



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

7

JUL. 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

上昇するインフレ率と低下する長期金利

- Ⅰ 過去1カ月の最大の特徴は、インフレ率が急上昇したことだ。その一方で、長期金利は、インフレの関数と呼ばれるが、低下基調にある。これはどういうことか？
- Ⅱ 先行きの長期金利の動向は、他のリスク資産にも影響を与える。当社メインシナリオは、インフレ上振れは一時的で、長期金利は時間の経過に伴い、緩やかに上昇すると考えている。とはいえ、リスクシナリオにも目を配り、この投資環境見通しでお伝えしていきたい。



米国

	経 … 経済活動の再開と大規模経済対策の効果で景気は順調に回復。供給制約は早晩解消へ。
	株 … 利上げタイミングに焦点が移る中、株価指標の高さもあり不安定な展開を予想。
	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年央にコロナ前の水準へ。
	株 … 経済活動再開の進展により良好な市場センチメントが継続すると予想。
	債 … ECBの極めて緩和的な金融政策姿勢は不変で、ドイツの長期金利はマイナスで推移。
	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 … ワクチン普及と繰越需要の発現で、実質GDPは2022年央に消費税率引上げ前の水準へ。
	株 … ワクチン接種が進展し目先に安心感。挽回消費のインパクトに注目。
	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 … 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み。

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 … ワクチン普及と行動制限の緩和により、住宅投資・設備投資から個人消費主導の回復へ。
- 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市場予想を下回っていることに注意。
- 株 … 2022年以降の良好な業績見通しや、金融政策正常化面での優位性等を受け上昇を予想。
- 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7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。



継承から感じるつながり アイスランドの牧羊

アイスランドの農家では、品種交配されていない「アイスランド古代種」である羊たちが大切に育てられています。自然環境にあわせた10世紀から続く放牧スタイルからも、時を超えて受け継がれる伝統という名の絆が感じられます。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

上昇するインフレ率と低下する長期金利

過去1カ月の最大の特徴は、インフレ率が急上昇したことだ。例えば、5月の米CPIは前年同月比5.0%となった。変動の激しい食品とエネルギーを除いた、基調的なインフレを示すコア指数でみても同3.8%で、1992年以来の高い伸びを記録した。その一方で、長期金利は、インフレの関数と呼ばれるが、低下基調にある。これはどういうことか？

インフレ上振れは一時的

その理由は、大きく2つある。1つは、足もとのインフレの上振れには一時的な要因が多く含まれることだ。例えば、比較対象となる前年の水準が極端に低かったことや、コロナ禍での供給面の制約により物価が上昇している。こうした要因は今後剥落していくことが見込まれ、FRBも足もとのインフレの上振れが「一時的」であることを強調している。

金融市場

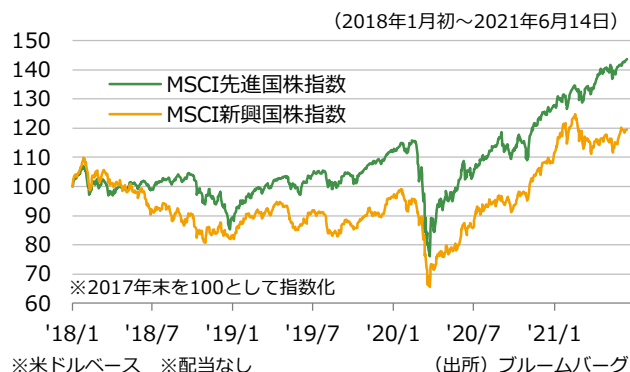
利上げ織り込みの下方修正

もう1つは、インフレ上振れでも金融政策正常化のスケジュールが大きくは変わらないことだ。通常、インフレ率が上昇すると長期金利も上昇する。インフレ上昇に対して中央銀行が金融引き締めを行うためだ。しかし、FRBは緩和的な金融政策を継続する姿勢を崩しておらず、逆に市場はこれまで過度な利上げを織り込んでいたため、その修正を行っている。

先行きの長期金利の動向

先行きの長期金利の動向は他のリスク資産にも影響を与える。当社メインシナリオは、インフレ上振れは一時的で、長期金利は時間の経過に伴い、緩やかに上昇すると考えている。とはいえ、インフレ上振れが長期金利の大きな上昇につながるリスクも考えられる。また、一般的に長期金利が上昇（低下）すれば、バリュー株（グロース株）優位で、物色面にも影響を与える。リスクシナリオにも目を配り、この投資環境見通しでお伝えしていきたい。

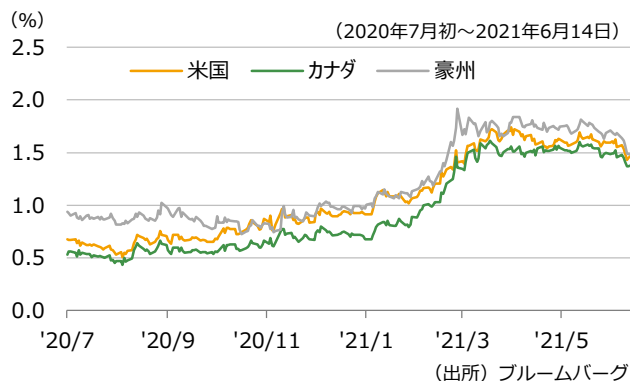
世界株式



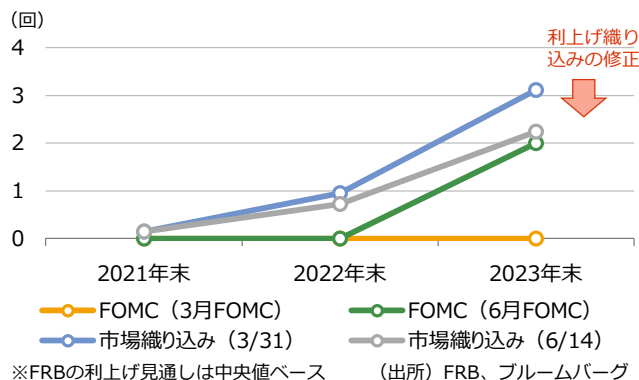
米消費者物価指数（前年同月比）



米国・カナダ・豪州の10年国債利回り



FRBの利上げ見通しと市場の織り込み（利上げ回数）



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経済対策の効果で景気は順調に回復。供給制約は早晩解消へ。新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年央にコロナ前の水準へ。 ワクチン普及と繰越需要の発現で、実質GDPは2022年央に消費税率引上げ前の水準へ。 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。 ワクチン普及と行動制限の緩和により、住宅投資・設備投資から個人消費主導の回復へ。 投資・生産の回復は順調も、消費の回復ペースが市場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				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				利上げタイミングに焦点が移る中、株価指標の高さもあり不安定な展開を予想。 経済活動再開の進展により良好な市場センチメントが継続すると予想。 ワクチン接種が進捗し目先に安心感。挽回消費のインパクトに注目。 2022年以降の良好な業績見通しや、金融政策正常化面での優位性等を受け上昇を予想。 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。 2022年の大統領選挙に向けてインフラ投資が加速する期待が強く、上昇余地はあると予想。 ポジティブ要因は多いが、過去最高値を更新したことで、当面上昇ペースを緩めよう。
	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、長期金利はマイナスでの推移が継続。 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。 量的緩和は年末で終了も政策金利は据え置きが長期化し、長期金利は1%以下で推移。 原油価格の上昇や、物価上昇圧力を受け、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。 過度なインフレ懸念の後退と米長期金利の緩やかな上昇で金価格は下落圧力。
	金				

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

為替	米ドル				リスクオンは米ドル安要因だが、米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ろうが、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債券高要因に。 原油価格上昇への懸念や、中銀のルビ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は高い。 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	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	-6.5	4.2	3.4	-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	-5.3	6.0	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.6	1.8
豪州	1.9	-2.4	5.0	3.1	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	5.0	2.2	4.50	2.00	6.00	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	32,000	33,000	米ドル	108.61円	103.25円	110円	111円
NYダウ	22.3%	7.2%	4.6%	3.1%		-1.0%	-4.9%	6.5%	0.9%
米国	3,231	3,756	3,900	4,000	ユーロ	121.77円	126.18円	132円	133円
S&P500	28.9%	16.3%	3.8%	2.6%		-3.2%	3.6%	4.6%	0.8%
欧州	3,745	3,553	4,100	4,200	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	89円	91円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	15.4%	2.4%		4.0%	-3.0%	9.7%	2.2%
日本	23,657	27,444	28,500	30,500	豪ドル	76.24円	79.47円	89円	91円
日経平均株価	18.2%	16.0%	3.8%	7.0%		-1.4%	4.2%	12.0%	2.2%
日本	1,721	1,805	1,930	2,050	中国人民元	15.60円	15.89円	17.0円	17.9円
TOPIX	15.2%	4.8%	6.9%	6.2%		-2.3%	1.8%	7.0%	5.3%
中国	85.7	108.58	133	135	ブラジル・レアル	26.98円	19.89円	22.9円	23.1円
MSCI	20.4%	26.7%	22.5%	1.5%		-4.5%	-26.3%	15.1%	0.9%

	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	5.2	4.4	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.8	1.0
インド*1	4.0	-7.3	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	6.1	-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	-3.0	3.4	2.5	6.25	4.25	6.00	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%	153円 8.4%	152円 -0.7%
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%	1.53円 8.2%	1.50円 -2.0%
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%	0.786円 6.4%	0.771円 -1.9%
					フィリピン・ペソ	2.14円 2.3%	2.15円 0.1%	2.16円 0.6%	2.13円 -1.4%
					ベトナム・ドン*3	0.469円 -0.8%	0.447円 -4.5%	0.483円 8.0%	0.498円 3.1%
					メキシコ・ペソ	5.74円 2.8%	5.19円 -9.5%	5.50円 6.0%	5.60円 1.8%
					ロシア・ルーブル	1.75円 10.7%	1.40円 -20.4%	1.50円 7.5%	1.51円 0.7%
					トルコ・リラ	18.2円 -11.8%	13.9円 -23.8%	12.9円 -7.2%	11.7円 -9.3%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

*3 インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(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を回復

新型コロナウイルスに対応して昨年3月以降打ち出された経済対策は計6兆米ドル近くに及ぶ。また、量的緩和でFRBの総資産はこの期間にほぼ倍増した。新型コロナウイルスの感染は収束しつつあり、実質GDPは2021年4-6月期にコロナ前の水準に復すると見込む。多額の家計貯蓄を背景に一両年の景気下振れリスクは小さい。今後10年のインフラ投資計画は中長期的な景気下支え要因として期待される。

需要の上振れと供給制約の顕著な強まり

ISM景況感指数は製造業、非製造業が軌を一にして改善してきた。5月は両者とも60を上回る高水準だが、受注指数が上昇する一方、雇用指数が低下し、製造業では生産指数も低下するなど、需要の上振れに対して供給制約の強まりが顕著。実際、製造業、非製造業とも入荷遅延指数は70台、仕入価格指数は80台の超高水準にある。但し、需給両要因に鑑みれば、需給の逼迫度は今がほぼ最大と考えられる。

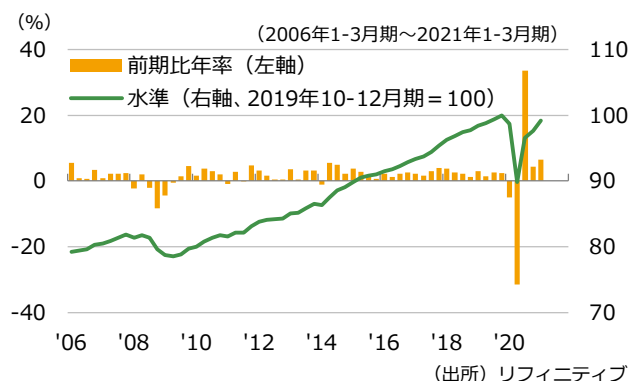
コロナ禍での特殊事情に因る人手不足

実質GDPがコロナ前に復する一方、非農業部門雇用者数はコロナ前と比較して依然763万人も少ない。しかし、企業は人手不足を訴えており、実際、求人数が急増している。それでも採用数が増えていないのは、新型コロナウイルス禍での特殊事情に因る。感染への警戒、学校のオンライン授業化に伴う子育て負担、多額の失業保険給付等が就労を妨げているとすれば、その解消は時間の問題と考えられる。

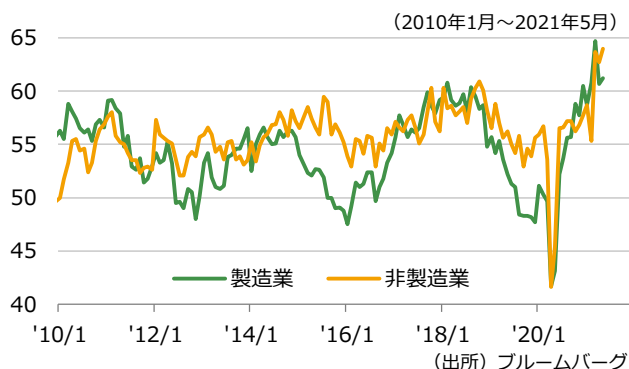
消費者物価指数の極端な上振れは一過性

コアの消費者物価指数は4月に前月比0.9%、5月に同0.7%と急上昇し、5月の前年同月比は3.8%と1992年以来の高い伸びを記録した。航空運賃、宿泊費などは新型コロナウイルスによる極端な下落の巻き戻し、自動車は供給制約の強まりを要因とする値上がりで、何れも一過性と考えられる。しかし、消費者物価指数の中でウェイトの大きい家賃の強含みは持続的な物価上昇圧力として留意が必要。

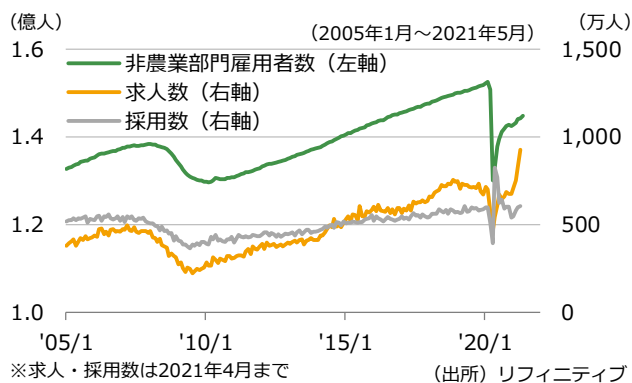
実質GDP



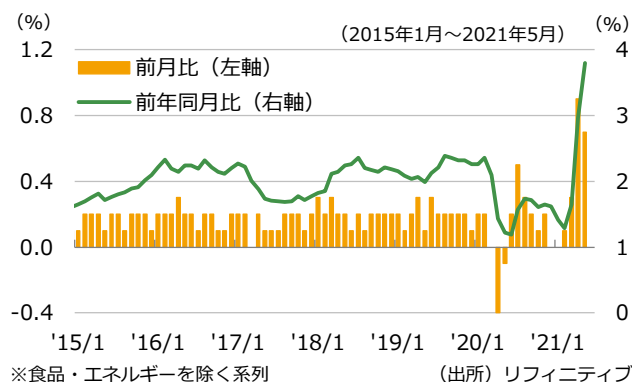
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と求人・採用数



消費者物価指数（コア）





株式

やや弱気スタンスを継続

米国株の見通しはやや弱気を継続する。S&P500は高値更新の一方、上値の重さが感じられる動きであり、直近1カ月の騰落率は日本株や欧州株に劣後した。量的緩和縮小開始に関する市場の織り込みが進む中においても米国株が底堅い点はポジティブであるものの、焦点が利上げタイミングに移りつつある中、過去平均を大きく上回るPERには依然リスクがあると考えている。

投資家センチメントは低下

右図は強気比率から弱気比率を差し引いたブルベア比率の推移をみたもの。機関投資家、個人投資家共に直近ピークから低下しており、高値警戒感が感じられる動きとなっている。強気一辺倒の状況が解消されたことは株式市場の調整リスクが低減したと考えられポジティブであるものの、水準としては依然上限域にあり、インフレ動向やFRBの金融政策に対する思惑で不安定化し易い状況にあるとみる。

焦点は利上げに

右図は各限月のVIX先物をみたもの。5月14日時点では9月限や10月限が12月限と比べて高く、市場がこの時期に対する不確実性、すなわち量的緩和縮小に関するFRBのアナウンスを警戒していたことが分かる。その後、同時期におけるVIX先物は大きく低下しており、量的緩和縮小の織り込みは進み、株価への影響は限定的との評価が定着した。今後の焦点は利上げのタイミングに大きくシフトした。

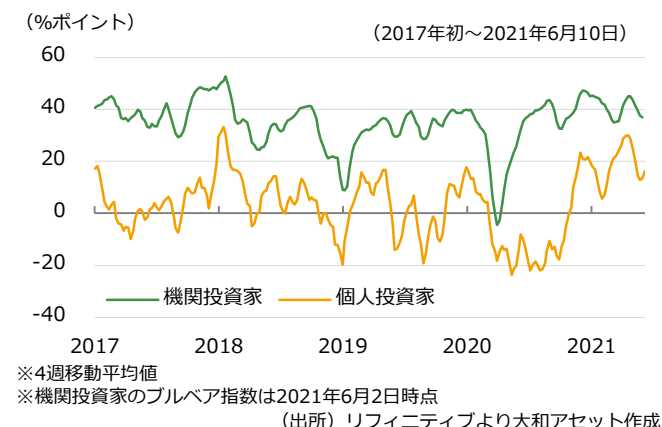
最低税率導入の影響は相対的に軽微

6月のG7会合で15%の国際最低税率で合意を目指す方針等が声明文に明記された。報道官は否定も、米国ではバイデン大統領が法人税率の引上げから最低税率の導入にシフトしているとの見方も一部である様子。最終的にどのような制度になるかはまだ不確実も、米国企業の税率の分布状況をみると15%未満の銘柄は一部に留まる。このため、法人税率引上げに比べれば影響は軽微になると考える。

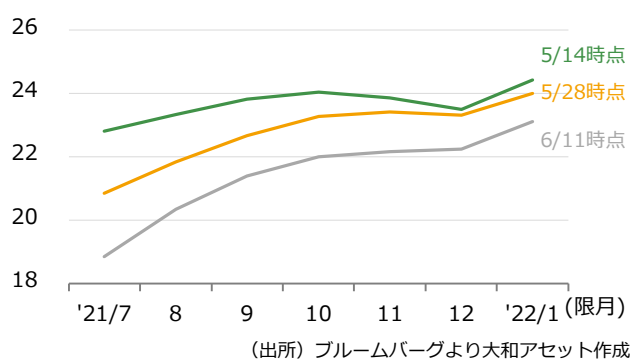
S&P500の推移



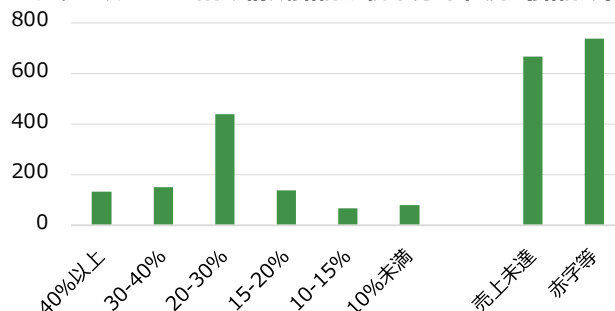
ブルベア指数の推移



VIX先物カーブの動向



ラッセル3000指数構成銘柄の税率分布状況 (銘柄数)



※対象はラッセル3000指数のうちREITを除いた12月決算銘柄
※税率は2017～2019年度の法人税率等/税前利益の平均値
※売上未達は売上基準を7.5億ユーロ未満と仮定、時点は2019年
(出所) ブルームバーグ等より大和アセット作成



債券・金利

量的緩和の縮小は既定路線で材料薄に

量的緩和の縮小の議論は経済データの歪みがある程度解消されてこなければ本格化せず。FRBの責務である最大雇用と物価安定への「更に顕著な進展」を確認しつつ、2021年末に縮小の見通しを示し、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倣って、一年程度かけて量的緩和を終えるの見込む。確実に実施される施策で、時期が多少前倒しされても市場への影響は軽微であろう。

長期金利は来年末にかけて緩やかに上昇

最大雇用の達成を含む利上げの厳しい要件が整うのは2023年中で、利上げ開始は2023年末と見込む。市場は消費者物価指数の上振れにも冷静で、利上げ見通しも2023年末までに1回へと収斂してこよう。それでも、利上げ見通しがはく落しない限り長期金利が基調として低下する可能性は低く、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

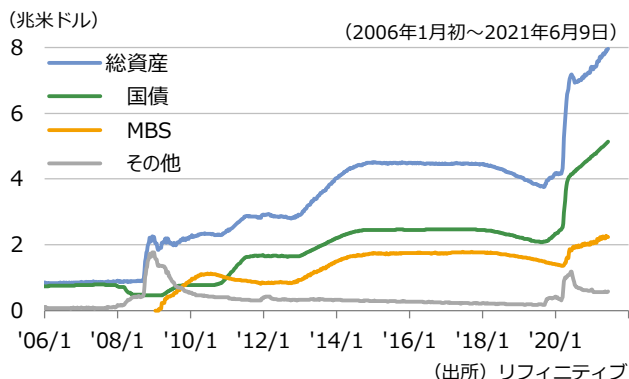
高まる業績改善期待

米国リート市場は、経済活動再開の進展に伴い、業績改善期待が高まり上昇基調。実際、幅広い業態において賃料上昇が現実のものになりつつあり、その事実がさらに期待を押し上げる形に。一方で、建設資材や住宅設備の価格上昇も始まっており、それらが今後、不動産の開発マージンや新規供給に与える影響については注意深く見守りたい。

長期金利は若干低下

期待インフレは引き続き高い水準で推移したものの、上昇は一服。また長期金利は低下傾向となった。社債の信用スプレッドは低位で推移しており、リートの投資環境としては望ましい状況が継続。ただリート価格の上昇に伴い、リートの予想配当利回りと長期金利の利回り差はコロナ前の水準まで縮小しており、今後は業績改善の動向が鍵となろう。

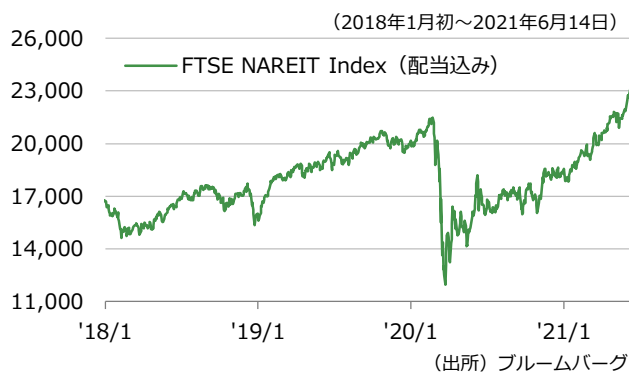
FRBの総資産残高と内訳



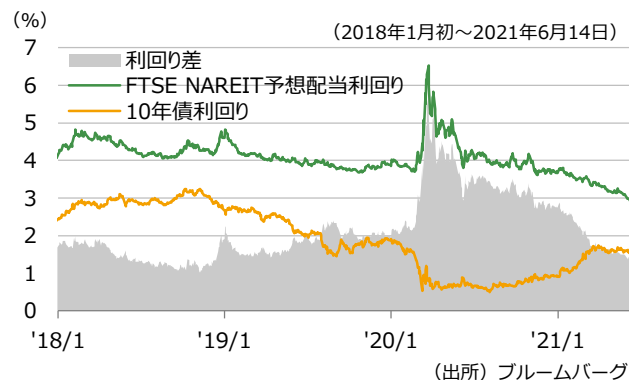
政策金利と長期金利



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。4-6月の日米10年国債金利差は1.4~1.6%程度で推移してきたが、最近2年間ほどの相関からすると、日米金利差1.4~1.6%に対応する米ドル円は108円前後（106~110円程度）である。米長期金利が上昇して日米金利差が拡大しないと、米ドル円は110円を大幅には超えにくいと考えられる。

米ドル円を左右する米実質金利の動き

今年1-3月、米国の財政支出拡大と新型コロナウイルス感染減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。だが、その後は米実質金利が低下し、3月水準を下回る状況が続いている。米実質金利の動きが米ドル円を左右するだろうし、110円超えが定着するには米実質金利が上昇することが必要と考えられる。

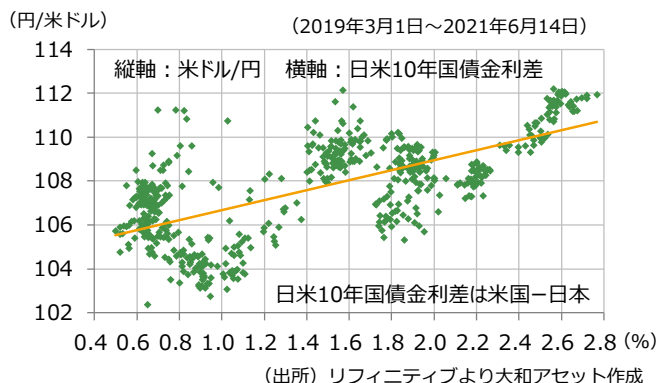
インフレ期待安定で米実質金利上昇か

米国の期待インフレ率が2%を超えて上昇する一方で、実質金利がやや低下した。期待インフレ率の上昇は、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の金融引き締め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。米景気回復期待が強まり、期待インフレ率が2%超えの水準で安定推移するようになれば、米実質金利と米ドル円が上昇しやすくなるだろう。

米株価・長期金利と米ドル円の相関

最近、米株価と米ドル円は逆相関であり、株高・米ドル安、株安・米ドル高の傾向にある。一方、米長期金利と米ドル円は順相関であり、金利上昇・米ドル高、金利低下・米ドル安の傾向にある。両者の相関係数の絶対値に大きな差がないので、株高・金利上昇や株安・金利低下では米ドル円が動きにくい。だが、株高・金利低下なら米ドル円が下落し、株安・金利上昇なら米ドル円が上昇しやすい。

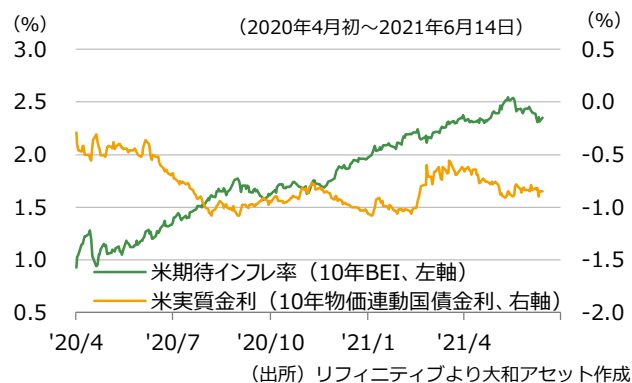
日米名目金利差と米ドル円



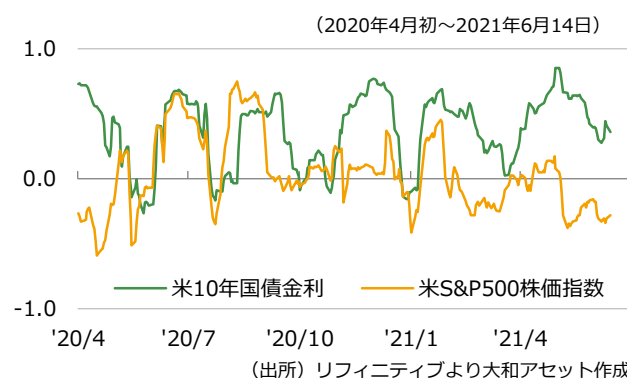
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米ドル円との時系列相関係数 (25日間)





経済

GDPは2022年央にコロナ前の水準へ

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う行動制限で、実質GDPは2020年10-12月期、2021年1-3月期とも小幅のマイナス成長に陥った。しかし、新型コロナウイルスの感染は収束に向いつつあり、不確実性が一段と低下するなか、4-6月期以降は景気回復が持続しよう。財政刺激は逡巡するが、緩和的な金融政策に支えられ、2022年4-6月期に実質GDPはコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

製造業に接近するサービス業の景況感

5月マークイットPMIは製造業が過去最高を更新し、サービス業も約3年振りの水準へ急上昇するなど、経済活動の再開の進捗が一段と明らかになった。製造業とサービス業の乖離は依然大きい、ワクチン接種の進展に連れて縮小しよう。需要の増加に供給が追いつかず、入荷の遅れや仕入価格の上昇が生じているのは、一部に構造変化を伴う、未曾有の災禍からの正常化過程での一時的現象と考える。

雇用情勢の改善に伴う安定的な消費増へ

ドイツで昨年後半に付加価値税率が時限的に引き下げられたことで、ユーロ圏の昨秋の小売売上高はコロナ前の軌道から一時上振れたが、その後の反動減を経て、現在は概ねコロナ前の軌道に復しつつある。政府の支援で上昇が比較的抑えられていた失業率だが、2020年9月をピークに低下に転じ、8.0%まで戻っている。今後は政策効果に替わって、雇用情勢の改善が安定的な消費の増加をもたらそう。

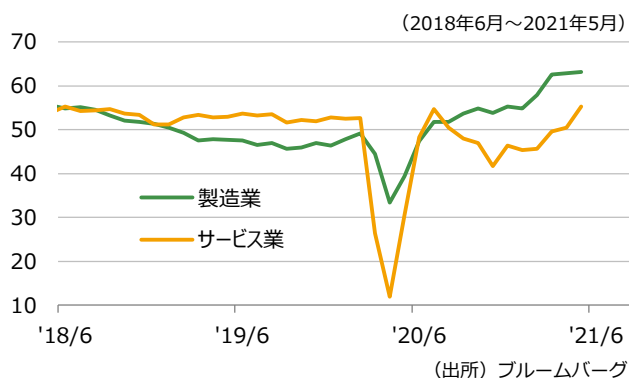
コアのインフレ率は1%近傍での推移

5月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）2.0%と、2018年10月以来の2%台に達した。しかし、エネルギー価格の約13%もの上昇の寄与が大きく、2%を保てるかは疑問。コアは昨年後半の特殊要因がはく落した年初以降、結局はコロナ前の長期のレンジである1%近傍に回帰したに過ぎない。ECBのインフレ見通しも2023年で1.4%と、基調として2%に達する時期は見通せず。

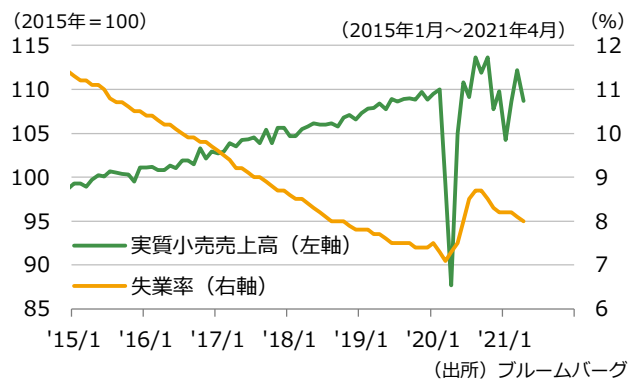
実質GDP



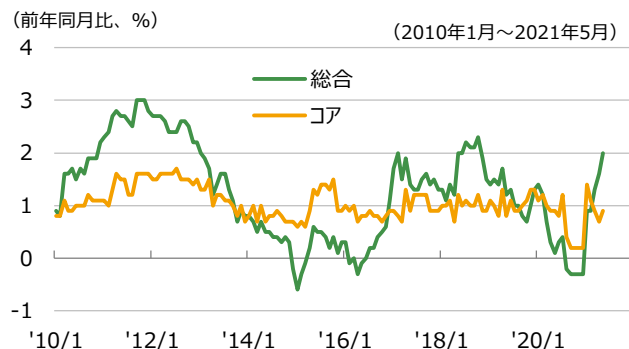
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列



株式

やや強気スタンスを継続

欧州株の見通しはやや強気を継続する。新型コロナウイルスワクチン接種の進展による経済活動再開の進展により直近1カ月の欧州株は米国株を上回る上昇率となった。英国でデルタ株の拡大により新規感染者数が再び増加している点はリスクも、14日に英公衆衛生庁は、ファイザーやアストラゼネカ製ワクチンの入院予防効果は高いと発表しており、欧州の景気回復の基本的な方向感是不変わらなとみる。

挽回消費に期待

右図はユーロ圏の家計金融資産の前年同期差を見たもの。2020年における現預金の増加額は過去数年を大きく上回るペースとなっており、消費行動の抑制の影響が出ていると考えられる。経済規模対比でみた増加率は米国には劣るものの、いわゆる挽回消費のポテンシャルはユーロ圏も十分有しており、当面、消費回復の良好な動きが出易い局面と考える。

債券・金利

PEPPの出口論は時期尚早

ECBは6月の理事会で一両年の経済見通しを上方修正し、見通しのリスクも下振れから概ね均衡へ改めた。一方で、PEPPでの7-9月期の資産購入ペースを含む一切の政策を据え置くことで、緩和的な金融政策姿勢を醸し出した。PEPPでの資産購入は少なくとも2022年3月まで継続の方針だが、新型コロナウイルス問題の収束が確実になるまで、ECBはその出口論に慎重なままであろう。

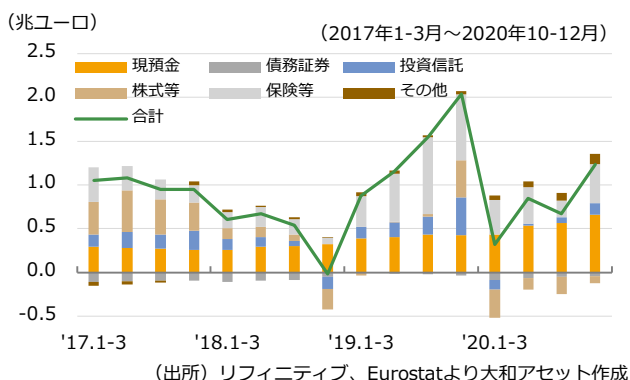
ドイツの長期金利はマイナスが継続

ドイツの10年国債利回りは一時ゼロ%に接近したが、5月下旬以降、ECB高官のハト派的な発言を受け低下に転じた。利上げは実質的に封印された状況で、国債利回りの上昇、周辺国スプレッドの拡大、ユーロ高等による金融環境の引き締めへの当局の警戒姿勢に鑑みれば、ドイツの長期金利は2019年半ば以降のマイナス圏での推移が継続しよう。

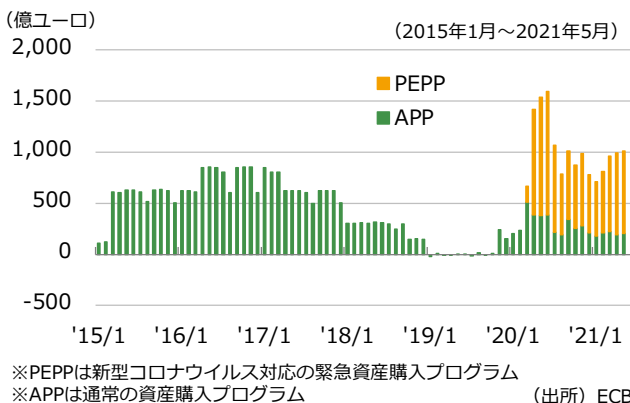
Euro STOXX 50の推移



家計金融資産の動向 (前年同期差)



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小幅反落

ユーロは4-5月に米ドルや円に対して上昇した。市場のリスクオン傾向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こともユーロを支える要因だ。ただ、ECBが資産購入を年初より著しく高いペースで継続するとしたため、最近ではユーロ圏の長期金利が低下し、ユーロが小幅反落。財政と金融政策の行方がユーロを左右しそうだ。

世界的な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。またインドでも新規感染が減少に転じ、欧米等の先進国を除く国々の感染ペースも大幅に鈍化している。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が抑制されれば、リスクオンの円安要因に。

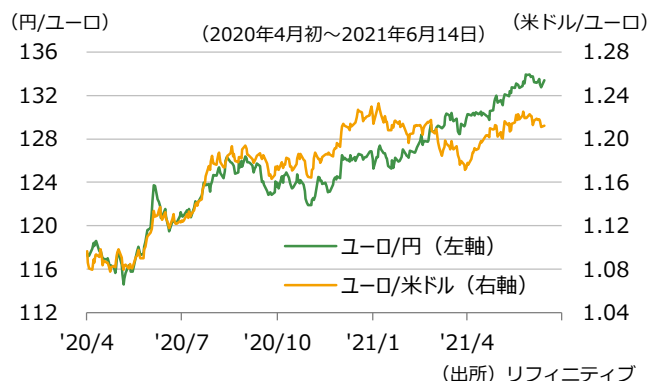
欧州の経済指標はユーロ高要因に

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、ユーロ圏と日本が高水準を維持する一方、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が、米国指標に改善の兆し。新興国のサプライズ指数はプラス幅が拡大したが、中国はマイナス圏に低下。世界的にはサプライズ指数が堅調に推移しており、リスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用する要因に。

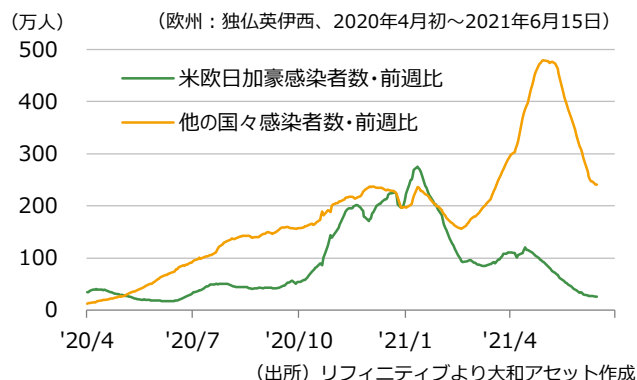
相対的な欧州金利上昇とユーロ高に陰り

今年1-3月は米国の新型コロナウイルス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・米ドル高が進行。だが、4-5月はドイツなど欧州の長期金利が相対的に上昇し、ユーロは対米ドルで反発した。ただ、欧州の長期金利は再び低下するようになっている。FRBに比べECBの金融政策がハト派と見なされれば、ユーロが対米ドルで下落する可能性もある。

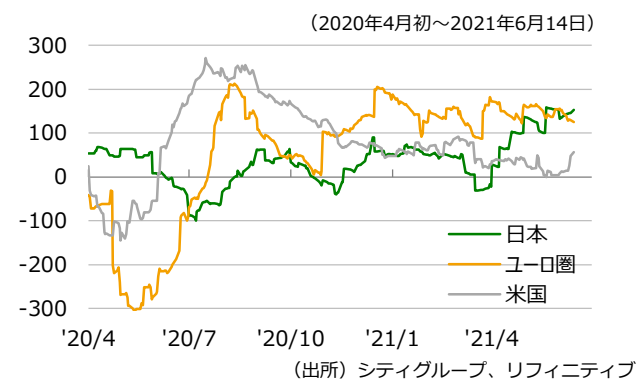
ユーロの対円相場と対米ドル相場



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年央にコロナ前の水準へ

実質GDPは2021年1-3月期にマイナス成長に陥った。しかし、月次では3、4月に大幅に上振れ、PMIは5月に一段と上昇し調査開始以来の最高を更新しており、4-6月期は年率2桁の高成長が見込まれる。今のところ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再び著しく拡大しないことを前提に、実質GDPは2023年4-6月期に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の変異株の広がり

新型コロナウイルスの新規感染者数は年初来減少基調にあったが、5月下旬以降増加に転じている。感染力の強い変異株の広がりが指摘されており、イングランドで6月21日に予定されていた行動制限の全面解除は4週間先送りされた。ワクチン接種の一段の進展で変異株の感染も抑制されるとの期待はあるが、新たなリスク要因が浮上した。

為替

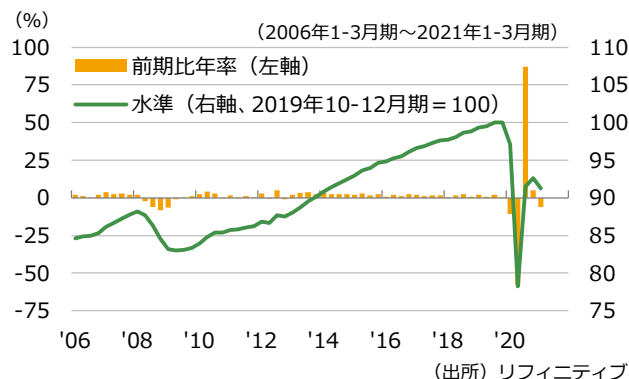
政策金利は据え置きが長期化

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つつ、インフレ率は2022、2023年に2%に落ち着くとの見通しを示した。現行の資産購入は当初の予定通り2021年末に終わると見込む。しかし、需給ギャップは大幅に拡大したままで、政策金利は据え置きが長期化しよう。財政刺激が縮小するため、利上げ期待は高まらず、10年国債利回りは1%程度が一両年の上限と想定する。

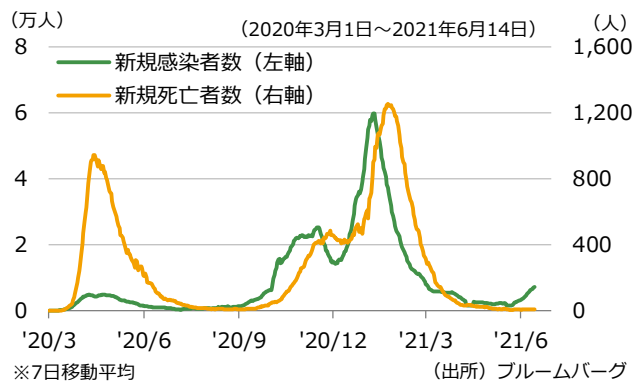
新型コロナ感染次第でポンド安リスク

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、他国に比べワクチン接種が進む英国ですら、変異株「デルタ」の感染拡大のためにロックダウンの全面解除（6月21日予定）を7月19日に延期した。今後の感染状況次第でポンド下落のリスクがある。

実質GDP



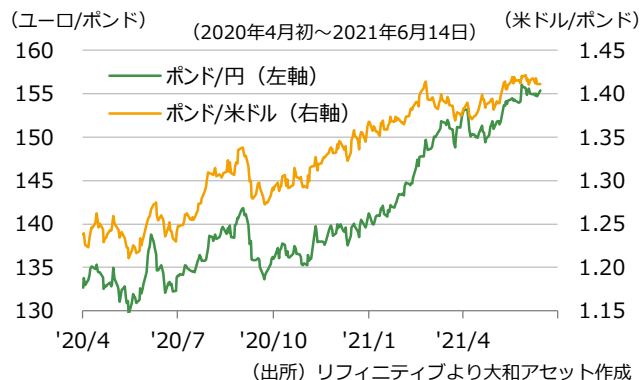
新型コロナウイルス

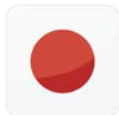


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは2022年央に消費増税前の水準へ

緊急事態宣言の発出により、実質GDPは1-3月期に続いて4-6月期も小幅のマイナス成長を見込むが、ワクチン接種の進展により、7-9月期以降は景気回復が持続しよう。特に2021年後半は前半の反動もあり、前期比年率で5%超の高成長が期待される。2021、2022暦年ではそれぞれ2.5%、3.4%の成長で、実質GDPは2022年4-6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。

景況感の改善はワクチン接種の進展次第

5月景気ウォッチャー調査での景気判断は現状が小幅に悪化する一方、先行きは上昇した。現状の悪化は緊急事態宣言を受けた家計動向関連が要因で、企業動向関連、雇用関連は悪化していない。先行きの上昇は「ワクチン接種の進展等による持ち直しへの期待」との内閣府の見解で、実際、ここへ来て接種率が目立って上昇していることからすれば、現状の景気判断の改善も時間の問題と考えられる。

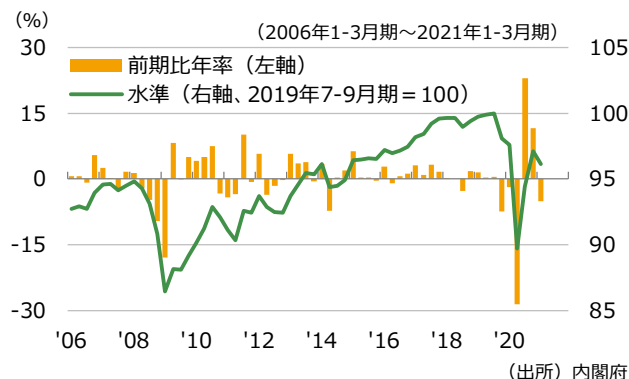
輸出は中国向け、資本財を主に堅調持続

実質輸出は昨年後半以降増加基調で推移しており、2018年1月の過去最高水準を上回ってきた。国別では中国向けが突出しており、新型コロナウイルス問題による落ち込みなどほとんど認められないまま、寧ろコロナ後に増勢を強めている。財別ではコロナ後に先行していた情報関連に替わって、足元では資本財の伸びが顕著であり、世界経済の本格回復の様相が窺える。輸出は当面堅調を持続しよう。

物価下押し要因で遠ざかる2%インフレ

消費者物価指数は総合で昨年10月以降前年同月比マイナスが続いている。生鮮食品及びエネルギーを除く総合でも、4月は昨年12月以来となるマイナスに転じた。携帯電話通信料の4月の値下げが物価下押し要因として働いている。8月に予定されている消費者物価指数の基準改定も追加的下押し要因と考えられる。エネルギー価格の上昇はあっても、インフレ率が基調として2%へ上昇する道筋は描けず。

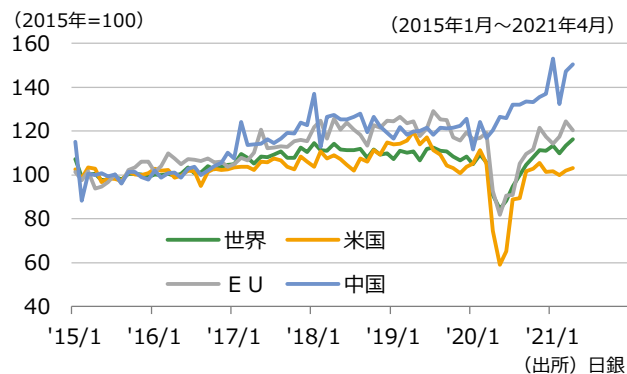
実質GDP



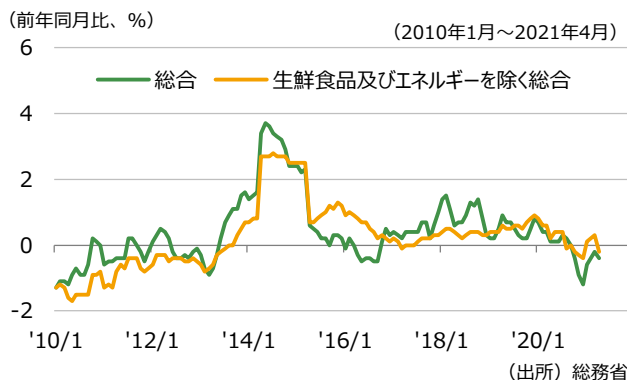
景気ウォッチャー調査



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カ月の騰落率は良好。欧州株と並び米国株を上回る上昇率となった。国内でも新型コロナウイルスワクチン接種が進化したことで市場マインドが改善したことが寄与した。現在の日本の接種比率は順調に上昇し易い局面であり、底堅い株価推移を予想する。日本株の見通しは中立スタンスを継続。欧州株との相対感で、経済活動再開で先行する欧州の方が具体的な好材料が出てきやすい点等を考慮した。

バリュエーションは相対的に優位

現在の株価水準は2022年度予想EPSを基準としてPERで14倍強とほぼ過去平均水準。欧米株と比べて株価指標に割高感がない点は日本株の優位点であると考え。今後、FRBによる利上げタイミングがより市場の焦点となり、金融政策の正常化に伴い、先進国株式市場においてバリュエーションの修正に対する警戒が高まった際には、日本株の選好度が高まると考える。

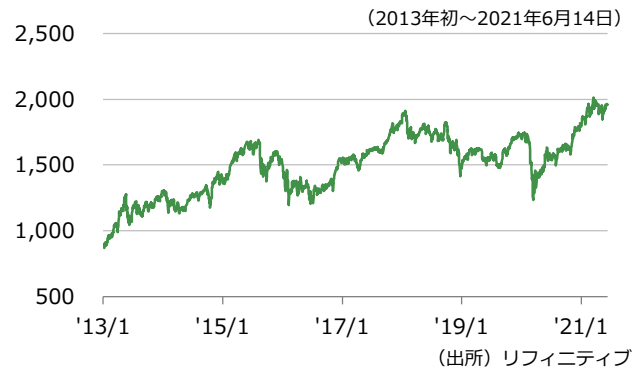
物色面ではバリュー株優位を予想

年初にバリュー株が反発した後は、バリュー株とグロース株の選好に強い方向性が出ていない。国内金利に独自要素が乏しい中、米国金利の動向やFRBの利上げタイミングに対する株式市場の思惑に反応し易い状況が続くとみる。当面はFRBによる利上げ開始時期が意識され易い局面が続く中、バリュー株とグロース株においてはバリュー株が選好される局面が多くなると考える。

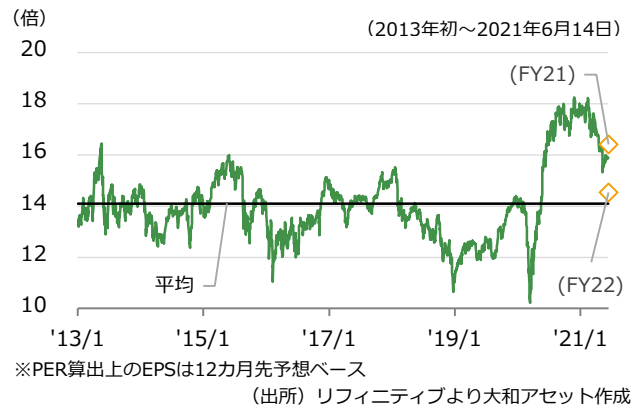
挽回消費に期待

目先の注目はワクチン接種の進展に伴う挽回消費の動向。期待から実績を確認する局面が早晚訪れるとみる。家計金融資産の動向をみると日本は欧米と同様に2020年に現預金の増加ペースが加速し、対家計消費でみたインパクトは米国並みとなる。株式の増加等が目立つ米国と比べれば、日本の挽回消費のポテンシャルは劣る可能性はあるものの、日本でも今後の挽回消費は十分に期待出来ると考える。

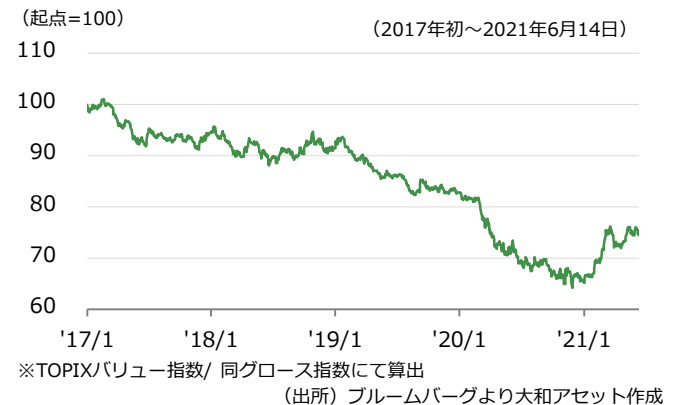
TOPIXの推移



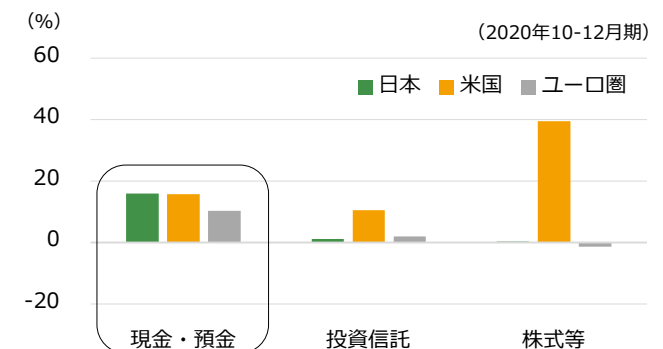
PERの推移 (TOPIX)



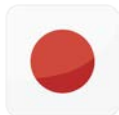
TOPIXバリュー指数、グロース指数の動向



家計金融資産の前年同期差 (家計消費に対する割合)



※2019年の家計最終消費支出に対する比率
(出所) リフィニティブ等より大和アセット作成



債券・金利

資金繰り支援は継続も政策は出尽くし

2%の「物価安定の目標」の実現は遠ざかるばかりだが、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」のための諸措置で日銀の金融政策対応は当面出尽くしと考えられる。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問題が収束するまで新型コロナ対応の資金繰り支援は継続する公算が大きい。追加緩和は見込まれず。なお、黒田総裁の任期は2023年4月まで。

長期金利は「ゼロ%程度」で安定推移

米国の長期金利が上昇するなか、3月を目途とした日銀の金融政策の「点検」への思惑から1、2月に急上昇した日本の10年国債利回りも、3月以降の低下でゼロ%に接近している。緩和的な金融政策が一段と長期化するなか、日銀の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の下、10年国債利回りは「ゼロ%程度」での安定推移を見込む。

リート

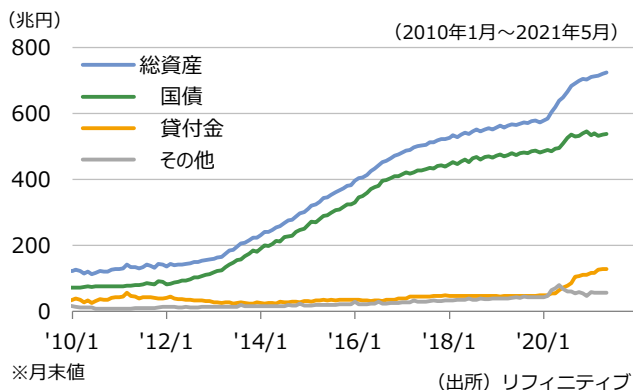
上昇継続

J-REIT市場は足元1カ月で上昇した。新型コロナウイルスのワクチン接種進展による経済活動の正常化期待から上昇が続いた。2020年9月からFTSEグローバル株式指数はJ-REITの組み入れを開始し、四半期ごとに4回に分けて組入比率を高めている。最後の組入比率引き上げとなる6月に向けて指数連動ファンドの買いを含めた外国人投資家の買いがJ-REIT市場を押し上げていると考える。

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。公募増資の増加は短期的には需給悪化につながるが、利益成長を伴う公募増資が期待され、中長期的にはJ-REIT市場の魅力が高めると考える。

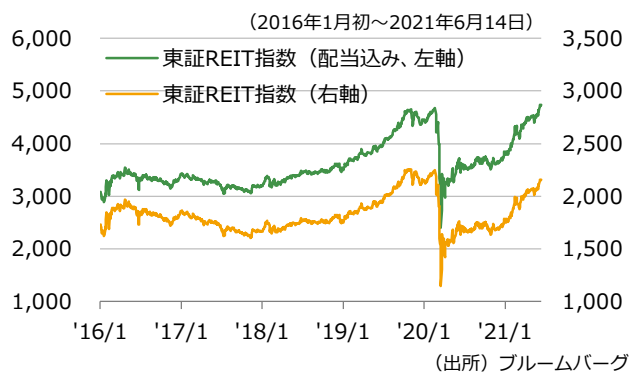
日銀の総資産残高と内訳



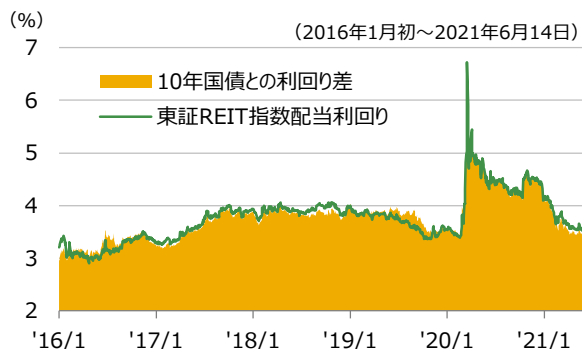
10年国債利回り



東証REIT指数の推移

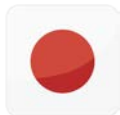


東証REIT指数の配当利回りの推移



※配当利回りは過去12カ月の実績ベース。

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

米ドル安より円安がやや優勢

今年4月には米長期金利が低下に転じ、米ドル安により米ドル円は反落した。5月以降は米長期金利低下が鈍化して米ドル安も鈍化する一方、リスクオンの円安が進行。米ドル安よりも円安がやや優勢となり、米ドル円は小幅上昇した。リスクオン・オフにより円と米ドルは同じ方向に動きやすいだけに、米長期金利の動き次第で円と米ドルの変動に差が生まれ、米ドル円の方向性が決まりやすい。

米ドル安が米経済指標押し上げ要因に

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り、米エコノミック・サプライズ指数の低下が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なり、米ドル円の上昇要因となる可能性がある。

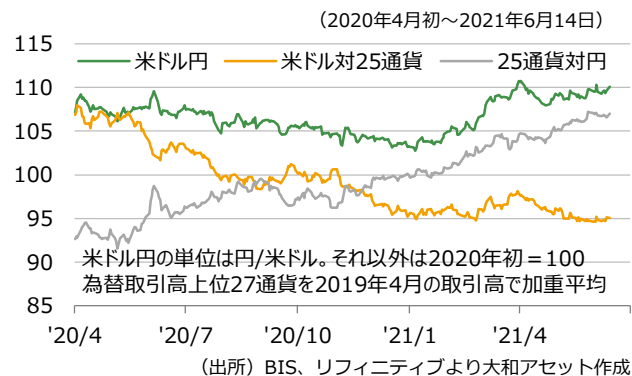
米量的緩和ペースに連動する米長期金利

FRBの量的緩和局面を振り返ると、買入証券残高の増加ペースが上がるときに米長期金利が上昇し、ペースが下がるときに米長期金利が低下する傾向。買入による債券需給引き締めよりも景気刺激への期待が長期金利を左右しやすいということか。今後、量的緩和縮小期待が高まる局面で米長期金利が上昇する可能性はあるが、量的緩和縮小が始まると景気刺激期待の後退で長期金利が低下する可能性もある。

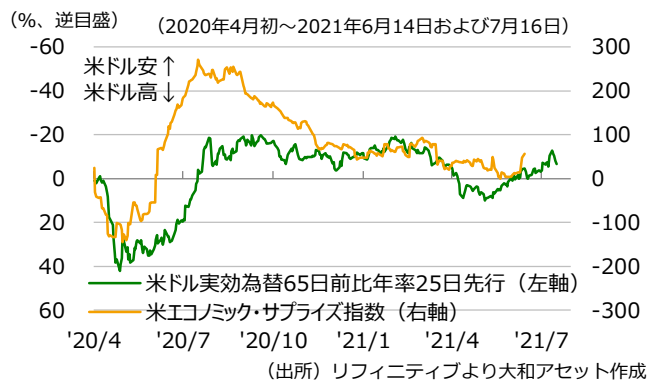
米量的緩和縮小で米ドル円下落の可能性

FRBの量的緩和ペースが上がると米長期金利と米ドル円が上昇し、量的緩和ペースが下がると長期金利と米ドル円が下落しやすい。例外的に2014年の量的緩和縮小局面で米ドル円が上昇したのは、日銀が量的・質的金融緩和を拡大したことが円安を招いたためだ。米ドル円は米長期金利に連動しやすく、FRBが量的緩和の縮小を開始した後に利上げ期待が高まるか否かが、米金利と米ドル円のカギを握る。

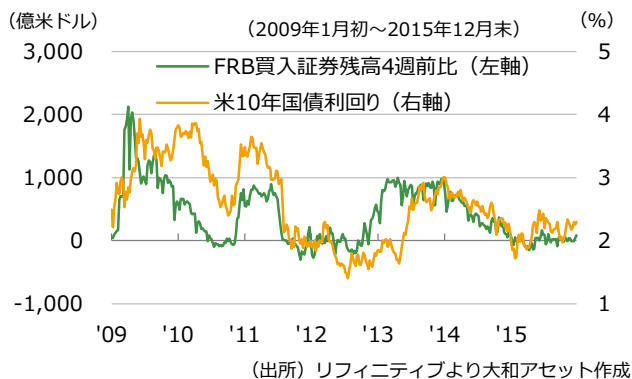
米ドル・円・他通貨の為替



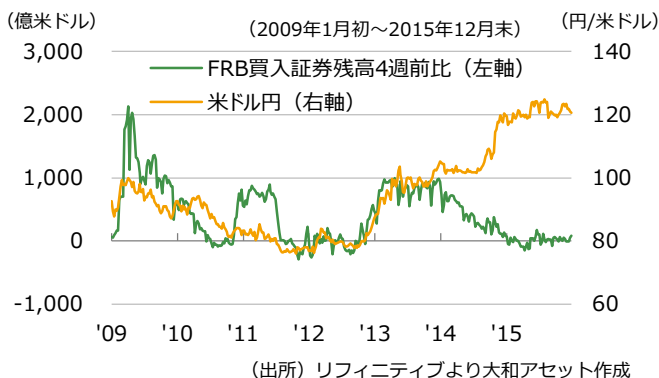
米ドル実効為替とエコノミック・サプライズ指数



FRBの資産買入ペースと米長期金利



FRBの資産買入ペースと米ドル円





経済

2021年7-9月期にコロナ前の水準へ

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、実質GDPは前期比+1.4%となり、コロナ前（2019年10-12月期）を1.7%下回る水準まで回復。4-6月期は感染第3波による影響で成長率が鈍化すると見込まれるが、すでに感染状況が改善し、行動制限は段階的に緩和されている。そのため、7-9月期に個人消費主導で成長率が加速し、実質GDPは同期にコロナ前の水準を上回ると予想。

感染第3波の収束で労働市場は改善へ

新型コロナウイルスの感染第3波により、4月と5月の雇用者数は前月比で減少した。しかし、新規感染者数は著しく減っており、各地で行動制限が段階的に緩和されている。雇用者数は6月に前月比で増加に転じ、第2波と第3波の狭間であった2021年3月の水準は早期に上回ることが期待できる。更に、7-9月期中には新型コロナウイルス問題発生前のピーク（2020年2月）を上回る可能性も高い。

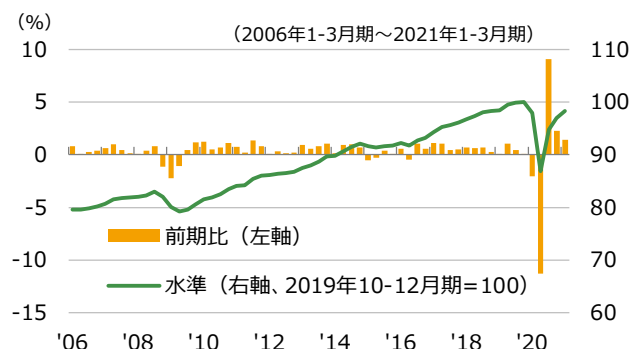
独自のワクチン戦略は順調に進展

新型コロナウイルスワクチンを1回以上接種した人数は人口の65%を超え、ワクチン接種で先行していたイスラエルを上回った。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たが、1回目の接種が佳境を迎える中、足元では2回目の接種も本格化。7-9月期の成長率が加速する蓋然性が一段と高まっている。

住宅市場はソフトランディングするか

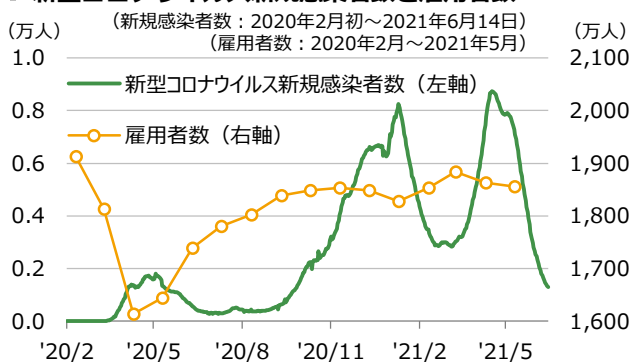
歴史的な低金利環境や生活スタイルの変化、高水準の家計貯蓄を背景に、住宅市場の好調が続いている。住宅着工件数は昨年夏から高水準で推移しているが、旺盛な需要を補いきれず、中古市場では売りに出せばすぐに買い手が見つかる状態。住宅価格の急上昇に対して、当局は6月からストレステストを強化するなど対応に乗り出しており、今後はソフトランディングに向かうか要注目。

実質GDP



（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

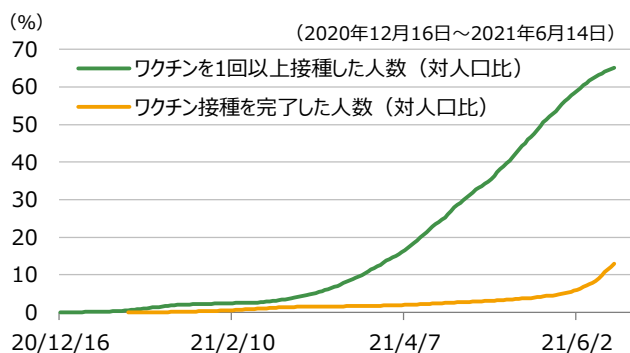
新型コロナウイルス新規感染者数と雇用者数



※新規感染者数は7日移動平均

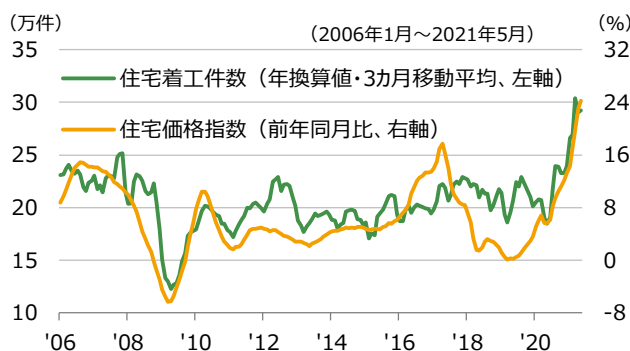
（出所）カナダ政府、カナダ統計局より大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチンの接種人数



（出所）Our World in Dataより大和アセット作成

住宅着工件数と住宅価格指数



（出所）ブルームバーグ、カナダ不動産協会より大和アセット作成



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月の金融政策決定会合において、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、景気回復の道筋がより明らかになっているため、7月の会合において週20億カナダ・ドルへの減額を決定すると見込む。順当にいけば、10月に更なる減額、来年1月に新規の買い入れを終了する可能性が高い。

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2022年後半としており、同時に利上げ開始の条件も整う。ただし、来年にかけては原油価格の調整や足元のインフレ加速の反動が想定されるため、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

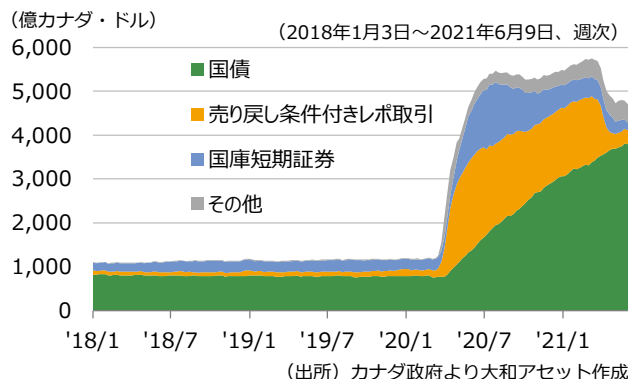
金融政策と商品価格が通貨高を正当化

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年の高値を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2018年の高値を大きく上回っている。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監視

上述の理由から投機筋のカナダ・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。

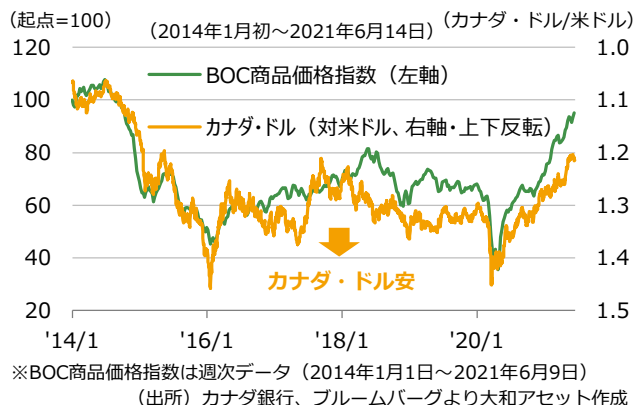
カナダ銀行の資産残高



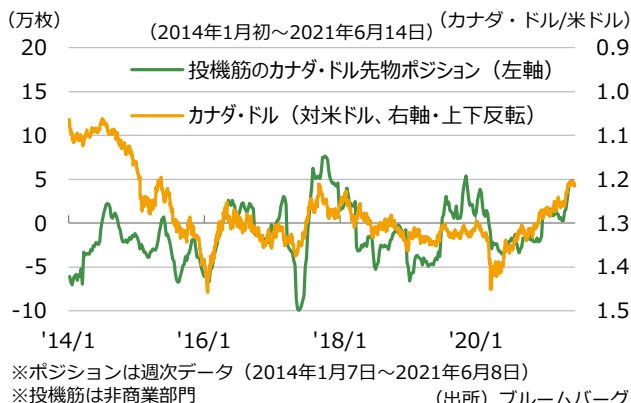
政策金利と10年国債利回り



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

実質GDPはコロナ前の水準を上回る

1-3月期の実質GDPは前期比+1.8%となり、水準としては新型コロナウイルス問題が発生する前のピーク（2019年10-12月期）を上回った。低金利環境や政府支援の恩恵を受け、設備投資や住宅投資の回復が顕著。個人消費は依然としてコロナ前の水準を下回っているが、今後は行動制限の緩和によって挽回消費が期待できるため、基調としては潜在成長率を上回るペースでの回復が続くと見込む。

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、昨年の秋以降は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。感染抑制に加えてワクチンが普及することで、同問題への懸念は一段と小さくならう。

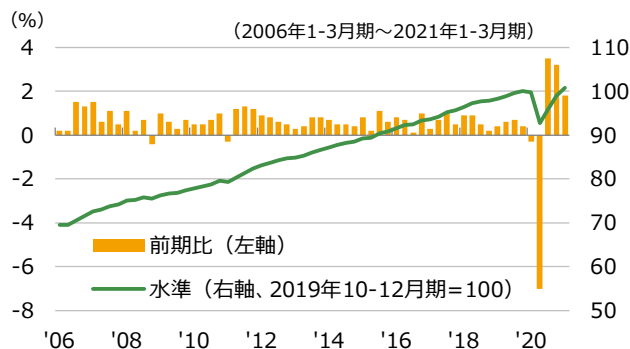
労働市場の順調な回復

雇用者数は3月にコロナ前のピーク（2020年2月）を上回った後、雇用維持給付金制度が3月で終了した影響により4月は前月比で減少に転じた。一方、労働参加率の低下により、失業率はむしろ低下。求人広告件数の急増に鑑みれば、ボトルネックは新型コロナウイルスへの警戒に起因する供給側の要因のみ。それもワクチンの普及で緩和され、今年後半から雇用者数の増加と失業率の低下が順調に進もう。

インフレ率は2023年半ばに目標圏内へ

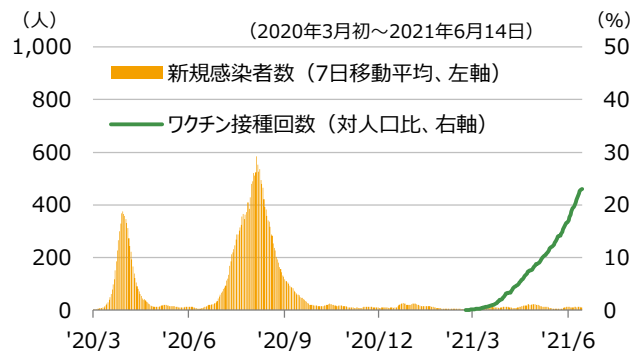
インフレ率は、特殊要因による目先の変動を経て、目標レンジ（2～3%）を下回った後、2023年4-6月期に総合・コアともに2%に回帰するとの見通しをRBAが示している。同行は「実際のインフレ率が目標の2～3%内で持続的に推移するまで利上げしない」としており、2023年中は難しいかもしれないが、2024年前半には利上げの条件が整うことが示唆されている。

実質GDP



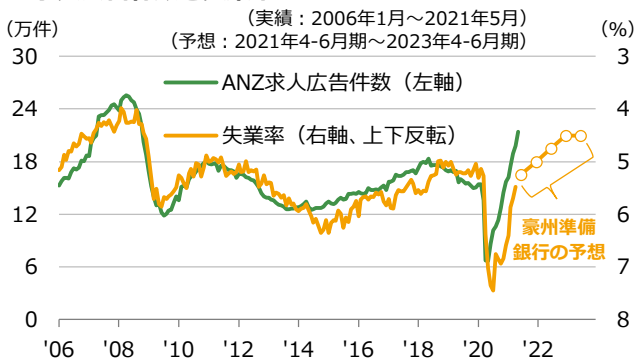
（出所）豪州統計局より大和アセット作成

新型コロナウイルス



（出所）ABC News、Our World in Dataより大和アセット作成

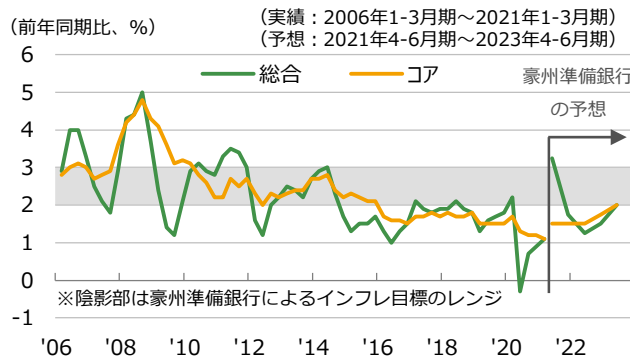
求人広告件数と失業率



※失業率の実績は2021年4月まで

（出所）ブルームバーグ、豪州統計局、豪州準備銀行

消費者物価指数



※コアはトリム平均値

（出所）豪州統計局、豪州準備銀行



債券・金利

YCCの出口戦略と量的緩和の継続

RBAは、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月の理事会で決断を下す予定。同行の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

FRBが年内にも量的緩和の縮小を決定する可能性が高い中、RBAは9月からの量的緩和縮小を7月に決定する可能性が高い。ただし、利上げ開始が前倒しされる訳ではないため、長期金利が上昇したとしても限定的にとどまろう。中期的には、時間の経過とともに2024年の利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに水準を切り上げる展開を見込む。

為替

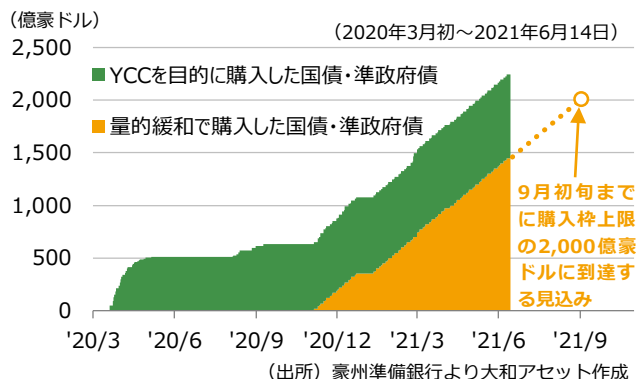
足元は横ばいも今年後半の上昇に期待

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。

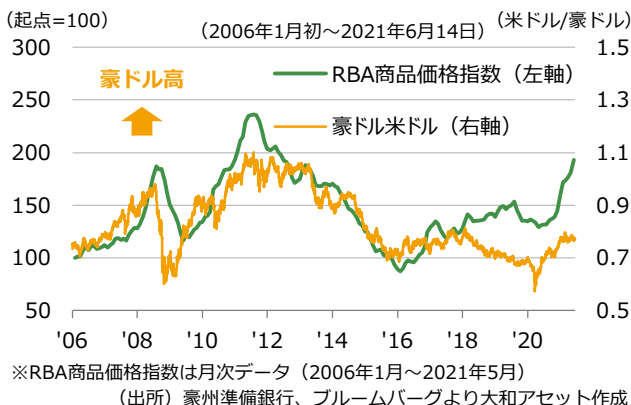
RBAの国債・準政府債購入額（累積）



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

経済状況は良好も、前年比伸び率は減速

中国は世界でいち早く新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、昨年4月から景気回復局面に入った。そのため、今年4月以降の前年同月比でみた経済指標は、ほとんどの国が上振れする中で中国は下振れしているように見える。しかし、実質GDPは依然として潜在成長率を上回る6%以上の伸び率を維持し、相対的に高い経済成長が予想される。

可処分所得の正常化で消費回復を期待

景気回復の裾野が消費に広がりつつあるものの、消費回復のペースは市場予想を下回っている。その背景としては、主要先進国のような個人給付金の配布がなかったことが挙げられる。足元は、可処分所得の伸び率が景気回復につれコロナ禍前の水準を上回ったことで、消費回復が加速する期待が高まっている。

株式

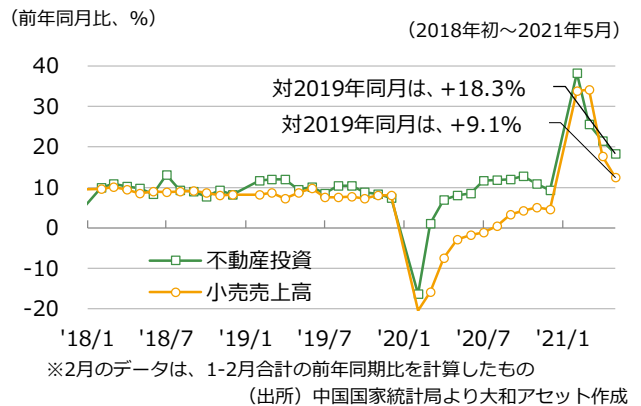
本土上場のハイテク株が上昇をけん引

当局のバブル抑制策を受け、2月中旬以降調整局面に入ったが、4月以降は中国のナスダックと呼ばれる創業板を中心に上昇。一般に、株式市場が特に動揺するのは金融緩和から引き締めへと政策転換する局面で、その局面を通過したことによる安心感や、良好な業績見通し、構造改革への期待等が支えとなり、本土ハイテク株への資金流入が継続しよう。

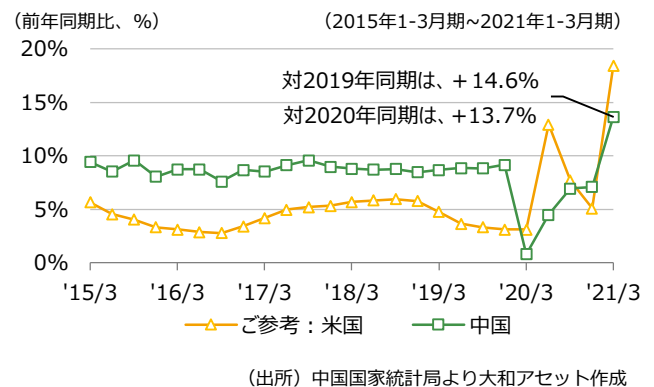
業績見通しは良好

相対的に高いGDP成長率予想を受け、企業業績の見通しも良好と見込まれている。本土A株の会社公表の業績修正状況を見ると、上方修正の割合が高い。コンセンサスにおいても2022年以降グローバル株式に比べて高い利益成長が予想されるなど、業績見通しが2021年下半期の株式市場の上昇を牽引すると見込む。

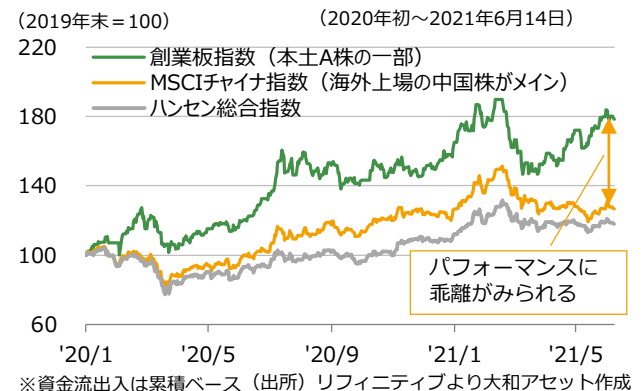
不動産投資と小売売上高の推移



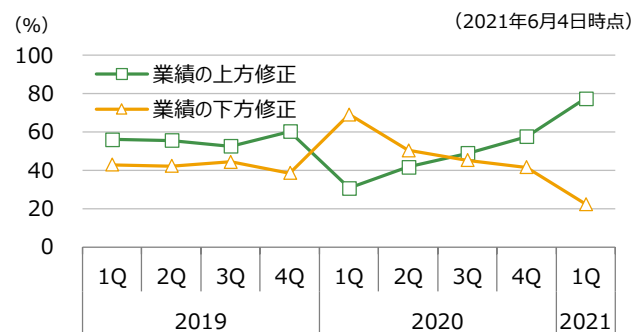
可処分所得の推移



海外上場と本土上場のハイテク株価の乖離



本土A株市場の業績修正比率



※上海証券取引所、深セン証券取引所のA株を集計 ※企業数ベース
(出所) WINDより大和アセット作成



債券・金利

金融政策の正常化は進展

いち早くコロナ禍を脱出した中国では、2020年7月から景気刺激策を転換し始めた。2021年3月には中銀が貸出抑制の窓口指導を行ったとされるなど、金融政策正常化のペースも速まったとみられる。足元の社会融資総量やM2の前年同月比伸び率がすでにコロナ前の水準近辺まで低下し、金融政策の正常化が大きく進展したことが窺える。

米金利上昇局面でも底堅い推移

今年の米国の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。米中摩擦にもかかわらず、外国人投資家による資金は流入傾向を継続しており、金融面での中国と海外の関係はむしろ強まっていると言えよう。

為替

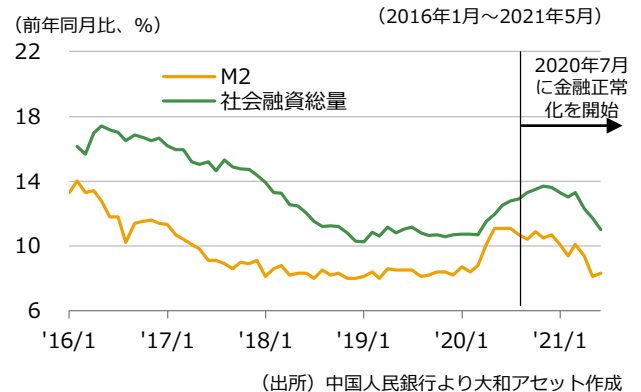
当局が人民元高抑制に動く可能性に注意

過去1年間人民元は、対米ドル、対円でそれぞれ約12%、約15%増価したが、良好なファンダメンタルズを受け、人民元上昇の圧力はなお強い。実質実効レートが約5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を調整する可能性は一段と高まった。個人の対外証券投資の規制緩和等、目先は人民元高圧力を軽減する政策に注意。

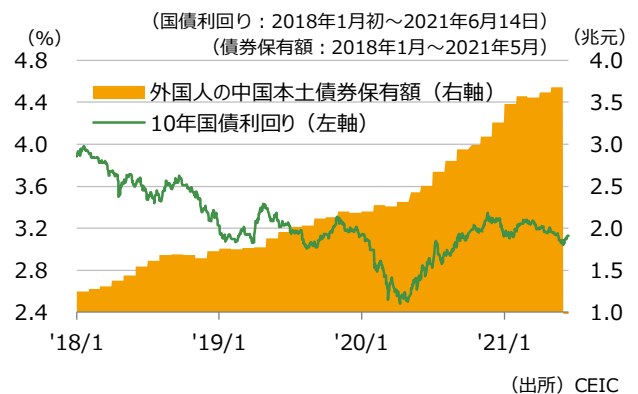
人民元国際化への期待が支え

人民元の中長期上昇期待を支える要因の一つとして、中国の経済規模の拡大に伴う人民元国際化への期待がある。緩やかではあるが、各国の外貨準備の中における人民元の割合は増加傾向にあることがこの見方を裏付けている。デジタル人民元も2022年2月開幕の北京冬季オリンピック前に普及し始めるとみられ、人民元国際化への期待を強めている。

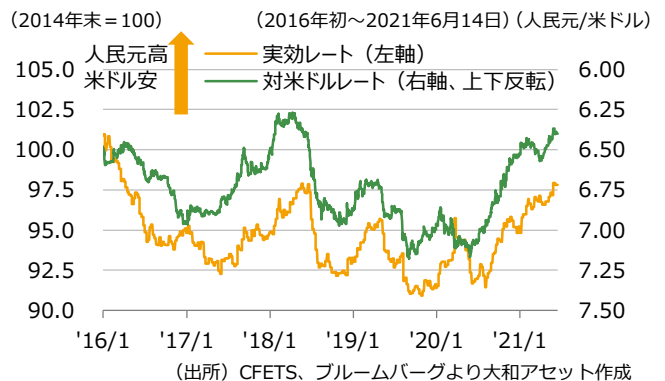
各種マネー指標



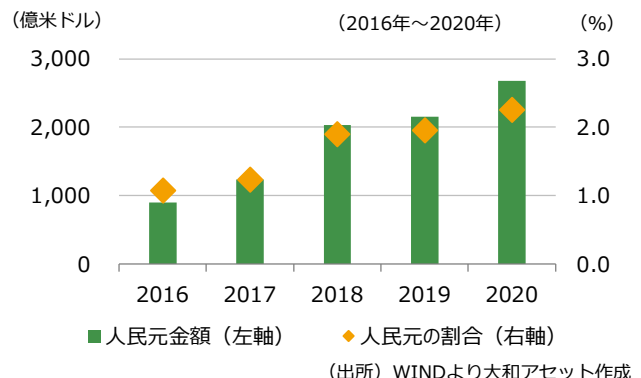
本土国債の金利および外国人投資家の債券保有額



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



世界の外貨準備に組み入れられている人民元





経済

実質GDPはコロナ前の水準近くまで回復

1-3月期の実質GDPは前期比+1.2%となり、コロナ前（2019年10-12月期）の水準近くまで回復した。月次データでは年初が回復のピークで、春にかけて減速したため、四半期ベースでは4-6月期に一時的なマイナス成長に転じる可能性もある。しかし、各種経済指標に底打ちの兆しが出ており、今年半ばからは回復基調に復し、7-9月期以降はプラス成長が続くと見込む。

新型コロナによる重症化リスクは低下

新型コロナウイルスの新規感染者数は高止まりしている一方、新規死者数はピーク時から大幅に減少した。中国シノバックのワクチンは感染を抑制する効果が低いと言われていたが、重症化を防ぐ効果は発揮しているようだ。高齢者の大部分は1回目のワクチン接種を終えたことに加え、今後はアストラゼネカやファイザーのワクチンが接種の中心となるため、感染抑制効果にも期待が高まる。

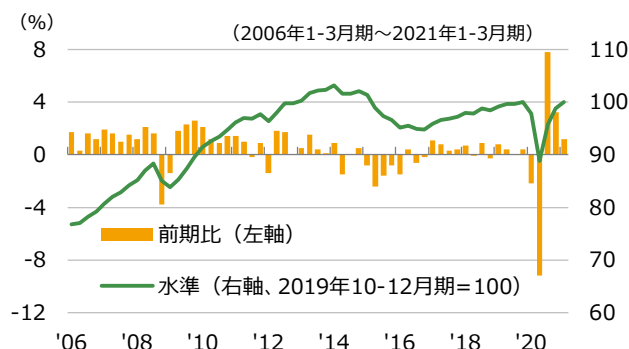
景況感に改善の兆し

新型コロナウイルス問題に対する懸念が和らぐ中、サービス業や消費者の景況感に改善の兆しが見える。年初に歴史的な高水準まで上昇していた製造業の景況感は、供給制約などにより低下していたが、好不況の節目である100を上回った状態を維持し、直近では下げ止まり感が出てきた。経済は、新型コロナウイルスの感染再拡大などによる浅めの二番底を経て、今年半ば以降の順調な回復が期待される。

インフレ率は今秋から沈静化へ

前年の反動によりガソリン価格の上昇などが寄与し、IPCAインフレ率は5月に前年同月比+8.1%へ加速。今年の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。最新の市場予想では8月がピークとなり、今秋以降は沈静化に向かう模様。もっとも、直近ではコアインフレ率の上昇が目立ち始めており、資源価格や輸入品価格の高騰が幅広い品目に波及しないかは、今後も注視が必要。

実質GDP



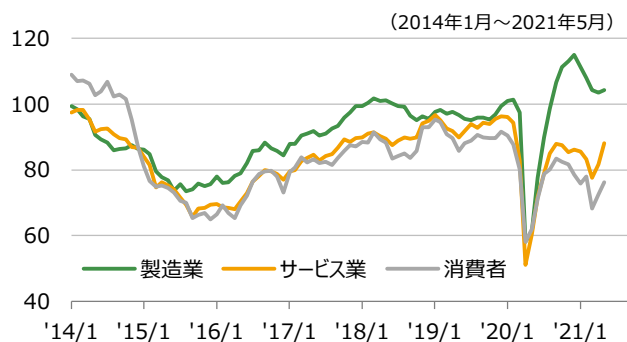
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新型コロナウイルス



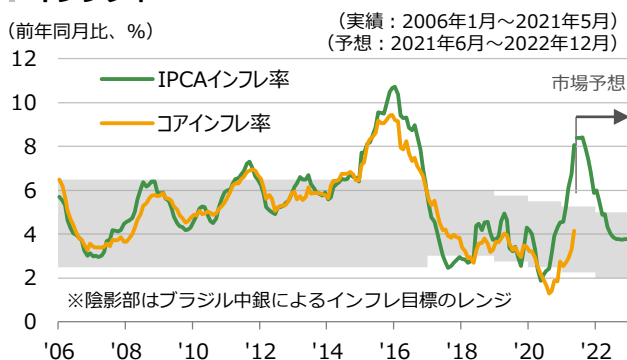
※新規感染者数と新規死者数は7日移動平均
※ワクチン接種率は、人口に対してワクチンを1回以上接種した人の割合
（出所）CEIC、Our World in Dataより大和アセット作成

FGV信頼感指数



（出所）ジェットウリオ・ヴァルガス財団、ブルームバーグ

インフレ率



※市場予想はブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
（出所）ブルームバーグ、CEIC、ブラジル中央銀行



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ている。これに対応して、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た。6月も同幅の利上げを実施し、その後も利上げを続ける見込み。一方、来年のインフレ率の市場予想は目標の中心から大きく乖離しておらず、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によると、政策金利の市場予想は2021年末が6.25%、2022年末が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いため、当面の国債利回りは横ばい圏での推移が続くと考えている。

為替

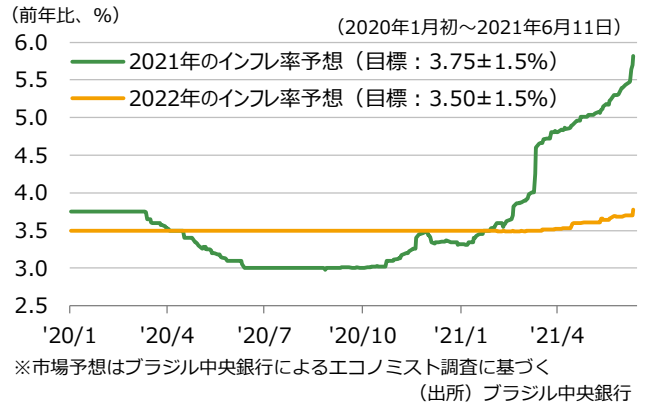
レアルはレンジの中で強含み

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。その中で、今年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。更に、足元では海外投資家によるブラジル株式市場への資金流入も増えており、レアルを押し上げる要因となっている。

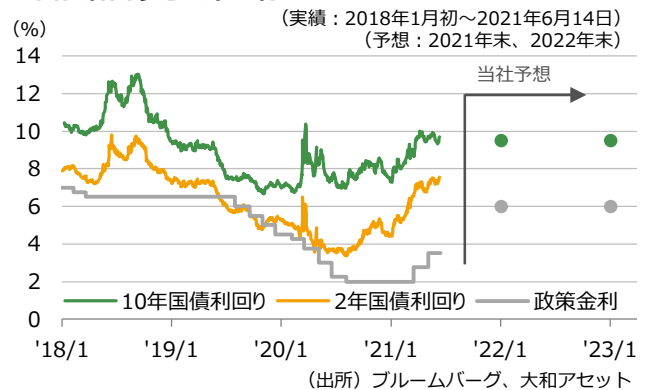
利上げと貿易黒字が通貨の下支えに

昨年からの商品価格の上昇に対して、レアルが追随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。

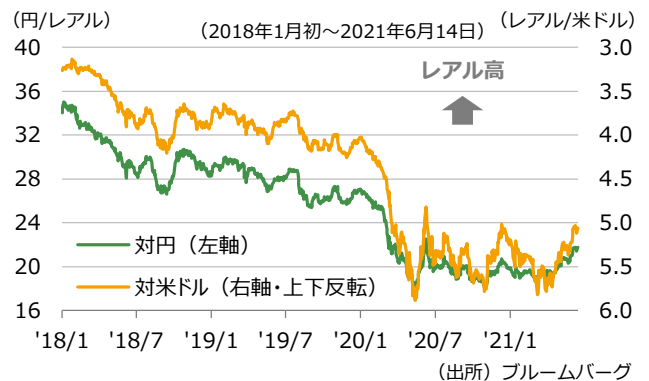
インフレ率の市場予想の変化



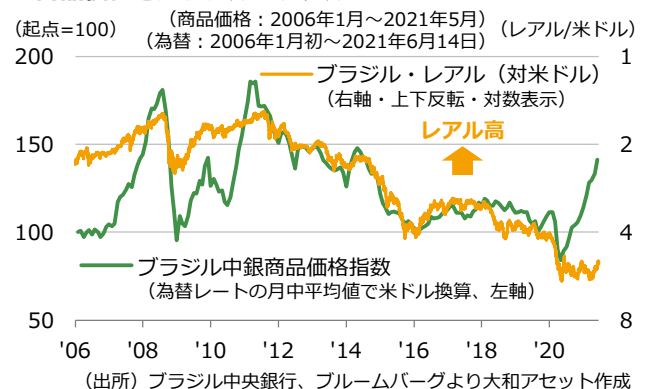
国債利回りと政策金利



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

アジア地域の感染拡大はピークアウト

新興国の新型コロナウイルスの感染状況に関しては、懸念されていたインドやASEAN地域での感染再加速が一巡し、安心感をもたらした。モビリティ指数もインド、トルコ、ロシアにおいて改善が顕著で、経済活動は再び改善方向に向かい始めている。一方、ASEAN諸国のモビリティ指数は依然として低く、景気回復のペースがその他地域に遅れを取っている。

アジアの緩慢なワクチン接種が課題

ブラジルや、メキシコ、トルコ、ポーランド等において、ワクチン接種率がやや加速したこと、新興国で広く接種されている中国製ワクチンの有効性が証明されたこと等は、ポジティブ材料である。一方、アジア地域におけるワクチンの緩慢な接種ペース、インド等の変異株の強い感染力などが懸念材料であり、新興国のコロナ禍からの脱却は一筋縄ではなく、懸念はなお根強い。

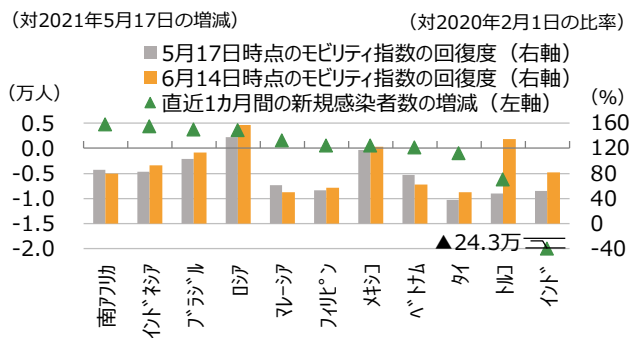
ワクチン接種状況が経済見通しに影響

昨年末以降、新型コロナウイルスの感染抑制において優等生として評価されていたアジア地域だが、ワクチン接種の遅れが顕著で、景気見通しの下方修正に強いられている。4月に発表されたIMFの経済見通しにおいて、その傾向が鮮明化。ブラジルや中東諸国が早い段階でコロナ前の水準まで回復するとみられる中で、ASEAN諸国は2022年後半とみられる。

インフレ懸念は後退すると予想

商品価格の影響を相対的に大きく受ける新興国について、CRBコモディティ指数が上昇し続けていることもあり、インフレ懸念はなお強い。ここで、中国のM2の前年比伸び率が同指標に対して先行性がみられることに注目。資源集約型の経済発展をしている中国のマナー指標が低下したことは朗報で、今後CRBコモディティ指数の低下およびインフレ懸念の後退に繋がると予想。

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

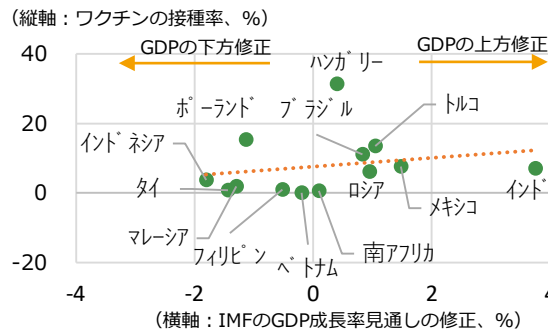
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

国	日付	接種率 ※	国	日付	接種率 ※
インド	'21/6/14	14.9%	ハンガリー	'21/6/9	54.98%
ブラジル	'21/6/14	25.98%	ポーランド	'21/6/13	40.96%
ロシア	'21/6/14	12.7%	フィリピン	'21/6/14	4.63%
トルコ	'21/6/14	24.86%	マレーシア	'21/6/14	10.12%
インドネシア	'21/6/14	7.47%	ベトナム	'21/6/14	1.53%
メキシコ	'21/6/13	20.36%	タイ	'21/6/13	6.49%

※ワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。

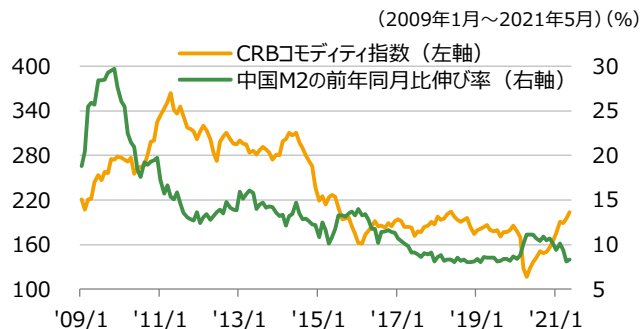
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

ワクチン接種状況とIMF2021年経済見通しに関連性



※ワクチンの接種率は、4月13日時点で、1回のみ接種した場合も含まれる。※横軸は、IMFの2021年4月時点と2020年10月時点の見通しの差
(出所) Our World in Data、IMFより大和アセット作成

CRBコモディティ指数の推移



※CRBコモディティ指数は、月平均を掲載

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

外部環境の改善を受け、株価は上昇

米金利の上昇一服がみられる中で、新興国株価は上昇。特に、新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトしたインド、フィリピン、ベトナム、また資源価格上昇の恩恵を受けやすいブラジル、ロシア、メキシコなどの上昇が目立った。目先は、良好な外部環境や企業業績見通し、米ドルの低位推移などをを受け、割高感の薄いブラジル、ロシア、フィリピン、インドネシアなどが上昇しやすいと予想する。

米ドルインデックスの低位安定が支え

4月以降MSCI新興国指数が下落する場面では、米ナスダック指数の下落につれて売られた面が強く、米ドルの動きと乖離する場面がみられた。米国の量的緩和縮小の議論が始まる際、米国債金利の動向に注目する必要があるが、米ドルインデックスが低位で推移し、中期的にも米ドル高基調になる可能性が低いとの基本シナリオの下、新興国株式市場は底堅い推移になると予想。

業績見通しは良好も、感染再拡大に注意

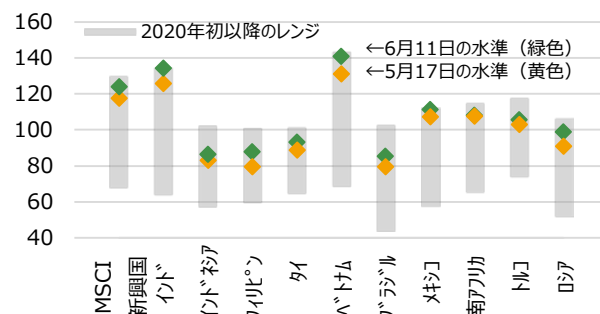
新興国の企業業績に関しては、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が、足元は調整が一服し、おおむね高水準で推移。米金利上昇局面でも新興国株式市場を下支えしよう。但し、アジア地域においては、ワクチン接種率の低迷が景気回復を遅らせるリスクに警戒する必要がある。

インドの株価指数が最高値を再更新

インドの株価指数は、新型コロナウイルスの感染加速にも関わらず底堅く推移し、5月以降は再び上昇傾向を強め、足元は連日で過去最高値を更新。その背景としては、感染拡大が金融引き締めへの懸念を後退させたことや、構造改革、米中摩擦によるサプライチェーンの移転で受け皿になる期待等がある。当面は原油価格の動向に注意する必要があるが、中長期の高い経済成長見通しが引き続き支えになろう。

主要新興国の株価推移

※縦軸は、2019年末=100



※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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6月11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6月14日)

(2022年予想EPS: 2020年7月初～2021年6月14日)

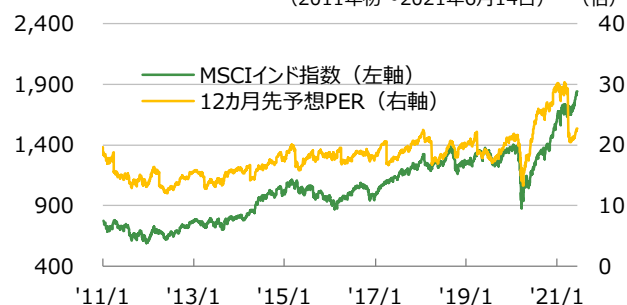
(EPSリビジョン: 2016年1月初～2021年6月11日)



(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

インドの株価指数およびバリュエーション

(2011年初～2021年6月14日) (倍)



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER

(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、米国債の金利低下や原油価格の上昇などによる影響は限定的。アジアでの新型コロナウイルスの感染拡大は金融緩和の長期化への期待に繋がり、国債市場の下支え要因となっている。但し、目先はFRBによる量的緩和縮小の議論開始を受け、一時的な金利上昇に繋がるリスクに注意が必要。

ワクチン接種状況がもたらす影響に注意

ブラジル、トルコ、ロシアが一步先に利上げに踏み出したが、個別要因でインフレ率が特に高い事情がある。夏季以降は、ベース効果によるインフレの高騰が一服すると予想され、その他新興国が利上げに追随する可能性は低い。一方、ハンガリー等中東地域の国を中心にワクチン接種率が高まっている国においては、金融正常化へ政策転換するかに注目。

リート（アジア先進国含む）

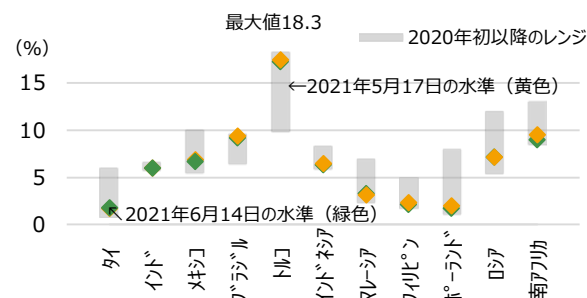
業績改善への期待が高まる

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おり、シンガポールで強化された行動規制も徐々に緩和される見込み。ワクチン接種が徐々に進んでいることもあり、業績改善への期待が先行する形で各国リート市場はおおむね堅調な推移となった。今後は国ごとのワクチン接種や経済活動再開の進捗に注目が集まろう。

先進国中心に長期金利は若干低下

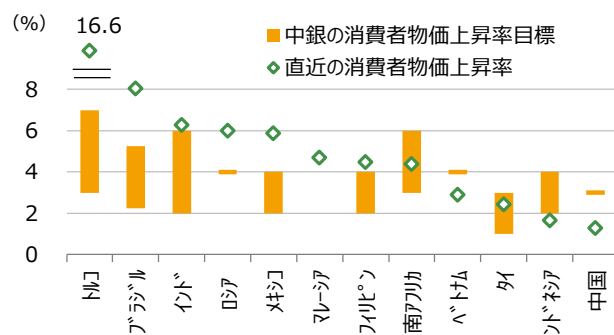
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の長期金利が若干低下したことを受けて先進国を中心にやや低下。引き続き低位で推移する社債の信用スプレッドとともに、リート市場を下支えする形に。今後は米国長期金利の動向とともに、各国中央銀行の金融政策に注目したい。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）の推移



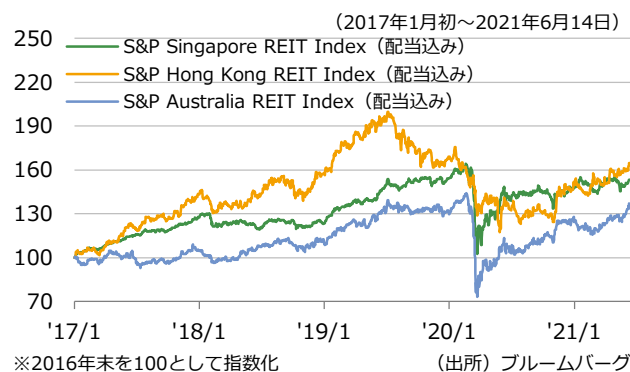
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



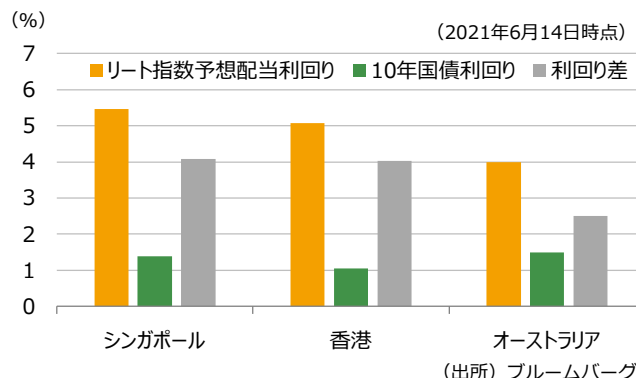
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカ、フィリピンが4月、その他は5月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差



(出所) ブルームバーグ



為替

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上昇した中で、新興国通貨はおおむねレンジ推移となり、資源価格の上昇の恩恵を受けるブラジルやロシア、南アフリカ等が対米ドルで上昇。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、全般的に売られる可能性は限定的と予想。

海外マネーの流入が限定的で売り手不在

昨年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インド株式市場への流入がけん引しており、その他の国への流入は限定的。新興国各国の株価上昇を支えたのは、海外マネーではなく、自国の金融緩和による個人投資家等の買いと見方を裏付ける。今後、米国債金利が再び上昇する場面においても、海外勢による売りは限定的で、悪影響は軽減されると予想。

新興国の輸出の加速が期待される

世界経済の回復を受け、新興国の輸出は改善傾向を強めている。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、資源価格の上昇を受け、新興国の輸出量が一段と増加すると期待され、中国、マレーシア、タイ、ブラジル、メキシコ、南アフリカ等輸出主導の新興国にとって追い風になろう。

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。近年新興国通貨はセーフティネットの構築で外部ショックへの耐性は強まったが、今後米金利が再び急上昇する場面での強弱感に関しては、現在経常赤字で推移しているインドネシア、トルコにおいて売り圧力が強まりやすいことに注意が必要である。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2019年末=100



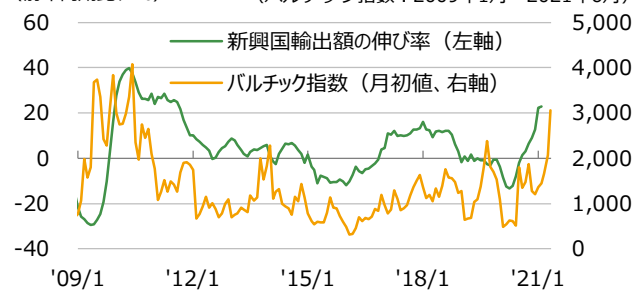
新興国の資金流入の状況（株＋債券）

（10億米ドル）（2020年1月21日～2021年6月11日）



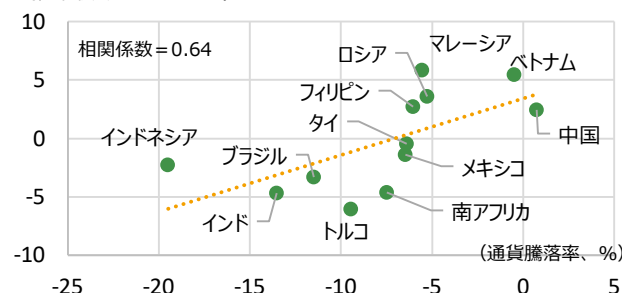
主要新興国の輸出状況

（3カ月移動平均）（新興国輸出金額の伸び率：2009年1月～2021年2月）
（前年同期比、%）（バルチック指数：2009年1月～2021年6月）



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

今年末の予想値を60米ドルに引き上げ

今回、今年末のWTI原油先物価格の予想値を50米ドルから60米ドルに引き上げた。これまでは、需要と供給が十分に回復した後にイランが大幅な増産を実施することで、需給バランスが崩れる展開を想定していたが、イラン核合意の再建交渉が想定していたより早期に成立する可能性が高まったこと、イランがすでに増産を進めていること、同問題への懸念が市場に浸透してきたことを考慮した。

イランの増産は需要の回復で相殺

イラン核合意の再建交渉が成立すれば、イランの原油増産が意識され一時的に原油価格が下落すると見込まれる。しかし、例えばOPECが今年の4-6月期から10-12月期にかけて世界の原油需要が日量500万バレル近く増えると予測しているように、イランの増産は需要の回復によって相殺される。OPECプラスがイランの増産を考慮して協調減産の緩和を先延ばしすれば、原油価格は支えられよう。

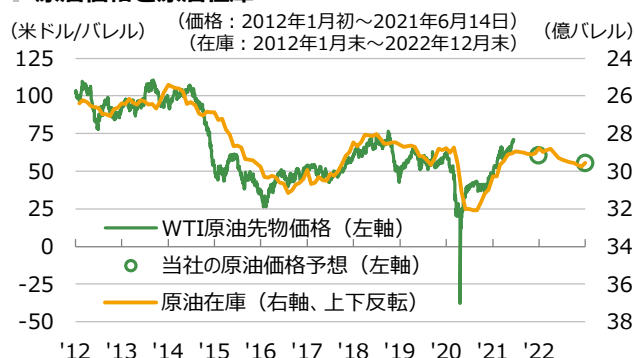
需要の回復はOPECプラスの増産で相殺

OPECやロシアの増産余地は当面の需要の増加分を大きく上回るため、結局はOPECプラスの協調減産が原油価格の上値を決めることになる。原油価格の高騰が需要回復の妨げになりつつあることに鑑み、需要の回復に応じてOPECプラスが協調減産を緩めることで、原油価格の過度な上昇は抑制されよう。また、来年にかけては米シェールオイルの増産により、原油価格には下押し圧力が加わると見込む。

過度な投資抑制は価格上振れリスクに

IEAが5月18日に公表したレポート「Net Zero by 2050」で化石燃料への新規投資は必要ないと主張したため、株主から石油メジャーにビジネスモデルの転換を求める声が強まっている。IEAは、長期的に原油の供給と需要が減少し、価格も下落する見通しを示しているが、投資の過度な抑制によって需要より先に供給が減少する事態となり、原油価格が上振れするリスクが高まっている点には注意したい。

原油価格と原油在庫

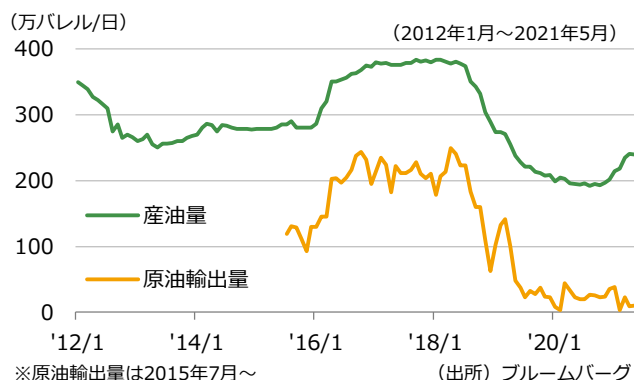


※当社の原油価格予想は2021年末と2022年末

※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2021年6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

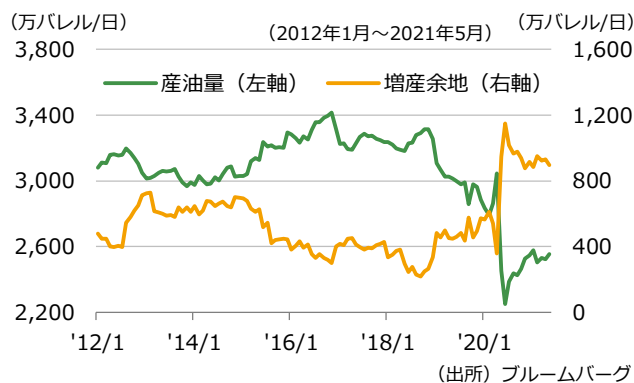
イランの産油量と原油輸出量



※原油輸出量は2015年7月～

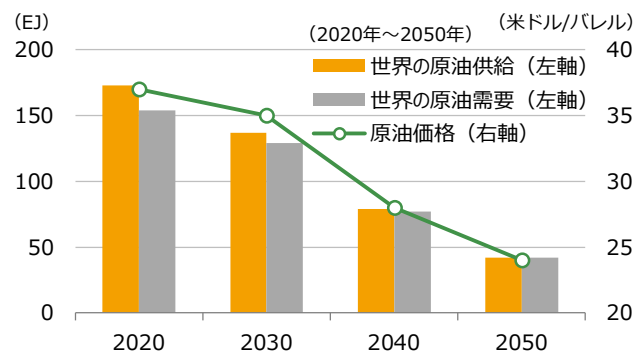
(出所) ブルームバーグ

OPEC加盟国の産油量と増産余地



(出所) ブルームバーグ

IEAによる原油の供給・需要・価格の長期見通し



※EJ：エクサジュール ※原油価格はIEAメンバー国の平均輸入価格

(出所) IEA「Net Zero by 2050」より大和アセット作成



金

4月からの上昇は一服

4月以降、金価格は米実質金利の低下や暗号資産の価格急落などを背景に上昇した。しかし、米実質金利や暗号資産価格が下げ止まると、少し時間を置いて金価格も上昇の勢いを失っている。基本的には暗号資産より米実質金利の方が金価格に与える影響が大きく、向こう1年程度を見通した場合には、米実質金利はマイナス幅を縮小させる可能性が高いため、金価格には一段の下落圧力が加わると見込む。

金ETFへの資金流入は限定的

過去の経験則から、金価格が明確な上昇トレンドを描くためには、金ETFへの継続的な資金流入が必要になる。4月以降の上昇に対して、ETFへの資金流入は限定的であり、金価格が上昇トレンドに入ったと判断するのは早計だろう。米実質金利の低下余地が乏しい中、それ以外に金ETFへの資金流入を促す材料が必要だが、現時点で明確なカタリストは見当たらない。

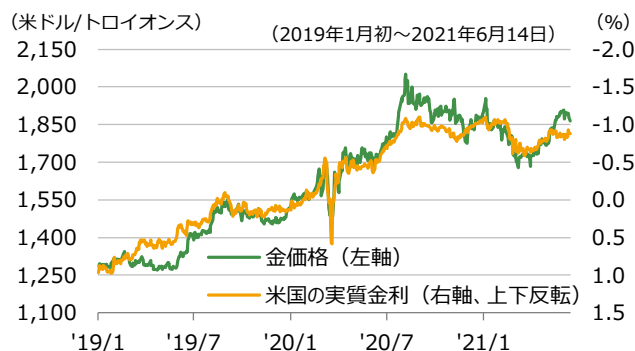
暗号資産の動向が金価格にも影響

昨年後半以降、金から暗号資産への資金シフトが見られたことに鑑みれば、今後の暗号資産の動向が金価格にも影響を与え得る。ビットコインは、中国などでマイニングや取引の規制が強化された一方、エルサルバドルで法定通貨として認められるなど、材料は好悪入り混じる。今夏にはFRBがデジタル通貨に関する見解を公表する予定であり、暗号資産の反応ならびに金相場への影響が注目される。

中銀の買いは金価格の下支え要因

3月にハンガリー中銀が金の保有を63トン増やしたのに続き、4月はタイ中銀が43.5トン増やしたことが明らかになり、3月から4月に金価格が1,700米ドル近傍で底堅さを示した背景の1つに、中銀の買いがあったことが確認された。最新のアンケート調査によると、31%の新興国中銀が今後1年で金の保有を増やすと回答。その比率は年々高まっており、今後も金価格の下支え要因として期待される。

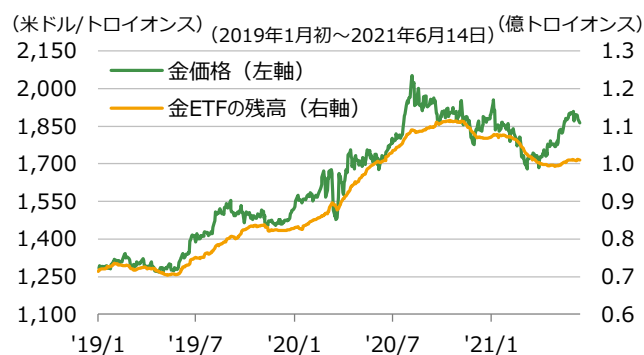
金価格と米国の実質金利



※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率

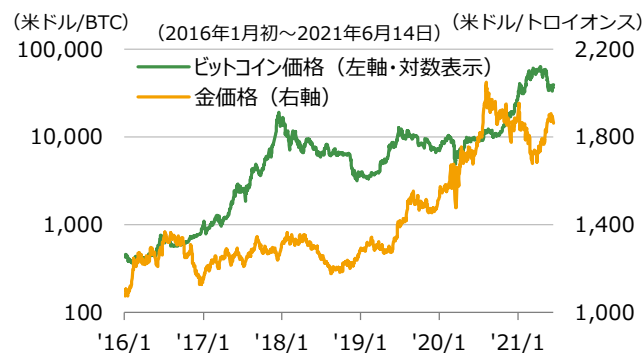
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



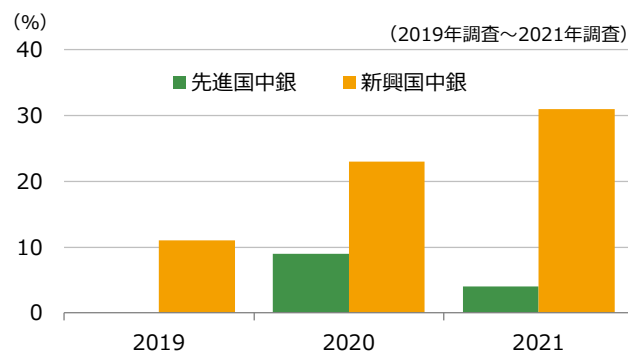
(出所) ブルームバーグ

ビットコイン価格と金価格



(出所) ブルームバーグ

今後1年で金の保有を増やすと回答した中央銀行の割合



※2021年調査は6月に公表

(出所) World Gold Council

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全般が上振れるなか、インフレ懸念が高まっている。足元の物価指標の上振れは一過性の公算が大きいと考えられるが、物価指標の上振れが継続すれば、市場のインフレ懸念が一段と高まり、FRBの利上げ開始のタイミングの見通しが前倒しされるなどで、長期金利の上昇は避けられず。為替は、海外金利上昇が通貨高・円安に作用する一方、リスクオフが通貨安・円高に作用も。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。
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。世界的にも最適な資源配分が損なわれ、生産コストの上昇に繋がりがやすい。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。
半導体不足の長期化	中	中	中	半導体主要生産地の台湾において、干ばつや新型コロナウイルスの感染再拡大を受け、半導体供給に支障が生じ、半導体不足が一段と深刻化する可能性がある。中国ですでに自動車生産が抑制されている。問題の長期化は景気への下押し圧力になろう。また、新興国では、裾野の広い自動車産業の停滞は、主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因になろう。株式市場にとっては自動車やスマートフォンの生産見通しの下方修正に迫られ、関連サプライチェーン銘柄の業績見通しが幅広く切り下がる可能性がある。
新型コロナウイルス問題が再び深刻化	小	大	大	変異株の広がり等で新型コロナウイルス問題が再び深刻化した場合、改めて政府支援が打ち出されるにせよ、需要が一段と減少するなか、企業の対応にも限界が生じよう。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低下を免れず。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、既存ワクチンが効かない変異株の出現などが起こら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		6/14	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-1.75
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%	0.00	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	0.00	-2.25
インドネシア	7日物借入金利	3.50%	0.00	-1.00	-1.25
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	5.50%	0.50	0.00	-1.75
トルコ	1週間物レポ金利	19.00%	0.00	10.75	1.25

		直近値		期間別変化幅	
10年国債利回り		6/14	1カ月	1年	3年
米国		1.49%	-0.13	0.79	-1.44
ドイツ		-0.25%	-0.12	0.19	-0.68
日本		0.04%	-0.05	0.03	0.00
カナダ		1.39%	-0.17	0.85	-0.88
豪州		1.49%	-0.31	0.58	-1.23
中国		3.15%	0.01	0.39	-0.50
ブラジル		9.68%	-0.13	2.34	-2.94
英国		0.74%	-0.12	0.53	-0.59
インド		6.00%	0.02	0.21	-1.94
インドネシア		6.36%	-0.07	-0.87	-0.94
メキシコ		6.66%	-0.20	0.64	-1.31
ロシア		7.24%	-0.02	1.42	-0.45
トルコ		17.33%	-0.15	4.63	1.42

		直近値		期間別変化率	
株価指数		6/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,394	0.0%	34.3%	36.6%
	S&P500	4,255	1.9%	39.9%	52.9%
ユーロ圏	STOXX 50	4,133	2.9%	31.0%	17.2%
日本	日経平均株価	29,162	3.8%	30.7%	28.2%
	TOPIX	1,960	4.1%	24.8%	9.9%
中国	MSCI中国	108.80	4.7%	28.2%	14.7%
インド	MSCIインド	1,840	8.3%	57.9%	45.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,238	1.8%	14.3%	-5.5%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,362	7.5%	57.7%	34.1%

		直近値		期間別変化率	
為替（対円）		6/14	1カ月	1年	3年
米ドル		110.07	0.7%	2.5%	-0.5%
ユーロ		133.40	0.5%	10.3%	4.2%
カナダ・ドル		90.63	0.3%	14.7%	7.4%
豪ドル		84.89	-0.2%	15.2%	2.6%
人民元		17.18	1.2%	13.2%	-0.3%
ブラジル・リアル		21.74	4.8%	2.3%	-25.2%
英ポンド		155.33	0.8%	15.3%	5.9%
インド・ルピー		1.50	0.8%	6.2%	-8.1%
インドネシア・ルピア		0.78	0.6%	2.4%	-2.1%
フィリピン・ペソ		2.29	0.0%	7.2%	10.7%
ベトナム・ドン		0.48	0.8%	3.4%	-1.3%
メキシコ・ペソ		5.51	0.2%	14.2%	4.1%
ロシア・ルーブル		1.53	3.4%	-0.6%	-13.6%
トルコ・リラ		13.00	0.5%	-17.5%	-44.5%

		直近値		期間別変化率	
リート		6/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	23,437	9.3%	39.5%	42.7%
日本	東証REIT指数	2,158	7.4%	25.7%	23.9%

		直近値		期間別変化率	
商品		6/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	70.88	8.4%	95.5%	6.0%
金	COMEX金先物価格	1,864	1.4%	7.8%	42.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

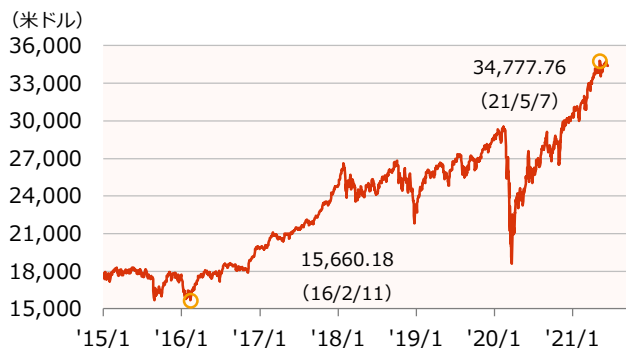
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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



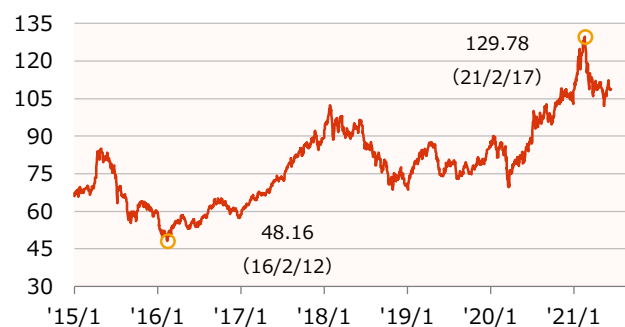
日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



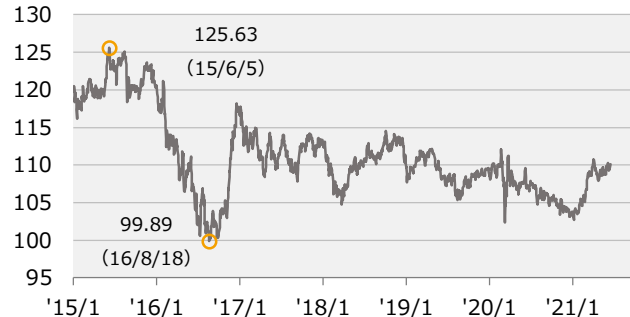
※グラフの期間は2015年1月初～2021年6月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

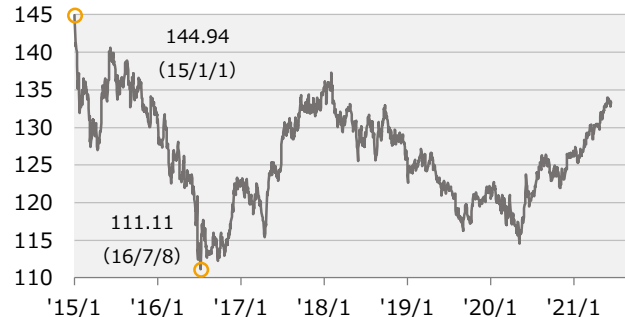
米ドル

(円/米ドル)



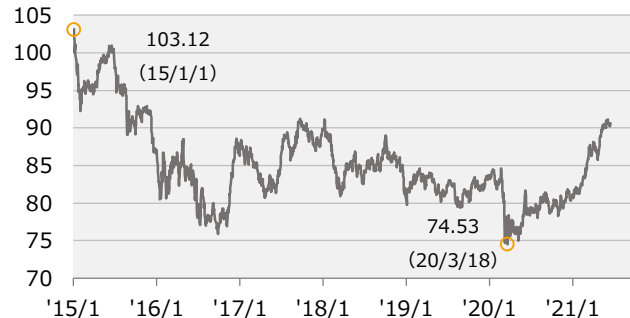
ユーロ

(円/ユーロ)



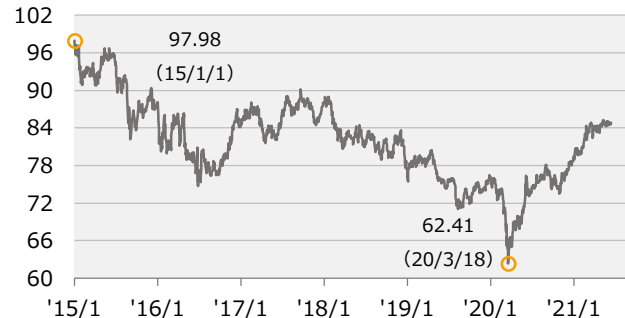
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



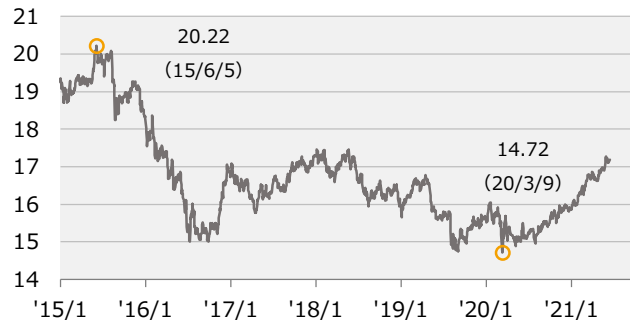
豪ドル

(円/豪ドル)



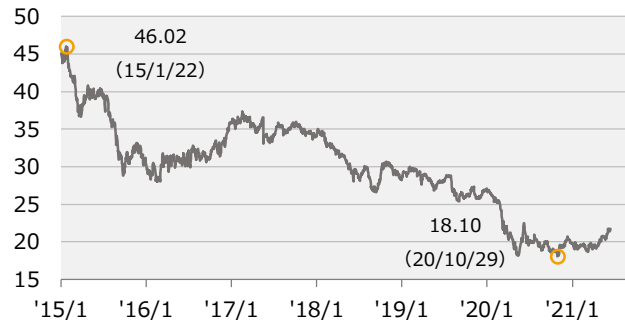
中国人民元

(円/人民元)



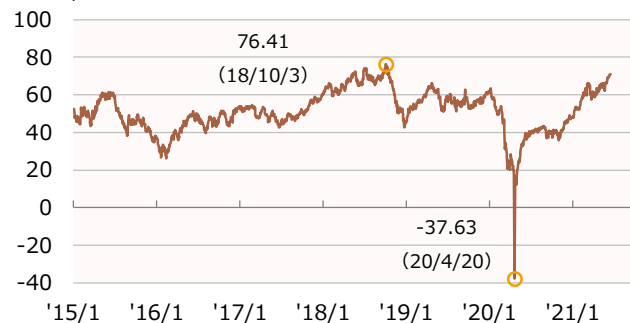
ブラジル・リアル

(円/リアル)



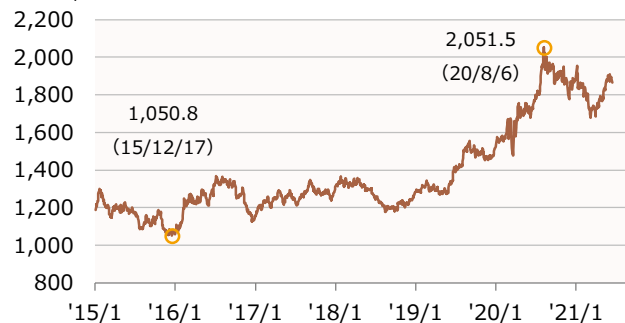
WTI原油先物価格

(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6月14日

(出所) ブルームバーク

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	-5.3
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	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） ●OPECプラス会合（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） ●ASEAN首脳会議（26-28日）
	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）
	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） ●香港立法会議員選挙（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） ●韓国大統領選挙（9日） ●香港行政長官選挙（27日）
	4月		●米財務省為替報告書（月内） ●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） ●イラク議会選挙（月内）
	6月	●通常国会会期末（月内）	●G7首脳会議（独、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6月14日）

（発行日：2021年6月18日）