



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

12

DEC. 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



次のステージを見据える

- Ⅰ 過去1カ月の大きなイベントは2つ。1つは米大統領・議会選挙、もう1つが新型コロナウイルスのワクチン開発で良好な治験結果が得られたことだ。市場の視点は「アフターコロナ」へと移っている。
- Ⅱ 先進国中央銀行の多くが利上げの条件として、2%のインフレ目標の達成を掲げている。来年から再来年にかけて、各国の実質GDPは新型コロナ前の水準に戻ることが想定される。しかし、大規模な金融政策は元に戻らない。そのギャップが金融市場にゴルディロックス的な環境をもたらしている。



米国

- 経 … 金融・財政政策による押し上げで、実質GDPは2021年央にもコロナ直前の水準を回復。
- 株 … 順調なワクチン開発を反映し予想値引き上げもバリュエーションの高さは不安要因。
- 債 … 金融政策は当面現状維持、資産購入により長期金利は1%を上限にレンジ推移。
- リ … 足元の感染拡大への懸念とワクチン開発への期待感により左右される展開を見込む。
- 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。



ユーロ圏

- 経 … 景気は急回復後にサービス業が悪化も、感染第2波が収束後は政策対応で回復軌道へ。
- 株 … ワクチン期待の高まりはポジティブも直近株価上昇で好材料は相当程度織り込み済。
- 債 … ECBによる多額の資産購入と潤沢な資金供給で、ドイツの長期金利の上昇は限定的。
- 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。



日本

- 経 … 行動制限は限られ、財政政策の後押しで景況感は着実に持ち直し、景気回復が継続。
- 株 … 割安感は乏しいものの、業績改善余地とバリュエーションの相対感から選好継続。
- 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 … 世界景気回復期待が円安要因だが、感染が収束しないとリスクオンの円安を抑制へ。

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 … 原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。



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月期から回復軌道に。
- 債 … YCCと量的緩和の組み合わせにより、長短問わず金利は抑制された状態が継続。
- 為 … 先進国内では金利の優劣が乏しいものの、経常収支など実需の資金フローが追い風。



中国

- 経 … 消費がけん引役に加わり、10-12月期以降は前年比5%以上の成長へ。
- 株 … 目先は材料出尽くし感と強い割高感等を受け、横ばいの推移を予想。
- 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 … 労働市場の回復の遅れや財政支出の縮小により、10-12月期以降の成長は緩慢に。
- 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 … 証券投資の資金フローは不安定だが、経常黒字が通貨を下支え。

シリーズ

世界の絶景

DEC. 2020



今月の一枚

テカポ湖（ニュージーランド）

ニュージーランドの南島にある湖。世界一星空が美しいといわれる星空観賞スポットであり、宝石箱のような満天の星が望める。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

バイデン新政権を見据える

過去1カ月の大きなイベントは2つ。1つは米大統領・議会選挙、もう1つが新型コロナウイルスのワクチン開発で良好な治験結果が得られたことだ。米大統領・議会選挙では、「ねじれ」となる公算が大きく、株式市場が懸念する増税（トランプ減税の巻き戻し）、債券市場が懸念する大規模な経済対策は、それぞれ行われる可能性が大きく低下した。

アフターコロナを見据える

日本を含む先進国では、新型コロナウイルスの感染再拡大が深刻な状況となっている。しかし、株式などのリスク資産がそうした状況をそれほど懸念していないのは、行動制限を強化すればある程度は感染拡大を抑制できるという経験則に加え、ワクチンというセーフティネットが出来つつあるため。市場の視点は「アフターコロナ」へと移っている。

金融市場

金融政策を見据える

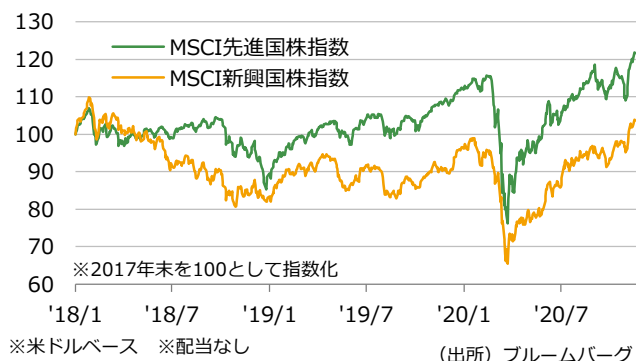
今回、世界的に大規模な財政・金融政策が行われたきっかけは、もちろん新型コロナウイルスの感染拡大による経済の大きな落ち込みである。通常は、景気が回復すれば、そうした金融政策は巻き戻される。しかし、FRBは金融政策の枠組みの見直しを行った結果、景気が回復したとしても、インフレ率が上昇しないと利上げできなくなった。

景気と金融政策のギャップ

FRBの他にも、先進国中央銀行の多くが利上げの条件として、2%のインフレ目標の達成とその持続を掲げている。来年から再来年にかけて、各国の実質GDPは新型コロナ前の水準に戻ることが想定される。しかし、大規模な金融政策は、インフレ目標を達成できないと考えられることから、元に戻らない（予想値参照）。そのギャップが金融市場にゴルドロック的な環境をもたらしている。

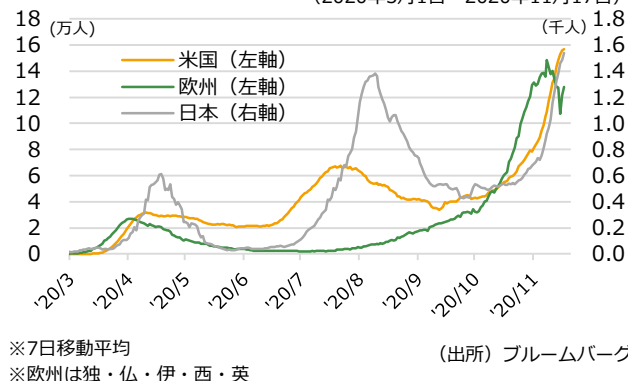
世界株式

(2018年1月初～2020年11月17日)



日米欧の新型コロナウイルスの新規感染者数

(2020年3月1日～2020年11月17日)



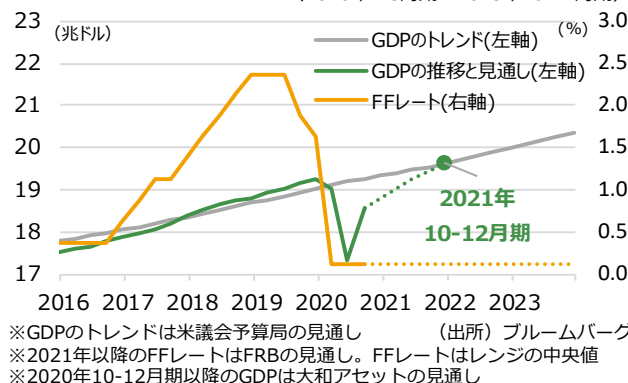
先進国中央銀行の政策金利のフォワード・ガイダンス

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%弱へ力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
BOJ	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する
BOE	少なくとも、供給過剰の削減と2%のインフレ目標の持続的な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、経済の痛みが吸収されるまで政策金利を据え置く。我々の現在の予測に基づけば、2023年まで発生しない
RBA	実際のインフレ率が目標の2～3%内で持続的に推移するまで利上げしない。RBAの経済見通しに基づけば、少なくとも今後3年は利上げしない予想

(出所) 各国中央銀行

景気と金融政策のギャップ（米国の例）

(2016年1-3月期～2023年10-12月期)



主要資産の見通し（今後1年程度）

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				金融・財政政策による後押しで、実質GDPは2021年央にもコロナ直前の水準を回復。景気は急回復後にサービス業が悪化も、感染第2波が収束後は政策対応で回復軌道へ。行動制限は限られ、財政政策の後押しで景況感は着実に持ち直し、景気回復が継続。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月期から回復軌道に。消費がけん引役に加わり、10-12月期以降は前年比5%以上の成長へ。労働市場の回復の遅れや財政支出の縮小により、10-12月期以降の成長は緩慢に。
	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				順調なワクチン開発を反映し予想値引き上げもバリュエーションの高さは不安要因。ワクチン期待の高まりはポジティブも直近株価上昇で好材料は相当程度織り込み済。割安感乏しいものの、業績改善余地とバリュエーションの相対感から選好継続。目先は割高感等が重しとなり、横ばいの推移を予想。コロナ感染拡大の抑制に加え、財政政策も好感され、資金流入が続く。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。割安感はあるものの、ロックダウン後の経済活動の回復ペースは遅く、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				
債券	米国				金融政策は当面現状維持、資産購入により長期金利は1%を上限にレンジ推移。資産購入と資金供給を主とする極めて緩和的な金融政策の下、長期金利の上昇は限定的。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。YCCと量的緩和の組み合わせにより、長短問わず金利は抑制された状態が継続。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、金利水準は高く、海外資金が流入しよう。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				
リート	英国				足元の感染拡大への懸念とワクチン開発への期待感により左右される展開を見込む。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。
	インド				
	インドネシア				
	メキシコ				
	ロシア				
	トルコ				
	トルコ				

※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。世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、感染が収束しないと円安を抑制へ。原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。先進国内では金利の優劣が乏しいものの、経常収支など実需の資金フローが追い風。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。証券投資の資金フローは不安定だが、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。中銀のルピー売りの為替介入を受け、緩やかな通貨安傾向が続く。中銀の目標レンジまで買い戻されたことで、増価余地は限定的。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。相対的に下落小幅な分、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。経常赤字が続き、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				
為替	英ポンド				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。世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、感染が収束しないと円安を抑制へ。原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。先進国内では金利の優劣が乏しいものの、経常収支など実需の資金フローが追い風。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。証券投資の資金フローは不安定だが、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。中銀のルピー売りの為替介入を受け、緩やかな通貨安傾向が続く。中銀の目標レンジまで買い戻されたことで、増価余地は限定的。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。相対的に下落小幅な分、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。経常赤字が続き、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。
	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				
為替	トルコ・リラ				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。世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、感染が収束しないと円安を抑制へ。原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。先進国内では金利の優劣が乏しいものの、経常収支など実需の資金フローが追い風。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。証券投資の資金フローは不安定だが、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。中銀のルピー売りの為替介入を受け、緩やかな通貨安傾向が続く。中銀の目標レンジまで買い戻されたことで、増価余地は限定的。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。相対的に下落小幅な分、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。経常赤字が続き、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。
	トルコ・リラ				
	トルコ・リラ				
	トルコ・リラ				
	トルコ・リラ				
	トルコ・リラ				
	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	2.2	-3.3	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	-7.3	4.7	2.4	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.30	-0.6	-0.5	-0.4
日本	0.7	-5.1	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	0.8	0.8	0.8
中国	6.1	2.3	7.2	5.8	3.25	2.95	2.95	2.95	3.14	3.2	3.2	3.0
ブラジル	1.1	-4.9	3.0	3.4	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 NYダウ	28,538 22.3%	29,500 3.4%	29,000 -1.7%	30,000 3.4%	米ドル	108.61円 -1.0%	106円 -2.4%	108円 1.9%	107円 -0.9%
米国 S&P500	3,231 28.9%	3,600 11.4%	3,550 -1.4%	3,650 2.8%	ユーロ	121.77円 -3.2%	126円 3.5%	126円 0.0%	125円 -0.8%
欧州 STOXX 50	3,745 24.8%	3,450 -7.9%	3,550 2.9%	3,640 2.5%	カナダ・ドル	83.63円 4.0%	80円 -4.3%	80円 0.0%	79円 -1.3%
日本 日経平均株価	23,657 18.2%	25,000 5.7%	26,500 6.0%	27,000 1.9%	豪ドル	76.24円 -1.4%	76円 -0.3%	80円 5.3%	81円 1.3%
日本 TOPIX	1,721 15.2%	1,700 -1.2%	1,880 10.6%	1,910 1.6%	中国人民元	15.60円 -2.3%	16.1円 3.2%	16.9円 5.0%	17.3円 2.4%
中国 MSCI	85.7 20.4%	110 28.4%	116 5.5%	118 1.7%	ブラジル・ リアル	26.98円 -4.5%	18.9円 -30.0%	18.6円 -1.6%	17.8円 -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 NAREIT指数	20,156 26.0%	19,500 -3.3%	21,811 11.9%	23,550 8.0%
日本 東証REIT指数	2,145 20.9%	1,750 -18.4%	1,850 5.7%	1,900 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	1.3	-11.9	3.6	3.4	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.3	0.3	0.3
インド*	4.2	-9.2	7.8	4.3	4.90	4.00	3.50	3.50	6.56	6.0	6.0	6.5
インドネシア	5.0	-1.8	5.5	4.8	5.00	3.75	3.50	3.75	7.04	6.5	7.0	7.5
フィリピン*	6.0	-7.8	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	4.25	4.00	4.00	6.91	6.0	6.5	7.0
ロシア	1.3	-4.2	3.1	2.5	6.25	4.25	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	16.00	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%	1,500 9.5%	1,580 5.3%	1,550 -1.9%	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%	1.43円 -6.0%	1.50円 4.9%	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%	0.731円 -6.7%	0.771円 5.5%	0.738円 -4.3%
					フィリピン・ペソ	2.14円 2.3%	2.16円 0.7%	2.12円 -1.9%	2.06円 -2.8%
					ベトナム・ドン*	0.469円 -0.8%	0.457円 -2.5%	0.466円 2.0%	0.456円 -2.1%
					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%

	商品			
	実績値 2018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%
金 (米ドル/トロオンス)	1,523 18.9%	1,800 18.2%	1,950 8.3%	1,950 0.0%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】

※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値

※単位は（%）

* 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は来年央にコロナ直前の水準へ

政権は変わっても議会のねじれが続く限り、大掛かりな政策は実現困難。大統領令や行政府による各種規制の緩和・強化等は十分予想されるが、新型コロナウイルス問題の渦中では景気への影響は相対的に軽微。新型コロナウイルスの新規死者数が抑制されている限り、景気下振れも小幅で、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、同10-12月期にはコロナ前の軌道に復すると見込む。

挽回生産の進展が見込まれる製造業

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも新型コロナウイルスによる落ち込みから急反発し、高水準を保っている。特に製造業は力強く、新規受注指数、生産指数は60超で推移している。顧客の在庫水準は著しく低く、挽回生産の進展が見込まれる。対面営業の多い非製造業は新型コロナウイルスの動向次第だが、バイデン次期大統領の下、公衆衛生上の感染防止策の強化が期待される。

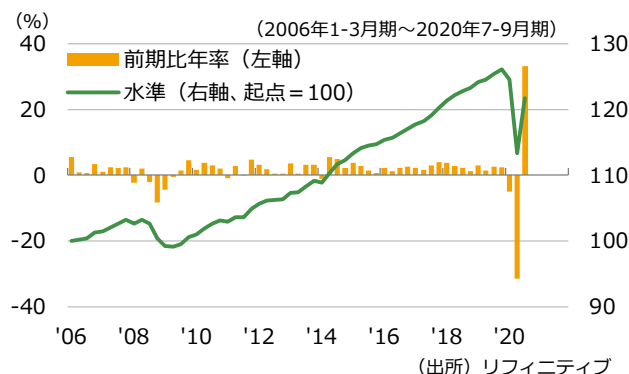
失業率は急低下も恒久的失業者は増加

失業率は4月の急上昇で世界大恐慌以来となる14.7%に達した後、今度は想定以上のペースで改善し、10月には6.9%まで低下した。経済・金融の不均衡の調整を強いられ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、恒久的失業者は増加し続けており、最大雇用は無論、4%程度とされる自然失業率まで失業率が低下するにはかなりの時間を要する。

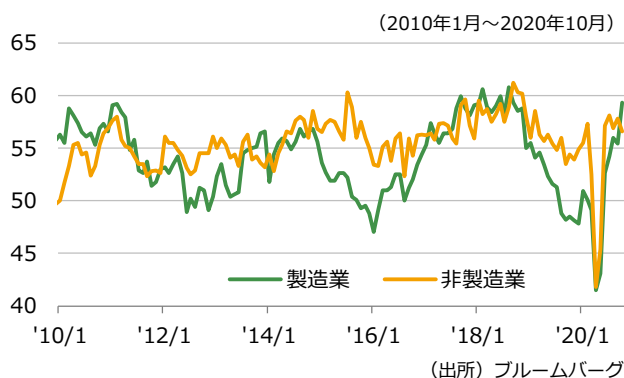
インフレ率は2%がほぼ上限に

供給制約に伴う局所的な需給逼迫も、個人消費支出デフレーターには明示的に反映されず、やがて供給制約が緩和されるに連れて、インフレ率はマクロ的な需給ギャップを反映した推移に落ち着きつつある。感染対策コスト等の増加はインフレ率の上振れ要因だが、多分に一過性である。インフレ率は2022年末にかけて2%近傍に達すると見込むが、最大雇用が達成されるまでは、2%がほぼ上限と想定する。

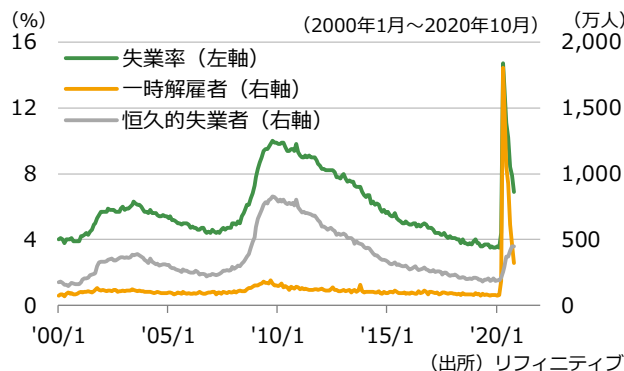
実質GDP



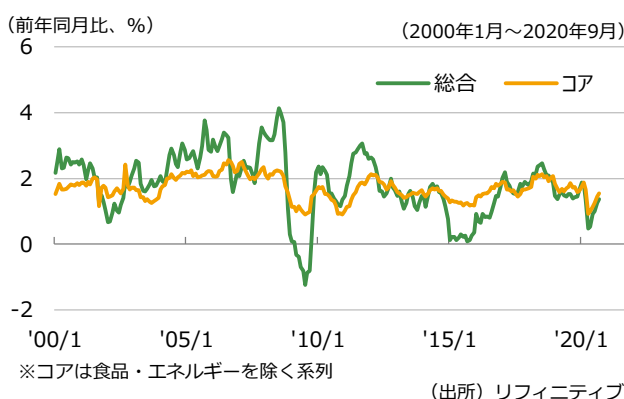
ISM景況感指数



失業率と非自発的失業者



個人消費支出デフレーター





株式

イベントを無難に通過し株価は上昇

米国株の見通しは中立を継続する。大統領選挙はバイデン氏が当選確実の一方、上院は共和党が過半数を獲得する可能性が高い状況。法人税率引き上げへの懸念が低下したほか、選挙の不透明感が後退したことも市場は好感した。新型コロナウイルスワクチンへの期待も加わり株価は急上昇も、上昇ペースが速いこと、好材料の織り込みが進んだことを勘案し、中立スタンスを継続する。

バリュエーションの高さはリスク要因

S&P500のPERは右図の通り。2021年度予想を基準としてもPERは20倍を超え、2022年度予想基準でも割安感は乏しい。2021年に掛けて新型コロナウイルスによる落ち込みからの企業業績の改善は進むと見込むものの、市場はその改善を相当程度織り込んでいるとみる。バイデン大統領誕生後の政策の見極めも今後必要であり、株価は不安定になり易い局面と考える。

足元の感染状況は懸念

足元は米国における新型コロナウイルスの感染状況が懸念材料。州別の病床使用率を見ると9月の直近ボトムから悪化は顕著。入院者数は、既に7月半ばの前回ピーク並みからやや上回る状況にあり、欧州同様に行動制限措置が広がるリスクは高いと考える。ワクチン期待により来期の企業業績予想が切り下がることはないと思うが、今年の年末商戦への懸念が高まらないかには注意したい。

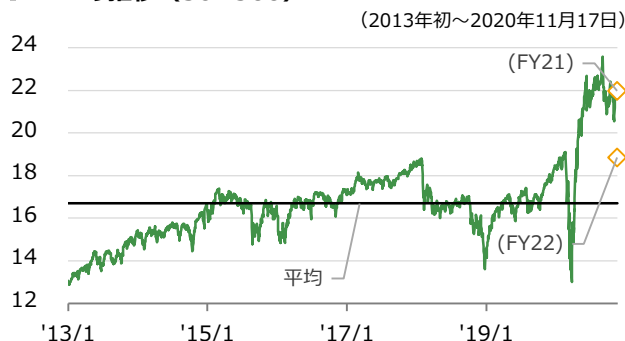
来期改善の確度は一段と上昇

一方、ワクチン開発は着実に進展。ファイザーとモデルナが治験フェーズ3の中間報告で良好な結果を示したことはポジティブ。米国は両社とそれぞれ1億回分の購入契約を締結済。オプション契約も含めると、2社で3.5億人分を確保する計算となり、米国の人口を上回る。治験の経過観察の動向、輸送・保管など接種体制、効果の継続性など不確実性はあるものの、来期に向けた改善の確度は更に高まった。

S&P500の推移



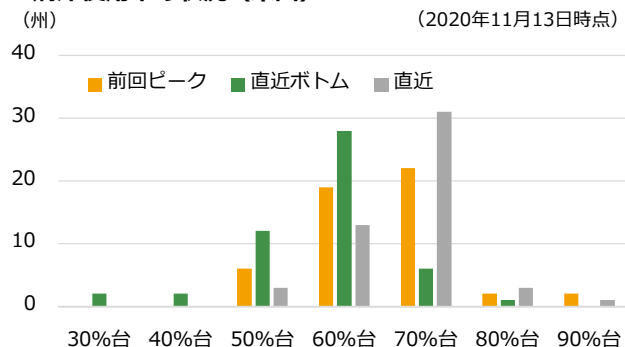
PERの推移 (S&P500)



※ PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース、会計年度末は12月

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

病床使用率の状況 (米国)



※前回ピーク：2020/7/15、直近ボトム：2020/9/7時点

(出所) HHSより大和アセット作成

日米EUの新型コロナワクチンに関する契約状況

(億円)	アストラゼネカ (Phase3)	ファイザー (Phase3)	モダナ (Phase3)	JNJ (Phase3)	ノバルティス (Phase3)	ロバート (Phase2)	サファイア (Phase1/2)	人口 (億人)
米国	3.0	1.0 (5.0)	1.0	1.0 (2.0)	1.0	-	1.0 (5.0)	3.28
日本	1.2	1.2	0.5	-	2.5	-	-	1.25
EU	3.0 (1.0)	2.0 (1.0)	0.8 (0.8)	2.0 (2.0)	-	2.25	3.0	4.46
(構成比)								
米国	20.0%	40.0%	6.7%	20.0%	6.7%	-	6.7%	
日本	22.2%	22.2%	9.3%	-	46.3%	-	-	
EU	22.4%	16.8%	9.0%	22.4%	-	12.6%	16.8%	

※ JNJ：ジョンソン＆ジョンソン

※ 下段はオプション契約でEUは中低所得国への寄付分等を含む

※ 2回接種が必要なワクチンもあり、回数は配布可能人数と異なる

(出所) HHS、EU、厚生労働省、WHOなどより大和アセット作成



債券・金利

金融政策は当面現状維持の公算

FRBはゼロ金利政策解除の条件として、最大雇用、インフレ率が2%に上昇、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つを明示した。解除は遠い。緩和方向での次の一手は資産購入の強化が有力な選択肢だが、不確実性の低下で景気の下振れリスクが後退するなか、実質金利主導で長期金利が1%から大幅に上振れることでもなければ、金融政策は当面現状維持の公算が大きい。

長期金利は1%を上限にレンジ推移

民主党の「スウィープ」の可能性が低下した直後に、雇用統計の上振れとワクチン開発の進展で10年国債利回りは一時1%に接近した。最近の長期金利の上昇はターム・プレミアム主導で、期待短期金利はほとんど変化していない。需給悪化懸念に因る長期金利の上昇は持続せず、FRBの資産購入の継続で、長期金利は0.6~1.0%程度のレンジ推移を見込む。

リート

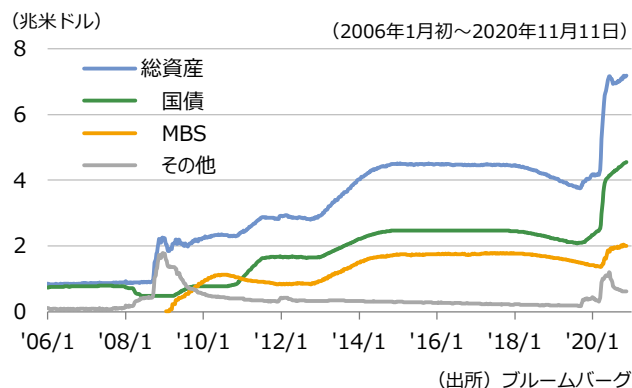
足元業績は弱めもワクチン期待で上昇

7-9月期の決算は、都心部の住宅やオフィス、介護関連施設などが軟調。一方でデータセンターや物流施設、個人向け貸倉庫などは好調だった。新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、米国リート全般の業績回復の足取りは重く、2020年末の指数予想値を引き下げ。ただ株価はワクチン開発の進展を受けて戻り基調。今後もワクチン開発への期待感により左右される展開を見込む。

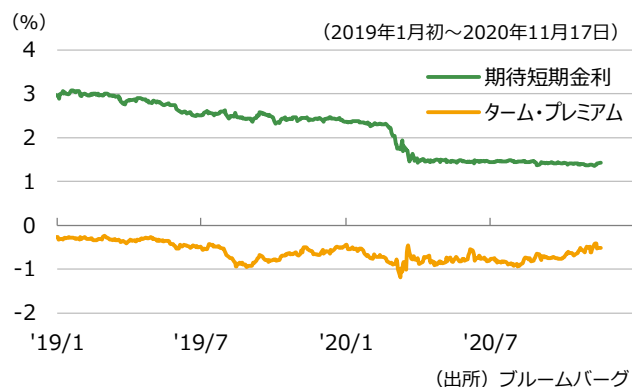
金融緩和と政策は継続

ワクチン開発の進展を受けた景気回復期待などから長期金利は上昇傾向。ただFRBによる緩和政策は継続されており、水準は依然低位。また社債の信用スプレッドは縮小傾向で、長期金利上昇のREIT業績への影響は軽微なものにとどまろう。ワクチン期待が高まれば、将来の業績改善を織り込む形でバリュエーションは上昇しやすいと考える。

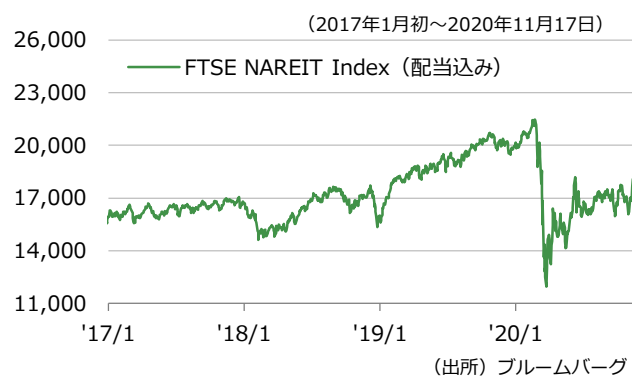
FRBの総資産残高と内訳



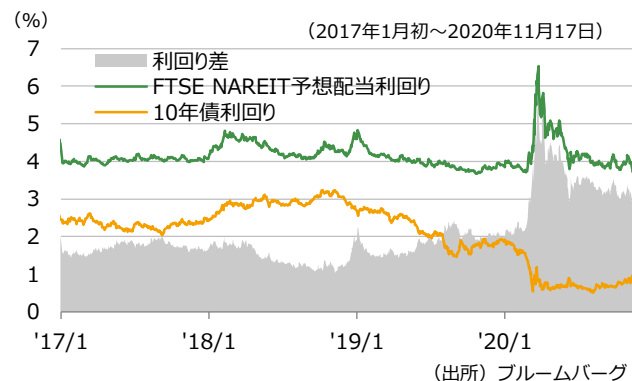
長期金利の要因分解



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が反発

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、選挙後の11～12月には上昇傾向となる。今年もそうした傾向に近い動きをしている。選挙後に米ドル円が反発した主因は新型コロナワクチンへの期待が高まったことだが、政局不透明感が後退したことも一因だろう。トランプ大統領の法廷闘争が長引かず次期大統領が決定すれば、米ドル円一段高の要因になり得るだろう。

日米金利差拡大が米ドル高圧力に

米長期金利が8月に反発して以降、日米長期金利差が拡大している。米大統領選挙前には、バイデン政権になれば財政支出と財政赤字が拡大するとの見方や、FRBへの追加緩和圧力が後退するとの見方から米金利が上昇した。その後、上院選挙で共和党が過半を維持するとの見方から米金利は低下したが、ワクチン開発期待で再び上昇。日米長期金利差の拡大は米ドル円を上昇しやすくする要因となろう。

実質金利反発で米ドル安圧力が後退

今年9月にかけて米実質金利が低下し、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たためだ。ただ、10月以降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、実質金利が上昇している。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。

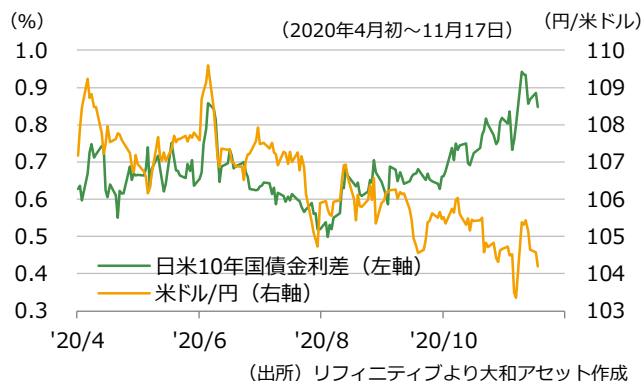
ねじれ議会で米ドル円下落とは限らず

米議会両院で民主党多数や共和党多数よりねじれのケースの方が米ドル円の上昇確率が高い。しかも、ねじれ議会で大統領が民主党のケースは、共和党のケースよりも米ドル円の上昇確率が高い。ねじれ議会では必ずしも財政支出が抑制されて米金利と米ドル円が下落しやすいとは限らない。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は言えず、バイデン政権になればトランプ政権より保護主義が弱まりリスクオンの円安に働く可能性もある。

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)
米議会上院・下院		
共和党両院過半	50 %	(8/16)
ねじれ	55 %	(6/11)
民主党両院過半	30 %	(6/20)
米大統領（ねじれ議会のケース）		
共和党選出	43 %	(3/7)
民主党選出	75 %	(3/4)

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

景気は急回復後に感染第2波で足踏み

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60%超の急増に転じた。しかし、10月以降新型コロナウイルスの新規感染者数が急増し、新規死者数も増加基調が明確になるなか、行動制限が再び強化されており、10-12月期はマイナス成長を免れず。それでも、7-9月期の大幅な上振れもあり、実質GDPは2023年1-3月期にコロナ直前の水準を取り戻すと想定する。

製造業の好調とサービス業の悪化

マークイットPMIは総合では3カ月連続で低下し、10月は50.0。この3カ月は製造業の好調とサービス業の悪化が際立ち、10月に製造業は54.8と2018年7月以来の高水準に達する一方、サービス業は46.9と、7、8月に50を上回ったのも束の間、再び50割れに陥った。製造業が輸出増加の恩恵を享受する一方、新型コロナウイルスの感染拡大がサービス業を直撃している構図が鮮明である。

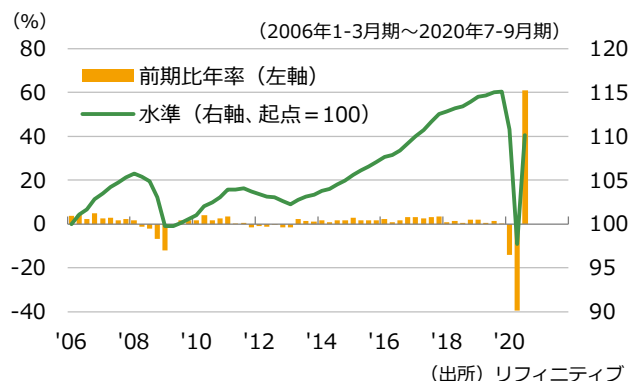
景気は新型コロナウイルスの動向次第

当面の景気は新型コロナウイルスの動向次第。コロナ前とは打って変わってドイツが先導するユーロ圏の財政刺激が行動制限の強化に伴う景気下振れを緩和するなか、感染の強まりと弱まりを繰り返しつつワクチンの開発を待つ状態。行動制限の強化が奏功してか、フランスでは新型コロナウイルスの新規感染者数が減少に転じている。感染再拡大の最悪期は過ぎたかも知れない。

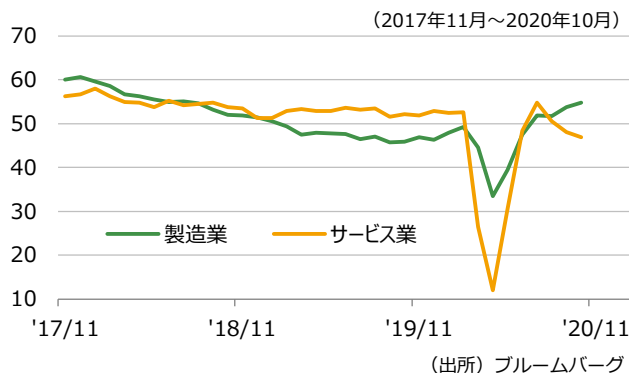
期待インフレ率の弱含み

10月消費者物価指数は総合で▲0.3%、コアで同0.2%と、コアは9月に続きユーロ圏発足来の最低を記録した。ドイツの付加価値税率の時限的な引き下げ等の特殊要因を割り引く必要はあるが、物価上昇圧力の基調的な弱まりが窺える。一旦はコロナ直前の水準にほぼ復した期待インフレ率も、足元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。

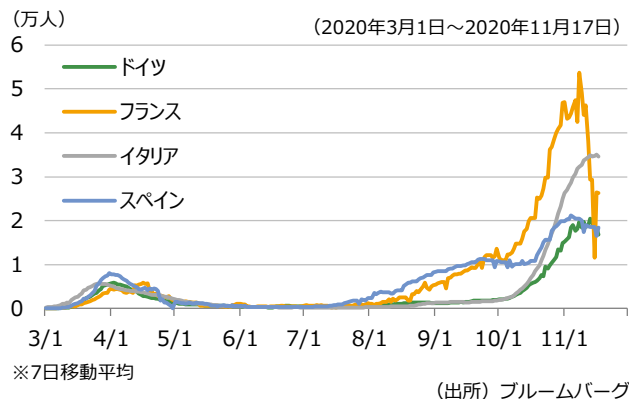
実質GDP



マークイットPMI



新型コロナウイルス新規感染者数



期待インフレ率





株式

ワクチン期待が足元の感染懸念を上回る

欧州株の見通しは中立を継続する。欧州における新型コロナウイルス懸念により10月後半に株価は下落も、米国大統領選挙を通過し不透明感が後退したこと、新型コロナウイルスワクチンへの期待が高まったことにより、株価は急反発した。欧州の新型コロナウイルス感染状況も徐々に落ち着くと予想するものの、株価は好材料を相当程度織り込んだと判断し、中立スタンスを継続する。

欧州の感染状況も12月には改善へ

右図は英国における新型コロナウイルスの新規感染者数と入院者数の動向を見たもの。3月後半のロックダウンでは、2週間程度で感染者数は頭打ち、入院者数は20日程度でピークを付けた。今回、欧州各国が導入した行動制限措置は前回と比べると緩やかであり、時間軸は伸びる可能性はあるものの12月に入れば状況は改善に向かうであろう。

債券・金利

ECBは資産購入と資金供給の拡大へ

ECBは10月の理事会で、次回12月の理事会での「金融政策の再調整」を明言した。具体的には、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）とTLTRO（貸出実績に応じた長期の資金供給オペ）の拡大が中心になる見込み。新型コロナウイルス問題を受けた3月からの一連の金融緩和の過程でも利下げは実施されておらず、ECBはマイナス金利の深掘りには消極的と思われる。

長期金利の上昇は限定的

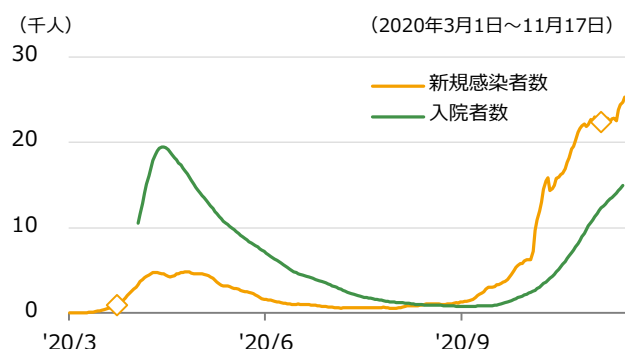
ドイツの10年国債利回りは歴史的な低水準で推移している。周辺国スプレッドの縮小など、金融環境は安定しており、景気悪化や信用不安が強く懸念されているわけではない。ECBの極めて緩和的な金融政策姿勢の下、長期金利の上昇は限定的と見込む。長期金利が上振れるには、ワクチンの普及等で新型コロナウイルス問題の収束が見通せることが必要。

Euro STOXX 50の推移

(2013年初～2020年11月17日)

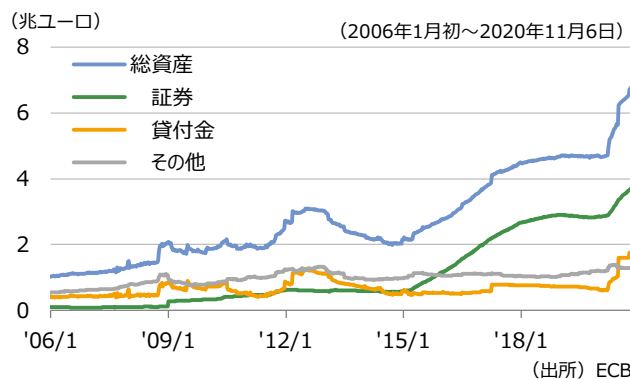


新型コロナウイルス新規感染者数と入院者数（英国）

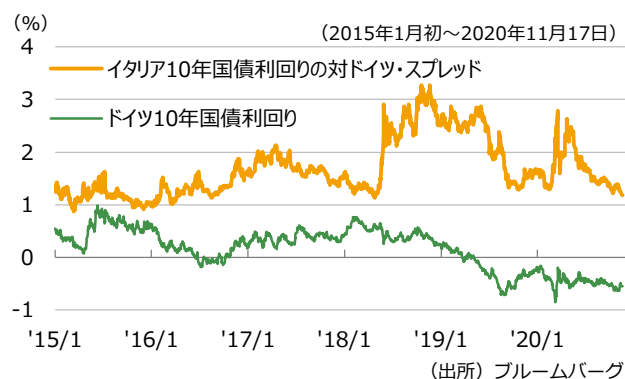


※感染者数、入院者数共に7日移動平均、入院者数の直近は11/15
 ※新規感染者数のマーカーは全国的な行動制限措置の導入日
 (出所) WHO、Coronavirus in the UKより大和アセット作成

ECBの総資産残高と内訳



ドイツとイタリアの長期金利





為替

ユーロ相場が頭打ちに

欧州諸国が復興基金で合意し、財政政策面で協調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ウイルス新規感染者数の拡大を受けて各国が行動規制を強めており、景気指標改善も鈍りつつある。ECBが12月に追加緩和を決定するとの見方も強く、当面はユーロの上値が重くなりそうだ。だが、金融・財政政策で景気悪化を抑えることができれば、ユーロ安は進みにくいだろう。

欧米の新型コロナ感染が急拡大

欧州主要5カ国の新型コロナウイルス新規感染者数が急増し、一時は米国を上回っていたが、行動規制が強化された後に鈍化の兆し。一方、米国の感染拡大が進んでおり、相对比较からはユーロより米ドルが売られやすい状況に。ただ、欧米の感染拡大傾向が続くと、ワクチン開発への期待があっても、各国の行動規制強化による景気悪化懸念がリスクオフの円高やユーロ安を招きやすくなるだろう。

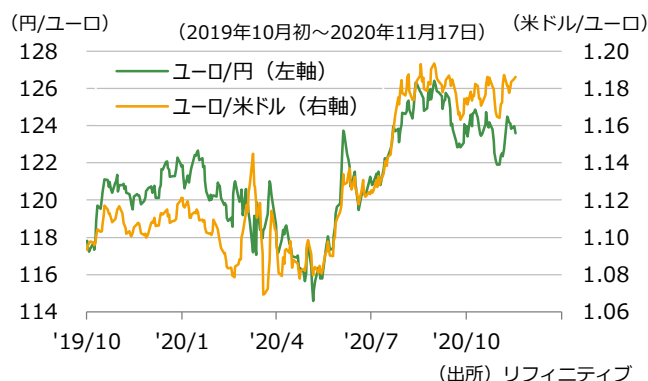
景気指標は日米欧ともに弱まる傾向

日・米・欧ともにエコノミック・サプライズ指数が上昇から低下に転じている。欧米では新型コロナウイルスの感染拡大を受けて行動規制が強まり始めており、景気の押し下げ要因となる可能性が高い。各国（地域）の景気指標の動向に明らかな相違が見られる局面では、相对比较により通貨の強弱が決まりやすいが、各国の景気指標が同調して悪化する局面では、リスクオフの円高に傾きやすいだろう。

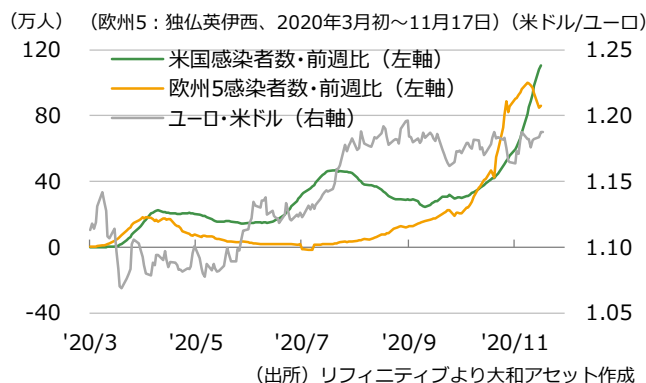
通貨先物はリスクオンの弱さを示唆

通貨先物の米ドルに対するネット・ポジションは、ユーロ買いが縮小傾向にある。欧州各国の新型コロナ感染拡大と行動規制を反映した面があるだろう。円買いポジションが続き、ポンドや豪ドルが明確な買いポジションにはないことから、リスクオンは弱いと言える。先進国通貨の通貨先物ポジションから見る限り、リスクオンで円安や米ドル安が進行しやすい状況にはないように見える。

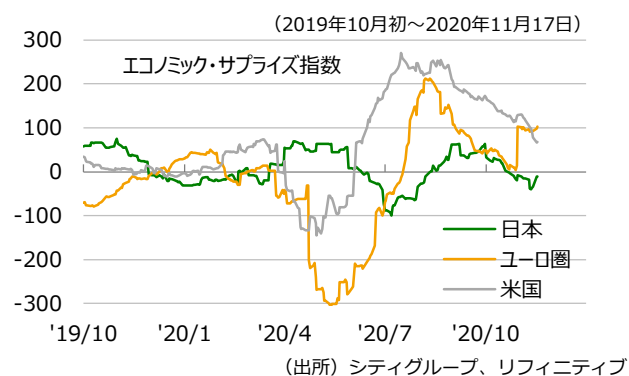
ユーロの対円相場と対米ドル相場



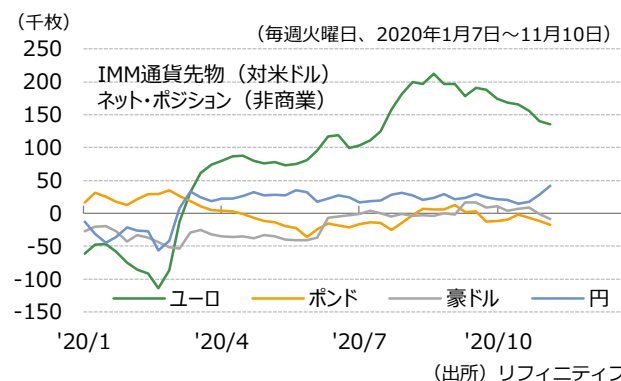
欧米の新型コロナウイルス感染者数と為替



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

感染第2波で景気回復が頓挫

実質GDPは2020年4-6月期の前期比年率60%近い急減から、7-9月期は同80%近い急増に転じた。しかし、10月以降新型コロナウイルスの新規感染者数が急増し、新規死者数も増加基調が明確になるなか、イングランドでは11月に4週間に亘って行動制限が強化されるなど、10-12月期は再び大幅なマイナス成長を免れず、実質GDPがコロナ直前の水準を取り戻すのは2024年以降と想定する。

懸念されるEUとの通商協議の遅れ

強力な行動制限がやがて感染を抑制することが予想されるため、今春の感染第1波時の様な恐怖感はない。ワクチンの開発が進んでいることや、景気悪化に即応した財政政策への期待も不安を和らげる。一方、EUとの通商協議は11月半ばに至っても依然難航している。移行期限である年末が近づくに連れて、不確実性の高まりが経済活動を抑制しよう。

為替

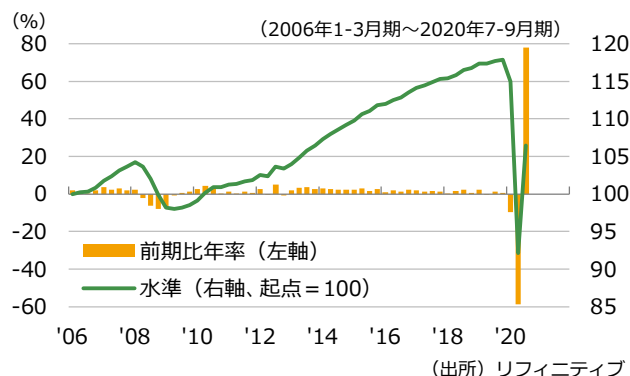
BOEは2021年末まで資産購入を継続

BOEは11月の金融政策委員会で政策金利を0.1%に据え置く一方、資産購入枠を7,450億ポンドから8,950億ポンドへ1,500億ポンド拡大し、少なくとも2021年末まで資産購入を継続する方針を明らかにした。市場機能が再び著しく悪化すれば、購入ペースを加速すると付言している。政策金利については、新型コロナウイルス問題下でのマイナス金利には否定的で、現水準が長期化すると見込む。

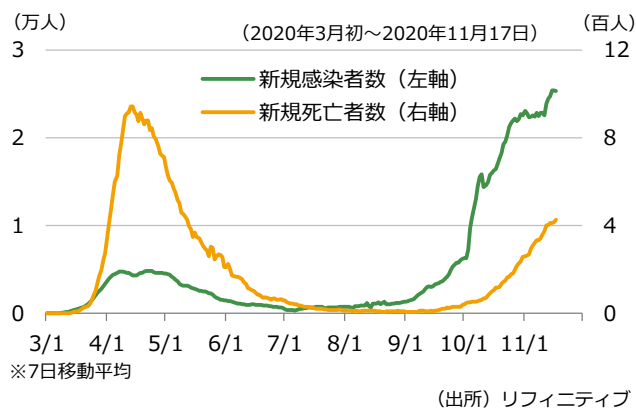
英・EU通商交渉がポンド相場を左右

英国では新型コロナ新規感染者数が急増し、行動規制が強化されているため、景気悪化懸念がポンド安に作用しやすい環境にある。ただ、感染抑制効果が見られるようになれば、ポンド安圧力は緩和へ。英国とEUの通商交渉は合意に向けての障害がまだ残っているようだ。合意に至ればポンド高が進もうが、合意できずにポンド安が進むリスクも残る。

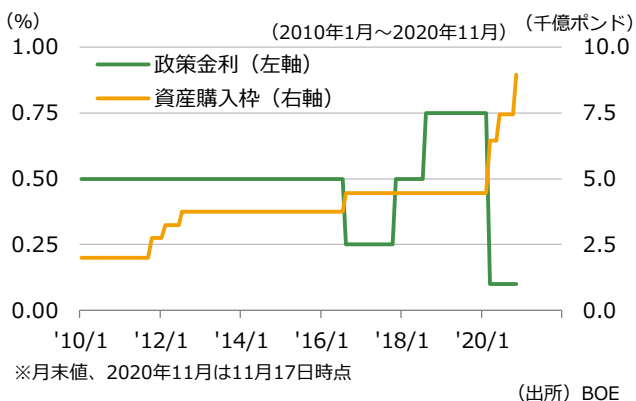
実質GDP



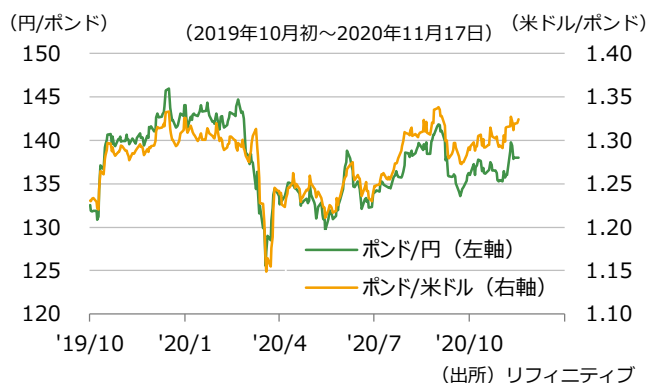
新型コロナウイルスの新規感染者数・新規死者数

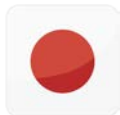


政策金利と資産購入枠



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

行動制限は限られ景気回復が継続

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%超の急増に転じた。新型コロナウイルスの新規感染者数は急増しているが、新規死亡者数は抑制されており、行動制限が目立って強化されているわけではない。ペースはさすがに鈍化しても、財政政策の後押しで景気回復の継続を見込む。実質GDPは2023年1-3月期に消費税率引き上げ直前の水準を取り戻すと想定する。

景況感は着実に持ち直し

10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6カ月連続で上昇した。前者は2018年1月以来の50を超えて、家計、企業、雇用関連DIの何れも50を上回った。9、10月の上昇幅は7、8月を大幅に上回っており、新常态への適応と政策対応の効果の程が窺える。先行き判断の改善は小幅だが、これは新型コロナウイルスの動向次第であろう。

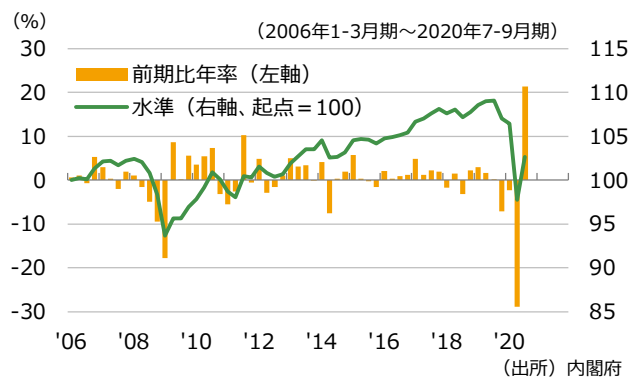
政策対応で倒産・失業を抑制

企業倒産件数は裁判所の業務縮小で急減した5月を除けば小動き。少なくとも新型コロナウイルス問題で急増しているわけではない。失業者数の増加も緩やかで、典型的な景気後退とは様相を異にする。休業者数はコロナ直前の水準に落ち着いてきた。持続化給付金、金融機関の資金繰り支援、雇用調整助成金等が効果的に働いている証左。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。

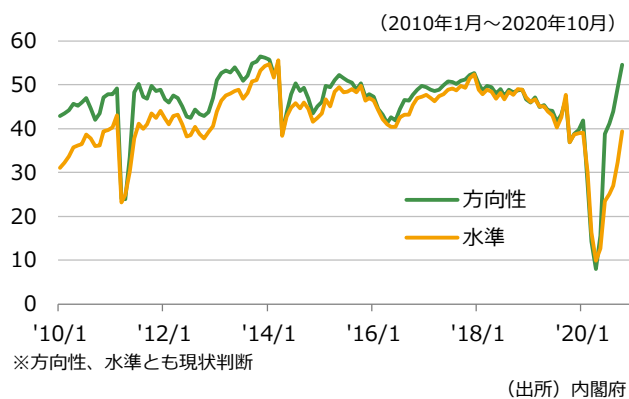
期待インフレ率はゼロ%近傍

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8月は前年同月比▲0.1%、9月は同0.0%と低迷。「Go To トラベル事業」の影響を除いても前年同月比0.3%で、物価の基調は弱い。新型コロナウイルス問題に伴う需給ギャップの拡大が物価上昇を更に抑制している。履歴効果もあってか、期待インフレ率も精々ゼロ%近傍までの戻りに留まっており、インフレ目標の2%には程遠い。

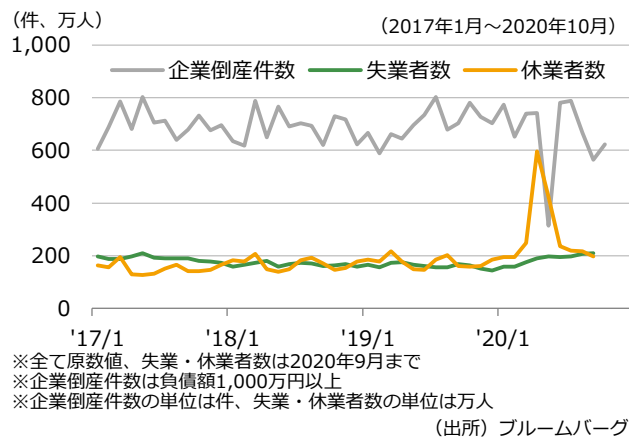
実質GDP



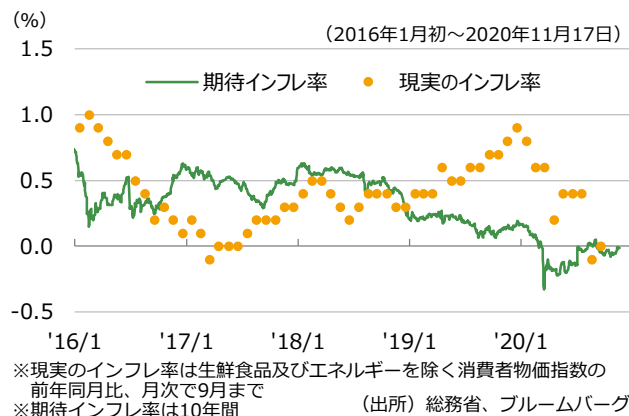
景気ウォッチャー調査

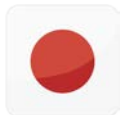


企業倒産件数と失業・休業者数



インフレ率





株式

やや強気スタンスを継続

日本株の見通しはやや強気を継続する。欧米株同様に直近の株価上昇により高値警戒感はあるものの、新型コロナウイルスからの改善に向かう中、相対的な業績改善余地の大きさ、米国株と比べて相対的な割高感がないことが引き続き日本株を支えると考え。足元の新型コロナウイルスの感染拡大により株価が下落したとしても新型コロナウイルスワクチン期待がある限り、調整は一時的だろう。

割高感が全面に出ることはないだろう

TOPIXの予想PERは2021年度予想ではやや割高、2022年度予想で過去平均並みの水準。しかし、2020年度の織り込みから2021～2022年度に向けて企業業績の改善が進むことが期待される中、高いバリュエーションが許容される局面であると考え、割高感が強く意識されることはないと思う。米国と比べバリュエーション指数の改善が遅いことも、今後の改善の余地があると評価したい。

個別株ではバリュエーションに修正余地

右図はTOPIX500とS&P500のPER（2021年度予想）における平均対比の分布状況を見たもの。業績予想は新型コロナウイルスからの改善を織り込む途上にあり、平均対比で高い銘柄が多い。しかし、日米対比では日本の方が平均を上回る銘柄比率がやや低く、その分、平均を下回る銘柄の比率が高い。事業環境の見極めは必要であるものの、正常化に向かう中、物色の広がりが起こる余地はあると考える。

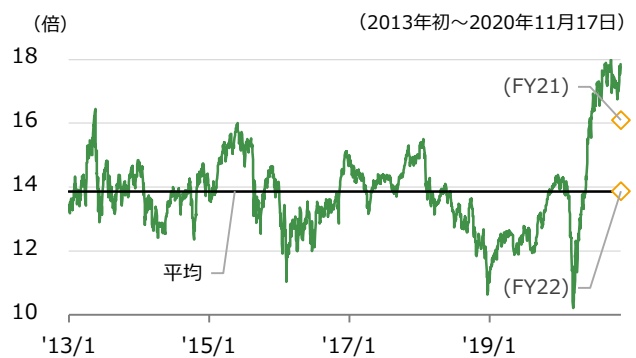
国内感染状況への警戒は引き続き必要

国内における新型コロナウイルスの感染状況は欧米と比べれば軽微も状況は悪化。厚生労働省が開示している都道府県別の病床使用率は上昇基調にある。受入確保病床数の拡大もあり使用率はまだ直近ピーク未満も、感染者ピークアウトが待たれる。株式市場は東京都が再び大規模な行動制限措置を導入する懸念が高まった際には調整リスクが高まると考えるが、現時点ではまだ一定の余裕があるとみられる。

TOPIXの推移



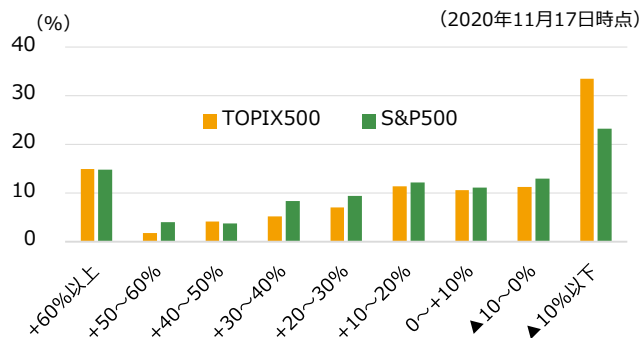
PERの推移 (TOPIX)



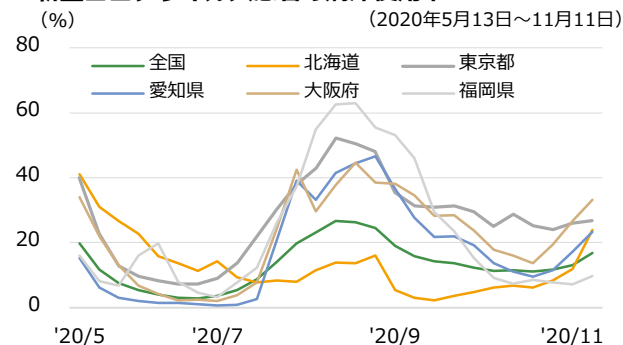
※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース、会計年度末は3月

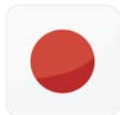
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

日米主要企業のPER (2021年度予想の平均との乖離)



新型コロナウイルス患者の病床使用率





債券・金利

金融政策は現状維持が長期化

日銀の金融政策は現状維持が長期化しよう。新型コロナウイルス問題が収束に向かっても、2%の物価安定の目標が達成されるまで、一度強めた金融緩和を巻き戻すのは困難。ペースは鈍化が見込まれるが、財政支出の拡大に応じた長期国債の買入で、日銀の総資産残高の増加が続く。「地域金融強化のための特別当座預金制度」は地域金融機関の経営基盤強化のための措置で、金融政策の変更とは異なる。

長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

10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0.4~0.7%と、目標の2%を大幅に下回る。円高を招きかねない目標の引き下げは難しく、マイナス金利の深掘りを含む金融緩和の強化も費用対効果が疑わしい。日銀のイールドカーブ・コントロールの下、短期金利は▲0.1%程度、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

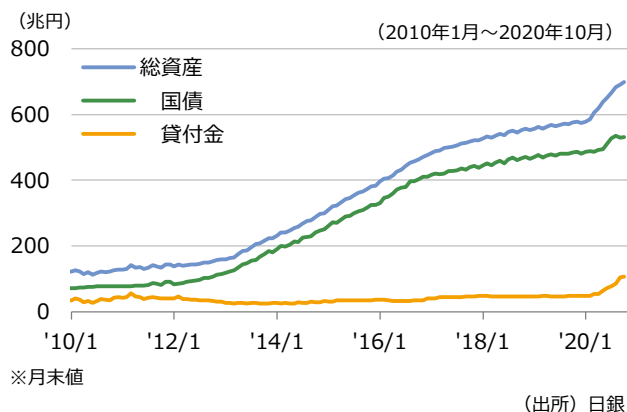
おおむね横ばい圏の推移

J-REIT市場は、足元1カ月でおおむね横ばい圏の推移となった。大型オフィス銘柄によるJ-REIT市場で過去最大規模の増資が市場に与えた影響は大きく、10月中は軟調な推移だった。11月に入ると、米大統領選挙で民主党のバイデン候補の当選が確実となったことや新型コロナウイルスのワクチン開発の進展を受けて上昇した。中旬以降は、新規感染者数の再拡大が嫌気され、反落した。

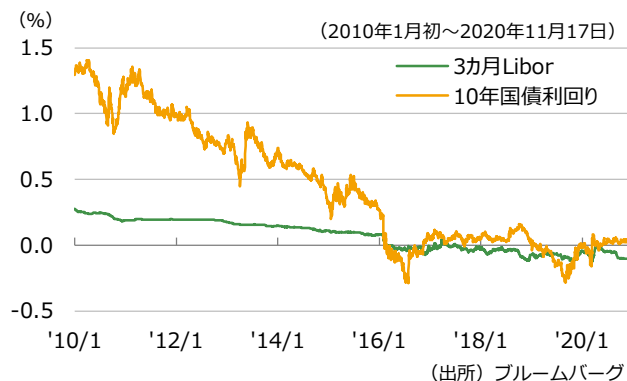
中期的に緩やかな上昇を見込む

引き続き、新型コロナウイルスの感染状況・ワクチン開発の進展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。

日銀の総資産残高と内訳



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

米ドル安と円安のバランス変化

米大統領選挙の直後は、米ドルも円も他の25通貨に対して下落。つまり、米ドル安と円安が同時に進んだが、米ドル安の方が大きく、米ドル円は反落した。だが、その後は米ドル安が鈍化し、円安が優勢となったため、米ドル円は上昇に転じた。市場がリスクオンに傾いたことが円安と米ドル安に作用するなかで、米金利が低下から上昇に転じたため、円安と米ドル安のバランスが変化したと言える。

米金利と同調する米ドル円

米長期金利とクロス円（25通貨対円）は基本的に順相関で、米金利上昇ならクロス円上昇（円安）。一方、米長期金利と米ドル（対25通貨）は順相関も逆相関もあるが、最近は逆相関が弱まっている。そのため、米金利低下・円高と米ドル安が重なって米ドル円が下落したり、米金利上昇・円安と米ドル高が重なって米ドル円が上昇した。米ドルが米金利と順相関になると米ドル円は米金利と同調しやすい。

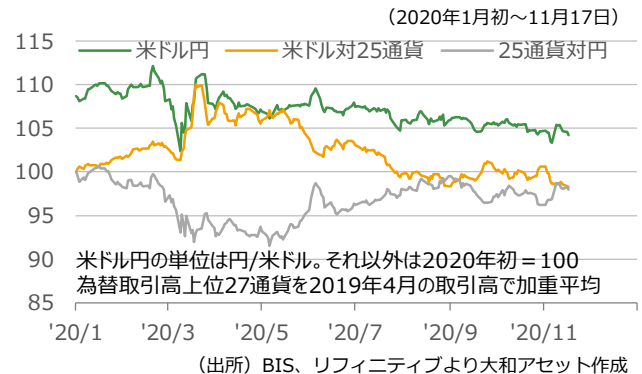
米株価と米ドル円の相関が低下

最近では、リスクオンの円安、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、リスクオンの米ドル安、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。

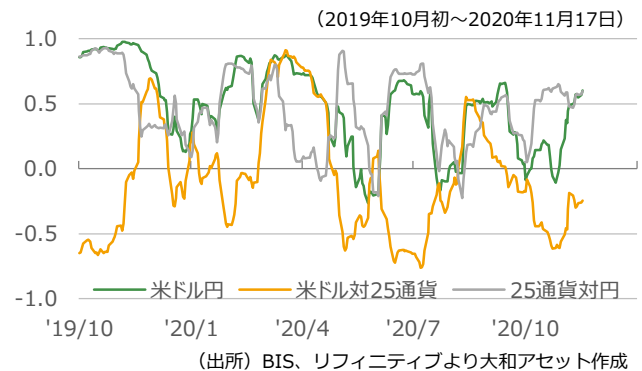
米株価・金利と米ドル円の基本関係

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。米大統領選後はねじれ議会期待で米金利低下・株高となり、米ドル安となったが、その後はワクチン期待で米金利上昇・株高となり、円安に転じた。

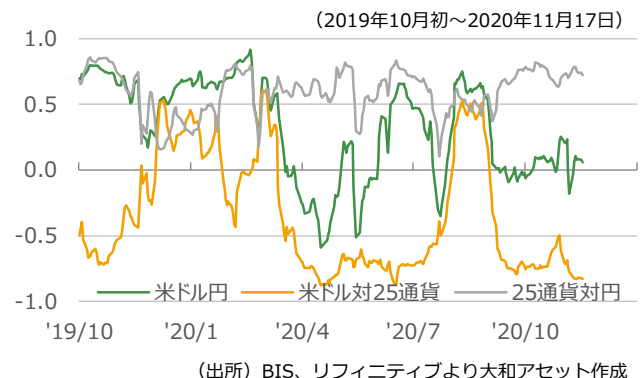
米ドル・円・他通貨の為替



米10年国債金利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

10-12月期は景気回復が一服

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。

感染第2波は一段と拡大

9月半ばからケベック州やオンタリオ州を中心に発生していた新型コロナウイルスの感染第2波は幅広い州に拡大。行動制限や一部サービス業の営業停止など感染抑制策は段階的に強化されている。製造業の景況感が依然として高水準を維持するなど、業種によっては影響が小さいところもみられ、今春の第1波とは状況が大きく異なる。それでも、年末年始の景気下振れは避け難い。

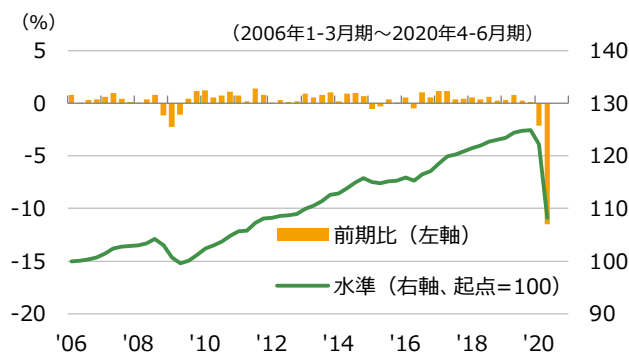
労働市場の回復は足踏み

雇用者数は2月から4月にかけて300万人減少したが、一時解雇者の職場復帰などが寄与して、4月から10月にかけて240万人増加。失われた雇用の8割近くを取り戻した。それでも、10月は「宿泊・飲食サービス」などの雇用者数が前月比で減少に転じるなど感染第2波の影響が少なからず出ている。一段の労働市場の回復には、感染第2波の収束とワクチンの全国的な普及が待たれる状況。

コロナ後は住宅・個人消費の拡大に期待

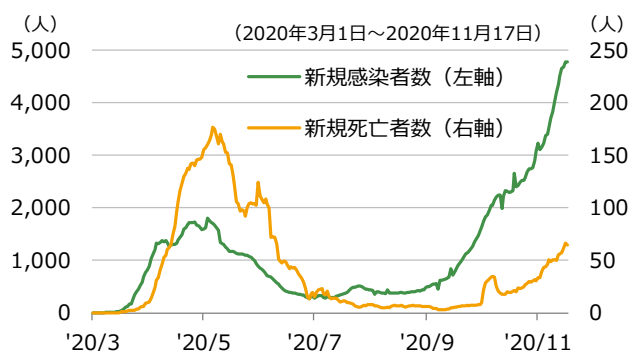
緩和的な金融政策の恩恵を受け、足元で住宅着工件数が急増するなど住宅市場が復調しつつある。また、2017年から2018年までの利上げにより上昇が止まっていた住宅価格も上向き始めている。住宅価格と小売売上高は連動性が高く、住宅価格の横ばい推移と時を同じくして小売売上高も伸び悩んでいたが、来年にかけては住宅価格上昇による資産効果が個人消費に波及することが期待される。

実質GDP



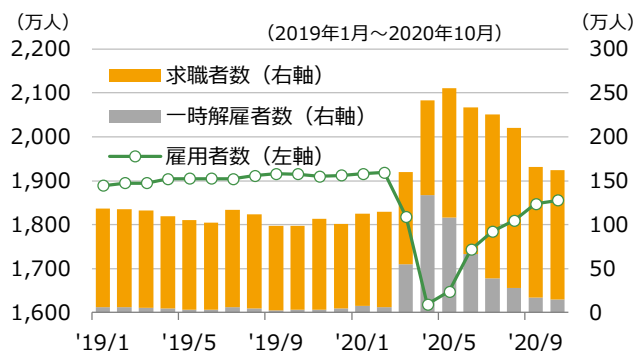
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

新型コロナウイルスの新規感染者数・新規死亡者数



※7日移動平均 （出所）カナダ政府より大和アセット作成

雇用者数と失業者数



（出所）カナダ統計局

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8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

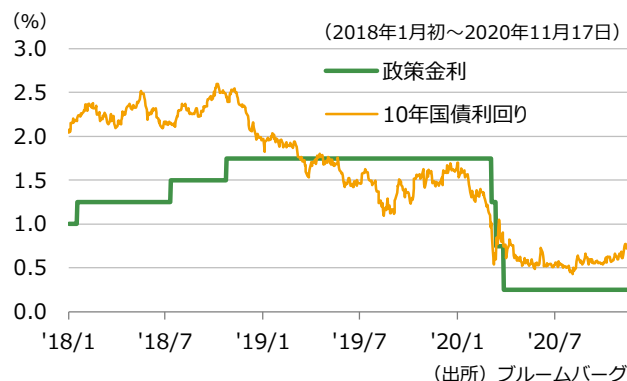
ゼロ金利政策は長期化

カナダ銀行は10月29日の金融政策決定会合の声明文で「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・ガイダンスに「我々の現在の予測に基づけば、2023年まで発生しない」を付け加えた。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、当面はゼロ金利政策の解除を見通せず。

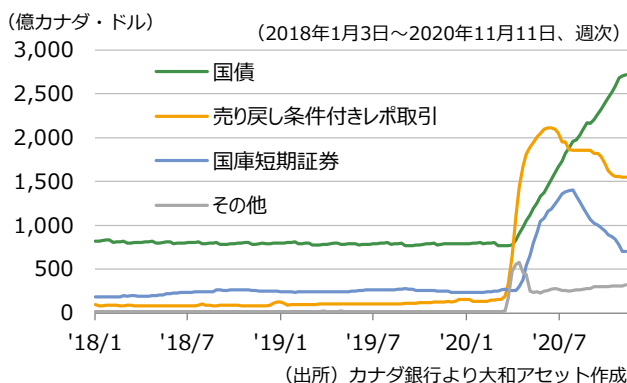
長期金利は低位安定

カナダ銀行はまた、QEプログラムにおける国債購入ペースを週最低50億カナダ・ドルから週最低40億カナダ・ドルに減額した一方、買い入れる債券の年限を長期化させた。今後も状況の変化に応じてQEプログラムを柔軟に調整する期待があるため、国債利回りは安定的に推移すると考えられる。長期金利は0.4~0.8%でのレンジ推移を予想。

政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の資産残高



為替

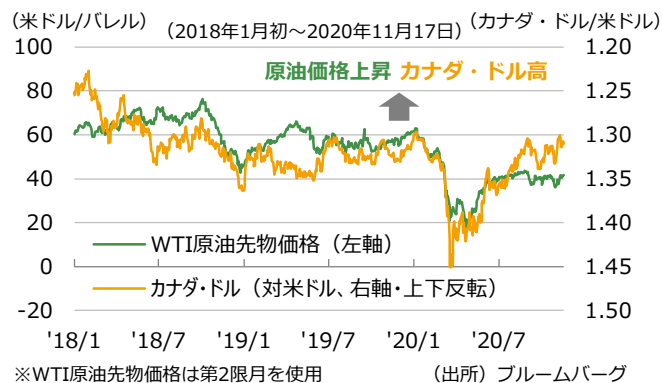
対米ドルでレンジ推移

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。

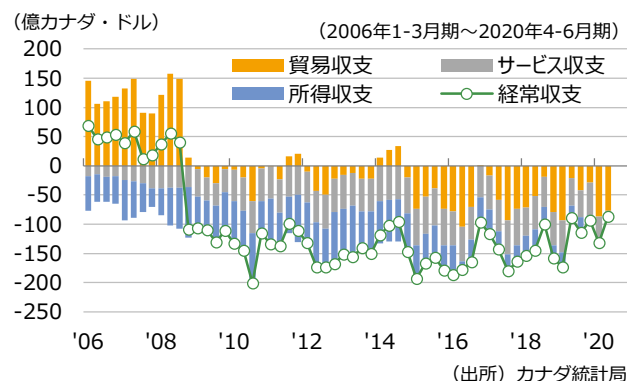
好悪入り混じる材料

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月期から回復軌道に

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感染第2波が収束し、企業・家計のセンチメントは急速に回復。ウェストパック消費者信頼感指数にいたっては2013年11月以来の高水準を記録。人の移動量も緩やかに増加しているが、今後は州境の開放などにより一段と増加していくことが想定される。感染第3波に気を付ける必要があるものの、国内経済は回復軌道に復した公算が大きい。

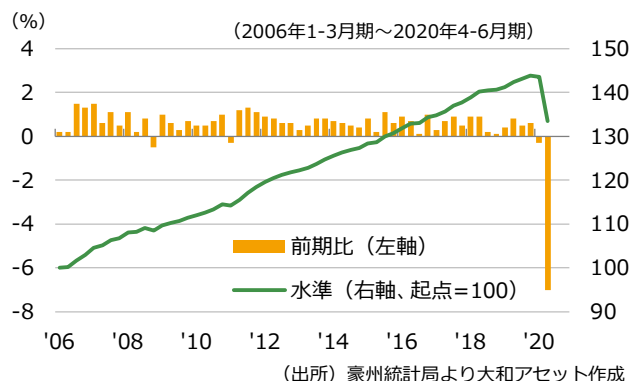
RBAは失業率見通しを大幅に下方修正

感染第2波が収束した一方で、9月末に雇用維持給付金制度「JobKeeper Payment」が縮小された影響により、目先は労働市場の回復が不安定化する可能性はある。それでも、RBAは11月に失業率の見通しを大幅に下方修正している。感染第2波の収束だけでなく、若者を雇用した企業に補助金を支給する「JobMaker Hiring Credit」などの新設が労働市場の回復に貢献することが期待されている。

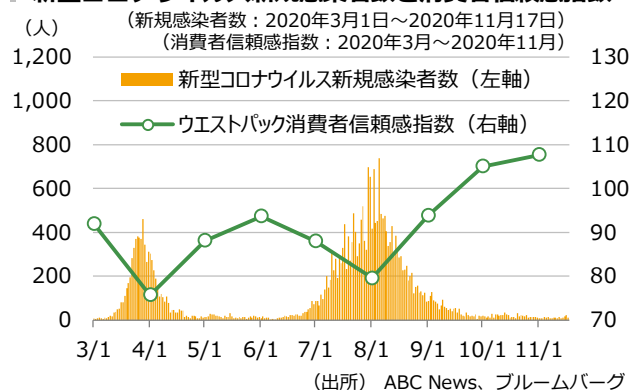
インフレは抑制された状態が続く

2021年以降は失業率の順調な低下が予想されるものの、2022年末でもコロナ前の水準には及ばない。需給ギャップの解消が見通せない中では、物価上昇圧力は鈍い状態が続くことが想定される。RBAによると、インフレ率は2022年末でも前年比+1.5%にとどまる見通しであり、RBAが利上げの条件としている「実際のインフレ率が目標の2~3%内で持続的に推移する」展開はほど遠い。

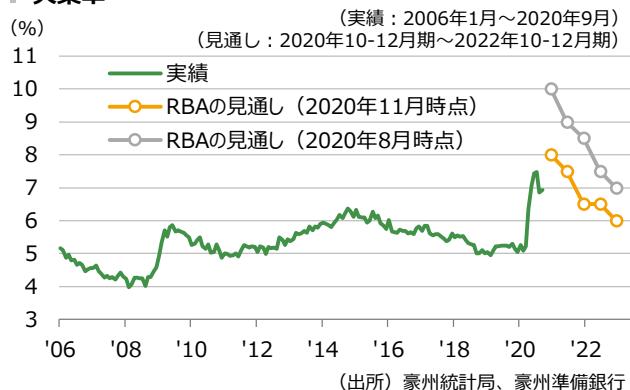
実質GDP



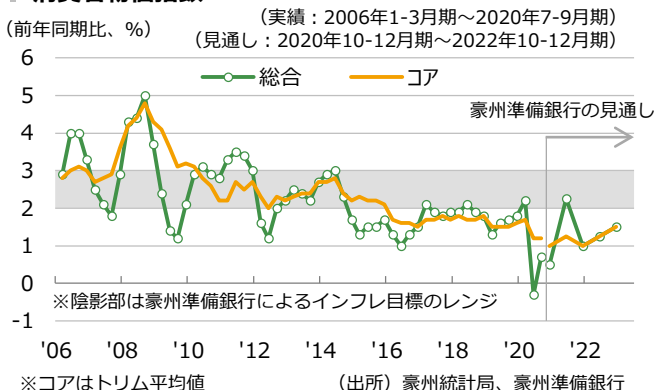
新型コロナウイルス新規感染者数と消費者信頼感指数



失業率



消費者物価指数





債券・金利

少なくとも3年は利上げしない見通し

11月のRBA理事会では、政策金利と3年国債利回りの誘導目標を0.25%から0.10%へ引き下げることなどが決定された。また、政策金利のフォワード・ガイダンスが「実際のインフレ率が目標の2～3%内で持続的に推移するまで利上げしない」と実績ベースの表現に修正され、更にRBAの経済見通しに基づけば「少なくとも今後3年は利上げしない予想」だと付言された。当面は利上げが視野に入らず。

量的緩和が長期金利の上昇を抑制

11月には新たに年限が5～10年程度の国債・準政府債を6カ月間で1,000億豪ドル買い入れる量的緩和が導入された。これまでのYCCを目的とした購入とは別枠であり、RBAのバランスシートは明確に拡大する。追加緩和は当社の想定を超えるものであり、10年国債利回りの2020年末、2021年末、2022年末の予想値をいずれも0.9%から0.8%に引き下げた。

為替

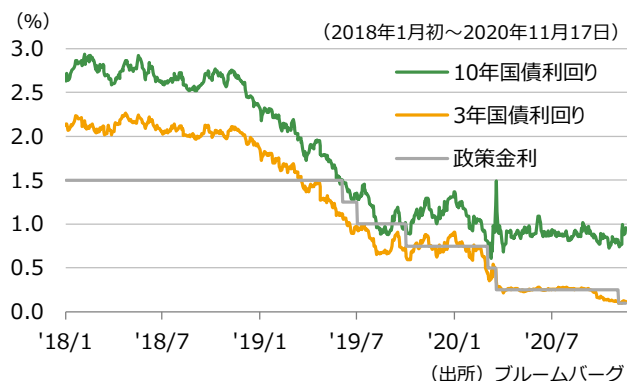
RBAの追加緩和で豪米長期金利差が消失

9月からRBAの追加緩和への期待が高まり、豪米長期金利差が縮小し、更に市場予想を上回る追加緩和パッケージの発表で豪米長期金利差は消失した。2018年、2019年の豪ドル安局面、2020年4月から8月の豪ドル高局面のように、豪米長期金利差が為替市場の変動要因とはなりづらくなった。当面、両者の金融政策に大きな変化が表れる可能性が低く、金利差以外の重要性が高まっている。

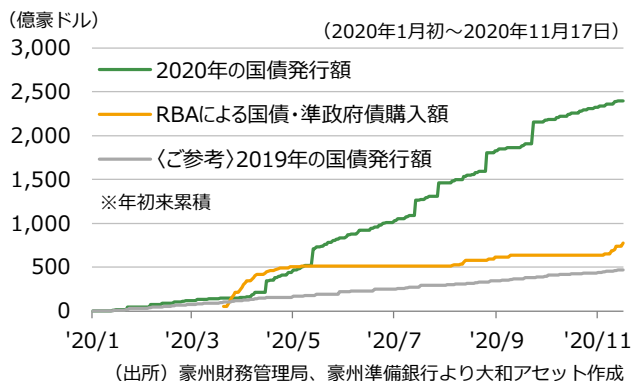
緩やかな豪ドル高基調を予想

豪州は新型コロナウイルスの感染抑制に成功しており、比較的順調な景気回復が期待される。また、足元で経常黒字が定着しており、ファンダメンタルズ面での豪ドル買い需要は根強い。したがって、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年末が0.76米ドルと緩やかな豪ドル高が続くとの予想を維持する。

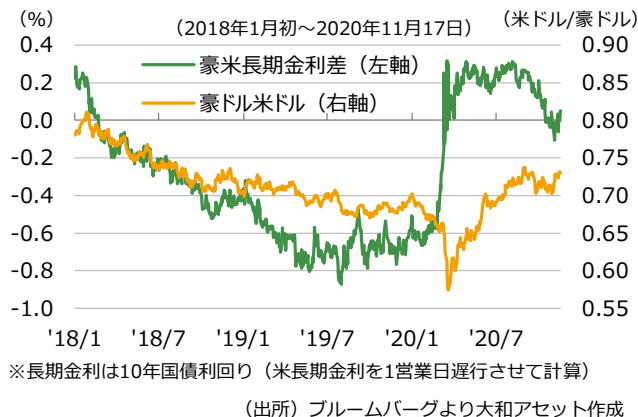
国債利回りと政策金利



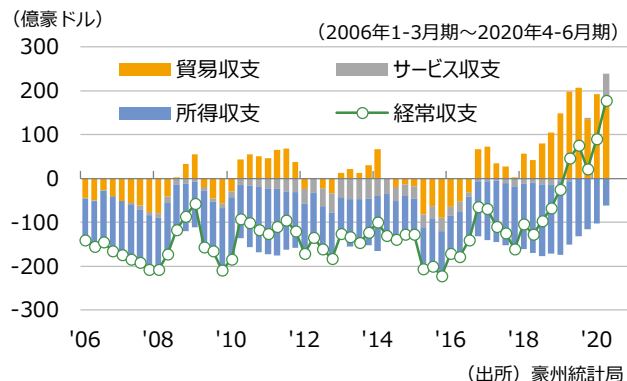
国債発行額とRBAによる国債・準政府債購入額



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

10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%から、同+5%台半ばまで加速すると見込む。

雇用情勢は緩やかに改善

足元の失業率（調査ベース）は、コロナショック前の水準近辺まで回復。ただし、都市部への出稼ぎ労働者がコロナショック前より少ないことが影響している可能性があり、雇用情勢の改善は緩やかなものにとどまる。雇用情勢を勘案し、当局は金融正常化を緩やかに進め、緩和的な金融環境が維持されると予想する。

株式

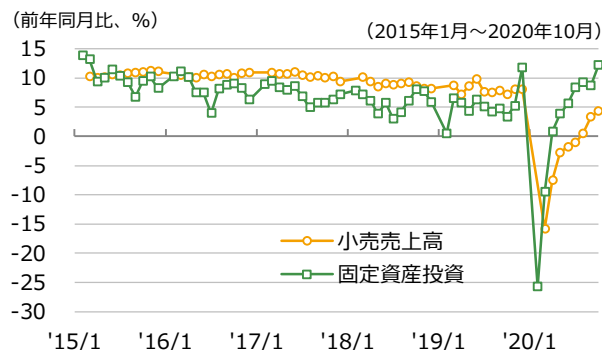
調整局面は押し目買いのチャンス

MSCIチャイナインデックスは、11月上旬に力強く上昇し、リーマンショック後の最高値をつけた後、頭打ちとなった。足元は、トランプ大統領による中国企業への追加制裁や割高感等が重し。ただし、7-9月期決算において順調な業績回復が確認できたことや、力強い景気回復、IPO改革等が支えとなり、米中摩擦の先鋭化局面は押し目買いのチャンス。

独占禁止法は中長期的発展にポジティブ

目先では、当局がプラットフォームの独占禁止に関する指針を発表し、ハイテク企業の株価には重しになった。ただし、ディレバレッジ、消費者金融への規制強化の影響はアリババ・グループやフィンテックの一部銘柄にとどまり、テンセント等、その他主要大手ハイテク企業への影響は限定的。法律の推進は、中長期的デジタル化社会の発展に寄与する。

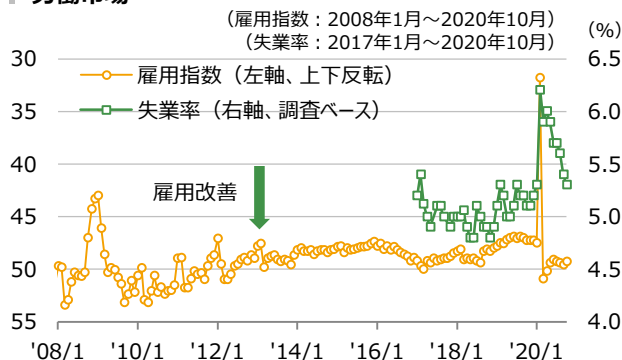
投資・消費の回復状況



※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

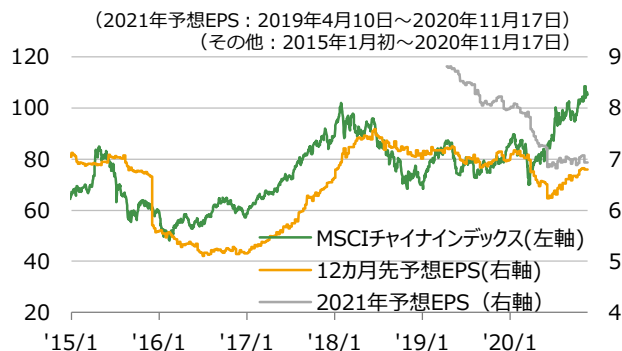
労働市場



※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

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

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

長期金利はそろそろピークをつけよう

6月に中銀は金融正常化に方向転換。しかし、社会総与信の前年比伸び率が加速するなど、金融正常化のペースは非常に緩慢なものにとどまり、長期金利の上昇余地は限定的と予想。さらに来年後半は、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、不動産関連の貸出総量規制を発表したが、影響は限定的。

国際的スタンダードのアセットに変貌

本土国債市場は、FTSE WGBIに組み入れられると9月に発表されたことで、国際的スタンダードの投資アセットへ変貌。いち早く金融正常化に向かい、米国との金利差は高水準を維持するとみられ、海外資金の流入が続こう。足元の地方政府系企業の社債デフォルトは、市場メカニズム導入の一環であり、債券市場全体の中長期的健全化に寄与しよう。

為替

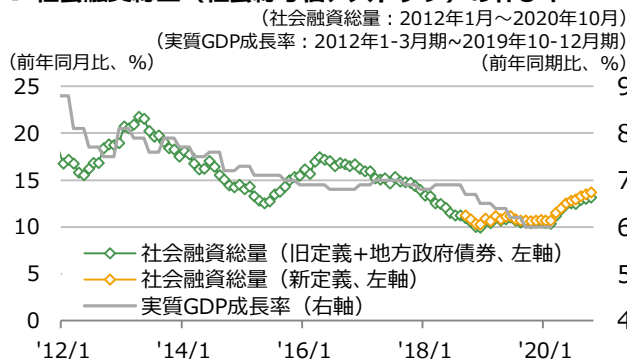
力強い上昇後も、一段の上昇余地あり

5月を境に、人民元は対米ドルで力強く上昇し、11月16日まで8.8%増価。5中全会で「国内の大循環を主体とした双循環」の方針が確定され、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。米中摩擦がピークを過ぎた可能性や、大幅経常黒字、証券投資における資金流入などを受け、一段の上昇余地があると見込む。

ファンダメンタルズの向上が上昇を牽引

コロナ禍の中では、海外のサプライチェーンの滞りやコロナ特需を受け、中国の輸出が加速し、大幅な貿易黒字は維持されると予想。加えて、海外旅行の停滞を受け、サービス収支の赤字も減少。当面、大幅な経常黒字が続く可能性が高く、ファンダメンタルズの改善が人民元対米ドルレート的一段の上昇を牽引しよう。

社会融資総量（社会総与信、ストック）の伸び率



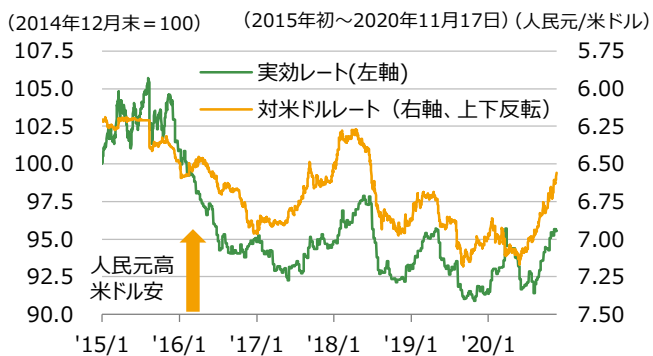
※2018年9月、中国人民銀行は、旧定義の7項目の社会融資総量に地方政府債券を加算する変更を適用。
(出所) 中国人民銀行データより大和アセット作成

債券利回りおよび外国人の債券保有額



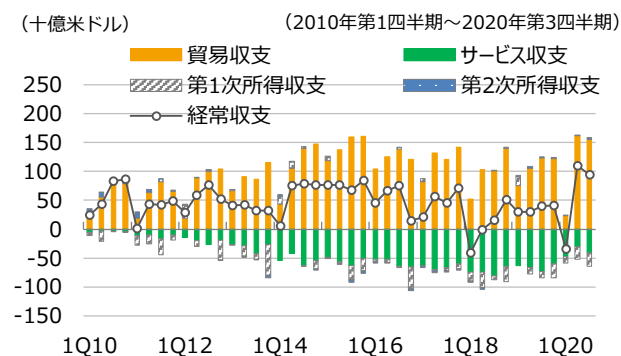
(出所) ブルームバーグ、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

人民元対米ドルレートおよび実効レート推移



(出所) CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

経常収支の推移



(出所) 中国国家外貨管理局



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した。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、7-9月期からプラス成長に。通年の成長率は、2020年が▲4.9%、2021年が+3.0%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。

経済活動は9月まで急回復

9月の経済活動指数は、市場予想を上回り、コロナ前のピーク（2020年2月）をわずかに2.5%下回る水準まで回復。7-9月期の平均では前期比+9.5%となり、同期の実質GDPも従前の想定より急速に回復していたことを示唆する。鉱工業生産はすでにコロナ前のピークを超えており、更に経済活動指数（≒実質GDP）が回復するためには、個人消費など他項目の押し上げが必要に。

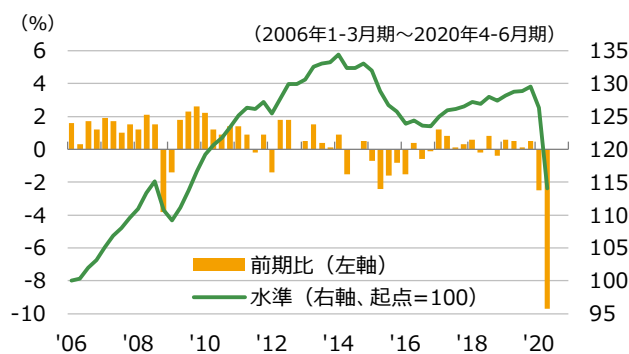
個人消費は現金給付などに支えられた

小売売上高は8月に続いて9月も単月として過去最高を記録。サービス業売上高の回復が鈍いことから分かる通り、外食から中食や内食へ需要が移ったことが小売売上高を押し上げた模様。また、ここまでの個人消費の回復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に支えられた側面が強い。現金給付は9月から半減され、年内に終了予定のため、労働市場の回復なくして更なる押し上げは困難。

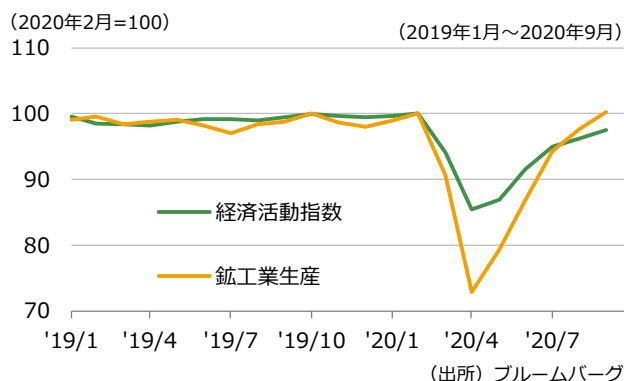
労働市場の弱さが今後の課題

8月の雇用者数（3カ月移動平均）は前年同月から1,200万人弱減少した。速報性の高い週次データでは底打ちが確認されるも、米国などの先進国と比較して戻りは鈍い。現金給付の減額ならびに終了が労働意欲を高めることが期待されるも、労働市場の回復にはなお時間を要する見込み。7-9月期は高成長を記録した模様だが、10-12月期以降は非常に緩やかな成長にとどまる公算が大きい。

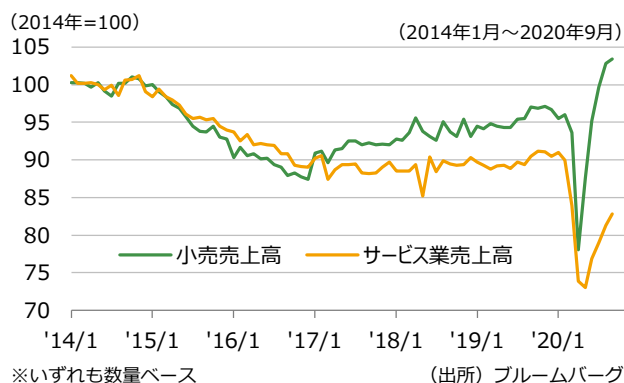
実質GDP



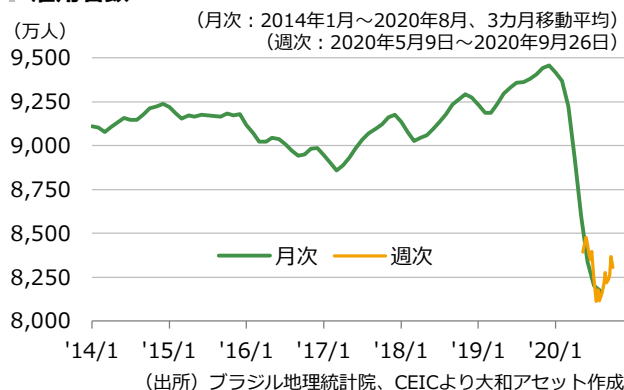
経済活動指数と鉱工業生産



小売売上高とサービス業売上高



雇用者数





債券・金利

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。10月は同+3.9%となり、ブラジル中銀の目標レンジ（2.5～5.5%）の中心近くまで上昇。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。

来年後半以降に緩やかな利上げを予想

インフレ圧力の広がりが乏しいとは言えども、現在の政策金利はかなり緩和的である。来年の後半から、超緩和的な金融政策の一部を巻き戻す動きに転じ、2022年末までに計1.00%ポイントの利上げを予想する。国債利回りは、すでに将来の利上げを織り込んだ状態にあると思われ、インフレ率の著しい上昇でもなければ更なる上昇余地は限定的と見込む。

為替

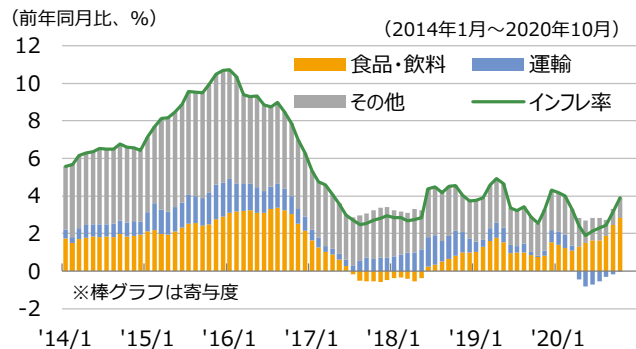
経常黒字が下支えする構図は継続

11月に入って海外からブラジル株式への資金フローが明確な流入に転じている。米大統領選を通過し、また新型コロナウイルスのワクチン開発への期待から、世界的にリスク選好ムードが高まったことが背景にあらう。ブラジル固有の要因による資金流入ではないため、今後もこの流れが続くか否かは予断を許さない。一方、経常黒字が定着していることはレアルの下支え要因として安心材料。

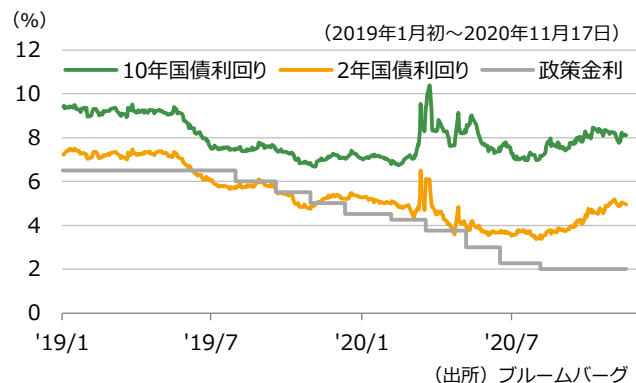
レアルはレンジ推移の継続を予想

仮にレアルが上昇すれば、供給面からのインフレ圧力が後退し、ブラジル中銀による超緩和的な金融政策の長期化を正当化することになるため、逆にレアルの持続的な上昇は想定しがたくなる。引き続き、当面のレアル相場は、対米ドルで5～6レアルのやや広いレンジの中で、おおむね横ばい圏で推移する展開を予想する。

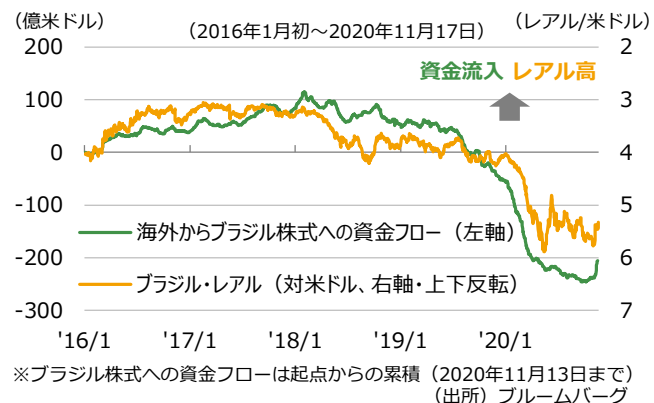
IPCAインフレ率と項目別寄与度



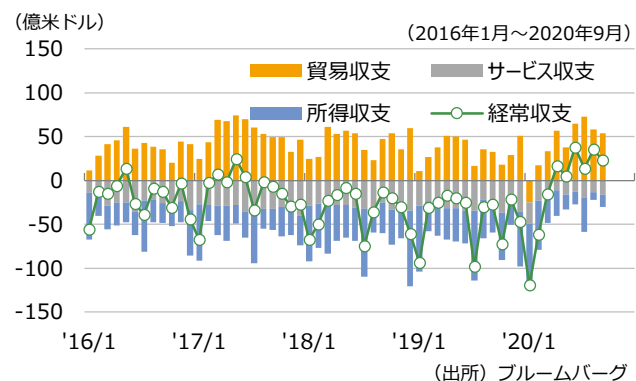
国債利回りと政策金利



ブラジル株式への資金フローと為替レート



経常収支





経済

感染再拡大は新興国の個別国にとどまる

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は20～21年に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22年以降になろう。直近の感染状況では、欧米先進国と対照的に、感染が再拡大する国はロシア、ブラジル等にとどまる。むしろ、インド、インドネシアなどでは、新規感染者数の減少、モビリティ指数の上昇がみられた。

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。

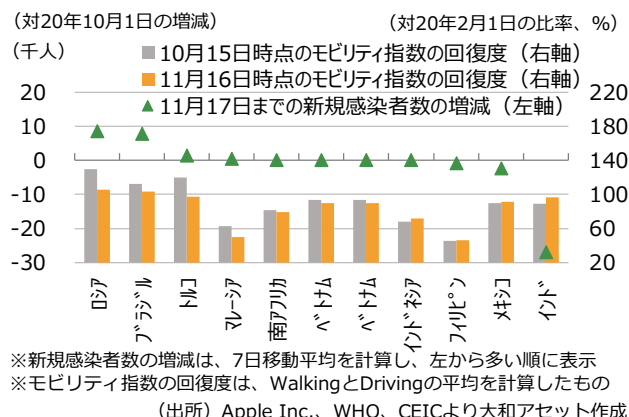
利下げ一服も、非伝統的金融政策を活用

足元米長期金利上昇への懸念が視野に入り、利下げ余地がある国は、インド、インドネシア、メキシコ等高い実質金利を有する国にとどまろう。ただし、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、利下げの次の一手として、非伝統的緩和策を活用することが可能となっている。為替市場の安定と金利上昇抑制のバランスが取れることは市場に安心感をもたらす。

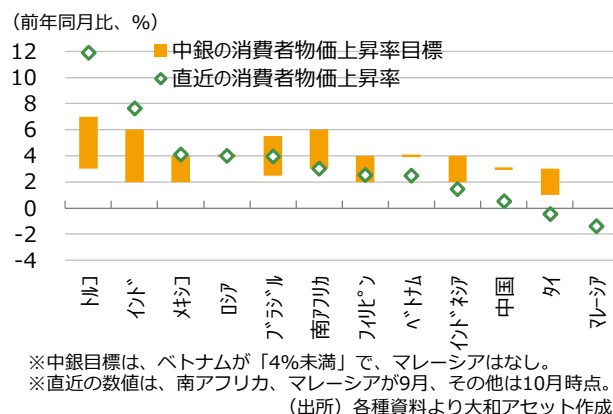
財政規律を重視する姿勢は変わらず

コロナショックに対処するための財政支出は、一部の国を除き、依然として先進国に比べて規模は限定的。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もやや拡大。一方で、政府総債務が対GDP比で80%以上に上るブラジルやインドに関しては、特に財政面での改革や、コロナ収束後の財政赤字削減等が求められるよう。

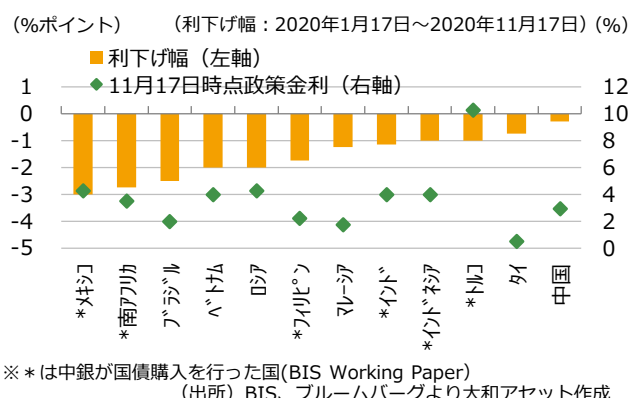
新興国の新型コロナウイルスの感染状況とモビリティ指数



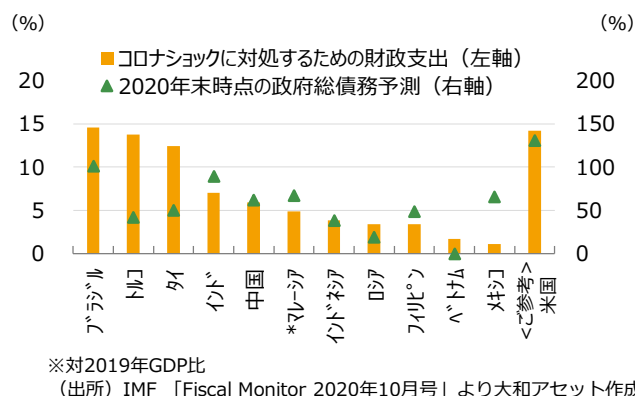
主要新興国のインフレ動向



主要新興国の利下げおよび非伝統的金融政策



主要新興国の財政面でのコロナ対策および財政状況





株式

当面上昇基調を辿ると予想

11月入り以降、新興国株式市場では、世界的なリスク選好の流れの中で、買戻しに出遅れたラテンや中東を中心に、力強い上昇が見られた。特にワクチン開発の進展が好感された。コロナ長期化の場面では、新興国の不良債権や財政悪化などが通貨売りに繋がるリスクが懸念されているが、ワクチン開発への期待はこれら懸念の後退に寄与しよう。新興国への資金流入が再開し、当面上昇基調を辿ると予想。

経済活動の一段の正常化が業績に寄与

新興国の企業業績に関しては、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、「V」字回復を果たし、足元はじりじりと上昇。2021年の予想EPSに関しても、感染再拡大がおおむね抑制されている中で、経済活動の一段の正常化を織り込み、上向きに転じた。業績の回復期待が株価を一層押し上げると期待できよう。

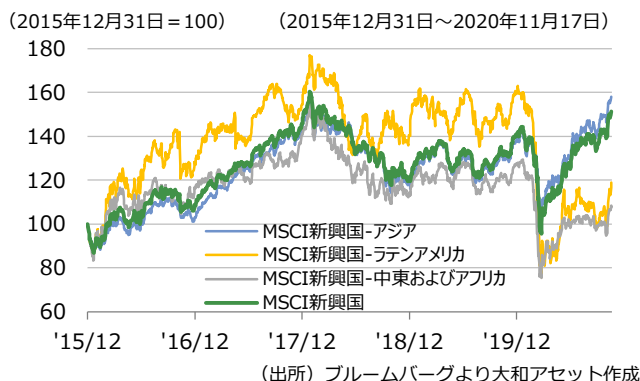
年末にかけての一段の米ドル安が支えに

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、中期的には一段の米ドル安が進むと予想されている。新興国への資金流入を促し、高いバリュエーションを支える要因になると見込む。

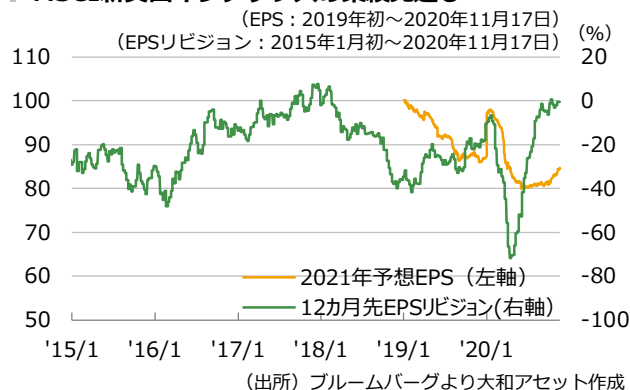
目先はバリュー株上昇等のテーマに注目

直近1カ月間の株価上昇局面では、海外のリスク選好の流れを受け、ファンダメンタルズよりも、コロナショック前に比べて、買戻しに出遅れている国を中心に買いが進む展開となった。目先は、引き続き割高感の薄い国に海外資金が流入しようが、バリュー株上昇の恩恵を受けやすいインドや、次期米政権の経済政策の恩恵を受けやすいASEANなどの上昇余地は大きいと予想。

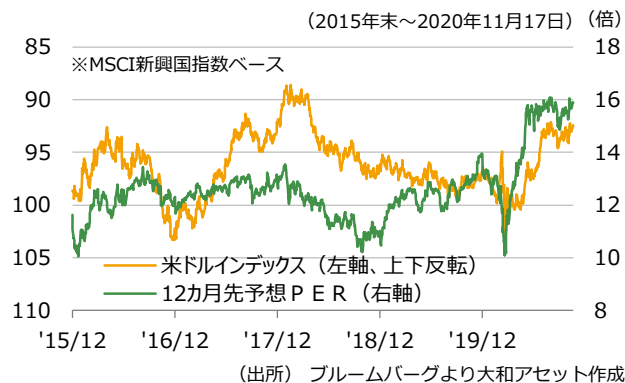
新興国の株式市場の推移



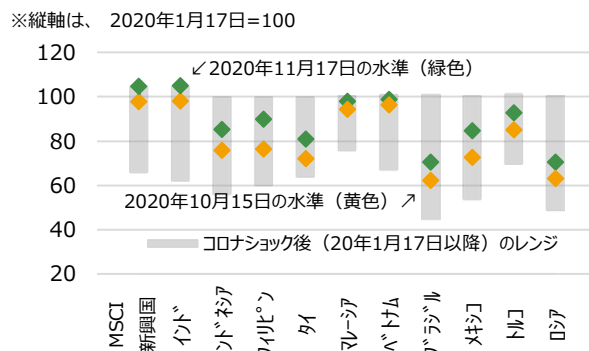
MSCI新興国インデックスの業績見通し



米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



主要新興国の株価推移





債券・金利

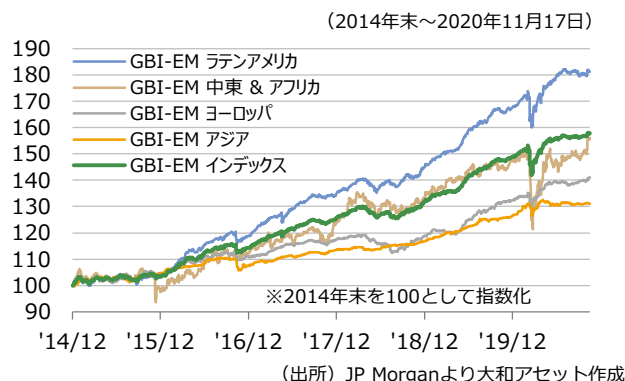
金利は低位推移を継続

足元の世界的リスク選好の流れの中では、中東&アフリカ地域、アジアではインドネシアなど、ハイベータの国において、金利低下が進んだ。今後は、利下げの一股傾向が強まり、一段の全般的な金利低下は難しいであろう。ただし、主要先進国の低金利長期化が見込まれる中、イールドハンティングのための資金流入や、非伝統的金融政策が活用できることで、金利上昇も抑制されよう。

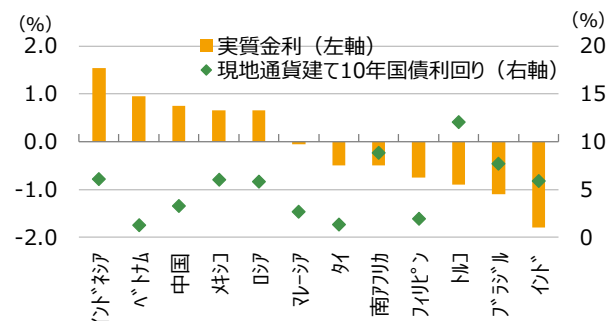
実質金利より名目金利に着目

金利低下余地が少ない中、イールドハンティングが復活しやすい。選別化においては、注目のファクターが今までの実質金利から名目金利にシフトする可能性が高く、アジアより、その他高金利通貨が資金流入の恩恵を受けやすい。足元は、トルコの動向が注目され、中東&アフリカの新興国のセンチメントも左右される可能性に注意が必要である。

新興国の債券市場の推移



主要新興国の実質金利と名目金利



リート

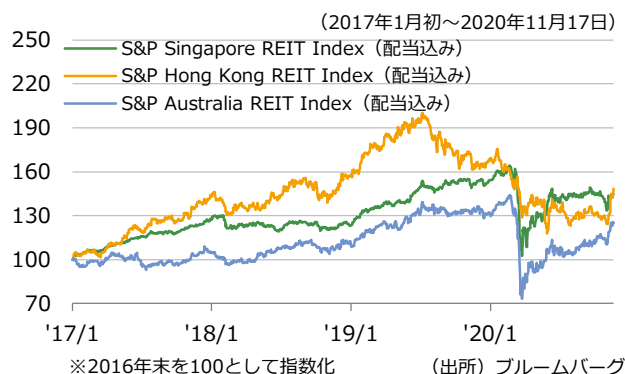
日常への回帰継続、業績も回復傾向

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、日常生活への回帰が徐々に進んでいる。それに併せてリーートの業績も回復傾向となっており、株価をサポートしよう。一方で企業や政府は慎重姿勢を維持しており、不動産利用の本格回復に向けて、前進しつつあるワクチン開発の動向に注目が集まる。

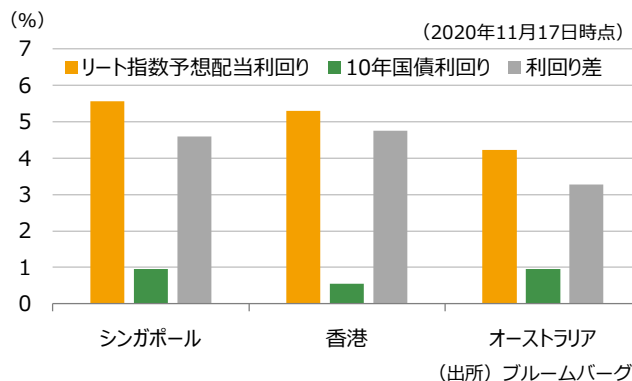
財政・金融政策による下支え継続

各国中央銀行の緩和政策もあり、長期金利は低い水準で推移している。また社債の信用スプレッドも縮小傾向であり、引き続きリーートの業績をサポートしよう。またワクチン開発進展への期待が高まれば、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と考える。

アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

目先は上昇基調を継続しよう

11月入り以降のリスク選好の局面では、中銀が自国通貨の売りを行うインドを除き、ほとんどの国が対米ドルで増価。目先では、米国政府が対ベトナムで始めた為替操作に関する調査がASEANに与える影響や、トルコにつられ上下する国には注意が必要である。ただし、米ドル安が進む可能性は高く、中国人民元の上昇も追い風となり、新興国通貨は上昇基調を継続しよう。

新興国への資金流入が再加速

7月中旬以降、新興国の資金フローはやや流出気味となっていたが、足元の世界的リスク選好の流れや、米ドル安を受け、新興国への資金フローは急速な流入に転じた。特に、インド株、ブラジル株への資金流入が目立つ。今後も中期的な米ドル安を背景とする新興国への資金流入が、新興国株式市場の上昇を支えよう。

中東&アフリカ地域の通貨に注意が必要

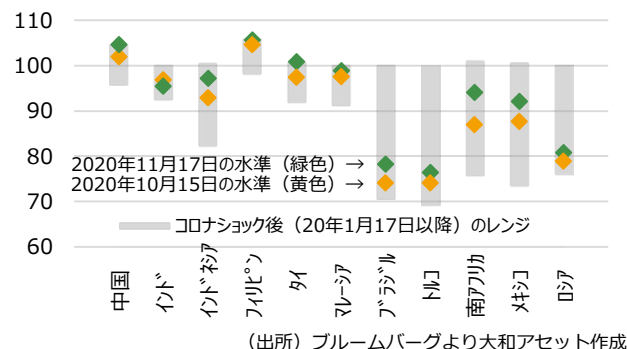
足元は、トルコの通貨が乱高下し、注目が集まっている。対外脆弱性や外貨準備高を見ると、トルコの状況は新興国の中で相対的に悪く、新興国全般への波及効果は限定的と予想。ただし、トルコの国際収支の改善目処が立たない中で、トルコとの相関および対外脆弱性の高い南アフリカなど、中東&アフリカ地域に関しては、トルコの利上げ期待が空回りとなる際、つられて売られる可能性に注意が必要。

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、新興国は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。むしろ、インドでは当局が自国通貨売り介入を継続し、外貨準備の積み増しを継続している。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る。

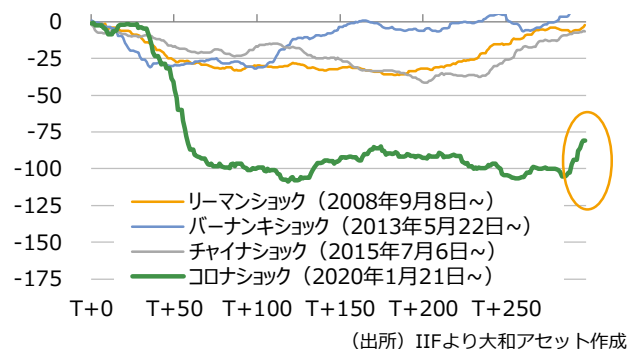
主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2020年1月17日=100

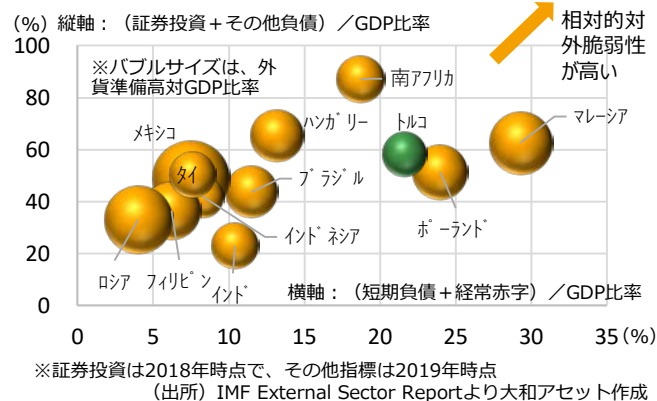


新興国の資金流出規模（株+債券）

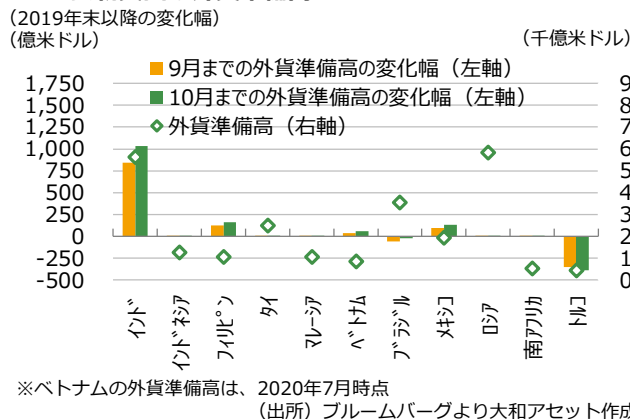
(10億米ドル) (コロナショック：2020年1月21日～2020年11月13日)



主要新興国の相対的対外脆弱性



主要新興国の外貨準備高





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。新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う行動制限や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。

需要見通しの下方修正が続く

足元の欧米における新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う行動制限の強化などを受け、OPECは2020年10-12月期の世界の原油需要見通しを一段と下方修正。それだけでなく、2021年10-12月期を中心に2021年平均の見通しが低下し続けている点に注目したい。コロナ前は世界の原油需要が日量1億バレルを超えていたことに鑑みれば、原油需要がその水準に戻るのには容易ではないことを示唆する。

OPECプラスが原油価格の安定役

需要見通しの下方修正や原油価格の下振れリスクに応じて、OPECプラスは協調減産を緩める時期を先延ばししてきた。OPECプラスは来年1月から減産幅を日量190万バレル縮小する予定だったが、11月30日-12月1日の会合ではその修正が行われよう。一方、価格が上昇した場合には、協調減産の動機が乏しくなる。OPECプラスの協調体制が揺らがない限り、原油価格の一時的な動きは抑制されよう。

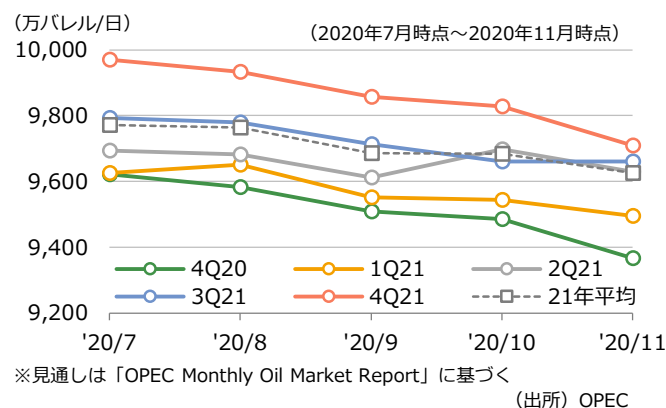
米国のイラン核合意への復帰が波乱要因

米国の大統領選挙でバイデン氏の勝利が濃厚となる中、同氏が掲げるイラン核合意への復帰でイランの産油量が回復し、需給バランスが崩れるリスクは高まっている。また、より長期的な視点に立てば、これまでトランプ政権が築き上げてきた中東和平が崩れる恐れもあり、原油価格の上昇要因にもなり得る。イラン核合意復帰の条件次第で原油価格のボラティリティが高まる可能性がある点には注意が必要。

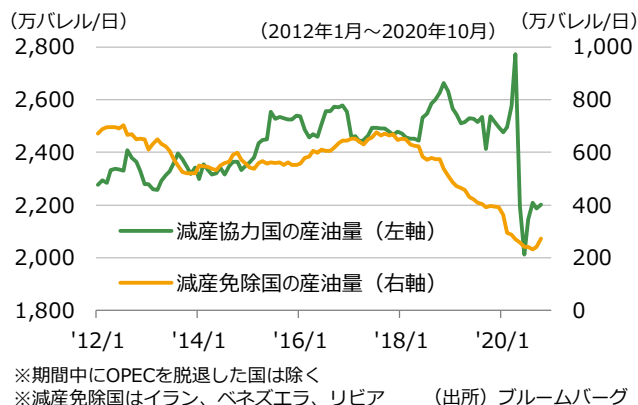
WTI原油先物価格



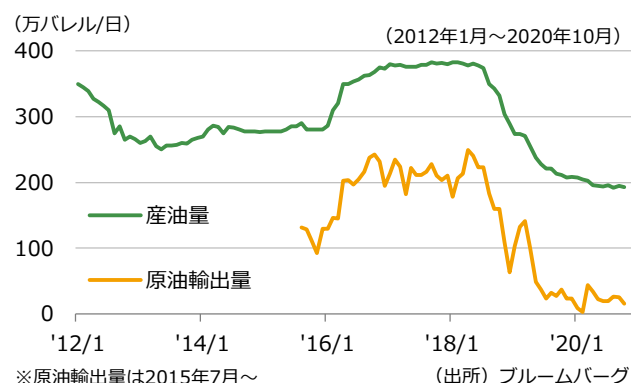
世界の原油需要見通しの変化



OPEC加盟国の産油



イランの産油と原油輸出





金

足元の需給バランスは悪化

7-9月期は、経済活動の再開に伴う生産の回復や価格上昇を受けたリサイクルの拡大で、供給が前期から増加。一方、ETFへの資金流入が鈍化したことや中央銀行など公的部門が売り越しに転じたことで、需要は減少。中央銀行の売買は、7・8月はウズベキスタン、9月はトルコの売却が目立った。2010年以降では最大の供給超過であり、8月上旬以降は軟調に推移している金価格と整合的な結果。

短期的にはETFへの流入ペースがカギ

宝飾品需要は、中国を中心に回復傾向だが、インドの回復は緩やかで、コロナ前の水準に戻るにはまだ時間を要するだろう。ロシアやトルコなど買い手の中心だった中央銀行が購入を再開する動きもみられない。短期的にはETFへの資金流入がカギを握るが、徐々に流入ペースが鈍化していることは懸念材料。ETFへの資金流入を加速させるような材料が出て来なければ、金価格は一段と下値を探る可能性も。

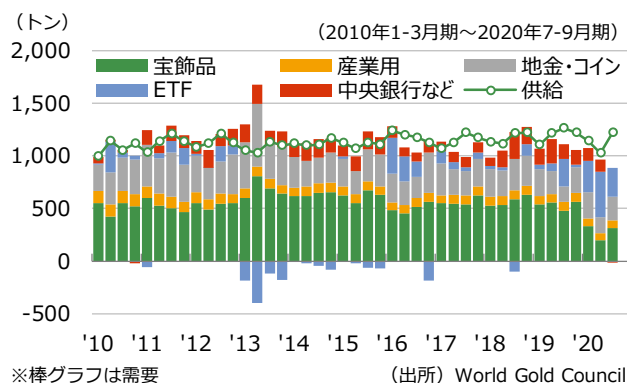
実質金利の緩やかな上昇が重荷

8月以降、米国の期待インフレ率と長期金利は連動しているが、わずかに長期金利の方が堅調であるため、実質金利は横ばいからやや上昇に転じている。これは、実質金利と逆相関の関係にある金価格の重荷。今後、米国で再び現金給付を含めた大規模な経済対策が打たれ、FRBの緩和姿勢が強化されれば、実質金利の低下が期待できるものの、想定以上に堅調な経済や高値圏にある株価を考えれば困難か。

目先のリスク要因は急速な米ドル安

上述の通り、需給バランスや米国の財政・金融政策の動向を考えれば、当面の金価格は上値の重い展開が想定される。一方、リスクシナリオ（金価格の上昇シナリオ）としては、米ドル安の急速な進行が挙げられる。仮に米大統領選をめぐる混乱が表面化し、リスク・オフと合わさって米国の信認低下による米ドル安という展開になれば、金価格が再び高値をめざす可能性も考えられる。

金の需要（項目別）と供給



金価格と金ETFの残高



金価格と米国の実質金利



金価格のとユーロ米ドル



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
効果的な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の脆弱性に対する懸念が後退し、株・債券とも全般的に買われやすい。リスクオンと内外金利差拡大が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で2021年以降の回復はある程度織り込まれたとみられるものの、企業業績見通しの改善を織り込む余地はまだ残っていると考える。
原油価格の極端な変動	中	中	大	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、原油安は円高要因に。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。
厳格な都市封鎖を再び実施	小	大	大	先進国では企業倒産、失業の大幅増を免れず。政府の経済対策でも十分には抗しきれず、世界的に不況が長期化。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。リスクオフと内外金利差縮小が円高要因となるだろう。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され株価は下落へ。しかし、新型コロナウイルスワクチン期待が消失しなければ調整は一時的なものに留まろう。
トランプ氏の大統領選挙での勝利	小	大	大	再集計やトランプ氏の法廷闘争により大統領選挙の結果確定が遅れ、下院での投票に持ち込まれた場合、トランプ氏がバイデン氏の事実上の勝利を覆し得る。民主党の怒りは収まらず、全米が民主、共和で分断される恐れがある。議会も党派色が一段と強まり、政策決定はますます停滞する。再選を意識する必要のないトランプ大統領の外交姿勢が更に強化しかねず。新興国では、リスク回避の流れを受け売り優勢になりやすいが、親米の国では調整幅が限定的になろう。
民主党の上院支配	小	大	中	ジョージア州で1月5日に実施される補選と改選の決戦投票の両方で民主党が勝利すると、上院の勢力は民主党、共和党が50議席で同数となる。上院で票決が同数の場合は、副大統領の1票が加わることで民主党が過半に達するため、実質的に民主党が上院を制し、その結果、民主党が大統領府と議会両院を制することになる。より拡張的な財政政策が打ち出される公算が大きく、長期金利は上昇を見込む。株式市場は長期金利の上昇による物色変化に加え、法人税率の引き上げリスクが懸念され、EPS予想の切り下げ分を反映した株価調整リスクが意識されると予想する。日米金利差拡大が米ドル高・円安に作用するだろう。新興国では、米国との金利差縮小が意識され、一時的に通貨安、債券安が進もう。但し、市場が落ち着けば、米景気回復の恩恵が意識され、上昇基調に転じよう。
米中対立の激化	小	中	大	バイデン新大統領が西側諸国と協調し、対中圧力を強める可能性はある。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低下が速まろう。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。

※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		11/17	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-1.50	-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	0.10%	-0.15	-0.65	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.30	-0.25
ブラジル	セリック・レート	2.00%	0.00	-3.00	-5.50
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.40
インド	レボ金利	4.00%	0.00	-1.15	-2.00
インドネシア	7日物借入金利	4.00%	0.00	-1.00	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.25%	0.00	-3.25	-2.75
ロシア	1週間物入札レボ金利	4.25%	0.00	-2.25	-4.00
トルコ	1週間物レボ金利	10.25%	0.00	-3.75	2.25

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		11/17	1か月	1年	3年
米国		0.86%	0.11	-0.97	-1.49
ドイツ		-0.56%	0.06	-0.23	-0.92
日本		0.03%	0.00	0.09	-0.01
カナダ		0.69%	0.11	-0.80	-1.25
豪州		0.96%	0.23	-0.21	-1.62
中国		3.28%	0.07	0.04	-0.67
ブラジル		8.12%	-0.25	1.14	-3.23
英国		0.32%	0.14	-0.41	-0.97
インド		5.88%	-0.06	-0.65	-1.17
インドネシア		6.15%	-0.59	-0.88	-0.48
メキシコ		6.08%	-0.07	-0.83	-1.20
ロシア		6.10%	-0.14	-0.50	-1.62
トルコ		11.96%	-1.41	-0.25	-0.26

		直近値	期間別変化率		
株価指数		11/17	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	29,783	4.1%	6.4%	27.5%
	S&P500	3,610	3.6%	15.7%	40.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,468	6.9%	-6.6%	-2.2%
日本	日経平均株価	26,015	11.1%	11.6%	16.2%
	TOPIX	1,735	7.2%	2.2%	-1.6%
中国	MSCI中国	105.88	2.7%	34.7%	18.1%
インド	MSCIインド	1,473	6.6%	10.3%	20.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,334	12.5%	-9.9%	-10.5%
ベトナム	ベトナムVN指数	969	2.7%	-4.1%	8.8%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		11/17	1か月	1年	3年
米ドル		104.19	-1.1%	-4.2%	-7.1%
ユーロ		123.60	0.1%	2.8%	-6.5%
カナダ・ドル		79.50	-0.6%	-3.4%	-9.5%
豪ドル		76.06	1.9%	2.5%	-10.3%
人民元		15.92	1.1%	2.5%	-5.8%
ブラジル・リアル		19.55	4.7%	-24.6%	-43.2%
英ポンド		138.02	1.4%	-1.6%	-6.8%
インド・ルピー		1.40	-2.6%	-7.7%	-18.9%
インドネシア・ルピア		0.74	3.5%	-4.2%	-10.7%
フィリピン・ペソ		2.17	0.1%	1.1%	-2.0%
ベトナム・ドン		0.45	-1.1%	-4.1%	-8.9%
メキシコ・ペソ		5.14	3.1%	-9.3%	-13.2%
ロシア・ルーブル		1.37	0.8%	-19.9%	-28.1%
トルコ・リラ		13.53	1.7%	-28.5%	-53.2%

		直近値	期間別変化率		
リート		11/17	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	18,576	8.9%	-7.9%	10.2%
日本	東証REIT指数	1,694	0.3%	-21.1%	2.6%

		直近値	期間別変化率		
商品		11/17	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	41.43	1.3%	-28.2%	-26.7%
金	COMEX金先物価格	1,885	-0.8%	28.4%	45.4%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

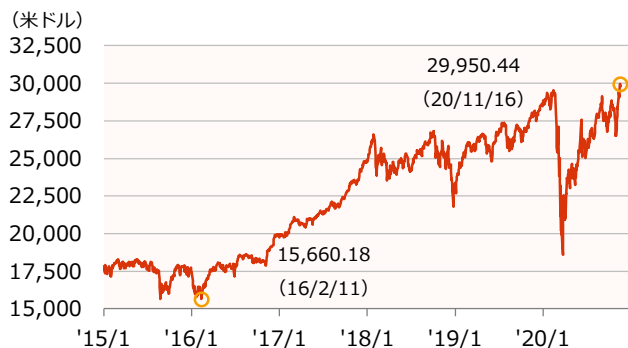
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



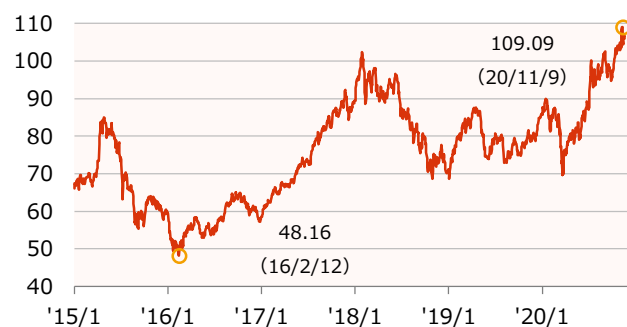
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



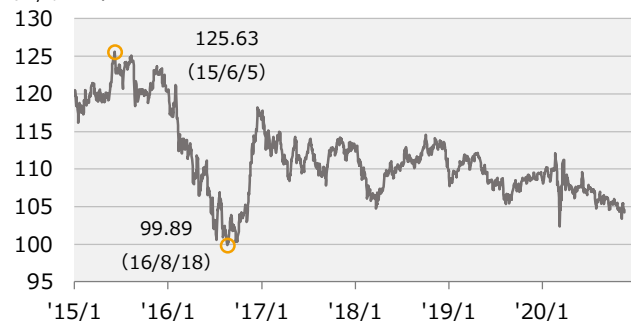
※グラフの期間は2015年1月初～2020年11月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

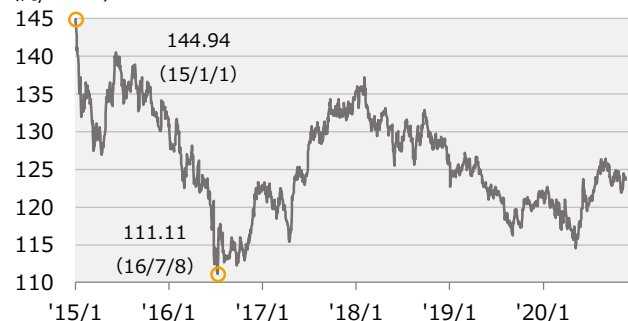
米ドル

(円/米ドル)



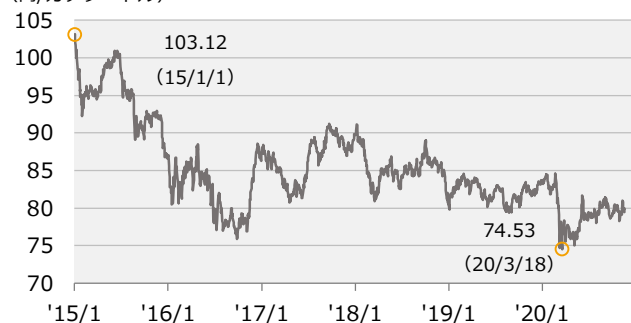
ユーロ

(円/ユーロ)



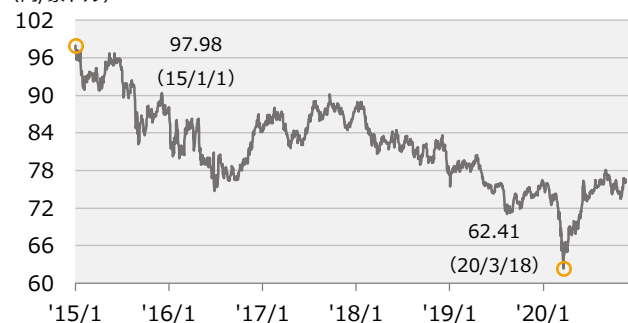
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



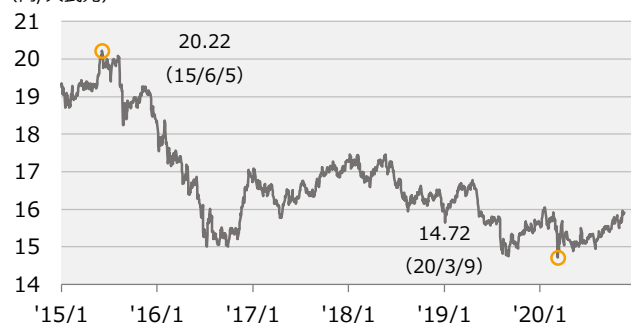
豪ドル

(円/豪ドル)



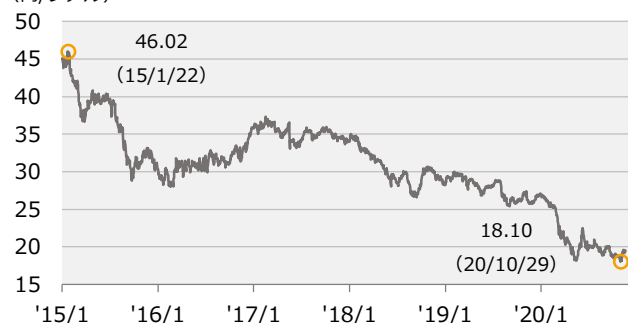
中国人民元

(円/人民元)



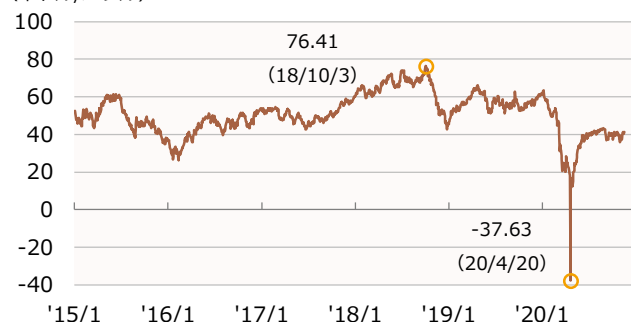
ブラジル・レアル

(円/レアル)



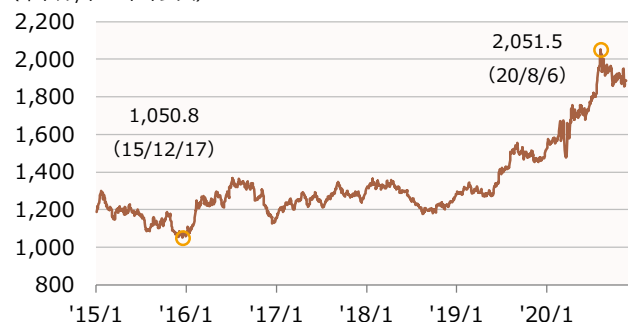
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2020年11月17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	12月	●ECB理事会（10日） ●EU首脳会議（10-11日） ●米大統領選挙人団投票（14日） ●FOMC（15-16日） ●英国のEU離脱の移行期限（31日）	●RBA理事会（1日） ●OPECプラス会合（1日） ●APEC首脳会議（議長国マレーシア、4日） ●カナダ金融政策決定会合（9日） ●ブラジル金融政策決定会合（8-9日） ●中国中央経済工作会議（月内）	
	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） ●ジョージア州上院決選投票（5日） ●米大統領選挙人団投票開票（6日） ●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日）	●カナダ金融政策決定会合（20日）
2021 年	2月		●米大統領施政方針演説	●RBA理事会（2日） ●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）	●RBA理事会（2日） ●中国全人代（上旬） ●カナダ金融政策決定会合（10日）
	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）	●RBA理事会（6日） ●ペルー大統領選挙（11日） ●ラマダン開始（13日） ●カナダ金融政策決定会合（21日）
	5月		●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（4日） ●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）	●RBA理事会（1日） ●カナダ金融政策決定会合（9日） ●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） ●米連邦政府債務上限到来（31日）	●RBA理事会（6日） ●カナダ金融政策決定会合（14日）
	8月			●RBA理事会（3日）
	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）	●香港立法会議員選挙（5日） ●RBA理事会（7日） ●カナダ金融政策決定会合（8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） ●米財務省為替報告書（月内） ●EU首脳会議（月内）	●RBA理事会（5日） ●カナダ金融政策決定会合（27日） ●中国6中全会（月内）
	11月		●FOMC（2-3日）	●RBA理事会（2日）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、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、WGBI：世界国債インデックス、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11月17日）

（発行日：2020年11月24日）