

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

2

FEB. 2021

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

「トリプルブルー」のサプライズ

- Ⅰ 過去1カ月の最大のサプライズは、米大統領・議会選挙で「トリプルブルー」となったことだ。バイデン新政権の政策が進めやすくなるのは確実で、とりわけ市場の関心は大規模な経済対策にある。
- Ⅱ ただ、良いことばかりではないのは、長期金利が上昇していることだ。今回、米10年国債利回りの見通しを、2021年末:1.25%、2022年末:1.5%へと改めた。FRBの低金利政策を長く続ける姿勢の下、緩やかな長期金利の上昇であれば、株価や新興国資産などへの影響は限定的だと考えている。



米国

経 … ワクチン普及と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年末にコロナ直前の軌道を回復。

株 … 年前半はワクチン接種動向、後半は金融政策への思惑が焦点、株価は年央高を予想。

債 … 利上げは2024年半ばと想定も、財政政策の規模の拡大等で、長期金利は1%台前半へ。

リ … ワクチン普及の進展とリートの業績改善の進捗度合いに注目。

為 … リスクオンは米ドル安要因だが、米財政出動による実質金利反発が米ドル高要因に。



ユーロ圏

経 … 感染拡大で景気回復に遅れも、2021年4-6月期以降は感染状況の改善で回復軌道へ。

株 … ワクチン期待は継続も域内の接種動向の格差がリスク要因。

債 … 極めて緩和的な金融政策が長期化するなか、ドイツの長期金利の水準はあまり変化せず。

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 … 感染拡大で景気回復は一頓挫も、政策の後押しもあり、2021年4-6月期以降は回復へ。

株 … ワクチン接種意向比率の低さはリスクも業績回復余地、バリュエーション水準は魅力的。

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	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



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 … ワクチン普及ならびに金融正常化への思惑から長期金利は緩やかに水準を切り上げる。
- 為 … 原油価格はリスク要因も、国債利回りの緩やかな上昇を背景に対円では上昇基調で推移。



豪州

- 経 … 金融・財政政策の後押しで、実質GDPは2021年末までにコロナ前の水準を回復。
- 債 … 順調な景気回復ならびに将来的な金融正常化への思惑から長期金利は緩やかに上昇。
- 為 … 対中関係の悪化などはリスクも、長期金利の緩やかな上昇や経常収支の黒字基調が支え。



中国

- 経 … 2021年上半期の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速し、経済的優位性が続こう。
- 株 … 米中摩擦のピークアウト期待に加え、好環境継続と構造改革始動で、株価上昇が続こう。
- 債 … 金融正常化のペースは緩やかで、長期金利は高水準でのレンジ推移を予想。
- 為 … 急速な上昇を受けスピード調整はあろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



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、当面の成長は緩慢に。
- 債 … 2021年後半以降の利上げを織り込み、国債利回りは横ばいか緩やかに上昇。
- 為 … 経常収支の悪化は懸念材料だが、海外からの証券投資や直接投資の回復が支え。

シリーズ

世界の絶景

FEB. 2021



今月の一枚

イエローナイフ（カナダ）

冬の夜はマイナス40度に達することもある極寒の地。オーロラが頻繁に発生するオーロラベルトの真下にあることから、世界屈指のオーロラ遭遇率を誇るといわれる。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

「トリプルブルー」のサプライズ

過去1カ月の最大のサプライズは、米大統領・議会選挙で「トリプルブルー」となったことだ。1月5日の米ジョージア州での上院決選投票で民主党が勝利し、大統領府・議会上下院全てを民主党が制することとなった。これにより、バイデン新政権の政策が進めやすくなるのは確実で、とりわけ市場の関心は大規模な経済対策にある。

大規模な経済対策が続く

米国では昨年末に9,000億ドル規模の追加経済対策が成立した。新型コロナの感染拡大下でも当面の景気下支えに十分と考えられる中、市場は更なる財政出動への期待を高めている。実際に、1月14日にバイデン新大統領は1.9兆ドル規模の新たな経済対策案を発表した。また、これで終わりではなく、市場には数兆ドル規模のインフラ投資への期待もある。

金融市場

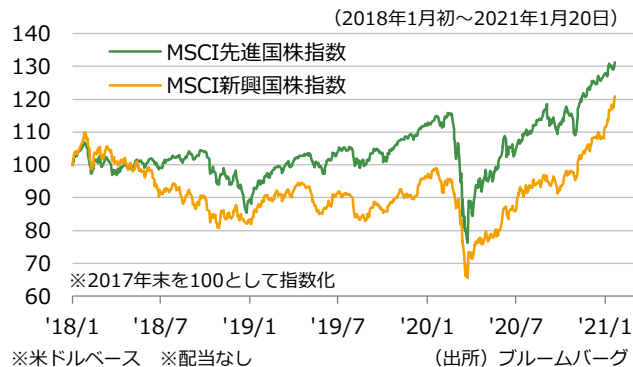
資産価格のバリュエーションと長期金利

ただ、良いことばかりではないのは、拡張的財政政策の裏側で長期金利が上昇していることだ。12月FOMCでパウエルFRB議長は「資産価格のバリュエーションは金利を勘案すれば必ずしも高いとは言えない」と述べた。裏返せば、長期金利が上昇すれば株価の下落要因になる。そうした中、米10年国債利回りは上限と考えられていた1%を上抜けた。

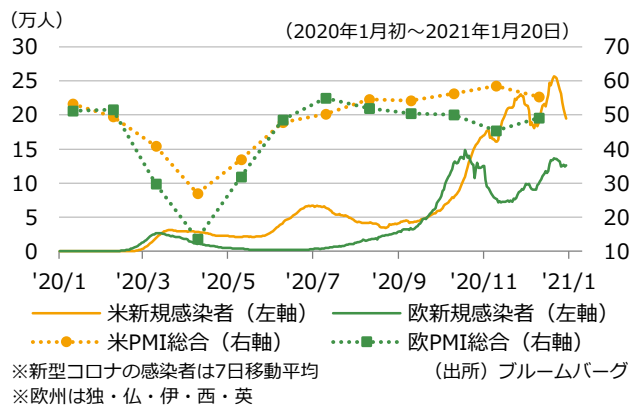
良い金利上昇+緩やかな金利上昇

今回、「トリプルブルー」等を踏まえ、米10年国債利回りの見通しを、2021年末:1.25%、2022年末:1.5%へと改めた（従来はそれぞれ0.8%）。長期金利の上昇は財政悪化という「悪い金利上昇」ではなく、強い米国経済に基づく「良い金利上昇」であり、FRBの低金利政策を長く続ける姿勢の下、緩やかな長期金利の上昇であれば、株価やリート、新興国資産などへの影響は限定的だと考えている。

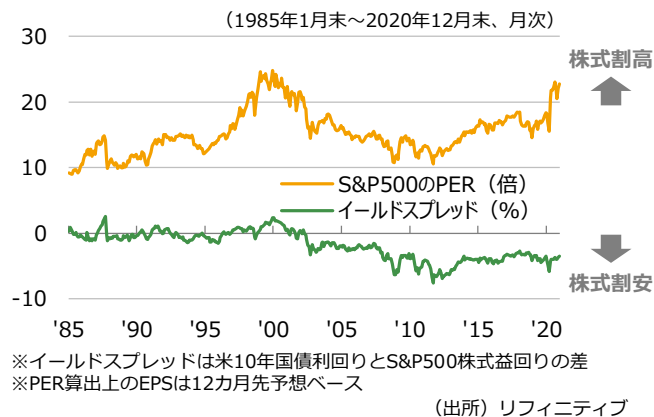
世界株式



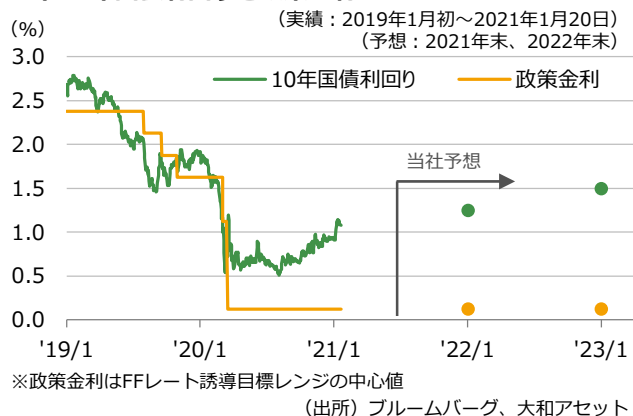
新型コロナの新規感染者数と景況感



資産価格のバリュエーションと長期金利の関係



米10年国債利回りと政策金利



		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				ワクチン普及と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年末にコロナ直前の軌道を回復。感染拡大で景気回復に遅れも、2021年4-6月期以降は感染状況の改善で回復軌道へ。感染拡大で景気回復は一頓挫も、政策の後押しもあり、2021年4-6月期以降は回復へ。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。金融・財政政策の後押しで、実質GDPは2021年末までにコロナ前の水準を回復。 2021年上半期の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速し、経済的優位性が続く。労働市場の回復の遅れや財政支出の縮小により、当面の成長は緩慢に。
	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对比较

株式	米国				前半はワクチン接種動向、後半は金融政策への思惑が焦点、株価は年央高を予想。ワクチン期待は継続も域内の接種動向の格差がリスク要因。 ワクチン接種意向比率の低さはリスクも業績回復余地、バリュエーション水準は魅力的。米中摩擦のピークアウト期待に加え、好環境継続と構造改革始動で、株価上昇が継続しよう。割高感あるも、構造改革、外資の中国離れの受け皿になりやすいことなどがけん引。 雇用関連の法改正、政治安定などが中長期発展に寄与し、上昇余地は大きい。 政治安定による経済支援への期待は強く、ワクチン確保などで、一段の反発余地ある。 EVFTA締結等の構造改革、党大会後新政権発足後の政策期待等、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				利上げは2024年半ばと想定も、財政政策の規模の拡大等で、長期金利は1%台前半へ。極めて緩和的な金融政策が長期化するなか、長期金利の水準はあまり変化せず。 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。 ワクチン普及ならびに金融正常化への思惑から長期金利は緩やかに水準を切り上げる。 順調な景気回復ならびに将来的な金融正常化への思惑から長期金利は緩やかに上昇。 金融正常化のペースは緩やかで、長期金利は高水準でのレンジ推移を予想。 2021年後半以降の利上げを織り込み、国債利回りは横ばいか緩やかに上昇。 0.1%で長期化する政策金利の下、資産購入と資金供給オペで長期金利は安定推移。 物価の伸び率がピークアウトした可能性があり、利下げ再開が期待される。 中銀の国債引受の悪影響はみられず、実質金利が高く、海外資金が流入しよう。 インフレ率の鎮静化で2021年前半にも利下げ再開が視野に入るも、下げ余地は限定的。 インフレ懸念の後退から2021年は利下げ再開を見込むも、下げ余地は限定的。 金利が高く、なおかつ利上げ余地が限定的であるため、高水準のキャリーが期待できる。
	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				ワクチン普及の進展とリートの業績改善の進捗度合いに注目。 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				OPECプラスの協調体制の乱れ、米国のイラン核合意復帰などが下落要因に。 実質金利の上昇は重荷だが、拡張的な財政政策や実需の回復が下支え。
	金				

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

為替	米ドル				リスクオンは米ドル安要因だが、米財政出動による実質金利反発が米ドル高要因に。 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。 原油価格はリスク要因も、国債利回りの緩やかな上昇を背景に対円では上昇基調で推移。 対中関係の悪化などはリスクも、長期金利の緩やかな上昇や経常収支の黒字基調が支え。 急速な上昇を受けスピード調整はあろうが、中長期的な上昇余地は大きい。 経常収支の悪化は懸念材料だが、海外からの証券投資や直接投資の回復が支え。 英国のEU離脱にはプラス・マイナス両面。コロナ感染拡大もあり、通貨高は限定的に。 中銀のルビー売りの為替介入が続くと見込み、上昇余地は限定的。 中銀の目標レンジまで買い戻されたことで、目先は増価余地は限定的。 経常収支の黒字転換はポジティブも、中銀の通貨高抑制が懸念され、上昇余地は限定的。 米財務省の為替操作国認定を受け、政府が対米ドルでの上昇を容認する可能性が浮上。 経常黒字の継続に加え、利回り追求による海外投資家からの資金流入が通貨を下支え。 当局の外貨売り・ルーブル買い介入は減退し、実質金利から見た投資魅力も低下。 経常赤字の継続や中銀による外貨準備の積み上げ方針が通貨の上昇を抑制。
	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对比较

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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値*2 2019年	2020年	予想値 2021年	2022年	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	2.2	-3.3	6.2	3.4	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	1.3	1.5
ユーロ圏*1	1.3	-6.9	3.1	3.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.4	-0.2
日本	0.3	-5.3	1.9	2.7	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.0	0.0
カナダ	1.9	-5.5	4.5	4.0	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.0	1.2
豪州	1.9	-2.9	3.2	3.1	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.3	1.5
中国	6.0	2.3	8.2	5.8	3.25	2.95	2.95	2.95	3.14	3.15	3.2	3.0
ブラジル	1.4	-4.6	3.0	2.5	4.50	2.00	3.00	4.00	7.05	7.31	8.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	28,538	30,606	30,000	30,500	米ドル	108.61円	103.25円	108円	108円
NYダウ	22.3%	7.2%	-2.0%	1.7%		-1.0%	-4.9%	4.6%	0.0%
米国	3,231	3,756	3,650	3,720	ユーロ	121.77円	126.18円	128円	129円
S&P500	28.9%	16.3%	-2.8%	1.9%		-3.2%	3.6%	1.4%	0.8%
欧州	3,745	3,553	3,550	3,640	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	84円	85円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	-0.1%	2.5%		4.0%	-3.0%	3.5%	1.2%
日本	23,657	27,444	27,500	28,000	豪ドル	76.24円	79.47円	84円	86円
日経平均株価	18.2%	16.0%	0.2%	1.8%		-1.4%	4.2%	5.7%	2.4%
日本	1,721	1,805	1,880	1,910	中国人民元	15.60円	15.89円	17.1円	17.5円
TOPIX	15.2%	4.8%	4.2%	1.6%		-2.3%	1.8%	7.6%	2.3%
中国	85.7	108.58	126	130	ブラジル・レアル	26.98円	19.89円	19.3円	18.6円
MSCI	20.4%	26.7%	16.0%	3.2%		-4.5%	-26.3%	-3.0%	-3.6%

	リート			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	20,156	18,543	20,100	21,700
NAREIT指数	26.0%	-8.0%	8.4%	8.0%
日本	2,145	1,784	1,850	1,900
東証REIT指数	20.9%	-16.9%	3.7%	2.7%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率

※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

*1 ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

*2 実質GDPの2020年は中国を除いて実績見込み

(出所) 実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和アセット

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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値*4 2019年	2020年	2021年	2022年	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
英国	1.5	-10.4	2.5	3.7	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.4	0.6
インド*1	4.2	-9.2	7.8	4.3	5.15	4.00	3.50	3.50	6.56	5.87	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	7.06	5.89	7.0	7.5
フィリピン*2	6.0	-7.8	7.3	5.6	4.00	2.00	2.00	2.00	2.71	1.83	2.3	2.5
ベトナム	7.0	2.9	7.8	6.5	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-0.3	-9.0	5.3	2.0	7.25	4.25	4.00	4.00	6.91	5.55	6.5	7.0
ロシア	2.0	-3.8	3.1	2.5	6.25	4.25	4.00	4.00	6.41	6.27	6.5	7.0
トルコ	1.0	1.0	2.8	3.0	12.00	17.00	14.00	10.00	11.72	12.43	12.0	12.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
インド	1,370	1,600	1,700	1,720	英ポンド	144.07円	141.15円	143円	143円
MSCI	8.5%	16.8%	6.2%	1.2%		3.0%	-2.0%	1.3%	0.0%
インドネシア	7,288	6,597	7,230	7,350	インド・ルピー	1.52円	1.41円	1.50円	1.46円
MSCI	3.0%	-9.5%	9.6%	1.7%		-3.1%	-7.1%	6.1%	-2.7%
ベトナム	961	1,104	1,250	1,300	インドネシア・ルピア*3	0.784円	0.739円	0.771円	0.750円
VN指数	7.7%	14.9%	13.2%	4.0%		3.0%	-5.7%	4.3%	-2.7%
					フィリピン・ペソ	2.14円	2.15円	2.12円	2.08円
						2.3%	0.1%	-1.3%	-1.9%
					ベトナム・ドン*3	0.469円	0.447円	0.466円	0.47円
						-0.8%	-4.5%	4.2%	0.9%
					メキシコ・ペソ	5.74円	5.19円	5.40円	5.40円
						2.8%	-9.5%	4.0%	0.0%
					ロシア・ルーブル	1.75円	1.40円	1.47円	1.47円
						10.7%	-20.4%	5.3%	0.0%
					トルコ・リラ	18.2円	13.9円	12.3円	10.9円
						-11.8%	-23.8%	-11.5%	-11.4%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 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

*4 実質GDPの2020年はベトナムを除いて実績見込み

(出所) 実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和アセット



経済

景気回復の持続性がより確実に

2020年末に9,000億米ドル規模の追加経済対策が成立しただけでなく、大統領府、議会両院とも民主党が制したことで、財政政策の規模が拡大する公算が大きく、一両年の景気回復の持続性がより確実にになった。実際、バイデン大統領は1.9兆米ドル規模の新たな経済対策を打ち出している。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。

コロナ対応の進捗で挽回生産の強まり

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも12月は予想外に上振れた。供給制約に伴う入荷遅延が指数の上昇に寄与している点はあるにせよ、新規受注指数、生産指数の上昇は、新型コロナウイルスの感染拡大にも拘わらず、経済活動の再開が進んでいる証左で、飲食等の限られた業種を除き、コロナ対応がこなれてきたことを示唆する。在庫水準の低さから期待された通り、挽回生産が強まってきた。

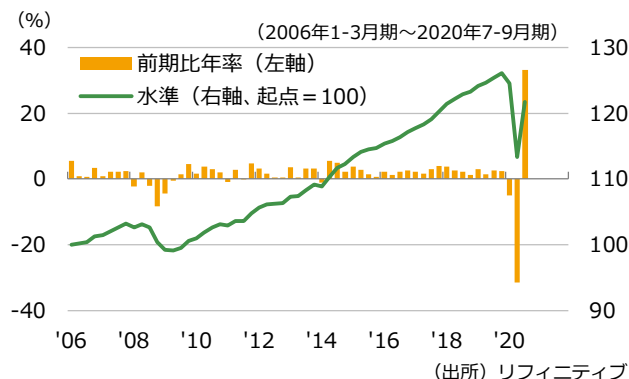
恒久的失業者の減少

12月は雇用者数が8カ月振りに減少したが、減少は教育と娯楽に集中しており、他の業種では順調に増加している。新型コロナウイルスを受けて急増した一時解雇者の復職は円滑に進んでおり、失業率は4月の14.8%から11、12月は6.7%まで低下した。増加が続いていた恒久的失業者も12月は減少した。恒久的失業者の減少が続くようであれば、失業率が今後も予想以上のペースで低下する可能性を否めず。

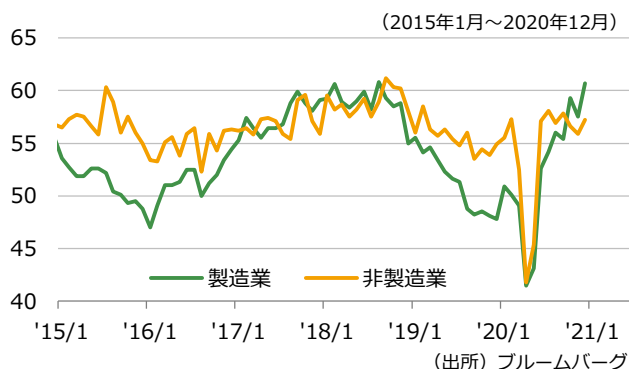
インフレ率は2%がほぼ上限に

コアの個人消費支出デフレーターは3、4月の下振れと、5～9月の上振れで、新型コロナウイルスに伴う一時的な変動は一巡した様相。10、11月は共に前月比0.0%であった。最近の商品市況の上昇が持続的とはいえず、インフレ率はマクロ的な需給ギャップを反映して、2022年末にかけて2%近傍まで緩やかに上昇すると見込む。しかし、最大雇用の達成は遠く、2%がほぼ上限と想定する。

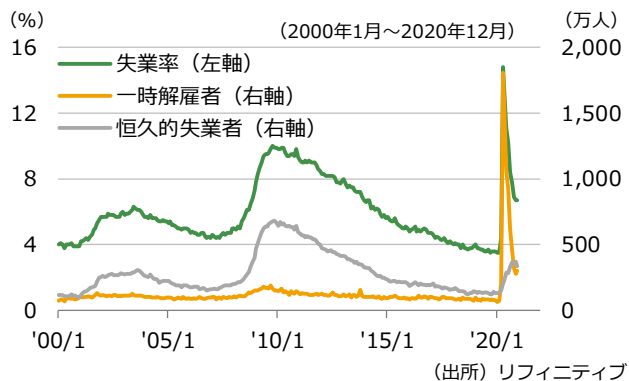
実質GDP



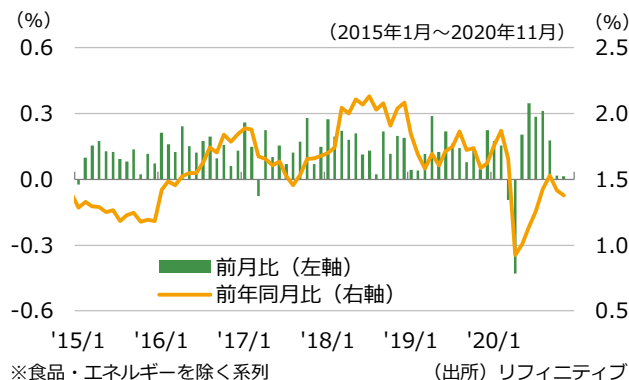
ISM景況感指数



失業率と非自発的失業者



個人消費支出デフレーター (コア)





株式

株価は堅調に推移

年初の上院決選投票を経て上院も民主党が支配政党となったこと、FRB高官が量的緩和の段階的縮小に言及したこと等により米国長期金利が1%台に上昇したことが直近の主な変化。特にトリプルブルーとなったことは増税など株式市場にマイナスとなる政策への懸念が高まるリスクがあったものの、バイデン大統領が大規模な経済対策方針を示したことにより市場はプラスの側面を織り込みにいった。

2021年は年央高を予想

過去60年のS&P500の騰落率を見ると民主党政権1年目は上昇し易く、月次でも夏場の上昇率が高い等の特徴がある。大規模経済対策への期待は過去傾向を想起させる一方、年後半は新型コロナウイルスワクチンの普及により金融政策の正常化タイミングが意識され易く、その思惑が株式市場を不安定化させるとみる。2021年の米国株は年央高を予想し、年前半はやや強気、後半は慎重スタンスで挑みたい。

ワクチン接種は緩やかに進展

CDCによれば1月20日時点の米国における新型コロナワクチンの接種回数は1,652万回、接種人数は1,427万人。総接種回数の対人口比は5%程度となっている。早いペースとは言えないものの、極端に遅い状態ではないと考える。配布回数に対する接種回数の比率は足元で40%台半ばと徐々に上昇しており、接種体制が整備されて来ているとみられる点はポジティブに評価出来る。

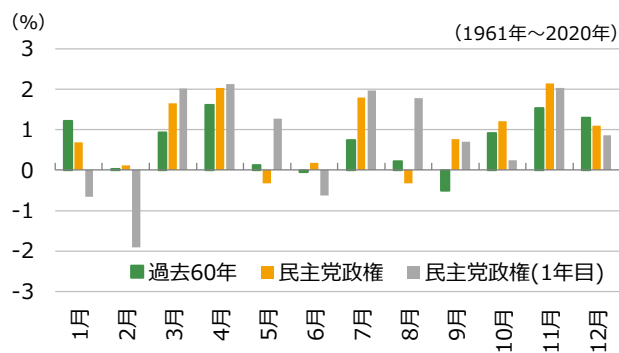
接種意向比率の上昇はポジティブ

右図はIPSOS社が公表した主要国の新型コロナウイルスワクチンの接種に対する調査結果。接種ペースを考える上で今後重要となってくるのは、各国のワクチン接種意向比率であり、米国は欧米主要国内で中位にある。しかし、10月調査と比べて12月調査で接種意向比率が上昇した数少ない国の一つであり、米国は相対的にワクチン接種が順調に進む可能性がある国であると考えられる。

S&P500の推移

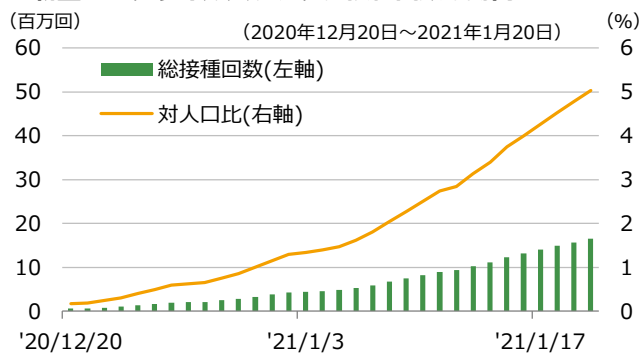


S&P500の月次騰落率



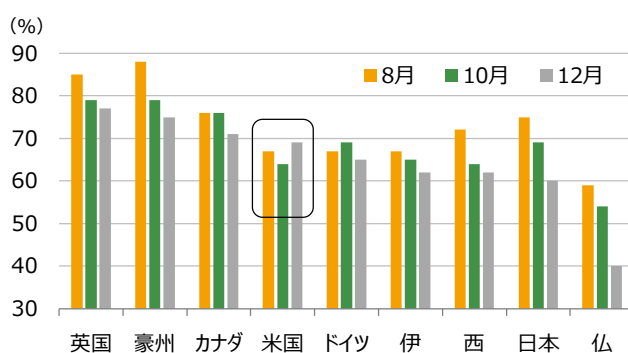
※各年の月次騰落率の算術平均
 ※民主党政権1年目は1961、1965、1977、1993、2009年の平均
 (出所) ブルームバーグ等より大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチン接種回数の動向



※折れ線は総接種回数の対人口比であり接種人数の比率とは異なる
 ※人口は2019年7月1日時点
 ※データ非開示の日は前後のデータから線形補間
 (出所) CDC、US Censusより大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチンの接種意向比率の推移



※伊：イタリア、西：スペイン、仏：フランス
 (出所) IPSOSより大和アセット作成



債券・金利

FRBは2022年半ばに資産購入の減額へ

FRBは12月に資産購入の指針として、「最大雇用と物価安定の目標に向けて更に顕著な進展があるまで」、現行ペースでの購入の継続を明らかにした。2013年に往時のバーナンキ議長が資産購入の減額へ言及した際に長期金利が急上昇した経験を教訓に、FRBは市場とのコミュニケーションに細心の注意を払いつつ、2022年半ばに資産購入の減額を開始し、2023年半ばに新規の資産購入を終了すると見込む。

長期金利は1%台前半での推移

トリプルブルーを受けて、10年国債利回りは1%を上回って推移している。財政政策の規模の拡大が見込まれるなか、ターム・プレミアム主導での長期金利の上昇である。利上げは2024年半ばと見込むが、当面の景気上振れ、国債の需給悪化懸念等から、長期金利は低下し難く、10年国債利回りは2021年末に1.25%、2022年末に1.5%と想定する。

リート

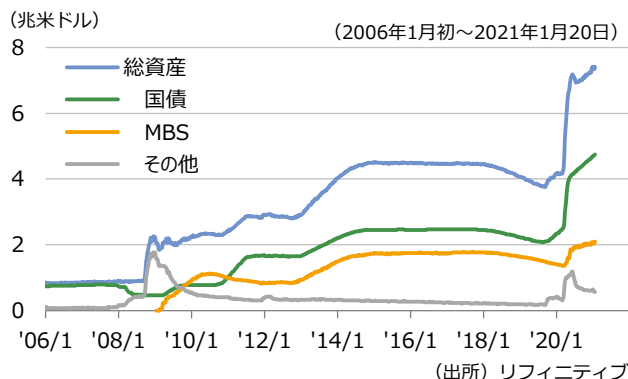
業績改善への期待感はあるものの小動き

米国でワクチン接種が始まるなど、新型コロナウイルスの医学的な解決に向けた期待は高いものの、足元では感染拡大が継続しており、米国リート市場は小動き。また長期金利が上昇したことも投資家心理にはネガティブに働いた。ただ長期金利については、2%を超えるような大幅な上昇がなければ、リート業績への影響は軽微なものにとどまろう。

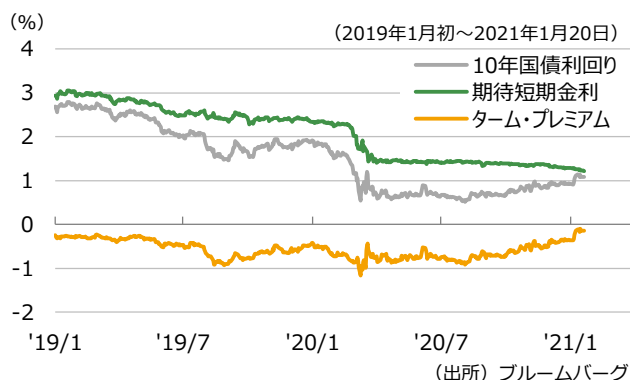
長期金利の上昇

議会上院も民主党が主導権を握ることになり、財政政策拡大への期待感などから長期金利は上昇。ただ社債の信用スプレッドは低位で推移しており、リーートの負債調達環境は良好な状況が継続。長期金利については、大幅な上昇がなければリート業績への影響は軽微だが、投資家心理にはネガティブに働くものと思われ、動向には注意を払いたい。

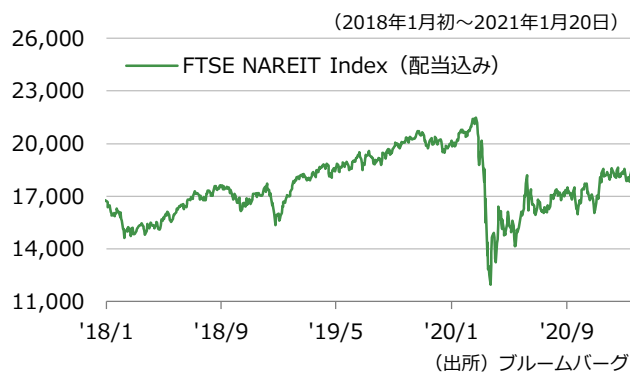
FRBの総資産残高と内訳



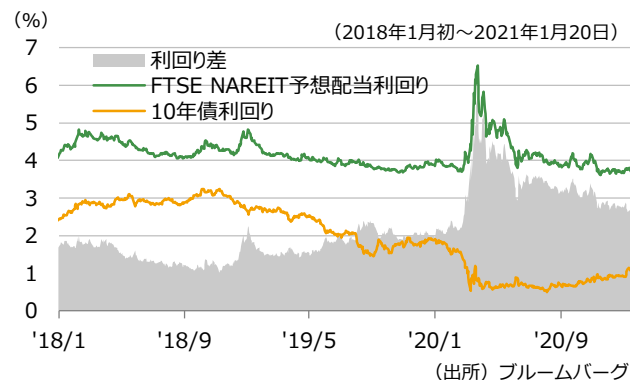
長期金利の要因分解



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米金利差拡大で米ドル円が底打ち

米長期金利が2020年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。21年1月、米下院だけでなく上院でも民主党が過半数を占めると、財政出動期待から米長期金利は一段と上昇。日米長期金利差の拡大を背景に米ドル円は上昇に転じつつある。

米実質金利の反発が米ドル高に作用

米実質金利が低下し、米ドル安に作用してきた。FRBの金融緩和長期化期待が期待インフレ率を高める一方で、実質金利を低下させてきた。だが、トリプルブルーになることが決まり、財政出動期待が強まると、実質金利が上昇に転じた。財政政策強化に伴い金融緩和の必要性が低下するとの見方が強まり始めたようだ。米実質金利の反発が米ドル高に働くことで、米ドル円が上昇しつつある。

米政権1年目の前半は米ドル円堅調

米大統領選挙年の米ドル円を平均化すると、選挙前に下落傾向、選挙後に上昇傾向となる。2020年はそれに近い傾向で推移してきたが、米国の新型コロナウイルス感染拡大による金融緩和長期化期待と米金利低迷を背景に、選挙後も米ドル円の上昇は鈍い。ただ、米政権1年目の米ドル円は5月頃までは上昇傾向に。新型コロナワクチンの配布が進んだ場合、2021年前半もそうした傾向になる可能性があるだろう。

トリプルブルーで米ドル円下落の傾向

過去48年間、米大統領が民主党では共和党より米ドル円の上昇確率が高いが、議会両院で民主党過半では共和党過半やねじれより上昇確率は25%と低い。財政出動しやすくても、経済環境や金融・為替政策も為替に影響するためか。ただ、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。

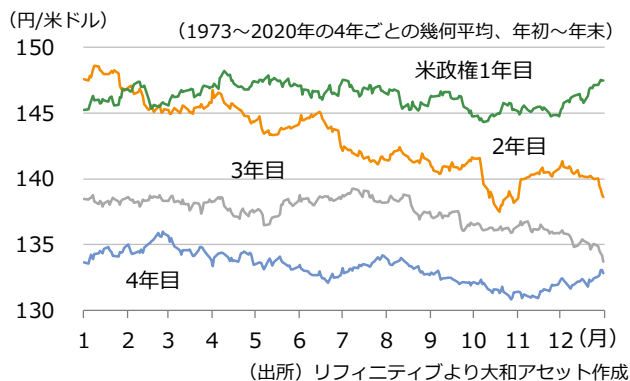
日米名目金利差と米ドル円



日米実質金利差と米ドル円



米政権 (1期4年) 各年の米ドル円平均



米政党別にみた米ドル円の上昇確率 (上昇年の割合)

(1973～2020年、48年間)

全体	42 %	(20/48)
米大統領		
共和党選出	36 %	(10/28)
民主党選出	50 %	(10/20)
米議会上院・下院 (大統領・民主党のケース)		
共和党両院過半	63 %	(5/8)
ねじれ	75 %	(3/4)
民主党両院過半	25 %	(2/8)

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



経済

感染拡大で景気回復に遅れ

ドイツで都市封鎖が厳格化されつつ延長されるなど、欧州各国で行動制限が継続するなか、実質GDPは2020年10-12月期、2021年1-3月期ともマイナス成長の可能性が高い。国によっては感染拡大が止まっており、ワクチンの普及等で欧州全体でも状況の改善が期待されるため、4-6月期以降は回復軌道に復するにせよ、実質GDPがコロナ直前の水準を取り戻すのは2023年4-6月期と見込む。

製造業の改善とサービス業の悪化

マークイットPMIは製造業が緩やかな改善基調の一方、行動制限の影響をより直接的に被るサービス業は8月以降悪化基調にある。製造業は新型コロナウイルス対応の進捗や輸出の恩恵から、コロナ前との比較でも堅調で、当面は安定した推移を見込む。サービス業は11月の急低下の反動で12月に上昇したとはいえ、4カ月連続で50を下回っている。ワクチンの普及等で感染状況の改善を待つしかない。

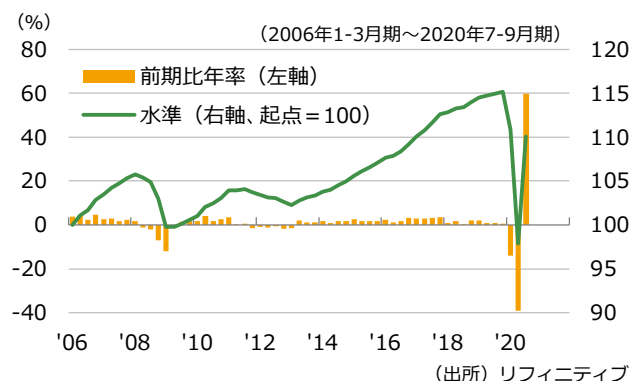
失業率の低下と繰り越し需要への期待

小売売上高は新型コロナウイルス前の軌道を上回る水準に達した後、行動制限の強化で11月に大幅に下振れた。1月以降も欧州各国で行動制限が継続するなか、ドイツで付加価値税率が元の水準に引き上げられるなど、個人消費の逆風は続くが、失業率が既に低下基調にあることから、新型コロナウイルス問題が収束に向かうことで消費者心理が改善しさえすれば、繰り越し需要の顕著な発現が期待される。

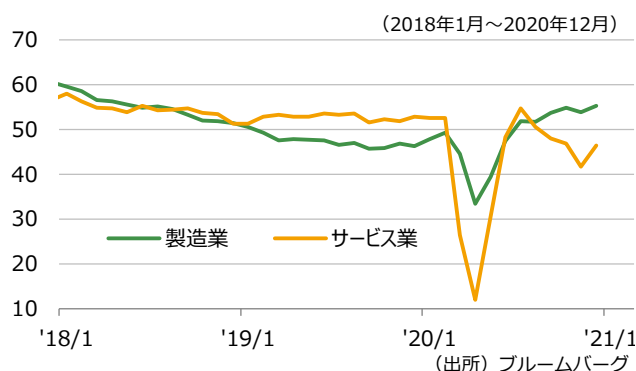
インフレ率は下振れたまま

消費者物価指数は9月から4カ月連続で、総合が前年同月比▲0.3%、コアがユーロ発足来最低の同0.2%と軟調。付加価値税率の時限的引き下げ等の特殊要因はあるにせよ、エネルギーを除く財価格の下振れからは、物価上昇圧力の弱まりを否めず。ECBのインフレ見通しも2023年で1.4%に留まる。長期の期待インフレ率はコロナ直前の水準である1.3%程度に上昇したが、2%は遠い。

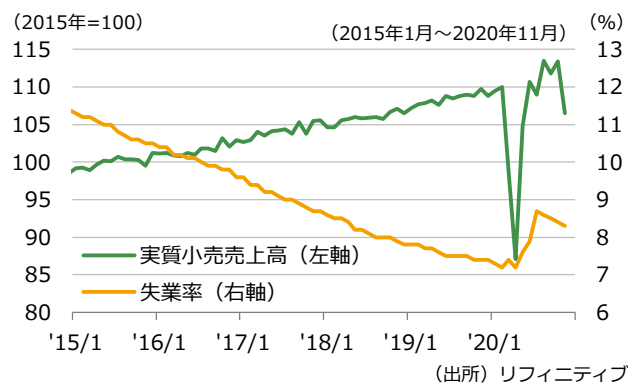
実質GDP



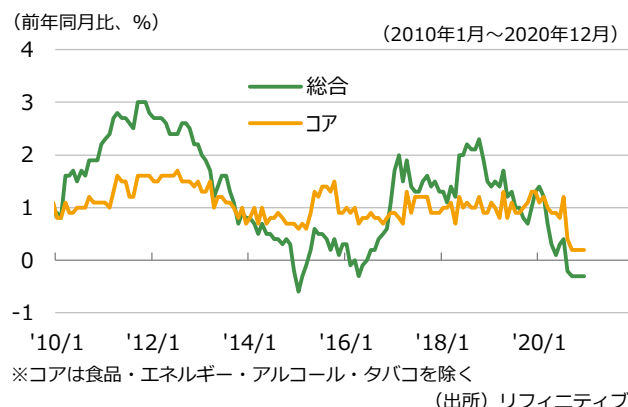
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

ワクチン期待が株価を支える

昨年12月以降、ドイツや英国等において新型コロナウイルスの感染状況が悪化した。英国の変異種拡大が懸念された一方、12月下旬から新型コロナウイルスワクチンの接種が開始されたことが寄与し、株価は底堅く推移した。接種比率の上昇が株価を押し上げる可能性がある一方、欧州は国毎の接種動向に既に差異が生じている。今後、この点が懸念されるリスクがあると考え、中立スタンスは継続する。

接種比率の域内格差は注視が必要

右図は欧州主要国における総接種回数の対人口比をみたもの。英国が順調に拡大する一方、昨年12月下旬から接種が開始されたその他欧州主要国の比率はまだ低く、中でもフランスの低さが目立つ。グローバルなワクチン接種のアンケート調査においてもフランスは接種意向比率が低く、今後、域内で接種比率の格差が広がらないかは注視が必要と考える。

債券・金利

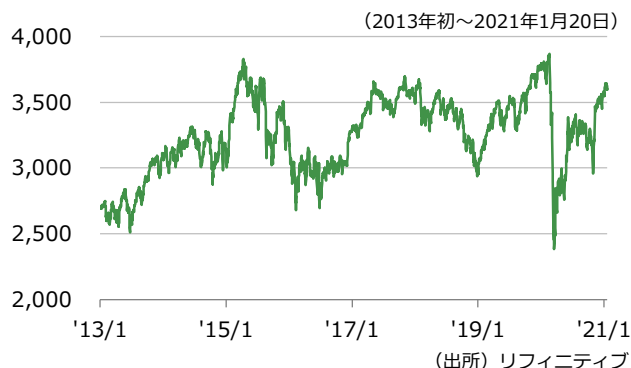
金融緩和の明示的な縮小は見通せず

ECBは12月の理事会で、新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムと貸出実績に応じた長期の資金供給オペの実施期間をそれぞれ2022年3月、2021年12月まで延長した。物価安定が唯一の政策目標である限り、金融緩和の明示的な縮小は見通せず、極めて緩和的な金融政策の長期化を見込む。金融緩和の手段は専ら資産購入と流動性供給で、マイナス金利の深掘りとなる利下げは想定せず。

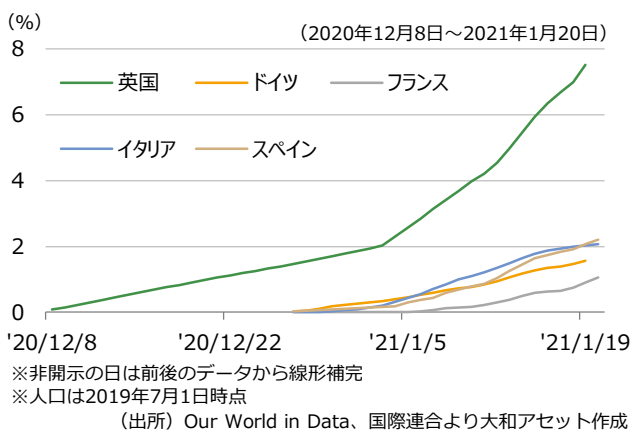
長期金利はレンジ推移が継続

ドイツの10年国債利回りは10月以降▲0.65%～▲0.45%のレンジで推移している。ECBの金融緩和の出口が見通せない限り、長期金利の水準はあまり変化しそうにない。イタリアの政情悪化でイタリアとドイツの長期金利のスプレッドの拡大が懸念されたが、ECBの資産購入の柔軟性や欧州復興基金の存在に鑑みれば、欧州債務危機時とは状況が異なる。

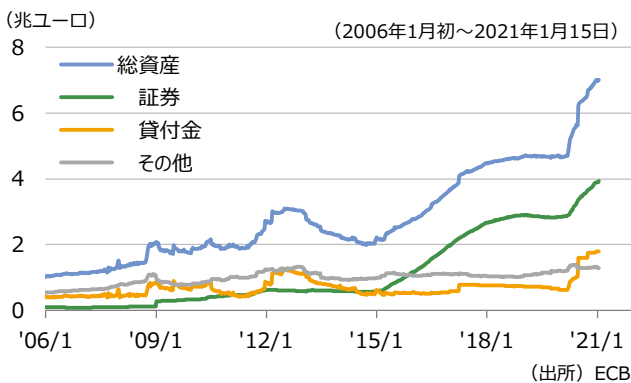
Euro STOXX 50の推移



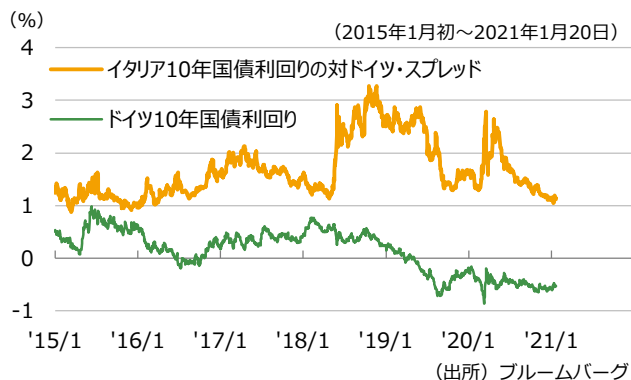
COVID-19ワクチン接種比率の動向（総接種回数）



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

ユーロ相場は堅調に推移

ユーロは米ドルや円に対して堅調に推移してきた。市場がリスクオン傾向にあることや、欧州景気指標が市場予想を下回る弱い結果となるケースが少ないことが要因に。ECBは12月に追加緩和を決定したが、緩和ペースが加速するわけではなく、ユーロ安とはなっていない。EUが中期予算と復興基金で合意し経済再建に動けるようになったことも、ユーロを支える要因か。

欧州で新型コロナ感染が拡大

欧州主要5カ国の新型コロナウイルス新規感染者数は、行動制限強化の効果で鈍化した後に再び増加している。一方、米国は感染拡大が減りつつあるが高水準にあり、ユーロと米ドルの強弱要因にはなりにくい状況に。欧州と米国でともに感染拡大傾向が続くと、ワクチン開発・普及への期待があっても、行動制限強化による景気悪化懸念がリスクオフの円高や米ドル高とユーロ安を招く可能性もある。

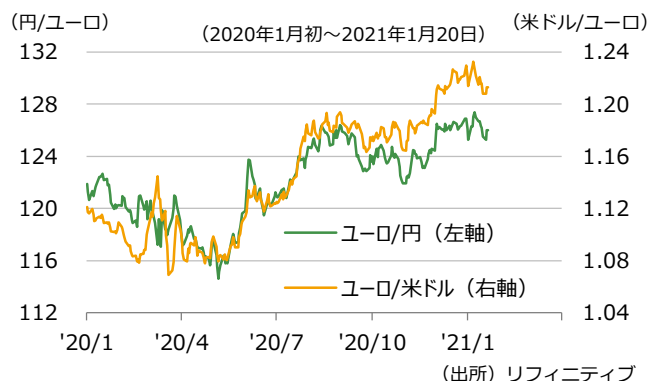
景気指標は堅調だが悪化リスクも

市場予想と比べた経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、日本が下げ止まり、ユーロ圏や米国が上昇と弱くはない。ただ、ドイツや日本のように制限措置の延長や強化の動きもあり、景気の先行きは予断を許さない。各国の景気指標動向に相違があると、相対比較で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と、リスクオフの円高に傾きやすいだろう。

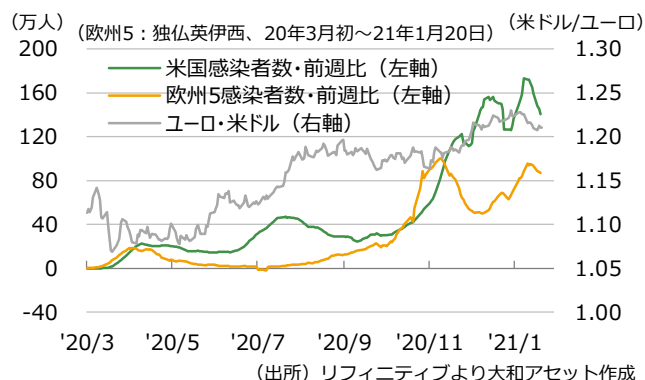
相対通貨量に反した為替の動き

日欧のマネタリーベース比率と為替には相関があるが、為替は他の要因によっても変動しているので、さほど強い相関ではない。例えば、2005年12月から2008年7月にかけてECBが利上げした局面では、相対的にユーロの量が増加（円が減少）しても、金利の影響でユーロ高・円安が進んだ。2020年はECBの量的緩和により相対的にユーロの量が増加（円が減少）しているが、ユーロ高・円安傾向に。

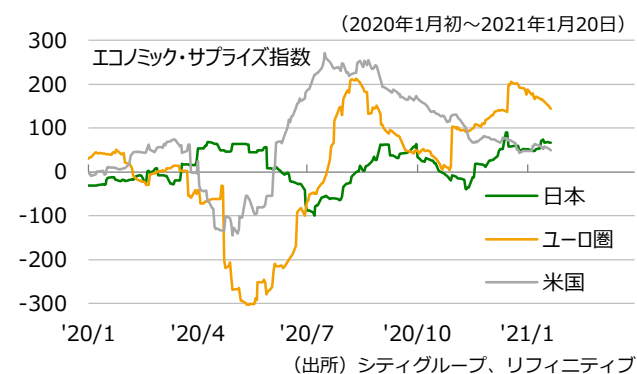
ユーロの対円相場と対米ドル相場



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



日欧のマネタリーベース比率と為替





経済

感染拡大で景気回復に一段の遅れ

新型コロナウイルスの感染拡大でイングランドが都市封鎖に入るなど、行動制限の強化により、実質GDPは2020年10-12月期、2021年1-3月期ともマイナス成長の可能性が高い。ワクチンの普及等で、4-6月期以降は回復軌道に復するにせよ、実質GDPがコロナ直前の水準を取り戻すのは2024年7-9月期まで後ずれすると見込む。EUとの通商協議は合意に至り、追加的な景気の下押し要因は回避された。

物価上昇圧力の基調的な弱まり

付加価値税率の一部引き下げ等の特殊要因はあるが、消費者物価は多くの費目で軟化しており、物価上昇圧力の基調的な弱まりは否めず。EUとの間で関税率がゼロに据え置かれたため、輸入物価を通じた物価上昇も阻まれよう。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%のインフレ目標の持続的な達成は当面展望し難い。

為替

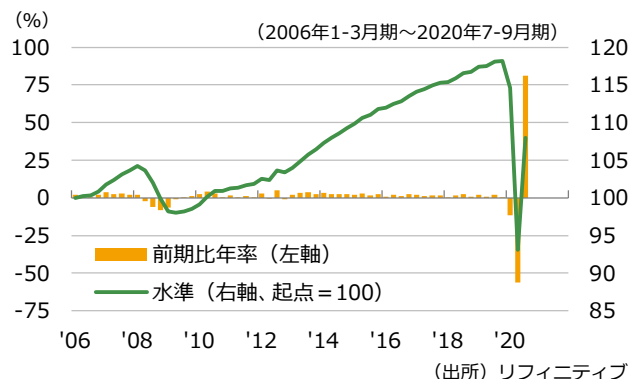
金融政策は現状維持が長期化

BOEのマイナス金利への否定的な見解と利上げのフォワード・ガイダンスに鑑みれば、政策金利は実効下限と目される2020年3月以降の0.1%が長期化すると見込む。景気回復の遅れは新型コロナウイルスの感染拡大が主因で、効果的な金融緩和余地は限られる。BOEは資産購入と資金供給オペを淡々と継続しよう。長期金利は大規模な経済対策を受けて上昇する米国とは対照的に安定推移を見込む。

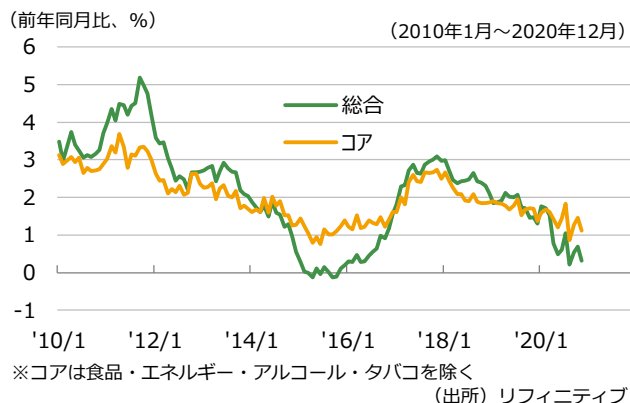
新型コロナ感染拡大が債券安リスクに

英・EU通商交渉が合意したため、ポンド相場は堅調だが、英国のEU離脱に伴うマイナス面もあるので、ポンド高は進んでいない。足元は米金利上昇の影響でポンド安・米ドル高に振れた。英国ではワクチン接種が始まったものの、新型コロナウイルスの新規感染者数と死亡者数の増加が続いており、ポンド安要因になる可能性がある。

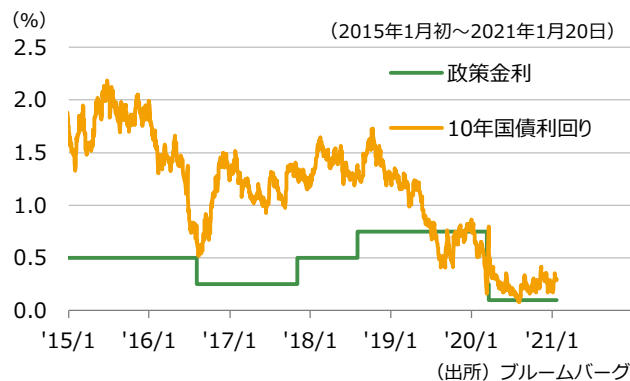
実質GDP



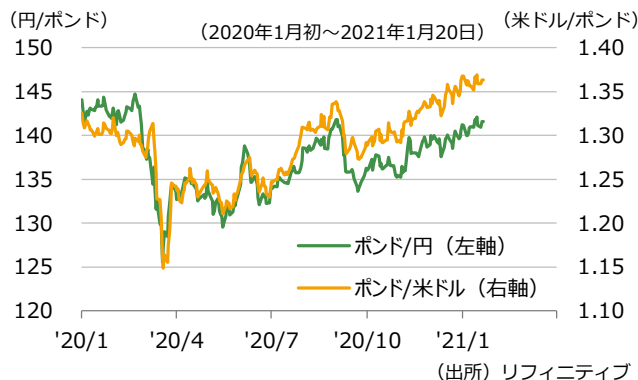
消費者物価指数

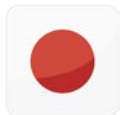


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

感染拡大で景気回復が一頓挫

新型コロナウイルスの感染拡大、緊急事態宣言の発出により、実質GDPは2021年1-3月期に再びマイナス成長に陥る可能性が高い。行動制限の程度に鑑みれば、2020年4-6月期程の落ち込みには至らず、ワクチンの普及も期待されるため、2021年4-6月期以降は回復軌道に復するにせよ、実質GDPが2019年10月の消費税率引き上げ直前の水準を取り戻す時期は2023年7-9月期まで後ずれすると見込む。

景況感は再び大幅に悪化

景気ウォッチャー調査における景気の現状判断は11、12月とも10ポイント前後の大幅な悪化で、指数の水準は2020年6月を下回った。構成系列の家計動向、企業動向、雇用の全てで悪化している。先行き判断は11月の大幅な悪化の後、12月は僅かに上昇したが、水準は低い。新型コロナウイルス問題の収束が見通せるまで、景況感の持続的な改善は期待し難く、先送りされている需要の発現も限られよう。

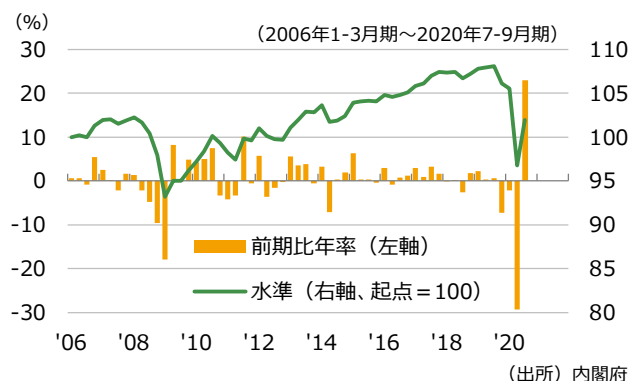
企業倒産件数の減少と失業率の低下

失業率は2019年末の2.2%を底に2020年10月には3.1%まで上昇したが、11月は2.9%へ低下した。失業率の低下は、12月調査の日銀短観における雇用判断の改善と整合的。持続化給付金、企業の資金繰り支援、雇用調整助成金等の迅速な対応が、企業倒産や失業を抑制しており、一時急増していた休業者数もコロナ直前の水準以下に減少している。雇用に関してはリーマンショック時程の深刻さはない。

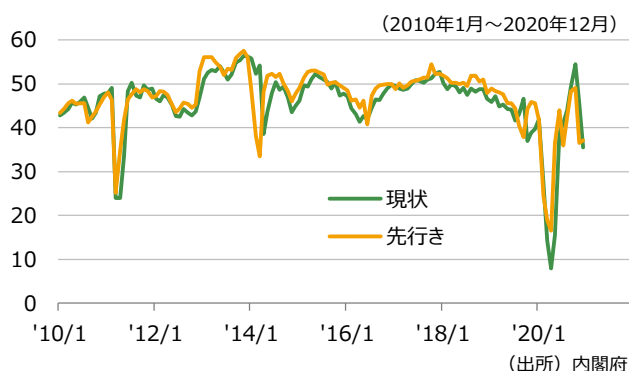
消費者物価の下落

12月消費者物価指数は総合で前年同月比▲1.2%、生鮮食品及びエネルギーを除く総合で同▲0.4%と、共に3カ月連続で低下した。「Go To トラベル事業」の影響を除いても、それぞれ同▲0.8%、同0.1%と、日銀が目標とする2%には程遠い。ウェイトの大きい家賃の低迷は長期間に及ぶ物価抑制要因だが、新型コロナウイルス問題に伴う需給ギャップの拡大が、最近の物価下落を促している。

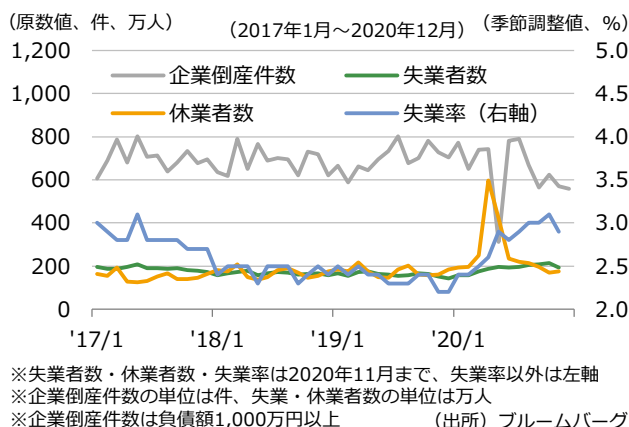
実質GDP



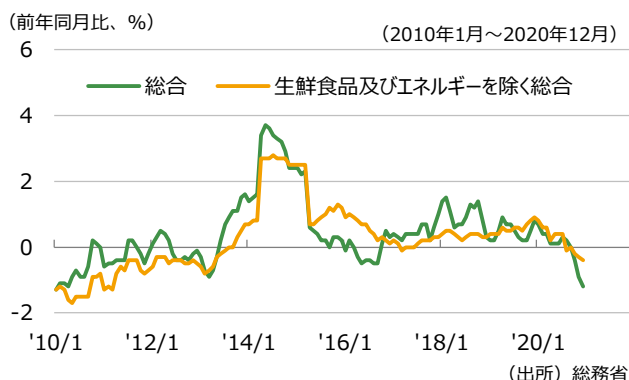
景気ウォッチャー調査



企業倒産件数と失業率



消費者物価指数





株式

やや強気スタンスを継続

年明け以降、国内の新型コロナウイルス感染者数が急増し、政府は緊急事態宣言を再び発出した。内閣支持率の低下も目立ち、株式市場にとってポジティブ材料は少なかったものの、欧米において新型コロナウイルスワクチンの接種が開始されたこともあり、株価は底堅く推移した。国内のワクチン接種動向は注視が必要であるものの、欧米対比での業績の回復余地などを考慮し、強気スタンスを継続する。

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。2021年度予想EPSでみたPERは割高な水準も、2022年度予想基準ではほぼ過去平均並み。2021年度は新型コロナウイルスの影響が残ることが予想されることを考えれば、その影響が軽減される2022年度予想で割高感のない水準は、米国対比で見て安心感のある株価水準であると考えている。業績回復の確度が高まれば株価の上値余地も生まれ易いとみる。

業績改善余地は残っていると予想

日米欧主要株価指数の売上高予想を見ると、日本は2019年度、2020年度の落ち込みが大きい中、2021年度以降の伸び率は欧米並みかやや下回る。産業構造の違いは考慮する必要はあるものの、日本の売上高予想の回復の鈍さは目立ち、新型コロナウイルス禍からの改善確度が高まるにつれ、市場予想が切り上がる余地は相対的に残ると考える。

ワクチン接種意向比率の低さはリスク

リスク要因は新型コロナウイルスワクチンの接種動向。政府は2月下旬からの接種開始を目指す方針を示している。一方、ワクチン接種に対する接種意向比率を見ると日本は先進国内で低位にあり、特に「接種に強く同意する」の比率がフランスと並んで低い。今後予想される国内治験結果の公表などを経て、国内におけるワクチン接種に対するセンチメントに改善が見られるかは注視したい。

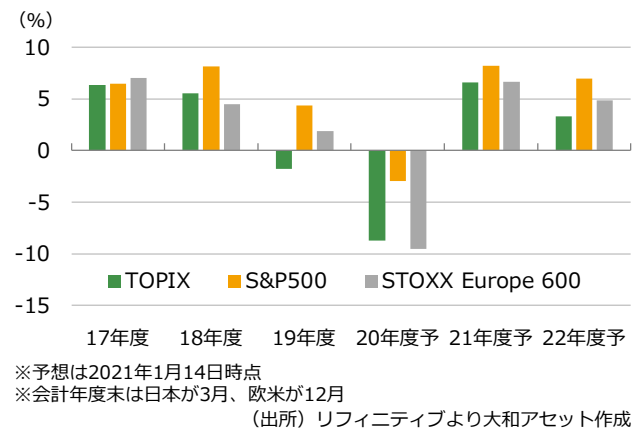
TOPIXの推移



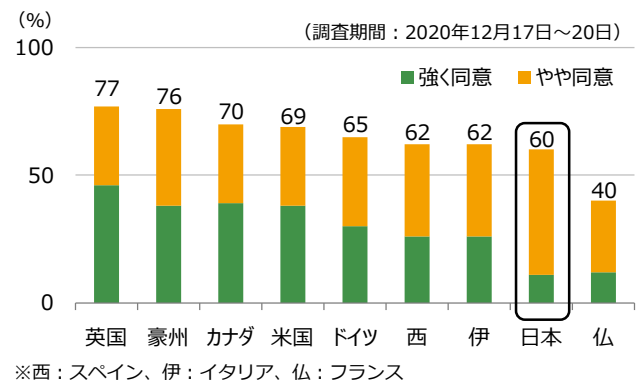
PERの推移 (TOPIX)

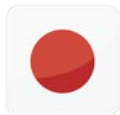


主要先進国指数の売上高伸び率の動向



COVID-19ワクチンの接種意向調査の概要





債券・金利

日銀が金融政策の「点検」を実施へ

日銀は12月の金融政策決定会合で、新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムを2021年9月末まで半年間延長した。同時に、2021年3月を目処に、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検を行うこととした。もっとも、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは維持する方針であり、金利への影響は限られよう。日銀当座預金構造の若干の修正などが考えられる。

長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

現実のインフレ率が低下する一方、期待インフレ率は昨春の極端な下振れからは上昇しているが、現在も精々ゼロ%近傍であり、コロナ前の水準を下回る。緩和的な金融環境の継続は不可欠だが、金融機関収益への影響を勘案すれば、日銀のイールドカーブ・コントロールの下、10年国債利回りは低下も上昇も抑制され、ゼロ%程度での安定推移を見込む。

リート

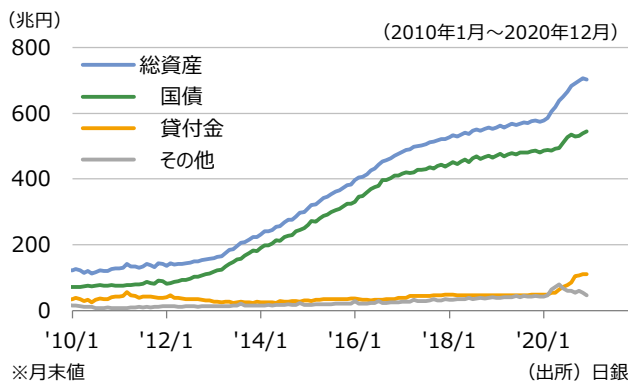
需給面での後押しを受けて上昇

J-REIT市場は、足元1カ月で上昇した。2020年末が近づくに連れて、公募増資が一段落したことやFTSEグローバル株式指数のJ-REIT組入比率の引き上げが実施され、指数連動ファンドの資金が流入したことなどにより、需給が改善しJ-REIT市場は上昇した。2021年に入り、緊急事態宣言が再発出され、対象範囲が拡大したものの、底堅い推移が続いている。

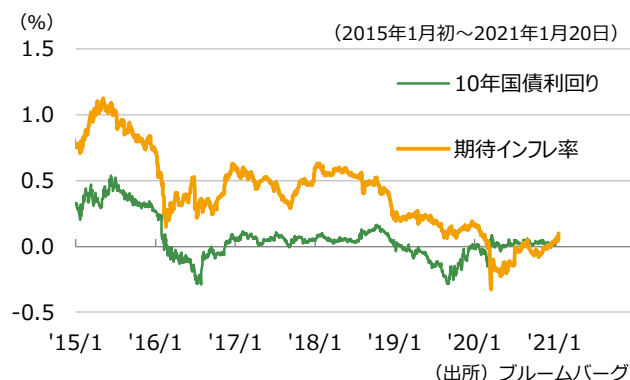
中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には、新型コロナウイルスの感染状況・ワクチン普及のペースに左右される展開が続きそうだが、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、相対的に高い配当利回りが安定的に期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的と考えており、中期的に緩やかな上昇を見込む。

日銀の総資産残高と内訳



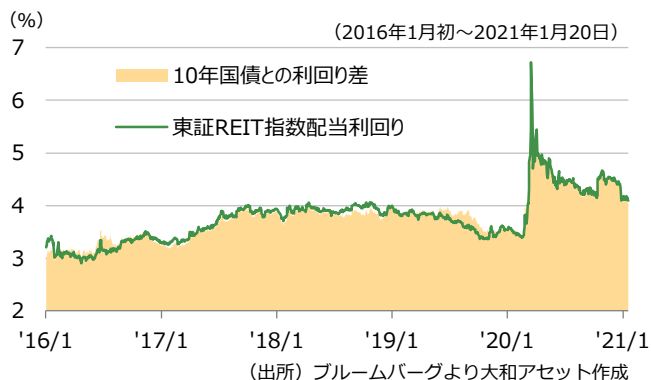
長短金利と期待インフレ率



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

米ドル安が後退して米ドル円が上昇

米大統領選挙の後、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。市場のリスクオンが円安と米ドル安に作用する一方、米実質金利の低下が米ドル安に作用したため、米ドル安が優勢となった。だが、トリプルブルーでの財政出動期待により名目と実質の米長期金利が上昇したため、米ドル安が後退して米ドル円が上昇。

米ドルと円が同様の性質の通貨に

世界株価と円の対米ドル為替は、2019年には逆相関（株高・円安、株安・円高）だったが、2020年にはわずかながら順相関（株高・円高、株安・円安）に。ほとんどの通貨も、株価と対米ドル為替の順相関が高まった。米金利低下により米ドルの調達通貨・安全通貨としての性質が強まったため。円の性質が変わったわけではなく、クロス円に関しては株高・円安、株安・円高という相関に変化はない。

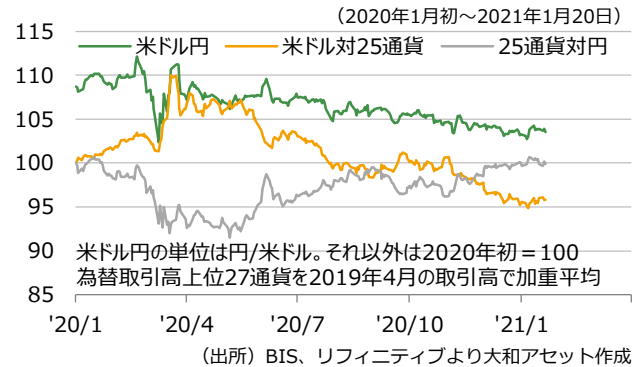
米株価と金利の同調で米ドル円も同調

2020年のコロナショックで米株価と米ドル円が逆相関（円の対米ドル為替が順相関）に転じた背景には、米株価と米金利が逆相関（株高・金利低下）になったことがある。米株価と米金利の相関は局面により変化してきたが、最近は株高・金利上昇と順相関になっており、それに伴い米株価と米ドル円も順相関に転じている。米株高・金利上昇になると、米ドル円も上昇しやすいことを示している。

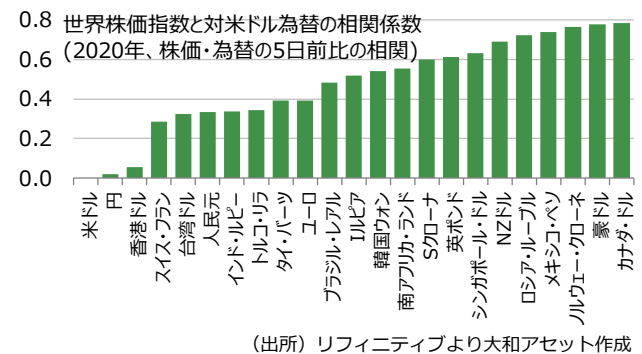
米株価・金利と米ドル円の基本関係

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。

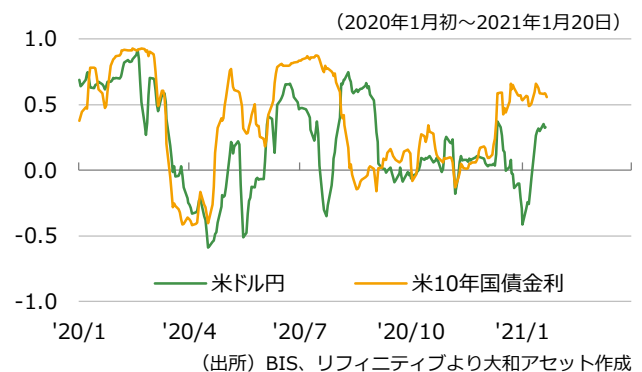
米ドル・円・他通貨の為替



世界株価と対米ドル為替の相関係数



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

2021年中にコロナ前の水準へ

新型コロナウイルスの感染第2波により2021年1-3月期に小幅なマイナス成長に転じるも、行動制限やワクチンの普及により感染が収束することで、4-6月期からプラス成長が継続すると見込む。実質GDPがコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回るのは2021年10-12月期になると予想する。通年の成長率見通しは、2021年が+4.5%、2022年が+4.0%。

感染第2波による短期的な景気下振れ

昨年9月半ばから始まった新型コロナウイルスの感染第2波は、地域によって状況が異なる格好に。アルバータ州などは先んじて新規感染者数が減少傾向になったが、人口が最多のオンタリオ州は収束の目処が立たず、1月14日に行動制限が一段と強化された。これにより、経済活動は大きく制限され、短期的な景気下振れ懸念は一層高まった。もっとも、直近ではピークアウトの兆しもうかがえる。

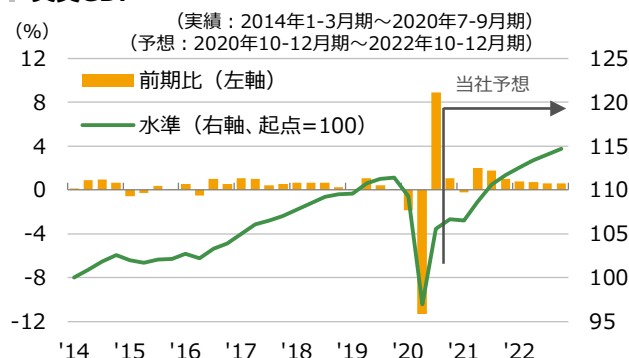
第1波とは様相が大きく異なる

Ivey PMIが再び好不況の節目である50を下回るなど、感染第2波の影響は企業の景況感にも表れた。一方、マークイット製造業PMIが統計開始以来の最高を記録するなど、製造業の景況感は良く、感染第2波の影響が比較的小さいとみられる。なお、住宅市場も好調を維持している。産業問わず大きな打撃を被った第1波の時とは状況が大きく異なり、経済全体の落ち込みは抑制されよう。

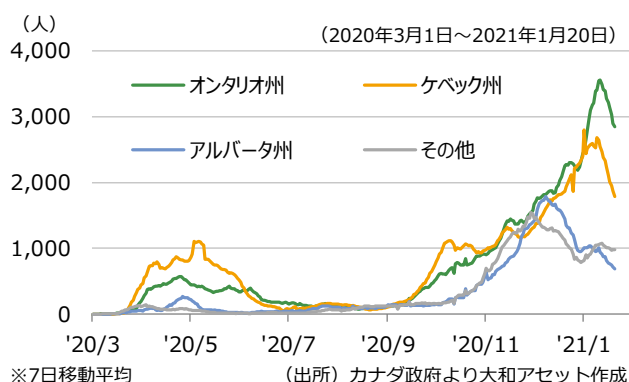
ワクチン普及による中期的な景気上振れ

昨年12月に新型コロナウイルスワクチンの接種が始まり、1月20日時点で69万人（人口比1.8%）が受けた。政府は人口を大幅に上回る数のワクチンを契約済みであり、年内に全国民に行き渡る計画。7-9月期中には集団免疫の獲得を想定できるため、中期的な景気見通しは明るくなっている。ワクチンの普及状況により景気回復ペースが前後する可能性が高いため、この動向を注視する必要があるとみられる。

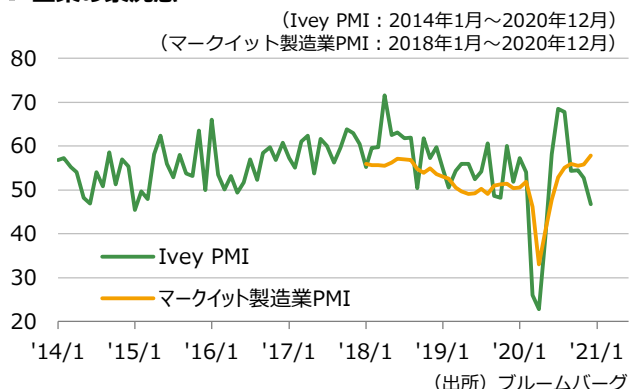
実質GDP



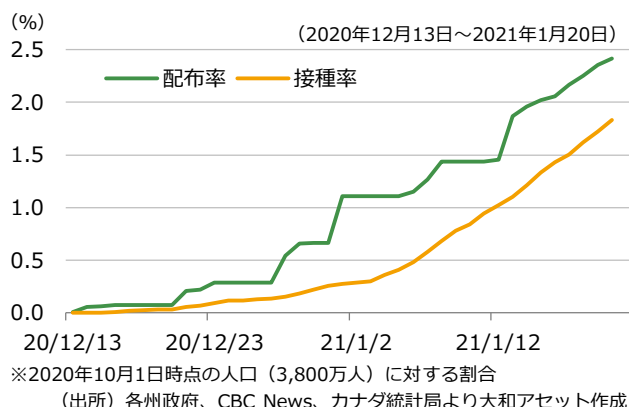
新型コロナウイルスの新規感染者数



企業の景況感



新型コロナウイルスワクチンの普及状況





債券・金利

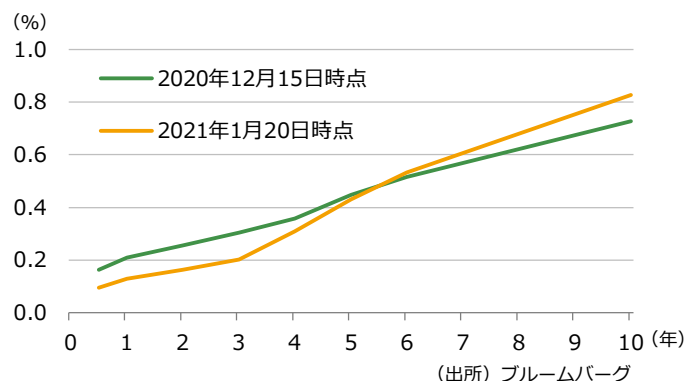
ツイストスティープ化

この1カ月でカナダ国債のイールドカーブはツイストスティープ化（短期金利が低下・長期金利が上昇）した。新型コロナウイルスの感染第2波による目先の景気下振れ懸念が早期の金融正常化期待を後退させた一方で、ワクチン普及への期待や米長期金利の上昇が反映された格好。なお、政策金利の0.1%への引き下げは、先月より実現可能性が高まったと言えるが、依然としてリスクシナリオ。

長期金利は緩やかな上昇へ

カナダ銀行は政策金利に係るフォワード・ガイダンスを「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」としており、少なくとも2022年末までに利上げが実施されることはないと予想する。それでも、量的緩和の縮小や2023年以降の利上げを織り込むことで、長期金利は緩やかに上昇すると見込む。

国債イールドカーブ



政策金利と10年国債利回り



為替

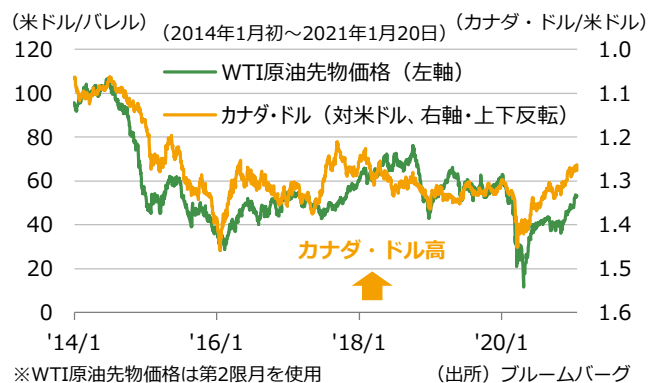
対米ドルでは横ばい予想

原油価格の上昇や全般的な米ドル安進行などを背景に、カナダ・ドルは対米ドルで2019年以降、節目として意識されていた1.3カナダ・ドルをカナダ・ドル高方向に抜けた。当社は、原油価格の先行きに慎重な見方をしており、カナダ・ドルの下落要因になり得る。一方、米国よりもカナダの方が量的緩和の終了が早まる可能性が高いことが、カナダ・ドルのサポート要因になると期待される。

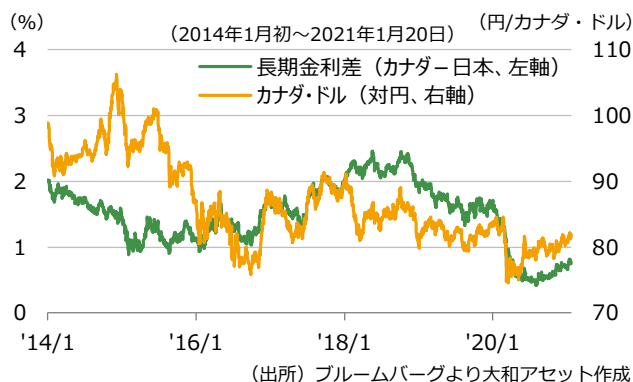
対円では上昇予想

カナダ・ドル円は、カナダと日本の長期金利差と同方向に動くことが多い。今年・来年と、カナダの長期金利が緩やかに上昇する一方で、日本の長期金利は横ばい圏で推移する公算が大きく、長期金利差の拡大がカナダ・ドル円の上昇につながる期待が高い。カナダ・ドル円は、85円に向けて緩やかに水準を切り上げる展開を予想する。

原油価格とカナダ・ドルの対米ドルレート



加日長期金利差とカナダ・ドルの対円レート



経済

2021年中にコロナ前の水準へ

雇用維持給付金制度などの政策が3月に打ち切られることで、2021年4-6月期にかけて成長率は鈍化すると見込む。それでも、新型コロナウイルスワクチンの普及に伴い行動制限が一段と緩和されることで、年後半に成長率が再加速し、2021年10-12月期に実質GDPがコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ると予想する。通年の成長率見通しは、2021年が+3.2%、2022年が+3.1%。

企業・家計のセンチメントは良好

新型コロナウイルスの感染第2波の収束やワクチン普及への期待などを背景に、企業・家計のセンチメントが顕著に改善。12月にシドニーでクラスターが発生し一時的に行動制限が課されたため、ウエストバック消費者信頼感指数は直近でわずかに低下。それでもなお高水準を維持しており、その後は感染も抑制されている。良好なセンチメントが雇用の促進や個人消費などの実体経済に波及しよう。

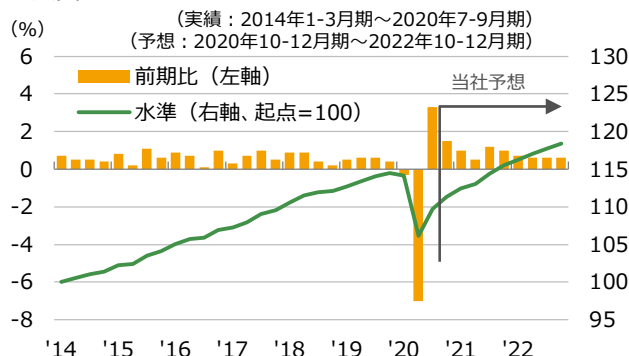
労働市場の回復期待

失業率の先行指標であるANZ求人広告件数は、直近でコロナ前を上回る水準まで増加。一方、雇用者数は増加基調で推移しているが、労働参加率の回復が急であったため、失業率の改善はもたついている。労働参加率はすでに過去最高水準まで上昇しており、今後は雇用者数の増加が素直に失業率の低下につながりやすい。雇用維持給付金制度が3月に終了することによる労働市場の軟化は一時的にとどまろう。

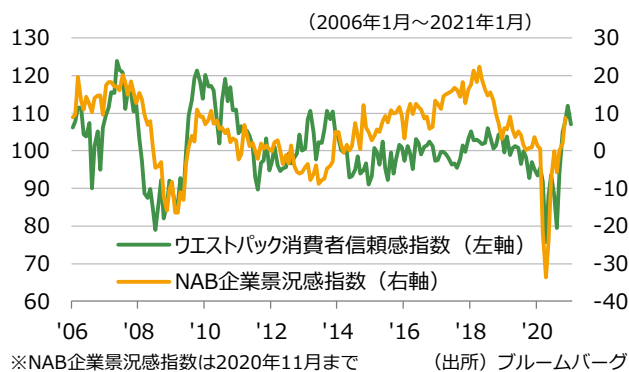
リスクは感染第3波とワクチンの遅れ

感染第2波が発生したビクトリア州の小売売上高の落ち込みが顕著だったように、豪州の比較的強力な感染抑制策は景気回復の足かせとなるため、感染第3波が発生するリスクには注意が必要。また、足元で感染が拡大している欧米諸国に比べて、豪州のワクチン普及ペースは遅れる模様である。気温が下がる年半ばまでに集団免疫を獲得できる可能性は低いため、感染第3波の発生には注意したい。

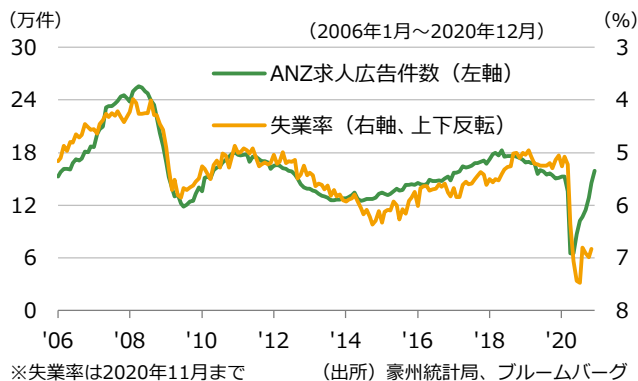
実質GDP



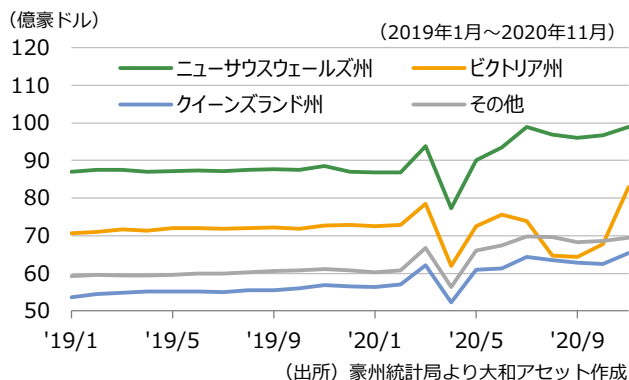
消費者信頼感指数と企業景況感指数



求人広告件数と失業率



小売売上高





債券・金利

政策金利は横ばいも長期金利は小幅上昇

RBAは政策金利に係るフォワード・ガイダンスを「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」としており、利上げのハードルは相当に高い。少なくとも2022年末までに利上げが実施されることはないと予想する。それでも、米長期金利の上昇に連動して、また2023年以降の利上げを織り込むことで、長期金利は緩やかに上昇すると見込む。

量的緩和は他国をにらみながら調整へ

量的緩和は、豪長期金利の先進国内での相対的な高さが通貨高につながることを抑制するために、昨年11月に導入された。そのため、量的緩和の縮小や終了は、自国経済のみならず、主に米国との長期金利差にも依存するだろう。少なくとも新型コロナウイルス問題の解決が確信できるまでは、豪州の長期金利は米国から大きく乖離しない可能性が高い。

為替

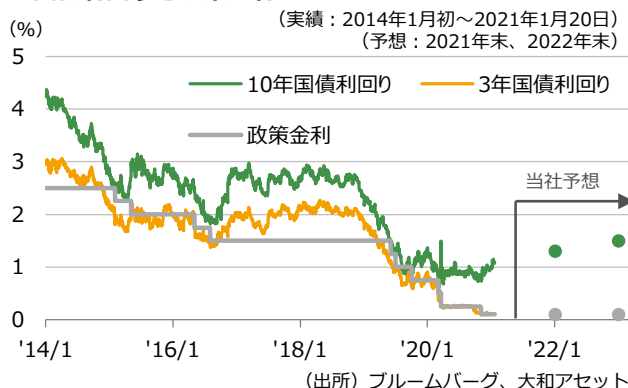
豪ドルは堅調に推移

昨年11月にRBAは追加緩和パッケージを発表したが、豪州の景気回復期待、世界経済の復調を織り込んだ資源価格の上昇などを背景に、豪ドルは堅調に推移。今後も相対的な財政・経済の安定性、金融正常化期待、経常黒字基調の継続などは豪ドルの上昇要因として作用するだろう。豪ドルは、2022年末までに対米ドルで0.8米ドル、対円で85円を回復すると予想する。

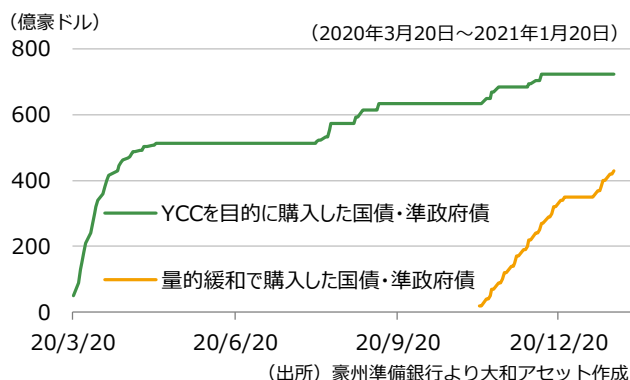
リスクオフの下落は押し目買いの好機に

短期的な豪ドルの下落リスクは、中国との更なる関係悪化、資源価格の反落、米政治の混乱等による市場センチメントの悪化、国内での新型コロナウイルス第3波の発生などが挙げられる。中国との関係悪化はその内容を見極める必要があるものの、その他の要因は豪ドルの中長期的な上昇トレンドを壊すものにはならず、押し目買いの好機になると見込む。

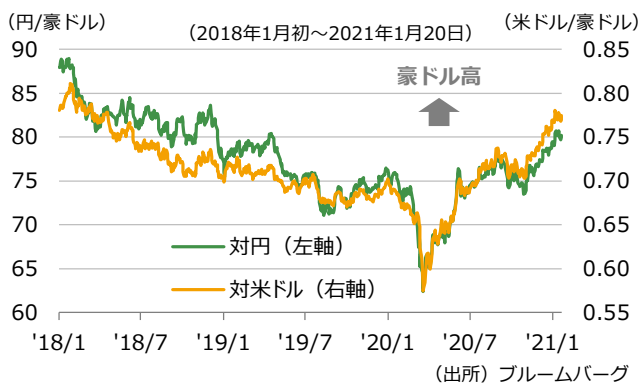
国債利回りと政策金利



RBAによる国債・準政府債の購入額（累積）



豪ドルの対円・対米ドルレート



鉄鉱石価格と銅価格





経済

2021年上半期は10%以上の成長へ

10-12月期実質GDP成長率は、7-9月期の前年同期比+4.9%から同+6.5%へ加速し、コロナショック前の水準を超え、「V」字回復を果たした。12月には新型コロナウイルスの散発的な感染拡大や電力不足などの問題が発生したが、今までのけん引役の生産・投資の前年同月比伸び率は依然として高水準を維持。一方で、旧正月を控える中での散発的な感染拡大は、一時的に消費を抑制する可能性がある。

高い貯蓄率がコロナ禍の乗り越えに寄与

国内総貯蓄のGDP比でみた貯蓄率をみると、中国の貯蓄率は一貫して高いが、家計の貯蓄率が高いとされている。コロナショック後は、政府の現金給付がほとんどなかったにもかかわらず、多くの家計がコロナ禍を乗り越えられた要因の一つと考えられる。可処分所得の低下が消費の回復を抑制するとの懸念を幾分和らげると期待される。

株式

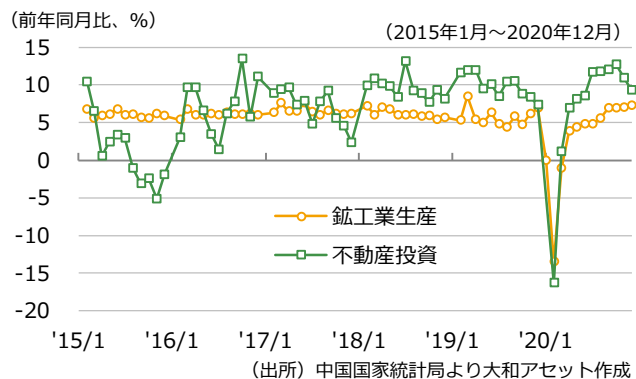
上昇余地は依然として大きい

MSCI中国指数は2年連続で年間上昇幅が20%を超えたが、割高という指摘は多くない。米国の新政権の発足を受け、米中摩擦のピークアウトへの期待は強い。力強い景気回復を伴う一段の業績回復、株式市場の健全化改革、緩和的な金融環境等が支えとなり、上昇余地は依然大きいと予想。トランプ前政権による軍関連企業への投資禁止の影響は限定的。

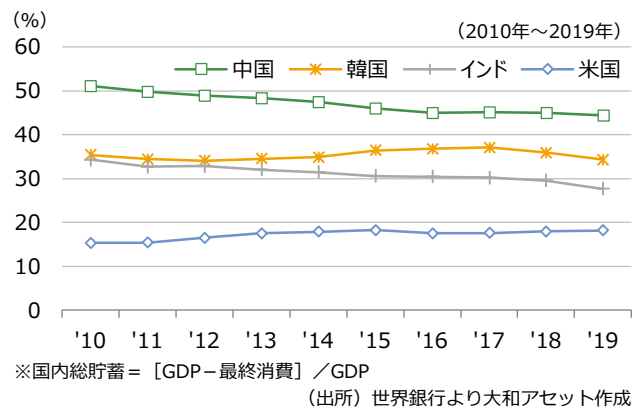
金融面での米中間の相互依存は依然強い

2020年には、米中摩擦が貿易面から文化や安全保障等の分野に波及したが、金融面では相互依存が強まる一年となった。米株式市場でのIPOによる中国企業の資金調達額は2014年以降の最高となり、ゴールドマンサックス等米金融機関も中国での事業拡大に動き出しているなど、米中摩擦が緩やかながら中長期には改善に向かうとの期待を含ませている。

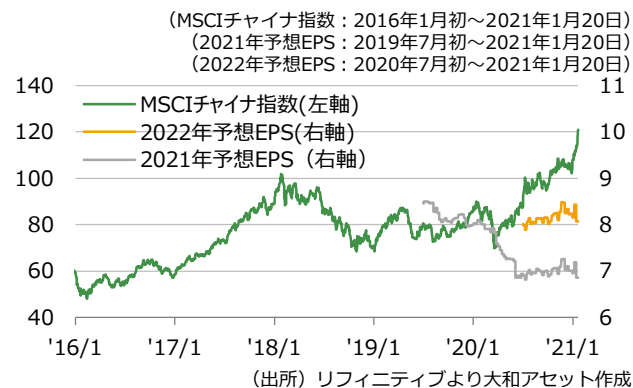
投資・生産の回復状況



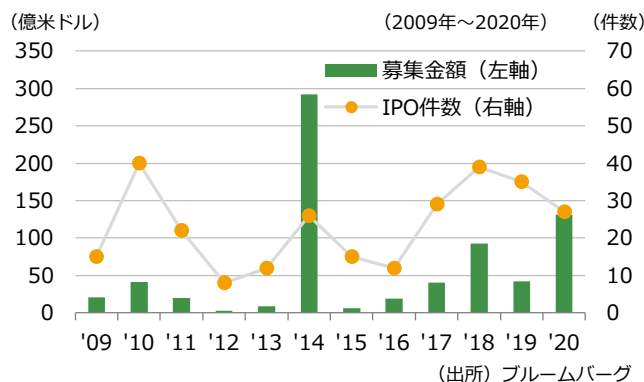
国内総貯蓄の比較



株価指数およびEPSの推移



米国株式市場での中国企業のIPO





債券・金利

2021年の金融環境は2019年より緩和的

2020年12月の社会融資総量の前年同月比伸び率は、11月の+13.6%から+13.3%へやや大きく低下。中銀の金融正常化方針の提示から約半年経ってようやく顕著な減速が確認されたことで、金融正常化のペースが緩慢なものにとどまることが示された。金融環境は2019年より緩和的で、高い経済成長と証券市場のセンチメントを支えよう。

海外からの資金流入が再加速

本土債券市場は、2020年12月の中央経済工作会議などで金融正常化のペースが緩慢であることが再確認され、金利低下に転じた。当面金利のレンジ推移を見込み、相対的に高い利回りへの投資妙味が一層高まると期待される。外国人投資家の資金流入は、2020年12月に再加速し、過去最高の7月をわずかに下回った。

為替

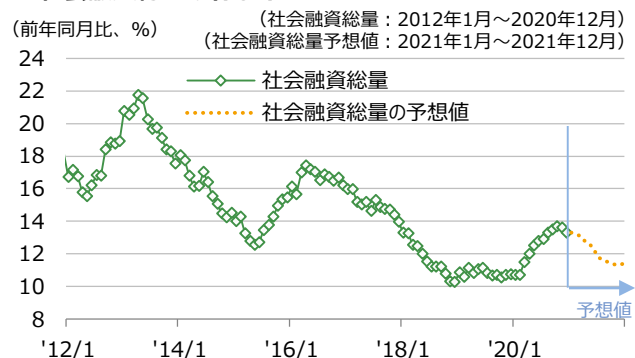
力強い上昇後も、中長期上昇余地あり

2020年5月末から12月31日まで人民元は対米ドルで約10%増価。2021年初の取引日には、節目の1米ドル=6.50人民元を上抜くなど、上昇の勢いは依然として強い。当局のスピード調整のための通貨高抑制政策が出やすいが、ファンダメンタルズは好調で、売られる場面では押し目買いのチャンスと言えよう。

月次の貿易黒字は過去最高を更新

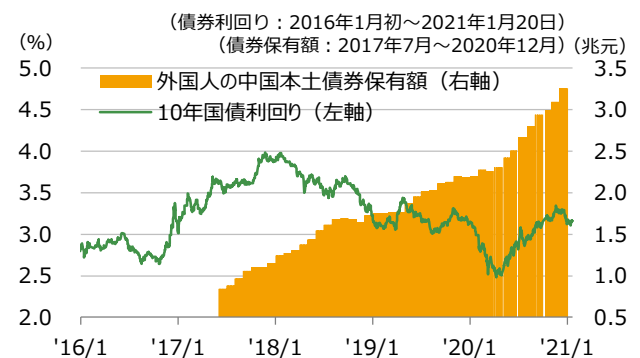
2020年12月の貿易統計は、過去最大の月次の貿易黒字を記録。コロナの感染再拡大の中では、海外のサプライチェーンの滞りやコロナ特需を受け、中国製品への依存度が高まっていたことが背景にあった。1~2月は一時的に貿易黒字が下振れしやすい傾向があるが、旧正月休暇による特殊要因が原因で、引き続き高水準の貿易黒字を見込む。

社会融資総量の伸び率



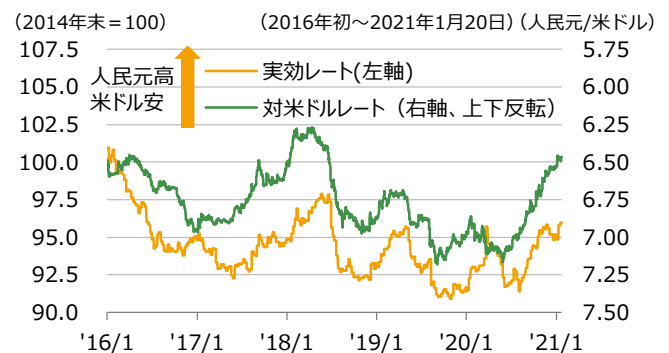
※2018年8月までの社会融資総量は、旧定義の7項目の社会融資総量に地方政府債券を加算して計算したもの。
(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

国債利回りおよび外国人の債券保有額



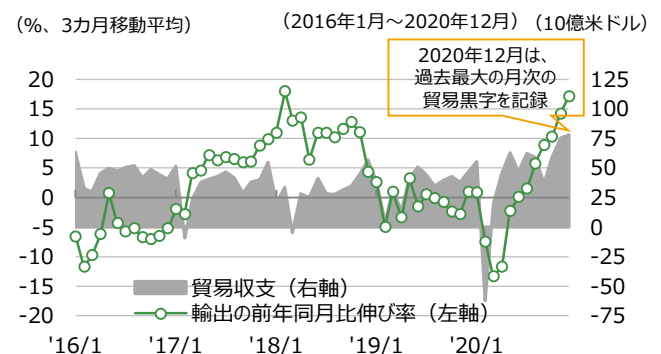
(出所) ブルームバーグ、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



(出所) CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

貿易収支の推移



(出所) 中国海関総署より大和アセット作成



経済

2021年半ばから再び成長軌道に

現金給付の終了や新型コロナウイルスの感染再拡大を背景に、2021年1-3月期に小幅なマイナス成長に転じる公算が大きい。新型コロナウイルスに係るワクチン普及の不確実性は依然として高いものの、接種が進むことによるセンチメントの改善や労働市場が回復に向かうことにより、今年後半から再び成長軌道に復すると見込む。通年の成長率見通しは、2021年が+3.0%、2022年が+2.5%。

現金給付の終了が目先の景気を下押し

新型コロナウイルス問題の対応として実施された現金給付は、昨年9月から減額され、12月で終了した。雇用者数や給与所得が前年を大きく下回る状態が続く中、昨年後半の景気回復を支えたのは、紛れもなく現金給付をはじめとした財政政策だったと言える。労働市場の回復には時間を要し、景気浮揚のドライバーを欠く中、今年前半の経済は停滞が続く公算。もし追加経済対策が決まれば上振れ要因。

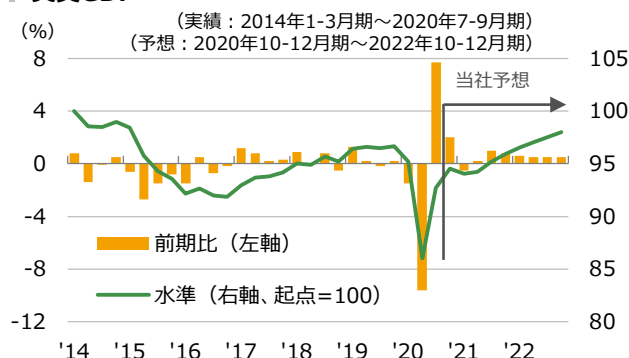
不均一な景気回復

製造業の景況感が高水準を維持している一方、サービス業や消費者の景況感は再び悪化傾向にある。サービス業は新型コロナウイルスの感染再拡大、消費者は現金給付の終了などが影響している模様。なお、部品調達滞りが自動車生産に影響を与えるなど、製造業も実体はそれほど芳しくない。それでも、新型コロナウイルスのワクチン接種が始まったことで、今後は全般的なセンチメント改善に期待したい。

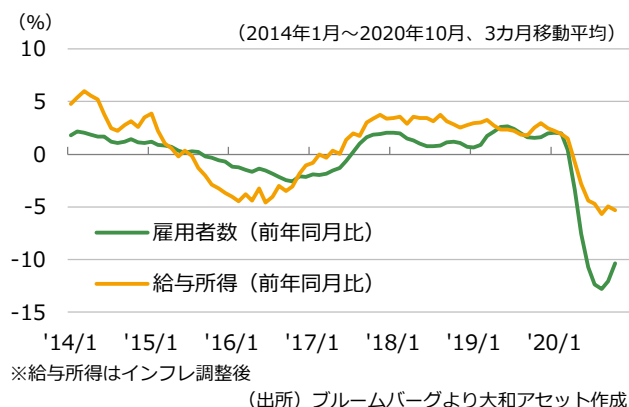
輸出制限でインフレ抑制へ

足元では国内の食料品価格の上昇を抑制するために、大豆などの輸出を制限している。需要の拡大や米国の供給不安などもあって農産物の国際価格は高騰しているが、国内価格は鎮静化の兆しがうかがえる。輸出制限は、短期的には経済の下押し要因になるが、国内のインフレ抑制が中期的な経済の押し上げ要因になり得る。また、国際的な需給ひっ迫が輸出再開時の貿易収支の改善要因として期待される。

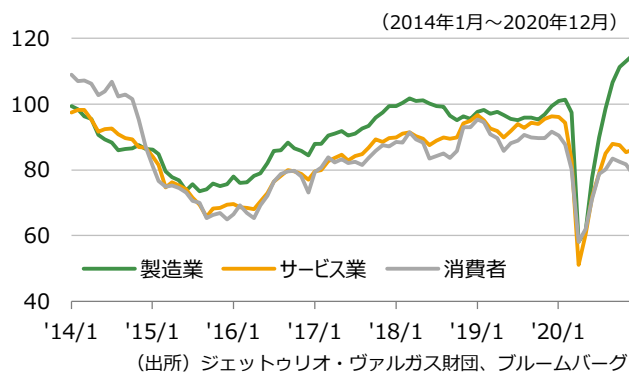
実質GDP



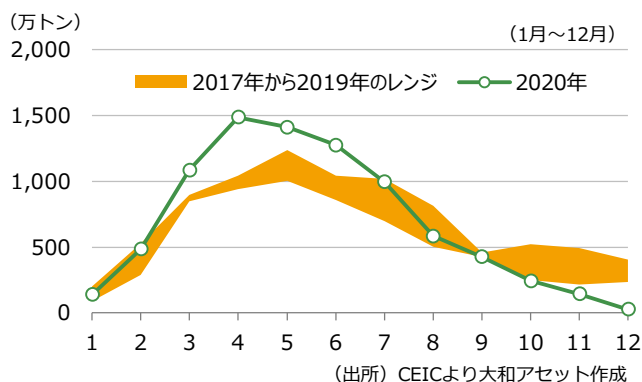
雇用者数と給与所得



FGV信頼感指数



大豆輸出量





債券・金利

供給要因による物価上昇が続く

昨年11月までインフレ率の加速に寄与していた「食品・飲料」の伸び率は直近で鈍化。一方、電力不足に伴う電気料金の引き上げにより「住居」の上昇が寄与。更に、今年春にかけては、前年の原油価格急落の裏が出る格好となり、「運輸」が寄与してインフレ率は一段と加速する見込み。しかし、いずれも供給要因による影響が大きく、ブラジル中銀に拙速な利上げを迫る内容にはなっていない。

今年後半から緩やかな利上げを予想

現金給付の終了などによる経済の停滞を乗り越え、再び回復軌道に復すると見込まれる今年後半から緩やかな利上げを進めると想定。政策金利は、2021年末が3.00%、2022年末が4.00%と予想。長期金利は、すでに利上げを織り込んでいると思われるが、更に将来の追加利上げを織り込むことで、横ばいからやや上昇すると見込む。

為替

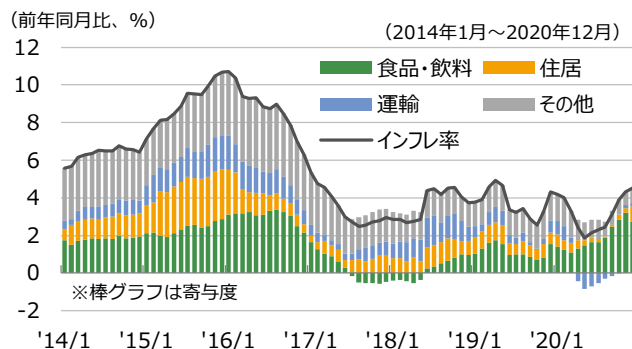
投資家心理の改善がレアル買い要因に

昨年5月以降、レアルは米ドルに対しておおむね5~6レアルの広いレンジで推移。海外投資家によるレアル売り圧力に対して、輸入の減少を主因とした経常黒字がレアルを下支えした。11月以降は、米大統領選通過による不透明感の後退や新型コロナウイルスのワクチン普及への期待、資源価格の上昇などを背景に、海外からブラジル株式市場への資金流入がレアルを押し上げる構図に変化している。

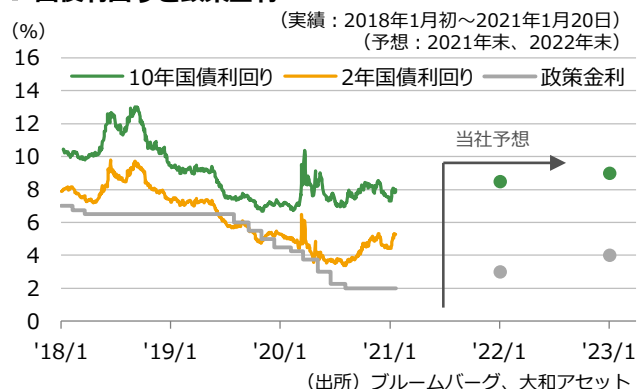
レンジ推移の継続を見込む

国内経済の回復や大量のワクチン輸入は貿易収支の悪化要因。一方、世界経済の回復や資源価格の上昇により輸出も堅調に推移し、2021年の経常収支は小幅な赤字にとどまると想定。海外からの証券投資や直接投資によるレアル買いフローに支えられ、当面は対米ドルで5~6レアルの広いレンジでの推移が継続すると見込む。

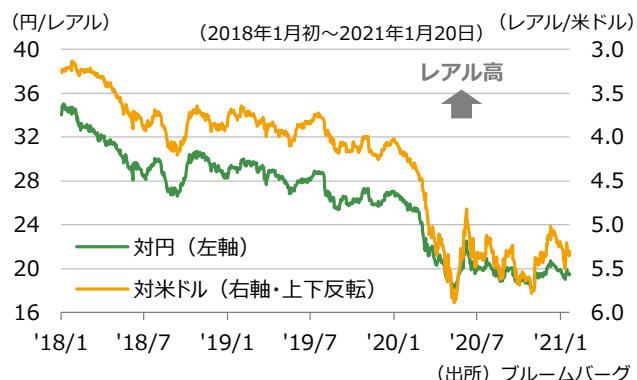
IPCAインフレ率と項目別寄与度



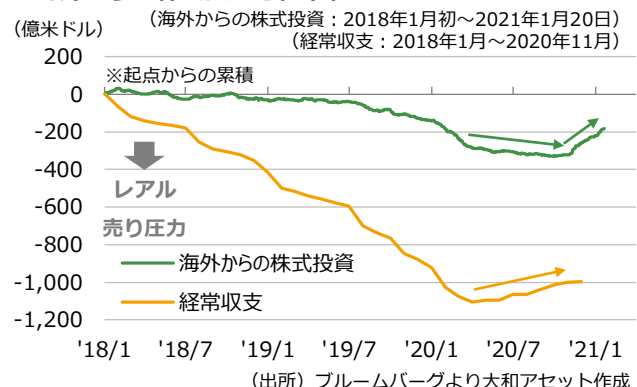
国債利回りと政策金利



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



海外からの株式投資と経常収支





経済

モビリティ指数の低下は一部の国に限定

足元の新興国における新型コロナウイルスの感染状況は、2極化が進んでいる。感染拡大ペースにおいては、ブラジル、南アフリカ等が速まる一方で、トルコ、インド等は鈍化傾向にある。モビリティ指数は、南アフリカと政治的混乱が続いているタイを除き、おおむね横ばいで、景気はおおむね回復の軌道を継続している。

インフレへの懸念は杞憂に過ぎず

トルコ、インド、ロシア等、一部国での物価上昇を受け、食品価格やコモディティ価格の上昇を懸念する声もあるが、杞憂に過ぎないとする。サプライチェーンの停滞や厳冬による食品、一部資源価格の上昇が主因。12月のインドの物価上昇率が食品価格の鈍化を受け、11月の前年同月比+6.9%から+4.6%へ低下するなど、デマンドプル型の物価上昇に関しては当面懸念する必要はないとする。

製造業PMIは、多くの国が高水準

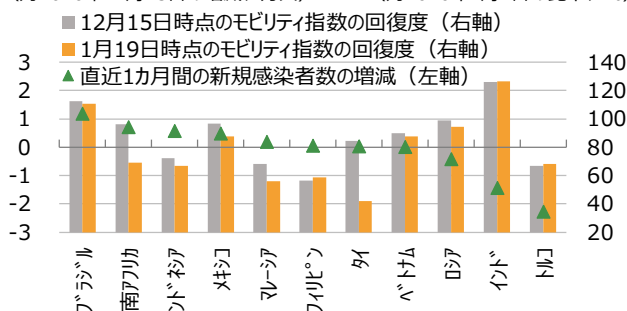
主要新興国の製造業PMIは、10月に力強い回復がおおむね一巡したが、ほとんどの国で景気判断節目の50を上回った水準で踊り場局面に入っている。先進国での感染再拡大は新興国の企業マインドの悪化につながっていない。むしろ目先は、米国の追加刺激策やワクチンの接種加速などが企業マインドの一段の改善につながると予想。

ワクチン接種は早い段階で開始

新興国のワクチン接種が早くて春頃以降に始まると観測されていたが、市場予想外に早い段階で始まり、新興国の追い風となっている。大規模な接種は年後半とみられるものの、景気回復期待の高まりに寄与しよう。また、感染再拡大に見舞われても、景気の二番底に繋がる厳しい社会移動制限を導入する可能性を低下させよう。

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

(対2020年12月15日の増減、万人) (対2020年2月1日の比率、%)

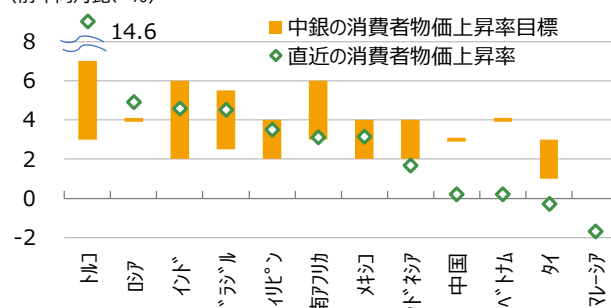


※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。

(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

(前年同月比、%)



※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、マレーシアが11月、その他は12月時点。

(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

マークイット製造業PMIの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

国	日付	接種率※	その他の状況
インド	2021/1/20	0.06%	フィリピン 2021年2月20日接種開始予定
ブラジル	2021/1/20	0.01%	インドネシア 2021年1月13日接種開始
中国	2021/1/20	1.04%	マレーシア 2021年2月末に接種開始予定
ロシア	2021/1/13	0.69%	タイ 2021年2月接種開始予定
トルコ	2021/1/20	1.25%	
ポーランド	2021/1/20	1.50%	
メキシコ	2021/1/20	0.38%	

※2回接種が必要なワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。

(出所) Our World in Dataおよび各種資料より大和アセット作成



株式

当面上昇基調を辿ると予想

新興国株式市場（MSCIベース）の2020年の騰落率は、約+15.8%に上り、好調な米S&P500指数に並ぶ上昇率を記録。特に2020年11月から直近までは、ほぼ右肩上がりの上昇を続け、約23%大幅上昇した。米国の追加景気刺激策やワクチン接種の開始等が新興国への追い風となり、当面、新興国への資金流入の勢いは強く、上昇基調を継続すると予想。

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、足元は急ピッチで上昇し、業績回復が事前予想を上回るペースで回復していることを示唆。新興国への経済見通しの上方修正がみられる中、業績回復への期待が株価を一層押し上げると期待される。

国別選別で注目されるテーマ

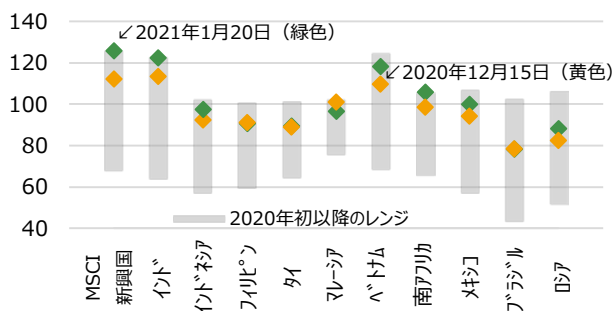
当面リスク選好の流れが続きやすく、国別選別において、買戻しに出遅れたブラジル、ロシア、インドネシアなどが買われやすいと予想。また、先進国のバリュー株が買われる場面では、バリュー株の比率の高いロシア、ブラジル、インドもつられ上昇しやすい。中期的には、政治が安定し、構造改革が進んでいるインドとインドネシア、党大会と新指導部の発足を控え政策期待の強いベトナムを強気とみる。

ベトナムへの追い風が一段と強まろう

2020年に中国よりも高い経済成長を記録したベトナムでは、株式市場も通年で14.9%上昇し、好調さが目立つ。今後も買い材料が多く、株価上昇の継続を予想。①1月の党大会で発表される新指導部に対して、政策期待が高いこと、②1月から企業法、投資法、労働法等が改正され、直接投資が加速する期待、③MSCIによる新興国指数へのアップグレード期待等を受け、株式市場への資金流入が続こう。

主要新興国の株価推移

※縦軸は、2019年末=100

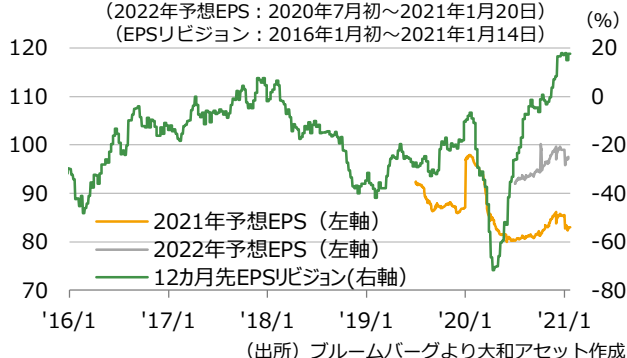


※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI新興国インデックスの業績見通し

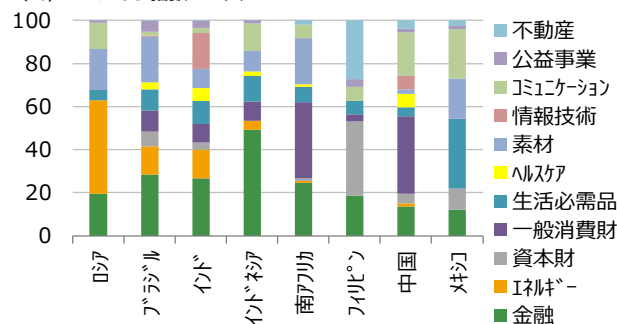
(2021年予想EPS: 2019年初～2021年1月20日)
(2022年予想EPS: 2020年7月初～2021年1月20日)
(EPSリビジョン: 2016年1月初～2021年1月14日)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

各国のバリューセクターの比率

※MSCI指数ベース



※2020年12月15日時点

(出所) MSCIより大和アセット作成

ベトナムのVN指数の推移

(2016年初～2021年1月20日)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

2020年は好調なパフォーマンスを記録

2020年の新興国現地通貨建て国債市場（GBI-EM 指数ベース）の上昇率は約7.5%。主要先進国の大幅金融緩和の恩恵を受け、政策金利の大幅引き下げ、長期金利の低下が進んだ。今後は、利下げの一段の全般的な金利低下は難しいだろう。一方、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が流入し、金利上昇も抑制されよう。

米金利上昇局面では、多くの国が小動き

1月の米金利上昇の局面では、大幅金利上昇で反応した国は限定的。かつての「ブラジイル・ファイブ」の中で、経常収支の改善が鈍いトルコ、ブラジル、インドネシア等に限る。2021年通年の米金利上昇も限定的とみられ、新興国債券市場を取り巻く環境は引き続き良好で、実質金利の高いインドネシア等には押し目買いが入りやすいと予想。

リート

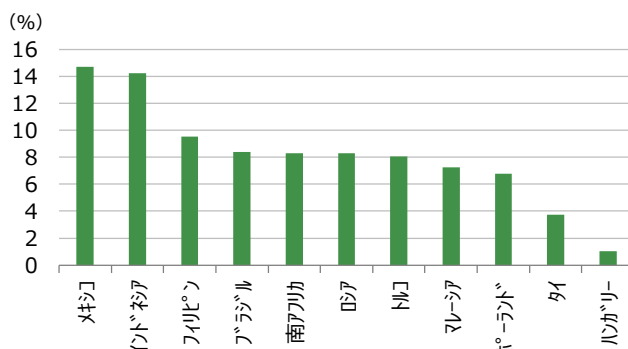
日常への回帰継続、個人消費も回復傾向

アジア・オセアニアの国や地域では、一部で感染拡大も見られるが、おおむね新型コロナウイルスの感染拡大は落ち着いている。政府の補助政策などを背景に個人消費は回復傾向となっており、商業施設リートなどにはポジティブ。一方でオフィスへの出社には未だ慎重な国が多く、本格的な業績回復のためにも、各国でのワクチンの普及が待たれる。

長期金利は上昇

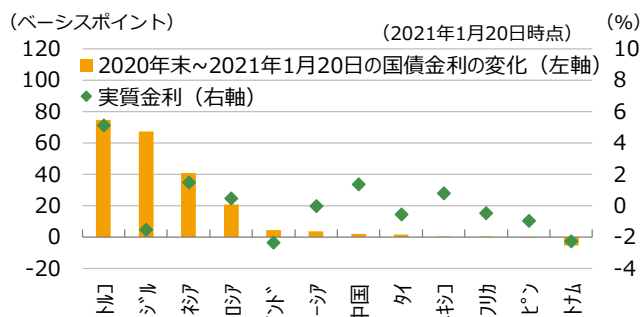
長期金利については、米国の上昇につられる形で多くの国で上昇した。ただ社債の信用スプレッドは低位で推移しており、リーートの負債調達環境としては良好な状況が継続している。長期金利については、大幅な上昇がなければリート業績への影響は軽微だが、投資家心理にはネガティブに働くものと思われ、動向には注意を払いたい。

新興国国債市場の2020年のトータルリターン



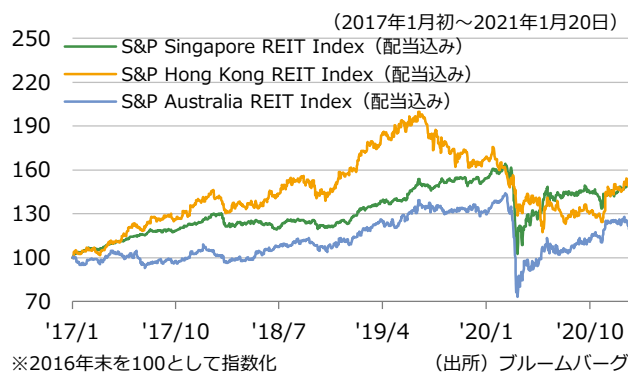
※現地通貨建て債券指数のリターンを計算したもの
(出所) JP Morganより大和アセット作成

主要新興国の実質金利および米金利上昇局面での動き



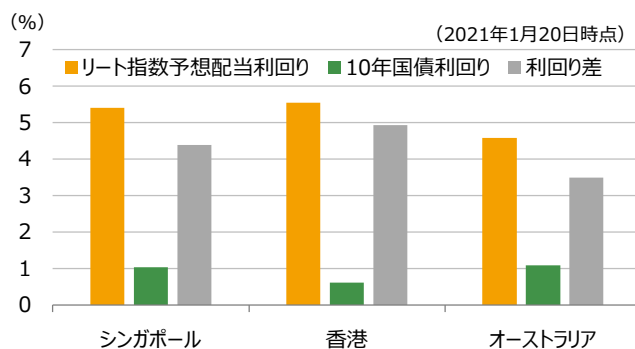
※実質金利=政策金利-2021年CPI上昇率予想 ※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年、その他は現地通貨建て10年国債利回り掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

割安感の後退や通貨高抑制策が重し

直近1カ月では、11月入り以降の全面的な対米ドルでの通貨上昇が一巡し、個別のトルコ、ブラジルを除き、おおむね踊り場の局面にある。今後は、米ドル安や中国人民元の上昇が追い風となり、新興国通貨は上昇基調を継続すると見込む。ただし、輸出支援などを目的に、自国通貨の売り介入等通貨高抑制策を取るインド、タイ、マレーシア、ベトナムなどは、上昇幅が限定的になる可能性がある。

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、米大統領選挙を皮切りに11月以降は新興国へ資金流入に転じた。特に、MSCI新興国株価指数の国別割合で上位を占める中国、インド、ブラジル等の株式市場への資金流入が目立つ。今後も中期的な米ドル安や新興国株高等の期待を背景に、海外資金が新興国へ流入し続けよう。

コロナ禍にも関わらず、対外収支は改善

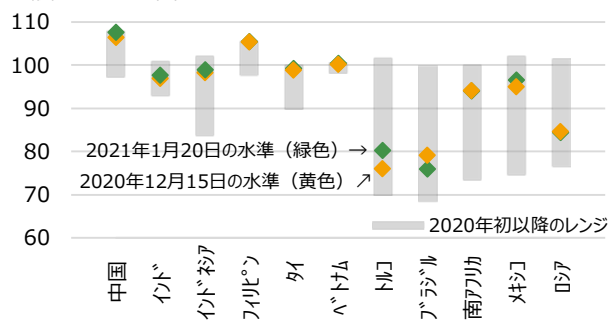
リーマンショックを上回る資金流出に見舞われたにも関わらず、主要新興国の通貨が2020年に急速に回復できた背景には、経常収支の回復によるファンダメンタルズの改善がある。トルコを除き、ほとんどの主要新興国は経常収支が改善し、観光収入の減少が顕著なタイにおいても、おおむね高水準を維持。経常収支改善を受け、新興国の固有な構造問題への懸念は薄まりつつある。

為替操作国の認定の影響

2020年12月16日に発表された米国財務省の「為替報告書」では、新興国の中でベトナムが為替操作国に認定された。ただし、2021年1月に米通商代表部が制裁関税の実施を見送ったことを受け、米越貿易摩擦に発展する可能性は低い。一方で、ベトナム当局が緩やかな通貨高を容認する可能性が浮上。その他為替介入を強めていた国をけん制する働きになり、アジア通貨の上昇余地をやや拡大しよう。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

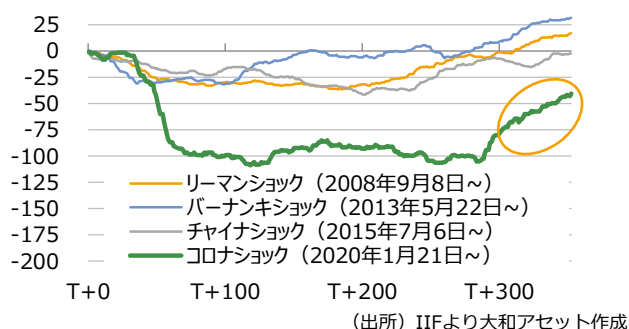
※縦軸は、2019年末=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の資金流入の状況（株+債券、累積ベース）

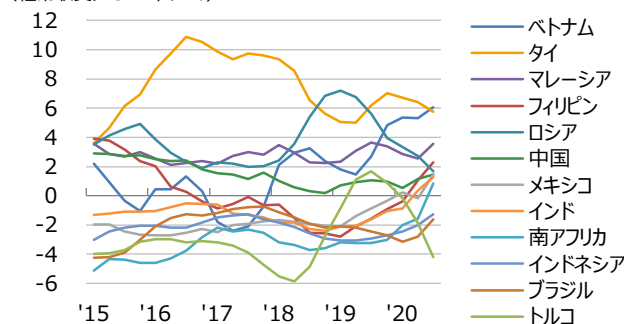
(10億米ドル) (コロナショック：2020年1月21日～2021年1月19日)



(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP率、%) (2015年1-3月期～2020年7-9月期)



※4四半期の移動平均を計算したもの。

(出所) CEICより大和アセット作成

米国財務省の為替報告書の公表内容

国	対米貿易黒字 (億米ドル)	経常収支 (対GDP比)	為替介入額 (対GDP比)
中国	3,100	1.1%	▲0.1%
メキシコ	960	▲0.2%	0.0%
ベトナム	580	4.6%	5.1%
マレーシア	290	2.5%	1.1%
タイ	220	6.3%	1.8%
インド	220	0.4%	2.4%
ブラジル	▲130	▲2.8	▲2.3%

(出所) 米国財務省2020年12月為替報告書



原油

サウジアラビアの自主減産で価格上振れ

サウジアラビアが2月と3月に自主的に追加で日量100万バレル減産すると表明し、WTI原油先物価格（第1限月）はレンジの上限と想定していた50米ドル/バレルを上抜け。ただし、OPECプラス会合ではロシアとカザフスタンのみ2月からの増産が認められるなど、足並みが崩れ始めている。足元の原油価格は当面の需要回復を織り込んだ水準にあると考えられ、年内に40米ドル台への揺り戻しを予想。

在庫の減少は織り込み済み

原油価格は原油在庫との連動性が高い。EIAによるOECD加盟国の商業用原油在庫の見通しに基づけば、直近の原油価格は当面の在庫減少を織り込んだ水準にあると解釈できる。当然ながら、新型コロナウイルスワクチンの順調な普及により需要の回復が想定以上に早まることや地政学リスクの高まりによる供給障害などは、一時的にせよ在庫の減少（価格の上振れ）要因となる。

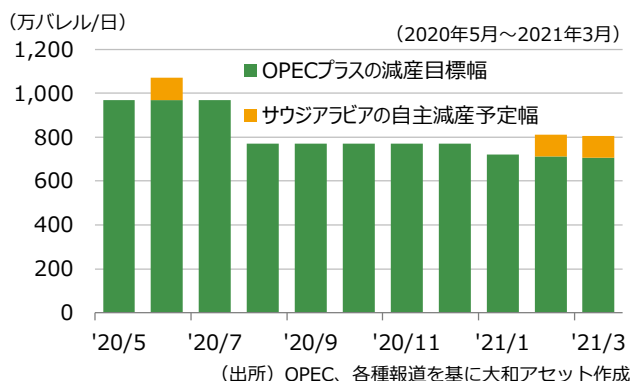
減産免除国の動向を注視

OPEC加盟国で協調減産を免除されているリビアにおいて、政治リスクが後退し、産油量が日量100万バレル超増加したが、更なる増産余地は乏しい模様。一方、イラン情勢には注視が必要。米国がイラン核合意への復帰を果たすのであれば、イラン産原油も市場に戻ってくることになる。イランの増産ペースをめぐり、OPECプラスが紛糾する可能性が高く、市場の波乱要因になり得る。

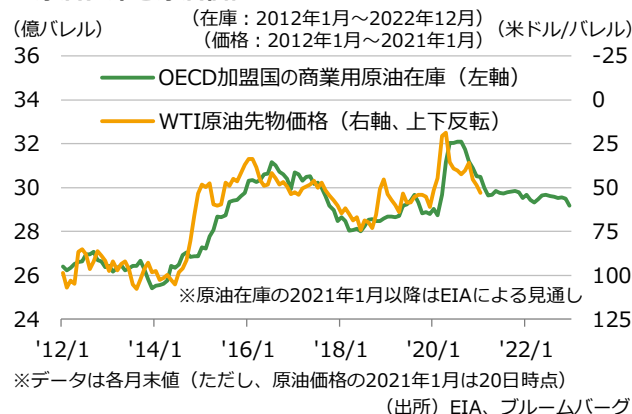
米国の産油量は緩やかな増加へ

過去数カ月、米国の産油量は日量1,100万バレル程度で安定。リグの稼働数は昨年8月を底に増加しており、EIAによると2022年にかけて産油量も緩やかに回復する見通し。昨年春の原油価格急落でシェール企業の淘汰・再編が進み、全体の損益分岐点が切り下がったため、現状の価格水準でも増産は可能。ただし、環境規制を警戒した設備投資の遅れなどは産油量の下振れ（価格の上振れ）リスクに。

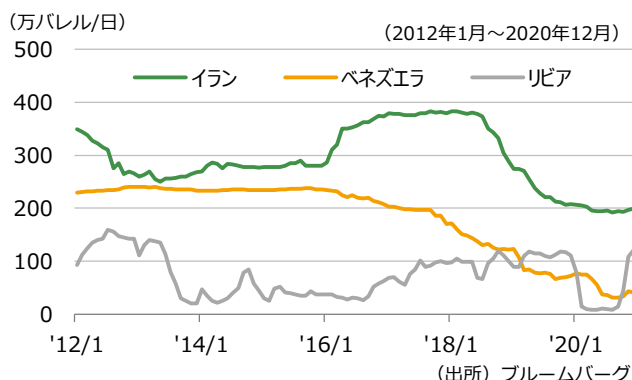
OPECプラスの協調減産



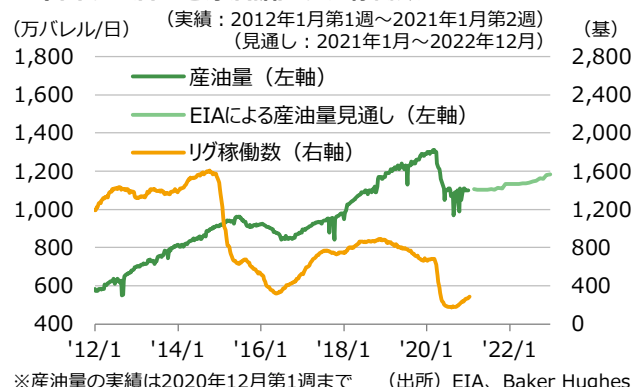
原油在庫と原油価格



イラン・ベネズエラ・リビアの産油量



米国の産油量と原油掘削リグ稼働数





金

金融正常化と通貨価値低下の綱引き

金価格は米国の実質金利と逆相関の関係にあり、昨年8月以降の金価格の調整は、同期間の実質金利の下げ止まりと整合的。当社は、今年・来年と米長期金利の上昇に沿って実質金利も緩やかに上昇すると想定しており、金価格の重荷になると考えられる。一方、拡張的な財政政策が続くことによる通貨価値の相対的な低下や実需の回復が支えとなり、金価格は高値圏での推移が続くと見込む。

追加経済対策と経済正常化の時間軸

米政府の追加経済対策によりマネーサプライは一段と増加することが見込まれ、通貨価値の相対的な低下をもたらす。また、引き続き経済活動が制限される中では、金融市場に向かう資金も増え、投資需要の観点からも金価格の押し上げ要因になり得る。一方、経済が正常化すると、マネーサプライの伸びが鈍化し、更に資金が金融市場から実体経済に流れる可能性が高まる点には注意したい。

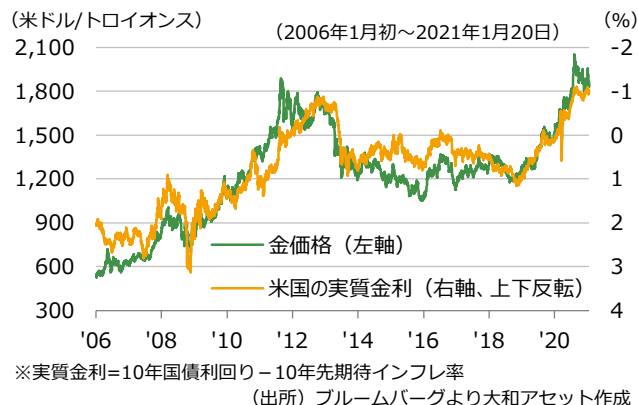
ETFへの資金流入を注視

金の投資需要を計る上では、日次で公表される金ETFの残高が参考になる。グラフの通り金ETFの残高は金価格とトレンドが合致する。低下余地が限られる米国の実質金利との連動性を超越し、金価格が高値を更新するためには、金ETFへの資金流入が再び活発化する必要がある。米政府の追加経済対策（実質的な現金給付など）が金ETFの残高拡大につながるかは、金相場を見通すためにも重要になる。

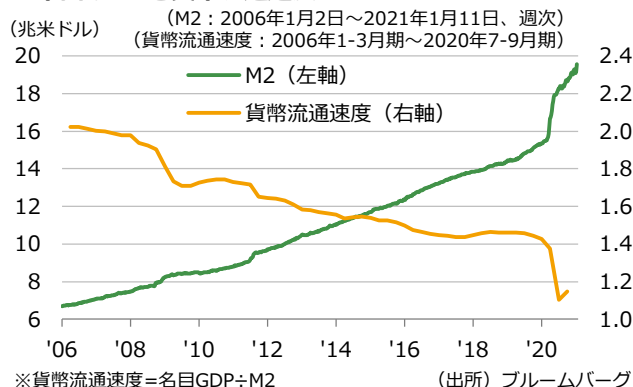
実需の回復が下支え要因

コロナショックの発生した昨年春や金価格が最高値を付けた同年8月ごろは、中国やインドの現地価格が国際価格に比べて大幅に割安で取引される場面があった。しかし、足元ではそのスプレッドが縮小している。これは、金の国際価格が下落したことが影響しているだけでなく、現地の実需が回復に向かっていることを示唆する。世界経済が回復に向かう2021年は実需による買い支えが期待される。

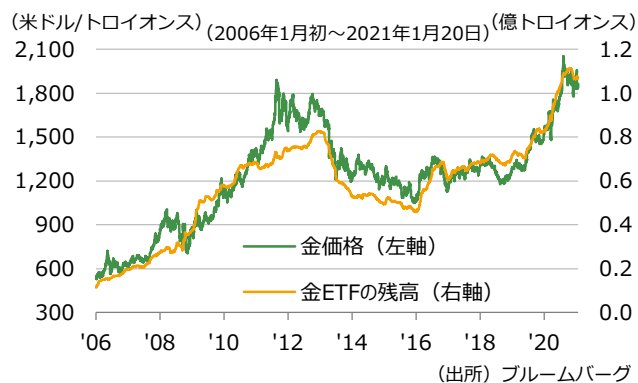
金価格と米国の実質金利



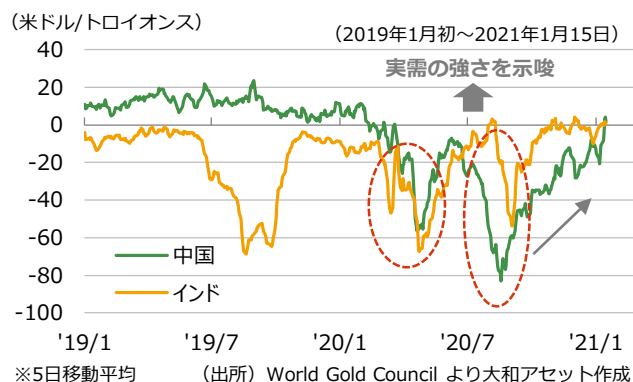
米国のM2と貨幣流通速度



金価格と金ETFの残高



金の現地価格と国際価格のスプレッド



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
新型コロナウイルス問題の早期収束	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。
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。
厳格な都市封鎖を再び実施	小	大	大	一定程度の政府支援は見込まれるが、企業倒産、失業の増加を免れず、世界的に不況が長期化する。当面の需要が消失するだけでなく、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、先進国の長期金利は軒並みマイナスに。新興国でも景気低迷が長期化し、政府および民間部門の返済能力や米ドル不足などの脆弱性が露呈。株、債券、為替等、金融資産が全般的に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。
米国の長期金利の大幅な上昇	小	大	中	効果的なワクチンの普及や経済対策を受けた景気上振れ期待、民主党政権下での大規模な財政政策に伴う国債の増発、商品市況の上昇等を受けたインフレ期待の高まりなど、金利上昇要因がくすぶるなか、FRB高官が量的緩和の縮小に不用意に言及すれば、2013年に見られた様な長期金利の大幅な上昇が生じる可能性を否めず。その場合、新興国市場の初動としては、一時的な資金流出に見舞われ、株・債券・為替がともに売られよう。ただし、リーマンショック時より外貨準備の積み上げ等、セーフティネットが進んだことや、米刺激策による景気回復期待等が支えとなり、買戻しも進みやすい。米金利上昇は米ドル高に働くが、リスクオフを誘発した場合は米ドル高のほかに円高も招きやすい。先進国株式市場は実質金利の低さがバリュエーションを切り上げていた側面があることは否めず、金利の急速かつ大幅上昇はバリュエーションの修正が意識され易く、株価にはネガティブに働こう。
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残る。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。米中両政府の報復合戦を受け質への逃避や景気押し下げ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		1/20	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-1.50	-1.25
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	-1.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.65	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.30	-0.30
ブラジル	セリック・レート	2.00%	0.00	-2.50	-5.00
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.40
インド	レポ金利	4.00%	0.00	-1.15	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.75%	0.00	-1.25	-0.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.25%	0.00	-3.00	-3.00
ロシア	1週間物入札レポ金利	4.25%	0.00	-2.00	-3.50
トルコ	1週間物レポ金利	17.00%	2.00	5.75	9.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		1/20	1カ月	1年	3年
米国		1.08%	0.13	-0.74	-1.58
ドイツ		-0.53%	0.04	-0.31	-1.10
日本		0.05%	0.04	0.04	-0.04
カナダ		0.83%	0.08	-0.74	-1.41
豪州		1.09%	0.10	-0.09	-1.78
中国		3.16%	-0.14	0.10	-0.82
ブラジル		8.00%	0.42	0.82	-2.27
英国		0.30%	0.05	-0.35	-1.04
インド		5.92%	0.01	-0.73	-1.38
インドネシア		6.29%	0.31	-0.52	0.09
メキシコ		5.55%	0.01	-1.31	-2.03
ロシア		6.46%	0.27	0.21	-1.01
トルコ		13.02%	0.61	2.38	1.18

		直近値	期間別変化率		
株価指数		1/20	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	31,188	3.3%	6.3%	19.6%
	S&P500	3,852	3.8%	15.7%	37.1%
ユーロ圏	STOXX 50	3,624	2.2%	-4.6%	-0.7%
日本	日経平均株価	28,523	6.6%	18.4%	19.8%
	TOPIX	1,850	3.1%	6.0%	-2.1%
中国	MSCI中国	121.66	13.7%	35.9%	24.3%
インド	MSCIインド	1,677	6.5%	20.5%	28.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,093	4.5%	-3.7%	-6.8%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,135	6.3%	15.9%	6.8%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		1/20	1カ月	1年	3年
米ドル		103.54	0.2%	-6.0%	-6.5%
ユーロ		125.35	-1.0%	2.5%	-7.5%
カナダ・ドル		81.95	1.5%	-3.0%	-7.5%
豪ドル		80.21	1.8%	5.9%	-9.4%
人民元		16.02	1.1%	-0.1%	-7.4%
ブラジル・レアル		19.51	-3.7%	-25.9%	-43.7%
英ポンド		141.39	1.2%	-1.4%	-7.9%
インド・ルピー		1.42	0.9%	-8.5%	-18.3%
インドネシア・ルピア		0.74	0.8%	-8.7%	-11.3%
フィリピン・ペソ		2.16	0.3%	-0.1%	-0.9%
ベトナム・ドン		0.45	0.4%	-5.7%	-8.1%
メキシコ・ペソ		5.28	2.0%	-10.5%	-11.1%
ロシア・ルーブル		1.41	0.2%	-21.2%	-27.9%
トルコ・リラ		13.95	3.0%	-25.1%	-52.1%

		直近値	期間別変化率		
リート		1/20	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	18,778	3.1%	-8.7%	17.9%
日本	東証REIT指数	1,790	4.3%	-17.5%	2.8%

		直近値	期間別変化率		
商品		1/20	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	53.24	8.4%	-9.1%	-16.0%
金	COMEX金先物価格	1,867	-1.0%	19.6%	40.0%

※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



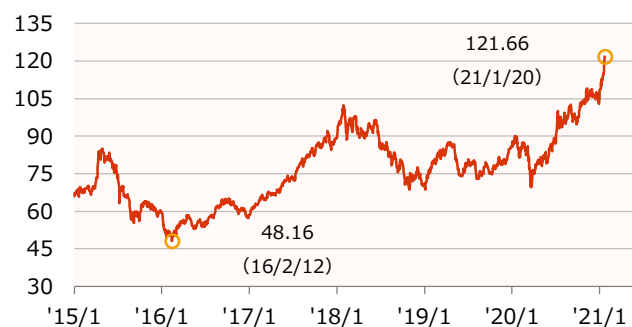
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



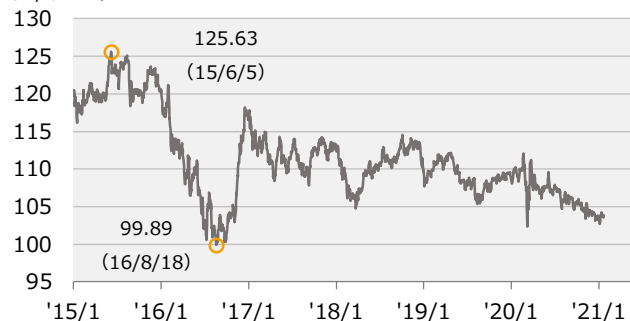
※グラフの期間は2015年1月初～2021年1月20日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

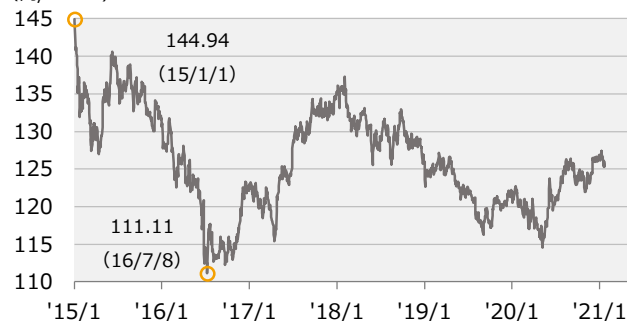
米ドル

(円/米ドル)



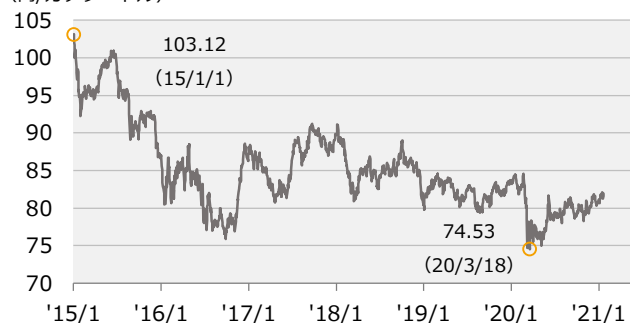
ユーロ

(円/ユーロ)



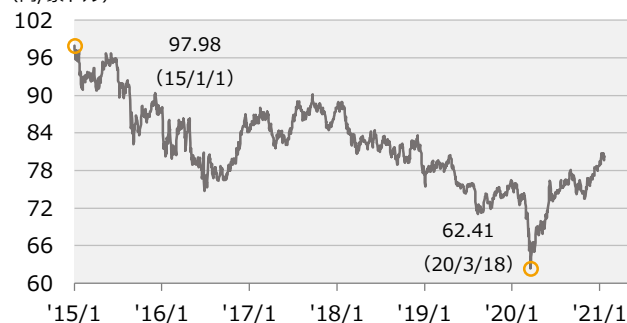
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



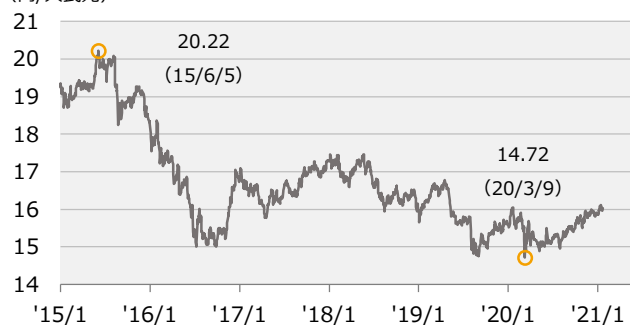
豪ドル

(円/豪ドル)



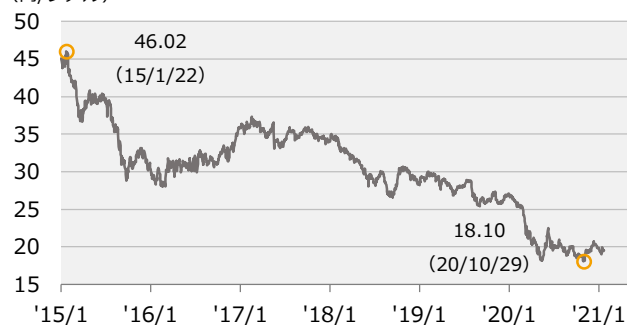
中国人民幣

(円/人民幣)



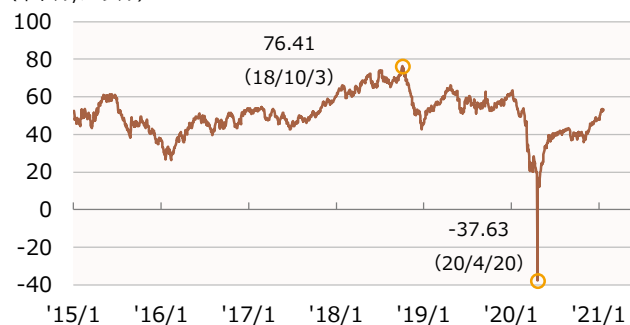
ブラジル・レアル

(円/レアル)



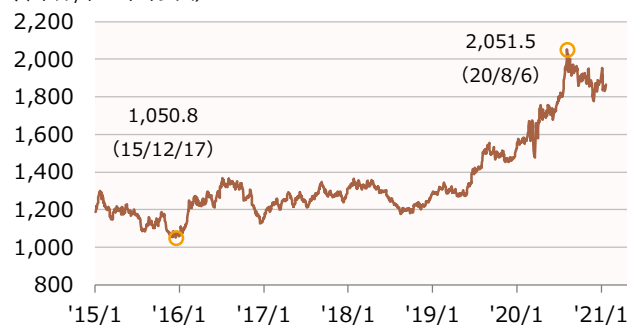
WTI原油先物価格

(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～2021年1月20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	2.3	3.0	2.2	米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	2.6	1.9	1.3	ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	1.7	0.6	0.3	日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	3.0	2.4	1.9	カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.4	2.9	1.9	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	1.8	1.4	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	2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 - 資産購入も現状維持で、拡大・縮小とも見送り	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	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

2021年	2月		●米大統領施政方針演説	●RBA理事会（2日） ●中国旧正月休暇開始（11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） ●OPECプラス会合（4日） ●中国全人代（上旬） ●カナダ金融政策決定会合（10日） ●ブラジル金融政策決定会合（17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） ●ブラジル金融政策決定会合（5日） ●ラマダン終了（12日） ●ベトナム議会選挙（22日）
	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） ●ブラジル金融政策決定会合（16日） ●イラン大統領選挙（21日）
	7月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●東京五輪（23日-8月8日）	●FOMC（27-28日） ●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） ●インド大統領選挙（月内）
	8月			●RBA理事会（3日） ●ブラジル金融政策決定会合（4日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日） ●菅自民党総裁任期満了（30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） ●マレーシアサラワク州議会選挙（7日） ●カナダ金融政策決定会合（8日） ●ブラジル金融政策決定会合（22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） ●ブラジル金融政策決定会合（27日） ●中国6中全会（月内）
	11月		●FOMC（2-3日）	●RBA理事会（2日） ●インドディワリ祭り（4日） ●ASEAN首脳会議（月内）
	12月	●日銀金融政策決定会合（16-17日）	●FOMC（14-15日） ●ECB理事会（16日）	●RBA理事会（7日） ●カナダ金融政策決定会合（8日） ●中国中央経済工作会議（月内）
2022年	1月		●米一般教書演説（月内）	●中国旧正月休暇開始（31日）

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、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、ECDC：欧州疾病予防管理センター、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、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、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、IOC：国際オリンピック委員会、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：担保付補充貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、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、VIX：ボラティリティ指数、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：2021年1月20日）

（発行日：2021年1月26日）