



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 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. その他の新興国等

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

市場のテーマはコロナからインフレへ

- Ⅰ 過去1カ月の世界の株式市場は、高値圏で調整色の強い展開となった。その理由は「インフレ懸念」が台頭したからだ。生産等の供給面で制約がかかる中、強い需要の顕在化で物価が上昇している。
- Ⅱ 市場での大きなテーマは、「コロナ」から「インフレ」へとシフトした。もっとも、足もとのインフレ上振れは一過性の要因だと考えられ、基調的なインフレを判断できるのは年後半以降となろう。それまでは、「インフレ」が市場での大きなテーマではあるものの、様子見となろう。



米国

- 経 … 経済活動の再開と大規模な経済対策で景気は順調に回復。インフレ上振れは一過性。
- 株 … ワクチン期待は織り込み済の中、インフレ懸念の高まりで不安定な相場展開を予想。
- 債 … 2023年末の利上げ開始を織り込みつつ、長期金利は2022年末にかけて緩やかに上昇。
- リ … 長期金利の動向と中央銀行の金融政策に注目。
- 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。



ユーロ圏

- 経 … 新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年末にコロナ前の水準へ。
- 株 … ワクチン調達で進展。今後は経済活動の再開が一段と進みセンチメントの改善を予想。
- 債 … ECBの極めて緩和的な金融政策姿勢は不変で、ドイツの長期金利の上昇は最早限界に。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロ高要因に。コロナ感染状況の改善もユーロを下支え。



日本

- 経 … 2021年後半以降はワクチン接種の進展で景気回復が持続も、物価下押し圧力は強い。
- 株 … ワクチン調達は進展も接種はまだ不透明。バリュエーションに割高感が無い点は安心感。
- 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 … 今後の公募増資増加で上値は重い、ワクチン接種の進展による経済活動正常化に期待。
- 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	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



カナダ

- 経 … 感染第3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年前半の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利は緩やかに上昇。
- 為 … 商品価格の変動には要注意だが、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年前半にコロナ前の水準へ。
- 債 … 2024年前半のYCC終了と利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに上昇。
- 為 … 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上昇を見込む。



中国

- 経 … 投資・生産の回復は順調も、消費の回復ペースが予想を下回っていることに注意。
- 株 … ハイテク企業への規制強化がソフトランディングしつつあり、センチメントの改善を予想。
- 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 … 積極的な利上げが景気回復を抑制も、感染収束への期待と外需の強さが支え。
- 債 … 当面の利上げは織り込み済みで、国債利回りは横ばい圏での推移を見込む。
- 為 … 政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。

2021年6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 オーストラリアのバービー

オーストラリアではバーベキューを「バービー」と呼び、国中の人々が楽しめます。年間を通して日差しが強い気候、フレンドリーな国民性も相まって、バービーはライフスタイルの一部として人と人をつないでいます。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

インフレ懸念の台頭

過去1カ月の世界の株式市場は、高値圏で調整色の強い展開となった。その理由は「インフレ懸念」が台頭したからだ。当社は、もともと株式市場の「年央高」を想定していた。年後半からFRBの金融政策正常化（量的緩和の縮小示唆）が始まると考えるためであるが、市場が織り込むその時期が夏から春へ前倒しされたようだ。

成長の速度制限

米国での大規模な経済対策の効果もあり、予想以上に強い景気回復は、良いことばかりではなく弊害ももたらしている。その1つが成長の「速度制限」だ。コロナ禍での生産や労働力等の供給面で制約がかかり、それが成長の足かせとなる中、経済対策の効果等による強い需要の顕在化で、企業在庫は減少し、物価が上昇している。

金融市場

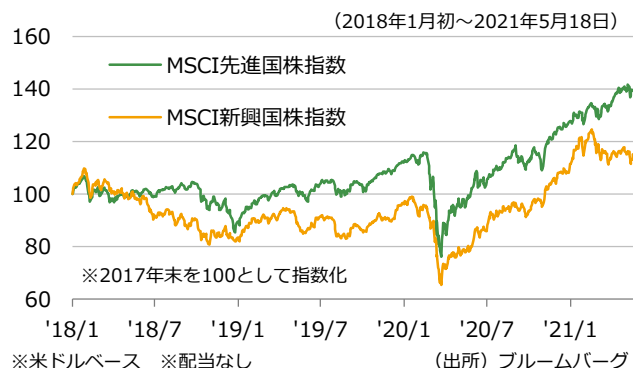
金融政策正常化が前ずれ？

インフレ懸念は、市場にFRBの金融政策正常化スケジュールの前ずれを意識させる。とりわけ、グロース株は低金利を前提に割高とも言えるPERが正当化されているところがあり、バリュー株対比で調整色が強くなっている。もっとも、株式市場全体としてみればセクターローテーションであり、現時点ではあくまでインフレ「懸念」にとどまっている。

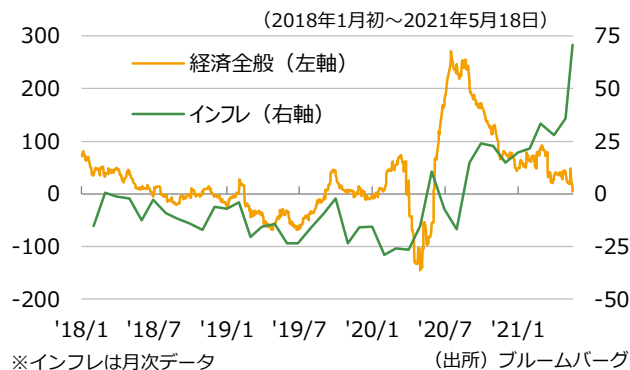
市場のテーマはコロナからインフレへ

市場での大きなテーマは、「コロナ」から「インフレ」へとシフトした。ただ、このテーマの問題は、答えが出るのに時間がかかることだ。足もとのインフレ上振れは、比較対象となる前年の水準が極端に低かったことや供給制約を受けた一過性の要因だと考えられ、基調的なインフレを判断できるのは年後半以降となろう。それまでは、「インフレ」が市場での大きなテーマではあるものの、様子見となろう。

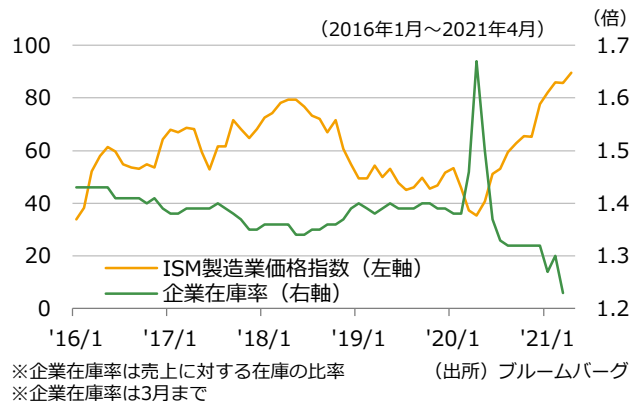
世界株式



米エコノミック・サプライズ指数



米ISM製造業価格指数と企業在庫率



米S&P500グロース株指数とバリュー株指数



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				経済活動の再開と大規模な経済対策で景気は順調に回復。インフレ上振れは一過性。新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年末にコロナ前の水準へ。 2021年後半以降はワクチン接種の進展で景気回復が持続も、物価下押し圧力は強い。感染第3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年前半にコロナ前の水準へ。 投資・生産の回復は順調も、消費の回復ベースが予想を下回っていることに注意。 積極的な利上げが景気回復を抑制も、感染収束への期待と外需の強さが支え。
	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				ワクチン期待は織り込み済の中、インフレ懸念の高まりで不安定な相場展開を予想。 ワクチン調達で進展。今後は経済活動の再開が一段と進みセンチメントの改善を予想。 ワクチン調達は進展も接種はまだ不透明。バリュエーションに割高感が無い点は安心感。 ハイテク企業への規制強化がソフトランディングしつつあり、センチメントの改善を予想。 景気2番底や原油価格の上昇等の懸念材料と、金融緩和の綱引きの中で、当面レンジ推移。 外部環境に左右されやすいが、雇用の法改正等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。 ポジティブ要因多し、過去最高値を更新したことで、当面上昇ベースを緩めよう。
	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				2023年末の利上げ開始を織り込みつつ、長期金利は2022年末にかけて緩やかに上昇。 ECBの極めて緩和的な金融政策姿勢は不変で、長期金利の上昇は最早限界に。 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年前半の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利は緩やかに上昇。 2024年前半のYCC終了と利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに上昇。 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。 当面の利上げは織り込み済みで、国債利回りは横ばい圏での推移を見込む。 金融政策は現状維持が長期化し、長期金利は長期間に亘ってレンジ推移が継続。 追加利下げ期待の後退や原油価格上昇の影響を受け、金利上昇圧力は高まっている。 金利低下が進み、追加利下げも一度で打ち止めの可能性が高く、金利低下余地は限定的。 インフレの沈静化に時間を要するため、政策金利は据え置かれ、長期金利は横ばい推移。 インフレ懸念に対応した利上げは織り込み済みで、長期金利は横ばい推移に。 金利水準が高く、また今年後半からは利下げが見込まれるためキャピタルゲインも期待できる。
	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				長期金利の動向と中央銀行の金融政策に注目。 今後の公募増資増加で上値は重い、ワクチン接種の進展による経済活動正常化に期待。
	日本				

商品	原油				原油需要の回復は見込まれるが、それを上回る供給の増加が上値を抑制。 宝飾品需要の回復は一服しており、インフレ懸念が和らげば実質金利の上昇に即して下落。
	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高要因に。コロナ感染状況の改善もユーロを下支え。 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。 商品価格の変動には要注意だが、金融政策の正常化への期待が下支えに。 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上昇を見込む。 急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があるが、中長期的な上昇余地は大きい。 政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。 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。 割高感に加えて、内需回復とともに経常収支の赤字転落も懸念され、売り圧力が強まろう。 米国の為替操作国認定が解除されるも、政府が通貨上昇をある程度容認する可能性が高い。 米国経済の回復による輸出の増加と海外労働者送金の拡大が通貨を下支え。 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。 経常赤字の継続や金融政策に対する信認の低下で下落圧力がかり続ける。
	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 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	4.6	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	1.7	1.9
ユーロ圏*1	1.3	-6.6	3.8	3.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.2	-0.1
日本	0.0	-4.7	2.5	3.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.1	0.1
カナダ	1.9	-5.4	5.6	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.6	1.8
豪州	1.9	-2.4	4.1	2.7	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.8	2.0
中国	6.0	2.3	9.2	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	4.0	2.5	4.50	2.00	5.50	6.00	7.05	7.31	9.5	9.5

	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	31,000	32,000	米ドル	108.61円	103.25円	108円	110円
NYダウ	22.3%	7.2%	1.3%	3.2%		-1.0%	-4.9%	4.6%	1.9%
米国	3,231	3,756	3,800	3,950	ユーロ	121.77円	126.18円	130円	131円
S&P500	28.9%	16.3%	1.2%	3.9%		-3.2%	3.6%	3.0%	0.8%
欧州	3,745	3,553	3,950	4,100	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	87円	90円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	11.2%	3.8%		4.0%	-3.0%	7.2%	3.4%
日本	23,657	27,444	28,500	29,000	豪ドル	76.24円	79.47円	87円	90円
日経平均株価	18.2%	16.0%	3.8%	1.8%		-1.4%	4.2%	9.5%	3.4%
日本	1,721	1,805	1,880	1,910	中国人民元	15.60円	15.89円	16.7円	17.7円
TOPIX	15.2%	4.8%	4.2%	1.6%		-2.3%	1.8%	5.1%	6.0%
中国	85.7	108.58	133	135	ブラジル・レアル	26.98円	19.89円	19.3円	19.0円
MSCI	20.4%	26.7%	22.5%	1.5%		-4.5%	-26.3%	-3.0%	-1.6%

	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	2,000	2,100
東証REIT指数	20.9%	-16.9%	12.1%	5.0%

※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

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、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	-9.8	4.3	4.1	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.8	1.0
インド*1	4.2	-9.2	9.8	6.5	5.15	4.00	4.00	4.25	6.56	5.87	6.5	7.0
インドネシア	5.0	-2.1	5.5	6.0	5.00	3.75	3.25	3.50	7.06	5.89	7.0	7.5
フィリピン*2	6.0	-9.6	4.8	6.3	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	4.00	4.00	6.91	5.55	6.5	7.0
ロシア	2.0	-3.1	3.4	2.5	6.25	4.25	5.50	5.50	6.41	6.27	7.0	7.0
トルコ	1.0	1.8	4.5	3.9	12.00	17.00	16.00	12.00	11.72	12.43	14.0	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%	1.49円 -0.7%
ベトナム VN指数	961 7.7%	1,104 14.9%	1,340 21.4%	1,400 4.5%	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%	0.764円 -0.9%
					フィリピン・ペソ	2.14円 2.3%	2.15円 0.1%	2.12円 -1.3%	2.12円 0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.469円 -0.8%	0.447円 -4.5%	0.474円 6.0%	0.493円 4.0%
					メキシコ・ペソ	5.74円 2.8%	5.19円 -9.5%	5.40円 4.0%	5.50円 1.9%
					ロシア・ルーブル	1.75円 10.7%	1.40円 -20.4%	1.47円 5.3%	1.50円 2.0%
					トルコ・リラ	18.2円 -11.8%	13.9円 -23.8%	12.7円 -8.7%	11.6円 -8.7%

※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) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

GDPは現四半期にコロナ前の水準へ

昨年終盤から今年初めにかけて新型コロナウイルスの感染が再拡大したにも拘わらず、緩和的な金融政策と大規模経済対策の効果で実質GDPは昨年後半以降順調に増加しており、現四半期にコロナ前の水準を取り戻す見込み。高水準の貯蓄を背景に一両年の景気下振れリスクも小さい。年後半に成立が期待されるインフラ投資計画は所得再分配の性格が強いものの、中長期的な景気下支え要因として働こう。

景況感は製造業、非製造業とも高水準

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも60を上回る高水準で推移している。感染対策が比較的容易で輸出の恩恵を享受する製造業と対人接触の多い非製造業がほぼ軌を一にして改善しているのが特徴的。製造業、非製造業とも入荷の遅れと仕入価格の高騰が著しく、サプライチェーンの制約が生じている模様。新型コロナウイルス問題がこのまま収束すれば、需給ともに一段の上振れが見込まれる。

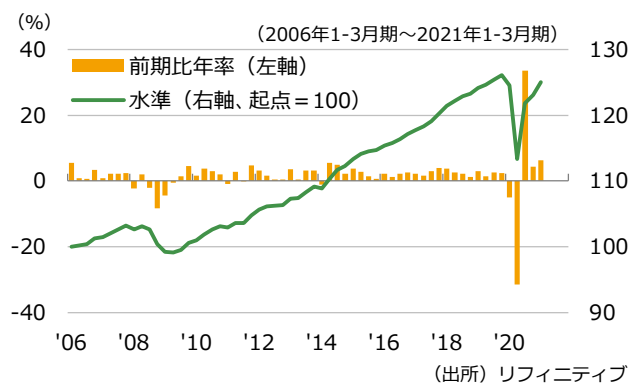
「最大雇用」の達成は2023年中

新型コロナウイルスにより僅か2カ月で失われた2,236万人の雇用の約63%を1年で取り戻したが、雇用者数はなおコロナ前を821万人も下回る。各種雇用関連指標からは労働需要の強さが窺え、働く意志があれば復職は容易と考えられる。経済活動の再開に連れて特にサービス業の雇用が大きく増加し、現在6.1%の失業率は一段と低下しよう。コロナ前の「最大雇用」の達成は2023年中と見込む。

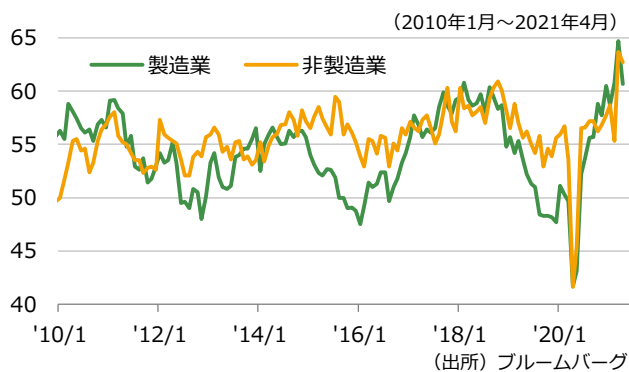
消費者物価指数の上振れは一過性

コアの消費者物価指数は4月に前月比0.9%と、1982年来の大幅な上昇を記録した。新型コロナウイルスで極端に下がっていた価格の反発や、需要の上振れに供給が追いついていないことが要因で、一過性と考えられる。しかし、賃金上昇圧力の高まりがサービス価格に広範に転嫁されたり、消費者物価指数の中でウェイトの大きい家賃が強含むようであれば、持続的な物価上昇圧力として働く点には留意。

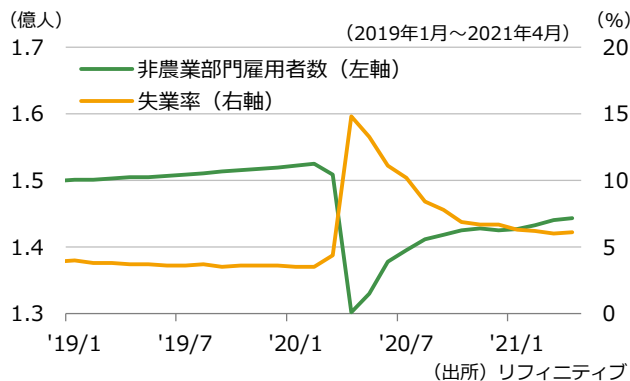
実質GDP



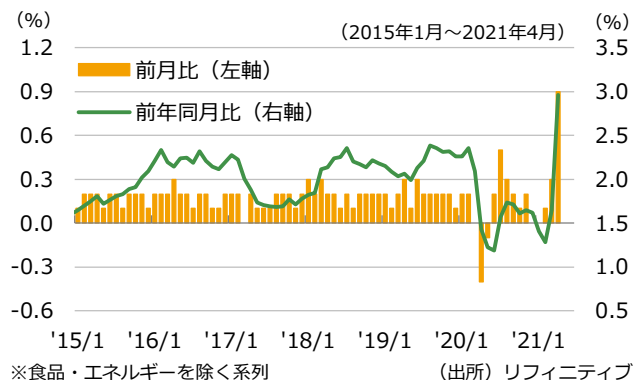
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数（コア）





株式

想定より早いものの小幅な調整

我々は従来から、「2021年後半は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」リスクを警戒していたが、そのタイミングは予想より早かった一方、当初の反応は小幅であった。これまでの調整で、量的緩和の縮小開始時の影響は低下も、インフレ懸念による利上げタイミングへの思惑は続くと考え、株式市場は不安定な展開を予想。やや弱気の判断は継続する。

物色シフトは進展

右図はラッセル1000のグロース及びバリュエーション指数のパフォーマンス差を見たもの。52週間前騰落率はこれまでのグロース指数優勢から直近でバリュエーション指数が逆転しており、物色シフトは進展したとみる。今後もインフレ及び金利動向により物色は揺れ動き易いと考え、より注目されるのはインフレ懸念の高まりにより、市場が利上げタイミングの修正リスクを織り込みに行くか否かであると考え。

不透明な状態がしばらく続く

消費者物価指数とPERの動きはまちまちであり、安定しない。需要の強さ（＝好景気）、中銀の引き締めリスクの高まりなど、何に焦点が当たるかで物価上昇の評価も異なるが、現在の注目はインフレと中銀政策の修正タイミングであり、株式市場はリスクと捉え続け易い。但し、単月の経済統計でFRBの判断が変わるものではなく、市場のコンセンサス形成には時間が掛かると考える。

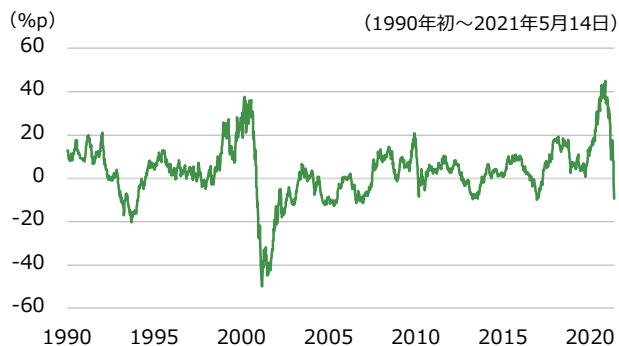
相場テーマはインフレ、金利中心に

米国における新型コロナウイルスワクチン接種は今後も順調に進むと予想。共和党支持者のワクチン接種意向比率が低いことを懸念する声がかつて一部で見られたものの、直近の世論調査によればそれも改善。共和党支持者におけるワクチン接種の不支持率は明確な低下が確認された。ワクチン接種の相場への影響は低下し、今後はインフレ、金利、中銀政策が米国株式市場の中心テーマになると考える。

S&P500の推移

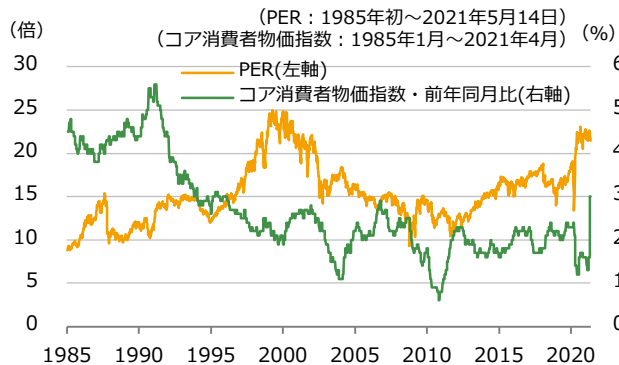


ラッセル1000グロース指数・バリュエーション指数の騰落率差



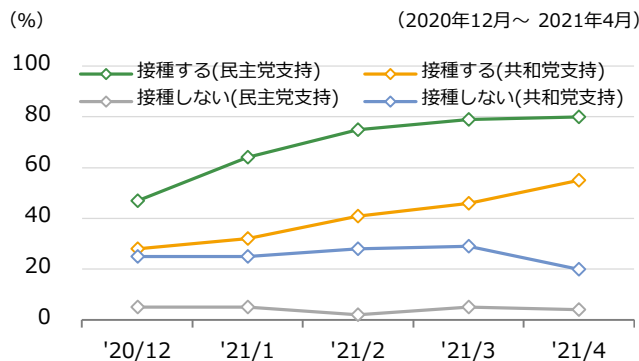
※52週間前騰落率の「グロース指数」－「バリュエーション指数」にて算出
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

米国消費者物価指数とPER



※PERはS&P500の12ヶ月先予想
(出所) リフィニティブ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意向調査の動向



※接種するは「接種済」と「すぐに接種する」の合計
(出所) KFFより大和アセット作成



債券・金利

量的緩和縮小の議論は夏以降

当面の景気、物価の大幅な上振れは一過性とFRBも想定しており、経済ファンダメンタルズを正しく評価できるようになる夏以降になって初めて、量的緩和縮小の要件である最大雇用達成への「更に顕著な進展」に係る議論がなされよう。2021年末に量的緩和縮小の見通しが示され、2022年3月に実際に縮小を開始し、リーマンショック後の例にならって、一年程度かけて新規の資産購入を終えると見込む。

長期金利は来年末にかけて緩やかに上昇

消費者物価指数の極端な上振れにも債券市場は冷静を保っている。最大雇用の達成を含む利上げの要件が整うのは2023年中で、利上げ開始は2023年末と見込む。市場の早期利上げ期待は早晩消失しよう。それでも景気下振れリスクは小さく、長期金利が低下基調に転じる可能性は低い。10年国債利回りは2022年末にかけて緩やかな上昇を見込む。

リート

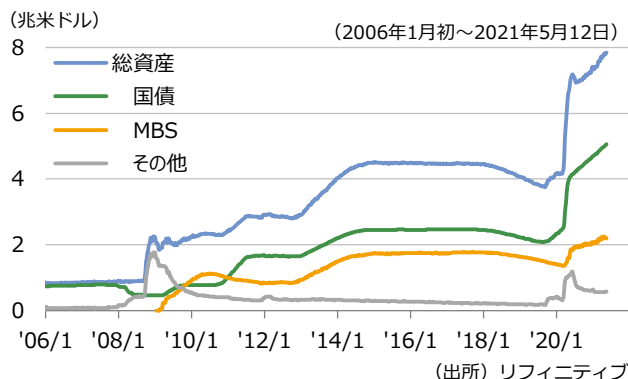
業績改善期待とインフレ警戒

米国リート市場は、米国経済の回復などを背景に業績改善期待は高まったものの、コモディティ価格の上昇などからインフレへの警戒感が高まり、上値の重い展開。ただ景気回復を伴うインフレは、不動産の賃料上昇などを促し、基本的にはリーートの業績にポジティブ。懸念の中心は今後の長期金利の動向とFRBの金融政策ということになろう。

長期金利は落ち着いた動き

期待インフレは引き続き上昇傾向だったものの長期金利は比較的落ち着いた動き。社債の信用スプレッドは低位で推移しており、リーートの投資環境としては望ましい状況が継続。今後は雇用情勢や消費者物価の動向を見ながら、FRBの金融政策の舵取りに注目が集まる展開となろう。

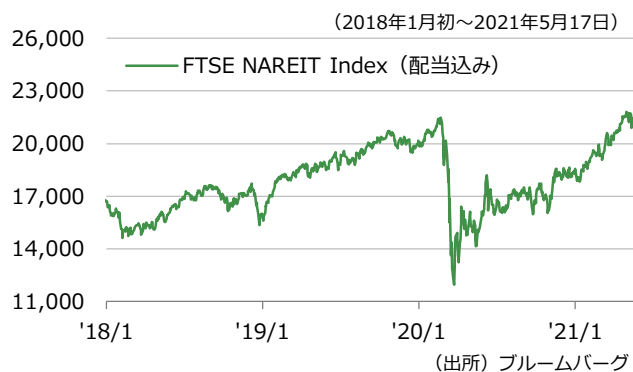
FRBの総資産残高と内訳



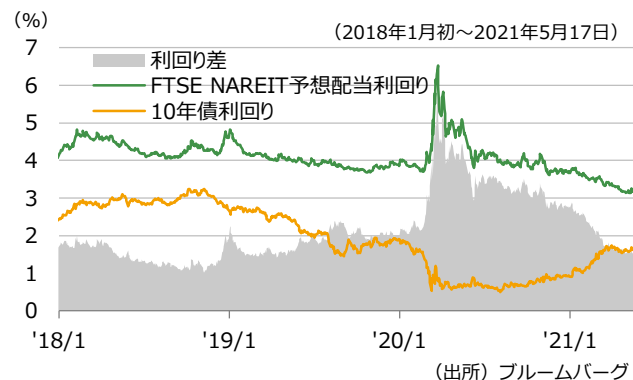
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米長期金利差と米ドル円の中期相関

2020年8月以降に日米長期金利差の拡大が続き、2021年に入るとようやく米ドル円も上昇に転じた。トリプルブルーとなった米国の財政支出拡大への期待に加え、新型コロナウイルスの感染抑制に伴う景気回復への期待が背景にある。最近2年間ほどの相関からすると、日米10年国債金利差1.5~1.6%台に対応する米ドル円は108円前後だ。米長期金利が大幅に上昇しないと米ドル円は110円を超えにくい。

米実質金利の低下により米ドル円が反落

2021年1月以降、米国の財政支出拡大と新型コロナウイルス感染鈍化により景気が回復するとの期待が高まるにつれ、FRBの金融緩和解除への期待も高まった。それにより米実質金利が上昇し、米ドル円が上昇した。しかし、その後は米実質金利が低下し、米ドル円も下落に転じた。日本と比べた相対的な米国の実質金利の低下幅から見ると、米ドル円には依然として下落圧力がかかりやすいと考えられる。

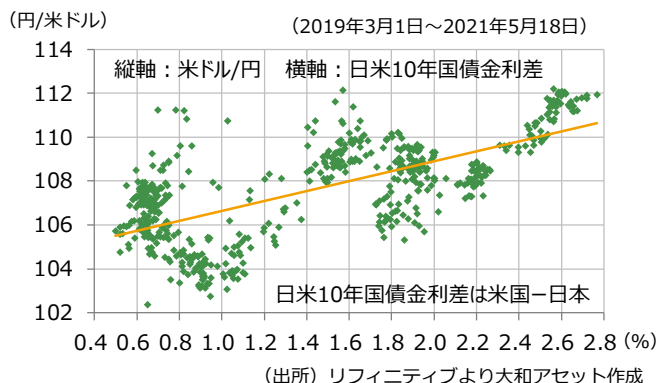
米インフレ期待の高まりで実質金利低下

米国の期待インフレ率が2%を超えて上昇した後、実質金利も遅れて上昇したが、期待インフレ率が一段と上昇するに伴い実質金利が低下するようになった。期待インフレ率の上昇が供給制約懸念による面が大きく、需要増加期待による面が小さいために、FRBの金融緩和解除期待が強まりにくく、米実質金利が上昇しにくいのだろう。景気回復期待が強まるまでは米実質金利と米ドル円は上昇しにくい。

供給制約によるインフレは需要を抑制も

米ISM製造業の新規受注指数が頭打ちとなる一方、価格指数が急伸している。供給遅延指数の上昇（供給のさらなる遅れ）や顧客在庫指数の低下（在庫不足の強まり）にもあるように供給制約が強まっており、それにより価格が上昇している。需要増加によるインフレなら米実質金利は上昇しやすいが、供給制約によるインフレなので需要を減退させる懸念もあり、米実質金利と米ドル円は上昇しにくいだろう。

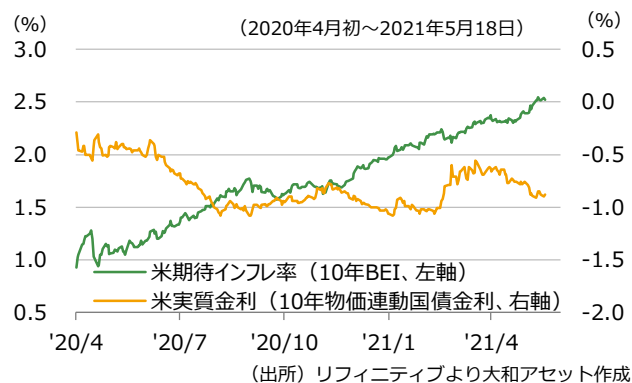
日米名目金利差と米ドル円



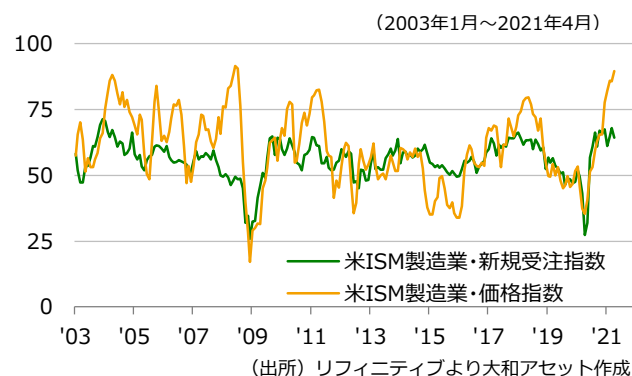
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米製造業の新規受注指数と価格指数





経済

GDPは2022年末にコロナ前の水準へ

実質GDPは2020年10-12月期、2021年1-3月期ともマイナス成長に陥った。しかし、落ち込みは限定的で、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う行動制限が要因であることも明らか。不確実性の程度は1年前とは異なる。財政刺激は遞減するが、新型コロナウイルス問題が収束に向かうに連れて、4-6月期以降は景気回復が持続し、2022年10-12月期に実質GDPはコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

新型コロナウイルス問題は着実に改善

新型コロナウイルスの新規感染者数は2021年に入り増減を繰り返しつつ高止まっていたが、ワクチン接種の進展に連れて5月以降は減少基調が明確で、主要4カ国合計の7日移動平均では、昨年10月の水準まで減少している。ワクチン接種のペースが足元で加速していることや、それでも行動制限の緩和は慎重に進められていることから、新型コロナウイルス問題はそのまま収束に向かうことが期待される。

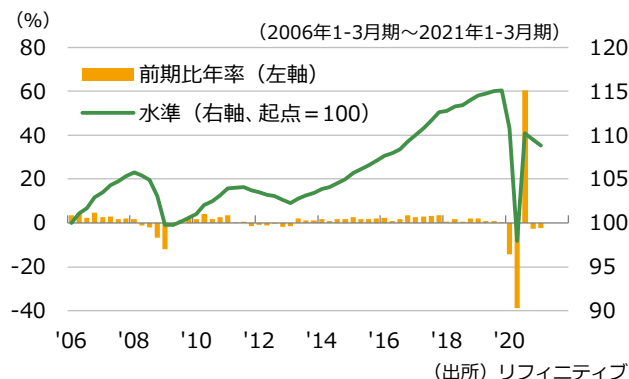
サービス業の景況感が50を上回る

4月マークイットPMIは製造業が1997年の調査開始以来の最高を更新し、サービス業も昨年8月以来となる50超を記録した。製造業とサービス業の乖離は依然大きく、挽回生産の継続で製造業の景況感は当面高水準のままと見込まれるが、経済活動の再開が一段と進むに連れて、今後は対人接触の多いサービス業の方が景況感の改善は相対的に進み易く、サービス業が製造業に接近すると見込む。

インフレ率の持続的な上昇は見通せず

4月消費者物価指数は総合で前年同月比1.6%へ伸びが加速したが、エネルギー価格が同10%超も上昇したことが主因。コアは1月に特殊要因のはく落等でコロナ前に一旦復した後、同0.8%へ鈍化している。期待インフレ率は上昇しており、経済活動の再開で現実のインフレ率の上振れも見込まれるが、需給ギャップが拡大した現状では一過性に留まろう。ECBが目標とする2%への持続的な上昇は見通せず。

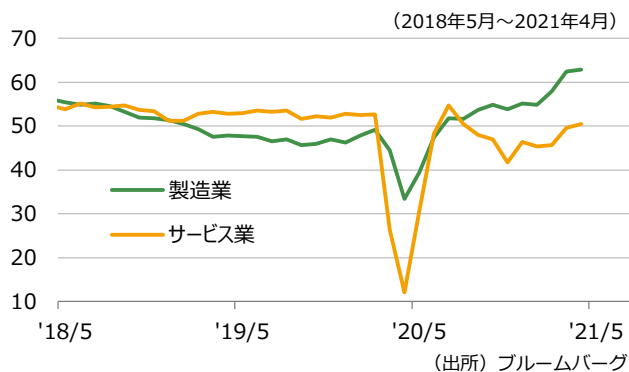
実質GDP



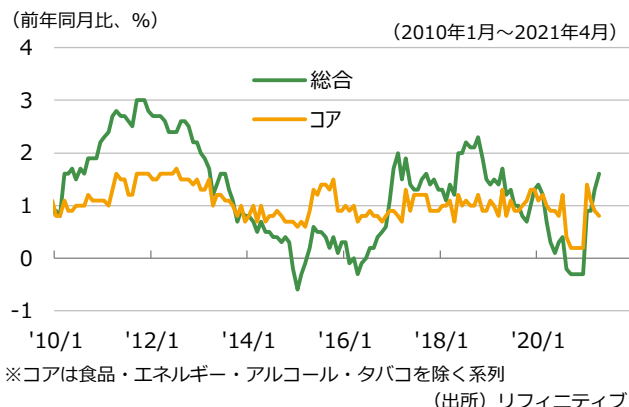
新型コロナウイルス



マークイットPMI



消費者物価指数





株式

見通しをやや強気に引き上げ

欧州株の見通しをやや強気に引き上げる。直近1カ月の株価は日本株や米国株と比べると小幅な下落率。現在のPERは2022年予想で16.3倍と相対的に割高感は乏しい。インフレ懸念による株価の不安定化リスクはあるものの、バリュエーションを勘案すれば、その影響は相対的に小さいと予想。新型コロナウイルスワクチン接種進展に伴い、目先は良いニュースが出易い局面であることに注目したい。

ワクチン調達で大きな進展

4月19日にEUはファイザーと新型コロナウイルスワクチンについて1億回の追加契約を発表した。これにより、EUはファイザーとモデルナ製ワクチンで域内の需要を賄える状況を構築出来たとみる。一部製品の副反応問題による接種停滞リスクが大きく後退し、今後は順調にワクチン接種が進展することが予想され、経済活動再開の進展が期待される。

債券・金利

極めて緩和的な金融政策姿勢は不変

ECBはPEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）での資産購入を4月は801億ユーロへ増やした。このまま金融環境の安定が続けば、7-9月期は減額する公算が大きいだが、その程度は同プログラムに備わっている柔軟性の範囲内と考えられ、過大視すべきでない。金融環境の安定は多分にECBに依存しており、緊急避難措置からの脱却はあっても、極めて緩和的な金融政策姿勢は不変。

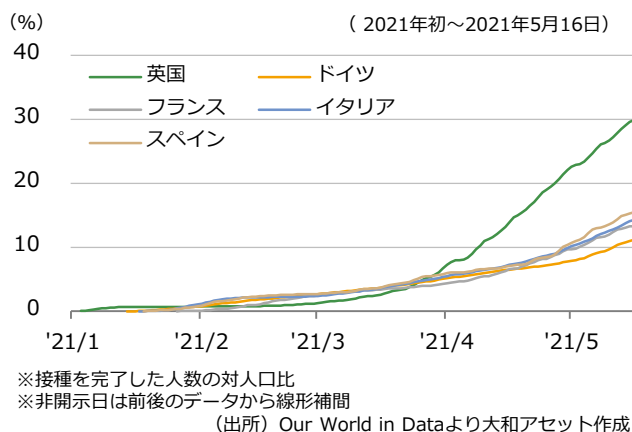
ドイツの長期金利の上昇は限界

ドイツの10年国債利回りは4月以降再び上昇し、約2年振りとなる▲0.1%近傍に達している。新型コロナウイルス問題の収束への期待を反映したものであろう。しかし、インフレ見通しは精々コロナ前の状態に復した程度で、政策金利は長期間に亘って据え置きが予想されることや、ユーロ高へのECBの警戒姿勢から、長期金利の上昇は最早限界と考える。

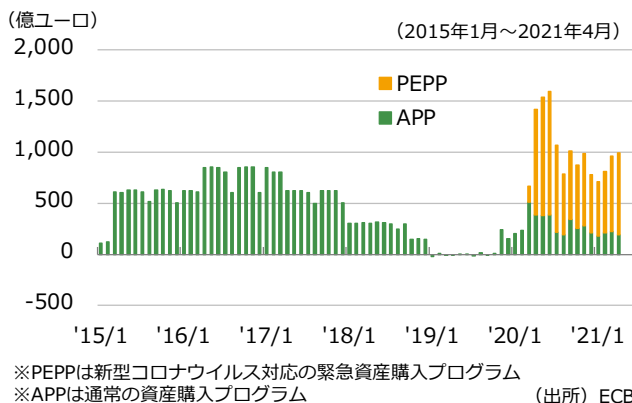
Euro STOXX 50の推移



欧州の新型コロナウイルスワクチン接種動向



ECBの資産購入額



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは米ドルや円に対して上昇

ユーロは米ドルや円に対して上昇した。市場がリスクオン傾向にあることや、米国に比べ欧州の景気指標が市場予想を上回るケースが多いことが背景にある。EUが復興基金で経済再建に動き始めると、ユーロ一段高の要因となろう。ECBが資産購入規模を減額するとユーロ高が進む可能性があるが、資産購入ペースを維持した場合には、ユーロ圏諸国の長期金利やユーロが反落する可能性もある。

欧米の新型コロナ感染減は円安要因に

4月以降、欧州主要国と米国の新型コロナウイルスの新規感染者数はほぼ同様に減少。欧州ではワクチン接種が進む英国の感染減が先行したが、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの新規感染も減少。一方でインドは感染が急増したが、欧米等の先進国を除く国々の感染拡大に歯止めがかかる兆しもある。欧米で行動制限が緩和されても、ワクチン接種効果で感染抑制が続けば、リスクオンの円安要因に。

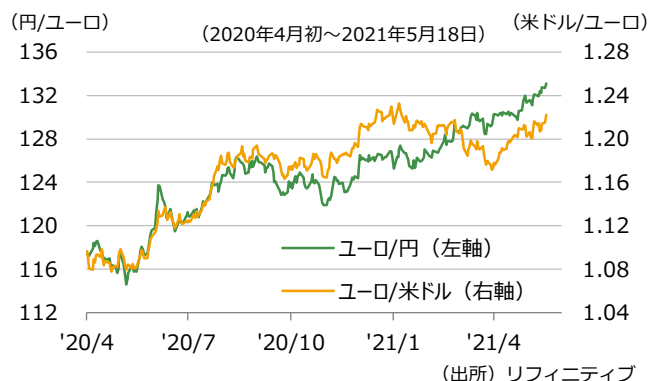
欧州の経済指標はユーロ高要因に

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、ユーロ圏が高水準を維持し、日本が上昇した一方、米国が低迷。相対比較からは米ドル安・ユーロ高・円高に作用しやすい。なお、新興国のサプライズ指数は4月以降にプラス幅が拡大したが、足元で中国が低下。世界的にはサプライズ指数が堅調に推移しており、全体観からはリスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい。

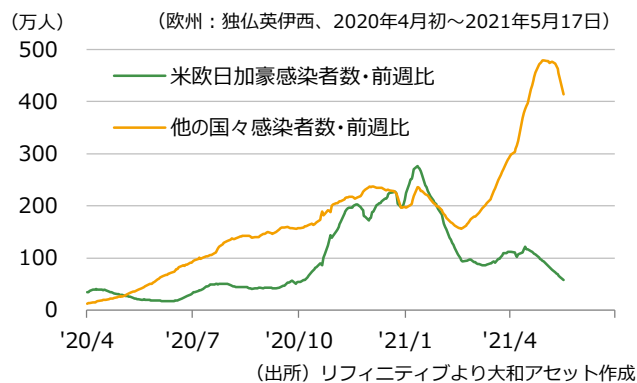
相対的な欧州金利上昇とユーロ高

今年1-3月は米国の新型コロナ感染が急減して名目金利と実質金利が上昇したため、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。だが、4月以降は米国の長期金利が低下する一方で、ドイツなど欧州の長期金利が上昇し、ユーロは対米ドルで反発した。景気回復で先行した米国に比べ出遅れていた欧州の長期金利や通貨の上昇がさらに進むか否かは、中銀の金融政策スタンスにも依存か。

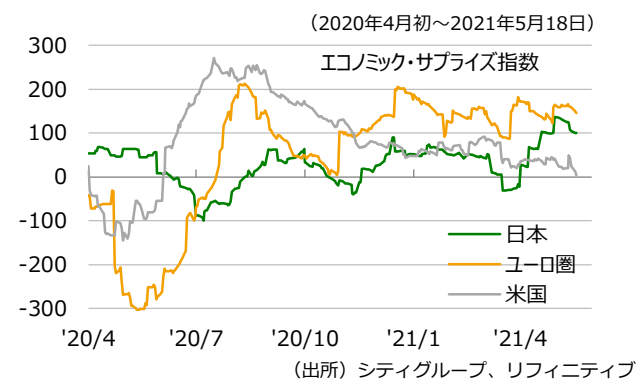
ユーロの対円相場と対米ドル相場



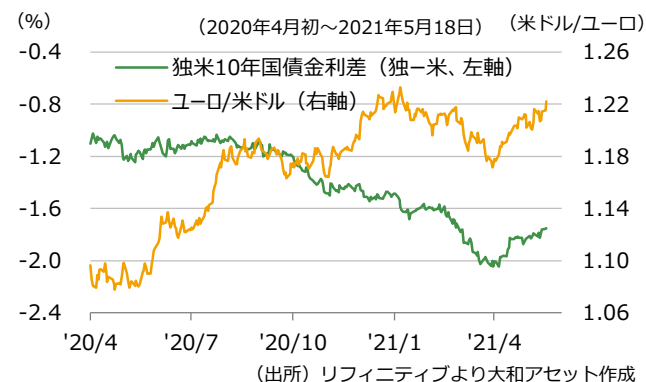
新型コロナウイルス感染者数の増加ペース



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

実質GDPは2021年1-3月期に三四半期振りのマイナス成長に陥った。しかし、月次では1月の落ち込みの後、2、3月は上振れている。EU離脱に伴う悪影響も限定的で、新型コロナウイルスの感染が収束しつつあるなか、4月マークイットPMIは製造業、サービス業とも60超の高水準に達した。4-6月期以降は景気回復が本格化し、2023年10-12月期に実質GDPはコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

新型コロナウイルス問題は収束へ

ワクチン接種の進展を受け、新型コロナウイルス問題はほぼ収束しつつある。イングランドでは6月21日の経済正常化を目指す4段階での行動制限緩和の工程表の下、3月に第1段階の、4月に第2段階の、5月17日には飲食店の屋内営業の許可を含む第3段階の緩和がなされた。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

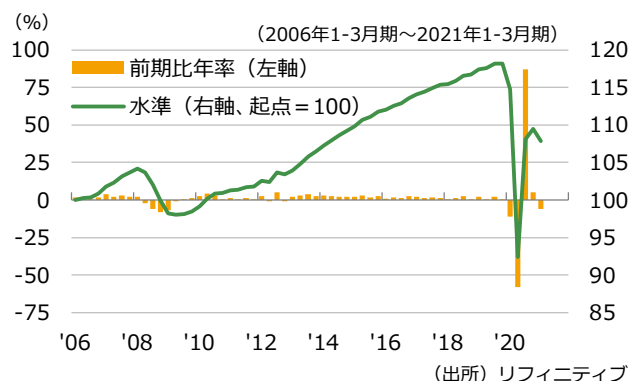
政策金利は据え置きが長期化

不確実性が大幅に低下し、景気回復の確度が高まるなか、BOEは5月の金融政策委員会で景気見通しを全体として上方修正した。しかし、需給ギャップは大幅に拡大したままであり、政策金利は据え置きが長期化しよう。資産購入も現行の枠に達するまでは淡々と継続される見込み。財政刺激が縮小するため、利上げ期待が一段と高まるには至らず、10年国債利回りは1%程度が一両年の上限と想定する。

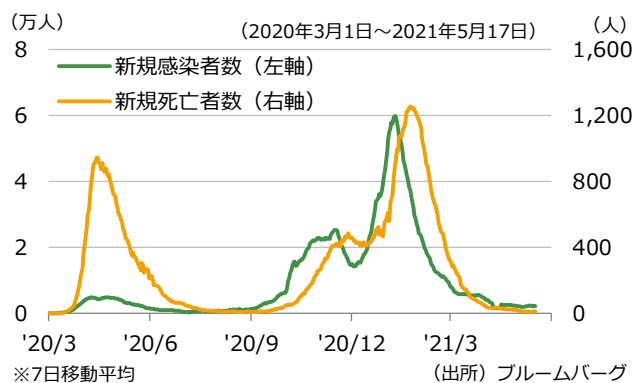
ユーロに対するポンド安リスク

ポンドは米ドルや円に対して上昇。英国における新型コロナウイルスの新規感染者数の大幅減や、英中銀の景気見通し上方修正がポンド高要因となった。ただ、英国の長期金利はドイツに比べて低下しており、ポンドはユーロに対しては下落しやすい状況に。中長期的には、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だろう。

実質GDP



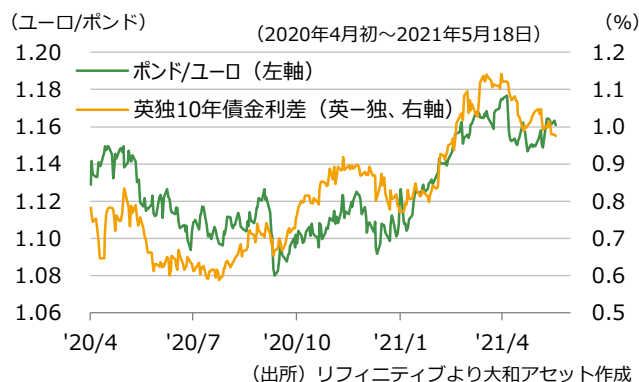
新型コロナウイルス

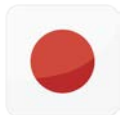


政策金利と長期金利



ポンドの対ユーロ相場と英独長期金利差





経済

GDPは2022年末に消費増税前の水準へ

実質GDPは2020年後半に年率2桁成長が続いた後、2021年1-3月期は緊急事態宣言の発出もあり、マイナス成長に転じた。緊急事態宣言の範囲が広がる中、4-6月期も景気回復は足踏み中。ワクチン接種が進めば経済活動の再開も進み、経済対策、企業の挽回生産等を受け、年後半以降は景気回復が持続しよう。実質GDPは2022年10-12月期に2019年10月の消費税率引き上げ前の水準を取り戻すと見込む。

景況感は感染状況次第で一進一退

4月景気ウォッチャー調査での景気の現状判断は方向性、水準とも悪化した。まん延防止等重点措置や緊急事態宣言が発出された影響で、飲食、小売関連の悪化が顕著である。一年前の大底からは反発しているが、水準の戻りは鈍い。結局、景況感は新型コロナウイルスの感染状況次第であり、ワクチン接種の進展が鍵を握ると考えられる。新たなリスクが顕在化しなければ、時間の経過で改善しよう。

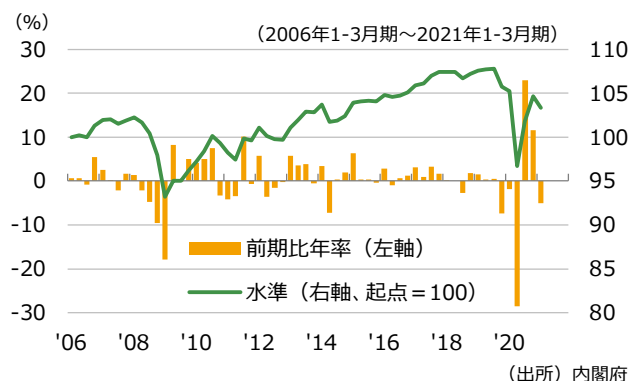
実質輸出はコロナ直前の水準を回復

実質輸出は世界経済の回復を受けて、既にコロナ直前の水準を上回った。中国向けは寧ろコロナ後に増勢が強まっている。EU、米国向けは急減後に急増も、米国は昨年末以降足踏みしている。財別では、情報関連、資本財、中間財とも堅調だが、自動車が伸び悩んでおり、供給制約の影響が窺える。世界経済の回復が持続するなか、一部の財での供給制約はあっても、輸出は増勢を保つと見込む。

2%のインフレ目標は見通せず

消費者物価指数は前年同月比ゼロ%近傍で推移している。今後はエネルギー価格が総合でプラスに寄与してくる一方、携帯電話通信料の値下げがマイナスに寄与する。発表済みの東京都区部の4月のデータでは携帯電話通信料が総合の前年同月比を0.4%ポイント押し下げた。8月に予定されている基準改定も消費者物価指数の追加的下押し要因と考えられる。2%のインフレ目標への持続的上昇は見通せず。

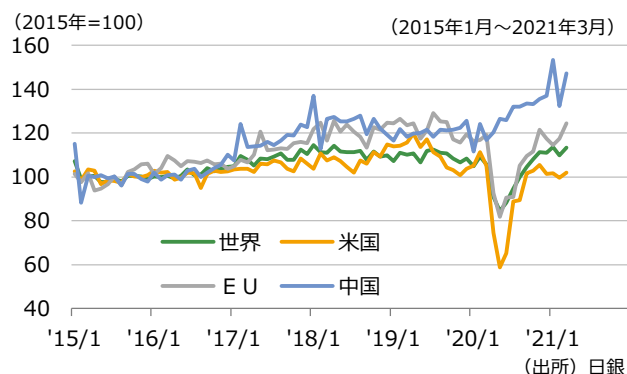
実質GDP



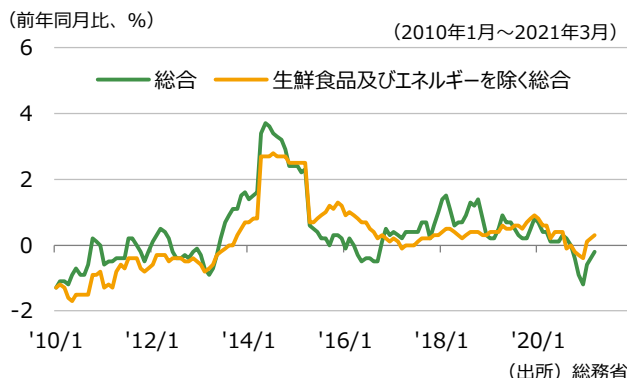
景気ウォッチャー調査



実質輸出



消費者物価指数





株式

中立スタンスを継続

直近1カ月の株価は欧米株を上回る下落。米国におけるインフレ懸念の高まりに加え、新型コロナウイルスワクチン接種の遅れ等が影響したと考える。今後も米国のインフレ、金利上昇懸念が日本株に悪影響を与えるリスクはあるものの、バリュエーションを考えれば下値余地も大きくはないと判断。国内もワクチン接種が進展するタイミングに入りつつあることも考え、中立スタンスを継続する。

金利上昇リスクは相対的に軽微

足元の株価水準は2022年度予想EPSベースのPERで14倍程度と過去平均並みまで低下した。インフレ及び金利上昇が株式市場に与える影響の一つは、高いバリュエーションが修正されることであるが、日本株はその影響が相対的に軽微になると予想。今後、利上げなどFRBの政策変更時期の修正の有無が本格的に市場の中心テーマになった際には日本株の選好度が高まる余地があると考え。

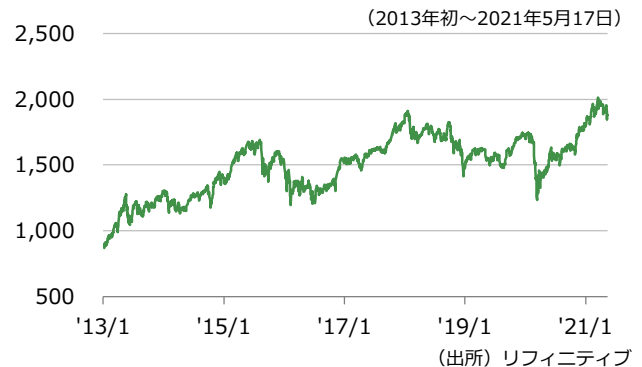
ワクチン調達に目途

5月14日に厚生労働省はファイザーと約5,000万回分の新型コロナウイルスワクチンの追加供給契約を締結したと発表した。これまでの発表と合わせるとファイザーとモデルナの2社で国内必要量をほぼ賄える状態となり、ワクチン調達における不確実性が大きく後退した。接種体制の構築などに一定の時間が掛かる可能性は考えられるものの、日本のワクチン接種は徐々に改善方向に向かうと考える。

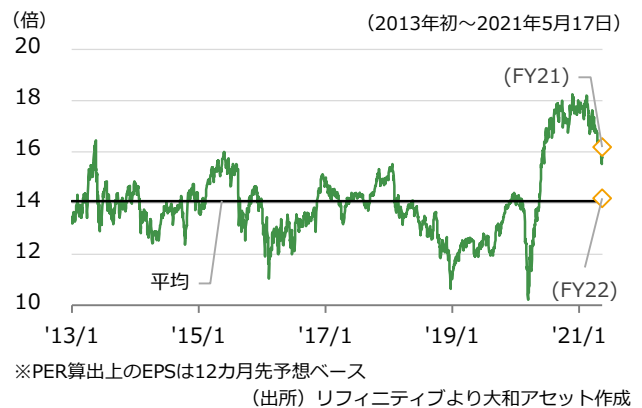
2021年度会社計画は上振れ余地あり

2021年度の会社計画は市場予想を下回る銘柄が目立った。売上高の前年比を見ると、2019~2020年度の売上減少に対して、特に非製造業において回復感に乏しい計画となっている。国内の新型コロナウイルス感染状況等の不透明感が影響していると考えられるが、状況が改善すれば売上高見通しの改善による業績の上振れ余地が生まれるとみられ、国内のワクチン接種動向は注視が必要と考える。

TOPIXの推移



PERの推移 (TOPIX)



日米EUの新型コロナワクチンに関する契約状況

(2021年5月時点)

(億円)	アストラ	ファイザー	モデルナ	JNJ	バ・バ・ワックス (Phase3)	サファイア (Phase3)	サファイア (Phase3)	人口 (億人)
米国	300	300 (300)	300	200 (100)	100	-	100 (500)	328
日本	120	194	50	-	250	-	-	125
EU	300 (100)	600	310	200 (200)	-	225	300	446
(構成比)								
米国	17.6%	35.3%	17.6%	17.6%	5.9%	-	5.9%	
日本	19.5%	31.6%	8.1%	-	40.7%	-	-	
EU	17.9%	26.8%	13.9%	17.9%	-	10.1%	13.4%	

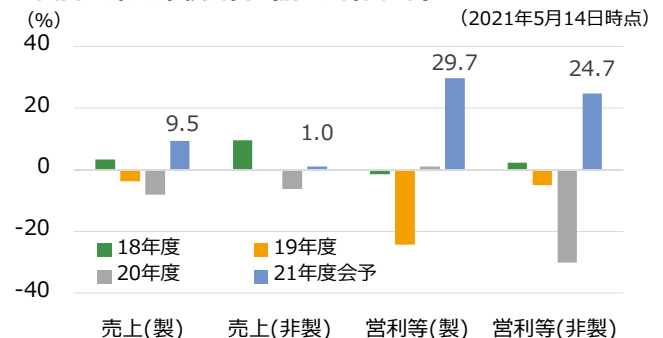
※JNJ: ジョンソン&ジョンソン

※下段はオプション契約等でEUは中低所得国への寄付分を含む

※2回接種が必要なワクチンもあり、回数は配布可能人数とは異なる

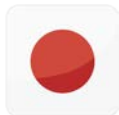
(出所) HHS、EU、厚生労働省、会社資料などより大和アセット作成

国内企業の業績動向 (前期比伸び率)



※対象は2021/5/14時点で決算発表済のTOPIX(2/3月決算)銘柄かつ、除く金融及びソフトバンクグループ(9984)

(出所) Quick Workstationより大和アセット作成



債券・金利

物価下振れリスクも政策は出尽くし

日銀は物価見通しについて「下振れリスクの方が大きい」と判断しているが、金融政策は3月の金融政策決定会合で打ち出した「より効果的で持続的な金融緩和」のための諸措置で当面は出尽くしと考えられる。インフレ目標達成のための効果的な政策に事欠くなか、金融機関収益へ及ぼす影響に配慮しつつ、新型コロナウイルス対応の資金供給オペや資産購入を淡々と継続するしかない。

変動幅の明確化で長期金利は安定推移

日銀が長期金利の変動幅を $\pm 0.25\%$ 程度と明確化したことで、長期金利は安定しつつある。日銀が超長期金利の過度な低下をけん制しているため、長期金利の中心レンジは 0.1% 程度に切り上がってはいるが、「ゼロ%程度」の範囲内であり、これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みの下、長期金利は安定推移が見込まれる。

リート

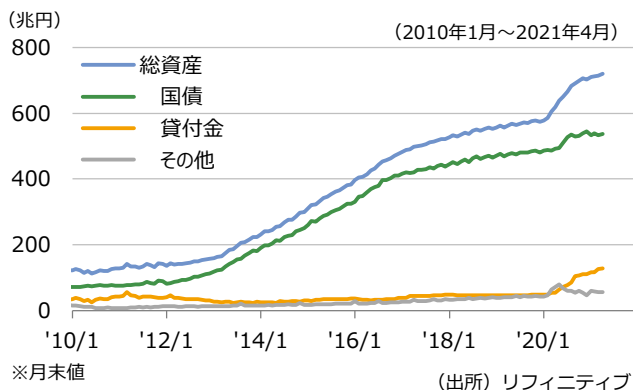
緩やかに上昇

J-REIT市場は足元1カ月で上昇した。4月は金利上昇懸念が後退するなか、J-REIT市場は上昇が続いた。米投資ファンドによる中堅オフィス銘柄へのTOB（株式公開買い付け）が発表されたことも上昇に寄与したとみられる。加えて足元で公募増資の規模が小さく、需給が良好だったことも上昇に寄与した。

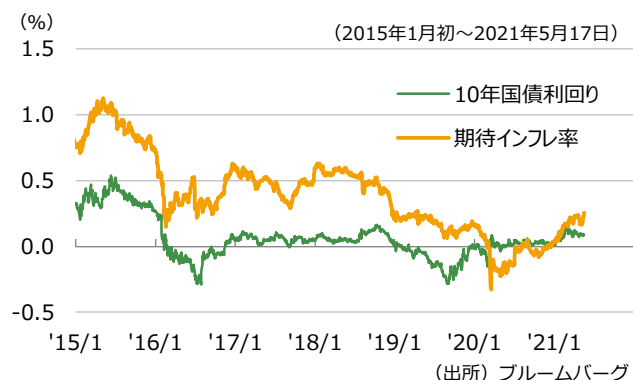
横ばい圏の推移を想定

今後、J-REIT市場で公募増資が増えると予想。6月には2019年12月以来の新規上場も予定される。需給悪化により上値が重いものの、ワクチン接種の進展による経済活動正常化期待から横ばい圏の推移を想定。短期的には公募増資の増加は需給悪化につながるが、公募増資による利益成長が期待され、中長期的にはJ-REIT市場の魅力を高めると考える。

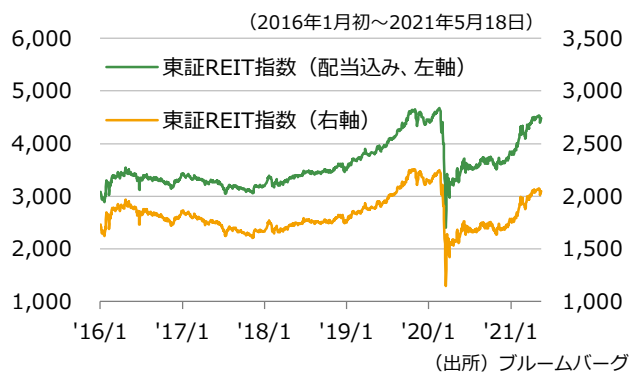
日銀の総資産残高と内訳



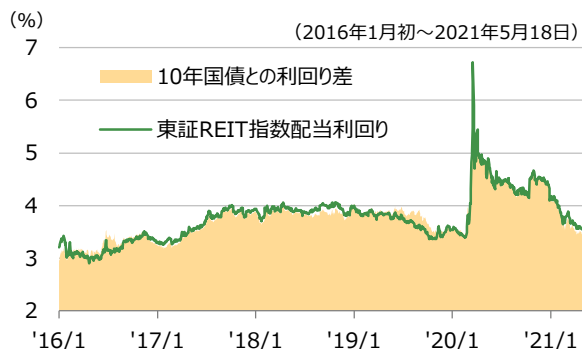
長短金利と期待インフレ率



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

円安を上回る米ドル安で米ドル円が下落

今年の1-3月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。だが、4月以降は米長期金利が低下に転じ、円安を上回る米ドル安により米ドル円は反落した。米長期金利低下がリスクオンに働き、円安は続いている。

米ドル円反落の背景にあるもの

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4月に▲2.6%台（2009年以降の上限も▲2.6%程度）まで上昇した後に反落した。米長期金利との関係から見ても株価の割高感が強まり、金利上昇と株高の同時進行が難しくなったことを示している。米長期金利が低下に転じたために米株価が上昇したが、リスクオンの円安よりも米金利低下の米ドル安が影響して米ドル円は反落した。

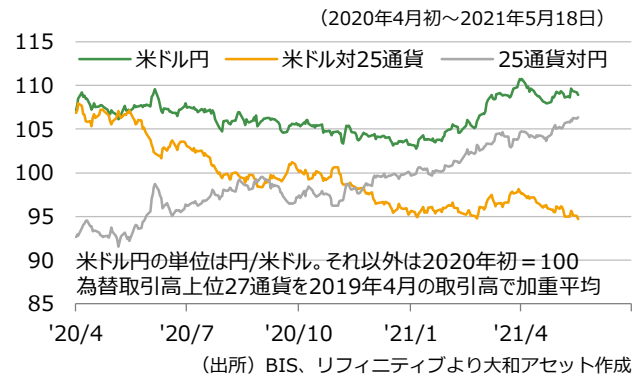
米ドル高による経済指標下押しは一巡か

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。今年1-3月に米ドルの実効為替が上昇した影響により、4月以降に発表された米経済指標が市場予想を下回った。米エコノミック・サプライズ指数が低下し、米ドル円の下落要因となった。ただ、4月以降の米ドル安の影響で6月以降は米経済指標が改善しやすく、米ドル円の上昇要因となる可能性がある。

先物の円売り・米ドル買いが縮小

通貨先物の対米ドル・ネットポジションを見ると、円売りが縮小、ユーロ買いが拡大し、ポンドや豪ドルは小動き。全体的には、米ドル売りが強まる傾向にあるが、リスクオンが強まっているとは言い難い。米金利が上昇しない限り、円売り・米ドル買いは増えにくいのではないかと。ユーロ買い・米ドル売りの拡大は、米国よりもユーロ圏の経済指標が予想比で強く、長期金利が相対的に上昇したことを反映か。

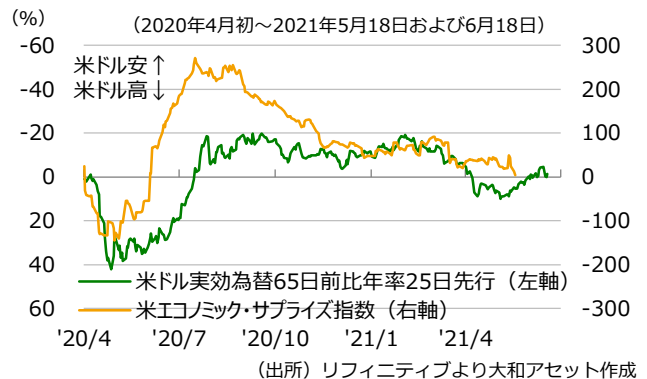
米ドル・円・他通貨の為替



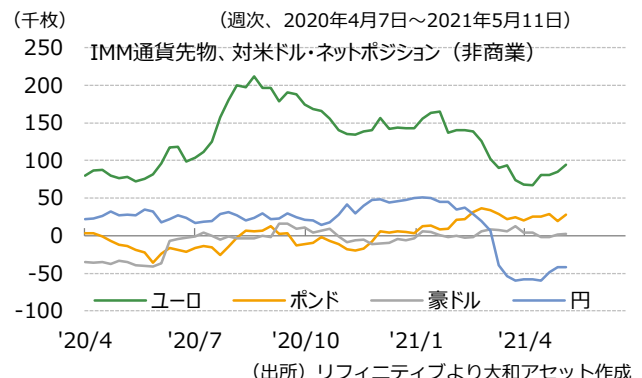
米国のイールド・スプレッド



米ドル実効為替とエコノミック・サプライズ指数



通貨先物の対ドル・ネットポジション





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波の影響が懸念されたが、外需主導でプラス成長を維持した模様。4-6月期は、第3波が景気回復を抑制するものの、行動制限は第2波よりも局所的にとどまり、プラス成長を維持できる公算が大きい。感染収束とワクチン普及により、7-9月期に個人消費主導で成長率が加速し、同時点でコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ると予想する。

感染第3波に沈静化の兆し

新型コロナウイルスの感染第3波が発生し、主要都市で行動制限が強化されたため、4月の雇用者数は前月比で減少に転じた。しかし、新規感染者数はすでに減少傾向を示している。5月はまだ労働市場の回復は足踏みすると思われるが、6月以降は再び回復傾向となり、夏場には雇用者数が新型コロナウイルス発生前のピークである2020年2月の水準を取り戻す公算が大きい。

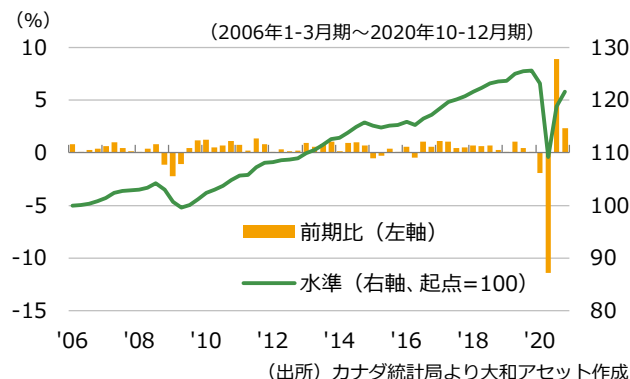
独自のワクチン戦略が奏功するか

カナダでは、新型コロナウイルスワクチンの供給不足に対応して、まずはできるだけ多くの国民が1回ずつ接種を受ける戦略をとっている。ファイザー製のワクチンが大部分を占めるため、1回の接種でも十分な効果が得られる可能性が高いようだ。6月末までに希望する全ての成人が少なくとも1回の接種を受ける計画であり、この戦略が奏功すれば、7-9月期以降の景気見通しは一段と明るくなる。

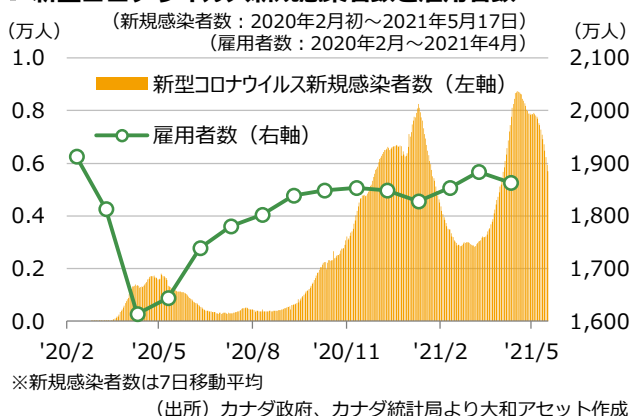
好調すぎる住宅市場が懸念材料に

歴史的な低金利環境や生活スタイルの変化、高水準の家計貯蓄を背景に、住宅市場の好調が続いている。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。住宅価格の上昇が顕著になっており、カナダ銀行からは投機的な売買を警戒する声も聞こえる。好調すぎる住宅市場が懸念材料になっており、今後の動向は要注視。

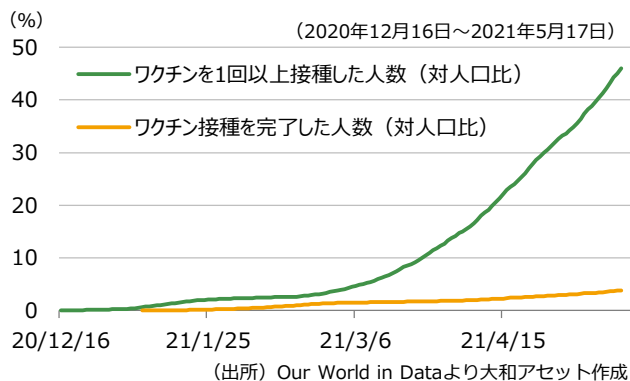
実質GDP



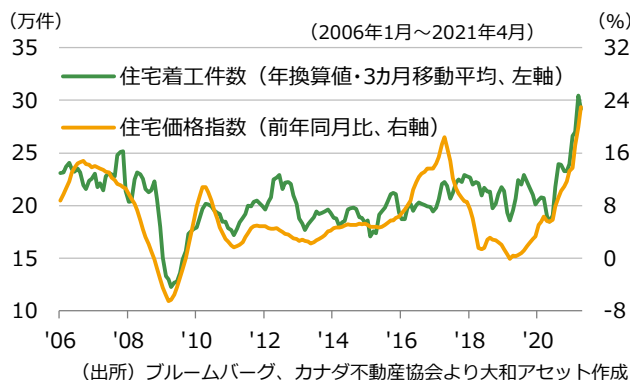
新型コロナウイルス新規感染者数と雇用者数



新型コロナウイルスワクチンの接種人数



住宅着工件数と住宅価格指数





債券・金利

国債買い入れは2022年前半に終了へ

カナダ銀行は4月に国債買い入れペースを週最低40億カナダ・ドルから週30億カナダ・ドルに減額すると発表した。新型コロナウイルスの感染第3波を乗り越え、景気回復がより明らかになる今年後半に買い入れペースを更に減速させ、来年前半に終了させると見込む。国債発行残高に占めるカナダ銀行の保有割合は足元で4割を超えているが、当面はおおむねこの比率が維持されることになりそうだ。

2023年前半の利上げ開始を予想

カナダ銀行は経済の弛みが吸収される時期の予測を「2023年前半」から「2022年後半」へ前倒しし、市場は2022年中の利上げを強く織り込んだ。だが、商品市況やFRBの利上げ開始時期などから、当社は2023年前半の利上げ開始を予想。時間の経過とともに市場の過度な利上げ期待が後退することで、当面の長期金利は緩やかな上昇にとどまると見込む。

為替

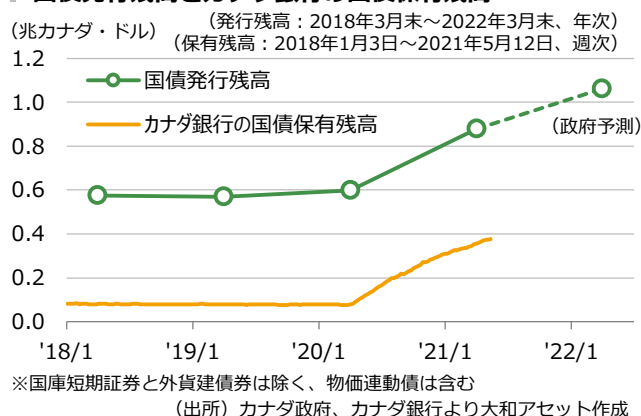
金融政策と商品価格が通貨高を正当化

カナダが主要先進国の中でいち早く量的緩和の出口と利上げ開始に向かうとの期待などから、カナダ・ドルは堅調に推移している。原油価格は2018年の高値はおろか今年3月の高値も超えられていないが、材木や農産物の価格上昇が寄与して、BOC商品価格指数は直近の高値を更新している。金融政策の正常化への期待だけでなく、商品市況から見ても、カナダ・ドルの割高感は乏しいと言える。

商品価格の変動は要注視

上述の理由から投機的なカナダ・ドル買いも進んだ。必ずしもこれが直ちにカナダ・ドル売り要因に転じる訳ではないが、売り余力が蓄積されつつある点には注意しておきたい。仮に高値圏にある商品市況が下落に転じれば、利上げ織り込みが後ずれすることもあり得るため、当面は商品価格の動向がカナダ・ドルを左右する展開になると見込む。

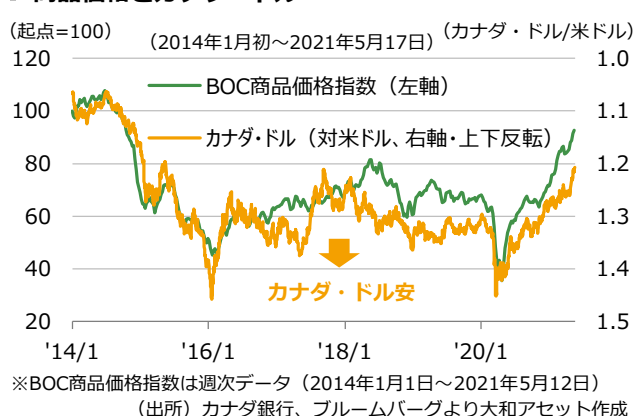
国債発行残高とカナダ銀行の国債保有残高



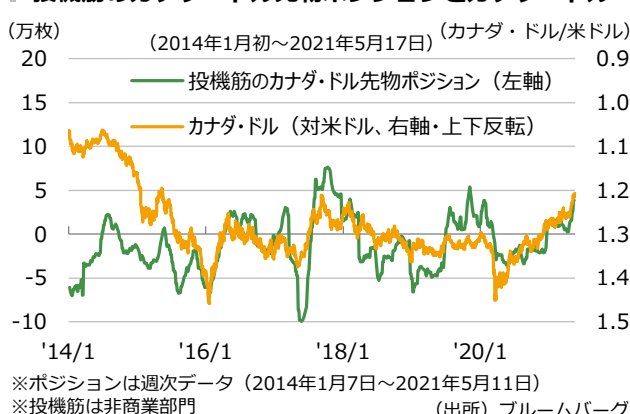
政策金利と10年国債利回り



商品価格とカナダ・ドル



投機筋のカナダ・ドル先物ポジションとカナダ・ドル



経済

2021年4-6月期にコロナ前の水準へ

雇用維持給付金制度が3月に終了したことによる影響で、2021年4-6月期は成長率が一時的に鈍化するも、実質GDPは同時点でコロナ前の水準を上回ると予想。同制度終了の影響が一巡し、また新型コロナウイルスのワクチンが普及することで、7-9月期に成長率が加速し、その後もプラス成長が継続すると見込む。通年の成長率は、2021年が+4.1%、2022年が+2.7%と予想する。

感染抑制に成功した状態が継続

新型コロナウイルスの感染第3波が発生するリスクは警戒されているが、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することで、過去半年以上にわたって感染抑制に成功し続けている。その分、ワクチン普及は欧米諸国に比べて遅れていたが、足元では順調に進んでいる。感染抑制とワクチン期待などにより、企業・家計の景況感が高水準で推移しており、同問題への懸念は小さい。

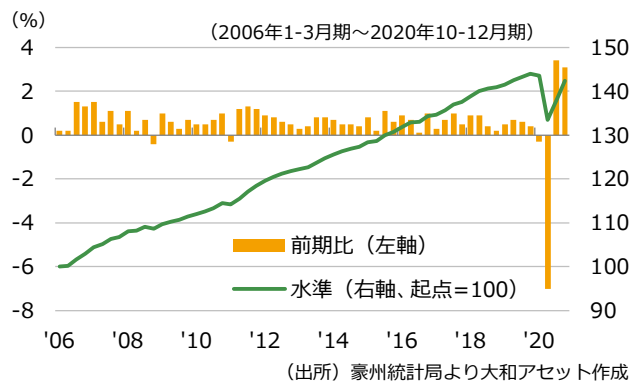
労働市場の順調な回復

各種経済対策に支えられて、雇用者数は3月にコロナ前のピーク（2020年2月）を上回り、失業率も想定を上回るペースで低下した。目先は雇用維持給付金制度が3月で終了した影響を見極める必要があるものの、求人広告件数の急増や景況感の強さなどを考慮すれば、労働市場の軟化は限定的かつ一時的にとどまる公算が大きい。今年後半以降も雇用者数の増加と失業率の低下は順調に進むと見込む。

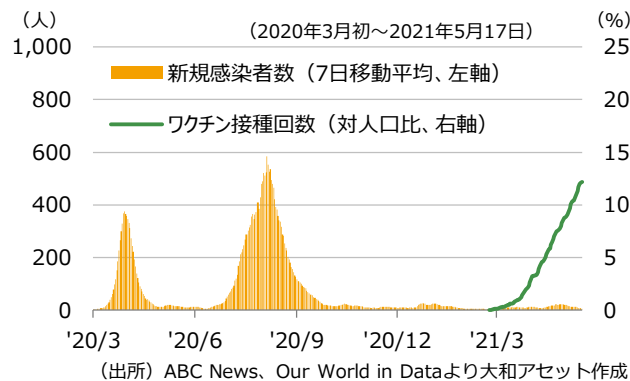
インフレ率は2023年半ばに目標圏内へ

インフレ率は、特殊要因による目先の変動を経て、目標レンジ（2～3%）を下回った後、2023年4-6月期に総合・コアともに2%に回帰するとの見通しをRBAが示した。同行は「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、2023年中は難しいかもしれないが、2024年前半には利上げの条件が整うことを示唆していることになる。

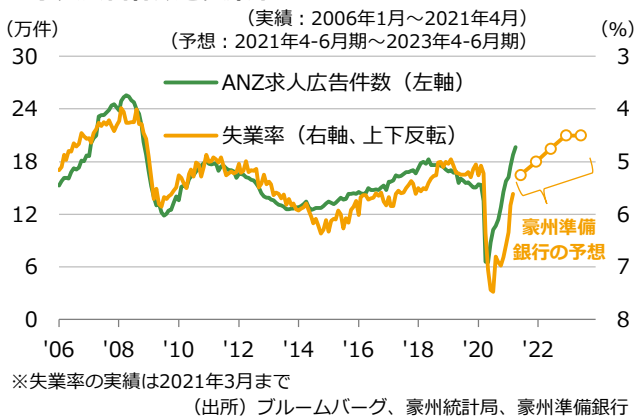
実質GDP



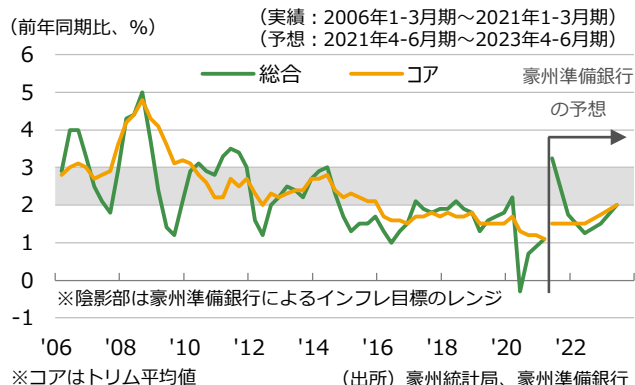
新型コロナウイルス



求人広告件数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

YCCの出口戦略と量的緩和の継続

RBAは5月のRBA理事会の声明文で、YCCの目標となる債券を2024年4月償還債から2024年11月償還債に切り替えるかどうか、また9月初旬までに購入枠の上限に達すると見込まれる量的緩和の延長について、7月のRBA理事会で検討すると明記した。経済見通しに照らせば、2024年前半までに利上げ開始の条件が整うため、YCCの目標となる債券は2024年4月償還債から切り替わらない公算が大きい。

長期金利は緩やかな上昇に

YCCの出口が明確になる一方、米国との長期金利差が拡大しないように、また過度な豪ドル高を抑制するために、量的緩和の継続が決定されよう。長期金利は、時間の経過とともに利上げ開始が近づくことで上昇圧力が加わるも、短期的には量的緩和の継続で、中期的には2023年までの市場の利上げ織り込みが後退することで、緩やかな上昇になると予想。

為替

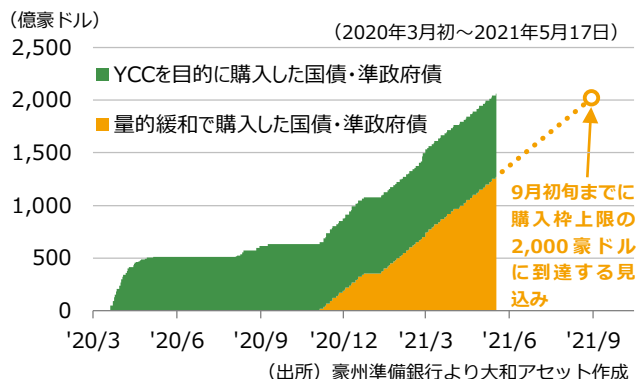
足元は横ばいも今年後半の上昇に期待

今後数年は、世界経済が回復に向かうことや電気自動車等の普及に伴う商品需要の変化により、豪州の主要輸出品目の価格は高水準で推移する公算が大きく、貿易黒字の継続が豪ドルを支えよう。足元では、雇用維持給付金制度の終了による短期的な景気減速やワクチン普及の遅れなどが懸念されているが、この懸念が和らぐであろう今年後半に向けて、市場センチメントの改善を待ちたい。

長期金利差拡大で円に対して上昇へ

豪ドル円は豪州と日本の長期金利差と同方向に動くことが多い。数年以内に豪州の長期金利は2%を超える公算が大きい一方、日本の長期金利は0%近傍での推移が見込まれ、緩やかながらも長期金利差が拡大することで、豪ドル円も上昇しやすい環境が続くと考えている。豪ドル円は、2022年末までに90円をめざす展開を想定する。

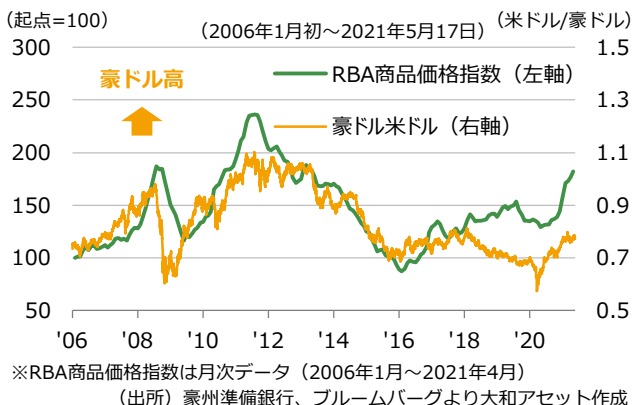
RBAの国債・準政府債購入額（累積）



長期金利と政策金利



商品価格と豪ドル



長期金利差と豪ドル





経済

力強い景気回復を継続

昨年2月以降、コロナ禍を受け中国全土が徐々に都市封鎖に踏み切っていたこともあり、足元の経済指標は前年同期比で上振れしやすい。ただし、2019年に比べても、鉄鋼生産、不動産投資等の伸び率は高く、力強い景気回復が続いていると言える。半導体不足による自動車生産や当局による不動産市場への規制強化等のリスク要因には注意する必要がある。

消費回復のペースは事前予想を下回る

新型コロナウイルスの感染が抑制されたまま迎えたゴールデンウィーク休暇については、期待されていた繰延需要はみられず。旅行客数はコロナ禍前の2019年を大きく上回ったものの、旅行収入の回復は限定的。節約志向が強まった可能性は排除できず、景気回復の裾野が消費に広がりつつあるものの、ペースは依然として緩やかなものととどまる。

株式

底値を固めつつあると予想

年初からの1カ月半で約2割急騰したMSCI中国指数は、2月後半から米金利上昇や、国内株式市場への不正資金流入問題への調査、ハイテク産業への規制強化等が重なり、昨年末の水準近辺まで調整。しかし、海外からの資金流入は続いており、ハイテク企業への規制がソフトランディングしつつあることで、底値を固めつつあると見込む。

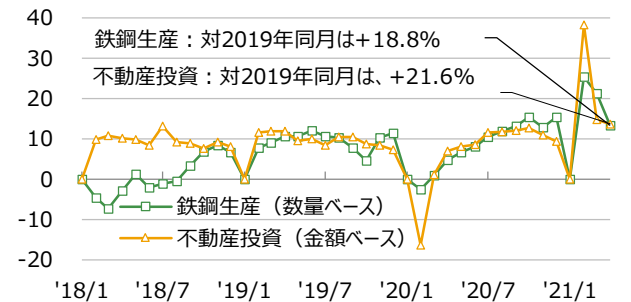
グロース株が再び選好されよう

3月以降のMSCI中国指数の調整は主にハイテク企業等のグロース株の下落によるもの。米ナスダック指数の下落につれて売られた面もある。今後は、バリュエーションが極端に高い水準から調整したことや、インターネット企業に対する規制強化のソフトランディングへの期待を背景に、再び中長期の成長期待が注目され、グロース株が選好されよう。

不動産投資・鉄鋼生産の回復状況

(前年同月比、%)

(2018年初～2021年4月)



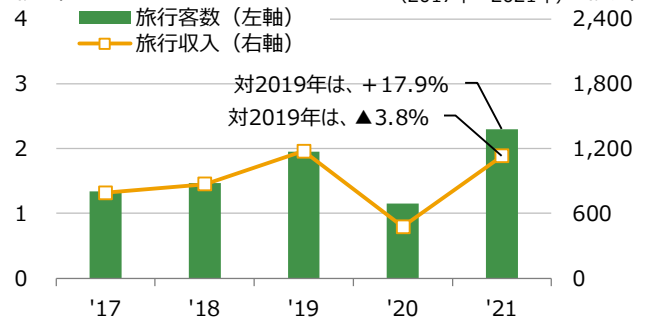
※2月のデータは、1-2月合計の前年同期比を計算したもの

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

労働節（ゴールデンウィーク）の消費状況

(億人)

(2017年～2021年) (億元)

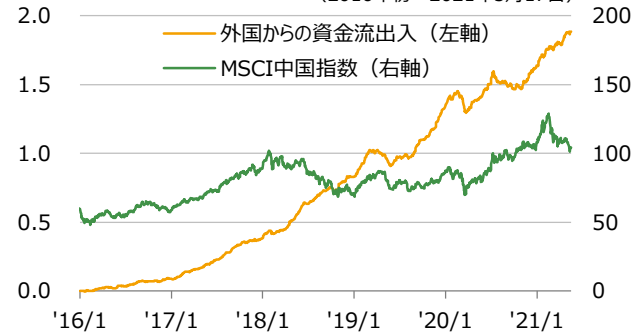


(出所) 中国文化和旅游部より大和アセット作成

MSCI中国指数および外国人投資家の資金フロー

(兆米ドル)

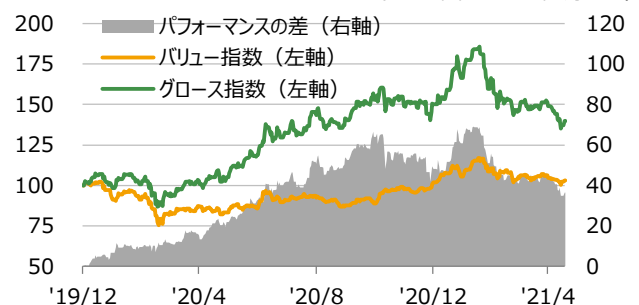
(2016年初～2021年5月17日)



※資金流入は累積ベース (出所) リフィニティブより大和アセット作成

MSCI中国指数のバリュエーション・グロース別の動き

(2019年末～2021年5月17日)



※2019年末=100で計算したもの

※パフォーマンスの差= グロース指数-バリュエーション指数

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

中長期貸出の拡大が景気を支える

中銀は、2020年7月にいち早く金融正常化に転換し始め、短期市場の異常な低金利を是正。そのため、コロナ対応のための短期貸出が大幅に減少し、債券・株式市場への投機マネーの流入抑制に寄与。一方、中長期貸出の伸び率は高水準を維持し、実体経済への下支えは続いているため、金融正常化による経済への悪影響は限定的と予想。

米金利上昇局面でも底堅い推移

2月半ば以降、米国の10年国債利回りが大幅上昇した局面でも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ことを再確認した。また、華融資産管理のデフォルト懸念が重しとなっているものの、業務再編に伴う当局の救済が見込まれ、社債市場および株式市場のセンチメントの悪化をもたらす可能性は低いと予想。

為替

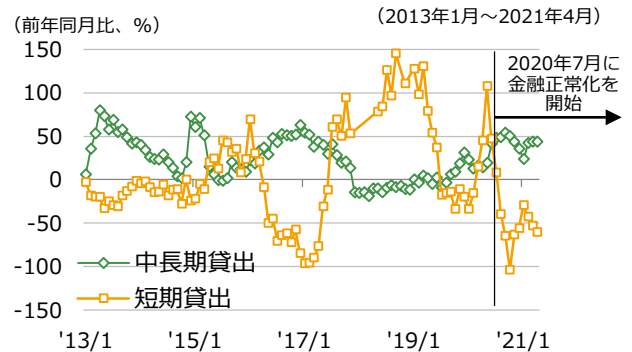
目先はスピード調整の可能性に注意

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3年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5万米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。

中長期的な上昇余地は大きいと予想

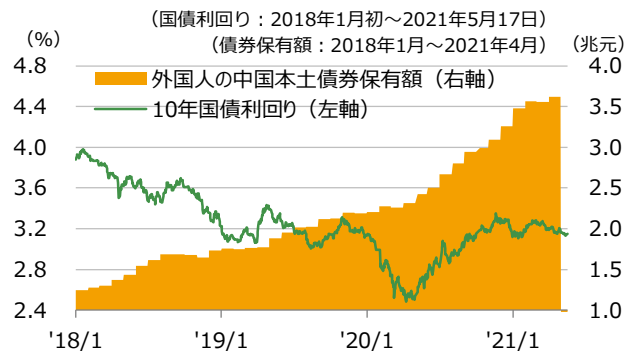
相対的購買力平価で試算した場合、人民元の対米ドルレートの均衡点は1米ドル＝5中国人民元台となっており、上昇余地はなお大きい。ファンダメンタルズ面からみても、大幅な経常黒字や、人民元国際化への期待など、中長期的に人民元対米ドルレートの上昇をけん引する要素も多く、人民元高圧力は続こう。

銀行貸出の内訳



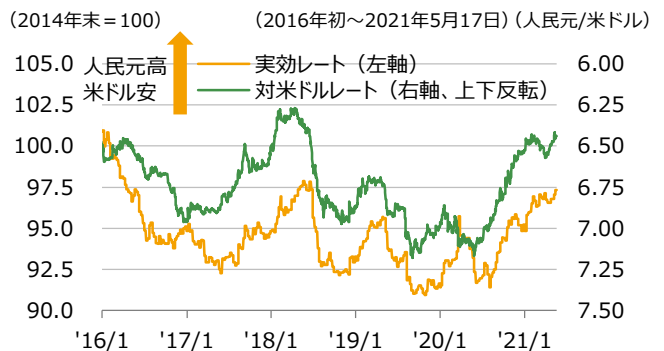
(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

本土国債の金利および外国人投資家の資金フロー



(出所) CEIC

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

相対的購買力平価からみた中国人民幣の上昇余地



(出所) 中国国家外貨管理局



経済

コロナ禍の最悪期は脱したか

新型コロナウイルスの新規感染者数はピークアウトこそしたものの、順調には減少していない。ワクチンの普及ペースや感染抑制効果には依然として課題を残す。一方、新規死者数はピーク時の3分の2以下まで減少しており、ワクチンは重症化を防ぐ効果は発揮しているようだ。高齢者のワクチン接種は佳境を迎えており、新型コロナウイルス問題の最悪期は脱したとの見方が始めている。

景気減速は想定より緩やか

低所得者向け現金給付が昨年末で一旦終了したことや新型コロナウイルスの感染再拡大、サプライチェーンの混乱などを背景に、昨年末から年初あたりをピークに景気は再び減速していたが、その落ち込み幅は想定より浅くなりそう。今後はブラジル中銀による積極的な利上げが重荷になるものの、新型コロナウイルス問題が収束に向かう中で、今年半ばから景気は緩やかな回復軌道に復すると見込む。

商品価格上昇の恩恵を受ける

世界的な景気回復や国際的な商品価格の高騰がブラジル経済に恩恵を与えている。4月は輸出額・貿易黒字ともに過去最高を記録し、特に収穫期を迎えた大豆の輸出増が顕著だ。米農務省は今年度のブラジルの大豆生産量を前年比4.3%増と予想しており、大豆をけん引役に高水準の貿易黒字が続く公算が大きい。当面は、内需の回復が緩慢になる可能性が高い中、外需が経済を下支えする構図が続くそう。

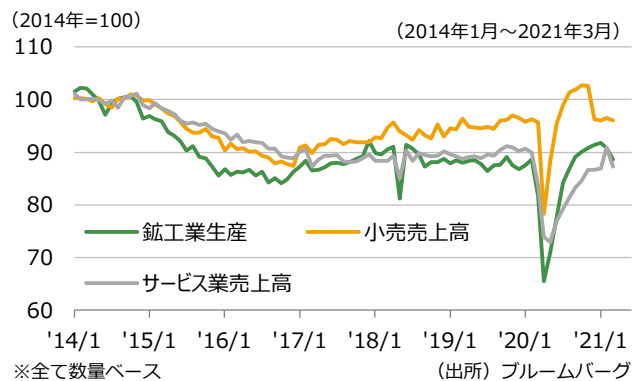
インフレ率は今年後半から沈静化へ

インフレ率は4月に前年同月比+6.8%に加速し、ブラジル中銀の目標レンジ（2.25～5.25%）を大きく上回っている。資源価格の上昇などにより「運輸」の上昇が寄与して、インフレ率は一段と加速する見込み。一方、「食品・飲料」の伸びが減速していることは好材料。積極的な利上げにより通貨とインフレ期待の安定が維持されれば、今年後半以降はインフレ率の鈍化が期待できる。

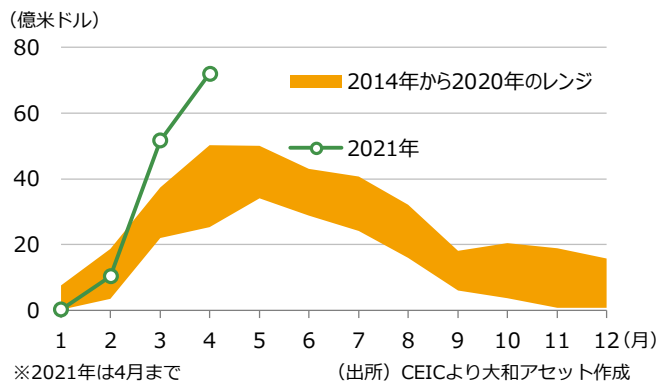
新型コロナウイルス



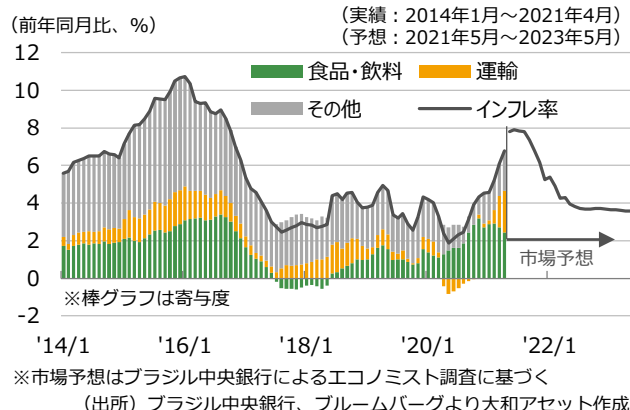
鉱工業生産と個人消費



大豆輸出額



インフレ率と項目別寄与度





債券・金利

インフレ懸念の高まりに迅速な対応

年初からインフレ懸念が高まり、今年のインフレ率の市場予想が大きく切り上がった。直近ではブラジル中銀のインフレ目標（2.25～5.25%）の上限に迫っている。ブラジル中銀は3月と5月に各0.75%ポイントの利上げを実施し、次回6月会合でも同幅の利上げを示唆している。一方、来年のインフレ率の市場予想は目標の中心付近で推移しており、インフレ率の上昇は一時的との見方が優勢だ。

当面の利上げは織り込み済み

ブラジル中銀が実施しているエコノミスト調査では、政策金利の市場予想が2021年末：5.5%、2022年末：6.5%まで上昇しており、市場は中立金利（6.0～6.5%）までの利上げを十分に織り込んだと言えよう。中立金利を上回る利上げが必要なほど高インフレが続く見込みではなく、当面の国債利回りは横ばい圏での推移が続くと見込んでいる。

為替

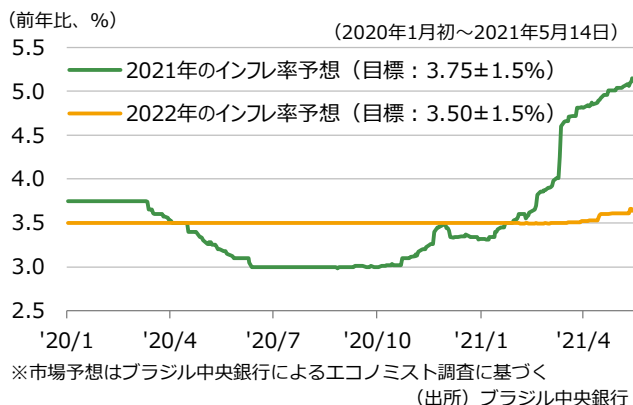
レアルはレンジの中で強含み

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。その中で、年初からは下落基調にあったが、3月以降はブラジル中銀への利上げ期待や2021年度予算の成立による政治的な不透明感の和らぎ、貿易収支の改善などを背景に、強含んでいる。海外投資家によるブラジル株式市場への資金流入は乏しいが、ブラジル債券市場への資金流入は続いている。

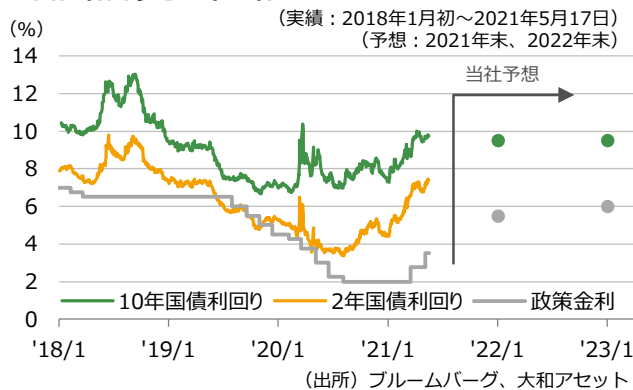
利上げと貿易黒字が通貨の下支えに

昨年からの商品価格の上昇に対して、レアルが追隨しなかったことも足元のインフレを招いた要因だと言える。そうした中、インフレの沈静化に向けてブラジル中銀が積極的に利上げを進めていることは、レアルを支える要因となっている。来年の総選挙を控えて政治リスクは意識され続けようが、利上げ期待や貿易黒字がレアルを支える構図が期待できる。

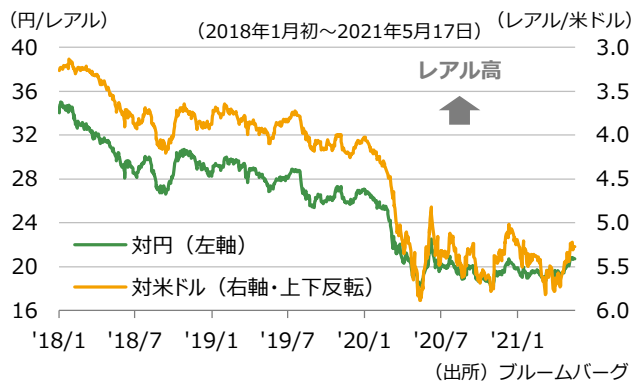
インフレ率の市場予想の変化



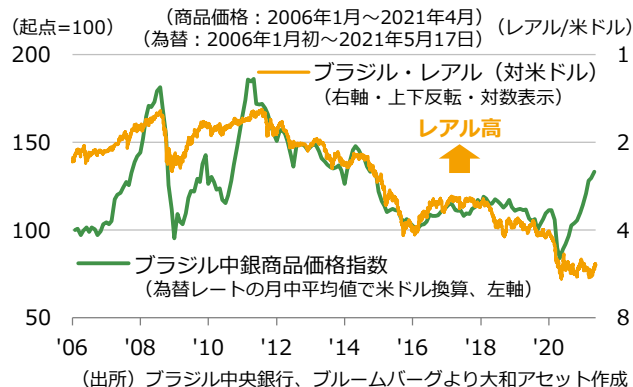
国債利回りと政策金利



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



商品価格とブラジル・レアル





経済

アジア地域の感染再拡大に注意

新興国の新型コロナウイルスの感染状況に関しては、インドを始めアジア地域の感染再加速が目立つ。ベトナムやタイ等、今まで感染抑制に成功した国も感染が再拡大し、変異株への懸念が強まっている。移動制限の再導入が増加し、新興国では景気2番底も懸念されよう。ただし、ラマダンシーズンの終了等に伴って、感染再加速が抑制される期待も高く、正念場に向かいつつある。

ワクチン接種のペースは課題として残る

多くの新興国では、一日当たりのワクチン接種件数が一時加速したものの、足元は足踏み状態。東欧を除く新興国が集団免疫を獲得するタイミングが2022年後半に後ずれする可能性が高まった。新興国で広く接種されている中国製ワクチンの有効性は証明され、安心感につながったが、変異株の強い感染力が報じられ、新興国のコロナ禍からの脱却は一筋縄ではない懸念は根強い。

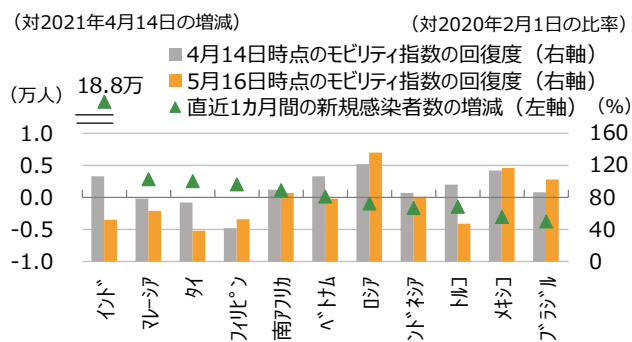
米経済と関わりの深い新興国に注目

足元米景気回復への楽観論が広がる中で、メキシコ、ベトナムなど、米経済と関わりの深い国が米景気回復の恩恵を受けよう。直接投資や証券投資においても、これらの国が選好されやすい。一方で、証券投資においては、欧州景気が相対的に弱いことや、中国景気的好調さがすでに市場に織り込み済みと考えられることで、これら経済主体と関係の強い国のアセットは、当面注目度が低下しやすい。

インフレへの懸念は依然として限定的

CRBコモディティ指数の前年同日比伸び率が急速に加速したことに伴い、商品価格の影響を相対的に大きく受ける新興国のインフレを懸念する声がある。但し、前年比の加速に対しては2020年の比較ベースが低かったことが影響し、CRBコモディティ指数はおおむねレンジ推移にとどまっている。2019年時点の経済規模に回復した国は少なく、ディマンドプル型の物価上昇が起きるリスクは限定的と考える。

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

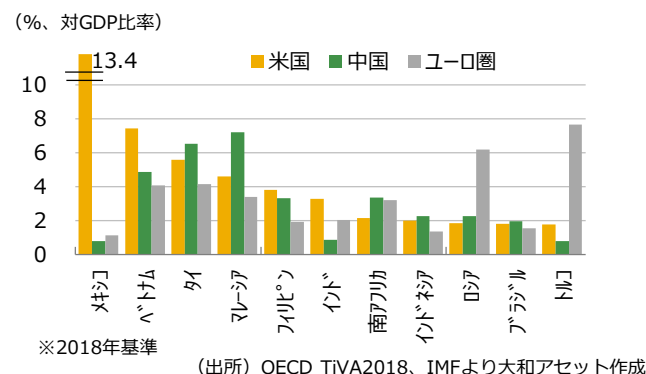
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

国	日付	接種率※	国	日付	接種率※
インド	'21/5/17	10.37%	ハンガリー	'21/5/17	48.81%
ブラジル	'21/5/17	17.10%	ポーランド	'21/5/17	30.82%
ロシア	'21/5/17	9.84%	フィリピン	'21/5/15	2.05%
トルコ	'21/5/17	17.77%	マレーシア	'21/5/17	3.77%
インドネシア	'21/5/17	5.06%	ベトナム	'21/5/15	0.98%
メキシコ	'21/5/17	12.06%	タイ	'21/5/17	2.18%

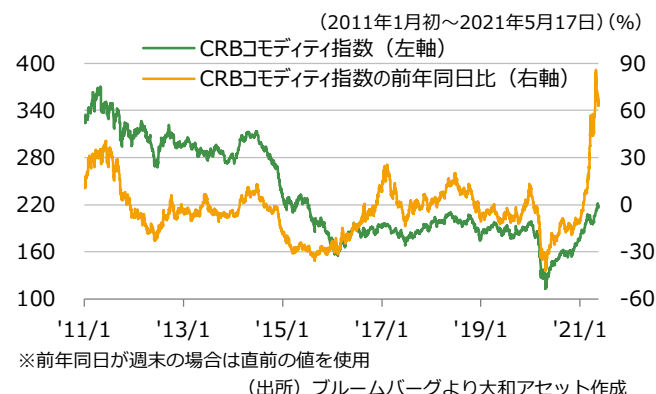
※2回接種が必要なワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。

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

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出



CRBコモディティ指数の推移





株式

米金利上昇も、新興国株価はまちまち

過去1カ月間の米ナスダック指数の下落場面において、新興国株式はまちまちな動きとなった。特に、新型コロナウイルスの感染拡大が減速し、高値警戒感の低いブラジル、ロシア、トルコなどが上昇。当面新型コロナウイルスの感染再拡大に注意する必要があり、アジア地域では株式市場への逆風が強まる可能性がある。

米ドル高の一服が支えになろう

直近1カ月間のMSCI新興国指数の下落は、米ナスダック指数の下落につれて売られた面が強い。そのため足元では、米ドルの動きと乖離する展開となっている。但し、中期的には米ドル高基調になる可能性が低いとみられ、新興国株式市場にとって大きな懸念材料が一旦後退し、下支え要因にもなりうると考えられよう。

業績見通しは良好も、感染再拡大に注意

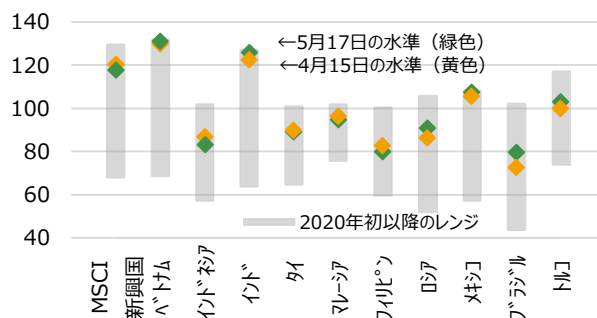
新興国の企業業績に関しては、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が、足元は調整が一服。企業業績が事前予想を上回る企業が多く、米金利上昇局面でも新興国株式市場を下支えしよう。但し、当面アジアを中心とした新型コロナウイルスの感染再拡大が景気の2番底に繋がるリスクにも警戒する必要がある。

ベトナムの株価指数が最高値を再更新

ベトナムのVN指数は、4月に続き、5月にも過去最高値を更新。しかし、バリュエーションは過去10年の平均水準近辺にあり、割高感は強くない。今後は、新しい指導部の発足で、国有企業の改革が加速する機運が高まるなど、ポジティブなファクターは多い。国内の金融緩和を背景に個人投資家が買い支えた面があり、その動向に注視する必要があるが、一段と上昇する余地は残されていると予想。

主要新興国の株価推移

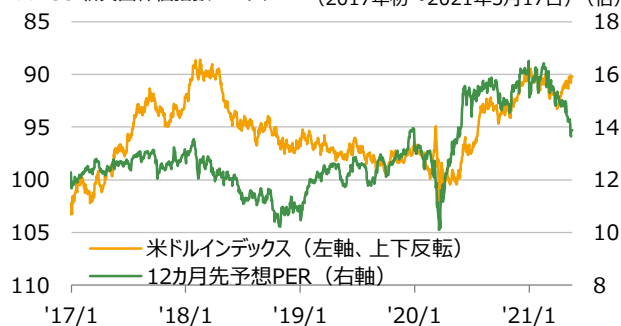
※縦軸は、2019年末=100



※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

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響

※MSCI新興国株価指数ベース (2017年初～2021年5月17日) (倍)



(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

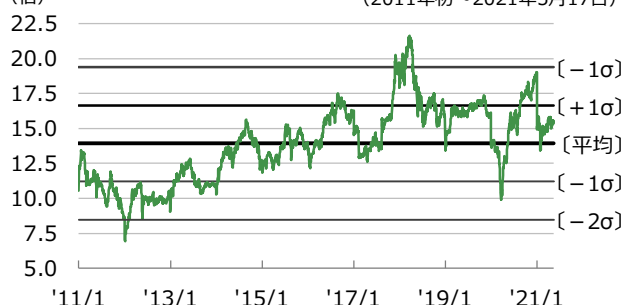
(2021年予想EPS: 2019年7月初～2021年5月17日)
(2022年予想EPS: 2020年7月初～2021年5月17日)
(EPSリビジョン: 2016年1月初～2021年5月7日)



(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

ベトナムVN指数のバリュエーション

(倍) (2011年初～2021年5月17日)



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER ※σ: 標準偏差

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

中期的には金利上昇が進むと予想

過去1カ月の新興国の現地通貨建て国債市場はおおむねレンジ推移となり、新型コロナウイルスの感染の再加速や、米株下落などによる影響は限定的。アジアでの感染拡大が金融緩和の長期化への期待につながっていることが国債市場を下支えている可能性も高い。但し、夏頃米量的緩和縮小の議論開始などにおいては、全般的に金利が上昇する可能性がある。

新興国では政策金利の低位推移が続く

ブラジル、トルコ、ロシアが一歩先に利上げに踏み出したが、インフレ率が特に高い事情がある。夏頃以降ベース効果によるインフレの高騰が一服すれば、その他新興国が利上げに追随する可能性は低いと見込む。足元は感染再拡大による景気への悪影響も注目されやすく、インドのように緩和姿勢を継続する中銀が増える可能性もある。

リート（アジア先進国含む）

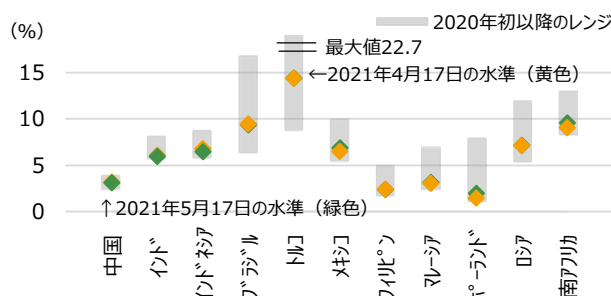
一部地域で行動規制の強化

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、シンガポールでは感染拡大により、再度行動規制の強化が発表され、リート市場は下落。他の市場においてもワクチンが本格的に普及するまでは行動規制強化のリスクが残ることが意識されよう。ただワクチン普及は、国別で濃淡はあるものの着実に進んでおり、時間の問題と考える。

先進国中心に長期金利は落ち着いた動き

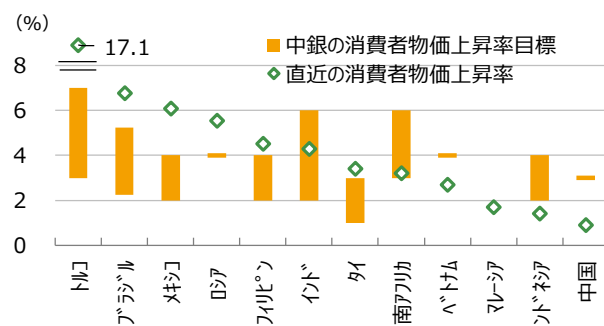
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の長期金利に歩調を合わせる形で先進国を中心に落ち着いた動き。また多くの国で本格的なワクチン普及が未だ完了しておらず、インフレに過熱感が見られないことも、長期金利を抑制しよう。米国長期金利の動向と各国中央銀行の金融政策に注目したい。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）の推移



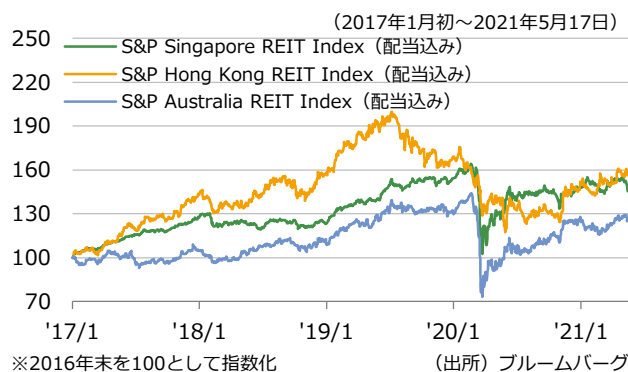
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

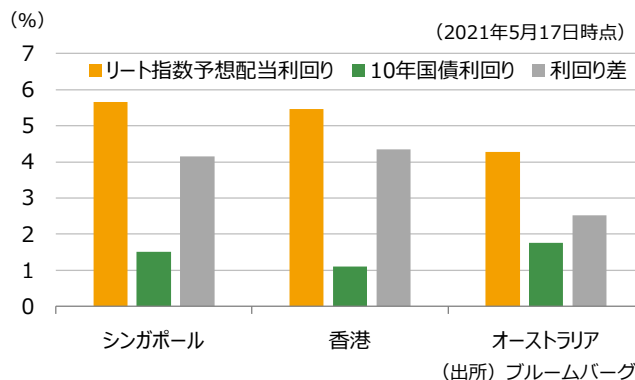


※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカ、フィリピンが3月、その他は4月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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

新興国通貨はまちまちな動き

直近1カ月の新興国通貨は、米ドルインデックスが小幅下落する中で、先月の下落を取り戻す動きとなった。一方で、独自の動きをしているトルコ・リラは最安値に迫る水準まで減価。新興国通貨は、引き続き米金利や新型コロナウイルスの感染状況に振らされやすいが、中期的には米ドル高基調になる可能性が低いと予想される中、一段と全般的に売られる可能性は限定的と予想。

中期的には新興国に資金が再流入しよう

2月以降の米金利上昇局面で、新興国は資金流出に見舞われたが、過去の危機に比べれば、規模は限定的。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。今般のマクロ環境も類似し、夏頃には新興国への資金流入が再開すると見込む。

IMFの追加拠出は新興国にポジティブ

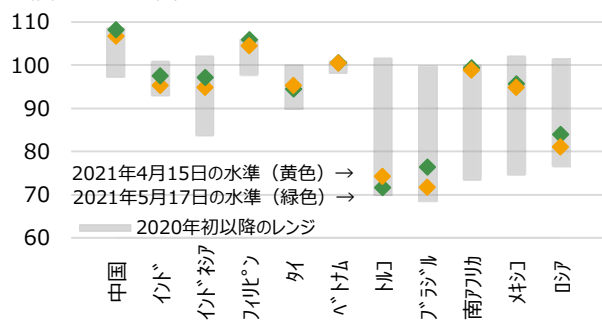
今後数カ月以内には、IMFのSDRへの追加拠出が進展する可能性があり、新興国には朗報になろう。追加拠出の規模は6,500億米ドル規模とみられ、新興国に割り当てられるクォータが増額することになる。トルコにおいては外貨準備高が約16%増加するなど、対外脆弱性のある新興国にとっては、セーフティネットの増強が見込まれる。

米金利上昇局面では、経常赤字国に警戒

バーナンキショック時の動きをみると、為替騰落率と経常収支の間には相関がみられる。今後米金利が再び急上昇する場面では、現在経常赤字で推移しているブラジル、インドネシア、トルコにおいて特に売り圧力が強まろう。ただし、近年新興国では、経常収支が改善した国が多いことや、通貨スワップ協定の提携など、セーフティネットの構築等が進み、外部ショックへの耐性は強まったと考える。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

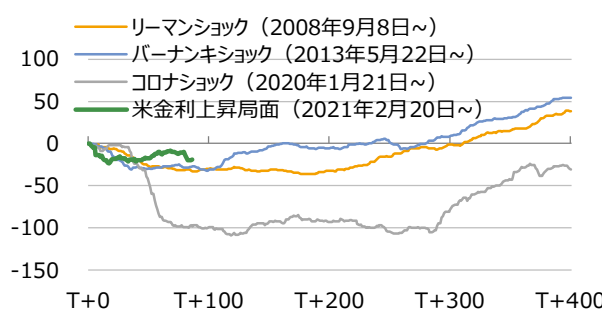
※縦軸は、2019年末=100



（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）（米金利上昇局面：2021年2月20日～2021年5月17日）



※累積ベース

（出所）IIFより大和アセット作成

IMFのSDR追加拠出による新興国への配分増加額

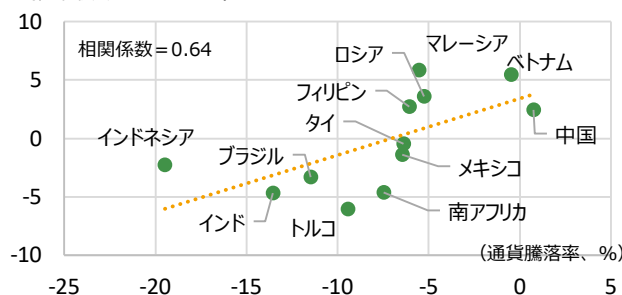
※追加拠出の規模が6,500億米ドルの場合を計算

国	IMFのクォータ	配分増加額（億米ドル）	配分増加額対外貨準備高の比率
トルコ	0.98%	63.7	12.5%
南アフリカ	0.64%	41.6	8.2%
メキシコ	1.87%	121.6	6.2%
インドネシア	0.97%	63.1	5.0%
マレーシア	0.76%	49.4	4.5%
ブラジル	2.32%	150.8	4.3%
インド	2.75%	178.8	3.1%

（出所）IMF、ブルームバーグより大和アセット作成

バーナンキショック時の新興国通貨の動き

（経常収支/GDP比、%）



※経常収支/GDP比は、2012年4-6月期から2013年1-3月期までの平均。
※通貨騰落率は、2013年11月20日対2013年5月20日の対米ドル騰落率。

（出所）CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成



原油

上値の重さが目立ち始める

銅や鉄鉱石、農産物などの価格が歴史的な上昇を見せているが、原油価格は2018年の高値はおろか、今年3月の高値も超えられずにいる。いずれの商品も需要の拡大が予想されているが、原油は容易に供給を増やせる点が出遅れにつながっている模様。したがって、足元のインフレ懸念を意識した商品市場の活況に一服感が見られた場合に、原油は特に売られやすい商品になり得る点に注意が必要だろう。

需要は足元の下振れと今年後半の上振れ

OPECの月報によると、4-6月期の原油需要見通しは下方修正が続いている一方、今年後半の見通しは上方修正が続いている。今年後半の需要は新型コロナウイルスのワクチン普及やその効果次第であり、依然として不確実性が高い。ただ、10-12月期の需要見通しがすでに過去のピークである2019年10-12月期の水準に近づいていることを考慮すれば、需要見通しの上振れ余地は乏しいと言えるだろう。

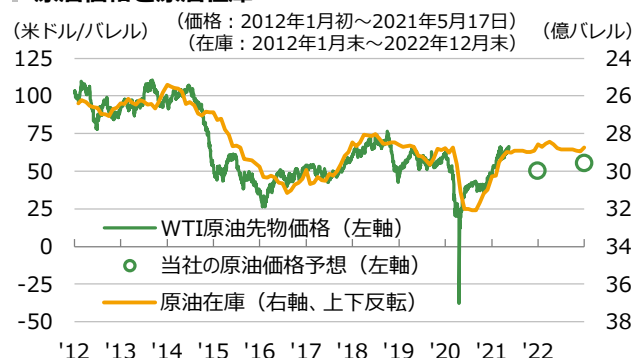
OPECプラスの増産が上値を抑制

世界各地でインフレ懸念が高まっており、原油消費国からOPECプラスへの増産要求が強まる可能性が高い。特に、米国では夏のドライブシーズンを控え、超党派でガソリン価格ひいては原油価格の抑制に向けた機運が高まりやすい。2018年にWTI原油先物価格が80米ドル近くまで上昇した時とは異なり、OPECプラスには潤沢な増産余地があり、原油価格の上値を抑える要因になるだろう。

イラン核合意が下落のきっかけ

新型コロナウイルス問題が長引き、需要が想定通り回復しないことは原油価格の下落リスクだが、OPECプラスの対応である程度は吸収できよう。市場が織り込んでおらず、かつ影響が大きいのは、イランの増産だ。時期は不透明だが、米国がイラン核合意に復帰し、短期間でイランの産油量が急増する可能性が高い。原油価格は上値の重さが始まっており、下落のきっかけとなり得る事象には注意したい。

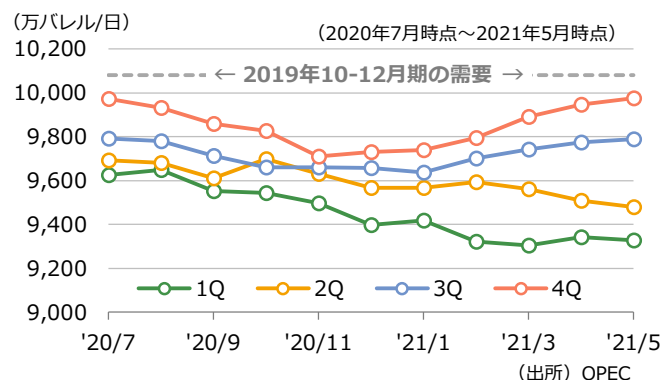
原油価格と原油在庫



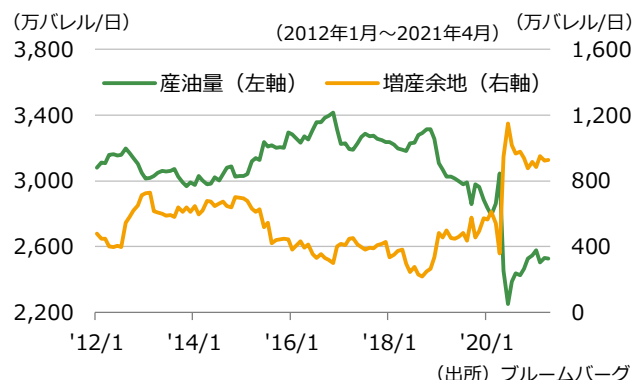
※当社の原油価格予想は2021年末と2022年末

※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2021年5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

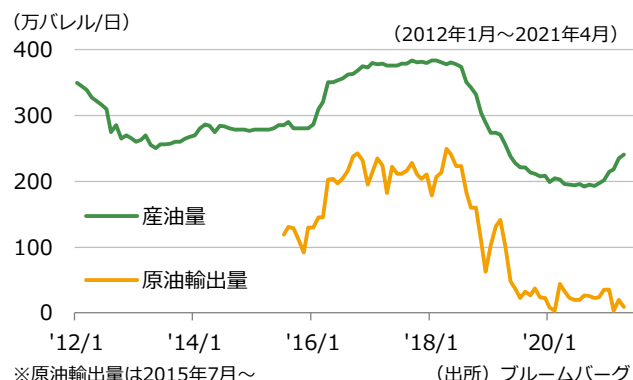
OPECによる世界の原油需要見通し (2021年) の変化



OPEC加盟国の産油量と増産余地



イランの産油量と原油輸出量





金

需給バランスは供給超過が継続

需給バランスは1-3月期も供給超過となり、同期間に金価格が10%近く下落したことと整合的。この間、ハンガリー中銀の金準備高積み上げにより中央銀行が買い越したほか、インドや中国で宝飾品需要が回復した。一方、ETFからの資金流出が続いていることが需給バランスを悪化させた。もっとも、米国でイーグルコインの需要が高まるなど、一部ではETFより現物で保有するニーズも見られた。

実質金利と金価格の連動性は健在

3月末から金価格は反発しているが、結局は米実質金利の低下に即した上昇にとどまっており、これらの連動性は崩れていない。したがって、今後の米実質金利の動向が金価格のカギを握るだろう。当社では、目先はインフレ懸念が続くものの、向こう1年程度を見通せばその懸念が落ち着き、米実質金利が再びマイナス幅を縮小させると見込んでいるため、金価格にとっては逆風となる展開を想定している。

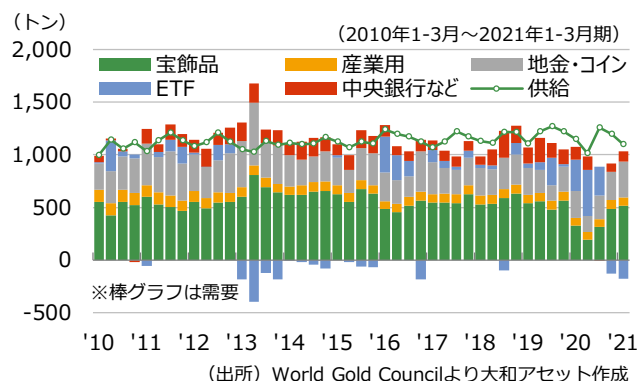
実質金利の低下余地は乏しいか

今後、目先のインフレ懸念が一段と高まれば、長期の期待インフレ率も上昇しやすくなり、インフレは一時的でないとの解釈から、利上げ織り込みの前倒しで長期金利が上昇しやすくなるため、実質金利の低下は限定的になろう。一方、短期の期待インフレ率が低下に転じれば、長期金利の低下余地が乏しい中で実質金利は上昇しやすくなるだろう。いずれにせよ実質金利の低下余地は限られるのではないか。

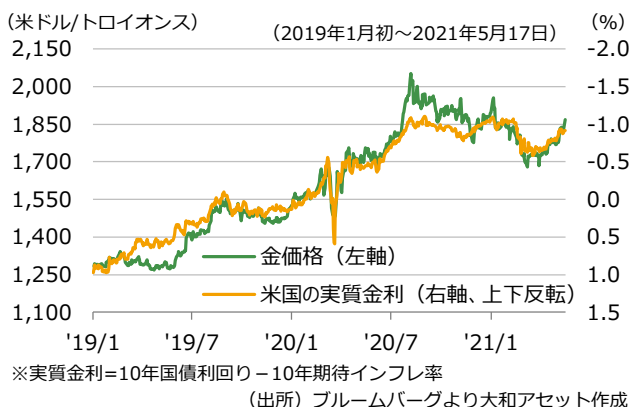
上値追いには実質金利以外の材料が必要

米実質金利の低下余地が乏しい中、金価格が高値を取りに行くためには、投資資金の流入を促すほかの材料が必要になるだろう。仮に、今夏にかけて米国で債務上限問題が意識されるようになれば、米実質金利が上昇する中でも金に買いが集まる展開は期待できる。ただし、これはあくまでリスクシナリオであり、当社のメインシナリオに従えば、金価格の上昇余地は限られるとの予想になる。

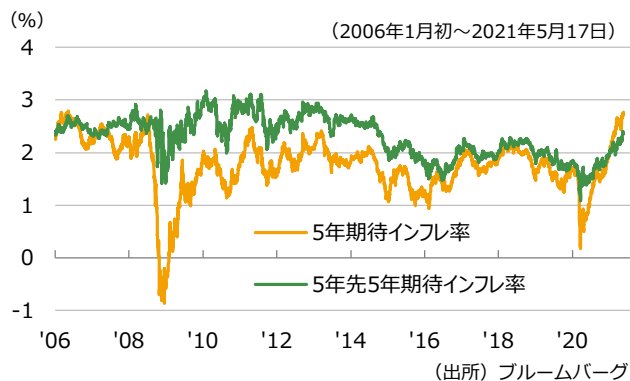
金の需給バランス



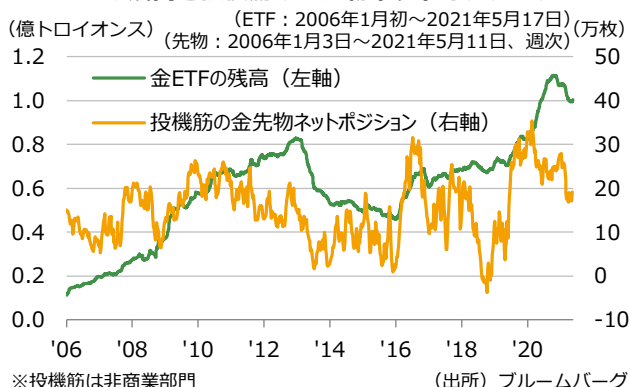
金価格と米国の実質金利



米国の期待インフレ率



金ETFの残高と投機筋の金先物ネットポジション



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
インフレ懸念の一段の高まり	中	大	大	原材料価格だけでなく物価指標が全般に上振れるなか、インフレ懸念が高まっている。足元の物価上昇は一過性の公算が大きいにせよ、物価指標の上振れが継続すれば、FRBへの懐疑的な見方から市場のインフレ懸念が一段と高まり、FRBの量的緩和縮小や利上げ開始のタイミングに係る見通しも前倒しされ、長期金利の上昇は避けられず。株式市場にとっては米国の利上げ前倒しへの思惑が高まる中、PERなど過去平均と比べて高水準にあるバリュエーションの修正に繋がるかがポイント。これまでの低金利環境が株価を押し上げていた側面は否めず、一定の修正は起こり易いとみる。先進国よりもインフレの影響が深刻化しやすい新興国は株・債券・通貨が全般的に売られやすい。また、インフレを抑制するために、意図しない利上げに追い込まれる可能性が高く、構造的なインフレが問題となっているブラジルやインド、インドネシアなどが特に大きく売られよう。
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。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。2021年以降の企業業績の市場予想は新型コロナウイルスからの回復を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が切り上がる余地はまだあり、株価上昇を促す余地は残るとみる。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、株式が全般的に買われやすい。一方で、債券市場では名目金利の高い国を中心に金利が上昇しよう。中国製ワクチンのWHO承認は懸念材料を一旦後退させる。為替はリスクオンと内外金利差拡大が円安要因となるだろう。
米中対立の激化	中	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。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。また、人権問題による対立がさらに高まれば、先進国の公的資金などが中国への投資を避ける動きに繋がるリスクも想定される。米中両政府の報復合戦がエスカレートする場合は、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。
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。新興国は原油の海外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、フィリピンなどの売り圧力は弱まろう。
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こともあり、実際に中止されても直接的な影響は限定的と思われる。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も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な影響は小さいと思われる。
新型コロナウイルス問題が再び深刻化	小	大	大	財政刺激が改めて打ち出されても、企業の対応には限界があり、当面の需要が消失するだけでなく、潜在成長率も有意に低下する。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再び大きく低下しよう。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され先進国の株価は下落へ。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。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し、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。為替はリスクオフと内外金利差縮小が円高要因となるだろう。

※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

		直近値	期間別変化幅		
政策金利		5/17	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-1.50
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	0.00	-1.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.15	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.35
ブラジル	セリック・レート	3.50%	0.75	0.50	-3.00
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.40
インド	レポ金利	4.00%	0.00	-0.40	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-1.00	-1.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.00%	0.00	-1.50	-3.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	5.00%	0.50	-0.50	-2.25
トルコ	1週間物レポ金利	19.00%	0.00	10.25	11.00

		直近値	期間別変化幅		
10年国債利回り		5/17	1カ月	1年	3年
米国		1.65%	0.07	1.01	-1.46
ドイツ		-0.12%	0.15	0.42	-0.76
日本		0.09%	-0.01	0.08	0.02
カナダ		1.58%	0.04	1.03	-0.94
豪州		1.75%	0.02	0.84	-1.17
中国		3.14%	-0.02	0.48	-0.58
ブラジル		9.74%	0.07	0.92	-0.80
英国		0.87%	0.10	0.63	-0.70
インド		5.97%	-0.12	0.19	-1.91
インドネシア		6.47%	-0.03	-1.32	-0.75
メキシコ		6.88%	0.31	0.73	-0.88
ロシア		7.25%	0.07	1.52	-0.20
トルコ		17.49%	0.20	4.40	3.07

		直近値	期間別変化率		
株価指数		5/17	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,328	0.4%	44.9%	38.9%
	S&P500	4,163	-0.5%	45.4%	53.1%
ユーロ圏	STOXX 50	4,007	-0.6%	44.6%	11.5%
日本	日経平均株価	27,825	-6.3%	38.9%	21.8%
	TOPIX	1,879	-4.2%	29.2%	3.9%
中国	MSCI中国	105.41	-4.0%	30.0%	12.1%
インド	MSCIインド	1,722	2.2%	59.9%	38.3%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,051	-4.2%	25.9%	-5.9%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,259	1.6%	52.2%	22.1%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		5/17	1カ月	1年	3年
米ドル		109.21	0.4%	2.0%	-1.4%
ユーロ		132.76	1.8%	14.4%	1.6%
カナダ・ドル		90.51	4.0%	19.3%	4.6%
豪ドル		84.83	0.8%	23.5%	2.0%
人民元		16.95	1.7%	13.0%	-2.7%
ブラジル・リアル		20.71	6.4%	13.3%	-30.9%
英ポンド		154.38	2.6%	19.2%	3.1%
インド・ルピー		1.49	2.0%	5.3%	-8.8%
インドネシア・ルピア		0.76	2.4%	6.2%	-2.9%
フィリピン・ペソ		2.28	1.4%	8.0%	7.8%
ベトナム・ドン		0.47	0.5%	3.4%	-2.6%
メキシコ・ペソ		5.52	1.1%	23.5%	-1.6%
ロシア・ルーブル		1.48	2.9%	1.5%	-17.0%
トルコ・リラ		13.13	-2.6%	-15.2%	-47.1%

		直近値	期間別変化率		
リート		5/17	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,455	1.5%	51.4%	38.3%
日本	東証REIT指数	2,031	-1.5%	30.8%	16.8%

		直近値	期間別変化率		
商品		5/17	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	66.27	5.0%	125.2%	-7.3%
金	COMEX金先物価格	1,868	5.0%	6.3%	44.8%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

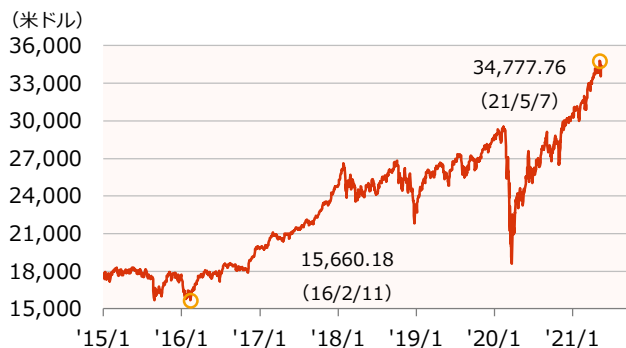
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

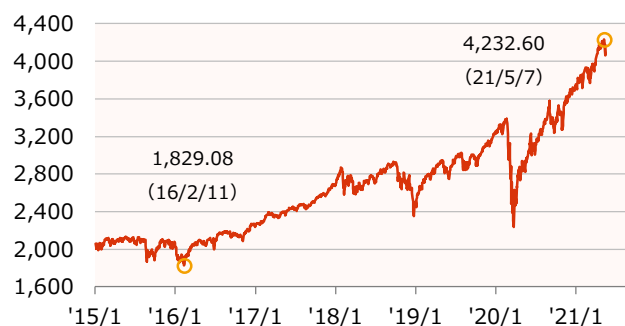
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



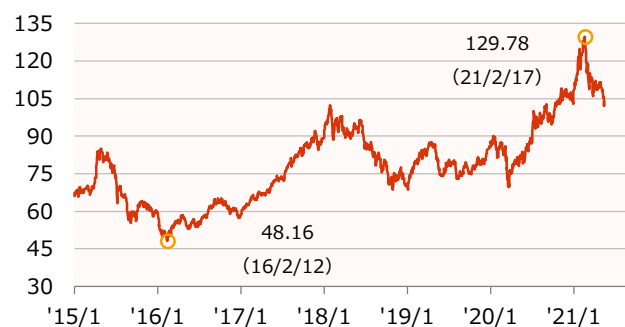
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



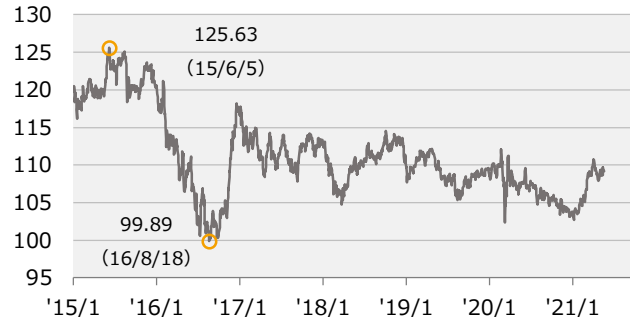
※グラフの期間は2015年1月初～2021年5月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

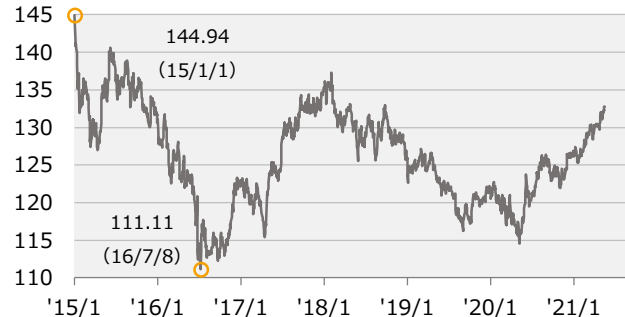
米ドル

(円/米ドル)



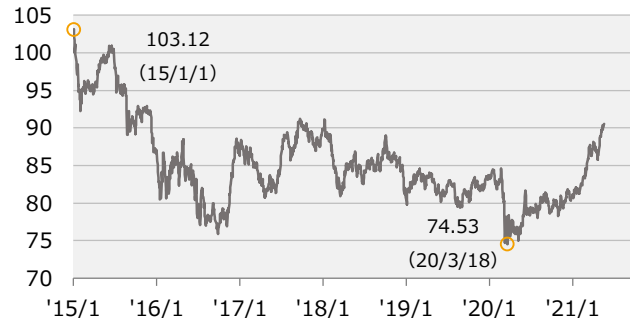
ユーロ

(円/ユーロ)



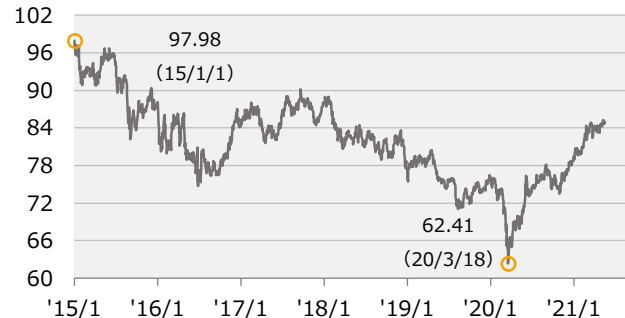
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



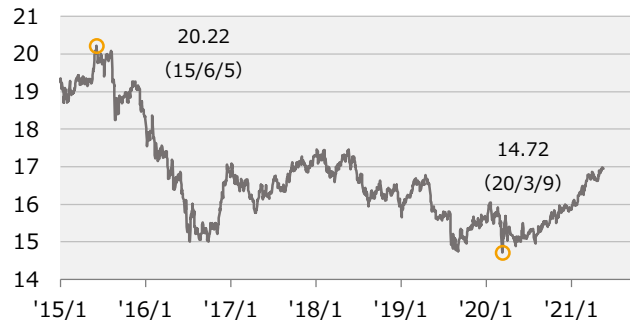
豪ドル

(円/豪ドル)



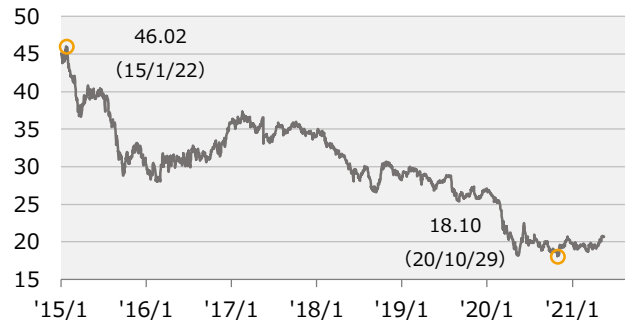
中国人民元

(円/人民元)



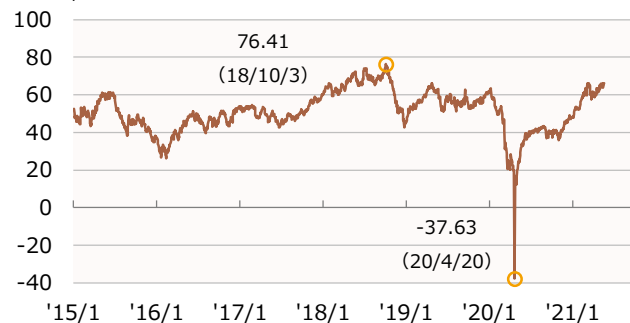
ブラジル・リアル

(円/リアル)



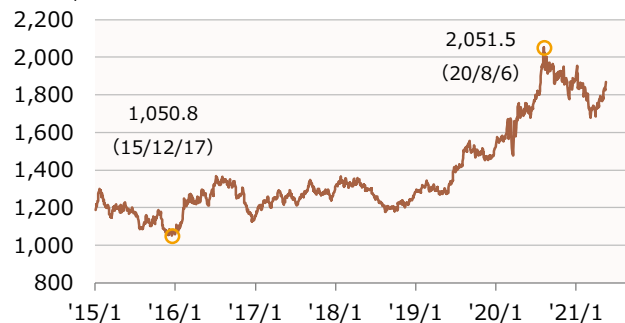
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2021年5月17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		
	2018年	2019年	2020年
米国	3.0	2.2	-3.5
ユーロ圏	1.9	1.3	-6.6
日本	0.6	0.0	-4.7
カナダ	2.4	1.9	-5.4
豪州	2.8	1.9	-2.4
中国	6.7	6.0	2.3
ブラジル	1.8	1.4	-4.1
先進国	2.3	1.6	-4.7
新興国	4.5	3.6	-2.2

消費者物価	前年比		
	2018年	2019年	2020年
米国	2.4	1.8	1.2
ユーロ圏	1.8	1.2	0.3
日本	1.0	0.5	0.0
カナダ	2.3	1.9	0.7
豪州	1.9	1.6	0.9
中国	2.1	2.9	2.4
ブラジル	3.7	3.7	3.2

政策金利		年末値		
		2018年	2019年	2020年
米国	FFレート（上限）	2.50	1.75	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.50	-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	1.75	1.75	0.25
豪州	キャッシュ・レート	1.50	0.75	0.10
中国	1年物MLF金利	3.30	3.25	2.95
ブラジル	セリック・レート	6.50	4.50	2.00

失業率	年末値		
	2018年	2019年	2020年
米国	3.9	3.6	6.7
ユーロ圏	7.8	7.4	8.2
日本	2.5	2.2	3.0
カナダ	5.8	5.7	8.8
豪州	5.0	5.1	6.6
中国	3.8	3.6	4.2
ブラジル	11.6	11.0	13.9

(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	6月	●通常国会会期末（16日） ●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） ●EU首脳会議（24-25日） ●G7首脳会議（英国、月内）	●RBA理事会（1日） ●OPECプラス会合（1日） ●メキシコ下院選挙（6日） ●カナダ金融政策決定会合（9日） ●ASEAN首脳会議（14-17日） ●ブラジル金融政策決定会合（16日） ●イラン大統領選挙（18日）
	7月	●東京都議会議員選挙（4日） ●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）	●中国共産党創立100周年祝賀行事（1日） ●RBA理事会（6日） ●カナダ金融政策決定会合（14日） ●イスラムハッジ（17-22日）
	8月			●RBA理事会（3日） ●ブラジル金融政策決定会合（4日） ●中国北戴河会議（月内）
	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） ●独総選挙（26日） ●米2022年度予算成立期限（30日）	●RBA理事会（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）	●EU首脳会議（14-15日） ●ECB理事会（28日） ●G20首脳会議（ローマ、30-31日） ●米財務省為替報告書（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） ●中国第4回国際輸入博覧会（5-10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） ●EU首脳会議（16-17日）	●RBA理事会（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（8日） ●香港立法會議員選挙（19日） ●中国中央経済工作会議（月内）
2022年	1月	●通常国会召集（月内）	●米一般教書演説（月内）	●中国旧正月休暇開始（31日）
	2月		●パウエルFRB議長任期（5日） ●米予算教書（月内） ●独大統領選挙（月内）	●北京冬季オリンピック、パラリンピック競技大会（4-3月13日）
	3月		●EU首脳会議（月内）	●中国全人代（上旬）
	4月		●仏大統領選挙（月内）	●ラマダン開始（3日）
	5月		●EU首脳会議（月内）	●ラマダン終了（2日） ●フィリピン大統領・議会選挙（9日） ●韓国大統領選挙（月内） ●イラク議会選挙（月内）

当資料のお取扱いにおけるご注意

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

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、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、SDR：特別引出権、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5月17日）

（発行日：2021年5月24日）