



情報提供資料

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

4

APR. 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

## コロナ前の水準まで上昇する長期金利

- 1 過去1カ月の金融市場を振り返ると、最も特徴的な動きは米国（先進国）長期金利の上昇が続き、新型コロナ前の水準まで上昇していることだ。その結果、株式相場は高値波乱の展開となった。
- 1 市場では、FRBの金融政策正常化を見越し、3月半ばの時点で2023年末までに約3回の利上げを織り込んでいる。3月FOMCでは、予想以上に強い経済下においても現行のゼロ金利政策継続が示され、米長期金利が、ひいては株式市場が、安定するきっかけになると考えている。



- 経 … ワクチンの普及と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年央にコロナ前の水準へ。
- 株 … 追加経済対策成立はポジティブも好材料は一服感。金利動向は警戒。
- 債 … 高インフレは持続せず、利上げの要件が整うのは2024年半ばで、長期金利は低下へ。
- 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、米景気回復期待による実質金利上昇が米ドル高要因に。



- 経 … 経済活動が徐々に再開するに連れて、実質GDPは2023年初にコロナ前の水準へ。
- 株 … 材料難で米国金利・株の動向に影響を受けやすい局面。ワクチン接種動向は注視。
- 債 … ECBが資産購入ペースを加速させるなか、ドイツの長期金利はマイナスのまま。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロを支える要因に。コロナ感染状況がユーロを左右へ。



- 経 … 新型コロナウイルスの感染状況の改善で、実質GDPは2022年末に消費増税前の水準へ。
- 株 … 国内材料に乏しく、米国金利・株の動向次第。ワクチン接種は4-6月期以降に注目。
- 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 … ワクチン期待は継続も金利上昇に注意。引き続き相対的な割安感と利回りが魅力的。
- 為 … 世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、市場は景気回復をかなり織り込み済か。

### 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波の収束とワクチンの普及で、実質GDPは2021年7-9月期にコロナ前の水準へ。
- 債 … 2022年中の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利には上昇圧力。
- 為 … 原油価格の下落はリスク要因も、金融政策の正常化への期待が下支えに。



豪州

- 経 … 新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、実質GDPは2021年半ばにコロナ前の水準へ。
- 債 … 順調な景気回復に加え、将来的な金融政策正常化の思惑で、長期金利には上昇圧力。
- 為 … 足元で下落も、金融政策の正常化への期待や経常黒字の継続などを支えに反発を見込む。



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 … 目先は急ピッチな上昇の反動が出やすいが、中期的には構造改革始動で株価上昇が続こう。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として一段の資金流入が見込まれる。
- 為 … 急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



ブラジル

- 経 … 新型コロナウイルスの感染再拡大やインフレ抑制のための利上げが景気回復を抑制。
- 債 … 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 … 経済改革の遅れや経常収支の悪化は懸念材料だが、段階的な利上げが通貨を下支え。

2021年4月  
SERIES

世界のつながり



地域特有の風習や文化などを通じて、  
様々な心のつながり(絆)をご紹介します。



文化から感じるつながり キューバのラテン音楽

マンボやチャチャチャ、ボレロなど、誰も一度は耳にしたことがあるこれらの音楽はすべてキューバ音楽。街に溢れる音楽とダンスは、いつでも人生を楽しむ気持ちを忘れない、キューバの人々の心を穏やかに結びつけています。

# 世界経済・金融市場見通し

## 世界経済

### コロナ前の水準まで上昇する長期金利

過去1カ月の世界の金融市場を振り返ると、最も特徴的な動きは米国（先進国）長期金利の上昇が続いたことだ。3月半ばには米10年金利が1.6%台となり、新型コロナ前の水準まで上昇している。景気見通しの改善を背景としているため、FRBも足元の長期金利の上昇を止める（けん制する）意向がない。その結果、株式相場は高値波乱の展開となった。

### 株式市場にとってのリスクは金利上昇

米国では、昨年末に成立した9,000億米ドル規模の経済対策に加え、3月には1.9兆米ドルの追加経済対策が成立し、個人消費を中心に景気の一段の拡大が見込まれる。それが株高の原動力であるが、同時に長期金利の上昇要因でもある。PERなどでみた現在の割高とも言える株価は低金利が支えているところがあり、長期金利が上昇すると警戒感が高まる。

## 金融市場

### 先走る市場の利上げ織り込み

市場では、FRBの将来の金融政策正常化を見越し、量的緩和策（QE）の縮小・停止見通しで長期金利が上昇している他、利上げ見通しで中期金利も上昇している。FRBは昨年12月FOMCで、少なくとも2023年末まで現行のゼロ金利政策を継続する意向を示しているが、3月半ばの時点で、市場は同年末までに約3回（0.75%）の利上げを織り込んでいる。

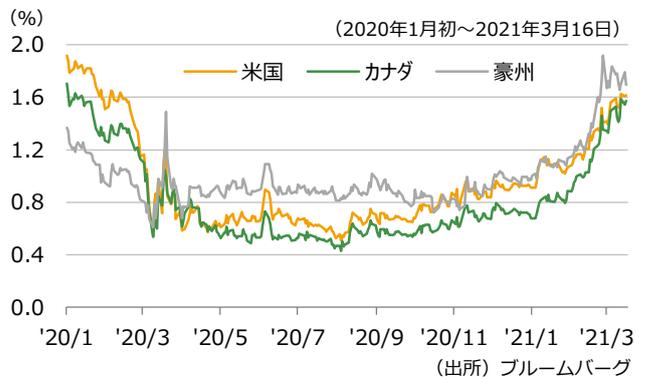
### 3月FOMCで落ち着きを取り戻すか

もっとも、インフレ期待を引き上げることを目的として、FRBが昨年導入した「平均インフレ目標」政策下での利上げの条件は厳しい。強い景気（雇用市場）のみならず、インフレ率・インフレ期待も上昇する必要があるからだ。3月FOMCでは、予想以上に強い経済下においても現行のゼロ金利政策継続が示され、米長期金利が、ひいては株式市場が、安定するきっかけになると考えている。

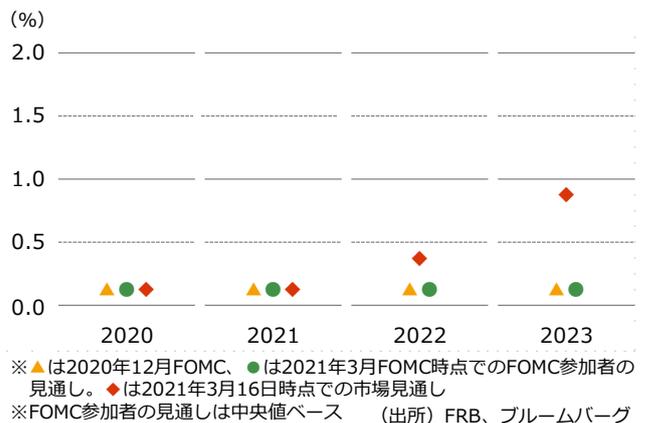
## 世界株式



## 米国・カナダ・豪州の10年国債利回り



## FOMC参加者のFFレートの見通し



## FRBのフォワード・ガイダンス（利上げの条件）

- ①最大雇用を達成する
- ②インフレ率が2%に上昇する
- ③インフレ率がある期間2%を緩やかに上回る軌道に乗る

クラリダFRB副議長：  
重要なことは、新しい政策の目標はインフレ期待を2%にしっかりと固定することである

(出所) FRB

早見表

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	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								ワクチンの普及と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年央にコロナ前の水準へ。経済活動が徐々に再開するに連れて、実質GDPは2023年初にコロナ前の水準へ。
								新型コロナウイルスの感染状況の改善で、実質GDPは2022年末に消費税増税前の水準へ。
								感染第2波の収束とワクチンの普及で、実質GDPは2021年7-9月期にコロナ前の水準へ。
								新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、実質GDPは2021年半ばにコロナ前の水準へ。
								2021年上半年の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速し、経済的優位性が続く。
								新型コロナウイルスの感染再拡大やインフレ抑制のための利上げが景気回復を抑制。

※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	ユーロ圏	日本	中国	インド	インドネシア	フィリピン	ベトナム	一言コメント
									追加経済対策成立はポジティブも好材料は一服感。金利動向は警戒。
									材料難で米国金利・株の動向に影響を受けやすい局面。ワクチン接種動向は注視。
									国内材料に乏しく、米国金利・株の動向次第。ワクチン接種は4-6月期以降に注目。
									目先は急ピッチな上昇の反動が出やすいが、中期的には構造改革始動で株価上昇が続こう。
									原油価格の動向に要注意も、構造改革、米中摩擦の恩恵を受けることなどがけん引。
									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、反発余地はあると予想。
									EVFTA、RCEPによるFDIの加速等の改革への期待が強く、高成長が株価上昇を支えよう。

債券	米国	ドイツ	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	英国	インド	インドネシア	メキシコ	ロシア	トルコ	一言コメント
														高インフレは持続せず、利上げの要件が整うのは2024年半ばで、長期金利は低下へ。
														長期金利はECBが資産購入ペースを加速させるなどで上昇を強くけん制し、マイナスのまま。
														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。
														2022年中の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利には上昇圧力。
														順調な景気回復に加え、将来的な金融政策正常化の思惑で、長期金利には上昇圧力。
														米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として一段の資金流入が見込まれる。
														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。
														原油価格の一段の上昇局面では、センチメントが急転する可能性に注意が必要である。
														米金利上昇局面での金利上昇が行き過ぎと考え、金利低下に転じると予想。
														インフレ率の鎮静化で追加利下げを予想、長期金利は抑制された状態が継続。
														利下げは打ち止め、2022年以降の利上げを織り込み、金利には上昇圧力。
														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。

リート	米国	日本	一言コメント
			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。
			ワクチン期待は継続も金利上昇に注意。引き続き相対的な割安感と利回りが魅力的。

商品	原油	金	一言コメント
			OPECプラスによる協調減産の緩和、米国によるイラン核合意への復帰が下落要因に。
			実質金利の上昇は重荷だが、各国の拡張的な財政政策や宝飾品需要の回復が下支え。

※現地通貨建てでの期待リターン・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	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	一言コメント
																リスクオンは米ドル安要因だが、米景気回復期待による実質金利上昇が米ドル高要因に。
																欧州復興への各国協調がユーロを支える要因に。コロナ感染状況がユーロを左右へ。
																世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、市場は景気回復をかなり織り込み済みか。
																原油価格の下落はリスク要因も、金融政策の正常化への期待が下支えに。
																足元で下落も、金融政策の正常化への期待や経常赤字の継続などを支えに反発を見込む。
																急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があろうが、中長期的な上昇余地は大きい。
																経済改革の遅れや経常収支の悪化は懸念材料だが、段階的な利上げが通貨を下支え。
																英国のEU離脱にはプラス・マイナス両面。ワクチン効果でコロナ感染減ならポンド高要因に。
																原油価格上昇への懸念や、中銀のルピー売りの為替介入等を受け、上昇余地は限定的。
																米金利上昇局面でも下落幅が限定的で、当面レンジ推移を継続すると予想。
																経常収支の黒字化などが支えとなり、米金利上昇局面でも下値は限定的と予想。
																米財務省の為替操作国認定を受け、政府が通貨上昇への容認を継続すると予想。
																米長期金利の変動が落ち着けば、経常収支の改善などを背景に買い戻しが入りやすい通貨。
																政治リスクには注意が必要も、為替市場を強く意識した金融政策スタンスが下支えに。
																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。

※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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 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	-3.5	6.7	3.8	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	-6.8	3.3	3.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.4	-0.2
日本	0.3	-4.8	2.7	2.7	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.0	0.0
カナダ	1.9	-5.4	5.6	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.3	1.5
豪州	1.9	-2.4	4.1	2.7	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.6	1.8
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	-4.1	3.0	2.5	4.50	2.00	4.00	5.00	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	31,000	米ドル	108.61円	103.25円	108円	108円
NYダウ	22.3%	7.2%	-2.0%	3.3%		-1.0%	-4.9%	4.6%	0.0%
米国	3,231	3,756	3,700	3,800	ユーロ	121.77円	126.18円	128円	129円
S&P500	28.9%	16.3%	-1.5%	2.7%		-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	87円	88円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	-0.1%	2.5%		4.0%	-3.0%	7.2%	1.1%
日本	23,657	27,444	28,500	29,000	豪ドル	76.24円	79.47円	87円	89円
日経平均株価	18.2%	16.0%	3.8%	1.8%		-1.4%	4.2%	9.5%	2.3%
日本	1,721	1,805	1,880	1,910	中国人民幣元	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	133	135	ブラジル・リアル	26.98円	19.89円	19.3円	18.6円
MSCI	20.4%	26.7%	22.5%	1.5%		-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・リートの下端は年間騰落率  
 ※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

(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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 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
英国	1.4	-9.9	3.9	3.7	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.6	0.8
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	-2.1	5.5	4.8	5.00	3.75	3.25	3.50	7.06	5.89	7.0	7.5
フィリピン*2	6.0	-9.5	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	6.1	6.5	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-0.3	-8.2	5.5	3.9	7.25	4.25	3.50	3.50	6.91	5.55	6.0	6.5
ロシア	2.0	-3.1	3.4	2.5	6.25	4.25	4.25	5.00	6.41	6.27	7.0	7.0
トルコ	1.0	1.8	4.5	3.9	12.00	17.00	18.00	14.00	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 MSCI	1,370 8.5%	1,600 16.8%	1,800 12.5%	1,820 1.1%	英ポンド	144.07円 3.0%	141.15円 -2.0%	150円 6.3%	150円 0.0%
インドネシア MSCI	7,288 3.0%	6,597 -9.5%	7,230 9.6%	7,350 1.7%	インド・ルピー	1.52円 -3.1%	1.41円 -7.1%	1.50円 6.1%	1.46円 -2.7%
ベトナム VN指数	961 7.7%	1,104 14.9%	1,250 13.2%	1,300 4.0%	インドネシア・ルピア*3	0.784円 3.0%	0.739円 -5.7%	0.771円 4.3%	0.750円 -2.7%
					フィリピン・ペソ	2.14円 2.3%	2.15円 0.1%	2.12円 -1.3%	2.08円 -1.9%
					ベトナム・ドン*3	0.469円 -0.8%	0.447円 -4.5%	0.466円 4.2%	0.47円 0.9%
					メキシコ・ペソ	5.74円 2.8%	5.19円 -9.5%	5.40円 4.0%	5.40円 0.0%
WTI原油 (米ドル/バレル)	61.06 34.5%	48.52 -20.5%	50 3.1%	55 10.0%	ロシア・ルーブル	1.75円 10.7%	1.40円 -20.4%	1.47円 5.3%	1.47円 0.0%
金 (米ドル/トロオンス)	1,523 18.9%	1,895 24.4%	1,950 2.9%	1,950 0.0%	トルコ・リラ	18.2円 -11.8%	13.9円 -23.8%	13.5円 -2.9%	12.0円 -11.1%

※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（2020年は実績見込み）

\*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

(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

### GDPは2021年央にコロナ前の水準に

バイデン新大統領の下、1兆9,000億米ドル規模の経済対策が民主党単独で早々に成立した。昨年末に成立した9,000億米ドル規模の経済対策と合わせて、GDP比約13%にも及ぶ。現金給付、失業保険の上乗せ給付、地方政府支援など、即効性も大きく、新型コロナウイルスの感染状況が改善するに連れて、景気過熱すら想定し得る。実質GDPは2021年4-6月期にコロナ直前の水準に復すると見込む。

### 製造業は絶好調、非製造業も上振れへ

2月ISM景況感指数は製造業が60を上回り、2018年2月以来の高水準に達した。非製造業は低下したが、寒波が一因で一過性と思われる上、50台半ばの水準は前回の景気回復局面の平均で、決して低いわけではない。製造業は既に挽回生産が進んでいるが、対人接触の多いサービス業でも、経済対策に伴う個人所得の大幅な上振れを背景に、経済活動の再開に連れて繰り越し需要の顕著な発現が期待される。

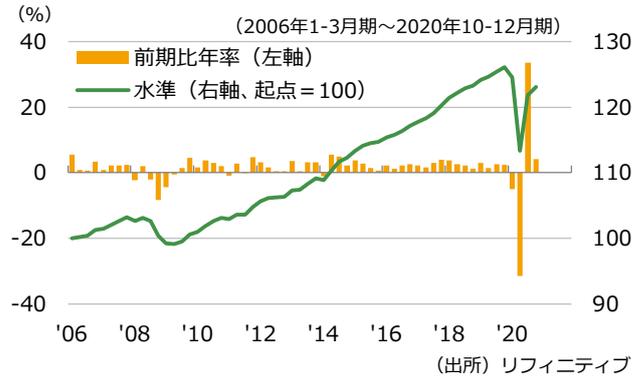
### 失業率の急低下も最大雇用には程遠い

失業率は2020年4月の14.8%から2021年2月は6.2%まで低下した。しかし、コロナ直前と比較すれば、非農業部門雇用者数は約950万人も少なく、FRBが考える最大雇用には程遠い。月30万人の雇用増が継続するとのやや非現実的な仮定でも、雇用者数がコロナ直前に復するには約2年半を要する。但し、感染が速やかに収束に向かえば、想定以上のペースで雇用者数が増加する可能性も排除し得ず。

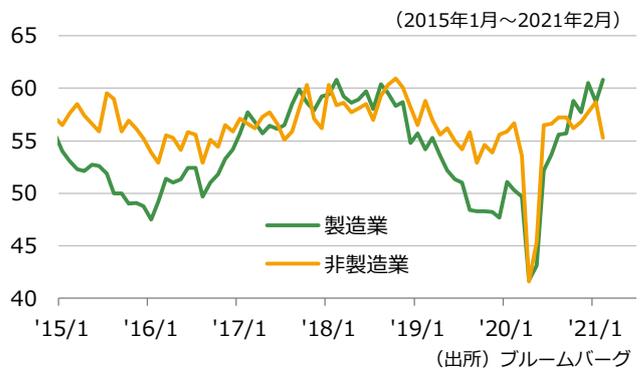
### 基調的な物価上昇圧力は高まらず

コアの消費者物価指数の伸びは昨年終盤から再び鈍化している。エネルギーをはじめとする商品市況の高騰が財価格の上昇を促しているが、家賃を含むサービス価格は軟化傾向にある。商品市況の高騰だけでコアのインフレ率が持続的に上昇するのは難しい。新型コロナウイルス問題による業種構成の変化で上振れている時間当たり賃金の伸びも3月以降は下振れが濃厚で、基調的な物価上昇圧力は高まらず。

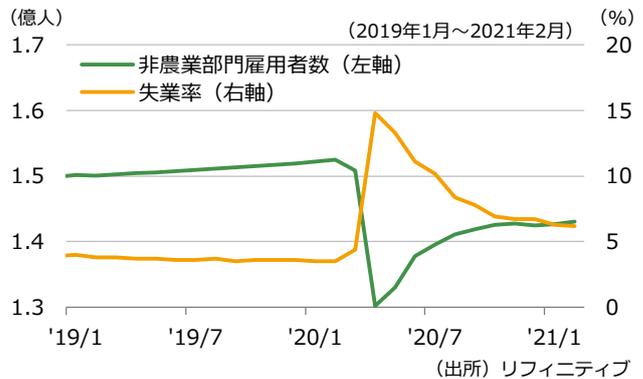
#### 実質GDP



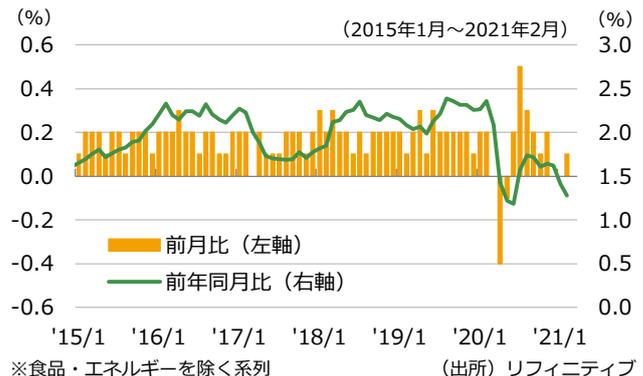
#### ISM景況感指数



#### 非農業部門雇用者数と失業率



#### 消費者物価指数 (コア)





## 株式

### 材料出尽くし感もありやや弱気を継続

米国株の見直しはやや弱気を継続する。株価は金利上昇懸念から一時下落も、追加経済対策の成立を好感し、騰勢を取り戻している。足元で景気回復の確度が一段と高まっている一方、好材料出尽くし感もある。また、夏場以降は中央銀行の政策変更に対する思惑の高まりによる株式市場の不安定化のリスクに加え、増税への警戒の高まりに注意する必要があると考える。まずは押し目待ちで挑みたい。

### 金利動向は警戒

金利上昇の影響は今の所、バリュー株とグロース株の物色シフトに留まっている。金利と株価の関係はその時々を経済環境次第であるが、この数年間は金利低下がバリュエーションの上昇をサポートしてきた。今後警戒すべきは金利上昇によるバリュエーション調整であるが、警戒すべき水準は10年金利で2%超とみる。同水準は実質金利プラス転換も警戒される水準であり、金利動向は注視したい。

### ワクチン接種の進展は好材料

新型コロナウイルスワクチン接種の進展は足元の好材料。16日時点で人口の21.7%が1回接種、11.8%が接種を完了している。先行するイスラエルを見ると、ワクチン接種に連動しアクティビティの上昇がみられる。同国で公衆衛生上の措置の緩和が本格化したのは2月下旬の一方、アクティビティの改善はその前から起こっていることはワクチン接種が人々のマインドに影響することを示唆する。

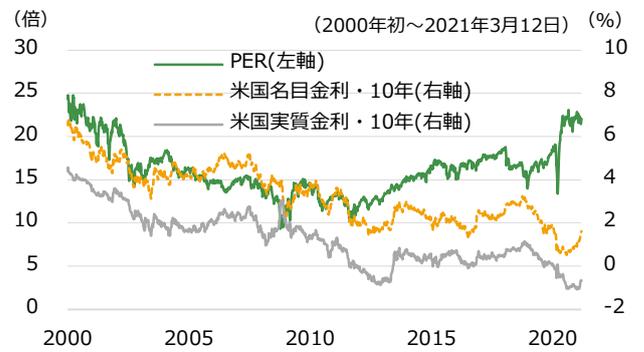
### 増税議論は次の注目点の一つ

夏場以降のリスクの一つは増税への懸念の高まり。米国政府高官から増税への地均しと思われる発言も見られ始めている。増税の主要項目は法人税やキャピタルゲイン課税の税率引上げになるとみる。2017年12月のいわゆるトランプ減税成立後、米国企業の税負担率は明確に低下しており、実際に決定すれば企業業績に一定の影響を与える。悪影響の織り込みは短期間で完了すると考えるが、注意したい。

### S&P500の推移



### PER (S&P500) と米国金利



※PERは12カ月先予想EPSベース  
※実質金利は10年国債利回りと10年BEIとの差で算出  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### ワクチン接種動向とモビリティ指数 (イスラエル)



※ワクチン接種率はワクチン接種完了者数ベース  
※モビリティ指数は「小売店・娯楽施設」の7日移動平均。また、同指数は2020年1月3日～2月6日の5週間の曜日別中央値に対する比率  
(出所) Our World in Data, Googleより大和アセット作成

### S&P500構成銘柄の税負担率



※対象は21年1月時点かつ、決算期末が11・12月のS&P500構成銘柄  
※税負担率は損益計算書上の法人税等の税前利益に対する比率  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 債券・金利

### 利上げの要件は容易に整わず

FOMCが示す利上げの要件は3つで、最大雇用の達成、インフレ率の2%への上昇、インフレ率がある期間緩やかに2%を上回る軌道に乗ること。量的緩和の縮小の要件は、最大雇用と物価安定の目標に向けての更に顕著な進展で、量的緩和の縮小の過程はリーマンショック後を踏襲する方針。利上げの要件が整うのは2024年半ばと見込む。そこから逆算しつつ、量的緩和の縮小開始は2022年半ばと想定。

### 長期金利は年末にかけて低下へ

インフレ率は上昇しても一過性とのFRBの判断は一貫しており、利上げを意識させない一方で、最近の長期金利の上昇は、景気回復期待の反映で、金融環境全般が引き締まっているわけでもないとして、容認の姿勢。しかし、リスク資産にネガティブな長期金利の上昇には自ずと限度がある。ディスインフレーションの構造下、年末にかけて長期金利は低下を見込む。

## リート

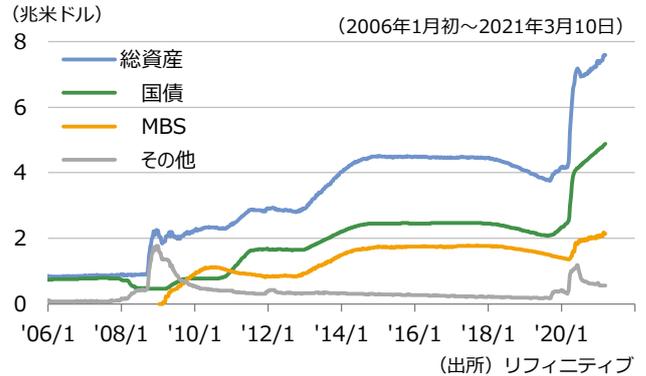
### 業績改善への期待感は継続

米国リート市場は、新型コロナウイルスの新規感染者数が減少傾向となったことや、ワクチン接種が進んだことなどから、リーートの業績改善が広がり上昇基調。実際、都市部の住宅賃料が下げ止まりを見せるなど不動産市況改善の兆しが散見されるが、不動産市況は景気回復に遅行する傾向があるため、本格的なリーートの業績回復は2021年後半以降になる。それまでは期待が先行する形となろう。

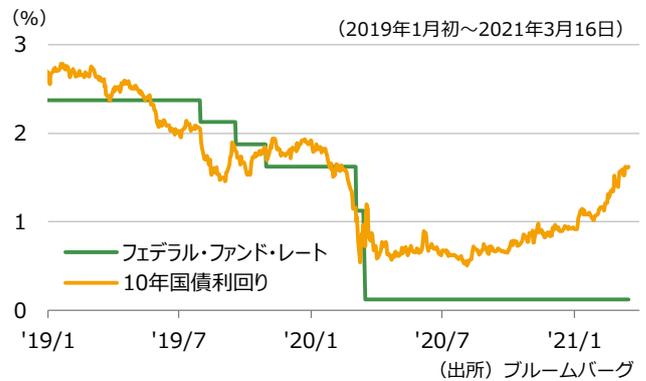
### 長期金利は上昇傾向

期待インフレ率の高まりなどを受けて長期金利は上昇傾向継続。社債の信用スプレッドは低位で推移しており、投資家のリスク選好に今のところ大きな変化は見られない。ただ長期金利の上昇は、不動産はもちろんのこと広範なリスク資産に影響を与えるため、動向には引き続き注意を払いたい。

### FRBの総資産残高と内訳



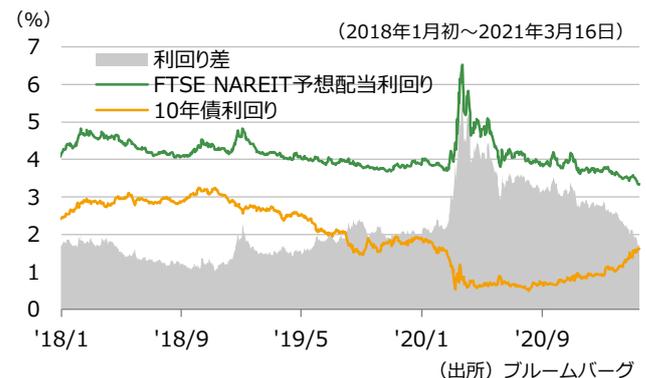
### 政策金利と長期金利



### FTSE NAREIT Index推移



### 予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 日米金利差拡大に遅れて米ドル円が上昇

2020年8月以降に日米長期金利差の拡大が続いてきたにもかかわらず、米ドル円は下落してきたが、2021年に入るとようやく米ドル円も上昇に転じた。1月に米下院だけでなく上院でも民主党が実質的に過半数を占めることになり、財政拡張への期待の高まりにより米長期金利が一段と上昇したことがきっかけだ。日米長期金利差の拡大に遅れて追従するかかちで、米ドル円の上昇が顕著となってきた。

### 米実質金利の上昇が米ドル高に作用

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、米ドル安に作用していた。だが、米政権・上下両院がトリプルブルーになると、米実質金利が上昇して米ドル高に作用するようになった。財政拡張に伴い米景気が回復し、金融緩和の必要性が低下するとの見方が強まると、米実質金利が一段と上昇して米ドル円の上昇につながる可能性があるだろう。

### 米実質金利は一段と上昇するのか

米国の期待インフレ率（10年ブレイク・イーブン・インフレ率）が2.3%まで上昇し、実質金利も遅れて上昇した。米経済指標が市場予想を上回る改善を続けると、金融緩和期待を弱めて名目と実質の米金利を上昇させ、米ドル高に作用するだろう。ただ、雇用回復やインフレ率上昇が顕在化する前に金利上昇が株安や景気回復阻害の要因となるようだと、米金融当局が長期金利上昇をけん制するだろう。

### 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。その翌年の米政権1年目の米ドル円は5月頃までは上昇傾向となる。2020年の米ドル円は選挙前に下落し、選挙後は米国の新型コロナ感染拡大により上昇が抑えられた。だが、2021年には新型コロナの新規感染が減少に転じているので、米政権の政策期待などから米ドル円が上昇傾向となる可能性は十分にある。

### 日米名目金利差と米ドル円



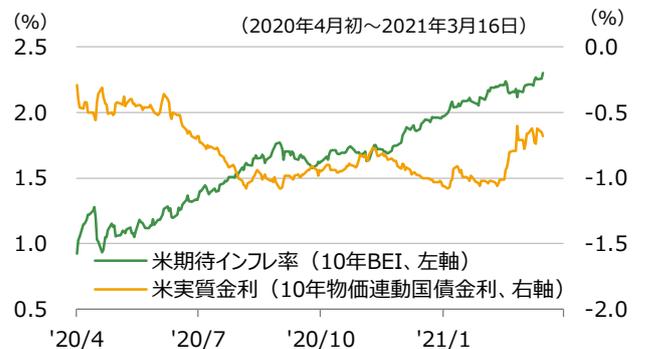
※日米10年国債金利差は米国-日本  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 日米実質金利差と米ドル円



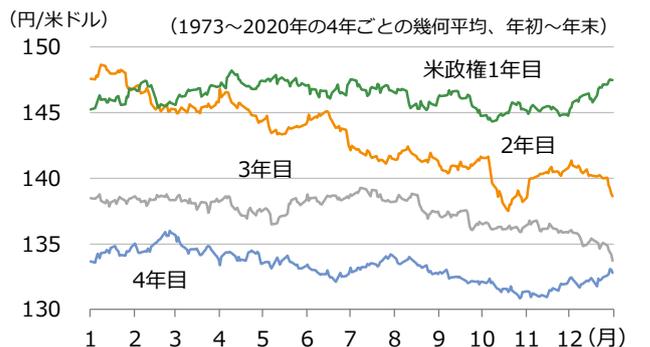
※日米実質金利差は米国-日本  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 米国の期待インフレ率と実質金利



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### 米政権（1期4年）各年の米ドル円平均



(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 経済

### GDPは2023年初にコロナ前の水準へ

実質GDPは2020年10-12月期に続いて、2021年1-3月期もマイナス成長の可能性が高い。ユーロ圏全体として行動制限はさほど緩和されていない。大規模な追加経済対策が打ち出されているわけでもなく、復興基金の活用の遅れも懸念される。それでも、経済活動の再開に連れて、4-6月期以降はプラス成長が継続し、2023年1-3月期に実質GDPはコロナ直前の水準を取り戻すと見込む。

### ワクチンの普及で感染状況は再び改善へ

新型コロナウイルスの新規感染者数は昨年11月のピークから昨年末までにほぼ半減したが、年明け後はほとんど減少していない。国毎に相違があり、最近ではフランス、イタリアで再び増加している。英米に比してユーロ圏でワクチン接種があまり進んでいない点や変異株の広がり懸念されるが、英国の例に鑑みれば、行動制限が継続するなか、ワクチンの普及に連れて、感染状況の改善が期待される。

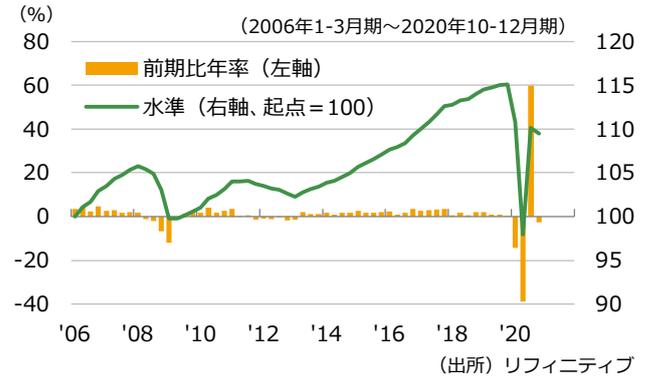
### サービス業の景況感は感染状況次第

製造業とサービス業の景況感は引き続き「K字」に乖離したまま。マークイットPMIは製造業が過去3年の最高に達する一方、サービス業は50を下回って推移している。輸出がコロナ直前の水準近くへ急回復し、貿易黒字が過去最高を更新する状況で、製造業への恩恵は大きい。サービス業の景況感は新型コロナウイルスの感染状況の改善に連れて持ち直しを見込む。ワクチンの普及次第で上昇余地は大きい。

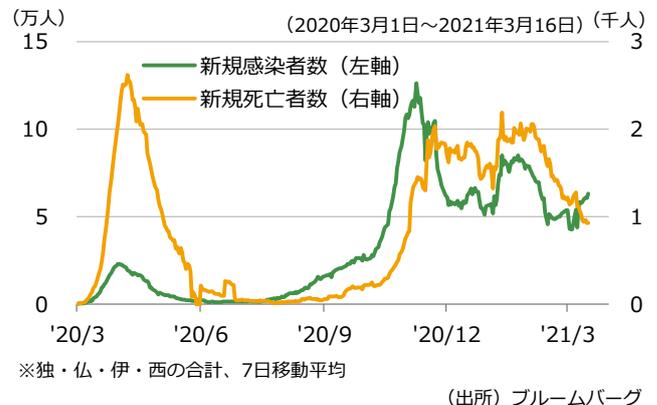
### インフレ率は従前のレンジに回帰

消費者物価指数は昨年後半に総合で前年同月比マイナスに転じ、コアも僅かなプラスにまで伸びが鈍化した。主因はドイツの付加価値税率の時的引き下げ。年明け後は同措置の終了や、消費者物価指数の品目のウエイトの変更により、コアは1%をやや上回る程度に加速している。しかし、精々2016年以降の長期のレンジに回帰したままで、ECBの目標とする2%への持続的な上昇は見通し難い。

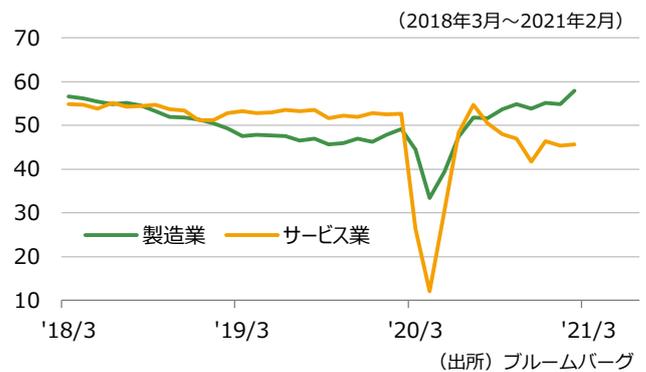
### 実質GDP



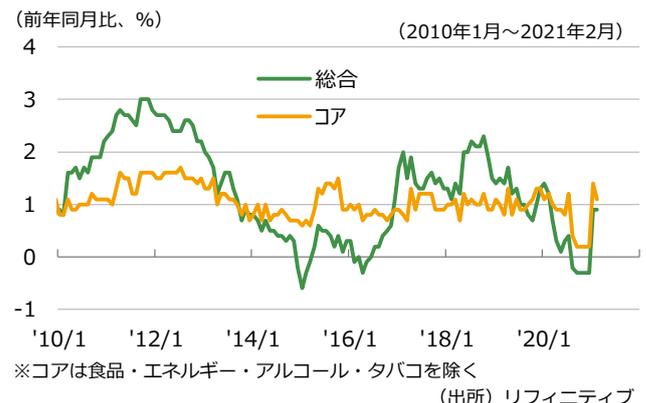
### 新型コロナウイルス



### マークイットPMI



### 消費者物価指数





## 株式

### 中立スタンスを継続

欧州株の見通しは中立を継続する。米国の金利上昇への懸念から一時株価は弱含んだものの、調整は小幅かつ一時的。米国の追加経済対策の成立もあり、過去1カ月で株価は上昇した。株価指標は米国と比べれば割高感はないものの、材料出尽くし感もある。欧州における新型コロナウイルスワクチンの接種動向及びそれに対する市場センチメントに注意は必要も目先はレンジ内での推移を予想する。

### ワクチン接種はやや不透明感

新型コロナウイルスワクチンの接種は停滞気味。3月11日にEUは調達計画の遅れから域外へのワクチン輸出規制を6月末まで延期することを発表した。4月に入ればJ&J製ワクチンの供給開始が見込まれ、状況は改善に向かうことが予想されるものの、一部で副反応への懸念もある。米国対比ではワクチン接種の不透明感があり、注視したい。

## 債券・金利

### ECBは資産購入のペースを加速

ECBは3月の理事会で、年初来の市場金利の上昇をけん制し、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）での資産購入を4-6月期は1-3月期よりも「かなり早いペースで」実施する方針を決定した。インフレ見通しが改善しそうにないなか、一度速めた購入ペースを緩めるのは難しい。早晚、PEPPの期限は2022年3月末から延長され、総枠も1兆8,500億ユーロから拡大されると見込む。

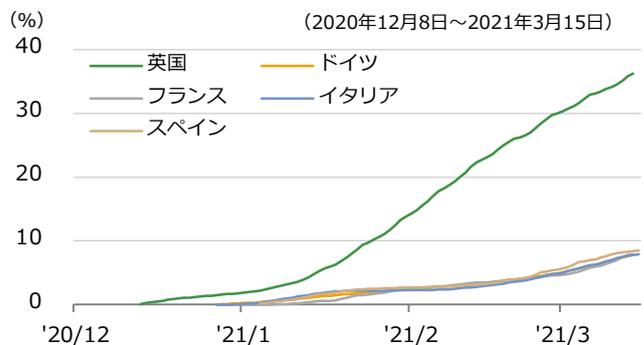
### ドイツの長期金利はマイナスのまま

ドイツの10年国債利回りは米国債に連れて上昇し、一時▲0.2%台前半に達した。しかし、利回り上昇幅は米国債に遥かに及ばず。ユーロ圏の経済ファンダメンタルズの弱さに加え、ECBの金融緩和の出口が見通せず、ECBが市場金利の上昇をけん制する中では、利回り上昇余地は限られる。2019年5月以降のマイナス圏での推移が継続すると見込む。

### Euro STOXX 50の推移

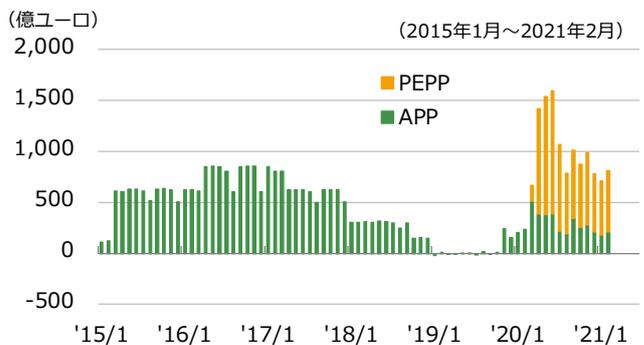


### 新型コロナウイルスワクチン接種の動向



※1回以上接種した人数の対人口比  
※データ非開示の日は前後のデータから線形補間  
※人口は2019年7月1日時点  
(出所) Our World in Data、国際連合より大和アセット作成

### ECBの資産購入額



※PEPPは新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム  
※APPは通常の資産購入プログラム (出所) ECB

### ECBの政策金利とドイツの長期金利





## 為替

### ユーロ相場は対円で堅調に推移

ユーロは米ドルに対して下落したが、円に対しては堅調に推移している。リスクオン傾向にあること、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や、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が、ユーロを支える要因に。一方、ECBがユーロ高を注意深く監視するとしたことや、長期金利上昇をけん制したことなどが、ユーロを弱くする要因に。

### 欧州の新型コロナ新規感染は下げ止まり

欧州と米国の新型コロナウイルスの新規感染者数は減少が鈍りつつある。欧州主要国では英国とスペインの感染減が進む一方、ドイツとフランスの感染減は鈍く、イタリアは増加している。ポンドに比べユーロを弱くする要因と言える。米国と欧州主要国を除く国々の新規感染者数は再び増加し始めている。ワクチン効果による感染減が期待される一方で、行動制限緩和による感染増リスクもある。

### 欧米経済指標は予想比で強めを維持

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、ユーロ圏と米国がプラスを維持する一方で、日本がゼロ近辺へと低下している。各国経済指標の相对比较からは円安・米ドル高・ユーロ高に作用しやすい状況と言える。また、世界的に経済指標が改善するようならリスクオンの円安や米ドル安の要因となり、悪化するようになるとリスクオフの円高や米ドル高の要因となるだろう。

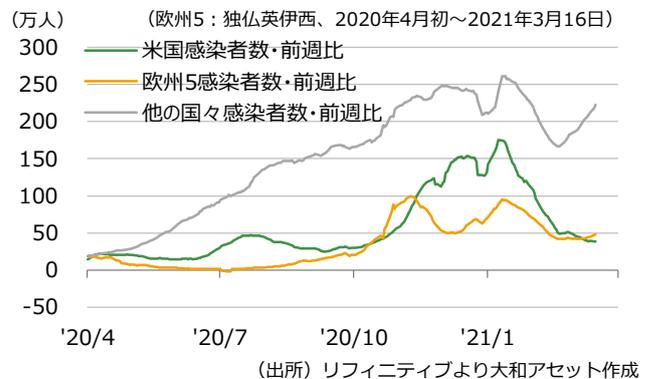
### 相対的な欧州金利低下とユーロ安

2020年10-12月は米国に比べ相対的に欧州の長期金利が低下するなかでユーロ高・米ドル安が進行。米実質金利が低迷していたことが一因となった。だが、2021年には米実質金利が上昇したこともあり、相対的な欧州金利低下とともにユーロ安・米ドル高が進んだ。今後、米金利上昇による米ドル高も、リスクオンによるユーロ高も大幅にならないとすれば、ユーロの対米ドル相場は安定的に推移か。

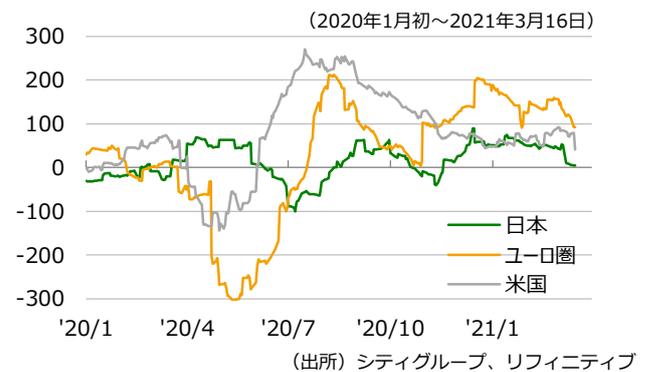
### ユーロの対円相場と対米ドル相場



### 欧・米・その他の新型コロナウイルス感染者数



### 日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



### 欧・米の長期金利差と為替





## 経済

### GDPは2023年末にコロナ前の水準へ

2020年10-12月期は行動制限の強化にも拘わらず、実質GDPは小幅に増加したが、都市封鎖が継続するなか、1、2月のPMIの水準に鑑みれば、2021年1-3月期はマイナス成長の可能性が高い。しかし、経済活動の再開に連れて、4-6月期以降はプラス成長が継続しよう。もっとも、実質GDPは2020年前半の落ち込みが極端であったため、コロナ直前の水準を取り戻すのは2023年10-12月期と見込む。

### 新型コロナウイルスの感染収束への期待

昨春並みの厳格な行動制限とワクチン接種の進展を受け、新型コロナウイルスの新規感染者数、新規死亡者数とも大幅に減少している。イングランドでは6月21日以降の経済正常化を目指し、行動制限の4段階での緩和の工程が示され、既に学校が再開された。英国はワクチン接種が欧米で最も進んでおり、このまま感染の収束が期待される。

## 為替

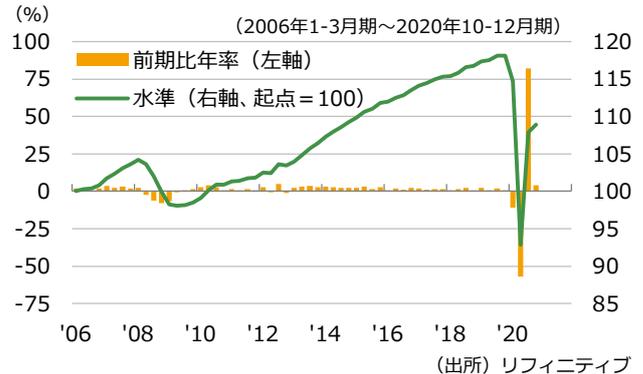
### BOEの金融政策は現状維持が長期化

景気は2021年4-6月期以降回復軌道に復するとの想定で、マイナス金利は現実化しそうにない。一方で、BOEがフォワード・ガイダンスで謳っている「供給過剰の削減と2%のインフレ目標の持続的な達成への大幅な進展」も容易に見通せず。政策金利は実効下限と目される2020年3月以降の0.1%で長期化し、資産購入は2022年中も継続しよう。長期金利は米国連れの展開で年末にかけて低下を見込む。

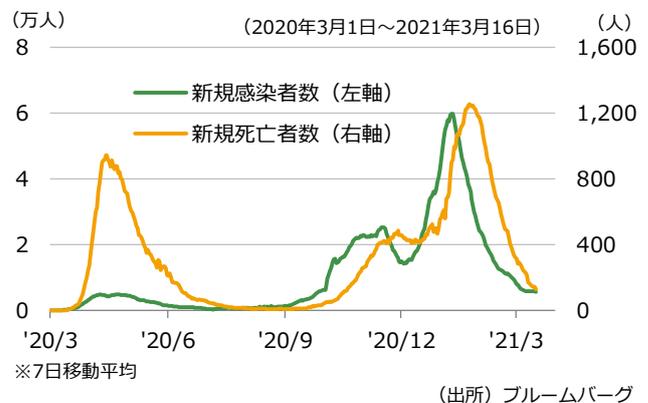
### ポンドは上昇傾向にあるが下落リスクも

ポンドは円、米ドル、ユーロに対して上昇傾向で推移している。英・EUの通商合意に加え、英国での新型コロナウイルスの新規感染者数減少や、英中銀の景気見通し上方修正が背景にある。また、英国は産油国なので、原油高もポンド高要因と言える。ただ、英国のEU離脱に伴うマイナス面が顕在化するとポンド安要因になるので、注意が必要か。

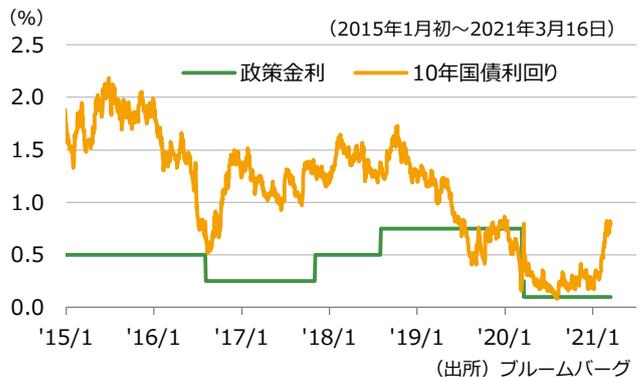
### 実質GDP



### 新型コロナウイルス



### 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

### 新年度入り後は持続的な景気回復軌道へ

2021年1-3月期は緊急事態宣言の発出もあり、実質GDPは3四半期振りにマイナス成長に転じると見込む。しかし、新型コロナウイルスの感染状況が改善するなか、経済対策に伴う家計の所得増、資産価格の上昇、企業の挽回生産、海外経済の回復等を受け、4-6月期以降はプラス成長が継続し、実質GDPは2022年10-12月期に2019年10月の消費税率引き上げ直前の水準を取り戻すと見込む。

### 景況感は現状・先行きとも大幅に改善

2月景気ウォッチャー調査での景気判断は現状が4カ月振りに、先行きが3カ月連続で改善した。何れも10ポイント超の上昇で、先行きは2018年9月以来初めて50を上回った。緊急事態宣言解除後の経済活動の再開やワクチン接種の進展への期待が大きいと考えられる。最近はやや足踏みしているが、新型コロナウイルスの新規感染者数は大幅に減少してきており、景況感の一段の改善が期待される。

### 中国向けを中心に輸出の増加が顕著

輸出の増加が顕著である。地域別では中国向けが突出しており、既にコロナ前を遙かに上回る水準に達している。米国、EU向けは昨年11月にコロナ直前の水準に一旦復したが、12、1月の減少で下振れた。今後は特に米国の景気上振れに伴う輸出の増加が期待される。ドル円での最近の円安も、限界的にせよ輸出にプラスに働こう。輸入の回復が相対的に遅れており、実質貿易収支は黒字が定着しつつある。

### 基調的なインフレ率は2%には遠い

1月消費者物価指数は総合で前年同月比▲0.6%とマイナス幅が縮小し、生鮮食品及びエネルギーを除く総合では同0.1%と6カ月振りにプラスに転じた。要因は「Go To トラベル事業」停止に伴う宿泊料の上昇であり、同事業が再開されれば、再び消費者物価の下押し要因となる。基調的なインフレ率は日銀が目標とする2%には遠い。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阻む。

### 実質GDP



(出所) 内閣府

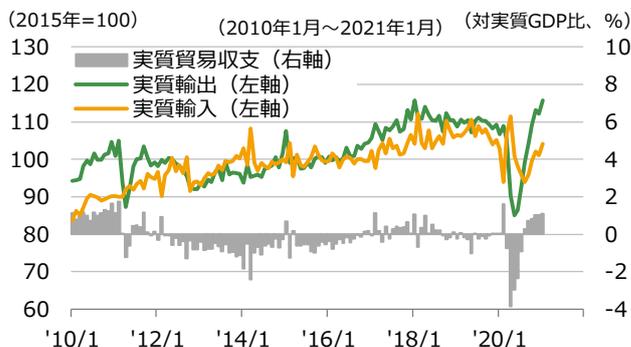
### 景気ウォッチャー調査



※現状、先行きとも方向性

(出所) 内閣府

### 輸出と貿易収支



※2021年1月は2020年10-12月期の実質GDPを用いて算出

(出所) 日銀、内閣府より大和アセット作成

### 消費者物価指数



(出所) 総務省



## 株式

## 中立スタンスを継続

日本株の見通しは中立スタンスを継続する。直近1カ月は米国金利上昇への警戒から株価は下落も一時的。米国の追加経済対策の成立や国内における新型コロナウイルスワクチンの接種開始もあり株価は反発している。一方、今後は高値警戒感や足元の米国金利上昇への警戒に加え、夏場以降は主要国中央銀行の政策変更に対する思惑の高まりにも注意が必要と考えおり中立スタンスは継続する。

## 強い過熱感はない

バリュエーションの見方に大きな変化はない。PERに割安感はないものの、米国株と比べれば安心感のある水準。また、TOPIXの予想EPSは2021年度、2022年度共に直近でやや切り上がっており、4月～5月に発表される国内企業の2021年度会社計画も総じて回復感のあるものになると予想する。バリュエーションの観点から警戒すべきは、米国金利の上昇とそれに伴う米国株の動向であると考え。

## ワクチン接種の注目はペースから水準へ

新型コロナウイルスワクチン接種は、接種ペースに加え、最終的な接種率の水準が徐々に意識されるとみられる。アンケート調査を見ると、主要先進国で接種同意の比率が上昇基調であり、この点は安心材料。しかし、公衆衛生上の措置緩和の観点から考えると、同意が7割程度の国はもう一段の上昇が求められる水準とみられ、改善傾向が継続するか注目したい。

## 国内材料は足元で乏しい

国内に相場材料は乏しく、しばらくは米国を中心とした海外要因に影響を受ける状況が継続すると予想。国内の新型コロナウイルスワクチンの接種動向は、まだ医療従事者等への優先接種の段階でありペース等を評価する段階にはない。4-6月期には一般国民への接種のためのクーポン発送が開始される見込みであり、国内においても新型コロナ禍からの改善時期がより意識されると考える。

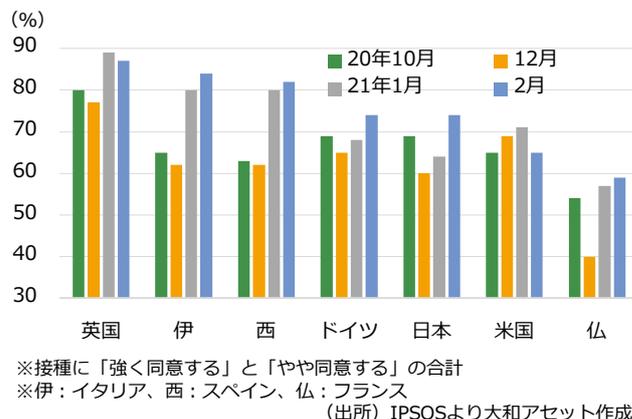
## TOPIXの推移



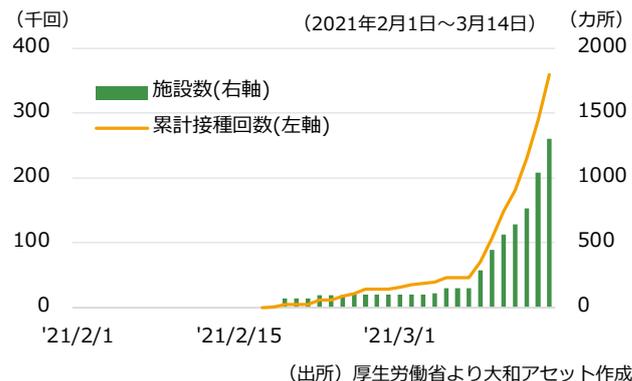
## PERの推移 (TOPIX)



## 新型コロナウイルスワクチンの接種意向調査の動向



## 新型コロナウイルスワクチンの接種動向





## 債券・金利

## 日銀の「点検」の市場への影響は限定的

日銀の「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」は、ETFの原則的な買入れ方針の不記載、長期金利の許容変動幅の明確化、資金供給オペの柔軟化、日銀当座預金構造の修正、マイナス金利の深掘り余地の表明等々の何れであっても、政策余地が乏しいなか、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みの下での技術的修正の域を出ず、市場への影響は限定的と見込む。

## 長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

長期金利の許容変動幅拡大の思惑から、米国に連れて、2月後半に比較的大きく上昇した10年国債利回りだが、経済ファンダメンタルズが金融引き締めを正当化しない限り、日銀の金融政策方針の下、ゼロ%程度での安定推移に落ち着こう。期待インフレ率は上昇しているが、水準は依然低く、しかも原油価格次第の様相であり、その持続性は疑わしい。

## リート

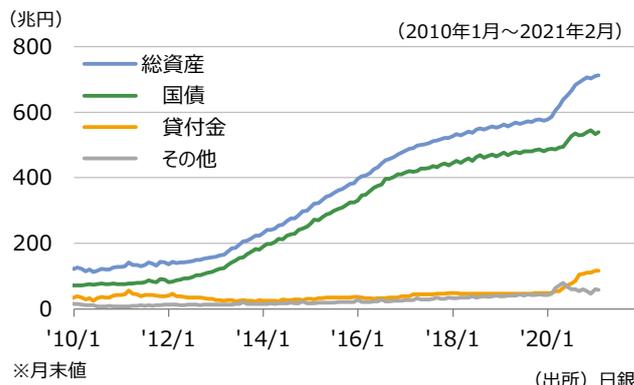
## 横ばい圏で推移

J-REIT市場は足元1カ月横ばい圏で推移した。2月中旬には東証REIT指数で2020年3月以来の2,000ポイントを一時回復するもその後は国内外での金利上昇もあり調整。その後、国内株式の上昇に合わせて上昇に転じ、結果として横ばい圏だった。年明け以降の公募増資の規模が小さく、需給が良好だったものの、期末に向けて国内金融機関の益出しのための売却も出ている模様で上値が抑えられた。

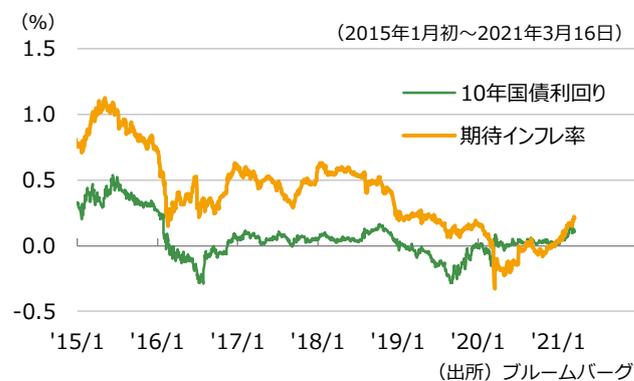
## 短期的には横ばい圏の推移を想定

ワクチン接種進展による経済活動の正常化期待が続く一方で、国内外での金利上昇には注意が必要で、短期的には横ばい圏での推移を想定。中長期的には安定した配当が期待でき、他の資産に比べて相対的に割安感のあるJ-REITは投資対象として魅力的と考える。更なる上昇のためには要求利回りの低下が重要で、金利・景気動向や市場センチメントに注目。

## 日銀の総資産残高と内訳



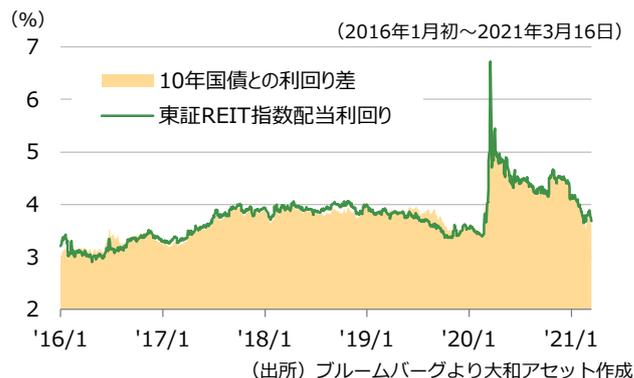
## 長短金利と期待インフレ率



## 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

米大統領選挙から昨年末まではリスクオンの円安と米ドル安が進むなか、米実質金利の低下が米ドル安に作用したため、米ドル円が下落した。だが、今年はトリプルブルーでの財政拡張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するようになった。リスクオンが円安に働いた面もあるが、米国に連動した世界的な長期金利上昇が円安に働いた面もある。

## 米ドル円の上昇が続きにくくなる可能性

米長期金利から米株式益回りを差し引いたイールド・スプレッドは▲2.8%程度まで上昇し、株価の割高感が強まっている。2009年以降のイールド・スプレッドの上限は▲2.8~▲2.6%程度であり、さらに長期金利が上昇すると株価が下落することでイールド・スプレッドがピークアウトする可能性がある。すると、リスクオフの円高や米金利低下の米ドル安に傾き、米ドル円が下落するリスクが高まる。

## 米ドル高で米経済指標が弱まる可能性

米ドル高になるとやや遅れて米経済指標が弱まり、米ドル安になると米経済指標が強まる傾向にある。昨年までは下落していた米ドルの実効為替が今年に入りやや上昇しており、この影響により4月以降に発表される米経済指標が市場予想を下回る可能性も出てきた。米エコノミック・サプライズ指数が明確な下落傾向となると、米ドル円が下落しやすくなるので注意が必要である。

## 米新型コロナ感染減で米経済指標改善

2020年10~12月のように米国の新型コロナ新規感染者数が増加すると、やや遅れて経済指標が市場予想を下回り、エコノミック・サプライズ指数は低下。一方、2021年のように新規感染者数が減少すると、経済指標が市場予想を上回りエコノミック・サプライズ指数は上昇し、米ドル円上昇に作用しやすい。新規感染者数の減少が止まると、米経済指標改善による米ドル円の上昇圧力が弱まるだろう。

## 米ドル・円・他通貨の為替



## 米国のイールド・スプレッド



## 米ドル実効為替とエコノミック・サプライズ指数



## 新型コロナ感染者数とエコノミック・サプライズ指数





## 経済

### 2021年7-9月期にコロナ前の水準へ

2021年1-3月期は、新型コロナウイルスの感染第2波により個人消費が落ち込むも、住宅投資や設備投資、資源価格の上昇や好調な米国経済の恩恵を受けた輸出の回復により、プラス成長を維持する可能性が高まった。感染収束とワクチン普及により、4-6月期以降は個人消費がけん引役になることでプラス成長が続き、2021年7-9月期にはコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ると予想する。

### 感染第2波の鎮静化とワクチンの普及

新型コロナウイルスの感染第2波は1月上旬にピークアウトし、新規感染者数は足元で横ばい推移となっている。ワクチンについては、供給問題などから2月に接種ペースが鈍化していたが、3月に入って加速している。4月以降は対象者が拡大するため、更なる加速が見込まれる。政府は年内には必要とされる国民全員に行き渡る計画を示しており、7-9月期中には集団免疫の獲得を想定できる状況だ。

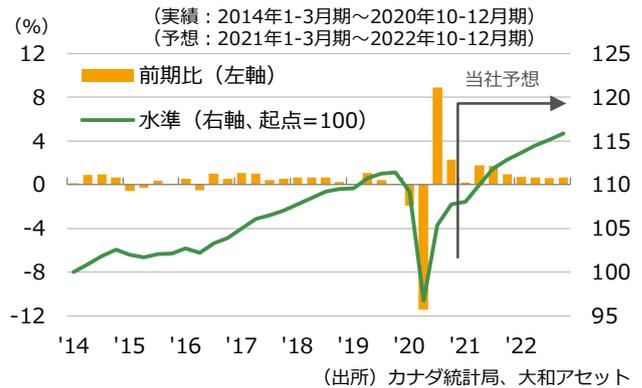
### 行動制限の緩和で労働市場は回復へ

感染第2波では、「行動制限の影響を受けやすい業種」と「その他の業種」で雇用者数に大きな違いが表れた。「その他の業種」の雇用者数はすでに過去のピーク付近まで回復している。今後、行動制限が緩和されることで、「行動制限の影響を受けやすい業種」の雇用者数が少なくとも感染第2波発生前（2020年9月）の水準まではすぐに戻ると想定でき、労働市場の回復は意外と早く進むと思われる。

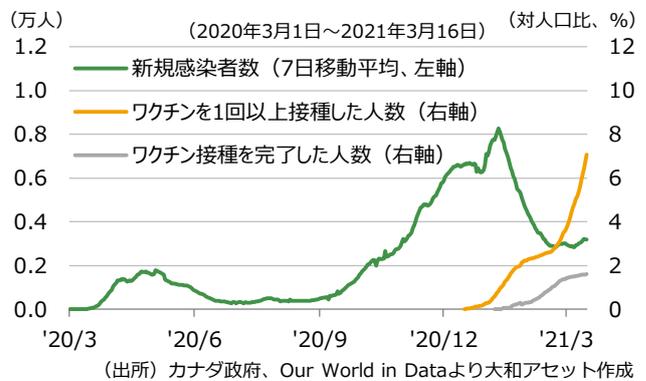
### 内需では住宅市場が好調を維持

足元で個人消費が減速する中、寒波や感染第2波にもかかわらず住宅市場は好調を維持している。住宅着工件数は昨年夏から高水準で推移しているが、旺盛な需要を補いきれず、中古市場では売りに出せばすぐに買い手が見つかる状況だ。潤沢な家計貯蓄や住宅価格の上昇、保守的な住宅ローン審査により、住宅ローン債務の拡大が懸念される状況ではなく、住宅市場の活況はしばらく続きそうだ。

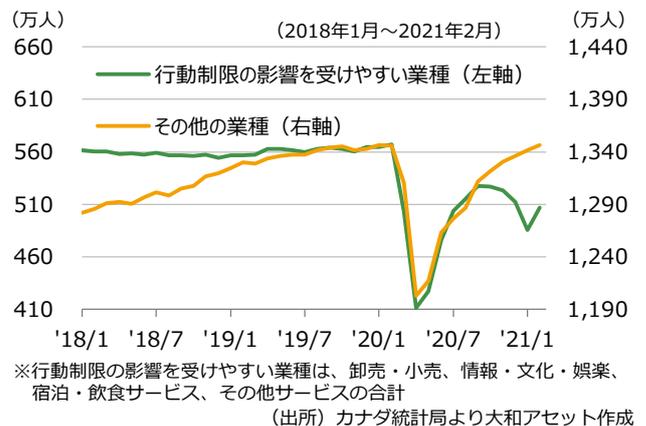
### 実質GDP



### 新型コロナウイルスの感染者数とワクチン接種人数



### 業種別の雇用者数



### 住宅着工件数と住宅価格指数





## 債券・金利

### 長期金利が急騰も短期的には行き過ぎか

カナダの長期金利は年初から米国を上回るペースで上昇。過去にも見られたように、金融緩和が縮小に向かうときは、長期金利が急騰と緩やかな低下を繰り返す傾向にあり、その第1波が発生したと解釈できる。足元の上昇は短期的にはやや行き過ぎの公算で、今年末の予想値は現時点よりも低い水準になると予想するが、今後も上下動を繰り返しながら中期的には下値を切り上げる展開になると想定する。

### 金融政策の正常化に対する思惑は続く

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、2022年末までの利上げ開始は見込めない。それでも、2022年中の量的緩和終了、その後の利上げを織り込むことで、中期的には長期金利に上昇圧力がかかりやすい状況が続こう。

## 為替

### 金融政策の正常化期待が下支え

カナダ・ドル（対米ドル）は原油価格との連動性が高いものの、当社は、向こう1年程度の原油価格について慎重な見方をしており、これはカナダ・ドルの上値を抑える要因になる可能性がある。一方、カナダは米国よりも早期に量的緩和の終了に向かう可能性が高く、金融政策の観点ではカナダ・ドルに分がある。そのため、当面のカナダ・ドルは米ドルに対して底堅く推移すると見込む。

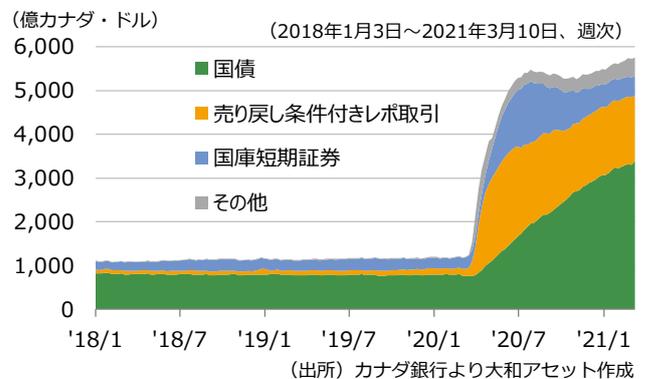
### 長期金利差拡大で円に対して上昇へ

カナダ・ドル（対円）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。足元の金利上昇においては、ややリスク回避的な要素も混在したため、長期金利差拡大に比べてカナダ・ドル円の上昇は鈍かった。そのため、短期的に長期金利差が縮小してもカナダ・ドル円の下落は限定的にとどまり、2022年末までに88円をめざす展開を想定する。

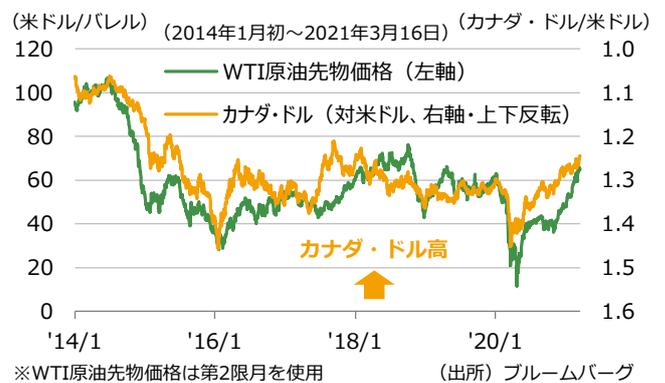
### 政策金利と10年国債利回り



### カナダ銀行の資産残高



### 原油価格とカナダ・ドル



### 長期金利差とカナダ・ドル





## 経済

### 2021年4-6月期にコロナ前の水準へ

新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、昨年後半の急回復で、実質GDPはすでにコロナ前（2019年10-12月期）をわずかに1.1%下回る水準まで回復。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月期にかけては成長率が鈍化するも、同時点でコロナ前の水準を上回ると予想。通年の成長率見通しは、2021年が+4.1%、2022年が+2.7%。

### 消費者・企業の景況感は良好

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、消費者・企業の景況感が高水準で推移している。もっとも、過去数カ月は、感染拡大を初期段階で抑えるために短期間のロックダウンを実施した地域で、一時的に景況感が悪化した。感染拡大が深刻だった欧米諸国に比べて、豪州はワクチンの普及も遅いため、感染第3波が発生するリスクには、引き続き注意が必要。

### 労働市場の順調な回復

各種経済対策に支えられて、雇用者数はすでにコロナ前のピークに肉薄するところまで回復。雇用維持給付金制度が3月に終了することで解雇者が増える可能性がある点には留意が必要だが、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大きく上回る水準まで増加している。労働市場の軟化は一時的にとどまり、年後半から来年にかけて失業率の順調な低下を見込む。

### 資源国としての強みを発揮

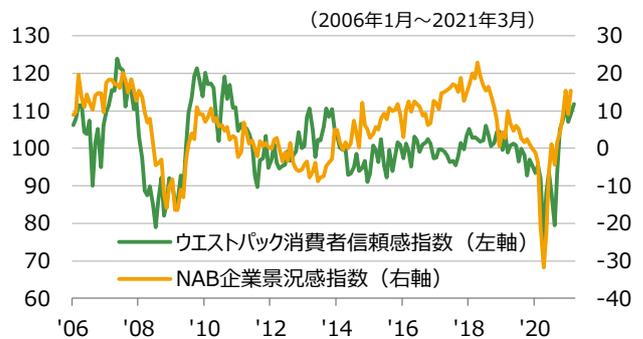
中国から石炭などの輸入制限を受けているが、財の輸出額は過去最高水準まで回復した。石炭はインドや日本向けの輸出が増えたことで、中国向けが激減した影響が緩和されている。また、鉄鉱石など石炭以外の主要品目の輸出は好調を維持しているほか、商品価格が幅広く上昇している恩恵も享受。対中関係の悪化にもかかわらず、資源国としての強みが発揮されている。

### 実質GDP



(出所) 豪州統計局、大和アセット

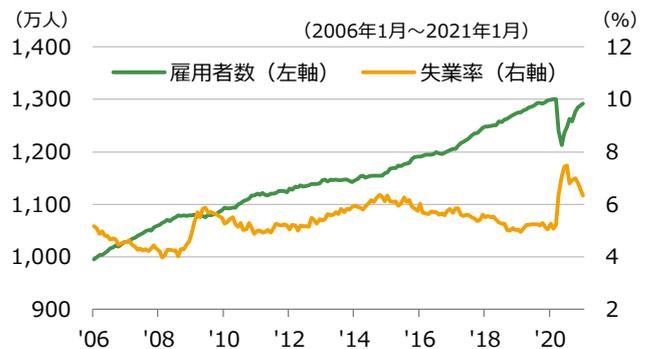
### 消費者信頼感指数と企業景況感指数



※NAB企業景況感指数は2021年2月まで

(出所) ブルームバーグ

### 雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局

### 商品価格指数と財輸出額



※財輸出額は2021年1月まで

(出所) 豪州準備銀行、豪州統計局



## 債券・金利

### 長期金利が急騰も短期的には一服

2月は長期金利が急騰したが、3月1日に量的緩和政策で通常の2倍となる40億豪ドルの国債を買い入れたほか、ロウRBA総裁が利上げは早くても2024年以降との見方を改めて示したことなどから、落ち着きを取り戻しつつある。今年末の予想値は現在の水準よりも低い、リスクは上方向に傾いている。今後、長期金利は上下動を繰り返しながら、徐々に下値を切り上げていく展開を見込む。

### YCCの目標は時間の経過とともに近づく

向こう半年程度は、YCCの目標となる債券が2024年4月償還債から2024年11月償還債に切り替わるかどうか焦点。切り替わらずに、YCCは3年ではなくカレンダーベースの目標に変化にすると当社は見込む。つまり、時間の経過とともに実質的なイールドカーブの起点と長期金利の距離が広がるため、長期金利には上昇圧力がかかりやすくなる。

## 為替

### 見通しを「やや強気」に引き上げ

豪ドルは2月末に対米ドルで節目の0.8米ドルを一時的に回復したが、米国を中心に長期金利が急騰するなどし、リスク回避姿勢が強まったことで反落。ただし、豪ドルを取り巻く良好なファンダメンタルズに変わりはなく、今後1年程度の豪ドルの見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。また、2022年末までに対米ドルで0.82米ドル、対円で89円をめざす展開を想定する。

### 良好なファンダメンタルズは継続

豪州は新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、他の先進国と比べて財政拡大余地を残しつつ経済の立て直しが進んでいる。また、経常収支は黒字が定着しており、貿易黒字は1月に過去最高を記録するなど好調だ。このように、豪ドルは良好なファンダメンタルズに支えられているため、リスクオフによる一時的な下落は押し目買いの好機と捉えたい。

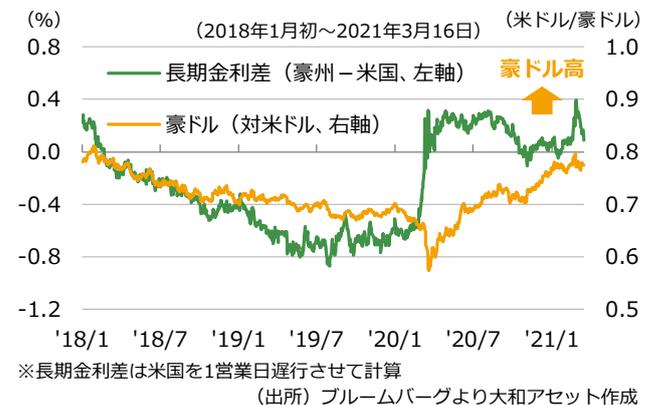
### 長期金利と政策金利



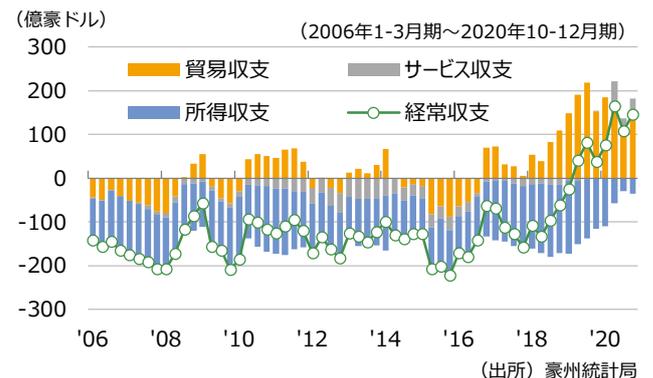
### 償還まで3年程度の国債の利回りとYCCによる誘導目標



### 長期金利差と豪ドル



### 経常収支





## 経済

### 2021年上半期は10%以上の成長へ

昨年1-2月にコロナ禍を受け中国全土が徐々に都市封鎖を余儀なくされ、経済指標が大きく下振れしたため、年初来経済指標は前年同期比で大幅に上振れした。ただし、2019年に比べて伸び率は高く、景気回復は依然力強いと言える。春節期間に映画興行収入が過去最高を更新するなど、個人消費の回復が本格化する可能性は高く、2021年上半期は前年同期比で二桁以上の成長を予想。

### 2021年は財政支援が続こう

全人代では、総じて市場が期待していた盛り上がりには欠ける内容となった。但し、財政支出の規模が予想を上回り、市場に安心感をもたらしめている。GDP成長率目標値について「6%以上」の控えめな数値が発表されたが、6%近辺の成長率を目指すことではなく、必要最低限の成長率の意味合いが強い。2021年は引き続き+8.2%のGDP成長率を予想。

## 株式

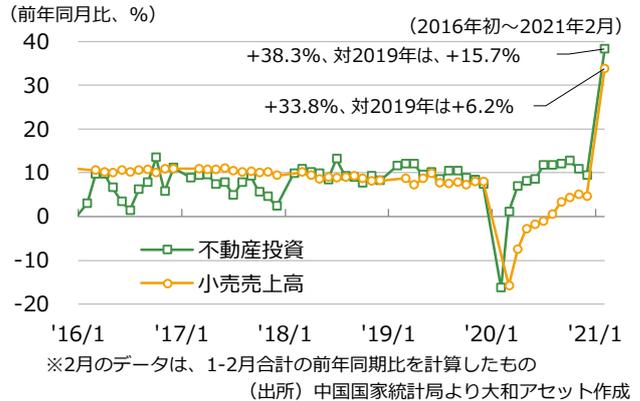
### グロースセクターの過熱感が解消される

MSCI中国指数は、年初から1カ月半で約20%急ピッチで上昇し、過熱感が強まる地合いになっていた。かかる状況下、米金利上昇によるテクノロジー株など米国グロース株の下落を受け、中国のグロースセクターもつられて売られる展開となった。一過性要因と考える香港の株式取引にかかる印紙税の引き上げ発表も一時的に売りに拍車をかけた。

### 中長期的上昇余地は依然として大きい

短期的には、米中両政府間の交渉に神経質になる可能性はあるが、海外からの資金流入の継続からも推察されるように、中国のファンダメンタルズに対する評価は変わっていない。全人代において緩和的な金融環境、および株式市場の健全化改革の方針が再確認されたことや、企業業績の見通しが良好であることなどから、中長期的上昇余地は大きいと予想。

### 不動産投資・消費の回復状況

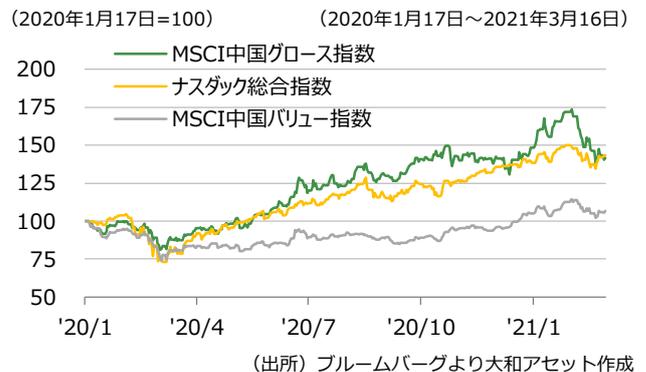


### 全人代で示された2021年の経済運営目標

項目	2020年目標	2021年目標
実質GDP成長率	目標値設定せず	6%以上
金融政策の基本スタンス	穏健的で、一段と柔軟に目付適度に	穏健的で、柔軟に目付精確に合理的で適度に
財政政策の基本スタンス	一段と積極的に	積極的で質と効率が高く、持続可能な支出、総規模は2020年以上を目指す
財政パッケージ※	8.51兆元	7.22兆元
バラック改造	3.9万地区	5.3万地区
新規就業者数	900万人以上	1100万人以上

※大和アセット推計  
(出所) 2021年全人代「政府工作報告」より大和アセット作成

### MSCI中国指数のセクター別推移



### 株価指数およびEPSの推移





## 債券・金利

## 2021年の金融環境は2019年より緩和的

2021年2月の社会融資総量の前年同月比伸び率は、1月の+13.0%から予想外に+13.3%へ上昇し、ポジティブサプライズをもたらした。全人代においても、金融正常化のペースが緩慢なものにとどまることが再確認され、市場に安心感をもたらしている。2021年は、コロナ禍前の2019年より緩和的な金融環境が続き、高い経済成長と証券市場のセンチメントを支えると見込む。

## 米金利上昇局面でも底堅い推移

2月半ば以降、米国の10年国債金利が約0.4%ポイント上昇した中で、中国国債市場はほとんど動じず、分散投資の効果が期待できるアセットであることが再確認された。2021年は緩やかな金融正常化の中で、長期金利はおおむね3.0~3.5%のレンジで推移すると見込む。

## 為替

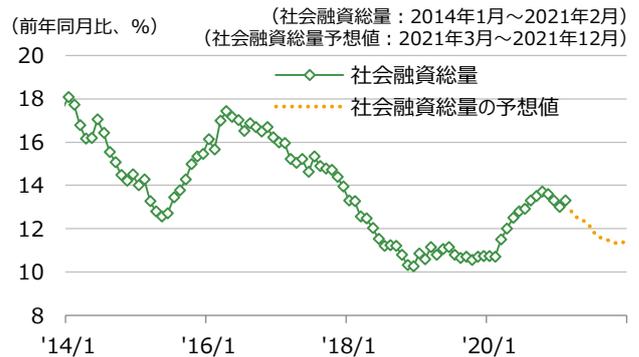
## 目先はスピード調整の可能性に注意

昨年5月末から年末まで人民元は対米ドルで約10%増価した。足元は、実質実効レートも約2年半ぶりの高水準まで上昇したことで、当局が人民元上昇のスピード調整に本格的に動き出す可能性が高まった。具体的には、個人の対外証券投資の規制緩和や、個人に対する年間5万ドルの外為購入上限規制の撤廃などが考えられ、短期的に人民元高圧力を軽減すると見込む。

## 中長期的上昇余地は大きいと予想

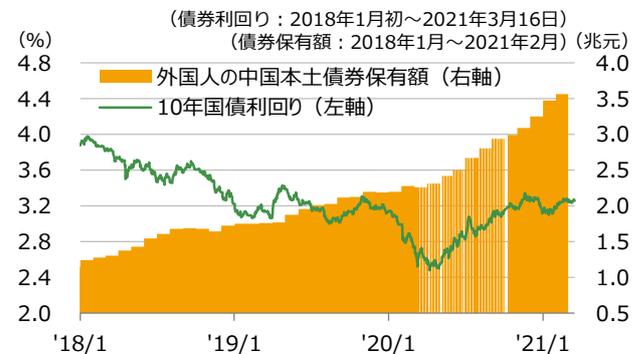
コロナ禍の中でも、過去最高の月次の貿易黒字を記録するなど、輸出は好調。加えて海外旅行の停滞を受け、経常収支は3四半期連続で過去最高に並ぶ黒字を記録。大幅な経常黒字や、人民元国際化への期待など、ファンダメンタルズの強さを示す要素は多く、中長期的に人民元対米ドルレートの上昇をけん引すると予想する。

## 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



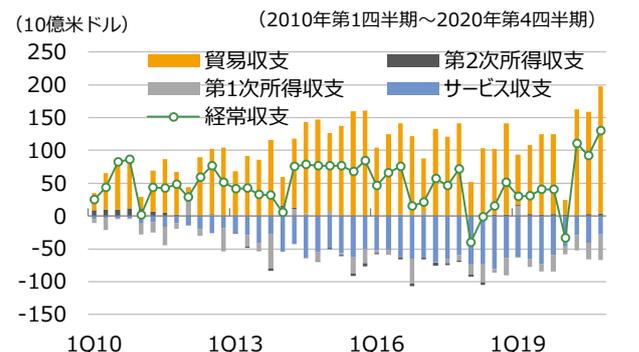
(出所) ブルームバーグ、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

## 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

## 経常収支およびその内訳



(出所) 中国国家外貨管理局



## 経済

### 2021年半ばから再び成長軌道に

昨年後半の景気回復が顕著で、実質GDPはコロナ前（2019年10-12月期）をわずか1.2%下回る水準まで回復。しかし、新型コロナウイルスの感染再拡大や低所得者向け現金給付の終了などにより、2021年1-3月期はマイナス成長の公算大。現金給付の復活などにより、4-6月期からのプラス成長を見込むも、利上げが重荷となり、実質GDPがコロナ前の水準を上回るのは2022年半ばになると見込む。

### 新型コロナウイルスの感染再拡大

新型コロナウイルス問題は1月から2月にかけて鎮静化に向かい始めたかに見えたが、変異株の流行などにより新規感染者数、新規死亡者数ともに過去最高を更新。各地で行動制限の強化が進んでおり、目先の景気見通しに影を落とす。ワクチン接種は進んでいるものの、中国シノバック製のワクチンは変異株に対して効果が低いとの研究結果も出ており、なお予断を許さない状況が続いている。

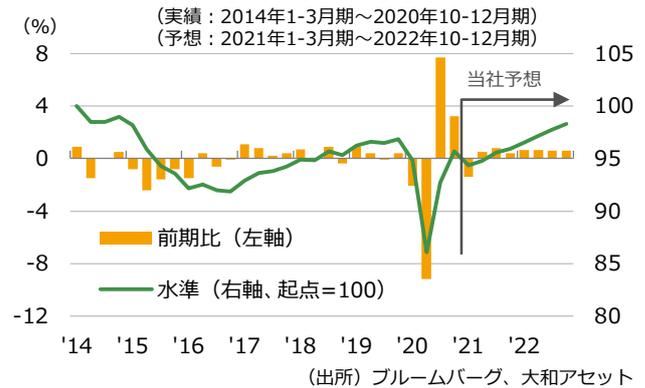
### 現金給付の復活で個人消費を下支え

新型コロナウイルス問題の対応として実施された低所得者向け現金給付は昨年12月で終了し、足元で小売売上高の減速が鮮明に。現金給付は金額ならびに対象者を絞った上で4月から7月までの支給が決まったため、4月以降の個人消費の下支えになると考えられる。新型コロナウイルスの感染拡大と行動制限が続く中では、サービス業売上高よりも小売売上高に恩恵が行きそうだ。

### 景況感の格差が縮小に向かうか

製造業の景況感が高水準だが、サービス業や消費者の景況感は低水準に。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。低所得者向け現金給付に加え、新型コロナウイルスの感染が収束に向かえば、消費者とサービス業の景況感も改善することが見込まれ、業種間での景況感の格差縮小が安定した景気回復につながると期待される。

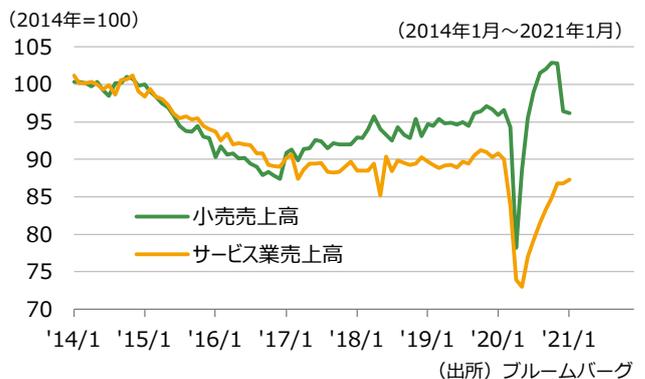
### 実質GDP



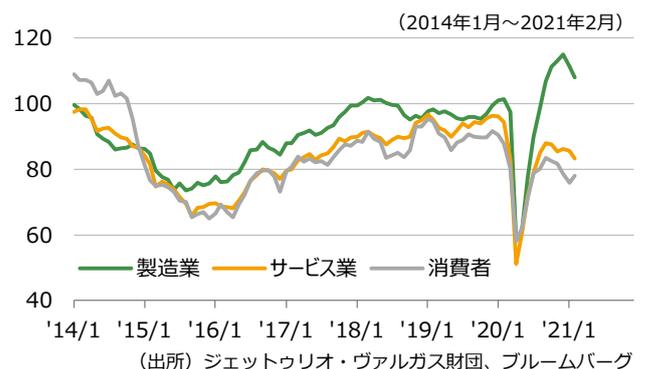
### 新型コロナウイルス



### 個人消費



### FGV信頼感指数





## 債券・金利

### 目先は供給要因による物価上昇が続く

インフレ率がブラジル中銀の目標レンジ（2.25～5.25%）の上限付近まで加速している。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」が高止まっていることに加え、直近では原油価格の上昇により、「運輸」の寄与が拡大している。いずれも供給要因による物価上昇だが、今後数カ月間は「運輸」が一段と上昇することで、中銀のインフレ目標の上限を明確に上回る可能性が高い。

### 極端な低金利政策を解消する動き

足元の経済は減速しているが、インフレ率の高まりを容認できない状況になっており、極端な低金利政策を解消する動きが進もう。政策金利は、2021年中に4.00%へ、2022年中に5.00%へ引き上げられると予想する。一方、長期金利は、昨年の利下げに追随しなかったこともあり、当面の利上げに対しても上昇幅は限定的になると見込む。

## 為替

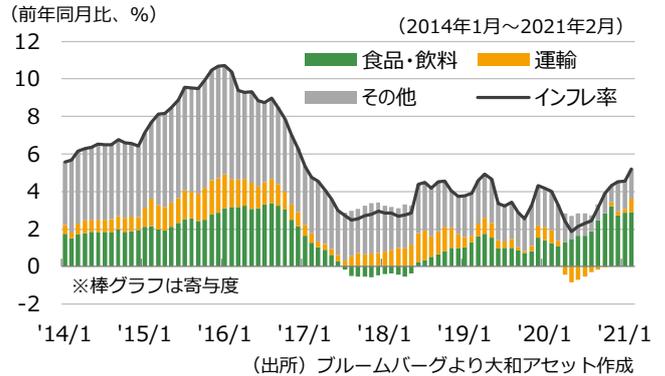
### レアルはレンジの中でも弱含み

ブラジル・レアルは、引き続き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しているが、その中でも年初からは下落基調。米長期金利の上昇によるグローバルな投資家心理の悪化、低所得者向け現金給付の再開やインフレ抑制のための減税などによる財政悪化懸念、政府が国営石油会社ペトロbrasの最高経営責任者を更迭したことによる政治リスクの台頭などがレアル売り材料となっている。

### 利上げが通貨の下支えとなるか

海外からの株式投資は、昨年11月から流入基調にあったが直近では再び流出基調になっており、需給面でもレアル安の要因が確認できる。経常収支は今後も赤字基調が見込まれるため、レアル安が止まるためには証券投資による資金流入が必要な情勢。短期的には株式投資が盛り上がる期待は薄く、利上げによって債券投資が活発化するかが注目される。

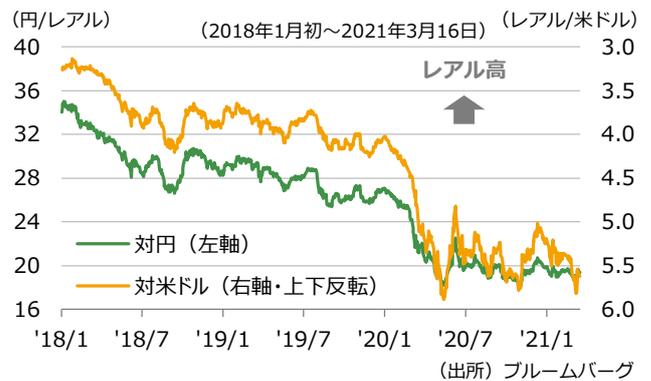
### IPCAインフレ率と項目別寄与度



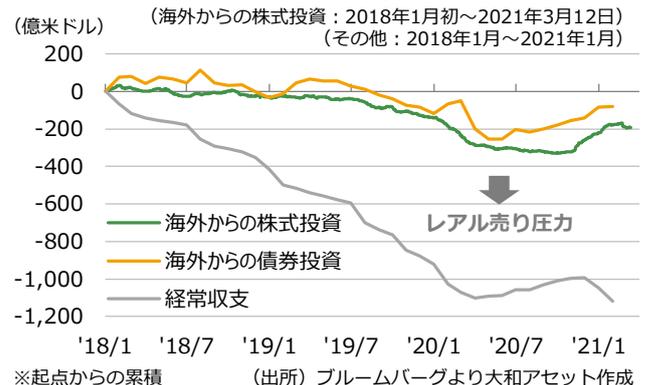
### 国債利回りと政策金利



### ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



### 海外からの株式・債券投資と経常収支





## 経済

### 一部新興国で、感染が再加速

新興国の新型コロナウイルスの感染状況に関して、多くの国が改善したものの、ブラジル、インドにおいて感染が再加速。これら国のモビリティ指数もやや低下し、市場センチメントを悪化させる可能性がある。一方、アセアンにおいて感染状況が改善したにもかかわらず、モビリティ指数は低位推移し、景気回復が予想を下回るリスクが高まりつつある。

### 資源国への評価が高まる可能性がある

WTI原油先物価格（第1限月）が60（米ドル/バレル）台後半まで上昇したことで、投資が抑制されていた資源国について、海外資金が流入する可能性が高まった。特にロシアがその恩恵を享受し、天然ガス、パーム油の産出国等もつられて上昇しやすく、マレーシアやメキシコ、インドネシアにも海外マネーが入りやすい。一方で、原油価格の上昇が「双子の赤字」につながるインド、フィリピンには注意。

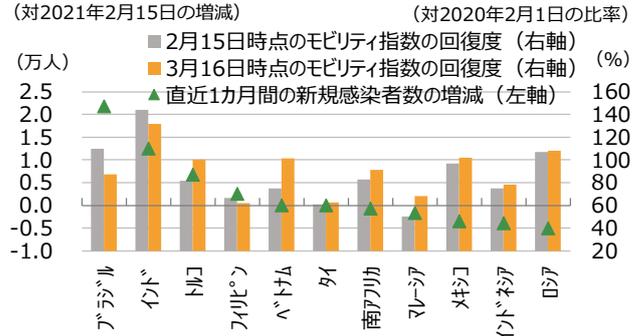
### 新興国の輸出が改善傾向にある

世界の景気回復を受け、主要新興国の輸出は、昨年末あたりから前年比伸び率がプラスへ転換した。足元は、コンテナ運賃の高騰が続いており、貿易活動の活発化が裏付けられている。今後も新興国の輸出量が一段と増加すると期待され、輸出主導の国に追い風が強まろう。

### 新興国のワクチン接種は早い段階で開始

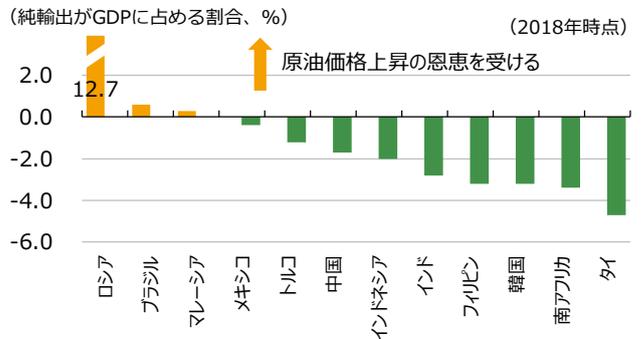
新興国のワクチン接種が早い段階で始まったことが新興国の追い風となっている。大規模な接種は年後半になるが、景気回復期待の高まりに寄与。人口の60%以上がワクチン接種を受けるタイミングに関しては、2021年末まではトルコ、ブラジル、2022年前半においては、ラテンやアジア、中東・アフリカ諸国、その後は中国とフィリピンと観測される。

### 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



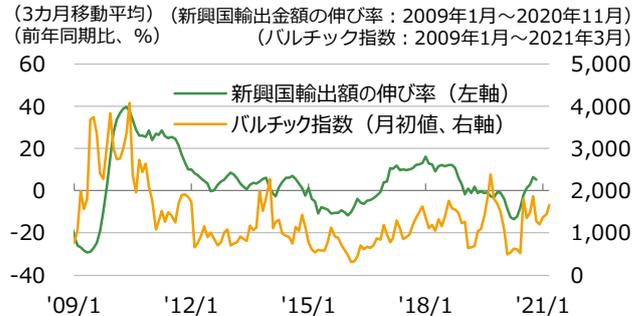
※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。  
(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

### 新興国の原油、原油製品の純輸出入



(出所) UN Comtrade、IMFより大和アセット作成

### 主要新興国の輸出状況



※中国、インド、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、ベトナム、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカを集計。  
※米ドルベース (出所) CEIC、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 ※	国	日付	接種率 ※
インド	'21/3/15	1.96%	ハンガリー	'21/3/15	13.94%
ブラジル	'21/3/15	4.20%	ポーランド	'21/3/14	7.73%
中国	'21/3/14	4.51%	フィリピン	'21/3/10	0.10%
ロシア	'21/3/14	3.80%	マレーシア	'21/3/14	0.93%
トルコ	'21/3/15	9.38%	その他の国の状況		
インドネシア	'21/3/15	1.52%	ベトナム	3月8日に接種開始	
メキシコ	'21/3/15	2.94%	タイ	3月16日に接種開始	

※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

### 米金利上昇も、新興国株価はまちまち

新興国株式市場（MSCIベース）は、2020年11月以降一時的に最高約31%上昇するなど、過熱感が強かったにも関わらず、過去1カ月の米金利上昇局面では一部の新興国が予想外に健闘した。インドが底堅く推移し、ベトナム、南アフリカの逆行高もみられた。インフレ上昇ではなく、景気回復による米金利上昇局面では、新興国株式市場は恩恵を受けやすく、中期的に上昇基調を継続すると予想。

### グロースセクターの割高感がやや解消

過去1カ月間のMSCI新興国指数は、米テクノロジー関連企業の調整につられ、グロースセクターが大きく調整する展開となった。ただし、リビジョン指数が高水準を維持するなど、企業業績の見通しに変化はない。米国の景気回復やインフラ投資等の恩恵を受けると期待される中、新興国の好業績が株価を支えると期待される。

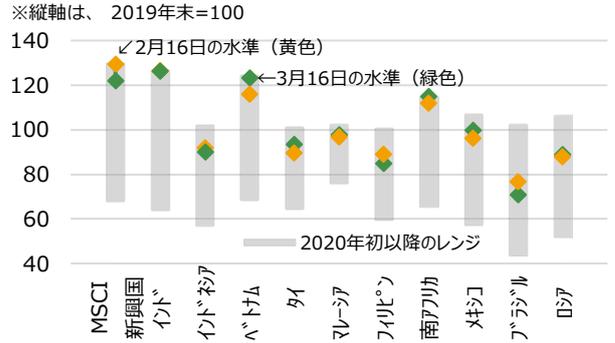
### 原油価格上昇局面、新興国が選好される

新興国株式市場の対米株のパフォーマンスを見ると、長期に渡って原油価格と概ね同じ方向で推移する傾向がある。これは、新興国に資源国が含まれることだけではない。原油価格が上昇しやすい米国の景気の良い局面では、新興国も高成長を遂げ、株式市場のパフォーマンスが米国等の先進国を上回りやすい。2021年は米景気回復が加速すると期待される中で、引き続き新興国が選好されやすいと見込む。

### 米金利上昇局面でも底堅いインド

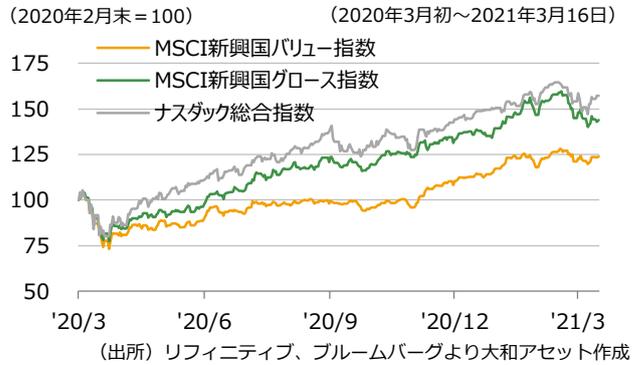
直近1カ月の米金利上昇局面においても、インドの株式市場、債券市場、為替市場がおおむね底堅い推移となり、新興国の中で際立つ存在となった。株式市場からの外国資金の流出もほとんど見られていない。足元は、原油価格の一段の上昇に注意が必要であるが、IT業界における伝統的強み、米中対立の受け皿、モディ首相の農業改革やインフラ建設などが引き続き評価される可能性が高く、注目に値する。

### 主要新興国の株価推移

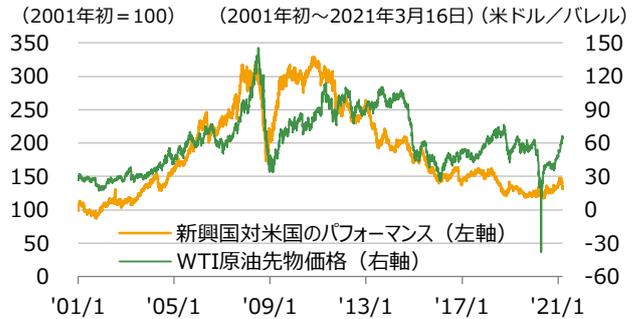


※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース  
 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### MSCI新興国指数 - バリューストックとグロースの騰落状況



### 新興国のパフォーマンスと原油価格の関係



※MSCI新興国指数、NYダウ平均株価の騰落率で計算。  
 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### MSCIインド指数及び外国からの株式市場への資金流入



※資金流入は2016年初からの累積ベース  
 (出所) IIF、ブルームバーグより大和アセット作成



## 債券・金利

### 米金利上昇も、新興国はまちまちな動き

2月半ば以降、米10年国債金利が約0.4%ポイント上昇した中で、新興国債券市場はまちまちな動きとなった。大幅金利上昇で反応したのは、利上げにいち早く転じるブラジルやトルコ等、高金利通貨の一部に限定。一方で、アジアで金利上昇幅が相対的に限定的であることは注目に値する。足元は、原油価格上昇の恩恵を受けるロシア、マレーシアなどが選好される可能性がある。

### 新興国では政策金利の低位推移が続く

ブラジルとトルコが一歩先に利上げに踏み出したが、多くの新興国では政策金利の据え置きが2022年まで続く予想される。むしろ、インドネシア、インド、メキシコなどでは、追加利下げの可能性が高い。物価がやや高く、早い段階で利上げに動く可能性のあるフィリピンにおいても、2022年半ば以降の可能性が高い。

## リート

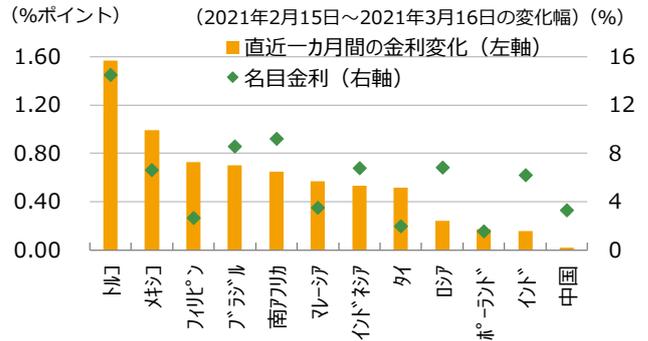
### 長期金利上昇により上値の重い展開

アジア・オセアニアの国や地域では、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が、長期金利の上昇を受けて上値の重い展開。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、短期的には投資家の物色動向に左右される展開が続く見込み。その後は経済活動の再開に伴うリーートの業績改善に注目が集まろう。

### 先進国中心に長期金利は上昇傾向

アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の上昇につられる形で先進国を中心に上昇傾向継続。経済環境は国によって異なるため、各国中央銀行がどこまで金利上昇を許容するか注目される。長期金利の上昇は、不動産はもちろんのこと広範なリスク資産に影響を与えるため、動向には引き続き注意を払いたい。

### 直近1カ月間米金利上昇局面での主要新興国の動き



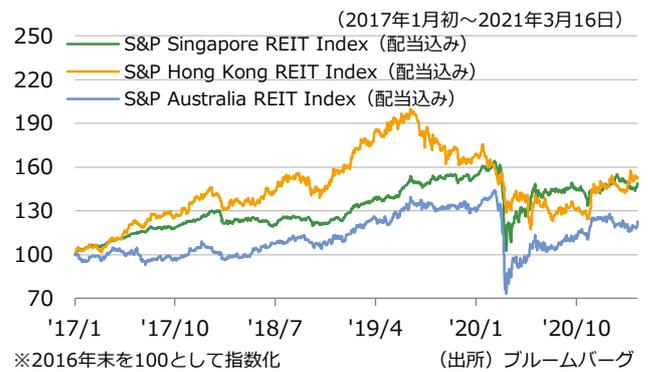
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国のインフレ動向

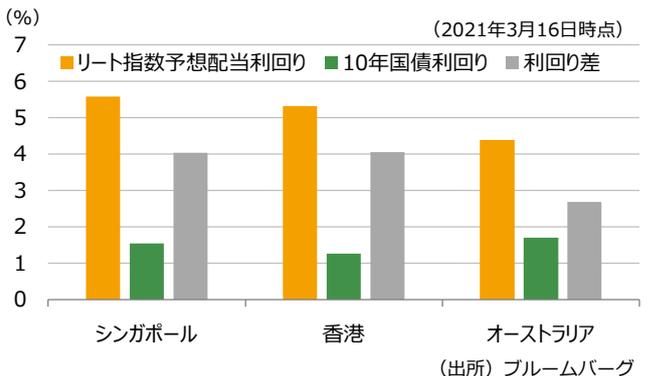


※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。  
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカが1月、その他は2月時点。  
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

### 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

### 新興国は高金利通貨を中心に調整

直近1カ月の米金利上昇局面では、新興国通貨は高金利通貨を中心に調整したが、影響が限定的な通貨もみられた。ロシアとインドは逆行高となる場面があったが、インドでは海外からの株式市場への資金流入、ロシアは原油価格の上昇などが支えとなったと考えられる。新興国通貨は、引き続き米金利に振らされやすいが、原油価格が一段上昇する局面ではインド等原油輸入国に逆風が強まるリスクも。

### 新興国は米景気回復の恩恵を享受しよう

足元は、米金利上昇を受け、新興国は資金流出に見舞われたが、一時的なものと思込む。過去のバーナンキショック後の資金フローを見ても、米国の良好なマクロ環境を背景に、資金流出は約1カ月半程度で一服し、おおよそ4カ月後には資金流入に転じるなど、いち早く回復に向かった経緯がある。中期的な米ドル安や新興国株高などの期待を背景に、新興国への資金流入は続くと思込む。

### 為替操作国認定の新興国への影響

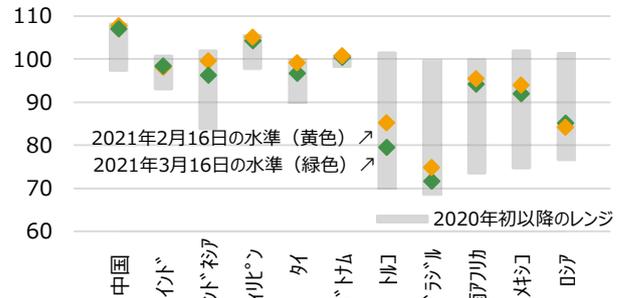
2020年12月16日に発表された米国財務省の「為替報告書」では、新興国の中でベトナムが為替操作国に認定された。その後、ベトナム中銀は、中央レートを0.7%切り上げるなど、米政府に配慮し緩やかにドン高へと誘導していると観測される。その他為替介入を強めていたアジア諸国をけん制する働きになる可能性があり、中期的にアジア通貨の上昇余地をやや拡大しよう。

### 目先の新興国投資は、財政状況に注意

新興国への投資、特に債券投資においては、当面米金利の動向に振らされやすいが、財政状況によって新興国への選別が進む可能性がある。コロナショックに対処するための財政支出をみると、ブラジル、タイ、トルコ等においては、対GDP比で10%を超え、ポストコロナを見据える中で、中長期的な財政規律への道筋を示すことが求められよう。

### 主要新興国通貨の推移（対米ドル）

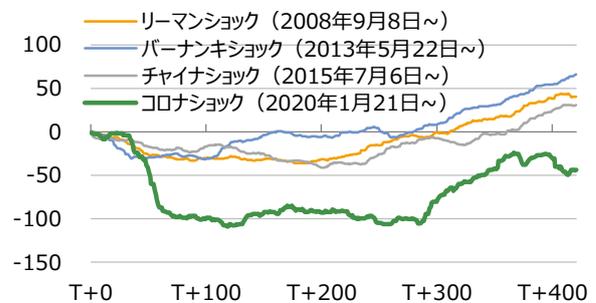
※縦軸は、2019年末=100



（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）

（10億米ドル）（コロナショック：2020年1月21日～2021年3月16日）



（※）累積ベース

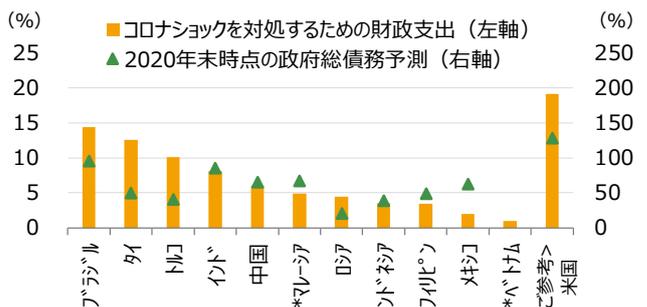
（出所）IIFより大和アセット作成

### 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

### 主要新興国の財政面でのコロナ対策および財政状況



※対2019年GDP比。 \*ベトナムの政府総債務予測は掲載されず。

\*\*マレーシアには、株、ローンおよび各種保証は含まれていない。

（出所）IMF 「Fiscal Monitor 2020年10月号、2021年1月号」



## 原油

### 中長期的に見れば割高感が強い

新型コロナウイルスのワクチン普及への期待やサウジアラビアによる自主減産の継続、中東の地政学リスクによる供給不安など、材料が重なりWTI原油先物価格は上昇が継続している。しかし、需要の回復はほぼ市場に織り込まれている様子であり、5月以降はOPECプラスが増産を進めることやイランの増産による需給の緩和で、向こう1年程度を見通せば、下落リスクの方が大きいと考えている。

### 短期的にはOPECの増産次第

OPECが今年後半の原油需要見通しを上方修正している通り、原油価格は将来的な需要回復を先取りして上昇している。一方、OPECプラスは足元の需要下振れを警戒して増産には慎重になっている。これが更に原油価格を押し上げる要因となっているが、5月からは増産が進むことで、価格上昇も一服するだろう。逆に5月以降も供給を絞れば、短期的には原油価格の更なる上昇があってもおかしくない情勢。

### イラン問題が年末に向けての下落要因に

米国によるイラン核合意復帰をめぐる動向が原油価格の波乱要因になりそうだ。短期的には、イランの強硬姿勢やイスラエルの反発などにより、供給懸念が高まる可能性もある。一方、米国が核合意に復帰し、イラン産原油が市場に出てくることになれば、そのインパクトは大きい。核合意の復帰は早ければ年内にも合意される可能性が高く、足元のやや過熱気味の原油価格を冷ますには十分な材料と言える。

### 価格が上がれば供給が増える

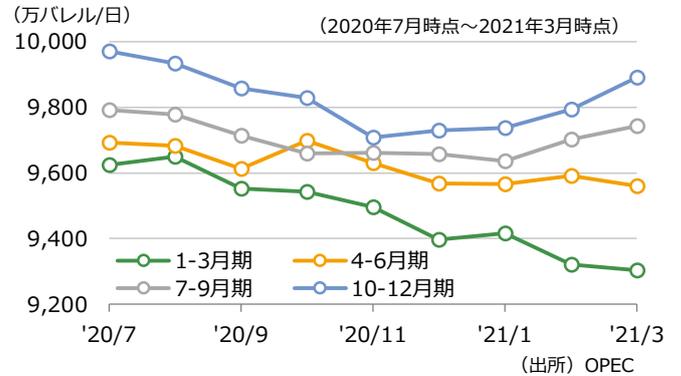
EIAは原油価格の想定を引き上げるとともに、米国の産油量見通しを上方修正した。バイデン政権による環境保護政策が長期的な原油生産の足かせになる懸念は残るものの、価格が上がれば供給が増えることが示された意義は大きい。OPECプラスとしても、シェア獲得のためには原油価格が高すぎることも良くないと認識し、段階的な増産に舵を切る動機となるだろう。

### 原油価格と原油在庫

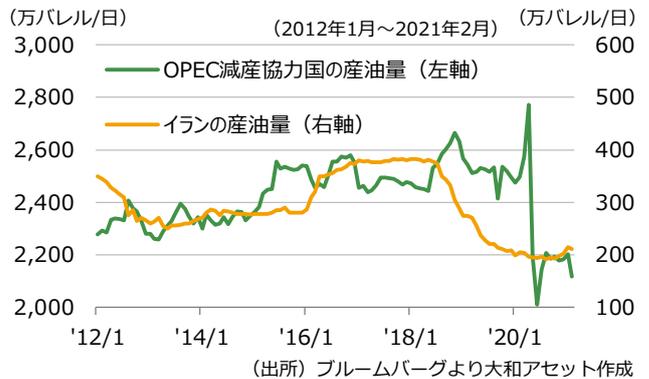


※当社の原油価格予想は2021年末と2022年末  
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2021年3月以降はEIAの見通し)  
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

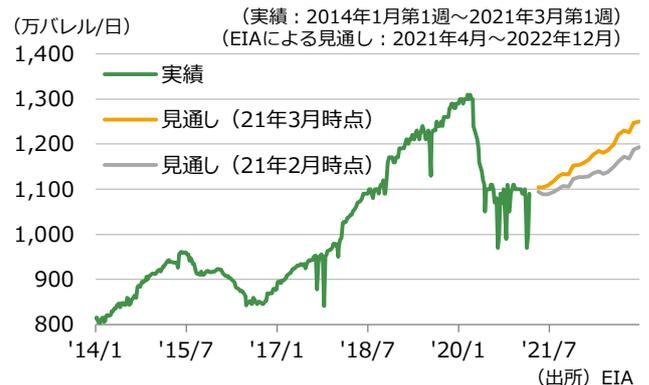
### OPECによる世界の原油需要見通し (2021年) の変化



### OPEC加盟国の産油量



### 米国の産油量





金

金融政策の正常化期待が重荷

金価格は米国の実質金利と逆相関の関係にあり、足元で高まっているFRBによる金融政策の正常化に対する思惑が実質金利の上昇（金価格の下落）要因となっている。直近の1,700米ドル程度への下落も実質金利の上昇幅とおおむね整合的。なお、実質金利がゼロに向けて上昇する展開となれば、金価格の1,500米ドル台への下落を覚悟する必要があるものの、現時点ではまだその可能性は低そうだ。

ETFからは資金が流出傾向

実質金利との連動性を逸脱して金価格が再び高値を取りに行くには、投資需要を高める他の材料が必要だろう。例えば、米国の追加経済対策が挙げられる。これにより、米ドルが大量に供給され、投資資金が生まれるとともに、通貨価値の低下が意識されれば、ETF等を通じて金への投資が活発化する可能性はある。もっとも、最近は暗号資産に注目が集まり、金への投資が盛り上がる様子はうかがえない。

先物の買いポジションも整理が進む

ETFの資金流入は金価格を後追する傾向にある一方、投資筋（非商業部門）の金先物ネットポジションはトレンド転換を判断するのに有効。足元では、2019年から高水準で推移していた買いポジションが整理されつつある。まだ、過去に比べれば買いに偏っており、更なる売り圧力となる可能性も否定できないが、ネット買いポジションが増加に転じるタイミングに注目したい。

宝飾品需要の回復が下支え要因

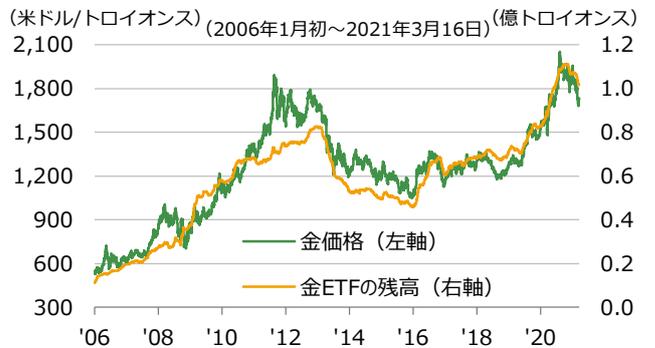
コロナショックの発生した昨年春や金価格が最高値を付けた同年8月ごろは、中国やインドの現地価格が国際価格に比べて大幅に安くなる場面があった。しかし、足元ではそのスプレッドが解消されている。これは、金の国際価格が下落したことに加えて、現地の宝飾品需要が回復していることを示唆する。世界経済が回復に向かう2021年以降は宝飾品需要などの実需による下支えが期待される。

金価格と米国の実質金利



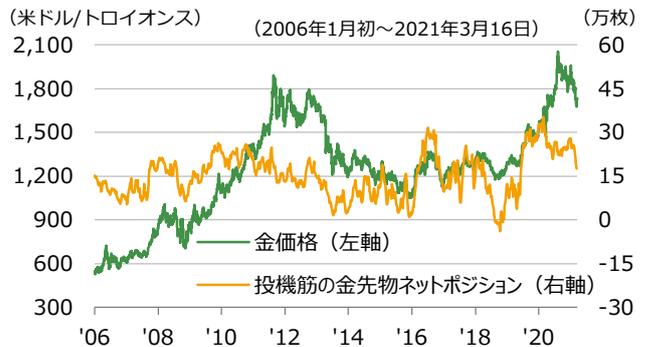
※実質金利=10年国債利回り-10年先期待インフレ率 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



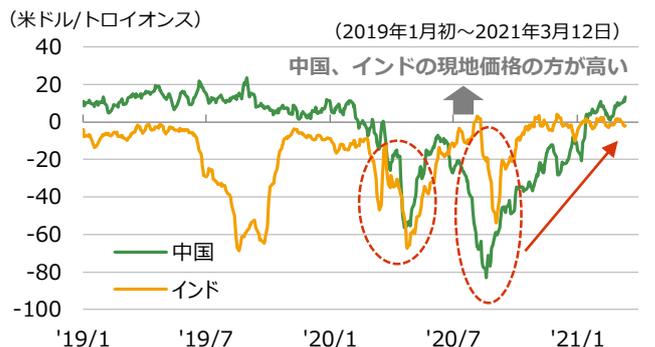
(出所) ブルームバーグ

金価格と投機筋の金先物ネットポジション



※ポジションは週次データ (2006年1月3日~2021年3月9日) (出所) ブルームバーグ

金の現地価格と国際価格のスプレッド



※5日移動平均 (出所) World Gold Council より大和アセット作成

## 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、株式市場が全般的に買われやすい。一方で、債券市場は名目金利の高い新興国を中心に金利上昇しよう。リスクオンと内外金利差拡大が円安要因となるだろう。2021年以降の企業業績の市場予想には新型コロナウイルスからの回復が相当程度織り込み済とみられるものの、早期収束となれば業績予想の切り上げに繋がり、株価上昇を促す余地は残るとみる。
東京五輪の開催中止	中	小	小	マクロ的には新型コロナウイルスの影響の方が圧倒的に大きく、東京五輪は開催中止の可能性が現実的に取り沙汰されているため、実際に中止されても影響は限定的と思われる。新興国への影響に関して、開催される場合は2032年オリンピックの開催に立候補するインド、インドネシアなどが好感される一方、開催中止の場合の直接的影響は小さいだろう。インバウンド需要が消失している現在では企業業績に対する開催中止のマイナスの影響は特定産業に留まると予想。このため、株式市場がネガティブに反応しても期間は限定的で、その程度も小幅なものになろう。
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。
新型コロナウイルス問題が再び深刻化	小	大	大	重篤な副反応が頻発しワクチン接種が進まない、ワクチンの効果が限られる、ワクチンが効かない変異株が蔓延する等々で、新型コロナウイルス問題が再び深刻化すれば、財政刺激が改めて打ち出されるが、企業の対応にも限界があり、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、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。
米国の長期金利の一段の上昇	中	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、巨額の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で、長期金利は既に大幅に上昇しているが、FRB高官が量的緩和の縮小に不用意に言及するなど、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排除できず。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。しかし、外貨準備の積み上げ等でセーフティネットが構築されてきたことや、米国の財政刺激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、対中圧力を強めれば、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振れやすいだろう。

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

## 資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		3/16	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-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	-0.50	-1.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.40	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.20	-0.30
ブラジル	セリック・レート	2.00%	0.00	-2.25	-4.75
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.15	-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	3.50%	-0.25	-1.25	-0.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.00%	0.00	-3.00	-3.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	4.25%	0.00	-1.75	-3.25
トルコ	1週間物レポ金利	17.00%	0.00	6.25	9.00

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		3/16	1カ月	1年	3年
米国		1.62%	0.30	0.90	-1.23
ドイツ		-0.34%	0.01	0.13	-0.91
日本		0.11%	0.02	0.09	0.07
カナダ		1.57%	0.45	0.80	-0.57
豪州		1.69%	0.37	0.78	-1.00
中国		3.26%	0.02	0.59	-0.58
ブラジル		8.87%	0.56	0.33	-0.95
英国		0.79%	0.16	0.35	-0.64
インド		6.18%	0.16	-0.03	-1.38
インドネシア		6.77%	0.49	-0.63	0.04
メキシコ		6.61%	0.90	-1.08	-0.93
ロシア		7.03%	0.07	-1.09	-0.21
トルコ		13.71%	1.06	1.64	1.31

株価指数		直近値 期間別変化率			
		3/16	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	32,826	4.1%	62.6%	31.6%
	S&P500	3,963	0.8%	66.1%	44.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,851	3.3%	57.2%	12.0%
日本	日経平均株価	29,921	-1.8%	76.0%	38.0%
	TOPIX	1,982	0.8%	60.3%	14.1%
中国	MSCI中国	112.76	-12.7%	55.0%	15.0%
インド	MSCIインド	1,703	-1.6%	62.7%	40.7%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,565	-2.1%	22.1%	-9.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,180	5.8%	57.8%	2.6%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		3/16	1カ月	1年	3年
米ドル		109.00	2.8%	3.0%	2.8%
ユーロ		129.73	1.1%	9.5%	-0.4%
カナダ・ドル		87.56	4.8%	16.0%	8.2%
豪ドル		84.43	2.7%	30.4%	3.2%
人民元		16.77	1.6%	11.1%	0.0%
ブラジル・リアル		19.38	-1.8%	-8.4%	-40.0%
英ポンド		151.41	2.7%	16.6%	2.4%
インド・ルピー		1.50	3.0%	5.4%	-8.0%
インドネシア・ルピア		0.76	-0.4%	6.9%	-1.8%
フィリピン・ペソ		2.25	2.7%	9.5%	10.3%
ベトナム・ドン		0.47	2.4%	3.6%	1.4%
メキシコ・ペソ		5.29	0.5%	14.1%	-6.7%
ロシア・ルーブル		1.50	3.9%	5.4%	-18.7%
トルコ・リラ		14.55	-4.1%	-11.6%	-46.2%

リート		直近値 期間別変化率			
		3/16	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,432	5.2%	50.0%	32.1%
日本	東証REIT指数	1,984	-0.5%	28.2%	17.0%

商品		直近値 期間別変化率			
		3/16	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	64.80	7.9%	125.8%	3.9%
金	COMEX金先物価格	1,731	-3.7%	16.4%	31.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

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

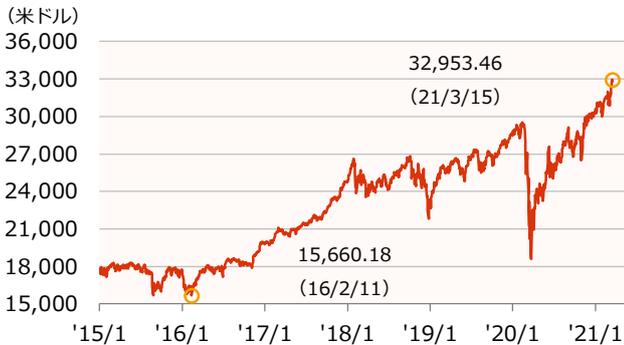
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

## 株価指数・リート指数 - 推移

### NYダウ



### S&P500



### STOXX 50



### 日経平均株価



### TOPIX



### MSCI中国



### NAREIT指数 (配当込み)



### 東証REIT指数 (配当なし)



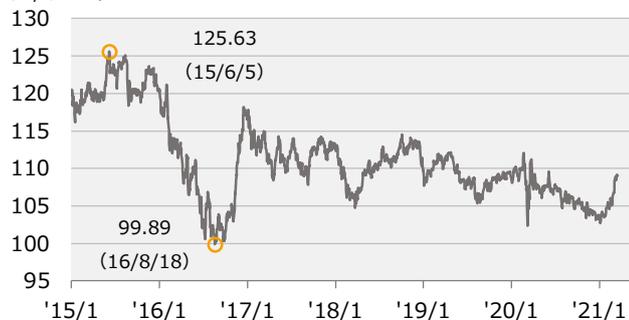
※グラフの期間は2015年1月初～2021年3月16日

(出所) ブルームバーグ

## 為替レート・商品価格 - 推移

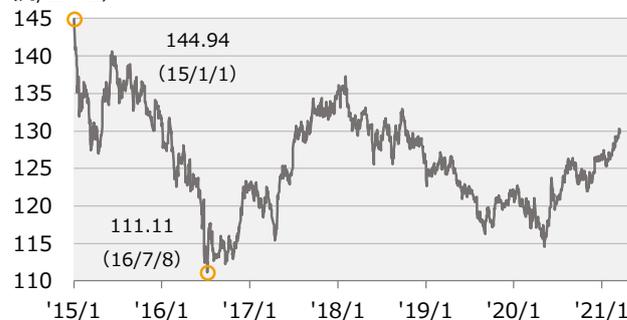
### 米ドル

(円/米ドル)



### ユーロ

(円/ユーロ)



### カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



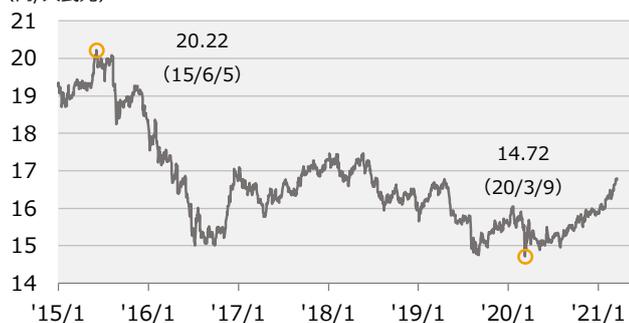
### 豪ドル

(円/豪ドル)



### 中国人民幣

(円/人民幣)



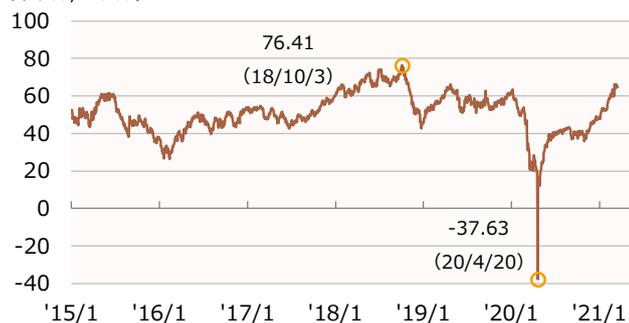
### ブラジル・レアル

(円/レアル)



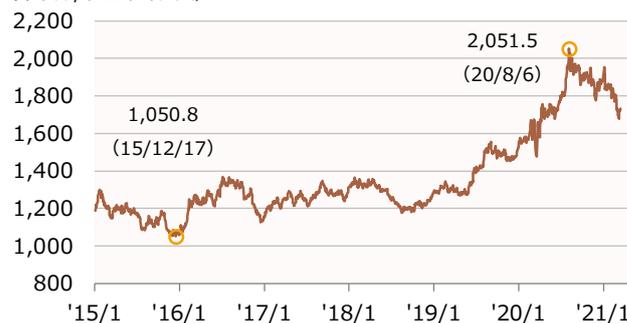
### WTI原油先物価格

(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3月16日

(出所) ブルームバーグ

## 経済指標 - 過去3年実績値

実質GDP成長率	前年比		
	2017年	2018年	2019年
米国	2.3	3.0	2.2
ユーロ圏	2.6	1.9	1.3
日本	1.7	0.6	0.3
カナダ	3.0	2.4	1.9
豪州	2.4	2.9	1.9
中国	6.9	6.7	6.0
ブラジル	1.3	1.8	1.4
先進国	2.5	2.2	1.7
新興国	4.8	4.5	3.7

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

政策金利		年末値		
		2017年	2018年	2019年
米国	FFレート (上限)	1.50	2.50	1.75
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	1.00	1.75	1.75
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	0.75
中国	1年物MLF金利	3.25	3.30	3.25
ブラジル	セリック・レート	7.00	6.50	4.50

失業率	年末値		
	2017年	2018年	2019年
米国	4.1	3.9	3.5
ユーロ圏	8.7	7.8	7.4
日本	2.7	2.4	2.2
カナダ	5.8	5.7	5.6
豪州	5.6	5.0	5.1
中国	3.9	3.8	3.6
ブラジル	11.8	11.6	11.0

(出所) ブルームバーグ、IMF

## 各国金融政策

	米国 FRB 	ユーロ圏 ECB 	日本 日本銀行 
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：平均して2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%弱のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>
金融政策	短期金利操作 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	(現在は主として) 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 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	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続</li> <li>資産購入も現状維持で、拡大・縮小とも見送り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続</li> <li>2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続</li> <li>2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化</li> </ul>

(出所) FRB、ECB、日本銀行

## タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

年	日本	欧米	その他地域		
2021年	4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（26-27日）</li> <li>●英国地方選挙（7日）</li> <li>●ECB理事会（22日）</li> <li>●FOMC（27-28日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●OPECプラス会合（1日）</li> <li>●RBA理事会（6日）</li> <li>●ペルー大統領選挙（11日）</li> <li>●ラマダン開始（13日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（21日）</li> </ul>		
	5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（4日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（5日）</li> <li>●ラマダン終了（12日）</li> <li>●ベトナム議会選挙（22日）</li> </ul>		
	6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（17-18日）</li> <li>●通常国会会期末（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（10日）</li> <li>●FOMC（15-16日）</li> <li>●G7首脳会議（英国、月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（1日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（9日）</li> <li>●ASEAN首脳会議（14-17日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（16日）</li> <li>●イラン大統領選挙（21日）</li> </ul>	
	7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（15-16日）</li> <li>●東京五輪（23日-8月8日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（27-28日）</li> <li>●米連邦政府債務上限到来（31日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（6日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（14日）</li> <li>●イスラムハッジ（17-22日）</li> <li>●中国共産党創立100周年（23日）</li> </ul>	
	8月			<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（3日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（4日）</li> </ul>	
	9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（21-22日）</li> <li>●菅自民党総裁任期満了（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（9日）</li> <li>●FOMC（21-22日）</li> <li>●米2022年度予算成立期限（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●香港立法会議員選挙（5日）</li> <li>●RBA理事会（7日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（8日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（22日）</li> </ul>	
	10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●衆議院議員任期満了（21日）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（27-28日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（28日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（5日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（27日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（27日）</li> <li>●中国6中全会（月内）</li> </ul>	
	11月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（2-3日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（2日）</li> <li>●インドディワリ祭り（4日）</li> <li>●ASEAN首脳会議（月内）</li> </ul>	
	12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（16-17日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（14-15日）</li> <li>●ECB理事会（16日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（7日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（8日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（8日）</li> <li>●中国中央経済工作会議（月内）</li> </ul>	
	2022年	1月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●米一般教書演説（月内）</li> <li>●中国旧正月休暇開始（31日）</li> </ul>	
		2月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●パウエルFRB議長任期（5日）</li> <li>●米予算教書（月内）</li> <li>●ドイツ大統領選挙（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●北京冬季五輪（4-20日）</li> </ul>
		3月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●EU首脳会議（月内）</li> <li>●中国全人代（上旬）</li> </ul>	

## 当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、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、IPO：新規株式公開、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、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3月16日)  
(発行日：2021年3月22日)