挙（5日）
	10月	●衆議院議員任期満了（21日） ●日銀金融政策決定会合（27-28日） ●ECB理事会（28日） ●EU首脳会議（月内）	●中国6中全会（月内）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、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、HHS：米国保健福祉省、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、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、YCC：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2020年10月15日）

（発行日：2020年10月21日）