



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 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



ゼロコロナ前提からウィズコロナ前提へ

- I 過去1カ月を振り返ると、先月の投資環境見通しで述べた通り、「時間的修正を待つ時間帯」が続いた。市場は、これまでのゼロコロナ前提の経済・相場見通しを、ウィズコロナ前提のそれへと修正している。
- I その際に困るのは、どの程度見通しを修正すべきかわからないことだ。なぜならそれは、今後のコロナの進展等に大きく依存するからだ。ウィズコロナの不確実性が高いがゆえに、目先の物色の対象は、割安さや下値不安の乏しさ、出遅れ等になると想定している。



- 経 … 経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。
- 株 … 景気モメンタムへの懸念、増税への警戒もあり不安定な動きを予想。
- 債 … 量的緩和の縮小は年末に開始の見込みで、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。
- リ … 業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。
- 為 … 米財政支出への期待が米ドル高要因だが、米実質金利の低迷が米ドル安要因に。



- 経 … 新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ。
- 株 … ドイツの国政選挙を欧州独自の不確実要因として注視。
- 債 … ECBの利上げの可能性はますます後退し、ドイツの長期金利はマイナスが更に長期化。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロ高要因だが、金融緩和の継続期待がユーロ安要因に。



- 経 … ワクチン接種の進展で繰越需要が発現し、実質GDPは2022年央に消費増税前の水準へ。
- 株 … スピード調整は懸念も挽回消費の顕在化に注目。
- 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 … 短期的には公募増資増加による需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
- 為 … 世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、市場は景気回復をかなり織り込み済か。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 感染第4波の影響は限定的。供給制約は懸念材料だが個人消費主導の回復へ。
- 債 … 量的緩和の終了は近い。時間の経過で利上げ開始が近づき、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 … ゼロコロナ志向からの脱却により、年末から来年にかけて景気は急回復。
- 債 … 時間の経過により2024年前半の利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに上昇。
- 為 … 来年にかけての景気回復を織り込み、金融政策正常化への期待が再燃することで上昇へ。



中国

- 経 … 投資・生産の低迷、感染再拡大等の影響を受け、景気は7-9月期に下振れの見通し。
- 株 … 下半期は政策の軸を規制強化から景気下支えに移行し、金融緩和策等が市場を支えよう。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として資金流入が続こう。
- 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 … 経済活動の再開は続くも、目先は供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制。
- 債 … 高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。
- 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10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。



祭事から感じるつながり メキシコの死者の日

死は恐ろしいことではなく、ごく自然で、時には喜ばしいことでもあるというアステカ時代の考え方をもとにした祭礼行事「死者の日」。愛する故人に思いをはせ、死者を迎えて明るく楽しく時を過ごす吊いのお祭りです。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

時間的修正を待つ時間帯

過去1カ月を振り返ると、先月の投資環境見通しで述べた通り「時間的修正を待つ時間帯」が続いた。年初には、欧米で新型コロナウイルスのワクチン接種が始まり、集団免疫を獲得するであろう年後半には景気が加速することが想定されていた。しかし、時間が経過してわかったことは、コロナを終息（根絶）させることは難しいということ。

ゼロコロナ前提からウィズコロナ前提へ

つまりそれは、これまでのゼロコロナ前提の経済・相場見通しを、ウィズコロナ前提のそれへと修正しなければならないことを意味する。実際に、例えば米国では、7-9月、10-12月、22年1-3月期の成長見通しの下方修正が続いている。もっとも、これはゼロコロナ前提の高い成長見通しの下方修正であって、決して景気が悪化しているわけではない。

金融市場

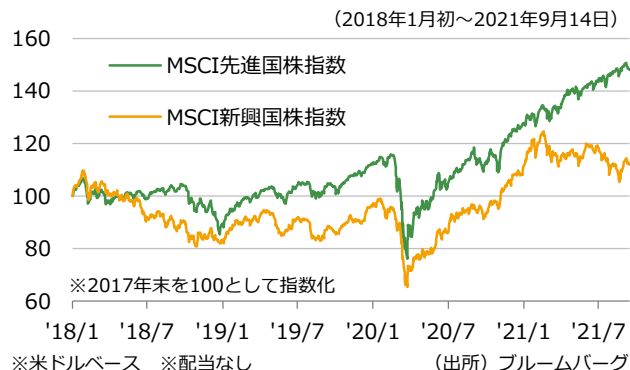
どの程度見通しを修正すべき？

ただ、金融市場にとって困ったことは、どの程度見通しを修正すべきかわからないことだ。なぜならそれは、今後のコロナの進展や経済活動再開の程度に大きく依存するからだ。つまり、現時点では確たることは言えない状態にあり、「アフターコロナ」を強く織り込んで割高となっているリスク資産ほど、例えば米国株など、不確実性が高いと言える。

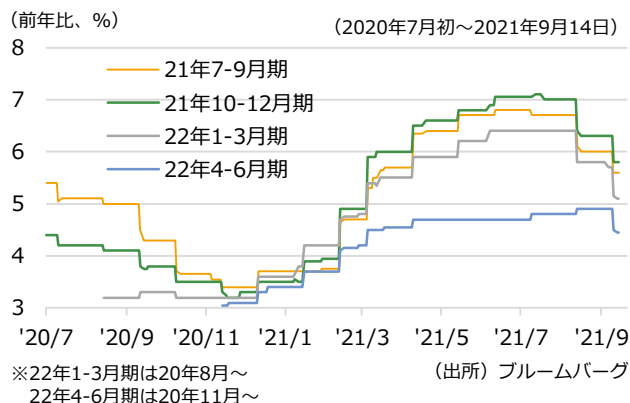
物色の対象は、割安・出遅れ

この1カ月でみたとき、日本株のパフォーマンスが良好だったのは、政治要因もあるが、幸か不幸かワクチン接種開始が相対的に遅く、経済がまだアフターコロナに進んでいなかったことで、結果として経済・企業業績の見通しが上方修正されていなかったことがある。つまり、背景に日本株の割安さや下値不安の乏しさがあり、同様のことはアジア株全般についても言え、目先はそうした物色が続くと想定。

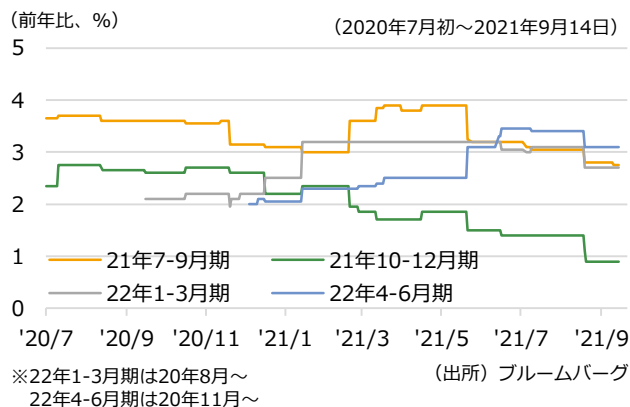
世界株式



米国のGDPの見通し（市場予想平均）



日本のGDPの見通し（市場予想平均）



日米PERの推移



		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				経済活動の再開に連れて、景気は自律的な回復局面に移行し、供給制約も漸次解消へ。新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ。ワクチン接種の進展で繰越需要が発現し、実質GDPは2022年央に消費増税前の水準へ。感染第4波の影響は限定的。供給制約は懸念材料だが個人消費主導の回復へ。 ゼロコロナ志向からの脱却により、年末から来年にかけて景気は急回復。 投資・生産の低迷、感染再拡大等の影響を受け、景気は7-9月期に下振れの見通し。経済活動の再開は続くも、目先は供給制約、来年は高金利政策が景気回復を抑制。
	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				景気モメンタムへの懸念、増税への警戒もあり不安定な動きを予想。 ドイツの国政選挙を欧州独自の不確実要因として注視。 スピード調整は懸念も挽回消費の顕在化に注目。 下半期は政策の軸を規制強化から景気下支えに移行し、金融緩和策等が市場を支えよう。 中期的な上昇余地は大きい、足元は高いバリュエーションに注意。 変異株への懸念が和らいだこと、中長期的な構造改革等により上昇余地は大きい。 目先は変異株への懸念が重しだが、中期的にはインフラ投資の加速等で上昇余地あり。 数カ月の調整を受け、割高感が解消され、変異株の感染抑制場面では買われよう。
	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				量的緩和の縮小は年末に開始の見込みで、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇。 ECBの利上げの可能性はますます後退し、長期金利はマイナスが更に長期化。 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。 量的緩和の終了は近い。時間の経過で利上げ開始が近づき、長期金利は緩やかに上昇。 時間の経過により2024年前半の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資金流入が続こう。 高水準のインカムゲインに加え、年末から来年にかけてはキャピタルゲインにも期待。 量的緩和は年末で終了も、2022年中の利上げは難しく、長期金利は1%以下で推移。 物価上昇圧力と金利正常化への懸念を受け、中期的には金利上昇圧力が高い。 追加利下げは一度で打ち止めの可能性が高く、金利が動く場合は上昇方向へ進む。 インフレ率や米国の金融政策をにらみながら断続的な利上げへ。長期金利は横ばい推移。 利上げサイクルは終盤戦。インフレが落ち着けば来年の利下げ開始を織り込む展開に。 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				業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。 短期的には公募増資増加による需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
	日本				

商品	原油				需給バランスは年末から来年にかけて供給超過に転じ、下落圧力が強まる。 米国は金融政策の正常化局面に入り、金価格は上値の重い展開が続く。
	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				米財政支出への期待が米ドル高要因だが、米実質金利の低迷が米ドル安要因に。 欧州復興への各国協調がユーロ高要因だが、金融緩和の継続期待がユーロ安要因に。 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。 来年にかけての景気回復を織り込み、金融政策正常化への期待が再燃することで上昇へ。 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ポンド高要因に。 資源価格上昇への懸念や、中銀のルビー売りの介入等を受け、上値は限定的。 政策金利の低位推移期待が上値を抑える一方で、経常収支の改善が下支えに。 変異株への懸念は強いが、割高感が解消されたことで、おおむねレンジ推移を見込む。 米国の為替操作国認定の解除とともに、政府が通貨上昇を容認する姿勢を継続しよう。 米経済の回復による輸出の増加と海外労働者送金の拡大、利上げが通貨を下支え。 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。 相対的な高インフレ体質の継続、中銀の信認低下により、通貨には減価圧力。
	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	2.3	-3.4	6.1	4.6	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	1.5	1.7
ユーロ圏*1	1.4	-6.4	4.6	3.5	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.3	-0.1
日本	0.0	-4.6	2.5	3.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.0	0.0
カナダ	1.9	-5.3	5.3	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.4	1.6
豪州	1.9	-2.4	4.3	3.6	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.5	1.7
中国	6.0	2.3	8.5	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	1.8	4.50	2.00	8.00	8.00	7.05	7.31	10.0	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	33,000	34,000	米ドル	108.61円	103.25円	110円	111円
NYダウ	22.3%	7.2%	7.8%	3.0%		-1.0%	-4.9%	6.5%	0.9%
米国	3,231	3,756	4,200	4,350	ユーロ	121.77円	126.18円	132円	133円
S&P500	28.9%	16.3%	11.8%	3.6%		-3.2%	3.6%	4.6%	0.8%
欧州	3,745	3,553	4,150	4,350	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	89円	91円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	16.8%	4.8%		4.0%	-3.0%	9.7%	2.2%
日本	23,657	27,444	30,500	32,500	豪ドル	76.24円	79.47円	86円	89円
日経平均株価	18.2%	16.0%	11.1%	6.6%		-1.4%	4.2%	8.2%	3.5%
日本	1,721	1,805	2,070	2,180	中国人民元	15.60円	15.89円	17.0円	17.9円
TOPIX	15.2%	4.8%	14.7%	5.3%		-2.3%	1.8%	7.0%	5.3%
中国	85.7	108.58	105	123	ブラジル・レアル	26.98円	19.89円	22.9円	23.1円
MSCI	20.4%	26.7%	-3.3%	17.1%		-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	22,500	24,300
NAREIT指数	26.0%	-8.0%	21.3%	8.0%
日本	2,145	1,784	2,100	2,200
東証REIT指数	20.9%	-16.9%	17.7%	4.8%

※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	5.8	4.1	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	3.7	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	4.2	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	4.8	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	5.00	5.50	6.91	5.55	6.5	7.0
ロシア	2.0	-3.0	4.0	2.5	6.25	4.25	7.00	6.00	6.41	6.27	7.0	7.0
トルコ	1.0	1.8	8.3	3.0	12.00	17.00	17.50	14.00	11.72	12.42	15.0	14.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
インド	1,370	1,600	1,900	2,200	英ポンド	144.07円	141.15円	153円	152円
MSCI	8.5%	16.8%	18.7%	15.8%		3.0%	-2.0%	8.4%	-0.7%
インドネシア	7,288	6,597	6,450	7,350	インド・ルピー	1.52円	1.41円	1.53円	1.50円
MSCI	3.0%	-9.5%	-2.2%	14.0%		-3.1%	-7.1%	8.2%	-2.0%
ベトナム	961	1,104	1,340	1,500	インドネシア・ルピア*3	0.784円	0.739円	0.786円	0.771円
VN指数	7.7%	14.9%	21.4%	11.9%		3.0%	-5.7%	6.4%	-1.9%
					フィリピン・ペソ	2.14円	2.15円	2.16円	2.13円
						2.3%	0.1%	0.6%	-1.4%
					ベトナム・ドン*3	0.469円	0.447円	0.486円	0.505円
						-0.8%	-4.5%	8.7%	3.9%
					メキシコ・ペソ	5.74円	5.19円	5.50円	5.60円
						2.8%	-9.5%	6.0%	1.8%
					ロシア・ルーブル	1.75円	1.40円	1.50円	1.51円
						10.7%	-20.4%	7.5%	0.7%
					トルコ・リラ	18.2円	13.9円	12.9円	11.7円
						-11.8%	-23.8%	-7.2%	-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

コロナ後の自律的な景気回復の素地は大

実質GDPは2020年7-9月期以降プラス成長を続け、2021年4-6月期にコロナ前の水準を上回った。他国に比して効果的であった金融緩和や迅速で大規模な財政政策が寄与したと考えられる。今後政策効果は低減するが、新型コロナウイルスの感染状況が落ち着けば、貯蓄の累積や資産効果を背景とした個人消費の上振れだけでなく、不確実性の低下による設備投資の増加で、自律的な景気回復が期待される。

企業景況感は総じて良好なまま

ISM景況感指数は良好なまま。非製造業が6カ月連続で60を上回り、製造業も60前後を保っている。新型コロナウイルスの感染が拡大しているが、経済活動への影響は未だ限定的と言える。供給制約は深刻だが、感染状況が改善し経済活動の再開が進展すれば、供給が需要に追いついてこよう。実際、製造業の入荷遅延指数は高水準ながらも3カ月連続で低下しており、供給制約が最悪期を過ぎた感もある。

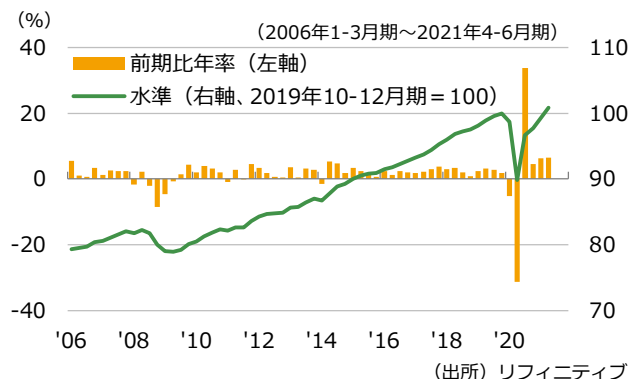
感染が落ち着けば雇用は速やかに回復

非農業部門雇用者数はコロナで失った76.2%を取り戻し、あと533万人でコロナ前に復する。8月は伸びが鈍化したが、新型コロナウイルスの感染拡大が飲食店での就労を妨げた可能性が高い。求人数は7月に1,093万件にも及んでおり、労働需要は極めて強く、感染状況が落ち着きさえすれば、速やかな雇用の回復が期待される。失業率も5.2%と、コロナ前の3.5%が視野に入りつつある。

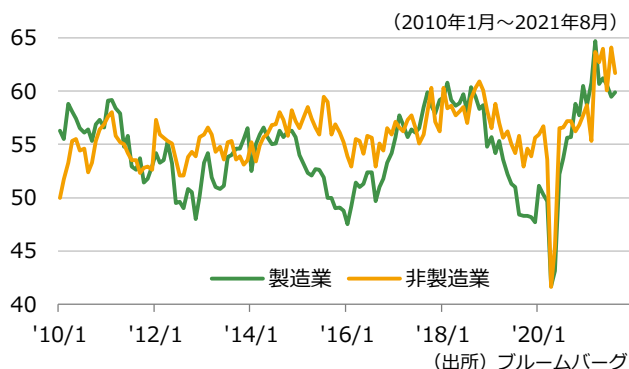
消費者物価指数の極端な上振れは一巡

消費者物価指数は4~6月の急上昇の後、7、8月は落ち着いた。コアは4月以降前月比0.9%、0.7%、0.9%、0.3%、0.1%と推移。新型コロナウイルスによる過度な落ち込みからの正常化や経済活動の再開に伴う需給の一時的なひっ迫に起因する一部費目の極端な価格上振れは収まりつつある。一方、住宅価格の高騰で家賃の強含みは継続する可能性が高く、持続的な物価押し上げ要因として警戒を要する。

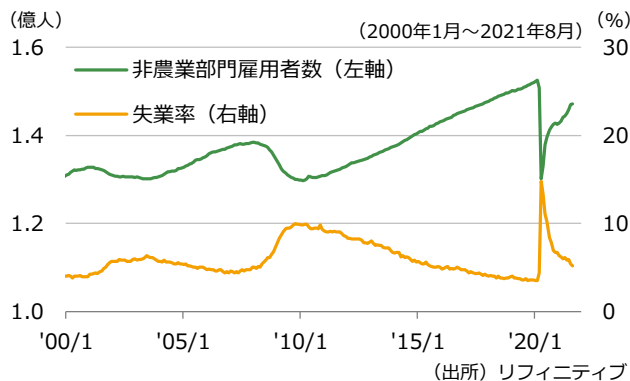
実質GDP



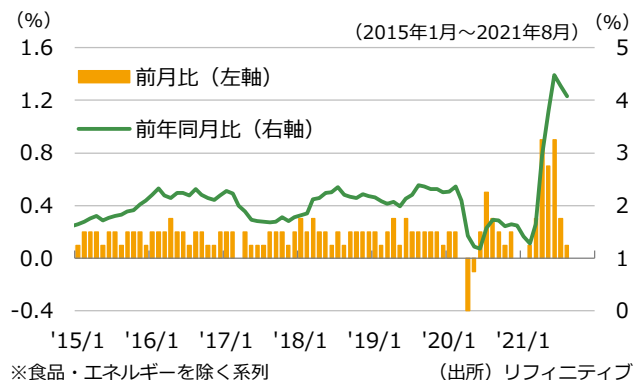
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数 (コア)





株式

相対的にやや弱気スタンスを継続

米国株の判断は相対的にやや弱気を継続する。直近1カ月は日本、欧州株に対して軟調。量的緩和縮小の開始議論が株式市場に与えた影響は限定的も、米国の新型コロナウイルス感染状況への懸念や景況感指標の悪化、一部銘柄が業績見通しに関してワーニングを発したことなどが影響した。警戒感の高まりに対して株価の下落率は限定的ではあるものの、不透明感解消にはまだ時間が掛かると考える。

不安定な相場はまだ続く見込み

投資家センチメントは足元で低下。特に個人投資家センチメントは強気と弱気がほぼ拮抗する水準まで低下している。一方、機関投資家センチメントは直近ピークから低下も依然高い水準。PERなどのバリュエーションが先進国内で目立って高いことや金融政策転換への注目度が高いタイミングでもあり、不安定な相場はまだ続きやすいと考える。

ワクチンの効果は確認出来る

一方、米国の新型コロナウイルス感染状況については楽観的に考えている。死亡者数の増加が目立つものの、州毎のワクチン接種率と病床使用率には一定の相関が見られる。現在の状況は米国固有の特殊要因ではなく、地方のワクチン接種率の低さが原因とみる。ワクチン接種が進めば状況改善が期待されることに加え、経済規模の大きい州の接種率は高く、米国全体の問題になることはないだろう。

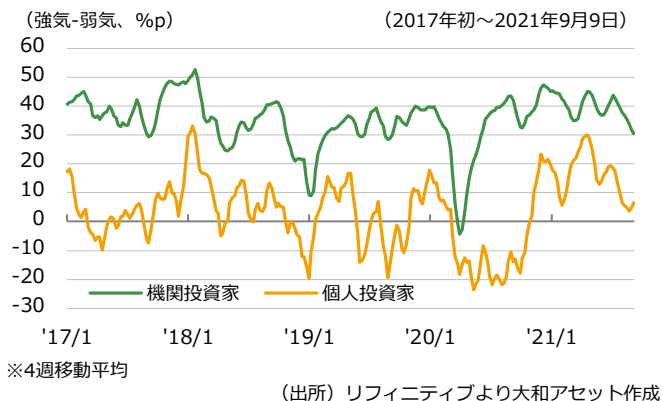
増税、景気、コロナ治療薬が注目点

13日に下院民主党が増税案を公表。法人税率は最高26.5%、キャピタルゲイン税率は同25%と政権の提案を下回る内容。キャピタルゲイン税の遡及修正の可能性が残る法案であり、株式市場への影響の程度は流動的。年内の株式市場に影響を与える材料としては、この増税議論と景気モメンタムの動向に加え、ポジティブ方向として経口タイプの新型コロナウイルス治療薬の申請タイミングも注視したい。

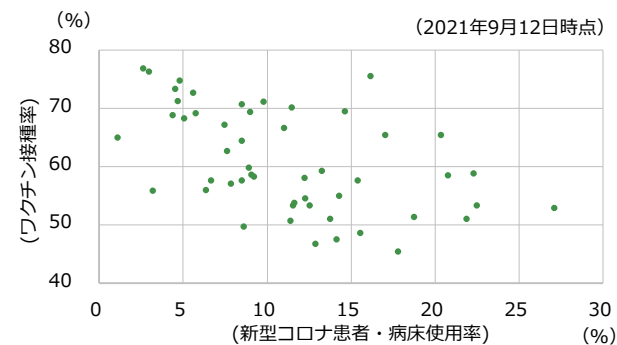
S&P500の推移



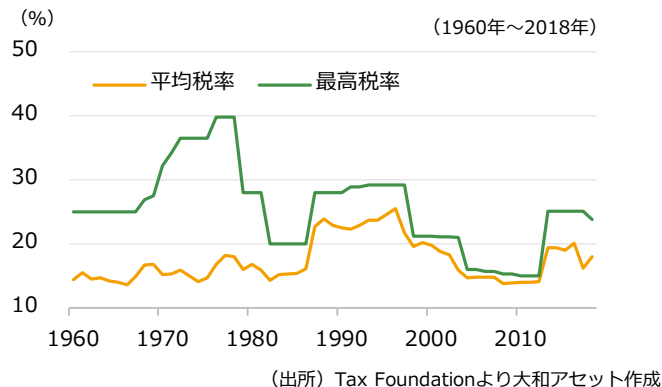
投資家センチメントの推移



ワクチン接種率と病床使用率 (50州+DC)



キャピタルゲイン税率の推移





債券・金利

量的緩和の縮小は11月決定12月開始へ

7月FOMC議事録に拠れば、量的緩和の縮小に関して、大半の参加者が年内開始が適切と考えており、8月下旬の講演でパウエルFRB議長自身も同様の見解であることを認めた。量的緩和の縮小の要件である最大雇用と物価安定の達成への「更に顕著な進展」に関して、物価については既に満たされたが、雇用についてはもう暫く時間を要するとのFOMCの判断であり、縮小は11月決定、12月開始を見込む。

長期金利は時間の経過で緩やかに上昇

利上げの要件は厳しく、パウエル議長も量的緩和の縮小と利上げを峻別している。要件の1つである最大雇用の達成には、雇用者数と失業率がコロナ前に復する必要がある、2023年末の利上げ開始を見込む。当面は新型コロナウイルスの感染状況や量的緩和縮小後の金融環境を注視する展開で、長期金利は時間の経過で緩やかに上昇する程度と見込む。

リート

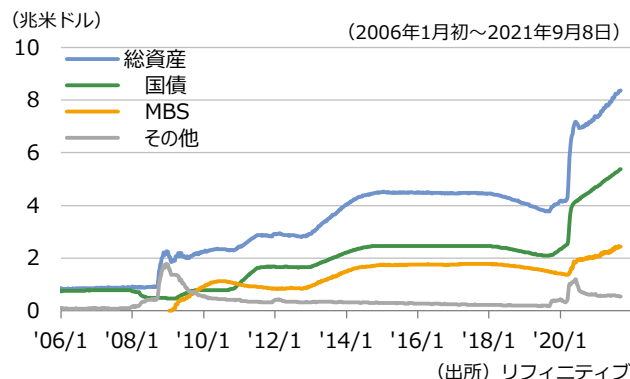
感染拡大への懸念が上値を抑える

米国リート市場は、9月初にかけて上昇するも、9月半ばにかけて下落。業績改善への期待感強いものの、デルタ株への懸念などが上値を抑える展開。感染拡大は懸念材料だが、大規模な行動制限には至っておらず、リート業績への影響は一部のセクターなど部分的なものにとどまろう。ワクチン接種義務化の流れなど、コロナ関連の動向には引き続き注意を払いたい。

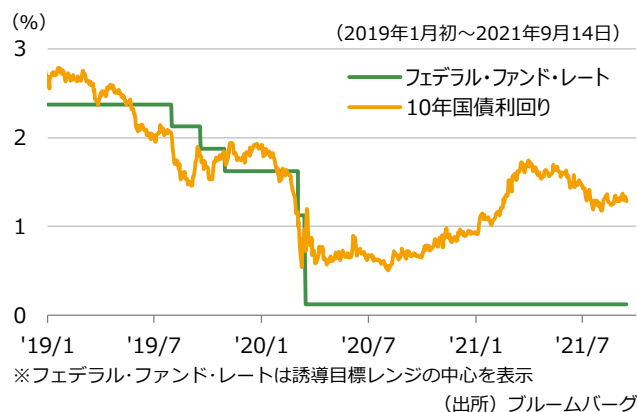
長期金利は緩やかな上昇基調

長期金利は、8月初に下値をつけてから緩やかな上昇基調。おおむね低位で推移する社債の信用スプレッドや消費者物価指数の上昇ペースを考慮すると、リーートの投資環境としては望ましい状況継続と考える。今後はFRBの金融政策やマクロ経済動向に注目が集まる。また経済活動の正常化が進む欧州の金利動向にも注目したい。

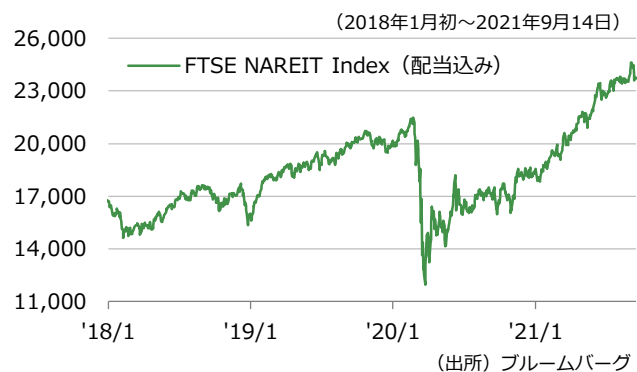
FRBの総資産残高と内訳



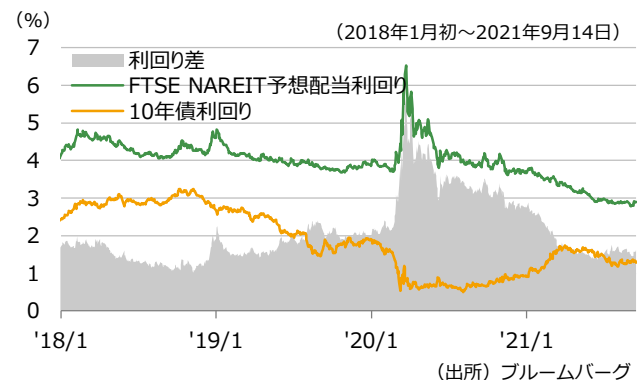
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

日米長期金利差と米ドル円の反発

今年4月以降に縮小した日米長期金利差（10年国債）が8月に反発するとともに、米ドル円も反発した。8月に発表された7月の米雇用統計が予想以上に強かったことが米金利上昇の一因である。ただ、9月に発表された雇用統計は予想より弱かったため、米金利上昇が続くかは不透明だ。また、日米金利差は拡大したとはいえ、4～5月に比べるとまだ低いので、米ドル円の上昇が進みにくい可能性もある。

日米実質金利差も米ドル円上昇要因に

今年6～7月に米実質金利の低下が進んだが、8月には反発し、米ドル円上昇の一因となった。ただ、日米実質金利差も4月や6月に比べると低い水準にあり、米ドル円の上昇が進みにくい可能性がある。10年の米実質金利は今年初めとほぼ同じ▲1.0%程度だが、5年の実質金利は今年初めをやや下回る▲1.7%程度にとどまっている。どの年限で見ても実質金利からは米ドル円の上昇が進みにくい。

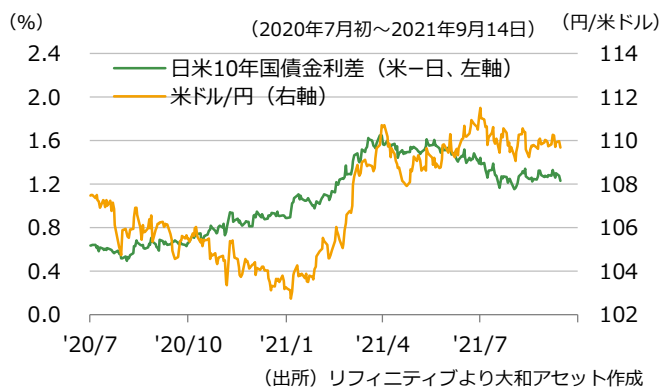
米経済成長期待が実質金利を左右か

米国のインフレ率がピークアウトするとの見方が強まったため、期待インフレ率の上昇が止まりつつある。期待インフレ率が高まりすぎると経済成長期待を弱め実質金利が低下しやすいが、期待インフレ率が適度な水準で安定化すれば経済成長期待も安定化して実質金利は低下しにくくなるはずだ。今後、米国の中長期的な経済成長期待が高まるか否かが、米実質金利の先行きを左右する一因となりそうだ。

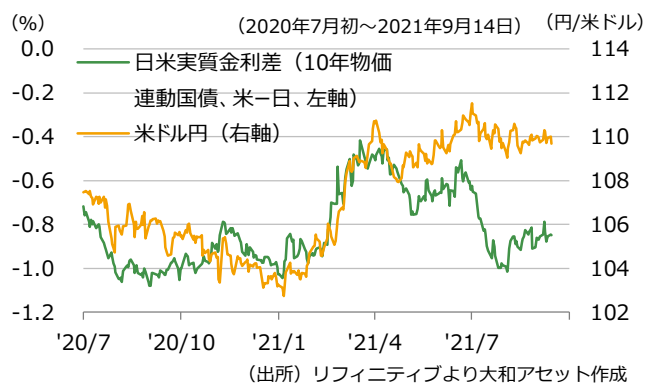
米実質金利に影響を与える潜在成長率

ITバブル崩壊後の2000年以降、米国経済の潜在成長率が低下し、期待成長率の低下が米実質金利の低下につながった。2021～2031年の潜在成長率は2009～2020年とほぼ変わらないと見込まれ、成長期待も変わりにくいと言える。2020年以降に新型コロナウイルス感染への懸念から低下した成長期待と実質金利は、コロナ問題が収束すれば2020年以前の水準へと上昇し、米ドル円も上昇しやすくなるだろう。

日米長期金利差と米ドル円



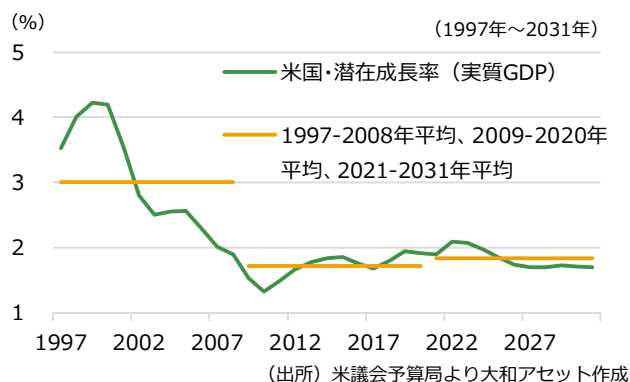
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米国の潜在成長率





経済

GDPは2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは4-6月期に前期比2.2%、前期比年率9.2%もの大幅増を記録した。景況感は7、8月も良好なままで、新型コロナウイルスの新規感染者数も改めて減少基調に転じていることから、7-9月期以降も景気は堅調に推移しよう。実質GDPの水準はコロナ前を2.5%下回っており、前期比年率3%台の成長が続くとの想定で、コロナ前を取り戻すのは2022年1-3月期と見込む。

感染拡大でも景況感はさほど悪化せず

マークイットPMIは製造業が6カ月連続で60超の高水準を維持し、サービス業も60に接近している。総合で60超のドイツに対してフランスは55台に留まるなど、国毎の相違はあるが、ユーロ圏全体では7、8月中の新型コロナウイルスの感染拡大が経済活動に及ぼした影響はさほど認められず。コロナ対応がこなれてきた証左であり、感染状況が著しく悪化しない限り、景気回復が頓挫する可能性は低い。

雇用情勢の改善で個人消費は堅調

失業率は7月に7.6%へ低下した。2020年3月の7.1%をボトムに、同年8月には8.6%まで上昇したが、その後は新型コロナウイルスの感染状況が著しく悪化した昨年終盤から今年初めにかけての数カ月間の停滞を除き低下基調で推移しており、コロナ前が視野に入る。実質小売売上高は月々の変動が大きいものの、ほぼコロナ前のトレンドに回帰している。雇用情勢の改善で個人消費は堅調を見込む。

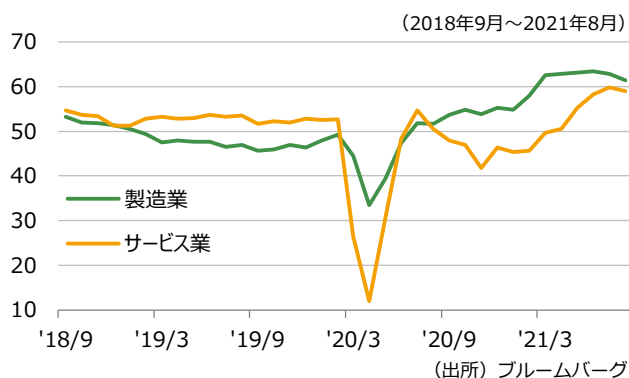
インフレ率の上振れは一過性

8月消費者物価指数は総合で前年同月比3.0%、コアで同1.6%と、大幅に上振れた。取り分け、財価格の上振れが顕著である。エネルギー市況の上昇、経済活動の再開の進展、特殊要因での前年同月の下振れの反動、供給制約の強まりなど、一過性と考えられる要因がほとんどで、持続性は乏しいと見込む。実際、物価の大勢を決するサービス価格は前年同月比1%前後で落ち着いたままである。

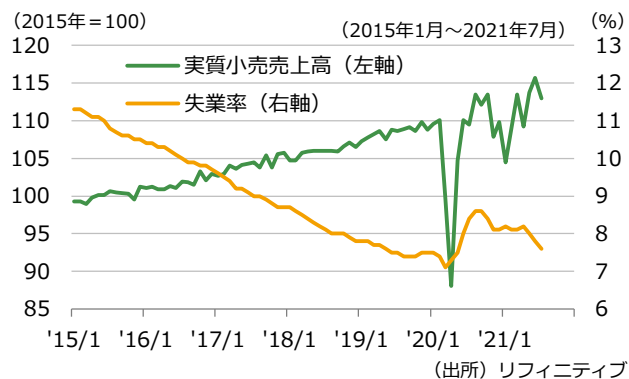
実質GDP



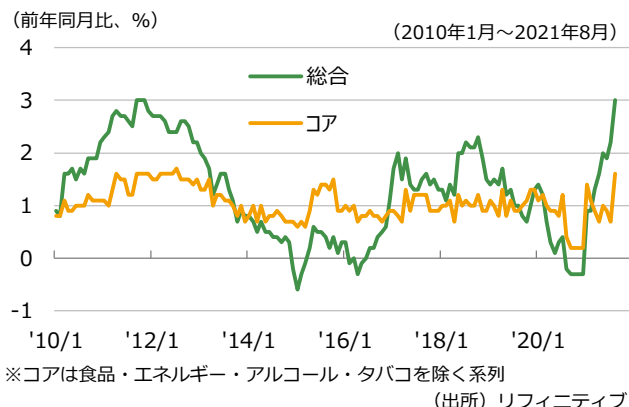
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

中立に引き下げ

欧州株の判断は中立に引き下げる。直近1カ月の株価はやや軟調。景気モメンタム鈍化への警戒から米国株が軟調に推移したことや欧州における量的緩和縮小への懸念も影響した。欧州の新型コロナウイルス感染状況は米国より良好であり、経済活動再開の方向性は維持されると予想。一方、目先はドイツの国政選挙を控え、独自の不確実要因により株価の上値は抑えられ易いと判断した。

ドイツの国政選挙前後の市場反応を注視

経済政策不確実性指数は足元でドイツの高さがやや目立つ。9月26日にドイツ連邦議会選挙を控え不透明感があることが原因とみられる。選挙後は連立政権が樹立されることで極端な政策変更が行われる可能性は低いとみるものの、株式市場にとっては欧州主要国における独自の不確実性であり、まずはこの不確実性の低下が求められよう。

債券・金利

PEPPは2022年3月で終了か

ECBは9月の理事会で、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10-12月期は4-6、7-9月期と比較して、やや減額することを決定した。減額しても良好な金融環境を保てるとのECBの判断に拠る。2022年3月にPEPPを予定通り終了するかについては12月に決定が先送りされた。新型コロナウイルスの感染状況が著しく悪化しない限り、延長よりも終了の公算が大きい。

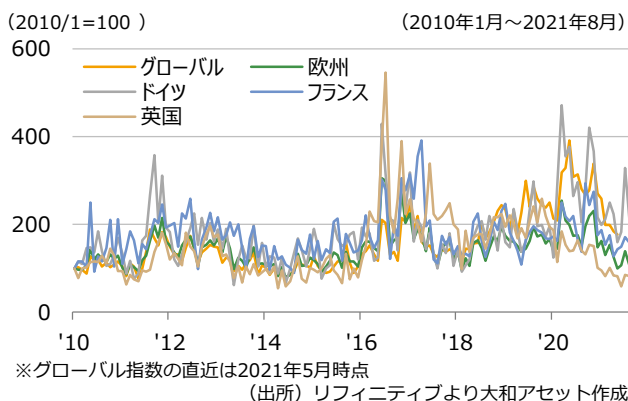
利上げの可能性はますます後退

PEPPを含む新型コロナウイルス対応の緊急措置は暫定的で早晚終了が見込まれるが、金融政策の新たな枠組みの下、実施の要件が厳しくなった利上げの可能性はますます後退した。期待インフレ率は上昇しているが、利上げの要件の一つである、現実のインフレ率が今後1年から1年半の間に2%に達して、その後も持続するとの見通しはなかなか描けず。

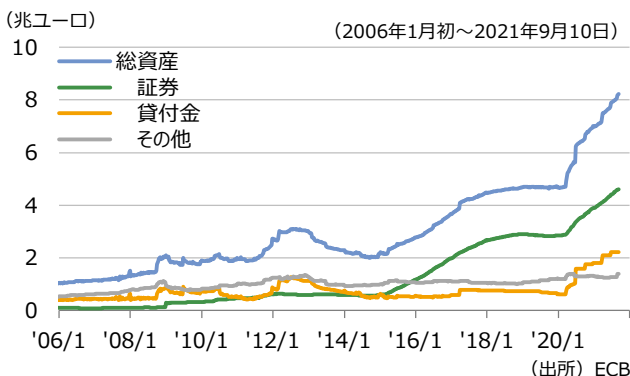
Euro STOXX 50の推移



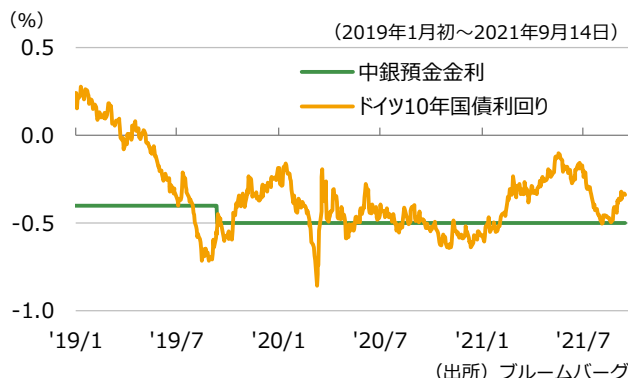
経済政策不確実性指数



ECBの総資産残高と内訳



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反発

ユーロは8月に米ドルや円に対して上昇に転じた。市場がリスクオン傾向となったことに加え、欧州の新型コロナ感染拡大が止まったことが一因だ。また、ECBが9月会合でパンデミック対応の資産購入を縮小するとの見方が強まり、ドイツなど欧州の長期金利が上昇したことも一因である。世界的な新型コロナ感染減少がリスクオンに働きやすいものの、金利上昇がリスクオフを招く可能性には注意が必要か。

新規感染の減少はリスクオン要因に

欧州主要国合計の新型コロナウイルス新規感染者数は増加が止まっているうえ、米国の新規感染にも減少の兆しが出てきた。また、主な新興国の新規感染は減少しており、世界全体として新規感染は減少傾向にある。目下の感染状況はリスクオンの円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい状況にある。再び感染が増えるまでは行動制限緩和が景気回復に働き、景気指標の改善もリスクオンに作用しやすい。

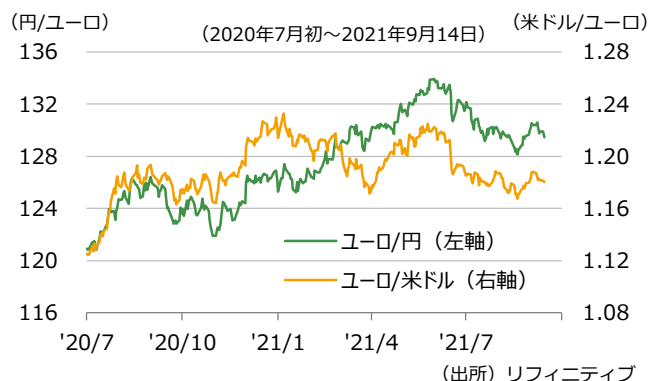
米国・日本に続き欧州経済指標も弱まる

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、ユーロ圏と日本がゼロ近辺にまで低下し、米国はマイナス幅が拡大している。相対的観点からは、経済指標が米ドル安に作用しやすい状況にある。ただ、世界的に経済指標が市場予想を下回るケースが増えているので、もしこの傾向が続くと経済指標がリスクオフの円高・米ドル高・ユーロ安に作用するケースが増える可能性もある。

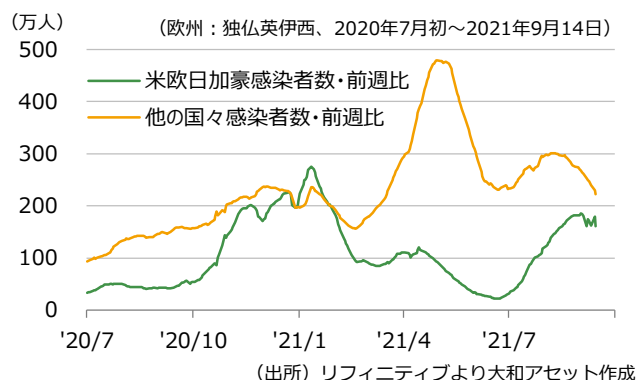
先進国・新興国ともに経済指標が弱まる

主要先進国G10のエコノミック・サプライズ指数がマイナス圏に低下したが、新興国のサプライズ指数もゼロ近辺に低下している。中国のサプライズ指数はマイナスが続いており、経済指標が市場予想を下回るケースが多い。当面、世界的に経済指標がリスクオフの円高に働きやすい状況にあるが、新型コロナの新規感染減少に遅れて経済指標が改善傾向に転じ、リスクオンの円安に作用する可能性もある。

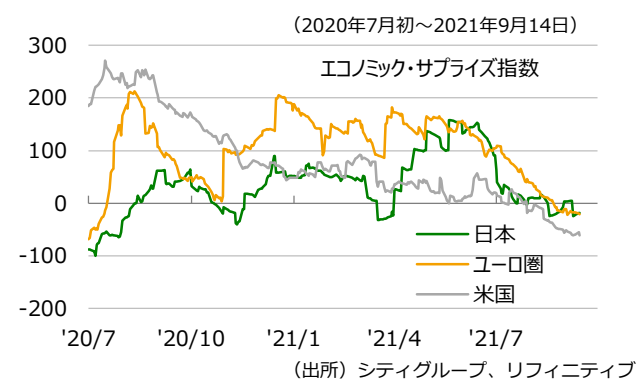
ユーロの対円相場と対米ドル相場



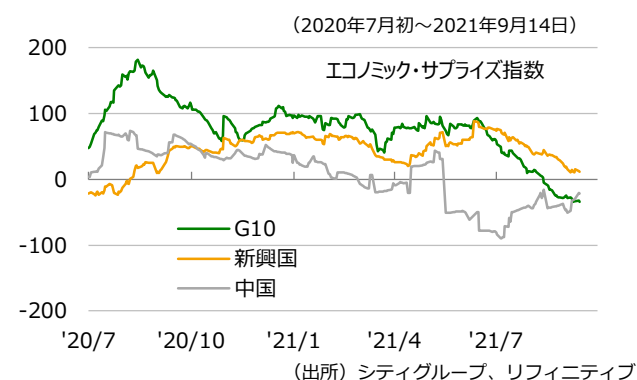
新型コロナウイルス感染者数の増加ペース



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



G10・新興国・中国のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは2022年末にコロナ前の水準へ

実質GDPは4-6月期に前期比4.8%、前期比年率20.7%の大幅増を記録した。しかし、新型コロナウイルスの7月以降の感染拡大で、8月はサービス業PMIが55へ低下し、製造業、サービス業とも供給制約が一段と強まるなど、7-9月期は前期の高成長の反動もあり、景気減速を免れず。但し、景気回復が頓挫することはなく、実質GDPは2022年10-12月期にコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

新規死亡者数はさほど増加せず

新型コロナウイルスの新規感染者数は6月以降の急増から7月下旬には減少に転じたが、その約2週間後には再び増加に転じ、足元でもじりじりと増えている。一方、新規死亡者数はさほど増加しておらず、感染第1波の昨春や昨年末から今年初めにかけるとは深刻さが異なる。コロナ対応がこなれてきた証左であり、経済活動への影響も限られよう。

為替

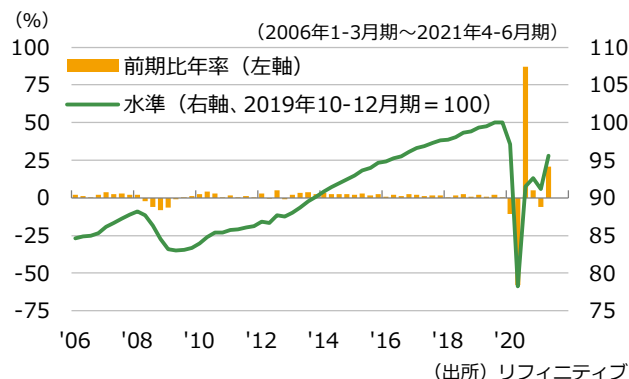
BOEの2022年中の利上げは困難

BOEの資産購入は予定通り今年末頃に総枠に達し、終了する公算が大きい。8月の金融政策委員会後の声明文には、見通しの期間である今後3年間に金融政策の緩やかな引き締めが必要と記された。しかし、当面のインフレ率の大幅な上振れは一時的との判断を改めない限り、財政刺激が後退する中で、実質GDPが2022年末にコロナ前の水準を取り戻すまでは、現実問題として利上げは困難と見込む。

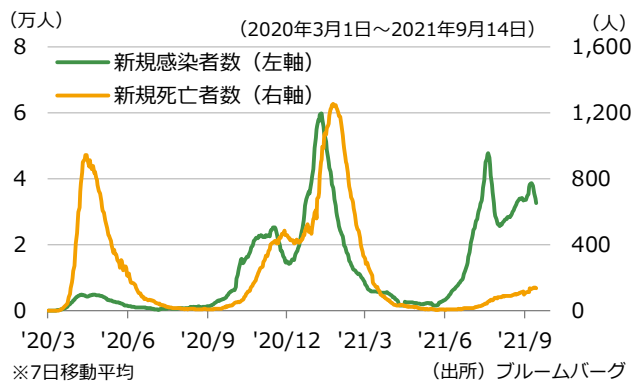
新型コロナ感染次第でポンド安リスク

ポンドは米ドルや円に対し持ち直した。英国で新型コロナウイルスの新規感染者数が減少に転じたことが一因だったが、すでに減少が止まり、わずかながら増加しつつあるので、感染状況次第で再びポンド安に傾くリスクもある。英中銀の金融政策姿勢がECBに比ベタカ派的で英金利上昇が大きいことは、ユーロに対するポンド高の要因になっている。

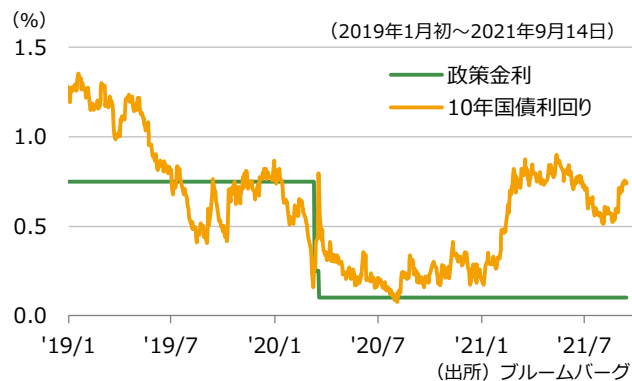
実質GDP



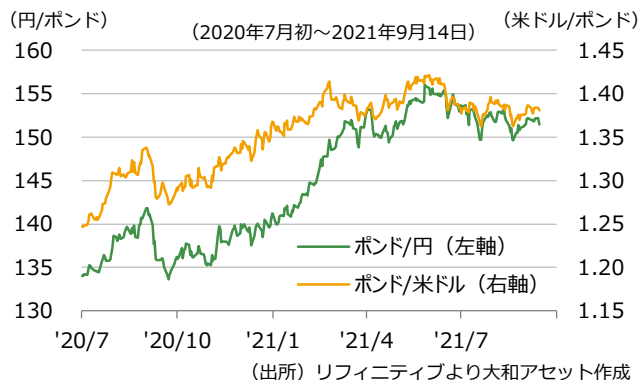
新型コロナウイルス



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

大都市で緊急事態宣言が発出されたにも拘わらず、4-6月期実質GDPは前期比年率1.9%と底堅さを保った。感染は拡大したが、7-9月期も同程度の成長を見込む。年終盤以降はワクチン接種の進展に伴う経済活動の再開で繰越需要が促され、高成長が期待される。実質GDPの水準は2019年10月の消費税率引き上げ前を3.3%下回っており、増税前を取り戻すのは2022年4-6月期と見込む。

景況感はほぼ感染状況次第

8月景気ウォッチャー調査での景気判断は現状が大幅に悪化した。単月の低下幅は13.7ポイントで、2020年2月の14.0ポイント、同3月の13.0ポイントとほぼ同じ。感染が拡大するなか、特に飲食関連、サービス関連の悪化が著しい。但し、DIは34.7で、昨年の感染第1波時の様な総悲観ではない。先行きも悪化した極端ではなく、ワクチン接種の進展が感染を抑制すれば、景況感は速やかに改善しよう。

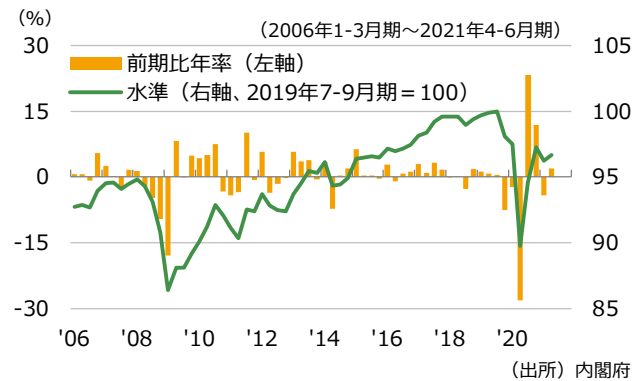
輸出の順調な増加が製造業を後押し

感染拡大を受けて企業の景況感はサービス業が足元で再び悪化する一方、製造業は好調を保っている。輸出が製造業を後押ししており、供給制約が強まる中でも、実質輸出は順調に増加している。財別では情報関連、資本財が堅調。国・地域別では中国向けが一服するなか、欧州向けの増勢が目立ってきた。日本の内需が相対的に弱いことから、実質貿易収支は昨年8月以降ほぼ黒字で推移している。

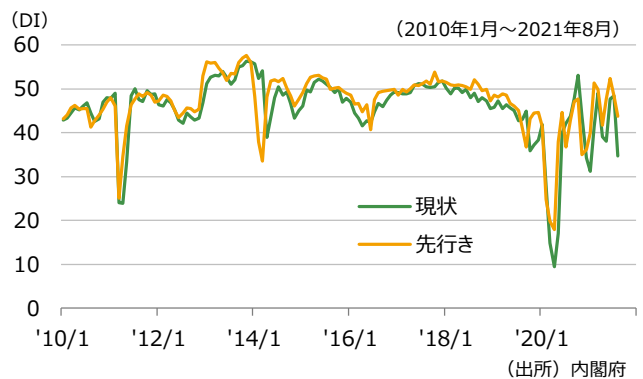
インフレ率はゼロ%強での安定が精々

消費者物価指数は1年近くプラスに浮上できないまま。最近の下振れは基準改定による携帯電話通信料の引き下げの寄与が大きいが、コロナ後の基本的な構図としては、エネルギーや供給制約が財価格を押し上げる一方、社会的距離がサービス価格を軟化させている。家賃はごく僅かな上昇が継続。感染状況が改善しても、インフレ率はゼロ%をやや上回る程度に落ち着くのが精々と見込む。

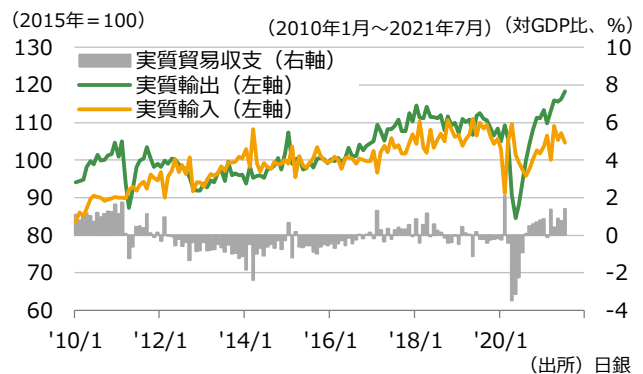
実質GDP



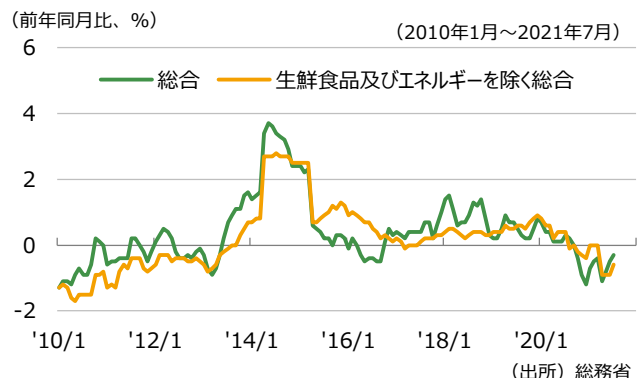
景気ウォッチャー調査



実質貿易収支



消費者物価指数





株式

やや強気に引き上げ

内閣支持率の低迷による国内政治への不透明感が日本独自のマイナス要因として株価の上値を抑えていた。しかし、菅首相の自民党総裁選不出馬を株式市場は不確実性の後退と評価し、懸念は早期に消失した。スピード調整リスクなど一定のリスクはあるもののワクチン接種進展などを評価し、2022年末のTOPIX予想を2,180ポイントに引き上げ、投資判断をやや強気に引き上げる。

相対的な割安感はある

直近の株価上昇によりPERは2022年度予想で過去平均をやや上回る水準。ヒストリカルにみた割安感はないものの、欧米対比での割安感に変わりはなく、バリュエーション調整を懸念する必要はないと考える。スピード調整リスクや米国株が不安定な動きとなっていることは日本株にとってもリスク要因であるものの、ワクチン接種の進展もあり先進国株内で注目され易い状況は継続するとみる。

製造業の決算と衆院選は注意

リスク要因は第2四半期決算と衆議院選挙。部材不足の影響による自動車の生産計画下方修正が見られる等、製造業の第2四半期決算はリスク含みであると考えている。衆議院選挙は2009年の政権交代時と比べて、第一野党の支持率が低く現時点で株式市場が再びネガティブ視する可能性は低い。しかし、無党派層の比率は足元で高く、何かのきっかけで不確実性が高まる余地は残っており、注視したい。

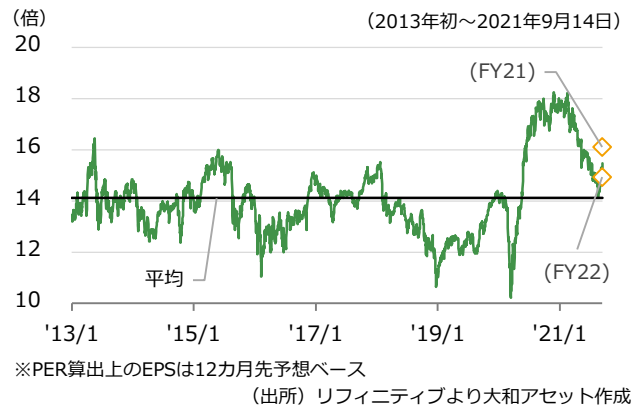
挽回消費とコロナ治療薬には期待

ポジティブ要素は挽回消費と経口タイプの新型コロナウイルス治療薬の承認申請。消費抑制や現金給付により家計金融資産は大きく増加しており、挽回消費の発現が期待される。治療薬は海外を中心に複数の製薬メーカーが年内にフェーズ3試験の結果公表、FDAへの緊急使用許可申請を目指している。承認確度が高まれば2020年のワクチン相場と同様、株式市場のセンチメントが強まることが期待される。

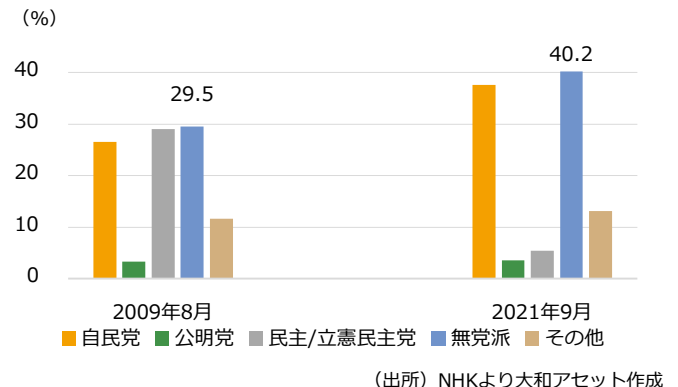
TOPIXの推移



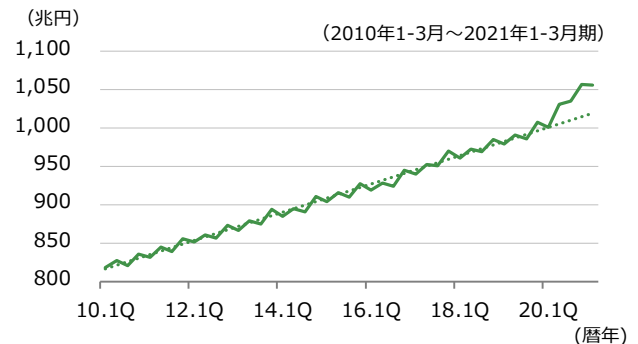
PERの推移 (TOPIX)

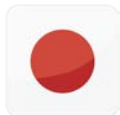


政党支持率の状況



家計金融資産・現預金の動向





債券・金利

金融政策は現状維持が長期化

日銀の金融政策は現状維持が長期化しよう。新型コロナウイルスの感染状況に応じて、資金繰り支援特別プログラム等の措置は調整しても、2%の「物価安定の目標」の実現が見通せないなか、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を延々と継続するしかない。但し、長期金利がゼロ%程度で推移する限り、日銀は国債保有残高を大きく変化させる必要はなく、実際、1年近く同残高は横ばいのまま。

長期金利は「ゼロ%程度」で安定推移

10年国債利回りはほぼ米国に連れて3月以降低下基調で推移し、8月上旬に0%を付けた後、0%をやや上回る水準で安定している。日銀は3月に長期金利の変動幅を±0.25%程度と明確化したが、結果的にはいたずらに市場を攪乱させたに終わった。金融政策は現状維持が長期化するなか、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

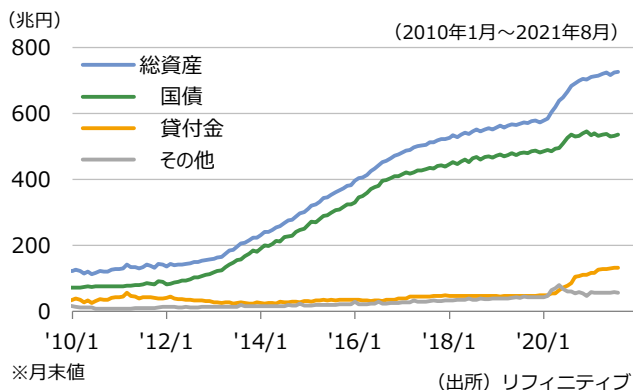
横ばい圏の推移

J-REIT市場は足元1カ月おおむね横ばい圏での推移となった。J-REIT市場では公募増資が増加しており、株式需給の悪化から調整する局面があった。しかし、指数が調整すると、国内金融機関とみられる買いが入り、指数の底堅さが確認できる推移だった。ワクチン接種の進展による経済活動の再開期待から、用途別ではホテル関連銘柄の上昇が目立った。

横ばい圏の推移を想定

短期的には公募増資の規模が高止まりし、需給悪化懸念が続くだろう。しかし国内外で長期金利が低水準での推移となり、運用難に直面する国内金融機関を中心に投資需要は強く、おおむね横ばい圏での推移を想定する。短期的には需給悪化が懸念されるものの、公募増資による配当金成長が期待され、中長期的にはJ-REIT市場の魅力を高めると考える。

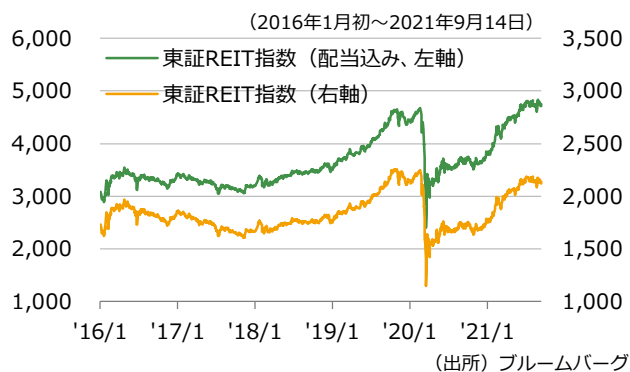
日銀の総資産残高と内訳



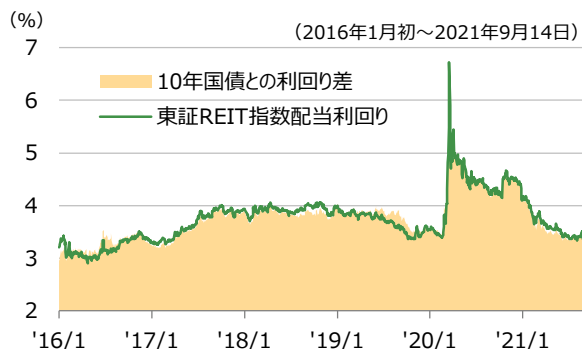
10年国債利回り



東証REIT指数の推移

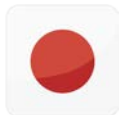


東証REIT指数の配当利回りの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

Daiwa Asset Management



為替

円と米ドルの変動差は米金利動向次第

今年6～8月は円高と米ドル高、8～9月は円安と米ドル安が相殺し合い、米ドル円の変動は小幅にとどまっている。ただ、8～9月は米長期金利が上昇したため、わずかながら円安より米ドル安が小さくなり、米ドル円は上昇した。リスクオン・オフによって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、米ドル円の方角性が決まりやすいと言える。

米ドル円を左右するのは株価より金利

米ドル円と米長期金利の順相関は高水準にあり、米金利上昇で米ドル円上昇となりやすい。一方、米ドル円と米株価の順相関は低下している。米株高・米ドル安でも、米金利上昇なら米ドル安より円安が強くなり米ドル円は上昇するが、最近は米株価と米金利の順相関が薄れており、米株高で米ドル円が上昇しにくい。こうした状況においては、米株価よりも米金利の変動が米ドル円を左右しやすい。

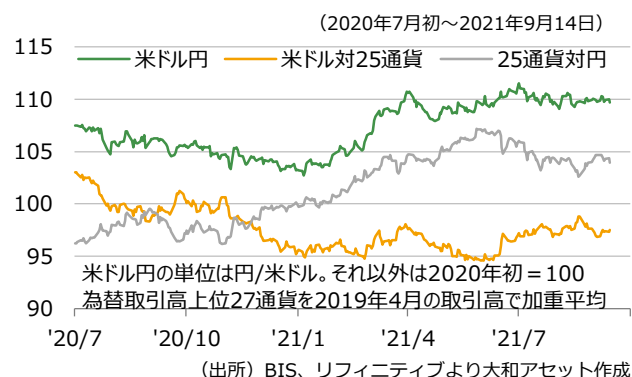
米量的緩和ペースに連動する米長期金利

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。

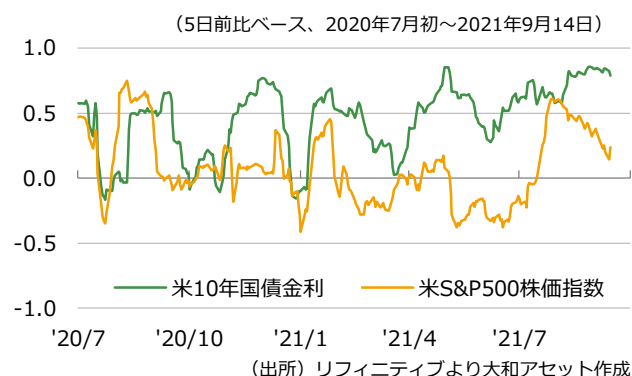
米量的緩和縮小で米ドル円下落の可能性

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経済成長期待が高まるか否かが、米金利と米ドル円のカギを握る。

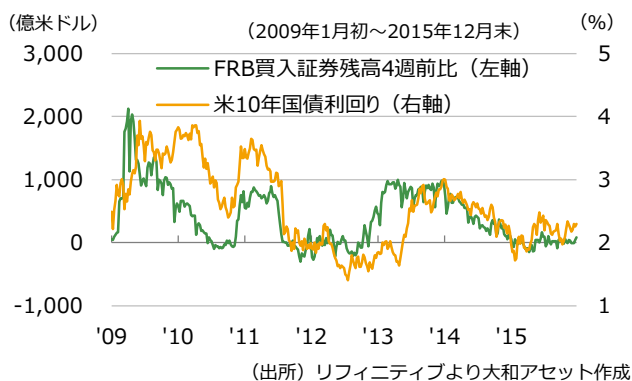
米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



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

景気回復ペースは想定よりも緩やか

新型コロナウイルスの感染第3波を乗り越え、今年後半は個人消費主導の高成長が期待される。ただし、サプライチェーンの混乱による製造業の低迷、好調だった住宅市場の減速、感染第4波への警戒などが足かせとなり、回復の速度はこれまでの想定より鈍くなりそうだ。実質GDPがコロナ前のピーク（2019年10-12月期）を上回る時期の予想は、2021年7-9月期から同年10-12月期に後ずれ。

感染第4波の懸念も行動制限は限定的

新型コロナウイルスの感染第4波が懸念されているが、ワクチンが広く普及していることもあり、今のところ経済活動に大きな影響を与えるような行動制限の再導入は限定的。むしろ、段階的な対面授業の再開や入国制限の緩和などにより、人の移動量は増加傾向（車による移動量の減少は季節性と公共交通機関の利用増に伴う影響と推察）。ワクチンの普及が遅れている国々より景気下振れリスクは小さい。

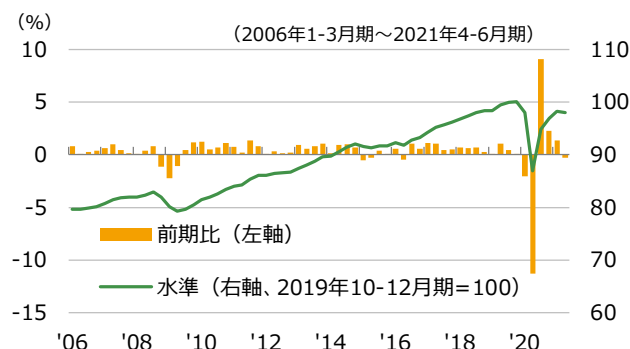
雇用者数はコロナ前の水準に迫る

新型コロナウイルスの感染第3波が収束し、特に行動制限の影響を受けていた宿泊・飲食サービス業や卸売・小売業を中心に、雇用者数は6月から8月に計41.5万人増加。コロナ前のピーク（2020年2月）まで15.6万人に迫っており、感染第4波が深刻化しなければ、数カ月以内に回復できる位置。失業率はコロナ前の5%台後半までは距離があるものの、昨年5月の13.7%から7.1%まで低下している。

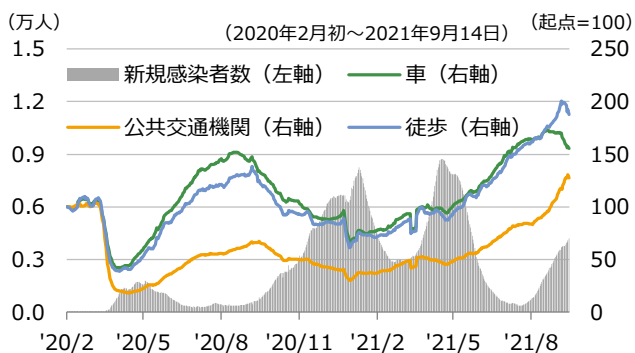
インフレ率の上振れは一過性か

消費者物価指数（前年同月比）は、カナダ銀行のインフレ目標のレンジ（1~3%）を上回って推移。もっとも、ガソリンを筆頭に、住居関連や自動車など特定の品目によって押し上げられており、CPI-common（特殊要因により変動した品目を除いて算出されるコア指数）は2%弱での推移が継続。消費者の中長期のインフレ期待も安定しており、インフレ上振れは一過性との見方が優勢。

実質GDP



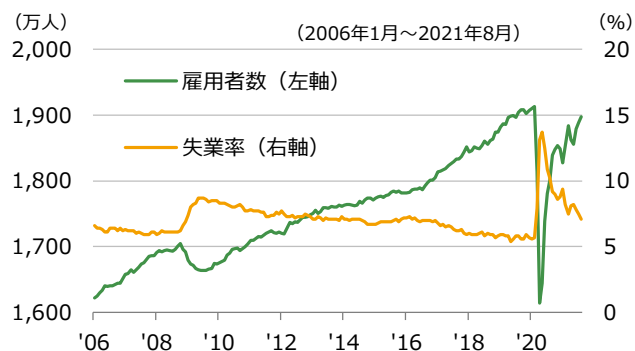
新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量



※全て7日移動平均 ※「車」「公共交通機関」「徒歩」はAppleが経路検索などを基に推計した各手段による人の移動量

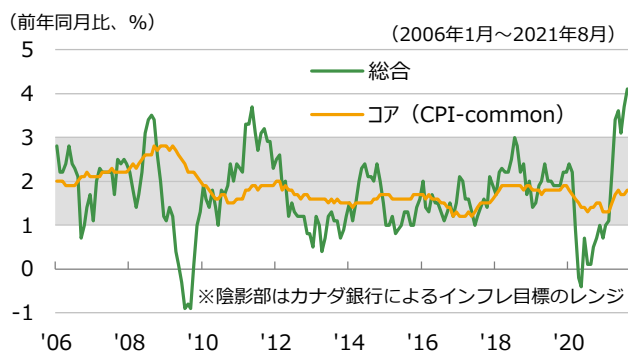
(出所) カナダ政府、Apple Incより大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) カナダ統計局

消費者物価指数



(出所) ブルームバーグ



債券・金利

量的緩和の終了は近づいている

9月雇用統計で労働市場の更なる回復が確認されれば、10月の金融政策決定会合で国債購入ペースを一段と減速することが決定される可能性が高い。ただし、カナダ銀行が保有する国債の償還ペースを考慮すると、早ければ10月に量的緩和の終了をアナウンスし、保有残高を維持するための再投資フェーズに入る可能性もある。いずれにせよ、量的緩和の終了は近い。

長期金利は緩やかな上昇へ

カナダ銀行は7月時点で、経済の弛みが吸収される（利上げ開始の条件が整う）時期の予測を2022年後半としている。ただ、景気回復はそれほど順調ではなく、来年後半はインフレ加速の反動も想定されるため、当社は2023年前半の利上げ開始を予想。それでも、時間の経過とともに利上げサイクルが近づくことで、長期金利は緩やかに上昇すると見込む。

為替

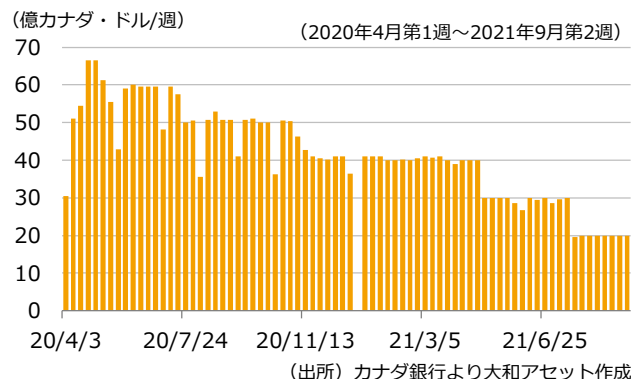
商品価格の反落と米ドル高などが重石

商品価格の反落、6月FOMC後の米ドル高、利上げ織り込みの後退、などを背景にカナダ・ドルは昨年春からの上昇が一服。需給面では、金融政策の正常化への期待で今年4月から積み上がっていたカナダ・ドル買いポジションの巻き戻しが進んだ。投機筋のカナダ・ドル先物ポジションは、ネットで売り越しに転じており、ポジション解消によるカナダ・ドル売りの余地は小さくなったと言えそうだ。

利上げ期待がカナダ・ドルを下支え

商品価格が下落する余地や市場の利上げ織り込みがはく落する余地はまだ残っていると考えられる。しかし、米国よりカナダが先に利上げを開始するという「順番」は変わらないと思われるため、積極的にカナダ・ドルを売る動きは限られると見込む。時間の経過とともに利上げ開始が近づくことは、カナダ・ドルの下支え要因になろう。

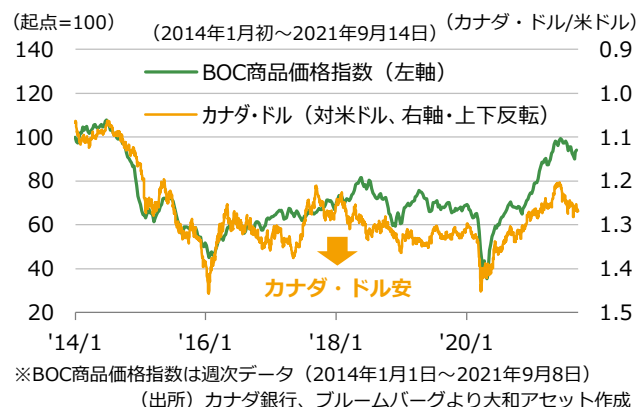
カナダ銀行の国債購入額



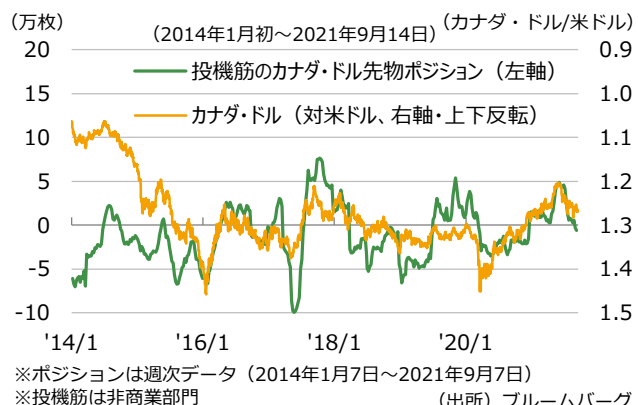
政策金利と10年国債利回り



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

今年前半までは好調だが7-9月期に失速

4-6月期の実質GDPは前期比+0.7%となり、少なくとも新型コロナウイルスの感染第3波が発生する前までは、RBAや市場参加者の想定より順調に景気が回復していたことが確認された。長引くロックダウンにより7-9月期は大幅なマイナス成長に陥った後、行動制限の緩和により10-12月期以降はプラス成長を見込む。ゼロコロナ志向からの脱却と治療薬の開発で景気下振れリスクは小さくなる。

ロックダウンが経済活動を抑制

新型コロナウイルスの新規感染者数は一段と増加。人口最多のNSW（ニューサウスウェールズ）州から人口が2番目に多いビクトリア州まで感染が拡大しており、依然として感染収束の目処は立っていない。ロックダウンも長引き、人の移動量は、ビクトリア州を中心に感染第2波が発生した1年前を下回る水準で推移している。7-9月期の大幅なマイナス成長は避けられない状況。

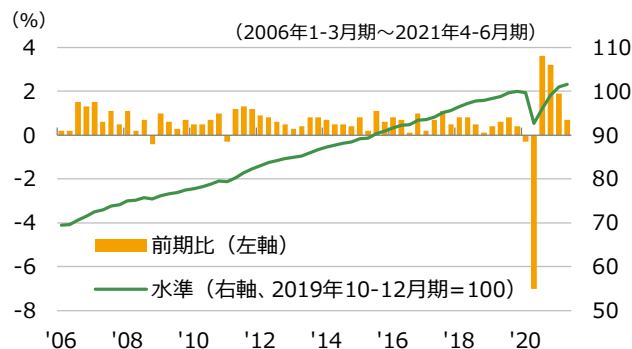
ゼロコロナ志向からの脱却に向けて加速

感染が最も拡大しているNSW州は、16歳以上の人口に対してワクチン接種を完了した人数の割合が70%に達すれば翌月曜日から外出禁止令を解除するという行動制限緩和に向けた独自の工程表を示した。州政府は10月中旬にも達すると想定しており、連邦政府の目標であった今年末よりかなり前倒しで行動制限の緩和に動き出すことになる。年末から来年にかけての景気回復の蓋然性が高まっている。

労働市場は年末から再び回復軌道に

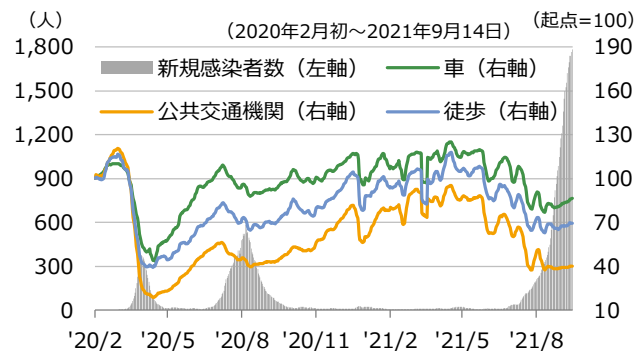
求人広告件数が2カ月連続の前月比マイナスとなっており、目先の労働市場の軟化が示唆される。それでも、感染状況の改善やゼロコロナ志向からの脱却により、これまでのような強力な行動制限が実施される可能性が低下するため、年末からは再び労働市場が回復軌道に復すると見込む。来年以降は、4%程度と推計される自然失業率に向けた労働市場の改善ペースが注目される。

実質GDP



（出所）豪州統計局より大和アセット作成

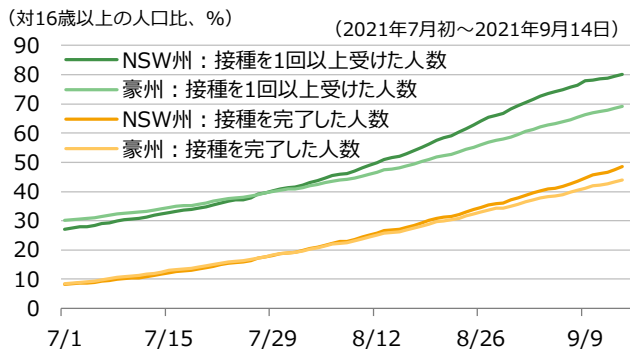
新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量



※全て7日移動平均 ※「車」「公共交通機関」「徒歩」はAppleが経路検索などを基に推計した各手段による人の移動量

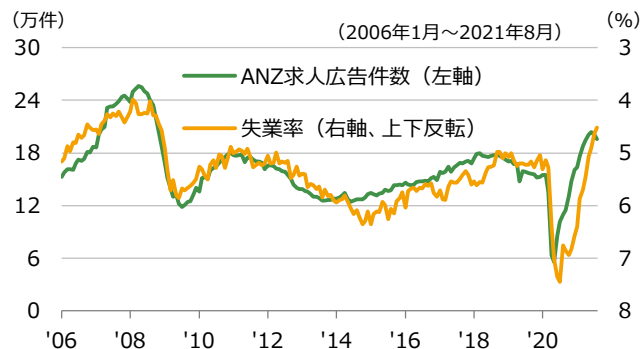
（出所）ABC News、Apple Incより大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチンの接種人数



（出所）豪州政府より大和アセット作成

求人広告件数と失業率



（出所）ブルームバーグ、豪州統計局



債券・金利

量的緩和は来年2月に更なる縮小へ

RBAは9月上旬より、量的緩和における国債・準政府債の購入ペースを週50億豪ドルから週40億豪ドルに縮小した。一方、新型コロナウイルス感染第3波による景気回復の遅れと不確実性の高まりを反映し、同ペースでの期間を「少なくとも2021年11月半ばまで」から「少なくとも2022年2月半ばまで」に3カ月延長。2月以降は四半期ごとに購入ペースを10億豪ドルずつ減速させていくと見込む。

長期金利は緩やかな上昇へ

量的緩和は、週40億豪ドルペースでの期間が従前の想定より長引き、終了も後ずれするため、長期金利の予想を0.1%ポイントずつ下方修正し、今年末を1.5%、来年末を1.7%とした。時間の経過とともに利上げサイクルが近づくことで、長期金利は緩やかに上昇するとの方向感是不変わるが、米長期金利を上回って推移することは困難になったと判断。

為替

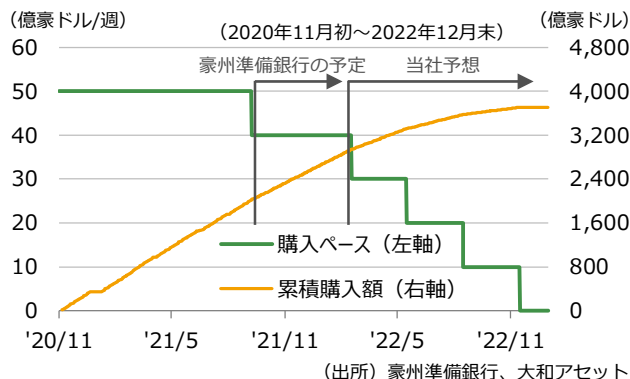
悲観のピークは過ぎた公算

ロウRBA総裁が2023年中の利上げ開始を頑なに否定したこと、新型コロナウイルスの感染第3波により景気下振れリスクが高まったこと、などを背景に金融政策の正常化に対する期待が後退し、金利低下とともに豪ドル円は7月から下落した。しかし、政府がゼロコロナ志向からの脱却方針を示したことで、同問題による景気下振れへの過度な懸念は後退しつつある。悲観のピークは過ぎた公算が大きい。

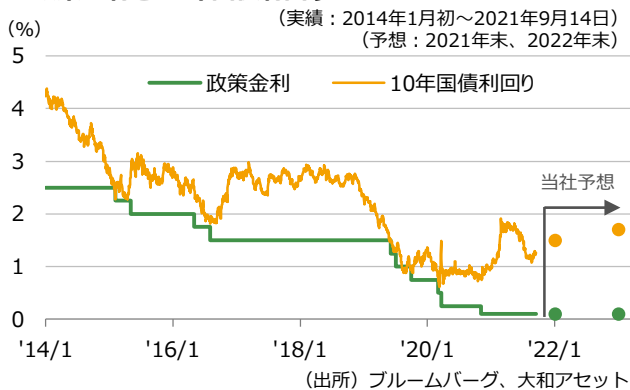
豪ドルの買い戻し余地は大きい

RBA商品価格指数に対する豪ドルの割安感は依然として強い。豪州の貿易黒字は拡大傾向が続いており、直近7月の貿易黒字は過去最大を記録した。実需面で豪ドルを取り巻く環境は良好であり、足元の新型コロナウイルス問題に対する懸念が後退し、再び金融政策の正常化に注目が集まれば、豪ドルが買い戻される余地は大きいと考えられる。

RBAの量的緩和における国債・準政府債の購入額



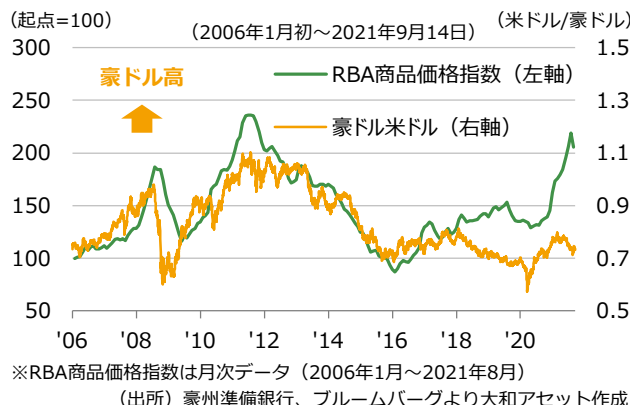
政策金利と10年国債利回り



日豪金利差と豪ドル円



商品価格と豪ドル





経済

7-9月期に景気が下振れする見通し

7-9月期は、経済指標の伸びが一段と鈍化する可能性が高い。地方政府のインフラ投資の遅延や不動産投資の減速等に加えて、すそ野の広い自動車の生産の低迷などが影響。但し、10-12月期以降は金融緩和策、地方政府による財政支出の加速、個人消費の回復等が支えとなり、景気モメンタムが再び強まると予想。

与信拡大の減速で金融緩和期待が強まる

いち早く金融正常化に取り組み始めた中国では、4月以降その影響が顕在化し、与信拡大のペースが急減速。下半期の景気の下振れ懸念を一段と強める要因ともなっている。7月に預金準備率の引下げが行われたものの、景気を下支えするのに力不足で、0.50%ポイントの預金準備率の引下げ等追加金融緩和が行われると予想。

株式

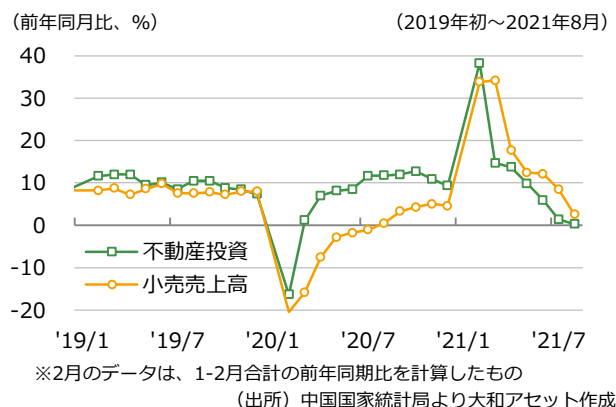
当面はレンジ推移を予想

8月以降も多分野にわたって規制強化が発表されたが、IT業界に対する規制強化は事前観測の範囲を超えず。当局の各種会議要旨からは規制強化のピークアウトが期待され、下落が目立った指数も8月中旬以降は反発。当面は規制強化への懸念が株価の下押し圧力として残り上値が重い可能性があるが、規制強化のピークアウト感が認識されるにつれ、株価は来年にかけて堅調さを回復すると予想。

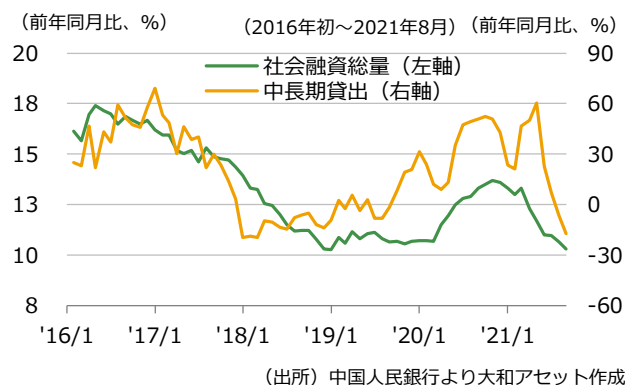
不動産産業からの資金流入が期待される

政府の規制強化が本土株式市場にもたらした影響は、海外上場の株式対比で限定的。本土株式市場の保有残高の約半分を占める個人投資家は、不動産価格の調整を受け、株式へのポジションの積み増しを継続する可能性が高い。外国人投資家に関しても、資金流入の傾向を継続し、基調としての中国株への投資意欲は強く、本土市場は堅調に推移すると予想。

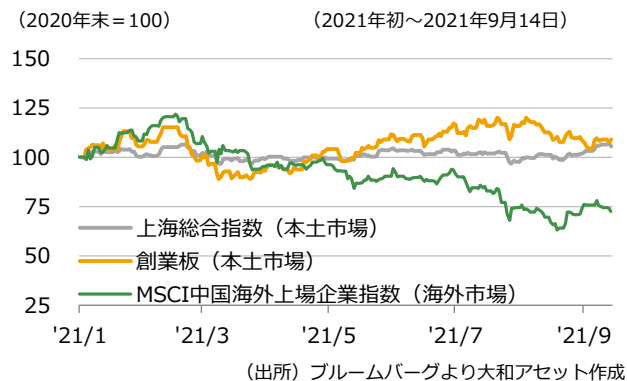
不動産投資と小売売上高の推移



与信の状況



本土と海外の中国上場企業の株価の推移



上海総合指数および信用取引残高の推移





債券・金利

追加金融緩和が予想される

7月28日に発表された7月の政治局会議の議事要旨では、金融緩和や地方政府専門債の発行加速による財政支出の加速等の方針が示唆された。目先は、冴えないマネー関連指標、軟調な経済指標を背景に、中銀が預金準備率の引下げ等追加金融緩和を行うと予想。但し、金融緩和は流動性供給の拡大にとどまり、利下げ等強力な金融緩和は見込まず。

長期金利のレンジ推移を予想

大規模な金融緩和の可能性は低く、長期金利は引き続き3%前後でのレンジ推移を見込む。不動産大手の中国恒大集団の資金繰り難が社債市場の混乱をもたらすと懸念されているが、本土債券市場への影響は限定的と予想。目先は、同社の社債の利払いが先送りされる可能性が高く、その後30日間の利払いの猶予期間にどのように財務を立て直すかに注目。

為替

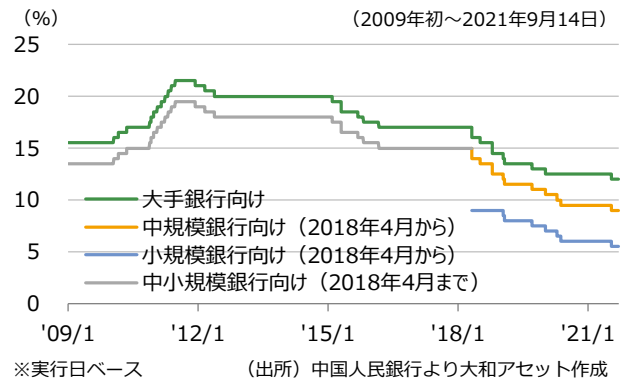
当面人民元高は小休止

対米ドル、対円とも約3年ぶりの高値近辺まで増価した人民元は、足元で頭打ちとなっている。政府の規制強化によるセンチメントの悪化や、想定以上の経済指標の鈍化などを受け、当面人民元上昇の圧力は和らいだ状態が続こう。実効レートが約5年半ぶりの高水準を更新し、割高感も強く、当面人民元の対米ドル、対円でのレンジ推移を予想。

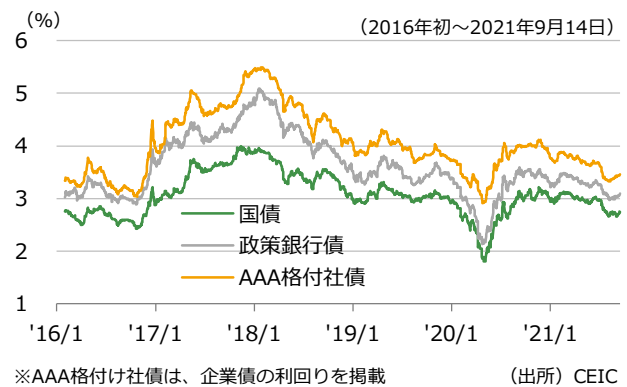
中長期的な上昇余地は大きいと予想

2021年に入り、世界の経済活動が正常化方向へ動く中、コロナ特需が後退し、中国の貿易黒字は減少。しかし、貿易黒字は依然として高水準にあることや、海外旅行の停滞もあり、引き続き経常収支は良好な状況にある。人民元国際化への期待もあり、中長期的には人民元の対米ドルレートの上昇余地は大きいと予想。

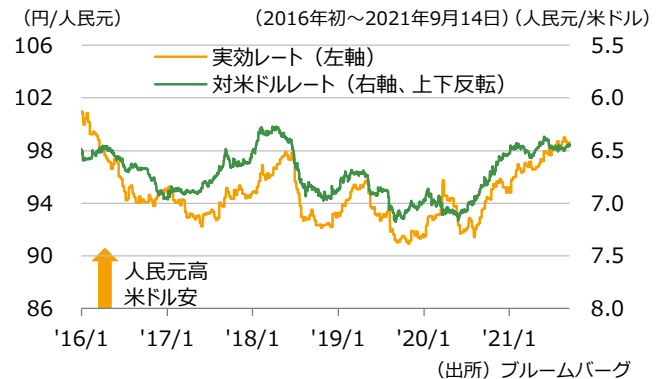
各種預金準備率の推移



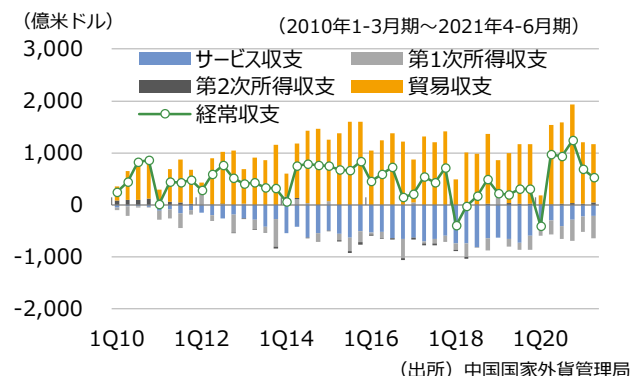
本土債券市場の利回り



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



経常収支およびその内訳





経済

需要の回復に供給が追い付かず

供給能力が不足しているため、需要の回復が実質GDPの拡大ではなくインフレにつながっている。年末から来年にかけては供給面のボトルネックが徐々に解消に向かうと期待されるが、インフレ抑制のための積極的な利上げが需要を抑制するため、結局は緩やかな成長にとどまると見込む。今年は前年の反動により見かけ上は5.0%の高成長になる一方、来年は1.8%の低成長になると予想。

感染状況の改善で需要は好調

新型コロナウイルスの新規感染者数は減少傾向が続いている。ブラジルでもデルタ株による感染が懸念されていたが、今のところ感染が再拡大する兆候はない。経済活動の再開も段階的に進んでおり、人の移動量などは右肩上がりが増加。低所得者向け現金給付に加えて労働市場の回復も需要の増加を支えている。引き続き、ガンマ株からデルタ株への置き換わりにより感染が拡大しないかは要注視。

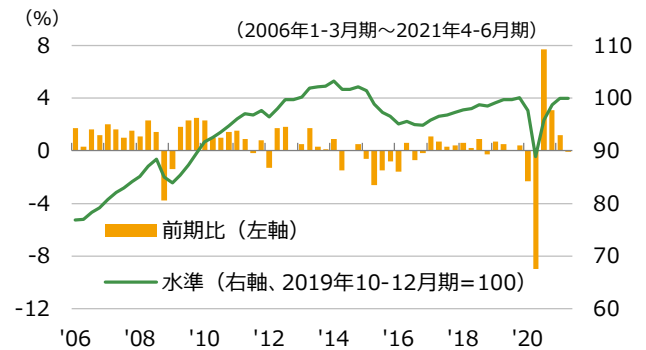
供給制約の解消が待たれる

半導体不足に代表されるようなサプライチェーンの混乱、少雨によるダムの貯水率低下などを反映した電気料金の上昇など、様々な供給要因が企業の生産活動に影響を及ぼしている。特に自動車生産の低迷が顕著で、昨年の夏以降に急速な回復を見せた鉱工業生産も年初からは右肩下がり。一方、仕入価格の上昇はピークを過ぎたなどの指摘もあり、供給制約が徐々に解消に向かうとの期待は出てきた。

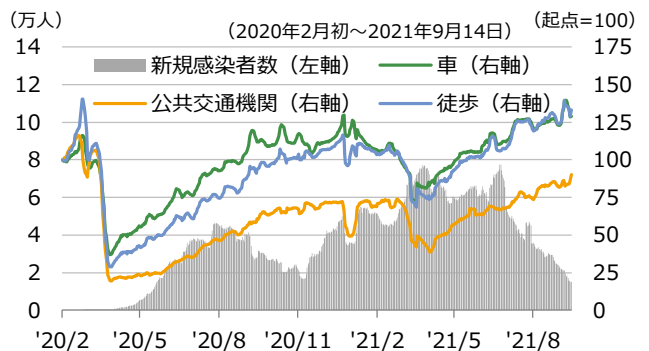
インフレ率は今秋から沈静化へ

電気料金（「住居」に分類）は、6月末に続いて8月末にも算出ルールが見直されたため、9月は一段と上昇する見込み。供給制約下での需要の回復が続いており、インフレ圧力は広範囲に及んでいる。インフレ率のピークは8月から9月にずれ込む可能性が高まった。その後はガソリン価格（「運輸」に分類）の伸び鈍化などにより沈静化に向かう公算だが、その道のりは依然として不確実性が高い。

実質GDP

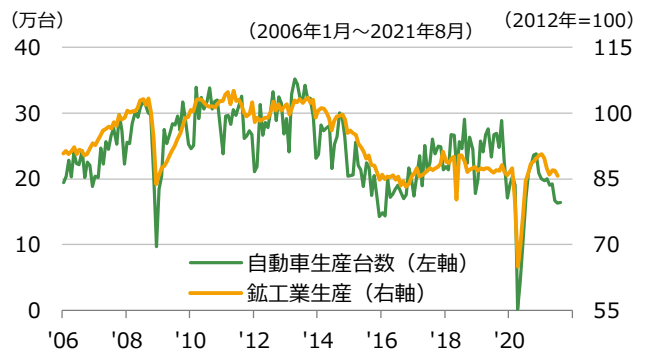


新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量



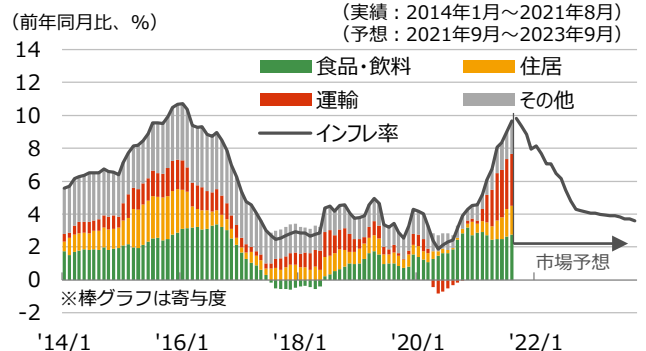
※全て7日移動平均 ※「車」「公共交通機関」「徒歩」はAppleが経路検索などを基に推計した各手段による人の移動量

自動車生産台数と鉱工業生産



※鉱工業生産は2021年7月まで

インフレ率と項目別寄与度



※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、ブラジル中央銀行より大和アセット作成



債券・金利

利上げサイクルの終着点を上方修正

インフレ見通しの上振れを反映し、当社は今年末と来年末の政策金利の予想値をいずれも7.50%から8.00%に引き上げた。市場予想も同等。政策金利は中立金利（6～6.5%）を大きく上回る水準で推移することになるが、インフレ率の目標回帰には時間を要するため、利下げに転じるのは2023年以降になると想定。ただし、その現実味が増すにしたがって、長期金利は先んじて低下すると見込む。

長期債への投資妙味が高まる

2016年にインフレ率がピークアウトした局面では、長期金利が急低下した。当時は利上げサイクル終了後だったが、今回はインフレ率のピークアウトを確認できた後も利上げを続けることになりそうで、状況はやや異なる。ただし、インフレ率のピークアウトも利上げサイクル終了も年内には実現する公算が大きく、長期債への投資妙味は高まっている。

為替

レアルはレンジ推移が継続

ブラジル・レアルは、昨年春の急落以降、対米ドルでおおむね5～6レアルの広いレンジで推移している。2015年のインフレ加速とレアル安の後、2016年にインフレ率がピークアウトした局面では、米国が利上げサイクルに入っていたにもかかわらず、レアルは大きく上昇した。今回もインフレ率がピークアウトした後にレアルが上昇し、昨年春からのレンジを上抜けるか注目される。

貿易黒字と高金利が下支え

昨年以降の商品価格の大幅上昇などの恩恵を受け、貿易黒字が続いている。また、中銀による積極的な利上げにより、高金利通貨としてのレアルの魅力も高まっている。来年10月に大統領選を控える中で、折に触れて政治リスクが意識されることは想定されるも、貿易黒字の継続と高金利政策がレアルの下支え要因として作用することが期待される。

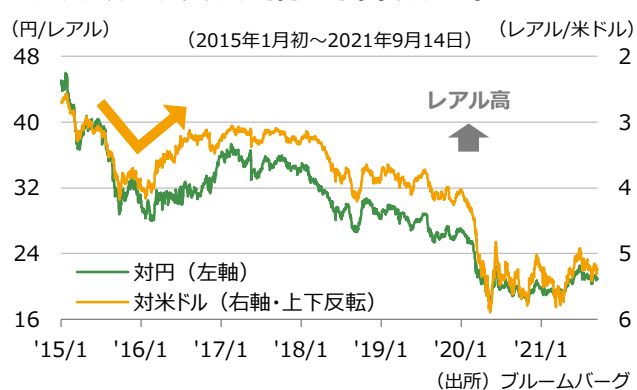
10年国債利回りと政策金利



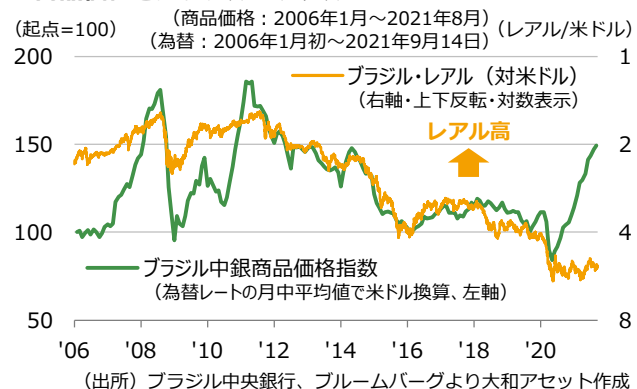
過去のインフレ率がピークアウトした局面の金利



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

アジアの感染拡大の加速に歯止めの期待

新興国の新型コロナウイルスの新規感染者数は、インドネシア、ブラジル等が大きく減少。さらに懸念材料となっていたASEAN諸国においても、感染拡大の加速に歯止めがかかるとの期待が高まっている。ASEANでは、移動制限を段階的に緩和する動きも増加し、デルタ株による感染拡大が最悪期を通過した可能性が高い。

アジアのワクチン接種がようやく本格化

ワクチン接種が大幅に遅れているアジアでは、フィリピンを除いてようやく接種が本格化。デルタ株による感染拡大の加速がピークアウトするとの期待にも繋がっている。トルコ、ハンガリー等東欧諸国では2回目接種も大きく進展。新興国全般を取り巻く環境が一段と改善すると期待され、新興国投資を後押しする可能性が強まっている。

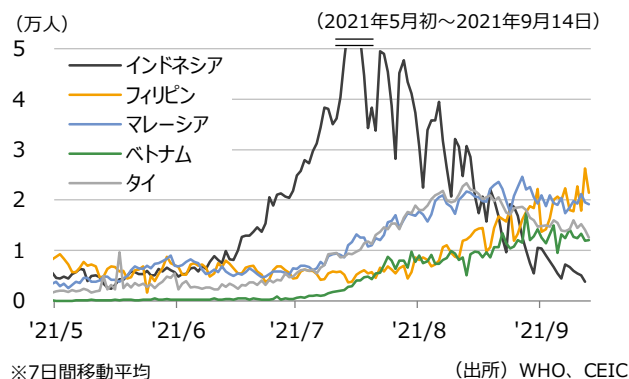
年内に利上げ開始の新興国は限定的

新興国では、おおむね利下げサイクルを終了。ブラジル、トルコ、ロシア、メキシコ、ハンガリー、チリ等の国が利上げしているが、インフレ率が高い事情がある。夏場以降は、ベース効果によるインフレの高騰が一服する可能性が高く、年内にその他の新興国が新たに利上げを開始する国は限定的と予想。変異株の影響を見極めるべく、中銀が低金利政策を長期化する可能性も高まっている。

政府総債務の高い国には注意が必要

変異株の感染拡大や米金融正常化の流れの中で、景気回復が頓挫する場合の景気刺激策の余地が注目されよう。政府総債務対GDP比率が80%を超える国においては、財政支出の余地が限定的。さらに、国債金利が上昇する場面では財政負担が急増する可能性があることも念頭に置く必要があり、中長期的な財政規律への道筋を示すことが求められよう。

ASEAN諸国の新型コロナウイルスの新規感染者数



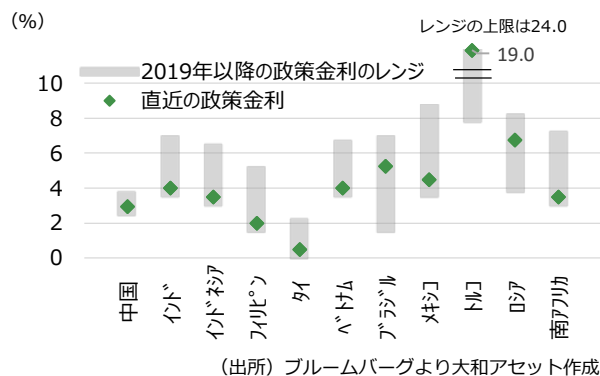
新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

※接種率は、ワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。

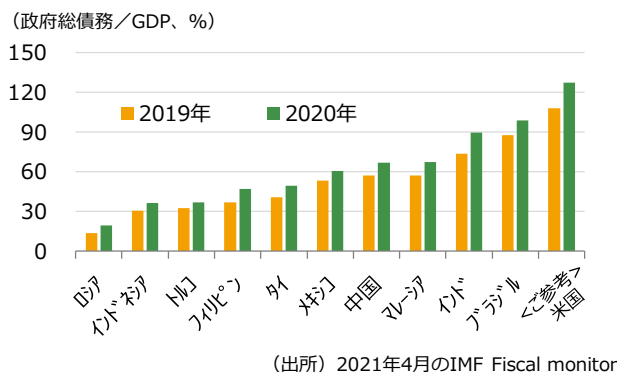
国	2021年 9月13日	2021年 8月16日	国	2021年 9月13日	2021年 8月16日
インド	41%	31%	ハンガリー	61%	59%
ブラジル	67%	57%	ポーランド	52%	50.0%
ロシア	32%	28%	フィリピン	-	17%
トルコ	61%	52%	マレーシア	66%	53%
インドネシア	27%	20%	ベトナム	26%	14%
メキシコ	47%	42%	タイ	39%	26%

※太字は、直近1カ月で接種率が10%程度以上上昇した国。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

主要新興国の政策金利



主要新興国の政府総債務





株式

変異株拡大の影響は限定的

米ドル安など、海外のリスク選好の流れが強まる中で、アジアを中心に株価が上昇。変異株の感染拡大がピークアウトしつつあるとの期待も一助となった。一方、ブラジルとトルコがやや軟調に推移したが、政治不安等個別要因によるものである。特に、アジアでは経済回復の出遅れ感が低金利環境の長期化の期待に繋がり、株式市場を支えていると考える。

ASEANの景況感改善、株価上昇を予想

8月の主要新興国の製造業PMIは、感染再拡大を受け、依然としてASEANとロシア等が50以下の低水準にとどまり、冷え込んだ経済状況を浮き彫りにした。しかし、これらの国において、感染拡大のピークアウト感が強まりつつあり、経済活動も回復方向に動き出したことで、今後は景況感が改善傾向に向かうと予想。割安・出遅れのASEAN株式市場も見直される可能性が高い。

米ドル高の一服が新興国株価の支え

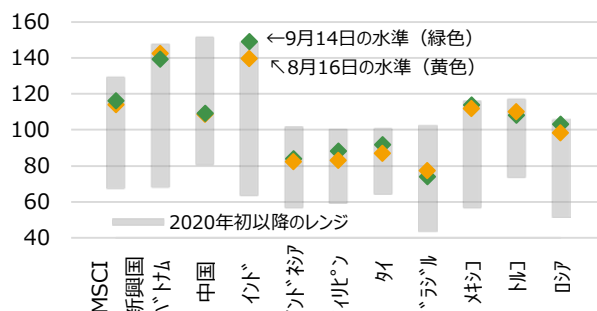
直近1カ月間のラリーには、米ドル安も一助となった。米ドル安進行時は新興国株式市場への資金流入が強まりやすく、バリュエーションは押し上げられやすい。中期的に米ドルインデックスがボックス圏で推移すると予想する中で、アジア株をはじめ、割安・出遅れの新興国への資金流入を促す環境が整ったと言える。

再び最高値を更新するインド株

インドの株式市場が再び最高値を更新し、新興国の中で際立つ存在となっている。米金利上昇局面でも株式市場からの外国資金の流出はほとんど見られず。目先は、バリュエーションの高さで一時的な調整もありうるが、ユニコーン急増等IT業界における伝統的な強みが増したこと、米中対立の受け皿、モディ首相の農業改革やインフラ建設などが引き続き中長期的に評価される可能性が高く、注目に値する。

主要新興国の株価推移

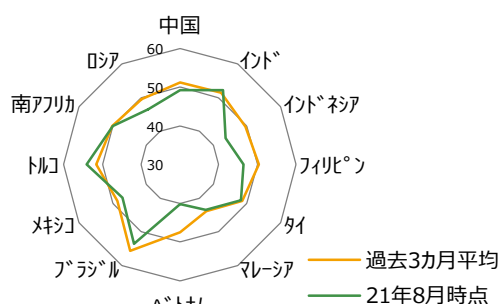
※縦軸は、2019年末=100



※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

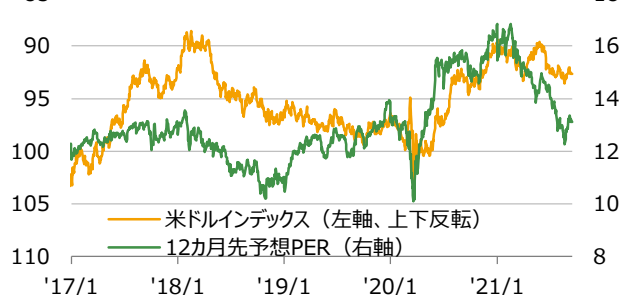
新興国の製造業PMI



(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新興国指数ベース (2017年初～2021年9月14日) (倍)



(出所) 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外国からの資金流入

(億米ドル) (2016年初～2021年9月14日)



※資金流入は2016年初からの累積ベース

(出所) IIF、ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

一部を除きレンジ推移の継続を予想

過去1カ月の新興国の現地通貨建て国債市場は、米長期金利の低位推移がアンカーとなったことや、米ドル安を受け、小幅金利低下の傾向がみられた。ボラティリティの大きい動きとなったのは、独自要因を抱えるブラジルに限られる。変異株の影響を見極めるべく、新興国の中銀は低金利政策を長期化させるとの期待が高いため、国債市場は下支えされやすい環境にあると考えられる。

新興国におけるインフレ懸念は限定的

一部の国が利上げに動き出したが、物価上昇率が中銀目標を上回っているところに限られる。これらの国の物価上昇は、新型コロナウイルスの感染拡大による供給制約や、ベース効果などが原因とみられる。夏季以降はベース効果等一部のインフレ高騰の要因が剥落する可能性が高く、インフレ懸念が和らぐと予想。

リート（アジア先進国含む）

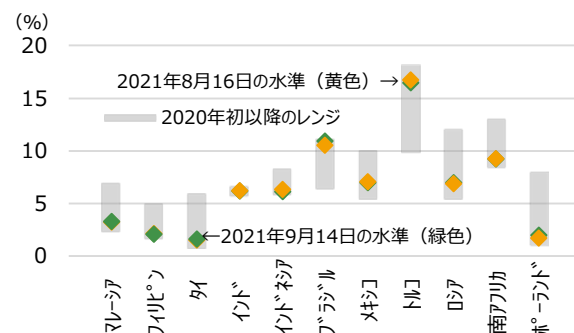
感染拡大への懸念が上値を抑える

アジア・オセアニアの国や地域では、引き続きデルタ株などによる感染拡大が懸念され、リート市場は上値の重い展開。ただシンガポールでは人口の8割がワクチン接種を完了するなど、各地域でワクチン接種は確実に進展している。まずは国内での行動制限が緩和され、その後国境をまたいだ移動の制限が段階的に緩和されよう。国内の消費行動や観光需要の回復ペースに注目したい。

相対的に魅力的なバリュエーション

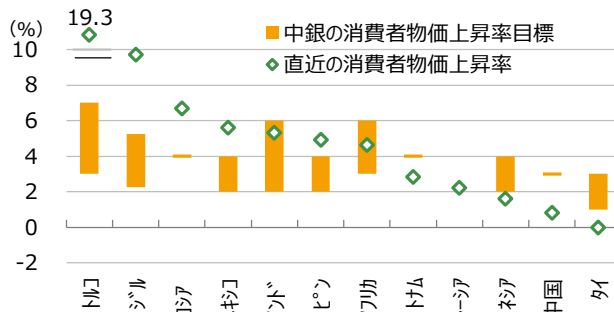
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、先進国を中心におおむね横ばいでの推移。引き続き低位で推移する社債の信用スプレッドとともに、リーートの投資環境としては良好な状態が継続。相対的に高い配当利回りなど当地域のバリュエーション上の魅力は増しており、域内全体でのワクチン接種の進展と行動制限の緩和に注目が集まる。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）の変化



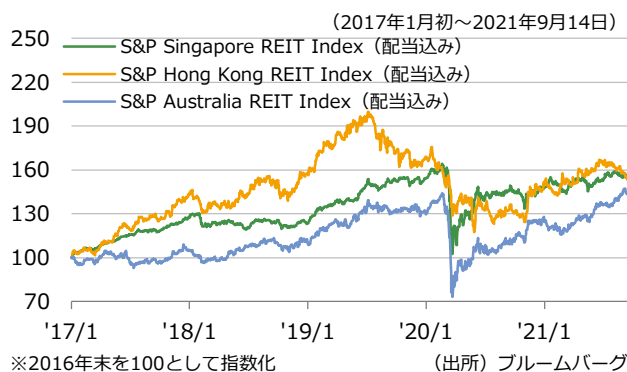
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

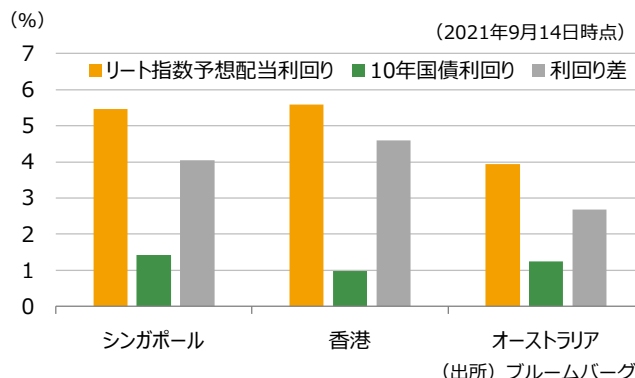


※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカが7月、その他は8月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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

新興国通貨のレンジ推移を予想

直近1カ月の新興国通貨は、米ドルインデックスが下落する中で、アジアを中心に増価するものが多かった。特に、新規感染者数の減少や高水準の経常黒字が好感された南アフリカ・ランドの上昇が目立つ。中期的に米ドルがボックス圏で推移することを予想し、新興国通貨も全般的に調整する可能性は低く、個別材料に振らされる動きの継続を予想。

海外マネーの流入の兆しがみられる

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依然として限定的。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の方を裏付け、各国の低金利長期化が支えになろう。足元では、新興国への資金流入の兆しがみられており、その傾向が続くかにも注目。

個別国の経常収支の悪化に注意

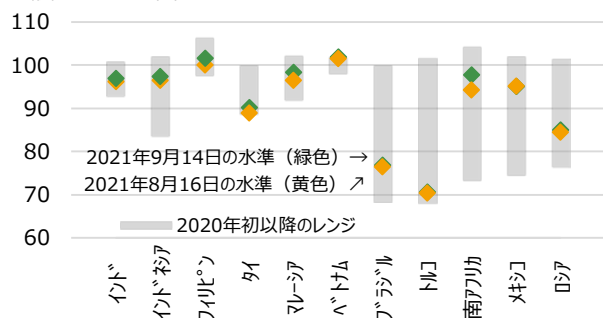
新興国はリーマンショック時を上回る資金流出に見舞われたにもかかわらず、主要新興国の通貨が2020年に急速に回復できた背景には、経常収支の回復によるファンダメンタルズの改善がある。但し、その中でトルコ、タイの経常収支の状況は懸念材料となっており、これらの通貨に売り圧力として作用する可能性が高い。

IMFの追加拠出は新興国にポジティブ

IMFがSDRへの追加拠出を8月23日に発効させたことが、新興国には朗報となっている。追加拠出の規模は6,500億米ドル規模。新興国に割り当てられるクォータの増額をみると、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に繋がっている。

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）

（億米ドル）

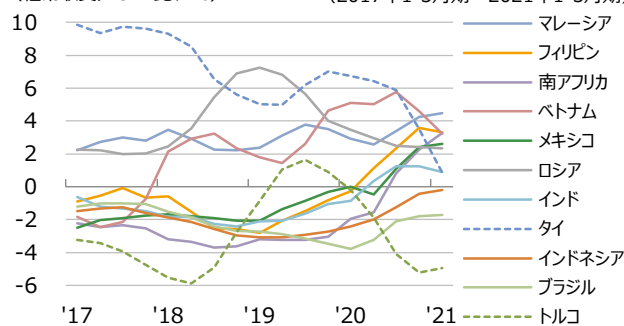
（2020年1月21日～2021年9月12日）



主要新興国の経常収支

（経常収支/GDP比、%）

（2017年1-3月期～2021年1-3月期）



IMFのSDR追加拠出による新興国への配分増加額

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%

※追加拠出額は6,500億米ドル

（出所）IMFより大和アセット作成



原油

年末から来年にかけては供給超過に

新型コロナウイルスのデルタ株による感染拡大で原油需要の下振れリスクが意識される中でも、足元の需給バランスは依然として需要超過の状態が続いているため、原油価格は支えられやすい。一方、来年にかけての需要の回復見通しにもかかわらず、各国の増産余地の大きさが上値を抑えている。年末から来年にかけては、需給バランスが供給超過に転じる可能性が高く、原油価格の軟調推移を見込む。

目先の需要下振れと来年の需要上振れ

OPECによる世界の原油需要見通しは、デルタ株による感染拡大が影響して2021年10-12月期分が下方修正に転じた一方、ワクチンの普及などにより来年分が上方修正となった。もっとも年末から来年については、OPECプラスだけでなく、協調減産に参加していないイランや米国などの増産も見込まれるため、需要の回復が原油価格の上昇につながるとは限らない点には注意したい。

産油国の増産余地は大きい

OPECプラスの協調減産に参加している国は段階的に減産幅を縮小（増産）してきたが、依然として増産余地は大きい。イランの増産についてはイラン核合意の再建交渉次第であり、依然として不確実性は高いものの、年内の妥結を想定している。もし、決裂すれば予想よりも原油価格が下がらなくなるリスクはある。米国はハリケーン「アイダ」の被害を乗り越え、年末から緩やかな増産が進むと見込む。

原油価格を更に押し上げる動機は乏しい

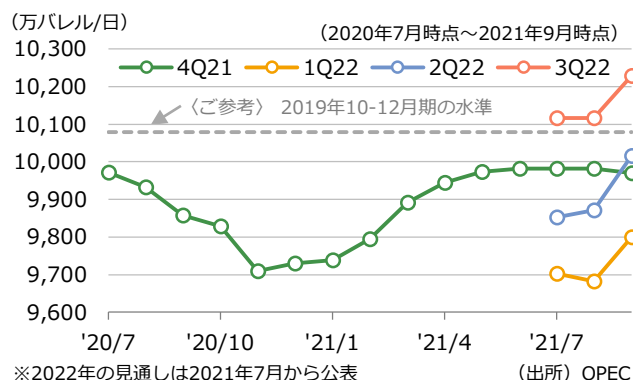
原油価格は、昨年来の上昇により、主要産油国の財政均衡価格と同等かそれを上回る水準で推移している。つまり、これらの産油国は原油価格を更に押し上げる動機が乏しいことが示唆される。また、来年は財政均衡価格が低下すると見込まれる国も多い。原油価格が一段と上昇すれば、米政府によるOPECプラスへの増産要請も激しさを増すだろう。WTIが80米ドルを超える可能性は低いとみる。

原油価格と原油在庫

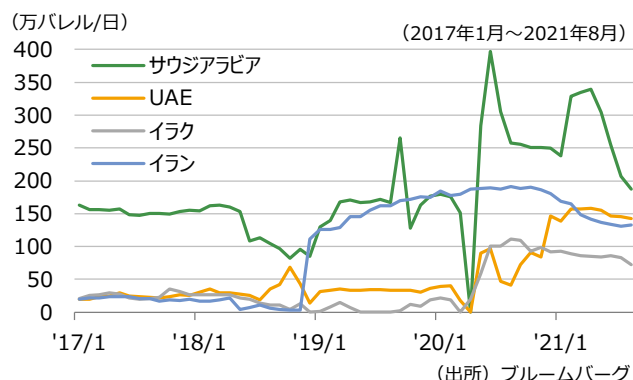


※当社の原油価格予想は2021年末と2022年末
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫（2021年9月以降はEIAの見通し）
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

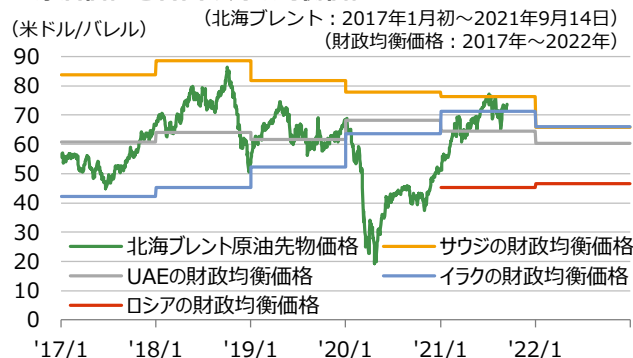
OPECによる世界の原油需要見通しの変化



OPEC主要国の増産余地



原油価格と各国の財政均衡価格



※北海ブレントはあくまでも参考のために掲載したものであり、国によって指標となる原油の種類は異なる (出所) ブルームバーグ、IMF、S&P



金

上値の重い展開が継続

8月中旬以降にアフガニスタン情勢が緊迫化し、8月下旬にパウエルFRB議長が利上げを急がない姿勢を示し、9月初旬に米8月雇用統計が下振れるなど、金価格にプラスの材料が相次いだ。1,800米ドル台前半で上昇一服となった。米国の債務上限問題など短期的には上昇要因になり得るイベントはあるが、より長い目で見れば、FRBの金融政策が正常化に向かう中で、上値の重い展開が続くと想定する。

金ETFへの資金流入を促す材料が乏しい

年初から、1,700米ドル前後では中銀による金準備の積み増しや実需の買いが観測されており、短期的な上昇局面では投機筋による先物買いが確認されている。ただし、金ETFの残高は横ばい推移で、盛り上がりには欠ける。過去の経験則からいえば、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だが、現時点では資金流入を促す材料は乏しいと言わざるを得ない。

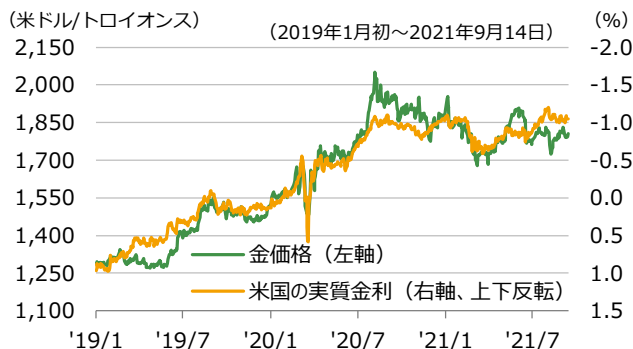
前回の正常化時は利上げ開始が大底

中長期的な視点で金ETFへの投資を躊躇させる主因は、FRBによる前回の金融政策正常化の局面で金価格が大きく下落した経験だろう。前回のQE縮小から利上げまでの局面では、QE縮小の決定後やQE終了後に金価格が反発する場面はあったが、いずれも一時的にとどまり、下落トレンドが続いた。結局、利上げ開始ごろが金価格の大底であったことから、金投資への警戒は拭えない状況にあるとみられる。

前回の正常化時より下落余地は小さい

前回の金融政策正常化時より中立金利（≒長期金利の上限）が切り下がっている。また、長期金利を向こう10年間の政策金利の平均値と考えれば、ゼロ金利政策の下で長期金利が中立金利に接近するにも限界がある。10年期待インフレ率を現状の2.3%前後で横ばいと仮定すれば、一両年中の実質金利のプラス転換は困難。つまり、前回の金融政策正常化時より金価格の下落は小幅にとどまる可能性が高い。

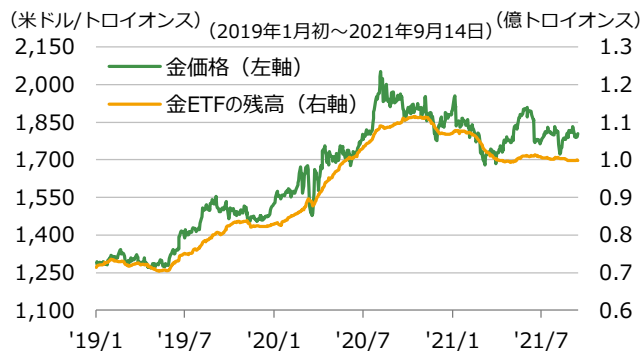
金価格と米国の実質金利



※実質金利=10年国債利回り-10年期待インフレ率

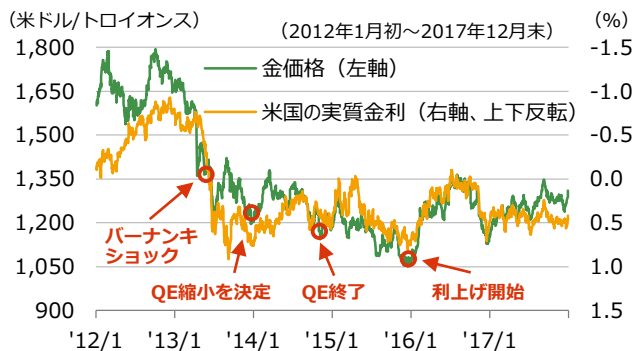
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



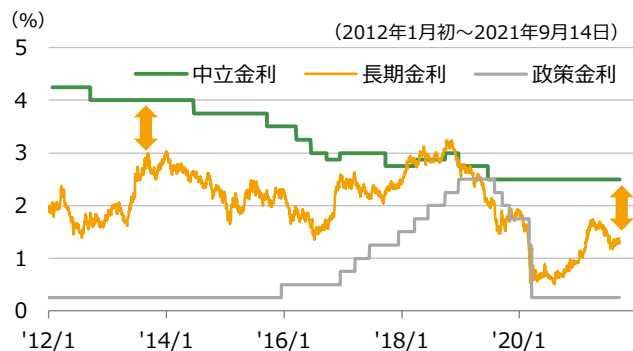
(出所) ブルームバーグ

米国の金融政策正常化時の金価格と米国の実質金利



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米国の金利



※中立金利はFOMC参加者による政策金利に関する長期見通しの中央値

(出所) FRB、ブルームバーグ

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	足元の物価指標の上振れは新型コロナウイルス問題に起因する一過性の要因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、利上げの前倒しや長期金利の上昇により、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	バイデン大統領が西側諸国と協調し対中圧力を強めている。半導体をはじめ、中国のハイテク産業が西側諸国の包囲網を突発できない状況が続けば、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	小	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、原油高の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどが恩恵を受ける一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどには売り圧力がかかろう。
半導体不足の長期化	中	中	中	中国では自動車産業をはじめ半導体不足が続いている。問題の長期化は景気への下押し圧力となろう。新興国において、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もなる。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で、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懸念が強まる。
新型コロナウイルス問題のほぼ完全な収束、あるいは著しい深刻化	小	大	大	新型コロナウイルス問題が収束すれば、繰越需要の発現と供給制約の解消で景気は大幅に上振れ、金融正常化が速やかに進展し、長期金利も上昇基調で推移しよう。逆に深刻化すれば、強力な行動制限で特にサービス業が極度に悪化する上、供給制約は一段と強まり、スタグフレーションの様相を呈するなか、金融は極端に緩和的な状態が継続し、長期金利は低下を免れず。深刻化した場合、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。
中国政府の極端な統制強化	小	中	大	中国当局の規制強化が経済、社会の幅広い分野に広がり、イデオロギー面での極左化が進む場合は、過去の文化大革命時の苦い記憶から、経済活動の委縮や中国からの資金逃避が進む可能性が高く、チャイナショックの再来も視野に入れたほうが良いだろう。新興国においては、中国経済とつながりの深いASEAN諸国や資源国を中心に影響が広がり、景気減速、金融市場の調整に見舞われる可能性が高い。為替はリスクオフの円高や米ドル高圧力がかかる一方で、資源・新興国通貨安圧力がかかりやすいだろう。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

		直近値		期間別変化幅	
政策金利		9/14	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	-1.25
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	5.25%	0.00	3.25	-1.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.65
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.50
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.50	-2.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.50%	0.00	0.00	-3.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	6.75%	0.25	2.50	-0.75
トルコ	1週間物レポ金利	19.00%	0.00	10.75	-5.00

		直近値		期間別変化幅	
10年国債利回り		9/14	1カ月	1年	3年
米国		1.28%	0.01	0.61	-1.71
ドイツ		-0.34%	0.13	0.14	-0.79
日本		0.05%	0.02	0.03	-0.07
カナダ		1.17%	-0.01	0.62	-1.17
豪州		1.25%	0.04	0.38	-1.35
中国		2.89%	0.00	-0.27	-0.79
ブラジル		11.28%	0.56	3.57	-1.54
英国		0.74%	0.17	0.54	-0.79
インド		6.20%	-0.04	0.17	-1.93
インドネシア		6.14%	-0.22	-0.79	-2.27
メキシコ		7.00%	0.03	1.08	-1.04
ロシア		7.12%	0.06	0.74	-1.84
トルコ		16.53%	-0.21	3.48	-2.37

		直近値		期間別変化率	
株価指数		9/14	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,578	-2.6%	23.5%	32.2%
	S&P500	4,443	-0.6%	31.3%	52.9%
ユーロ圏	STOXX 50	4,192	-0.9%	26.4%	25.3%
日本	日経平均株価	30,670	9.6%	30.2%	32.8%
	TOPIX	2,119	8.3%	28.3%	22.6%
中国	MSCI中国	93.39	-1.4%	-4.7%	19.5%
インド	MSCIインド	2,039	6.8%	50.2%	49.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,113	2.2%	4.6%	-7.6%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,340	-1.3%	49.8%	35.1%

		直近値		期間別変化率	
為替（対円）		9/14	1カ月	1年	3年
米ドル		109.69	0.1%	3.7%	-2.1%
ユーロ		129.47	0.1%	3.2%	-0.6%
カナダ・ドル		86.41	-1.3%	7.7%	0.5%
豪ドル		80.30	-0.6%	4.2%	0.2%
人民元		17.04	0.7%	9.8%	4.7%
ブラジル・リアル		20.94	0.3%	4.4%	-22.0%
英ポンド		151.47	-0.3%	11.5%	3.4%
インド・ルピー		1.49	0.8%	3.5%	-4.5%
インドネシア・ルピア		0.77	1.1%	8.5%	1.7%
フィリピン・ペソ		2.20	0.9%	0.8%	6.3%
ベトナム・ドン		0.48	0.1%	5.7%	0.0%
メキシコ・ペソ		5.51	-0.1%	9.9%	-7.1%
ロシア・ルーブル		1.50	0.5%	7.1%	-8.7%
トルコ・リラ		12.99	1.0%	-8.0%	-28.3%

		直近値		期間別変化率	
リート		9/14	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	23,692	-0.1%	37.0%	36.0%
日本	東証REIT指数	2,140	0.0%	26.1%	22.1%

		直近値		期間別変化率	
商品		9/14	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	70.46	3.0%	89.1%	2.1%
金	COMEX金先物価格	1,805	1.7%	-7.7%	50.9%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

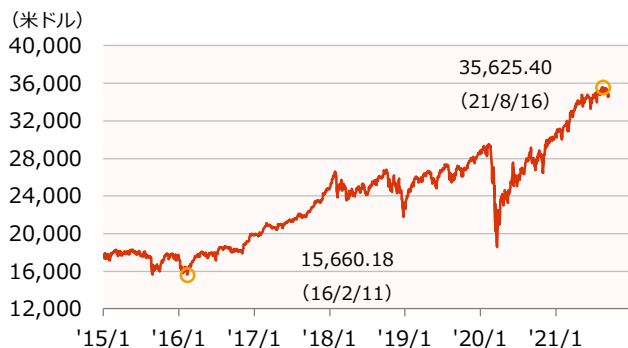
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

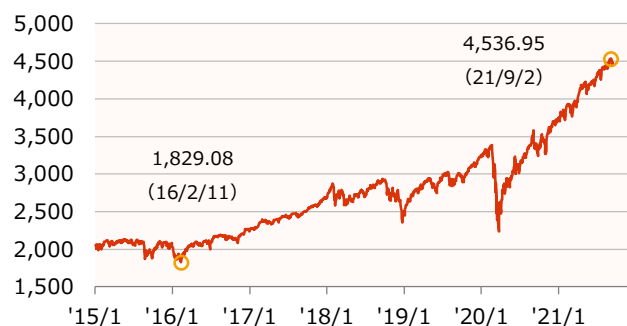
（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



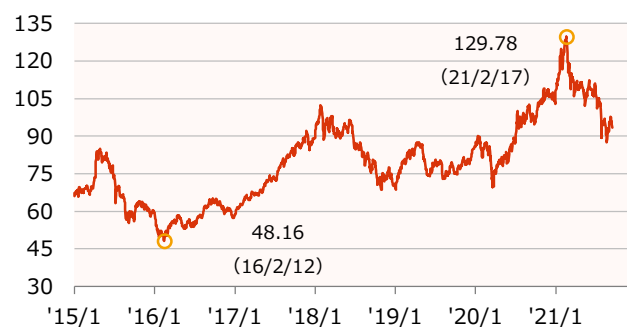
日経平均株価



TOPIX



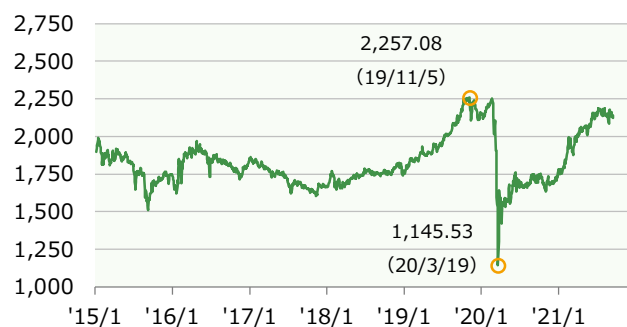
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



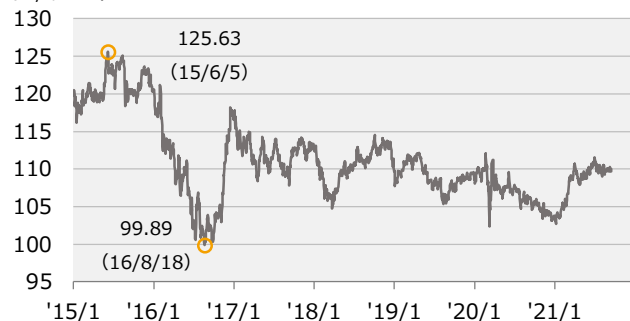
※グラフの期間は2015年1月初～2021年9月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

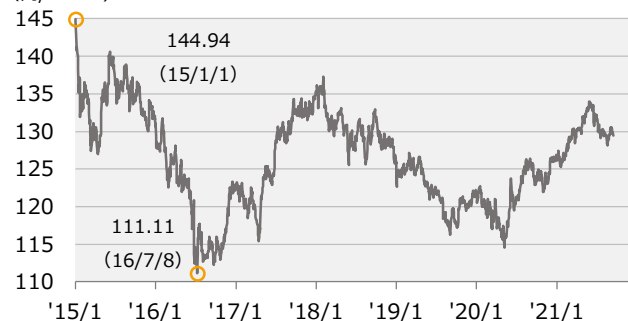
米ドル

(円/米ドル)



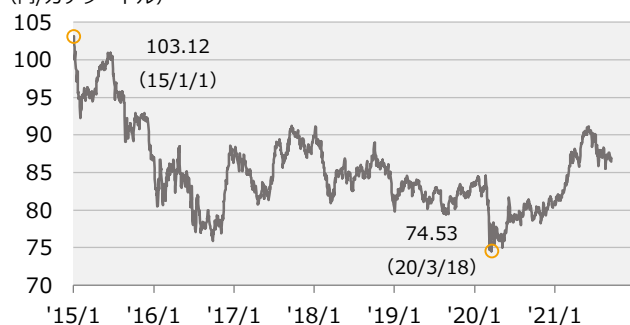
ユーロ

(円/ユーロ)



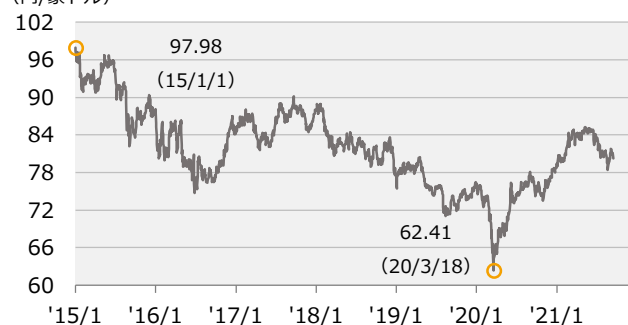
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



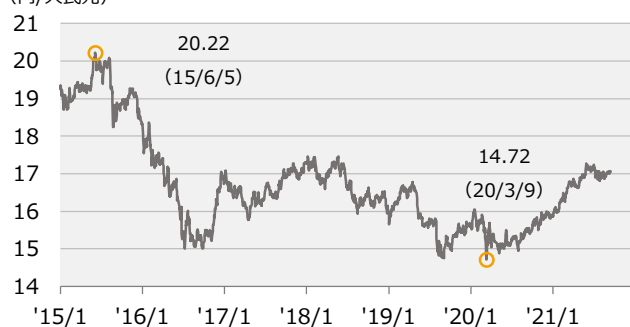
豪ドル

(円/豪ドル)



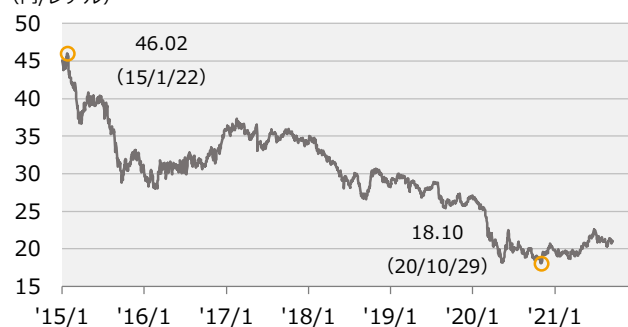
中国人民元

(円/人民元)



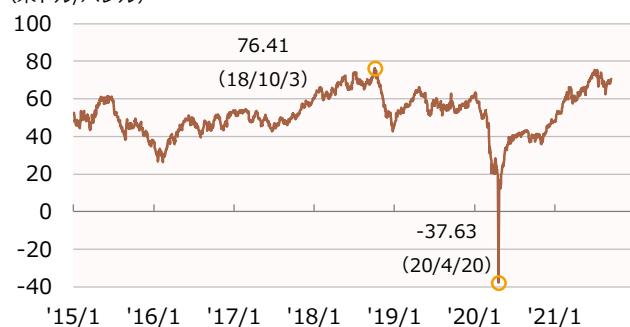
ブラジル・リアル

(円/リアル)



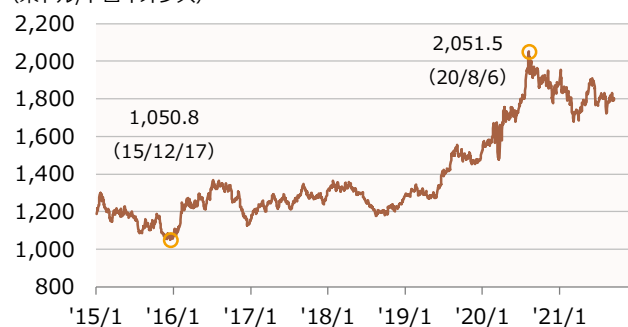
WTI原油先物価格

(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9月14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	2.9	2.3	-3.4
ユーロ圏	1.9	1.4	-6.4
日本	0.6	0.0	-4.6
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%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 2021年末に新規の資産買入れの減額を開始、2022年中に新規の資産買入れを終了	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	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）	●クォールズFRB副議長任期（13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） ●COP26：国連気候変動枠組条約第26回締約国会議（グラスゴー、31-11月12日） ●米財務省為替報告書（月内）	●OPECプラス会合（4日） ●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） ●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） ●中国6中全会（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） ●香港立法会議員選挙（19日） ●中国中央経済工作会议（月内）
2022年	1月	●日銀金融政策決定会合（17-18日） ●通常国会召集（月内）	●ECB理事会（20日） ●FOMC（25-26日） ●クラリダFRB副議長任期（31日） ●米一般教書演説（月内） ●伊大統領選挙（月内）	●カナダ金融政策決定会合（26日） ●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）	●ブラジル金融政策決定会合（2日） ●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	●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（月内）	●中国全人代（上旬） ●カナダ金融政策決定会合（2日） ●韓国大統領選挙（9日） ●ブラジル金融政策決定会合（16日） ●香港行政長官選挙（27日）
	4月	●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●ECB理事会（14日） ●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） ●カナダ金融政策決定会合（13日）
	5月		●FOMC（3-4日） ●EU首脳会議（月内）	●ラマダン終了（2日） ●ブラジル金融政策決定会合（4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	●日銀金融政策決定会合（16-17日） ●通常国会会期末（月内）	●ECB理事会（9日） ●FOMC（14-15日） ●G7首脳会議（独、月内） ●仏議会選挙（月内）	●カナダ金融政策決定会合（1日） ●ブラジル金融政策決定会合（15日）
	7月	●日銀金融政策決定会合（20-21日） ●参議院議員任期満了（25日）	●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日）	●カナダ金融政策決定会合（13日）
	8月			●ブラジル金融政策決定会合（3日）
	9月	●日銀金融政策決定会合（21-22日）	●FOMC（20-21日） ●ECB理事会（22日）	●カナダ金融政策決定会合（7日） ●ブラジル金融政策決定会合（22日）

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認ください。
- 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9月14日）

（発行日：2021年9月21日）