

2
2020

情報提供資料 | Investment Environment OUTLOOK

投資環境見通し



Page

01 見通しサマリー

03 世界経済・金融市場見通し

04 早見表 主要資産の見通し

05 早見表 主要国 - 予想値

06 早見表 その他の国々 - 予想値

07 各国経済・金融市場見通し

07.米国/11.ユーロ圏/14.英国/15.日本/
19.カナダ/21.豪州/23.中国/25.ブラジル/
27.その他の国々

31 商品市場見通し

31.原油/32.金

33 付録 データ集

33.当面のリスク要因
34.資産別 - 直近値・期間別変化幅/率
35.株価指数・リート指数 - 推移
36.為替レート・商品価格 - 推移
37.経済指標 - 過去3年実績値・各国金融政策
38.タイムテーブル

今月の一枚：ウィンターロード（カナダ、オタワ）

北米最大規模の冬祭り。凍結したリドー運河を利用した
「世界最長のスケートリンク」は一見の価値あり。

大和投資信託

Daiwa Asset Management



世界経済の安定

- Ⅰ 各国の迅速な金融緩和が景気悪化に歯止めをかけつつある。米中通商協議が第1段階の合意に達したことで、極端に高まっていた不確実性も低下が見込まれ、景況感の回復が期待される。
- Ⅱ 景気浮揚の起爆剤は見当たらず、先進国経済は潜在成長率程度での安定を見込む。新興国経済は国によってまちまちだが、一部の国では財政出動も期待され、総じて安定感が増している。



- 経 … 2020年は個人消費主導で2%程度の安定成長。
- 株 … バリュエーションの高さは懸念材料で、先進国株の中では慎重スタンス。
- 債 … 金融政策は2020年中据え置きで、長期金利はレンジ推移。
- リ … 堅調なファンダメンタルズを背景に緩やかな上昇。
- 為 … リスクオンのドル安、対中貿易収支改善がドル高要因。



- 経 … 低成長が継続も、緩和的な金融環境が景気の下支え。
- 株 … 先進国内で不透明感は相対的に高いものの、センチメント改善に期待。
- 債 … 金融政策は2020年中据え置きで、長期金利はレンジ推移。
- 為 … ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。



- 経 … 世界経済の底入れで輸出の悪化は一巡も、民間需要が軟化。
- 株 … ファンダメンタルズの底打ち待ち、経済対策の効果は期待。
- 債 … 金融政策は現状維持が長期化し、長期金利はレンジ推移。
- リ … 長期金利の低位安定を前提に緩やかな上昇。
- 為 … 米中摩擦緩和と世界景気底打ち期待によるリスクオンの円安。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



summary



カナダ

- 経 … 2020年は潜在成長率並みの1%台後半への加速。
- 債 … 当面の金融政策の変更は見込まれず、長期金利は米国と連動。
- 為 … 金融政策の変更は見込まれず、対米ドルでおおむね横ばい。



豪州

- 経 … 2019年の落ち込みから回復し、2020年は潜在成長率並みの2%台半ばへ。
- 債 … 金利は緩やかな上昇を想定するも、債券価格の下落率は限定的。
- 為 … 過度な利下げ期待の後退や経常収支の改善などを追い風に対米ドルで上昇。



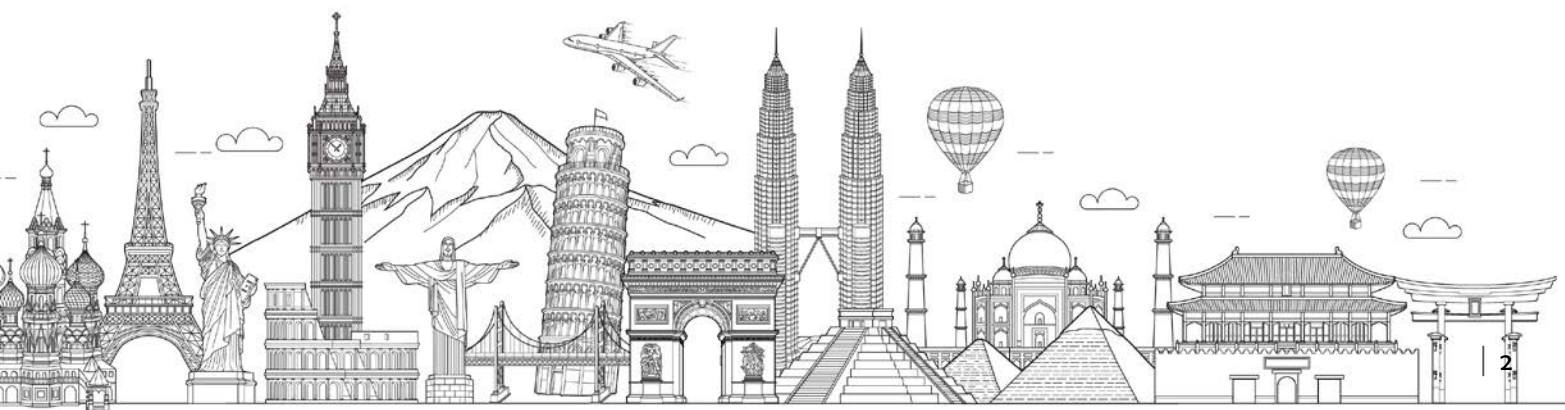
中国

- 経 … 2020年は徐々に景気減速に歯止め。
- 株 … 企業収益の底堅さとバリュエーションの切り上げ余地を背景にやや強気。
- 債 … 利下げ余地限定的も、主要インデックスへの組み入れが支え。
- 為 … 米中貿易摩擦の小休止、景気底打ち期待などが支え。



ブラジル

- 経 … 内需主導の景気回復が見込まれ、2020年は2%台の成長。
- 債 … インフレ率の安定を背景に金利上昇リスクは限定的。
- 為 … 当局の通貨安を容認しない姿勢で、対米ドルで底堅い推移。



世界経済・金融市場見通し

世界経済

世界経済に底打ちの兆し

世界経済に底打ちの兆しがかがえる。OECD景気先行指数は僅かながらも3カ月連続で上昇し、グローバルPMIは製造業が2019年7月を底に上昇基調にある。グローバルPMIのサービスは月次の変動が大きく、見極めが必要だが、直近は2カ月連続で上昇しており、基調転換が期待される。各国の迅速な金融緩和が景気悪化に歯止めをかけつつある。

先進国、新興国経済とも総じて安定

先進国経済はおおむね潜在成長率、あるいは潜在成長率をやや下回る程度での安定成長を見込む。不確実性の低下や緩和的な金融環境が景気の下支えとして働くが、景気浮揚の起爆剤には事欠く。新興国経済は2019年に減速に見舞われたが、不確実性の低下や緩和的な金融環境に加え、一部の国では財政出動も見込まれ、2020年は底打ちを見込む。

金融市場

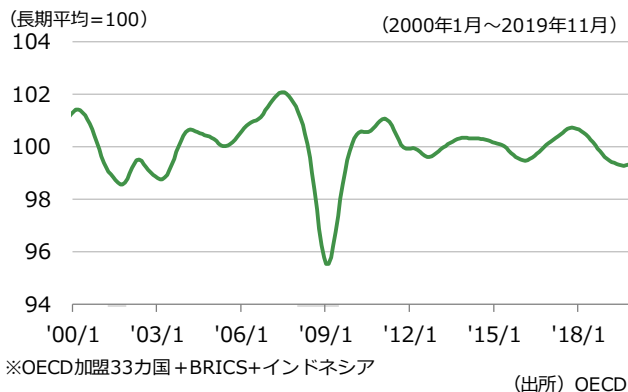
株価は新興国に相対的な割安感

先進国の株式は総じて底堅い企業業績、緩和的な金融環境の継続が下支えになる一方、バリュエーションの割高さが懸念される国もあり、今後1年の優位性は、欧州＞日本＞米国と想定。新興国の株式は欧米に比べてバリュエーションの割安さが目立つが、上昇には外部環境の改善、市場予想を上回る経済成長、構造改革などの追加的なカタリストが必要。

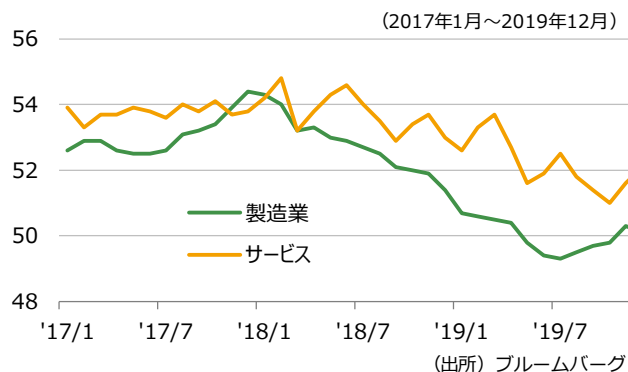
債券は先進国で様子見、新興国で選別色

米国が予防的な利下げを終えたことで、先進国では利下げ打ち止めの機運が台頭し、2019年に急低下した長期金利は、レンジ相場の様相が強まる。新興国では政策金利が歴史的低水準まで引き下げられ、全体として利下げ余地は限られるが、実質金利を勘案すれば、利下げ、長期金利の低下余地が多く残されている国もあり、2020年は選別が強まる。

OECD景気先行指数



マークイットPMI



世界株式



世界債券



早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国				2020年は個人消費主導で2%程度の安定成長。 低成長が継続も、緩和的な金融環境が景気の下支え。 世界経済の底入れで輸出の悪化は一巡も、民間需要が軟化。 2020年は潜在成長率並みの1%台後半へ加速。 2019年の落ち込みから回復し、2020年は潜在成長率並みの2%台半ばへ。 2020年は徐々に景気減速に歯止め。 内需主導の景気回復が見込まれ、2020年は2%台の成長。
	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				バリュエーションの高さは懸念材料で、先進国株の中では慎重スタンス。 先進国内で不透明感は相対的に高いものの、センチメント改善に期待。 ファンダメンタルズの底打ち待ち、経済対策の効果は期待。 企業収益の底堅さとバリュエーションの切り上げ余地を背景にやや強気。 マクロ景気の低迷、高いバリュエーションが重石。 構造改革への期待に加えて、景気回復期待も追い風。 財政出動などの景気対策がポジティブで、バリュエーションも割安。 好調な企業収益、高い経済成長が追い風で、安いバリュエーションも魅力的。
	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				金融政策は2020年中据え置きで、長期金利はレンジ推移。 金融政策は2020年中据え置きで、長期金利はレンジ推移。 金融政策は現状維持が長期化し、長期金利はレンジ推移。 当面の金融政策の変更は見込まれず、長期金利は米国と連動。 金利は緩やかな上昇を想定するも、債券価格の下落率は限定的。 利下げ余地限定的も、主要インデックスへの組み入れが支え。 インフレ率の安定を背景に金利上昇リスクは限定的。 追加利下げで緩和的な金融政策姿勢に傾斜。 利下げ期待と財政規律の緩みの懸念の綱引きで、レンジ推移。 利下げ余地限定的も、物価安定で、金利は横ばい推移。 金利の高さと利下げ余地の大きさが魅力。 金利の高さと利下げ余地の大きさが魅力。 相対的な金利の高さが魅力。
	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				堅調なファンダメンタルズを背景に緩やかな上昇。 長期金利の低位安定を前提に緩やかな上昇。
	日本				

商品	原油				短期的なブレは大きとも1年先を見通せば大勢横ばい。 さらなる上昇を見込むには追加的な材料が必要。
	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				リスクオンのドル安、対中貿易収支改善がドル高要因。 ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。 米中摩擦緩和と世界景気底打ち期待によるリスクオンの円安。 金融政策の変更は見込まれず、対米ドルでおおむね横ばい。 過度な利下げ期待の後退や経常収支の改善などを追い風に対米ドルで上昇。 米中貿易摩擦の小休止、景気底打ち期待などが支え。 当局の通貨安を容認しない姿勢で、対米ドルで底堅い推移。 EU離脱の不透明感後退。英景気減速と通商交渉未了がネック。 景気低迷と経常収支改善期待の板ばさみの中、レンジ推移。 構造改革への期待と景気回復期待も、経常赤字が懸念材料。 景気回復期待と経常赤字拡大の板挟みの中、レンジ推移。 高成長と当局の通貨上昇抑制策の綱引きの中、小幅上昇。 実質金利の高さと慎重な利下げスタンスが通貨を下支え。 実質金利の高さと慎重な利下げスタンスが通貨を下支え。 相対的なインフレ率の高さが通貨の減価要因。
	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

早見表

主要国 - 予想値

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	実績見込み 2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
米国	2.9	2.3	1.8	1.7	2.25 ~ 2.50	1.50 ~ 1.75	1.50 ~ 1.75	1.50 ~ 1.75	2.69	1.80	1.7	1.7
ユーロ圏*	1.9	1.2	0.8	0.8	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.3	-0.3
日本	0.3	1.1	0.4	0.9	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	-0.1	-0.1
カナダ	2.0	1.5	1.8	1.7	1.75	1.75	1.75	1.75	1.97	1.70	1.6	1.6
豪州	2.9	1.8	2.5	2.4	1.50	0.75	0.75	0.75	2.32	1.37	1.4	1.3
中国	6.7	6.1	5.8	5.5	3.30	3.25	3.10	3.10	3.10	3.14	3.0	3.1
ブラジル	1.3	1.0	2.2	2.2	6.50	4.50	4.25	4.25	9.46	7.05	6.7	6.6

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NYダウ	23,327 -5.6%	28,538 22.3%	27,000 -5.4%	27,900 3.3%	米ドル	109.69円 -2.7%	108.61円 -1.0%	110円 1.3%	109円 -0.9%
米国 S&P500	2,507 -6.2%	3,231 28.9%	3,070 -5.0%	3,180 3.6%	ユーロ	125.83円 -7.0%	121.77円 -3.2%	125円 2.7%	124円 -0.8%
欧州 STOXX 50	3,001 -14.3%	3,745 24.8%	3,870 3.3%	3,970 2.6%	カナダ・ドル	80.41円 -10.3%	83.63円 4.0%	83円 -0.8%	81円 -2.4%
日本 日経平均株価	20,015 -12.1%	23,657 18.2%	24,000 1.5%	24,500 2.1%	豪ドル	77.31円 -12.2%	76.24円 -1.4%	79円 3.6%	77円 -2.5%
日本 TOPIX	1,494 -17.8%	1,721 15.2%	1,730 0.5%	1,780 2.9%	中国人民元	15.97円 -7.7%	15.60円 -2.3%	16.4円 5.1%	16.8円 2.4%
中国 MSCI	71.2 -20.3%	85.7 20.4%	95 10.9%	98 3.2%	ブラジル・レアル	28.24円 -17.0%	27.0円 -4.5%	27.5円 1.9%	26.6円 -3.3%

	リート			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NAREIT指数	15,997 -4.6%	20,156 26.0%	21,821 8.3%	23,616 8.2%
日本 東証REIT指数	1,774.06 6.7%	2,145 20.9%	2,250 4.9%	2,350 4.4%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】

※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値

※単位は (%)

※ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

【株価指数・為替・リート】

※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)

【リート】

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

(出所) 実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和投資信託

早見表

その他の国々 - 予想値

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	実績見込み 2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
英国	1.3	1.3	0.9	1.2	0.75	0.75	0.50	0.50	1.28	0.82	0.6	0.6
インド*	6.8	5.0	6.2	6.9	6.50	4.90	4.50	4.50	6.75	6.56	7.0	6.7
インドネシア	5.2	5.1	5.4	5.7	6.00	5.00	4.75	4.75	7.40	7.04	6.5	7.0
フィリピン*	6.2	5.9	6.8	6.4	4.75	4.00	3.75	3.75	2.75	2.71	3.0	2.7
ベトナム	7.1	6.9	6.6	6.4	6.25	6.00	5.75	5.75	-	-	-	-
メキシコ	2.0	0.0	1.0	1.5	8.25	7.25	6.00	5.50	8.66	6.91	6.5	6.2
ロシア	2.3	1.2	1.7	1.6	7.75	6.25	5.50	5.50	8.78	6.41	6.0	6.0
トルコ	2.7	0.1	2.8	3.0	24.00	12.00	8.00	8.00	15.99	11.72	10.0	10.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
インド	1,263	1,370	1,390	1,500	英ポンド	139.87円	144.07円	147円	144円
MSCI	-0.2%	8.5%	1.5%	7.9%		-8.1%	3.0%	2.0%	-2.0%
インドネシア	7,075	7,288	7,850	8,100	インド・ルピー	1.57円	1.52円	1.53円	1.59円
MSCI	-5.9%	3.0%	7.7%	3.2%		-11.0%	-3.1%	0.5%	3.9%
					インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.815円	0.820円
						-8.3%	3.0%	4.0%	0.6%
					フィリピン・ペソ	2.10円	2.14円	2.12円	2.14円
						-7.2%	2.3%	-1.1%	0.9%
					ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.478円	0.472円
						-4.8%	-0.8%	2.0%	-1.3%
					メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	5.64円	5.45円
						-2.5%	2.8%	-1.7%	-3.4%
					ロシア・ルーブル	1.58円	1.75円	1.77円	1.68円
						-18.9%	10.7%	0.9%	-5.1%
					トルコ・リラ	20.7円	18.2円	17.7円	16.8円
						-30.3%	-11.8%	-2.9%	-5.1%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】

※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値

※単位は(%)

* インドの実質GDP成長率は当該年4月から翌年3月まで

* フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

【株価指数・為替・商品】

※下段は年間騰落率

* インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和投資信託



経済

2020年は2%程度の安定成長

米中が通商協議に係る第1段階の合意で署名したことで、大統領選挙までは米中間の対立も小康を見込む。景気は2018年7月に対中関税が開始されて以降、緩やかな減速基調にあるが、金融緩和の効果を一因に2020年は2%程度の安定成長を想定する。財政政策の余地は乏しく、金融緩和の効果はやがて低減するため、大統領選挙後に対中圧力が再び強まるようであれば、2021年は景気下振れを警戒。

設備投資の回復は限定的

通商政策に係る不確実性の高まりや設備稼働率の低下を背景に、設備投資は2019年4-6、7-9月期と続けて減少した。世界経済の減速の影響を受けやすい製造業では、ISM景況感指数が5カ月連続で中立水準の50を下回って推移している。米中の通商協議は第1段階の合意に達したが、中国封じ込めの米国の長期的な方針は変わらず、企業の景況感、設備投資の回復はさほど促されず。

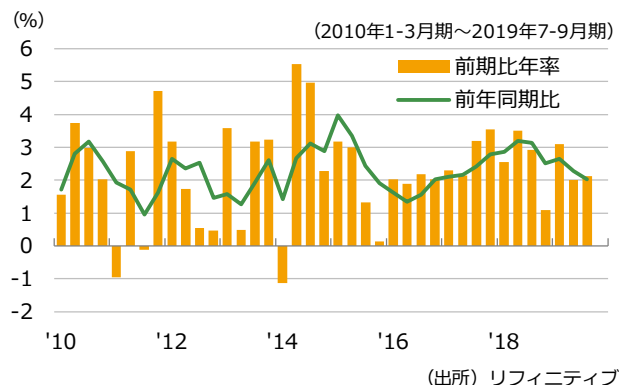
個人消費は好調持続

雇用は好調を保っている。雇用者数の増加ペースは2018年の月平均約22万人から、2019年は同約18万人へ鈍化したものの、失業率を緩やかに低下させるには十分。時間当たり賃金は前年同月比3%程度の伸びが定着している。良好な雇用・所得環境だけでなく、緩和的な金融環境や上昇を続ける株価、住宅価格の後押しもあり、個人消費は引き続き景気のけん引役として働くことが期待される。

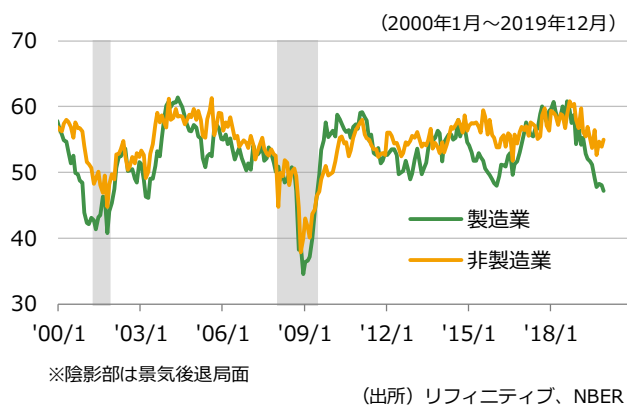
インフレ率は2%に満たず

インフレ率は食品・エネルギーを除くコアの系列で、今回の景気回復局面のほとんどの期間において、2%をやや下回って推移している。失業率が示唆する労働需給のひっ迫から想起される程には賃金上昇圧力は高まらず、インフレも抑制されたまま。技術進歩やグローバル化が物価上昇を抑制しており、先進国の中では相対的に景気が堅調な米国も例に漏れず。2%程度の安定成長ではインフレ率は高まらず。

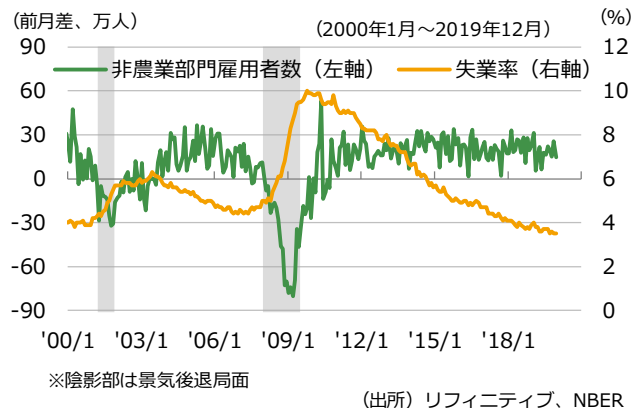
実質GDP



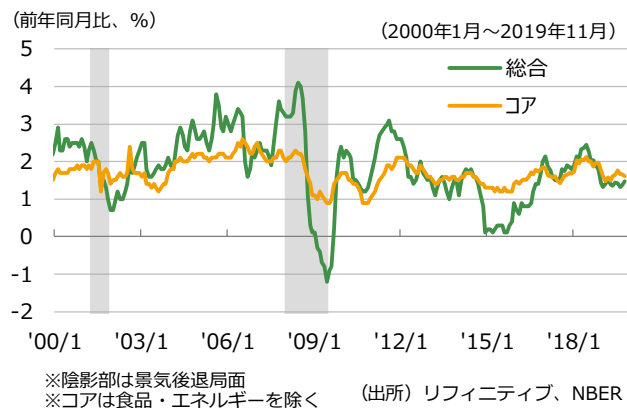
ISM景況感指数



雇用者数と失業率



個人消費支出デフレーター





株式

2020年は先進国株の中で慎重スタンス

S&P500の年末値は2020年：3,070（前年比▲5.0%）、2021年：3,180（同+3.6%）と予想。米中通商協議が第1段合意に到達したことで目先に目立ったリスクはないものの、米国大統領選後の経済政策等への不透明感やバリュエーションの高さを考慮し、日米欧の先進国株式市場の中では相対的に慎重なスタンスとする。

大幅上昇は翌年の下落を示唆しない

2019年のS&P500の年間騰落率は+28.9%と過去60年で5番目に高い上昇となった。右図は1960年以降において、年間騰落率が25%超となった年（2019年を含めて合計11回）前後の騰落率をみたもの。2019年を除いた10回のうち、大幅上昇の翌年にS&P500が下落したのは1981年と1990年の2回しかなく、高い年間上昇率は直ちに翌年の株価下落を示唆しない。

バリュエーションの高さはやはり懸念

その一方、PERは割高感のある水準まで上昇している。さらなる株価上昇にはEPSの拡大が求められ、市場予想を上回る業績拡大が実現出来るかには不確実性が伴う。また、株式市場の注目は米中通商協議から米国大統領選に移ってくるとみられる。我々はトランプ大統領の再選をメインシナリオとしているものの、再選後の通商・経済政策には不透明感があることは秋口以降の米国株のリスク要因と考える。

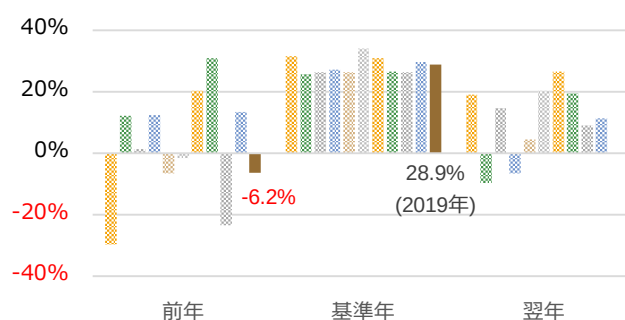
センチメント改善の広がり注目

目先は米通商協議の進展によるポジティブな波及効果に期待したい。米中通商協議に対する不透明感の後退→企業のマインドの改善→経済活動の活性化への市場の期待は大きいと考える。直近発表された地区連銀製造業景況指数で大幅な改善がみられたことは、その端緒の可能性もあり、センチメントの改善に広がりが見られるかには注目したい。

S&P500の推移



S&P500の25%超上昇年前後の騰落率（過去60年）



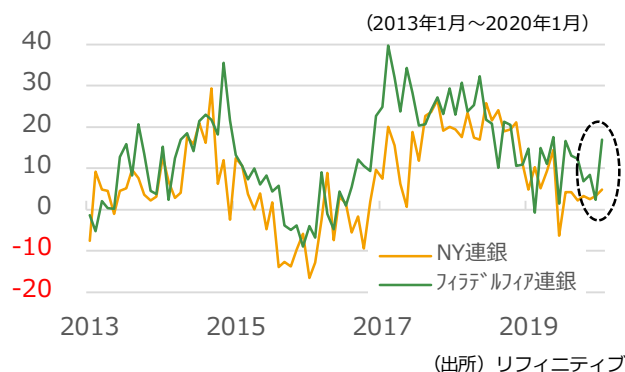
※ 基準年は直近60年間でS&P500の年間騰落率が25%超となった年を指し、2019年を含めて合計11回
(出所) リフィニティブ等より大和投資信託作成

S&P500のPER推移



※ PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース
(出所) リフィニティブより大和投資信託作成

地区連銀製造業景況指数





債券・金利

金融政策は2020年中据え置き

12月のFOMCでは全会一致で政策金利が据え置かれた。FOMC参加者の政策金利の見通しの中心は、2020年が据え置きで、2021、2022年が各0.25%ポイントの利上げ。それでも中立金利の2.5%には達せず。声明文では現在の金融政策姿勢が適切と明記され、予防的な利下げは3会合連続の実施で打ち止めに。2020年中は景気、物価が安定するとの想定で、政策金利は据え置きを見込む。

長期金利はレンジ推移

インフレ率の持続的で大幅な上振れがなければ、FRBは利上げを考慮せず。一方で、経済見通しの大幅な修正の必要が生じない限り、追加利下げにも至らず。長期金利は2020年を通じて、大勢レンジ推移を見込む。構造要因もありインフレ期待の上昇が抑制されるなか、実施済みの対中関税の大幅な撤回でもない限り、長期金利の2%台は定着せず。

リート

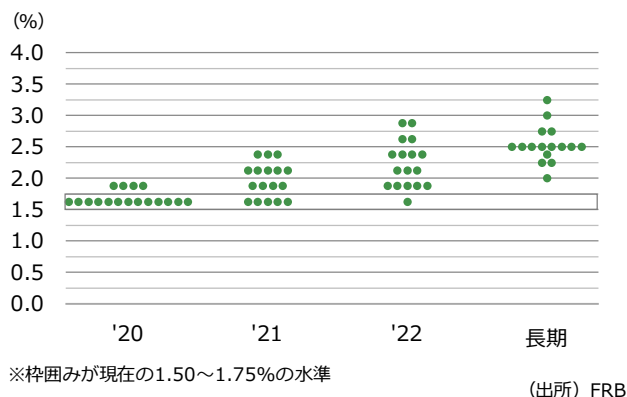
好調な米国経済と金融緩和の下支え

好調な米国経済を背景に米国の不動産ファンダメンタルズは良好だ。一部地域やサブセクターでは弱さも見られるものの、強い雇用を背景にオフィス需要は堅調で、データ通信量の増大を背景に通信インフラやデータセンター需要の伸びは続いている。またオンラインショッピングの普及は都市部を中心に物流施設の需要を押し上げており、住宅ローン金利の低下を受けて住宅市場も持ち直してきている。

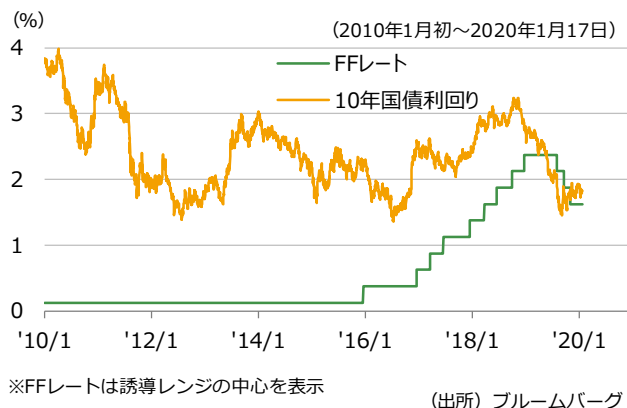
割高ではないものの金利上昇はリスク

資産価値やキャッシュフローと比較したリート価格に過度な割高感は見られない。むしろ長期金利と配当利回りの差は拡大している。今後も米国のリート市場は好調な業績動向に沿って堅調に推移すると想定している。ただリートにとって金利上昇は当然リスクである。当面その心配はなさそうだが、インフレ動向は意識して見守る必要があると考えている。

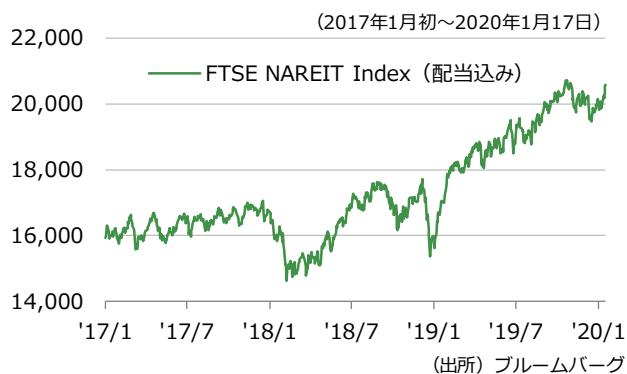
12月FOMC参加者のFFレートの見通し



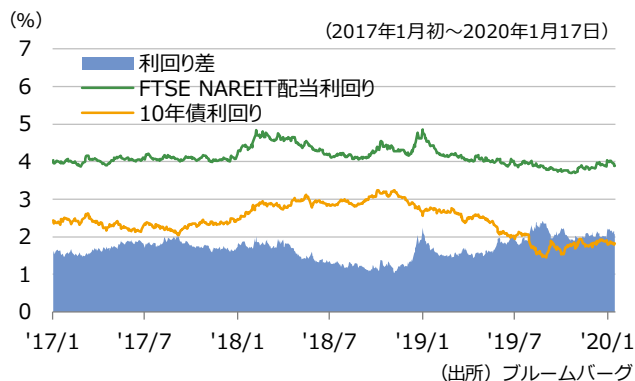
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドルが弱くても上昇する米ドル・円

2019年9月以降、米ドル・円が上昇してきた一方、米ドル実効為替は下落してきた。米中通商合意への期待によるリスクオンが円安とともに米ドル安に作用したからだ。今後も米ドルの実効為替が下落傾向、対円相場が上昇傾向となる可能性がある。米中摩擦緩和で米経済指標が改善し、米景気回復期待が高まると、米ドル安が抑えられる一方で円安が進みやすくなり、米ドル・円は上昇しやすくなるだろう。

日米金利差停滞下の米ドル・円上昇

日米10年国債金利差と米ドル・円には相関があるが、2019年11月以降はその相関から離れる（金利差が拡大しなくても米ドル・円が上昇）傾向に。米中通商合意への期待がリスクオンの円安に働いたためと見られる。ただ、日米金利差が拡大しないリスクオンでは、米ドル・円は緩やかで限定的な上昇となりやすい。日米10年金利差が2.0%以下なら、米ドルは111円以下にとどまりやすいだろう。

米ドル・円の金利離れを生んだ株高

2019年10月以降は米10年国債利回りが1.8%前後で推移する中で米株価が上昇（PERが上昇、益回りが低下）した。このため、リスクオンの円安圧力が働き、日米金利差があまり変化しないなかで米ドル・円が上昇したと思われる。ただ、米国の利下げが休止され、長期金利の低下が抑えられるなかでは、株価が上昇する余地はさほど大きくないだろうし、米ドル・円の金利離れはさらには進みにくい。

米ドルの実質実効為替は高水準

物価変動を除いた実質実効為替を見ると、米国は過去20年間の平均に比べ6%の米ドル高、ユーロ圏は6%のユーロ安、日本は17%の円安であり、トランプ米大統領が競争上不利として米ドルの高さに不満を示しやすい状況にある。中国は過去に人民元が上昇したために実質実効為替が平均より高いが、人民元が米中購買力平価に比べ40%以上も安い状況に変わりはなく、対米貿易黒字が大きい原因に。

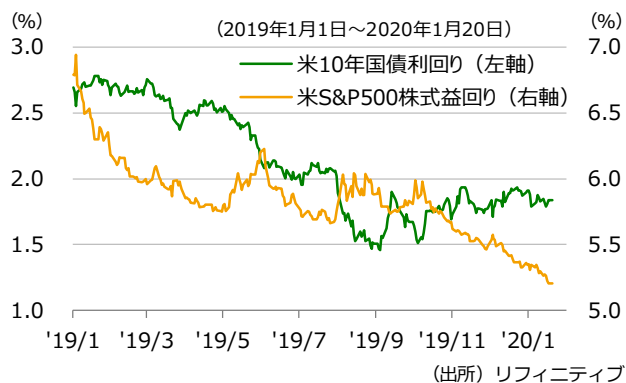
米ドルの対円相場と実効為替指数



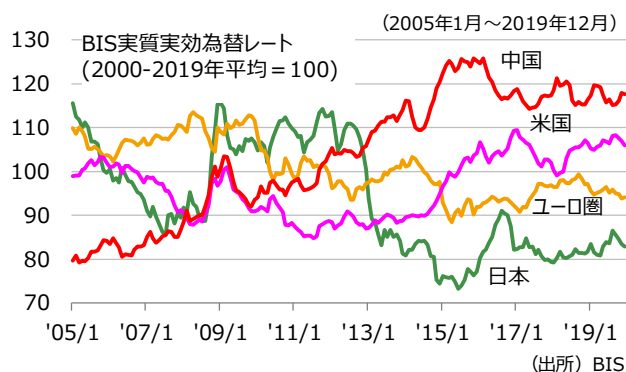
日米10年国債金利差と米ドル・円



米10年国債利回りとS&P500株式益回り



実質実効為替指数





経済

2020年以降も低成長が継続

2020年は米中間の対立が小康を得るとの想定ながら、中国経済の緩やかな減速基調は変わらず、欧州では自動車の二酸化炭素排出量規制が強化されることもあり、ユーロ圏の景気は2020、2021年とも1%をやや下回る低成長が継続すると見込む。財政余力のあるドイツを中心にユーロ圏が拡張的な財政政策に転じれば景気の持ち直しが見込まれるが、ドイツ政府は財政刺激に消極的なまま。

製造業の悪化が非製造業に波及する懸念

製造業の景況感の悪化が著しい。米中貿易摩擦のあおりだけでなく、欧州で2018年9月に導入された新燃費測定基準を要因とする自動車販売の不振が長引き、製造業の景況感指数は欧州債務危機以来の水準に低下している。サービス、建設は雇用情勢の改善や低金利の効果で相対的に良好だが、製造業の悪化が波及する懸念は拭えず。米国の欧州に対する通商政策には留意。

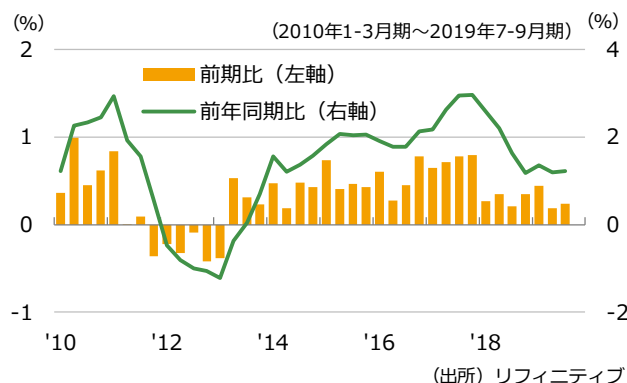
緩和的な金融環境が景気の下支え

ECBの果敢な金融緩和と流動性供給により、最近数年は顕著な金融システム不安や信用不安は台頭しておらず、足元では貸出残高やマネーサプライの伸びが緩やかながらも加速している。金融政策による景気刺激効果は限定的ながらも、極めて緩和的な金融環境は景気の下支え程度には寄与し、ユーロ圏全体としては景気後退に陥らず。英国の合意なき離脱のリスクもいったん消失した。

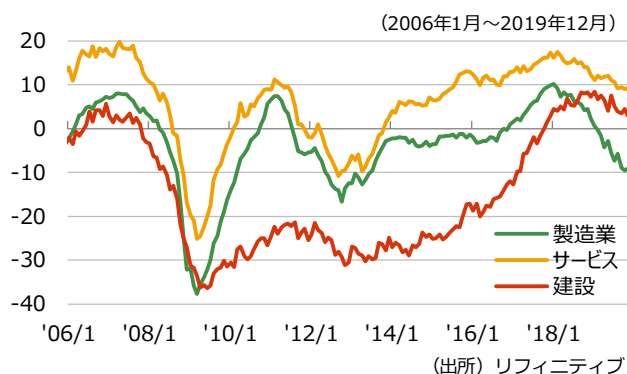
物価上昇圧力は高まらず

基調的なインフレ率は1%近傍から一向に加速せず、金融危機以降、景気が大幅に上振れた2017年を含めて、恒常的に2%を下回っている。失業率は2013年中の12%強をピークに一貫して低下し、金融危機直前に記録したユーロ圏足元の最低である7.3%に接近しているが、賃金は一部の指標が強含んだのみ。低成長の継続が見込まれるなか、広範に物価上昇圧力が高まるとは想定し得ず。

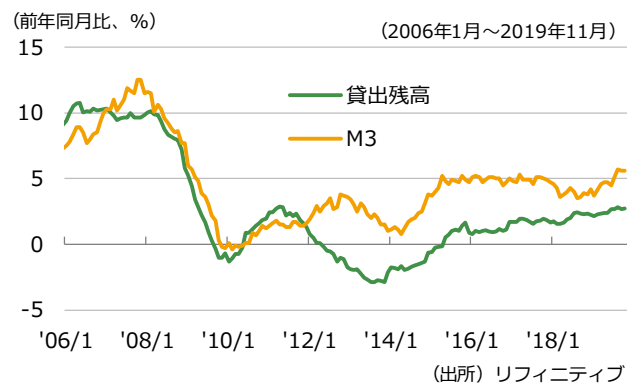
実質GDP



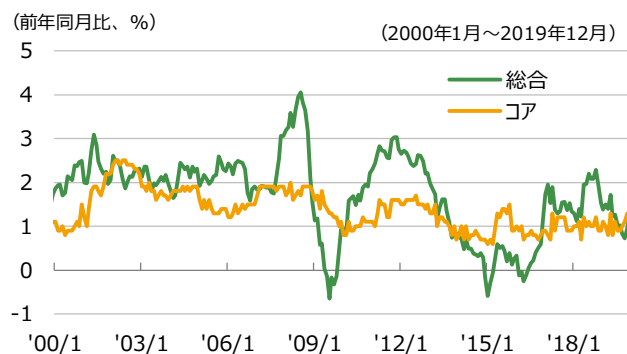
景況感指数



貸出残高とマネーサプライ



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

（出所）リフィニティブ



株式

不透明感がある分、改善余地もある

Euro STOXX50の年末値は2020年：3,870（前年比+3.3%）、2021年：3,970（同+2.6%）と予想。ドイツ製造業の低迷継続などは懸念材料であるものの、バリュエーションに割高感が乏しいことに加え、英国のEU離脱に伴う不透明感等の独自要因がある分、改善余地も大きいと考える。

足元の不確実性は先進国内で高位

経済政策不確実性指数をみると欧州の高止まりが目立つ。また、業績リビジョン指数の改善も欧州は日米と比べてやや鈍い。英国のEU離脱に係る不透明感の残存が原因と考えられるも、時間の経過と共に落ち着き処も見えてくると予想。貿易協定の締結が移行期間内に間に合わない場合の影響評価も進めば過度な懸念は後退してくると予想する。

債券・金利

期待インフレ率の下振れ

基調的なインフレ率が恒常的に2%を下回る中、期待インフレ率も2014年9月以降2%を下回って推移している。原油価格の急落も一因に、2018年終盤からは再び下振れた。物価が下落しているわけでも信用収縮が生じているわけでもないが、期待インフレ率の下振れが長期化すればデフレ・マインドを醸成しかねない。また、実質金利の上昇を通じて意図せざる金融引き締め効果をもたらす。

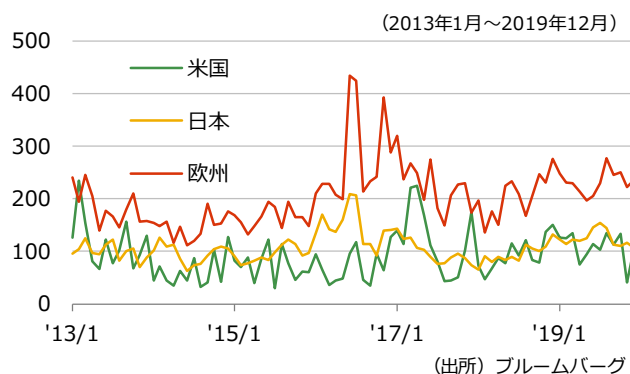
金融政策は2020年中据え置き

ECBの追加緩和余地は乏しい。2019年9月に量的緩和の再開を含む金融緩和のパッケージを打ち出した際、ドラギ総裁は、次は財政の出番であるとの強力なメッセージを各国政府に発した。ECBの金融政策はラガルド新総裁の下、政策総点検を実施する予定の2020年を通じて据え置かれ、ドイツの長期金利は米国と連動したレンジ推移を見込む。

Euro STOXX 50の推移



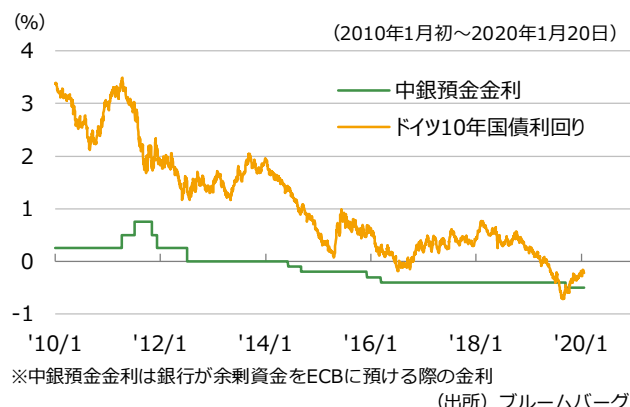
経済政策不確実性指数の推移（日米欧）



期待インフレ率



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

リスクオンでもユーロ高が鈍い理由

ユーロの対円相場は2019年9月以降、上昇傾向に転じた。ドイツなどユーロ圏の長期金利が底入れし、日本に比べ相対的に上昇したことが背景にある。ユーロの対米ドル相場も9月末を底に上昇したが、ユーロ高は鈍い。ユーロ圏の低金利化でリスクオンのユーロ買い・米ドル売り圧力が弱まったことのほか、リスクオンが弱いことも原因か。リスクオンが強まれば米ドルに対してもユーロ高が進むだろう。

米独金利差縮小でもユーロ高進まず

2019年は米国に比べドイツの長期金利が相対的に上昇したにもかかわらず、ユーロ高・米ドル安は進まなかった。同年5-8月に世界的なリスクオフ・金利低下のなかで、ユーロ安・米ドル高圧力が強まったためだ。ただ、その後は米中通商合意への期待からリスクオンに転じた。世界的に長期金利が上向くなかで欧州金利が相対的に上昇するようになると、ユーロ高・米ドル安が進みやすくなるだろう。

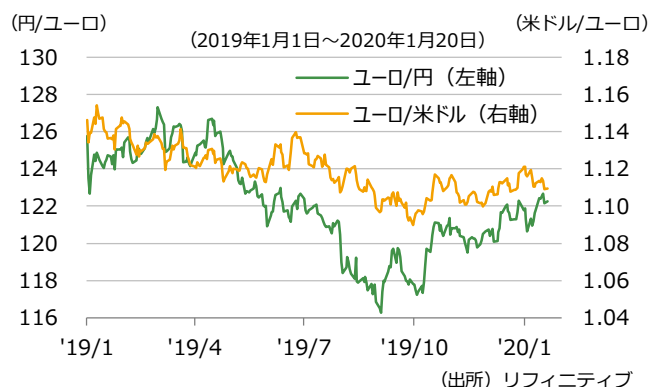
経済指標はユーロに逆風となるか

各国経済の相対的な強弱は為替に影響を与える一因だ。2019年10月以降はユーロ圏の経済指標が市場予想に比べて強い一方、米国や日本が弱く、ユーロ高が進みやすい環境にあった。だが、19年10-12月のユーロ高・米ドル安は、20年1-3月のユーロ圏景気にマイナス、米景気にプラスに働く可能性がある。米経済指標が改善すると米ドル高や円安、ユーロ圏経済指標が悪化するとユーロ安や円高に働きやすい。

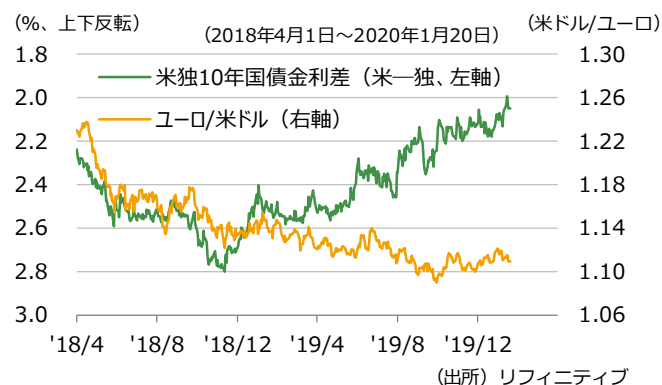
リスクオンならユーロ買い圧力か

米ドルに対する通貨先物ポジションは、ボンドが売りから買いに転じる一方、ユーロは売りが続いている。ただ、英国の合意なきEU離脱リスクの後退はユーロ圏にとってもプラスであり、次第にユーロ売りが縮小する可能性もあるだろう。今後、各国の相対的な金利変化が小さい中でリスクオンになると、円売りの一方で、豪ドル買いやボンド買いとともにユーロ買いに傾きやすいと思われる。

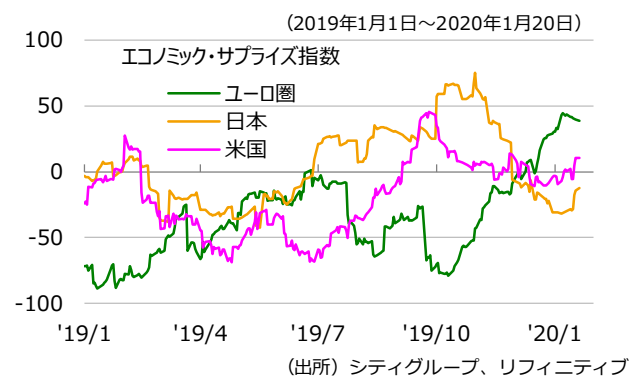
ユーロの対円相場と対米ドル相場



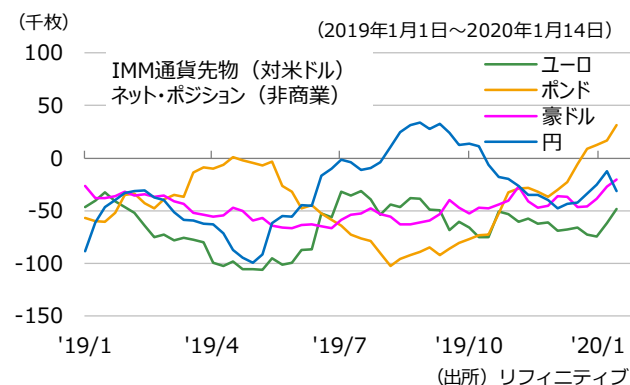
米独10年国債金利差とユーロ/米ドル



日・米・ユーロ圏のエコノミック・サプライズ指数



通貨先物のポジション





経済

景況感の悪化は一巡

1月末を以て英国はEUから離脱する運びとなり、当面の合意なき離脱は回避された。米中通商協議の合意や世界経済の安定もあり、景況感の悪化は一巡すると見込むが、移行期間の2020年末までに締結する必要があるEUとの新たな貿易協定に係る不透明感が残存するため、特に設備投資の回復は期待し難い。一方で、緩和的な金融環境や拡張的な財政政策が景気の下支えとして働く。

インフレ率は低下基調が継続

インフレ率は2018年以降低下基調にあり、足元では2%を下回っている。景気は緩やかな拡大にとどまると見込まれるなか、労働市場には既に軟化の兆しがうかがえ、小売売上高は下振れが目立つ。原油価格の変動が抑制されていることや、昨年後半以降の英ポンド高も追加的な要因に、インフレ率は低下基調が継続すると見込む。

為替

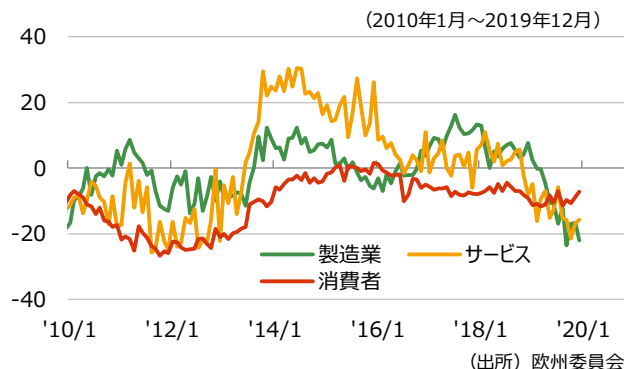
BOEは利下げへ

2019年11、12月の金融政策委員会では、2名が利下げ票を投じたが、金融政策姿勢は適切と声明文に記され、当面の様子見姿勢が示唆された。しかし、年明け以降、カーニー総裁を含む複数のBOE高官から金融緩和へ傾斜した発言が相次いだ上、12月インフレ率も下振れたことから、景況感の顕著な改善が見られなければ、2020年の早い時期にBOEは0.25%ポイントの利下げを実施すると見込む。

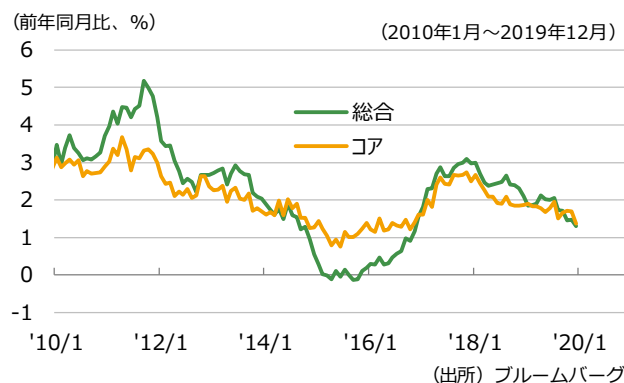
ポンド高に一服感

2019年12月に英総選挙で保守党が過半数を占め、20年1月末までにEUとの合意に沿った離脱が実現する可能性が高まったため、ポンド高が進んだ。ただ、英経済成長の減速を背景に利下げ期待が高まっていることや、英国が離脱の移行期間内にEUとの貿易交渉をすべて完了できるとの見方は少ないことから、ポンド高は一時的には進みにくいだろう。

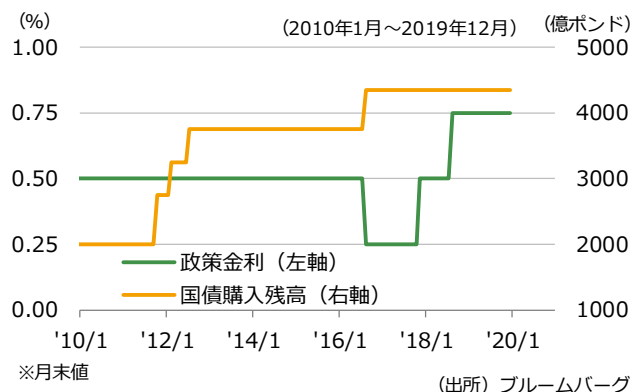
景況感指数



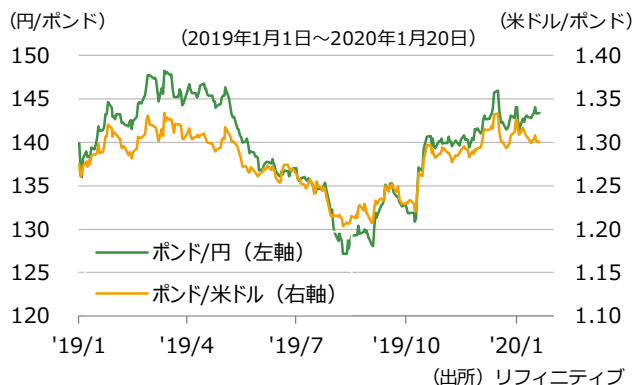
消費者物価指数

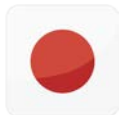


政策金利と国債購入残高



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

2020年は民間需要が軟化

輸出の不振や在庫調整にも拘わらず、民間需要の好調と公的需要の増大で、実質GDPは2019年1-3月期以降、前期比年率2.6%、2.0%、1.8%の高い伸びを続けた。2020年は米中間の対立が小康を得るとの想定で、輸出の悪化は一巡すると見込む。民間需要は消費税率引き上げ前の駆け込みの反動で軟化するが、大規模な経済対策の実施で、過度な景気減速は避けられると想定する。

製造業は下げ止まりへ、非製造業は堅調

日銀短観では製造業の業況判断指数がゼロまで低下する一方、非製造業は僅かに低下したのみで、両者の乖離が際立った。製造業でも加工業種の低下が大きく、輸出の不振が要因と考えられる。製造業の「先行き」は横ばいで、世界経済の底入れの見通しと整合的。設備投資計画は大企業全体としては上方修正されるなど底堅い。能力増強はともかく、生産性向上のための投資の必要性は変わらず。

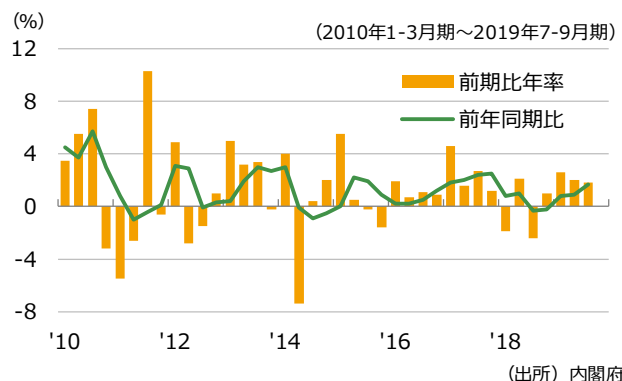
景気見通しに係るリスクは下振れ

景気見通しに係るリスクは下振れ。米中の緊張が一段と高まるようであれば、世界経済の減速の長期化に伴う輸出の不振が、更なる在庫調整と設備投資の停滞をもたらす。景気先行指数は2年近く低下を続けており、経験的には、近い将来の景気後退が示唆される。米国では大統領選挙を終えると景気浮揚の誘因が低下しがちで、日本でも東京五輪後に関連需要のはく落が懸念される。

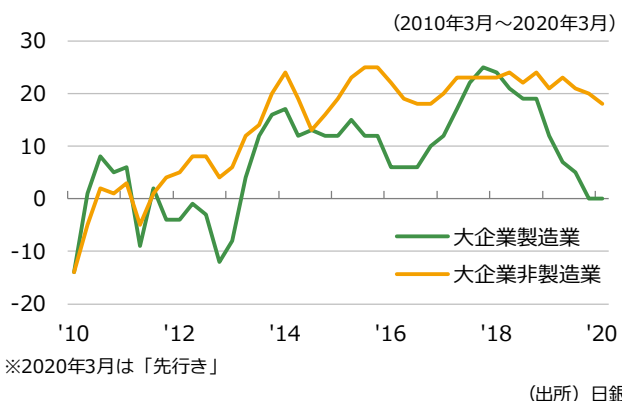
物価は抑制されたまま

基調的なインフレ率は、2016年以降1%以下にとどまっている。この期間、需給ギャップはプラス圏で拡大を続けたが、賃金の伸びは緩慢で、物価への波及効果も限られた。当面は需給ギャップの縮小が見込まれるため、インフレ率が目立って上昇する可能性は低い。技術進歩やグローバル化等の構造的な物価抑制要因も働き続ける。今般の消費税率引き上げの物価への影響は教育無償化でかなり相殺された。

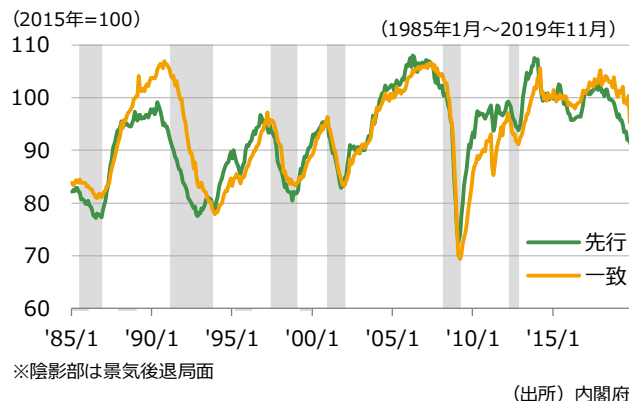
実質GDP



日銀短観業況判断指数



景気動向指数



消費者物価指数





株式

先進国株式の中では中位の位置付け

TOPIXの年末値は2020年：1,730（前年比+0.5%）、2021年：1,780（同+2.9%）と予想。欧州と同様に米国と比べて株価指標面で割高感がない点は安心材料。ファンダメンタルズの明確な底打ちは確認出来ないものの、バリュエーションを考慮し、先進国株式における位置付けは中位と考える。

ファンダメンタルズの改善待ち

2019年のTOPIX騰落率は+15.2%と9月以降の上昇により2桁のプラスとなった。しかし、2019年9月～12月の上昇をEPS変動とPER変動に分けるとPERの拡大のみで説明でき、米中通商協議の進展に伴うセンチメント改善が先行した形となっている。現在のPERに過度な割高感はないものの、期待先行で上昇した株価を裏付けるファンダメンタルズの改善が徐々に求められてくると考える。

センチメント改善の波及がポイント

代表的なセンチメント指標の一つであるPMIは直近値まで低迷継続。個別産業をみるとハイテク部材の循環的な改善などが見られる一方で、工作機械受注の低迷は継続しているなど回復は斑模様となっている。米中通商協議の第1段合意や政府の経済対策の寄与により今後はセンチメントの改善が期待され、各経済統計でどこまで改善が広がるか、実体経済への波及がどこまで広がるかに注目したい。

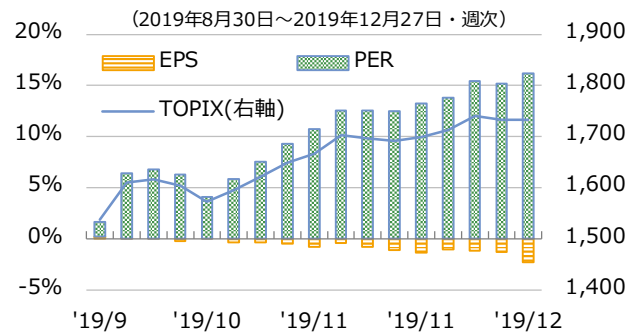
輸出改善の動きは良い兆候

足元では2019年12月の東アジア主要国の輸出・前年同月比が揃って改善した。前年水準が低下してきていることも影響しているものの、底打ち期待は徐々に高まってくると考える。今後はプラス転換の拡大や定着が期待されるが、中国の旧正月の影響により例年1月、2月は単月での評価が難しい。市場評価が定まるのは2月実績が発表される3月以降になると考えられ、評価には今しばらく時間が掛かると考える。

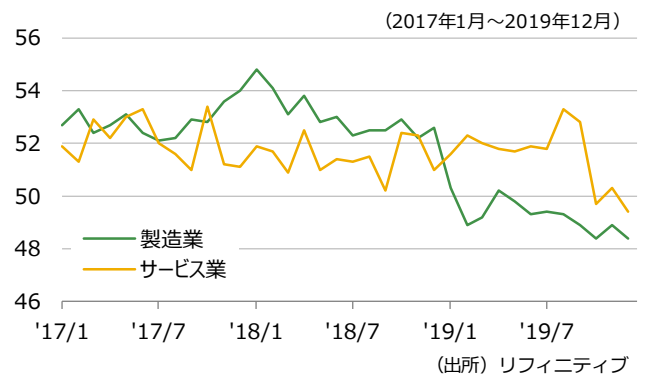
TOPIXの推移



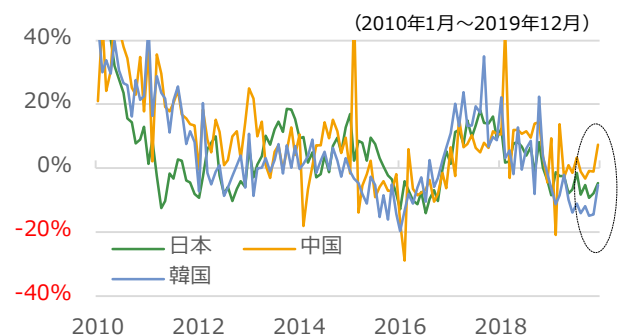
TOPIX変動の要因分解

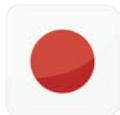


じぶん銀行日本PMI



東アジア主要国の輸出・前年同月比





債券・金利

金融政策は実質的に現状維持が長期化

日銀は2019年9月の金融政策決定会合で緩和期待を高めたが、世界的に金融環境が改善し、円高リスクが後退するなか、10月の会合でフォワード・ガイダンスの記述を修正するに終わった。金融政策の変更の議論も技術的な色彩が強い。金融緩和の景気刺激効果が極めて限定的な一方、マイナス金利、過度な金利低下の副作用を勘案すれば、実効的な政策余地はほとんどなく、現状維持が長期化する。

長期金利はレンジ推移

10年国債利回りは欧米に連れて2019年8月に大きく低下し、「ゼロ%程度」の目処である0.2%の幅を一時超えた。10月以降は金融緩和期待の後退、長期金利の過度な低下への当局の懸念、大規模経済対策の発表等を要因に、ゼロ%前後まで上昇している。マネタリーベースの拡大方針の下での長期金利の上昇には限界があり、今後はレンジ推移を見込む。

リート

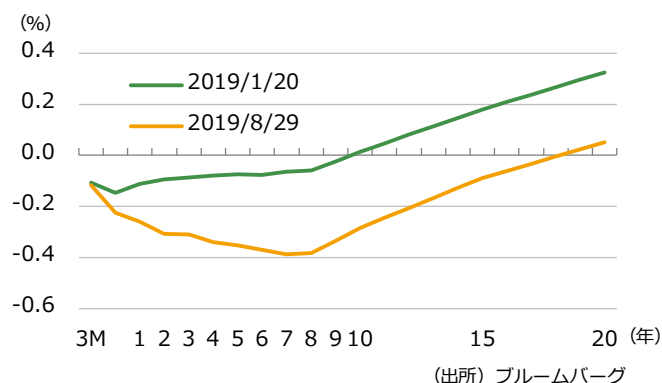
当面は横ばい圏での推移を想定

J-REIT市場は当面横ばい圏での推移ののち、上昇余地があるとみている。2020年3月までは公募増資の増加が見込まれ、上値の重い展開を想定している。一方で、相対的に高い配当利回りが安定的に期待できるJ-REITへの投資家の需要は強く、下値を支えると考えており、当面は横ばい圏を想定する。

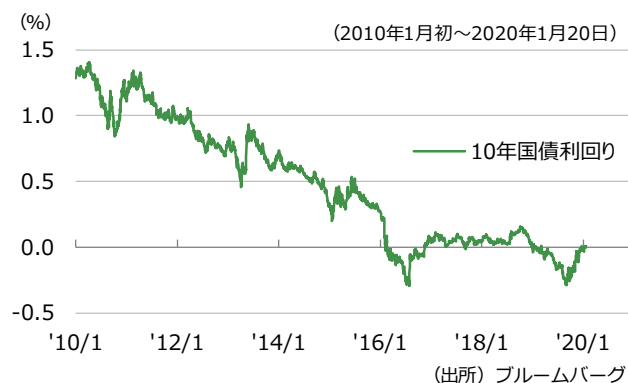
4月以降の上昇を期待

J-REITが保有する不動産のファンダメンタルズは概ね良好で、今後もオフィス・住宅での賃料上昇などによる分配金の成長が続くだろう。需給の悪化が落ち着く4月中旬以降は再び良好な業績や相対的に高い配当利回りに関心が向かうことで、上昇が期待される。なお、日米長期金利の動向はJ-REITの利回り商品としての魅力度を左右するため注目している。

国債のイールドカーブ



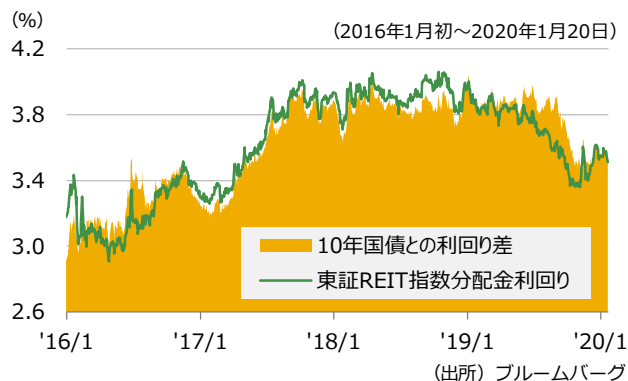
長期金利

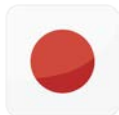


東証REIT指数の推移



東証REIT指数の分配金利回りの推移





為替

クロス円と連動する米ドル・円

米ドル・円は2019年8月を底に上昇してきた。米ドルは円以外の主要15通貨に対して下落してきたが、円が主要15通貨に対してそれ以上に下落してきた。つまり、クロス円上昇（円安）と円以外の通貨に対する米ドル安というリスクオンのパターンだ。米長期金利と米ドルが大きく動く要素が少ない局面においては、米ドル・円はクロス円と連動しやすく、リスクオンやリスクオフが為替を左右しやすい。

最近是对円で上昇した通貨が多い

過去1カ月間は、対円で多くの通貨が上昇した。米中の「第1段階」通商合意や英国のEU離脱実現期待が、幅広い通貨に対しリスクオンの円安要因となったためだ。ただ、英景気減速への警戒などからポンドは伸び悩み。市場のリスク許容度変化が小さくなった場合には、各国の個別要素（景気、金融政策見通し、財政政策、政治情勢の変化など）が、通貨パフォーマンスの優劣を生みやすいだろう。

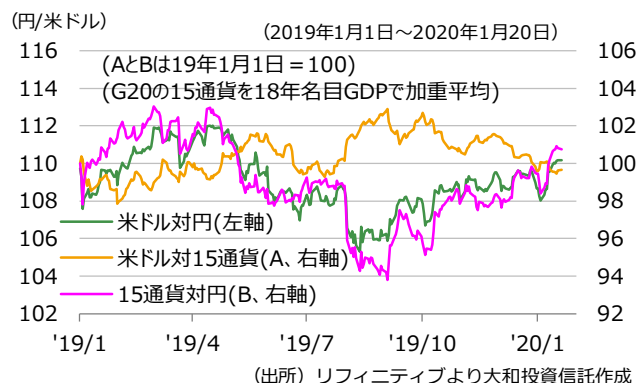
金利による米ドル高・円安圧力は一服

2019年9月以降、主要国の長期金利が上昇し、日本の金利に対しても相対的に上昇したため、円安が進行しやすかった。だが、同12月以降の長期金利は、日本とドイツが頭打ちの一方、米国が小幅反落。長期金利の動向からすると、円やユーロに対して米ドル安圧力がかかっている。ただ、各国の相対的な金利変化は小幅であるため、金利が為替動向に反映されにくい状況である。

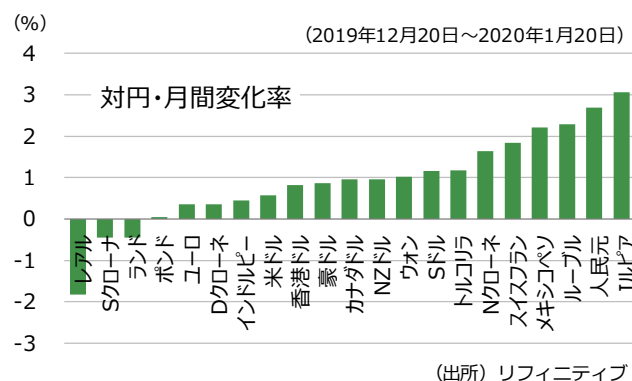
リスクオンの円安、リスクオフの円高

各国通貨の対米ドル為替と世界株価指数との相関をとると、多くの通貨はプラス相関で、株高・通貨高、株安・通貨安の傾向があるが、円とスイスフランはマイナス相関で、株高・通貨安、株安・通貨高の傾向がある。海外金利変化が小さくなると、円と株価のマイナス相関が強まりやすく、リスクオン・オフに円相場が左右されやすくなる。個別要因で為替が変動すると株価との相関が低下しやすい。

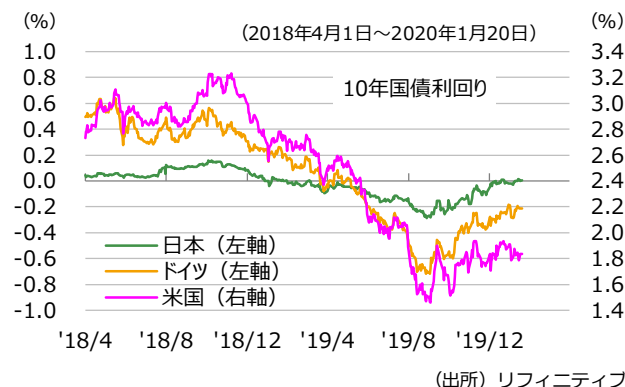
米ドル・円・他通貨の為替



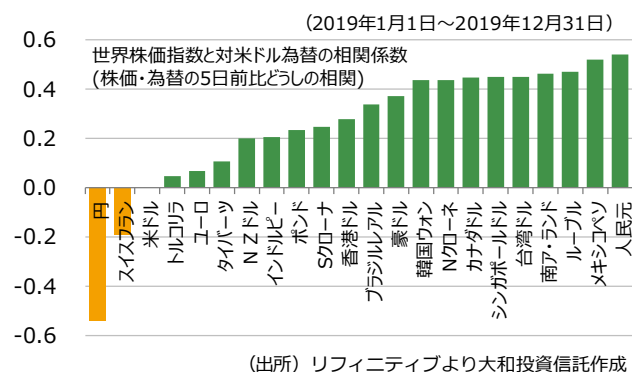
対円為替変動率（1カ月間）



日・独・米の長期金利



対米ドル為替と世界株価との相関係数





経済

2020年は緩やかな成長加速へ

2019年は米中貿易摩擦やUSMCAにかかる不確実性が投資の手控えにつながったほか、ストライキなど一時的な要因が経済の下押し要因となった。しかし、2020年はその影響はく落することで成長率は緩やかな加速を見込む。2019年の世界的な金融緩和競争の中でカナダ銀行は利下げをしなかったため相対的に回復力は鈍く、潜在成長率並みの1%後半への緩やかな加速を想定している。

企業景況感は回復へ

カナダ銀行が公表している企業景況感指数は節目の0を回復して改善傾向にあり、マークイットの製造業PMIも節目の50を上回って底入れ感が鮮明に。2018年終盤の原油価格急落や米中貿易摩擦を乗り越え、企業の景況感は底堅さを示した。世界情勢の不確実性は残存するもののUSMCAの発効に向けた動きは企業マインドの改善に寄与し、緩やかな回復傾向を続けるだろう。

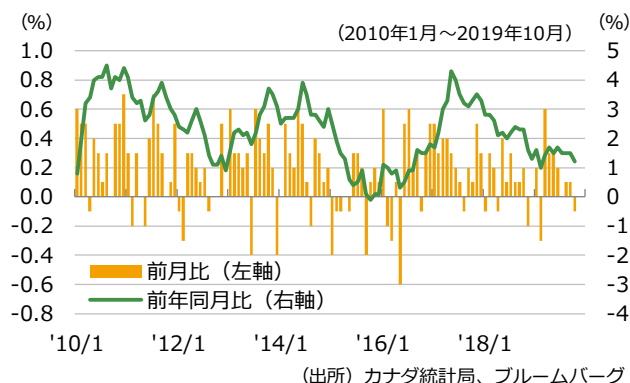
労働市場も底堅さを維持

2018年後半以降の国内経済の減速にもかかわらず、労働市場は好調を維持した。足元では同指標特有の変動の大きさが見られるが、雇用環境が悪化トレンドに入ったと判断するのは早計だろう。移民の受け入れ（労働力人口の増加）によって失業率は構造的に下がりづらくなっている点も考慮したい。2020年も雇用者数の増加傾向と失業率の低位安定が継続すると見込む。

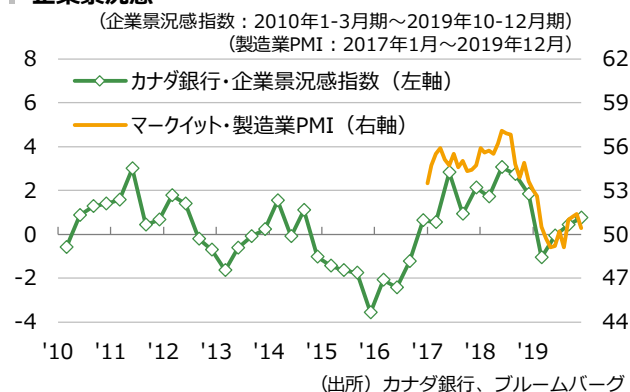
インフレ率は2%近傍での推移が継続

消費者物価の総合指数はガソリン価格や航空運賃などの影響を受けて変動の大きな展開が続いている。しかし、おおむねカナダ銀行が目標とする1~3%の範囲内で推移している。またコア指数は目標レンジの中心である2%付近で安定的に推移している。資源価格が大幅に変動するリスクが小さく、また国内経済の緩やかな回復が見込まれる中、当面はインフレ率の安定が継続する公算が大きい。

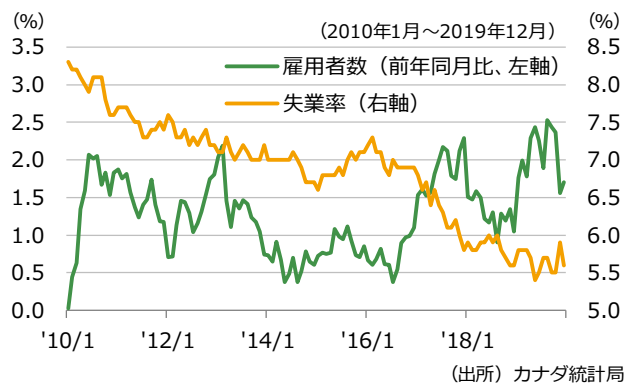
実質GDP



企業景況感



雇用者数変化と失業率



消費者物価指数（前年同月比）





債券・金利

逆イールドへの懸念は示されず

利下げによって逆イールドが解消された米国とは対照的に、カナダは逆イールド状態が継続している。カナダ銀行は2019年9月の金融政策会合の声明文で逆イールドについて言及しているが、特段の懸念は示されていない。カナダにおいては逆イールドを理由とした保険的利下げの可能性は低いが、逆イールドによる実体経済への影響が出ないかどうかは注視しておきたい。相対的に短期ゾーンに投資妙味あり。

長期金利は1%台半ばを中心とした推移

2019年の世界的な金融緩和競争とは一線を画し、カナダ銀行は政策金利の据え置きを続けた。もっとも、利上げに踏み切れるほど経済に力強さはない。当面、政策金利の据え置きを予想するものの、次の一手は利上げよりも利下げである可能性の方が高いために、長期金利は政策金利を下回る水準での推移が継続すると想定している。

為替

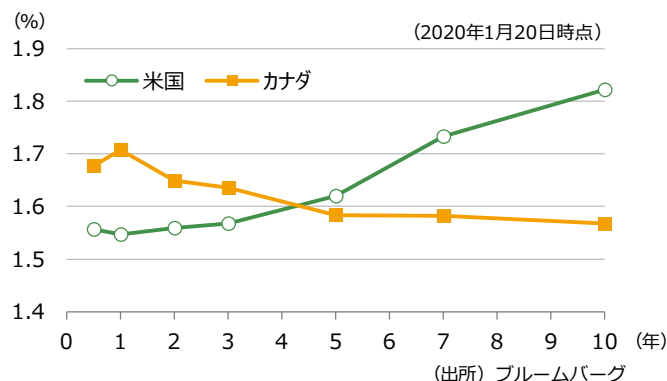
対米ドルでは横ばい圏での推移が続く

世界経済の底入れ期待や原油価格の動向などに鑑みれば、カナダ・ドルだけが一方的に下落する展開は想定しがたい。一方、カナダの金利は逆イールド状態であるため、中長期ゾーンでは米国に比べて債券投資の妙味が劣り、積極的にカナダ・ドルを買う動機も乏しい。当面、為替レートは1米ドル=1.3カナダ・ドル台を中心とした横ばい推移が継続すると予想する。

リスクはややカナダ・ドル安方向に

2019年のカナダ・ドルは対米ドルで横ばい推移だったものの、他の主要通貨に対しては上昇したため、相対的な輸出競争力は低下した。カナダは貿易赤字や経常赤字が常態化しているため、対米ドルで横ばい推移をメインシナリオとしながらも、リスクはややカナダ・ドル安方向にあると考えられる。USMCAの発効で状況に変化が出るか注目したい。

カナダと米国のイールドカーブの比較



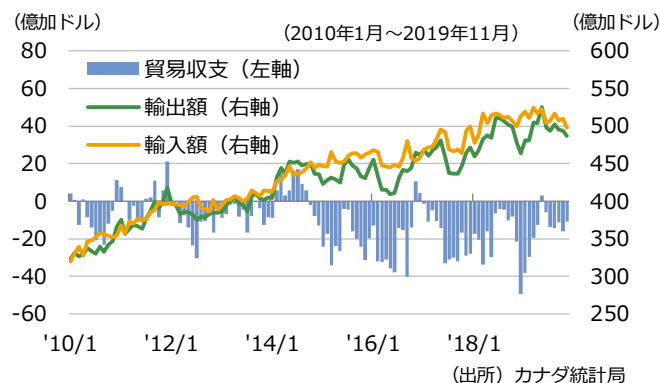
政策金利と10年国債利回り



カナダ・ドルの対円・対米ドルレート



貿易収支



経済

2020年は2台半ばまで成長加速へ

2019年の実質GDP成長率は2009年以来の1%台へ減速したようだ。これまで実施された所得税減税や利下げの効果が住宅市場や個人消費に表れ始めており、2020年は潜在成長率並みの2%台半ばまで成長率が加速すると見込む。大規模な森林火災が目先の経済活動を停滞させるリスクはあるが、財政拡張や復興需要によって中長期でみれば相殺される公算が大きく、景気回復シナリオは維持されるだろう。

住宅価格は上昇トレンドへ

豪州の住宅価格指数は実に7四半期ぶりに前期比でプラスに転じた。同指標は一方にトレンドが出やすいため、住宅価格は今後も回復が続くことが期待される。直近はシドニーやメルボルンといった大都市の価格上昇にとどまっているが、これが他の都市にも波及していけば、資産効果を通じた消費者心理の改善や住宅投資の拡大につながり、国内経済の成長を後押しするだろう。

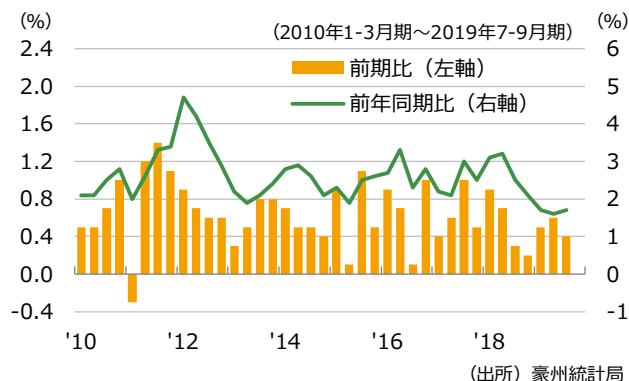
完全雇用への道は遠い

失業率は、2019年前半からの悪化に歯止めがかかり、直近では改善の兆しがうかがえる。もっとも、RBAは自然失業率を4%台半ばと推計しているため、完全雇用の実現には相当の時間を要することが想定される。また、失業率の先行指標である求人広告件数は減少傾向にある。直近は大規模な森林火災の影響が出ている可能性もあるが、失業率が一段と改善するためには求人広告件数の回復も待たれる。

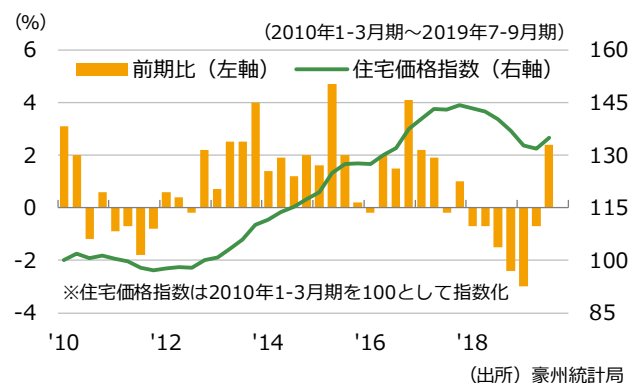
インフレ率の目標回帰は遠いが

失業率が自然失業率を大きく上回っているため、賃金の上昇率が緩慢でインフレ圧力は乏しい。CPIはRBAの目標である2~3%を下回る傾向が続いているが、他の先進国に比べて目標が高いことも一因。RBAがインフレ目標を変更させることはないだろうが、短期的な目標回帰に固執している様子もなく、中期的な目標回帰が見通せる限りはこれまでの利下げ効果を見極める時間帯が続くだろう。

実質GDP



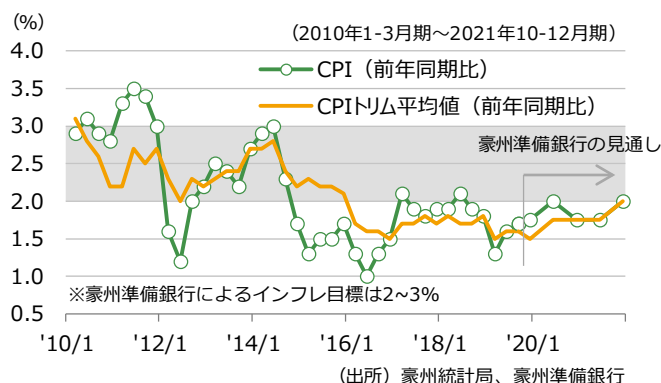
住宅価格指数



求人広告件数と失業率



インフレ率





債券・金利

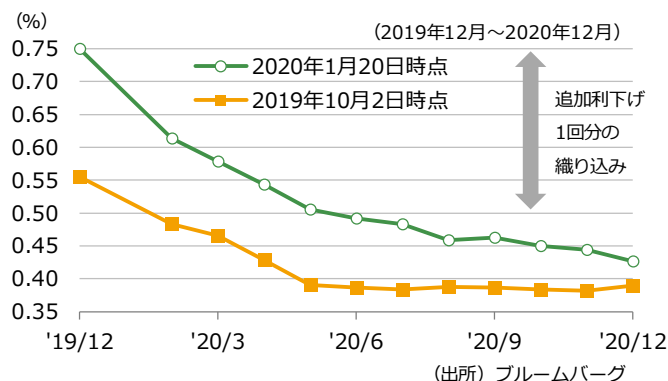
多くの市場参加者は追加利下げを予想

RBAは2019年に3回（計0.75%ポイント）の利下げを実施したが、市場参加者の大半は2020年前半に追加利下げが実施されると予想している。ただし、利下げによる副作用も意識され始めており、量的緩和に踏み込まないのであれば利下げを実施しても効果は限られる。RBAは市場金利の上昇を抑えるために緩和姿勢は維持するだろうが、実際に追加利下げに踏み切る可能性は低いと考えている。

長期金利は緩やかな上昇へ

過去、利下げサイクルが終了した局面では長期金利が大きく上昇する傾向が確認できるものの、今回は追加利下げを実施せずとも緩和姿勢を維持することで長期金利の反発は緩やかなものになるだろう。10年国債利回りは1%台前半を中心とした推移が継続すると見込むが、追加利下げに対する過度な期待が後退すれば、1.5%程度までの反発は期待できる。

インプライド政策金利



政策金利と10年国債利回り



為替

豪ドルは底打ちから反発局面へ

我々の想定通り、RBAが追加利下げに踏み切らないのであれば、ここ数年の豪ドル安トレンドは一巡した公算が大きく、2020年は緩やかな反発局面に向かう蓋然性が高まる。一方、コンセンサス通り利下げに踏み切ったとしてもすでに織り込まれているため、量的緩和の導入が視野に入らない限り豪ドル安進行は限定的なものにとどまるだろう。

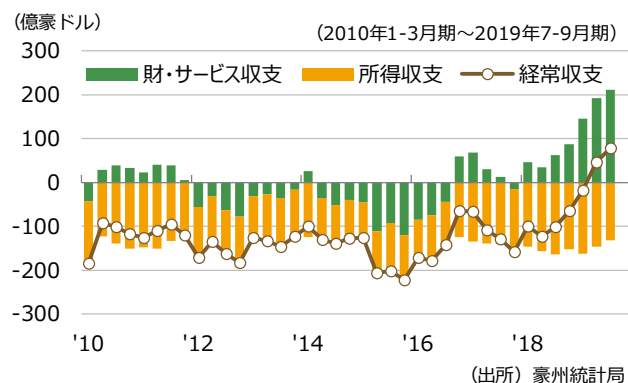
実需面からも豪ドル高圧力が強まる

輸出の増加などが寄与し、豪州は長年の経常赤字から脱却した。過去数年の豪ドル安も手伝って交易条件も改善傾向にある。実需面からみれば、豪ドル安圧力は乏しく、豪ドル高が進行しやすい局面に入ってきた可能性が高い。2020年は、1豪ドル=0.72米ドル、1豪ドル=80円をめざす展開を想定している。

豪ドルの対円・対米ドルレート



経常収支





経済

景気減速に歯止めがかかる見通し

足元は、製造業PMIや製造業固定資産投資などの改善を受け、景気への逆風が若干和らぐ展開となった。また、インフラ投資のための地方政府専門債の発行が1月より実行され、春頃以降は、インフラ投資の本格化、自動車産業のシクリカル的回復、製造業在庫調整の底打ちなどが予想され、景気減速に歯止めがかかり、アップサイドリスクも意識されやすいと見込む。

物価上昇は金融政策の制約にならず

足元のインフレ率の上昇は、食料価格の一時的な上昇によるもので、2020年1～3月期にピークを迎え、その後4%前後で推移すると見込む。PPIの伸び率は、当面ゼロ近辺で推移する可能性が高く、需給ギャップの拡大は見られておらず、中銀は緩和バイアスに傾く金融政策を継続しながら、中小企業などの絞った融資拡大を図ると見込む。

株式

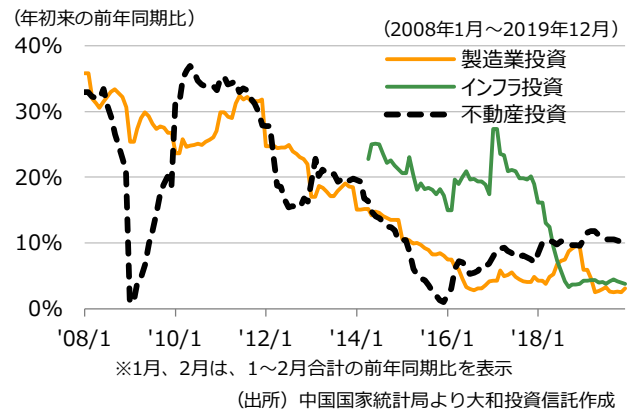
企業収益の底堅さが株価の支え

2018年以降、米中貿易摩擦や景気減速で翻弄される相場となったものの、産業高度化や産業再編の流れの中で、上場企業の企業収益はおおむね底堅く、株価を下支えする役割を担った。今後は、景気減速に歯止めがかかるにつれ、12カ月先の予想EPSは、下方修正局面が終了に向かう可能性も考えられる。

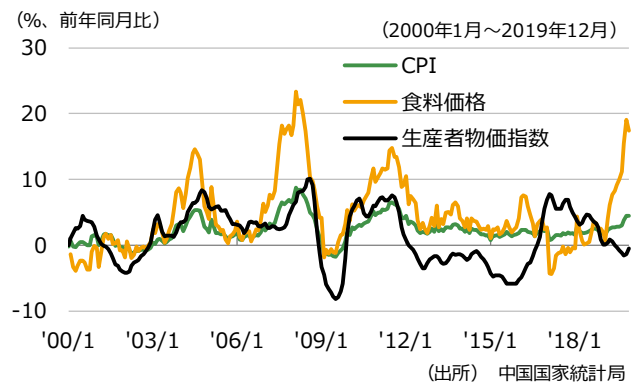
バリュエーションは切り上げの余地あり

年末年始の力強い株価上昇を受け、バリュエーションの割安感は若干薄れた。今後は、米中貿易摩擦の小休止や、中国本土A株のMSCIインデックスへの組み入れ拡大などが支えとなり、PERは1.5σ（標準偏差）の13.5倍まで拡大する可能性は高い。EPSとPER両方の上昇により、MSCIチャイナインデックスは2020年約10.9%の上昇を見込む。

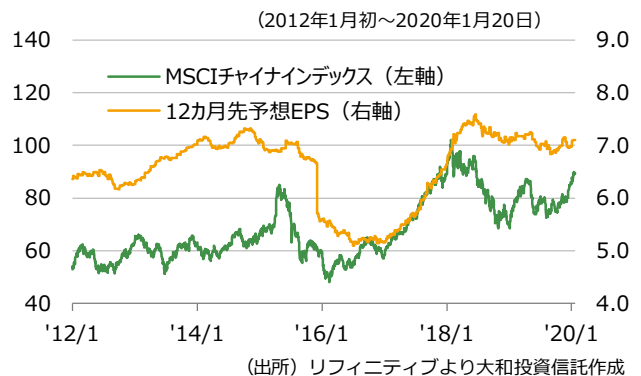
主要産業の固定資産投資の動向



主要物価指数



中国株価指数およびEPSの推移



MSCIチャイナ12カ月先PERの推移





債券・金利

緩和に傾斜した金融政策を維持

中国中央政府のディレバレッジの中長期方針は変わらず、今般利下げサイクルにおける準政策金利（1年物MLF金利）の引き下げ幅は0.15%ポイントにとどまると予想する。一方で、中銀は、PSLなどの金融政策ツールを活用し、政策銀行を通して絞った信用供給を行うことなど、市中の資金調達コストの低下を図り、民間投資を後押しすると見込む。

国債金利はレンジ推移を見込む

インフレ率上昇にもかかわらず、追加利下げ期待で金利は低位推移を継続。社債市場でのデフォルト増加も、市場メカニズムの導入に伴う秩序だったもので影響は限定的。長短金利差が低水準で金利低下余地は限定的な一方、緩和に傾斜した金融政策、中国本土の国債の主要インデックスへの組み入れ開始やその可能性などを支えに、金利上昇余地も限定的。

為替

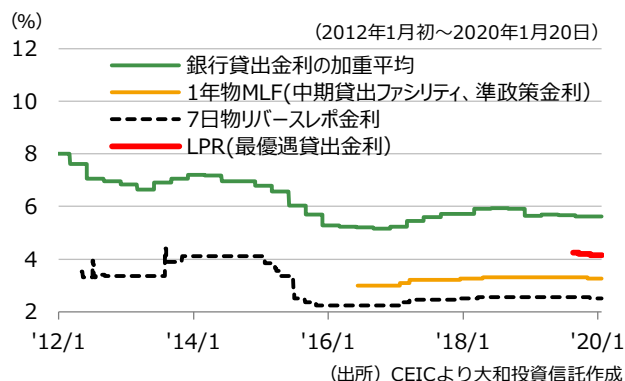
対米ドルで緩やかな上昇基調を辿る

米中摩擦の今後の姿としては、関税引き上げではなく、個別企業への制裁など、経済に直結する形ではなくなる可能性が高く、人民元安圧力の再燃の可能性は限定的。さらに、米国の「為替操作国」の解除も追い風となっていることや、米国からの輸入を拡大するために、購買力を維持すべく、中国政府が人民元の実効為替レートの上昇を容認する可能性が高く、対米ドルで緩やかな上昇を見込む。

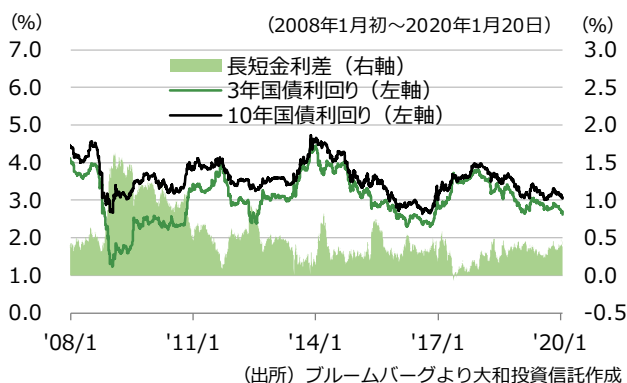
クロスボーダーのフローは安定的

米中貿易摩擦が続く中でも、クロスボーダーのフローは安定しており、さらに中国本土株や本土債券市場のグローバルインデックスへの組み入れが証券投資の資金流入を後押しする可能性が高い。

主要金融政策金利および市中金利



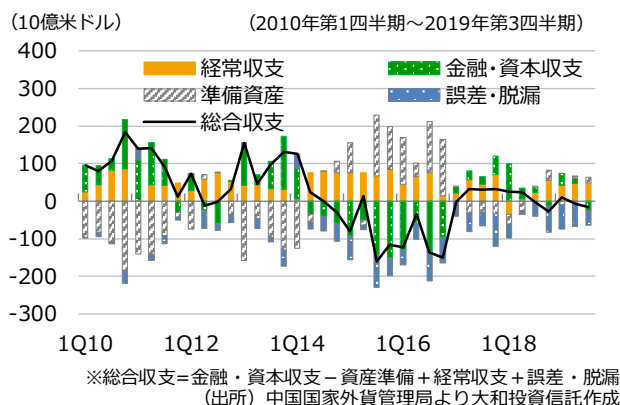
債券市場金利および長短金利差



人民元の実効為替レートおよび実効レートの推移



総合収支の推移





経済

2020年は緩やかに成長加速へ

2018年はトラック輸送業者によるストライキ、2019年はダム決壊事故などが経済の下押し要因になったものの、ボルソナロ政権による改革や政策金利の引き下げなどによって景気回復に向けた土台は整いつつある。個人の景況感も改善傾向にあり、内需主導で2020年の成長率は2%台前半まで加速すると見込む。なお、世界経済の不確実性は依然として高く、外需は上下双方向のリスクとなり得る。

底堅い個人消費

小売売上高は数量ベースで前年比プラス基調が継続。消費者信頼感指数は中立点である100を下回る状態が続いているものの、方向としては改善傾向にある。また、退職金基金の一部引き出しが解禁されたことも個人消費・消費者心理の下支えになっている模様。労働市場においては、2017年以降の雇用者数の拡大傾向や失業率の緩やかな低下傾向が2020年も続く見込み。

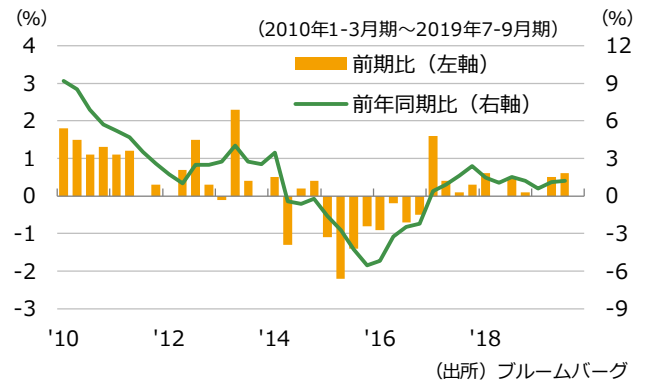
外部環境の改善が待たれる

アルゼンチンの景気低迷や中国向け大豆需要の落ち込みなどから、ブラジルの輸出額は足元で減少傾向にある。また、世界経済の先行きに対する不確実性の高さから、ブラジルへの直接投資も鈍化している。結果、経常収支に直接投資の資金フローを加えた基礎収支は、12カ月平均でおおむね均衡状態まで悪化した。中南米の政治リスクや世界経済の動向など外部環境の改善が待たれる。

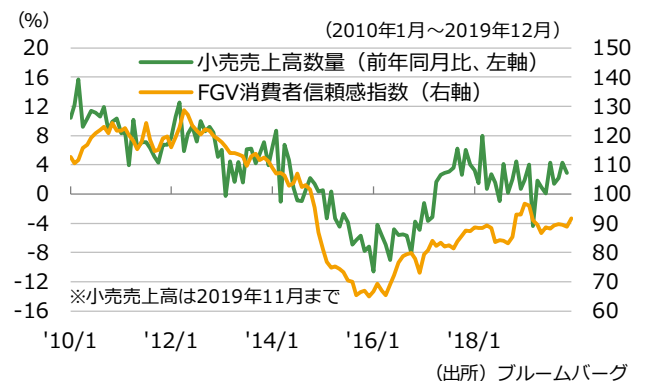
産油量の拡大が続く

ブラジルの原油埋蔵量はベネズエラに次いで中南米で2番目に多く、産油量は中南米で最も多い。2016年以降ほぼ横ばいだったブラジルの産油量は足元で増勢を強めている。メンテナンス作業が一巡したことや新規FPSO（浮体式生産貯蔵積出設備）の産油量が増加していることが背景。今後も産油量は拡大傾向で推移する見込みであり、原油輸出の拡大が貿易収支の改善に寄与することが期待される。

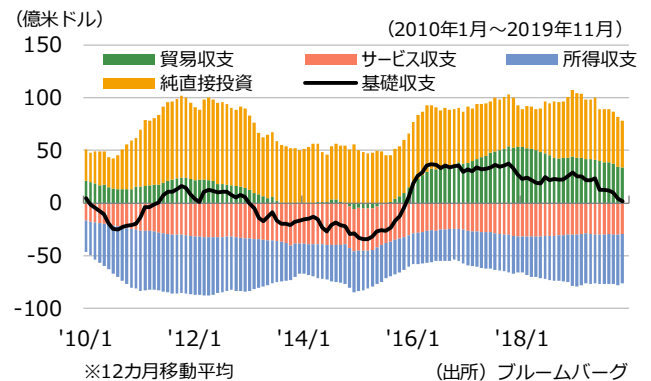
実質GDP



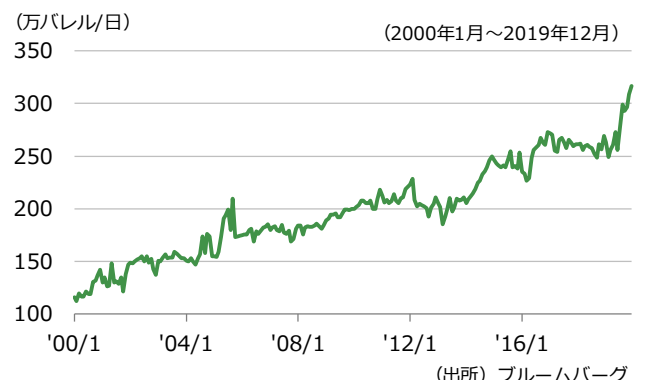
小売売上高と消費者信頼感指数



基礎収支



産油量





債券・金利

利下げサイクルのゴールは近い

ブラジル中央銀行は2019年後半だけで2%ポイントの利下げを実施し、政策金利は4.50%と史上最低を更新した。2020年前半にも追加利下げが実施されるか否かについては市場参加者の意見が分かれるところであろう。過度な利下げはブラジル国債の相対的な投資魅力を低下させ、通貨安を招く恐れがあるため、更なる利下げには慎重にならざるを得ない。今回の利下げサイクルのゴールは近い。

インフレ率は高まらず

経済成長率は加速に向かう見通しだが、労働市場の余剰は相当に残っており、賃金上昇圧力は鈍い。為替市場や商品市況からもインフレ率が急速に加速する材料は見当たらない。インフレ率は2020年を通じてブラジル中央銀行の目標レンジ内で推移する見込みであり、利下げサイクル終了後も当面は利上げに転じる可能性が低く、金利の上昇圧力は限定的。

為替

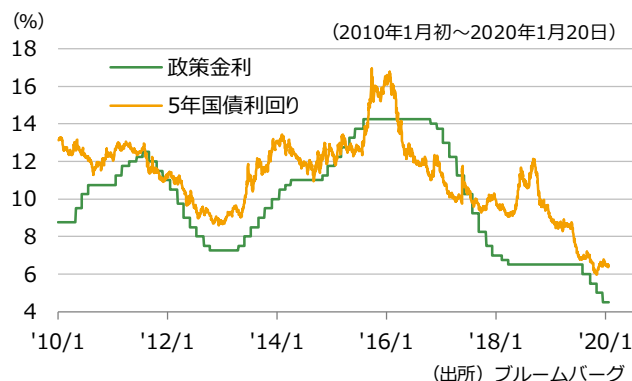
当局は通貨安を容認しない姿勢

2019年9月以降、為替レートが1米ドル=4.2レアルに近づく局面では、ブラジル中央銀行が外貨準備を取り崩して米ドル売り・レアル買いの為替介入を積極的に実施している。もちろん、為替介入だけでレアル安を阻止するには限界があるものの、当局が過度なレアル安を容認しない姿勢を示していることは、レアル建ての資産に投資している投資家にとっては一定の安心材料となるだろう。

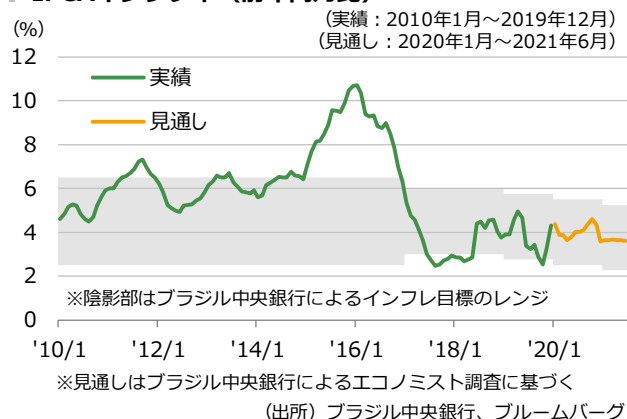
中長期のレアル買いテーマに注目

2019年12月11日、S&Pはブラジル国債の格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。年金改革法の成立など財政健全化に向けた動きや力強い内需による成長期待が評価された。今後も財政健全化への改革が進めば、格上げも視野に入ってくることが期待されるため、レアル建て資産への中長期的な投資テーマとなり得る。

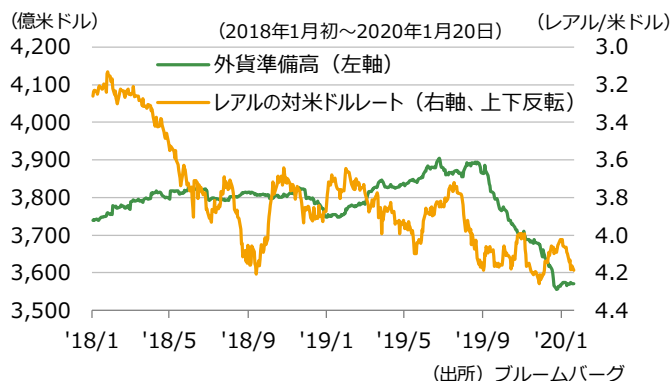
政策金利と5年国債利回り



IPCAインフレ率（前年同月比）



外貨準備高とレアルの対米ドルレート



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート





経済

2020年からは景気回復の軌道へ

米中貿易摩擦や欧米主要先進国の景気減速など、外部環境の悪化を受け、2019年はほとんどの主要新興国が景気減速に見舞われ、2015年以降の景気回復局面に一旦終止符を打った。但し、2020年入り以降は、貿易摩擦の影響が幾分和らぐことや、連続利下げ後の緩和的な金融環境、一部新興国での財政出動などを受け、ペースこそ異なるものの、主要新興国の景気が底打ちすると見込む。

物価安定はポジティブ要因

主要資源価格が安定推移する中、多くの新興国のインフレ率は低位で推移し、2020年入り以降も目立ったインフレ圧力は見込まず、国内需要喚起には良好な環境が整っている。中国とインドにおいて、足元CPIの前年同月比が近年のピークを更新したが、いずれも一時的な食品価格の上昇によるもので、2020年1-3月期にピークをつける予想であり、金融政策の大きな制約にならないと見込む。

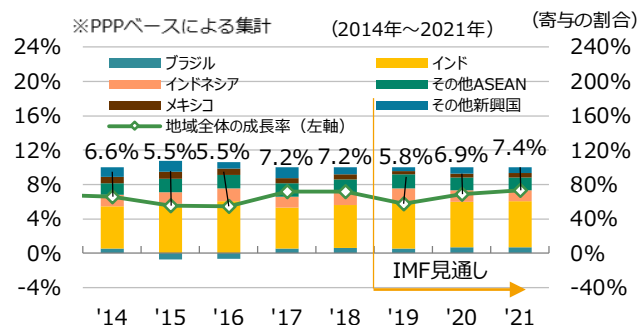
新興国の低金利環境も長引く

2019年には主要新興国で軒並み利下げが行われ、多くの国の政策金利は歴史的な低水準を更新。2020年入り以降は、追加利下げ回数が1~2度程度と、利下げの余地は限られている。但し、緩和的な金融環境は2020~2021年を通して続く可能性が高く、先進国の低金利環境が新興国にも浸透しつつある段階に入ると予想する。

外需改善の期待も支え

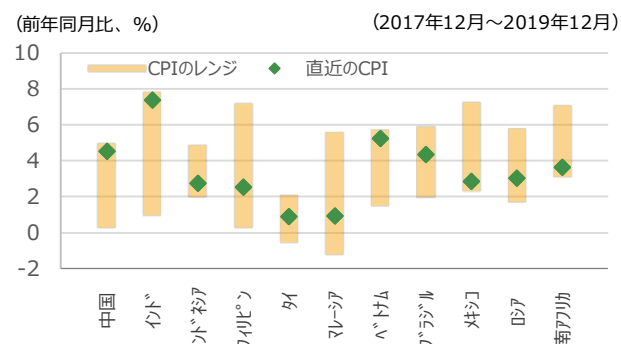
米中貿易摩擦の影響に関しては、足元影響が出尽くし、主要新興国の輸出金額は前年比伸び率が安定してきた。今後、欧州と米国の間での貿易摩擦がネガティブな影響を及ぼす可能性もあるが、個別業種に限定されることや、新興国サプライチェーンへの影響が限定的で、輸出は小幅ながら回復基調に入ると見込む。

主要新興国（除く中国）の経済成長見通し



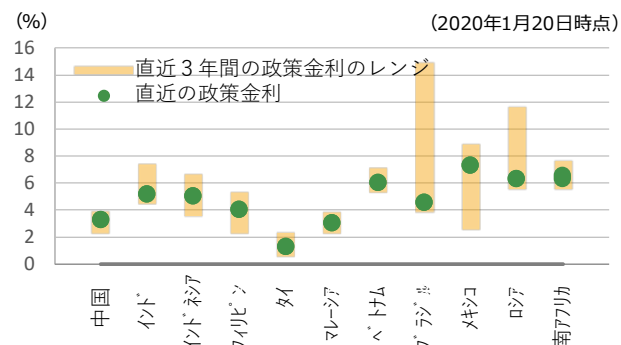
※その他新興国は、トルコ、南アフリカが含まれ、その他ASEANはマレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムが含まれる。
(出所) IMFより大和投資信託作成

主要新興国の物価状況



※マレーシア、南アフリカの直近は2019年11月時点。
(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

主要新興国の政策金利



※中国は、1年物MLF金利を掲載。
(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

主要新興国の輸出状況



※中国、インド、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、ベトナム、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカを集計。
※米ドルベース
(出所) CEICより大和投資信託作成



株式

2019年は、ポジティブリターンを記録

MSCI新興国指数は、2016～2017年の上昇基調の後、米中貿易摩擦をきっかけに調整局面に入っ、2018年に下落に転じたが、2019年はポジティブリターンを記録する展開となった。個別国では、マレーシア、タイを除く多くの主要新興国が、2019年通年で株価が上昇して年末を迎えた（MSCIベース）。

株価上昇にはさらなるカタリストが必要

新興国のバリュエーションは欧米に比べて割安さが目立っており、2020年の新興国相場の支援材料になろう。但し、12カ月先予想PERを見ると、バリュエーションの明確な切り上げにはさらなるカタリストが必要である。そのカタリストとしては、外部環境の改善や、政治環境の安定化、市場予想を上回る経済成長、構造改革などが考えられる。

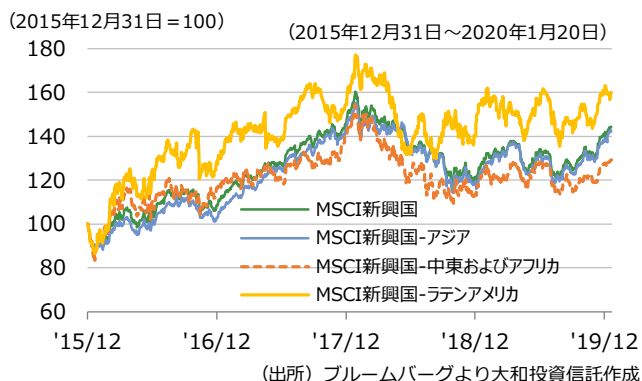
企業業績面では、改善基調を予想

新興国の企業業績面では、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改善基調にある。各国のマクロ経済が底を打つ可能性が追い風となり、EPSの拡大が株価上昇に寄与すると見込む。

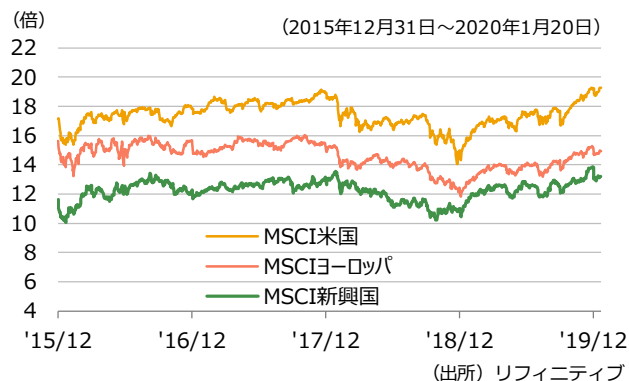
個別国では、選別化が進もう

個別国に関しては、インドネシアでは、第2期ジョコウィ政権が発足し、外資への解放拡大や労働法改正など、改革への期待が強い中で、PERの割高感は一時的。インドに関しては、経済ファンダメンタルズが予想ほど回復しない可能性がありながら、高いバリュエーションとなっているため、やや弱気を見込むも、年後半に株価が持ち直す可能性が高く、2020年通年は依然ポジティブリターンを見込む。

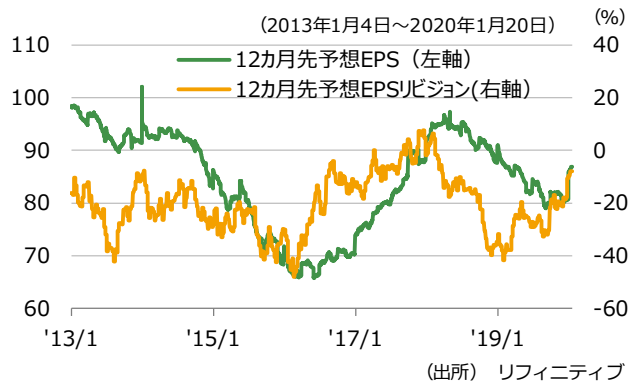
新興国の株式市場の推移



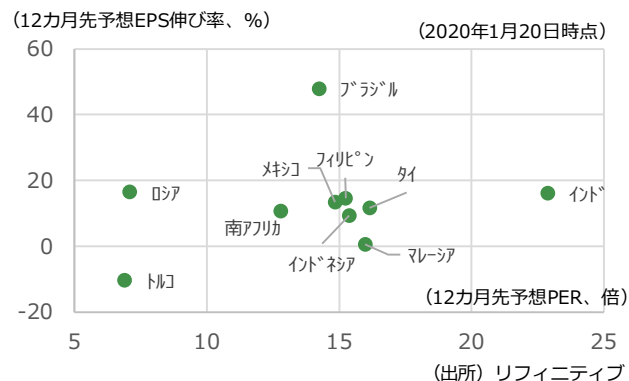
世界各地域の12カ月先予想PERの推移



MSCI新興国の企業業績見通し



主要新興国のEPS伸び率およびPERの状況





債券・金利

2019年の新興国債券市場は好調

米中貿易摩擦のエスカレートなどを受け、新興国の国債利回りが上昇に見舞われたが、先手を打って利下げに果敢に動き出した新興国は多く、国債利回りはレンジ推移、さらに一部高金利の新興国では大幅金利低下を享受した。主要新興国のトータルリターンを見れば、2019年は、インドネシア、フィリピン、タイ、マレーシア、メキシコ、南アフリカ等において、株式市場を上回るリターンを確保した。

2020年は選別化が進もう

多くの新興国では、政策金利が歴史的な低水準まで引き下げられたものの、実質金利を見ると、利下げ余地が残されている国もあり、2020年は選別の年になると見込む。アジアでは、インドネシア、フィリピン、インド、高金利通貨国の中では、メキシコ、ロシアなどで、利下げ、並びに国債利回りの低下余地が相対的に多く残されている。

リート

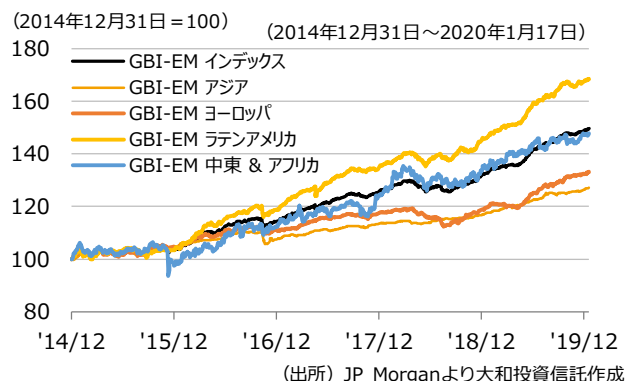
香港を除いておおむね堅調

世界的な低金利環境などを背景にアジア・オセアニア地域の不動産ファンダメンタルズはおおむね堅調だ。企業の好立地で質の高いオフィスへの需要は強く、オフィス賃料は都心エリアを中心に堅調に推移している。オンラインショッピングの普及は都市部を中心に物流施設の需要を押し上げている。香港は、抗議行動による景気低迷の影響から、回復にはしばらく時間がかかると見ている。

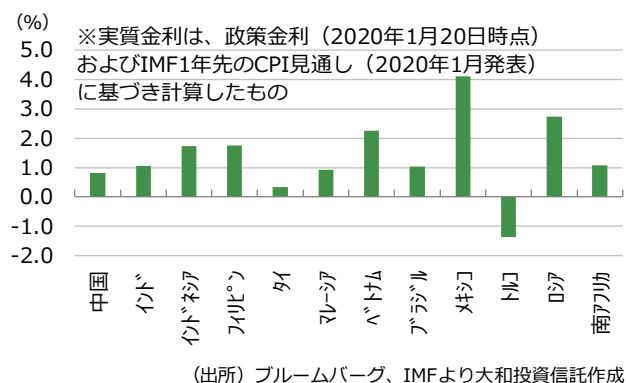
割高ではないものの金利上昇はリスク

資産価値やキャッシュフローと比較したリート価格に過度な割高感は見られない。今後も業績動向に沿って堅調に推移すると想定している。ただリートにとって金利上昇は当然リスクである。米国金利の動向を含め、各国の金融政策動向には注意が必要だ。

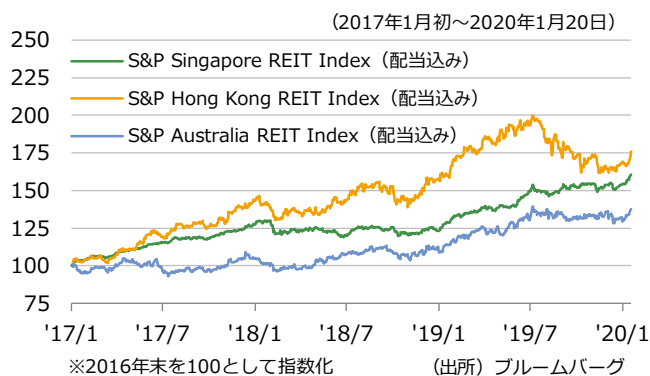
新興国の債券市場の推移



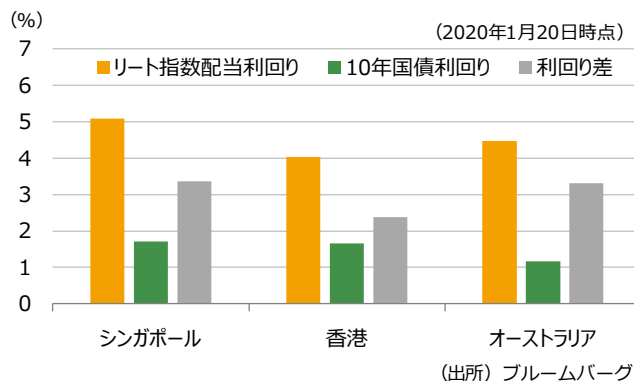
主要新興国の実質金利



アジア・オセアニアリート指数推移



配当利回りと長期金利の利回り差





為替

主要新興国通貨の小幅上昇を見込む

2018年3月の米中貿易摩擦のエスカレートをきっかけに、ほとんどの新興国通貨は対米ドルで下落に転じる展開となった。タイやロシアなど、個別通貨を除いて、貿易摩擦エスカレート前の水準までの回復の余地は大きい。また、2020年に米ドルが小幅下落することや、人民元が上昇するなど、外部環境が良好と想定される中、新興国通貨は小幅上昇する可能性が高い。

対外収支の状況はおおむね改善傾向

主要新興国の経常収支を見ると、まちまちである。強い内需により経常赤字が拡大したフィリピンや経常赤字が続くインドやインドネシアなどでは、持続的な直接投資による相殺が必要である。一方で、多くの新興国で外貨準備高の積み上げが進んでいることから、グローバル的なリスクオフなど、外部ショックへのセーフティネットは強まっている。

人民元との相関が高まり上昇傾向を予想

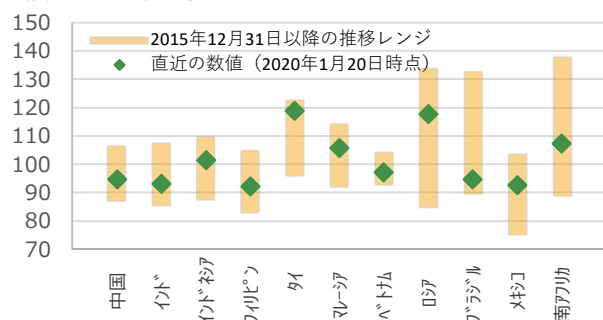
主要新興国通貨は、米ドルの動きの影響を最も受けることに変わりはないが、その次としては、人民元との相関が近年急速に高まり、特に2018年にはその傾向が強かった。2019年には、個別要因の国を除いて、高い相関がおおむね維持されている。今後人民元の緩やかな上昇が新興国通貨の支えになると見込む。

ボラティリティは低下傾向にある

キャリー利回りとボラティリティを見ると、高金利通貨ほどボラティリティは高い。但し、直近2年は、高いキャリー利回りが維持される中で、ボラティリティは低下する傾向が見られ、世界的なリスクオフ局面での瞬間的な下落幅が狭まり、投資魅力の増大につながっている。

主要新興国通貨の推移

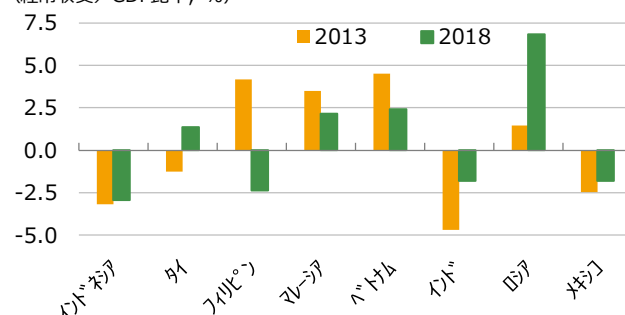
※縦軸は、2015年12月31日=100



(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP比率, %)



(出所) CEICより大和投資信託作成

主要新興国通貨と中国人民元の相関（対米ドルレート）

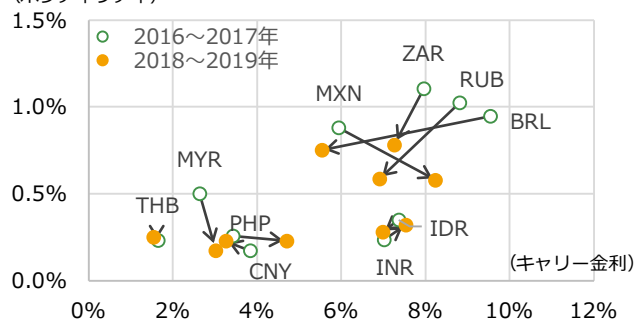
(2014年1月1日～2019年12月31日)

	INR	IDR	PHP	THB	MYR	RUB	BRL	MXN	TRY	ZAR
2014	-0.62	-0.45	-0.51	-0.29	-0.19	0.03	-0.38	-0.13	-0.50	-0.36
2015	0.83	0.72	0.86	0.82	0.88	0.79	0.81	0.85	0.73	0.89
2016	0.39	-0.05	0.86	0.13	0.71	-0.52	-0.51	0.90	0.91	-0.58
2017	0.51	-0.52	-0.70	0.92	0.86	-0.08	-0.25	0.42	-0.09	-0.11
2018	0.89	0.88	0.66	0.85	0.98	0.84	0.77	0.40	0.87	0.92
2019	0.65	-0.15	-0.33	-0.81	0.82	-0.10	0.76	0.55	0.29	0.73

(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

主要新興国通貨のキャリー金利とボラティリティ

(ボラティリティ)



※キャリー金利は12カ月フォワードインプライド・レート上の平均値

ボラティリティは日次騰落率の標準偏差

(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成



原油

需給バランスは供給超過の見通し

EIAによると2020年の原油需給バランスはおおむね供給超過で推移する見通しであり、需給面から原油価格は上値が重くなることが想定される。世界経済の悪化に対する過度な懸念は後退した一方で、景気回復は緩慢なものに留まる公算が大きく、需要見通しの大幅な変化は想定しがたい。そのため、地政学リスクやOPECプラスの協調減産、米国の増産など供給面が原油価格の重要な決定要因となるだろう。

地政学リスクの高まりと協調減産の行方

米国とイランの対立など地政学リスクの高まりによる原油価格の上昇は、深刻な供給障害に陥らない限り一時的なものになる可能性が高く、上昇に追従するのはリスクが大きいと考える。協調減産を続けているOPECプラスにはすぐにでも増産できる（増産したい）と考えている国が多く、また、供給要因による原油価格の上昇は需要の減退をもたらすため、長い目でみれば原油価格の下押し要因にもなる。

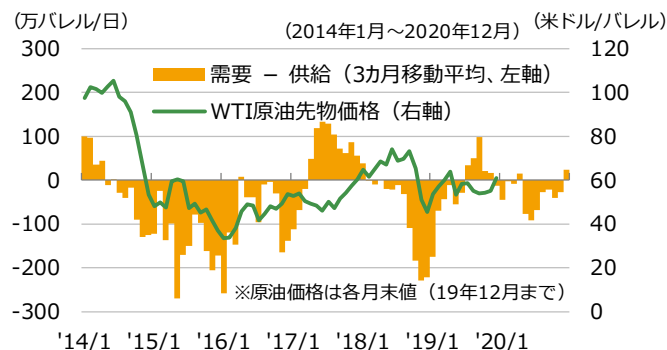
米国の増産は今後も続く

EIAによると米国の増産は今後も続く見通しであり、原油の中東依存度は一段と低下するだろう。しかし、11月の米大統領選を控える中で、ガソリン価格の大幅な上昇はトランプ大統領に不利益であることは変わらない。そのため、原油価格の上昇を無視するような政策はとらないだろう。サウジアラビアなどへの増産要求やSPR（戦略石油備蓄）の放出などで原油価格の上昇を抑制することも考えられる。

買いポジションの拡大に注目

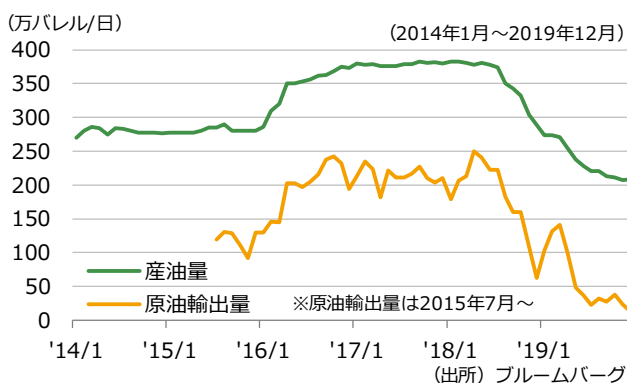
中東情勢をめぐる地政学リスクの高まりを背景に、非商業部門は直近で原油先物の買いポジションを拡大した。需要見通しの改善を背景とした買いではないと思われ、ポジション解消による売り圧力に注意。2020年のWTI原油先物価格は50米ドル/バレル台での推移をメインシナリオとしつつ、地政学リスクの高まりなどによって一時的に上振れる展開も想定しておきたい。

原油需給バランスと原油価格



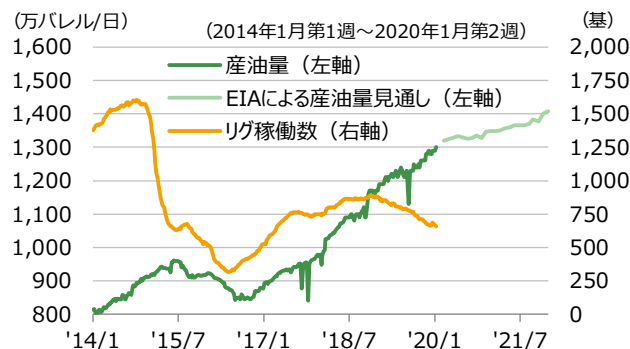
※2020年1月以降はEIAによる見通し (出所) EIA、ブルームバーグ

イランの産油量と原油輸出量



(出所) ブルームバーグ

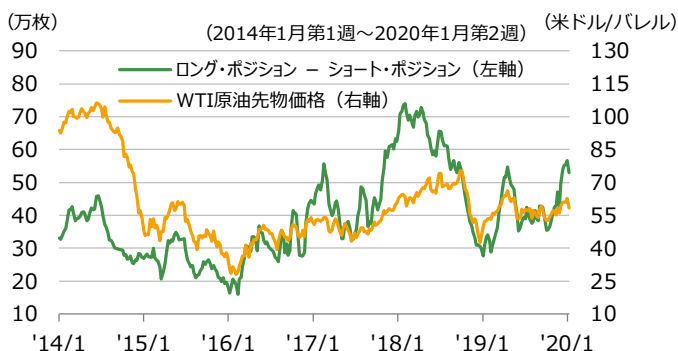
米国の産油量と原油掘削リグ稼働数



※産油量見通しは2020年2月～2021年12月

(出所) EIA、Baker Hughes

非商業部門の原油先物ネットポジションと原油価格



(出所) ブルームバーグ



金

実質金利との関係から金の変動は限定的

2019年は米国の長期金利が大きく低下し、相対的に金の魅力が高まった。しかし、2020年は米国の長期金利が大幅に変動するとは想定しておらず、期待インフレ率も目立った変化はないだろう。実質金利と金価格との連動性から考えれば、金価格の大幅な変動は見込みがたい。当面の金価格は、1トロイオンスあたり1,450～1,600米ドルのレンジで推移すると見込む。

ポジションの偏りは目立つ

非商業部門の金先物のネットポジションは2016年半ば（英国におけるEU離脱の是非を問う国民投票後）を超える水準まで買いに偏っており、ここからの更なる積み上げには追加の材料が必要。我々のメインシナリオ通りであれば投機的に金を買上げる理由は乏しい。積極的に金を売るほどのリスクオン相場も想定しがたいが、ポジション調整による売り圧力には気を付けておきたい。

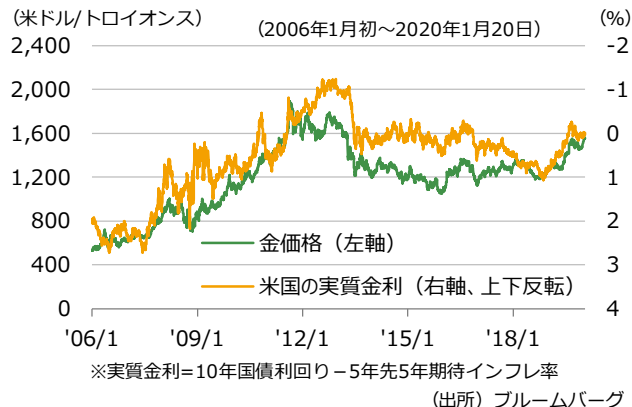
中央銀行の購入が下支えに

米ドルの信認低下や資産分散の観点から、トルコ・ロシア・中国などの中央銀行が金の保有を拡大しており、金価格の下支え要因になっている。トランプ米大統領の保護主義的な政策によって、米国と対立関係にある国が米国債を大量に保有するリスクは高まっていると考えられる。当面、こうした構図が変化する可能性は低く、中央銀行による金購入が中期的な下支え要因として働くことが期待される。

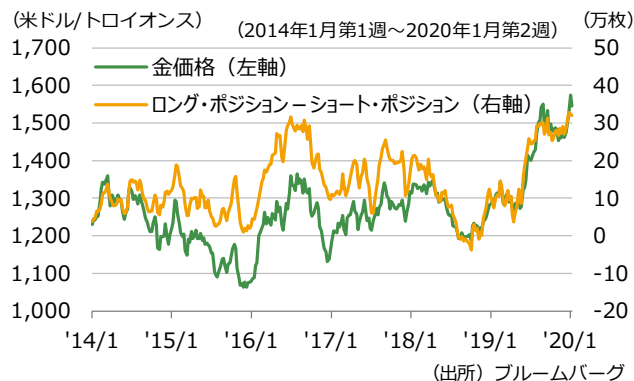
リスクに備えて一定程度の需要は続く

世界経済の悪化に対する過度な懸念の後退や世界的な株高にもかかわらず、足元の金ETFからの資金流出は小幅なものにとどまっている。将来の景気後退や偶発的なリスクオフに備えて、金を一定程度保有しておくことは理にかなっていると考えられる。金ETFを投資対象に組み入れた投資信託も人気を集めており、金ETFの残高が大幅に減少する可能性は低そうだ。金価格の大幅な下落も想定しがたい。

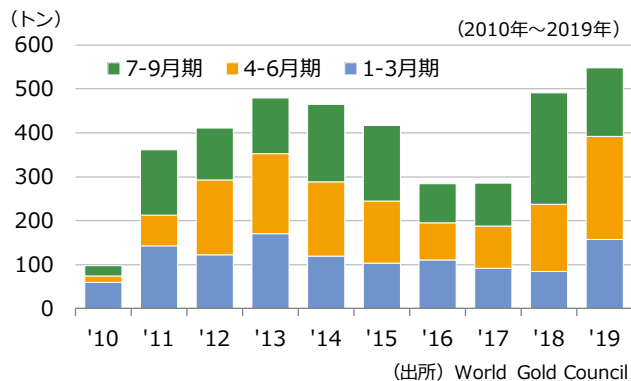
金価格と米国の実質金利



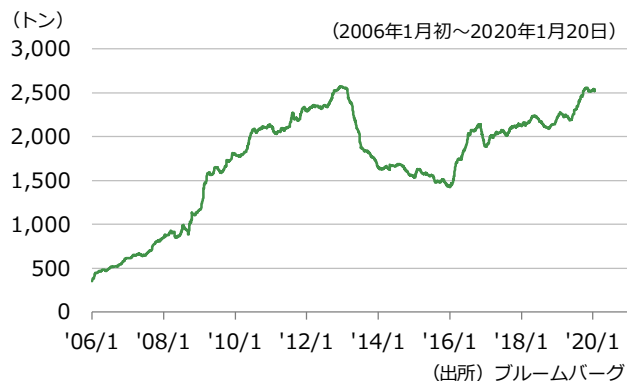
金価格と非商業部門の金先物ネットポジション



中央銀行による金の純購入額



金ETFの残高



当面のリスク要因

リスク要因	発生確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
米国とイランの対立が激化	中	中	大	経済への影響は主として原油価格の上昇を通じて。仮に、原油価格が急騰し、高水準で持続するようであれば、世界経済の下押し要因に。輸入依存度の高い日本への影響は大きい。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。株式市場にとっては原油高による企業業績の下押し圧力とリスクセンチメントの悪化の両面からネガティブ反応を予想。新興国では、原油への輸入依存度によって、選別が進むだろう。原油価格上昇の局面では、資源国のブラジルやメキシコなどには追い風になる一方、原油への輸入依存度が高いインド、フィリピンなどには通貨安圧力だけでなく、輸入インフレの懸念による債券売りも進行しやすい。
通商政策をめぐる米欧の対立	中	中	小	欧州のデジタル課税強化を契機に通商政策の報復合戦に進展。米中貿易戦争の規模ではないものの、景況感の悪化を招き、特に欧州では製造業だけでなく、サービスの下振れも顕著になり、財政政策が打ち出される。リスク回避で債券利回りは低下。為替は報復合戦による景気悪化を懸念してリスクオフの円高やユーロ安・米ドル高に。
米中貿易戦争の激化	小	大	大	米国は景気後退に陥り、世界経済も減速基調が再び強まる。FRBは継続的な利下げ局面入りし、先進国の債券利回りは総じて低下。パリュエーションに割安感のない先進国株は調整局面入り。質への逃避の動きや、景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般的に売られやすい。リスクオフの円高で米ドル円は105円割れも。
米中通商協議の全面合意	小	大	大	景況感は顕著に改善し、世界経済は再加速へ。しかし、先進国ではインフレの上振れは見通しがたく、利上げには直結せず。先進国の債券利回りは上昇し、米国の長期金利は2%を上回って推移。先進国株はポジティブに反応も、期待先行で上昇している側面もあり、EPS拡大を見極める動きも出やすい。新興国では、リスクイベントの通過を好感し、全般的に買われる地合いに。ただし、マーケットのファーストリアクションが一段落してからは、各国の独自要因に着目して選別が進む。為替はリスクオンの円安が進行。
香港情勢の一段の悪化	小	中	大	香港、中国からの資本流出が懸念され、さらに金融ハブとしての機能が麻痺することで、アジアを中心に金融市場の混乱を招く可能性が高く、新興国では質への逃避で全面安。円高や米ドル高に。リスク回避で先進国の債券利回りは低下。株式市場にとってはファンダメンタルズ面での直接的な影響は算出困難あるいは極端に大きなものとはならないと予想するものの、金融市場の混乱、リスクオフ姿勢が影響し株安に。同時に、リスクオフ時の円高も進行した場合には国内株式市場の下落が相対的に大きくなる。
米国の大統領選挙	—	大	—	左派系の民主党候補者が当選すれば、分配重視の政策に傾斜する。トランプ大統領が再選すれば、対中姿勢が一段と強硬化する。米国株にとりリスクが大きいのは左派系の民主党候補の当選。株主還元の制約など資本市場に対する制約強化懸念で株価は下落で反応しよう。

※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		1/20	1ヵ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	1.75%	0.00	-0.75	1.00
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	-0.10	-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	1.75%	0.00	0.00	1.25
豪州	キャッシュ・レート	0.75%	0.00	-0.75	-0.75
中国	1年物MLF金利	3.25%	0.00	-0.05	0.25
ブラジル	セリック・レート	4.50%	0.00	-2.00	-8.50
英国	バンク・レート	0.75%	0.00	0.00	0.50
インド	レボ金利	5.15%	0.00	-1.35	-1.10
インドネシア	7日物借入金金利	5.00%	0.00	-1.00	0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	7.25%	0.00	-1.00	1.50
ロシア	1週間物入札レボ金利	6.25%	0.00	-1.50	-3.75
トルコ	1週間物レボ金利	11.25%	-0.75	-12.75	3.25

		直近値	期間別変化幅		
10国債利回り		1/20	1ヵ月	1年	3年
米国		1.82%	-0.10	-0.96	-0.65
ドイツ		-0.22%	0.03	-0.48	-0.64
日本		0.01%	0.00	-0.01	-0.06
カナダ		1.57%	-0.05	-0.47	-0.18
豪州		1.17%	-0.11	-1.14	-1.61
中国		3.06%	-0.14	-0.05	-0.21
ブラジル		7.18%	-0.15	-2.12	-4.17
英国		0.65%	-0.13	-0.70	-0.78
インド		6.64%	0.04	-0.67	0.18
インドネシア		6.81%	-0.36	-1.28	-0.76
メキシコ		6.86%	-0.10	-1.80	-0.78
ロシア		6.25%	-0.28	-2.14	-2.02
トルコ		10.65%	-1.30	-4.93	-0.55

		直近値	期間別変化率		
株価指数		1/20	1ヵ月	1年	3年
米国	NYダウ	29,348	3.1%	18.8%	48.0%
	S&P500	3,330	3.4%	24.7%	46.6%
ユーロ圏	STOXX 50	3,799	0.6%	21.2%	15.1%
日本	日経平均株価	24,084	1.1%	16.5%	25.8%
	TOPIX	1,744	0.6%	12.0%	13.7%
中国	MSCI中国	89.50	5.5%	17.4%	45.8%
インド	MSCIインド	1,392	0.9%	9.8%	38.8%
インドネシア	MSCIインドネシア	7,366	0.7%	-1.5%	21.8%

		直近値	期間別変化率		
為替（対円）		1/20	1ヵ月	1年	3年
米ドル		110.18	0.7%	0.4%	-3.9%
ユーロ		122.25	0.7%	-2.0%	-0.4%
カナダ・ドル		84.45	1.4%	2.0%	-1.9%
豪ドル		75.73	0.3%	-3.8%	-12.6%
人民元		16.05	2.7%	-0.6%	-4.3%
ブラジル・リアル		26.31	-1.4%	-10.0%	-27.1%
英ポンド		143.34	0.8%	1.4%	1.1%
インド・ルピー		1.55	0.7%	0.5%	-7.9%
インドネシア・ルピア		0.81	3.2%	4.6%	-5.4%
フィリピン・ペソ		2.16	0.4%	3.7%	-6.1%
ベトナム・ドン		0.48	0.7%	0.5%	-6.3%
メキシコ・ペソ		5.90	2.2%	2.7%	11.2%
ロシア・ルーブル		1.79	1.7%	7.8%	-7.1%
トルコ・リラ		18.62	1.1%	-9.6%	-39.0%

		直近値	期間別変化率		
リート		1/20	1ヵ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	20,578	3.5%	20.7%	27.8%
日本	東証REIT指数	2,170	2.8%	19.6%	18.1%

		直近値	期間別変化率		
商品		1/20	1ヵ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	58.54	-3.1%	8.8%	11.7%
金	COMEX金先物価格	1,560	5.8%	21.7%	29.5%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

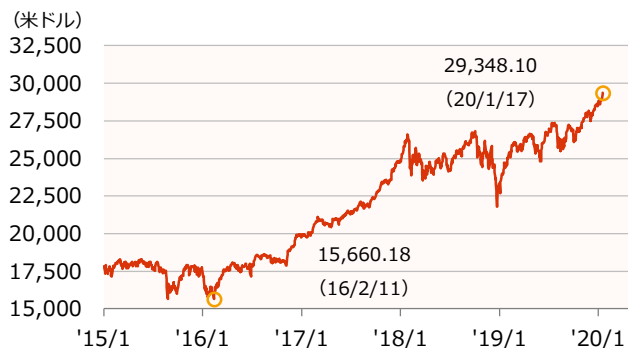
※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※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

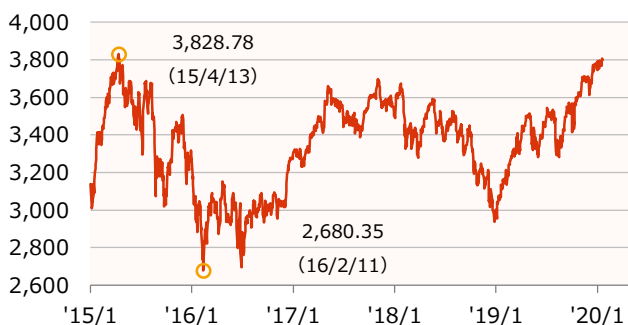
NYダウ



S&P500



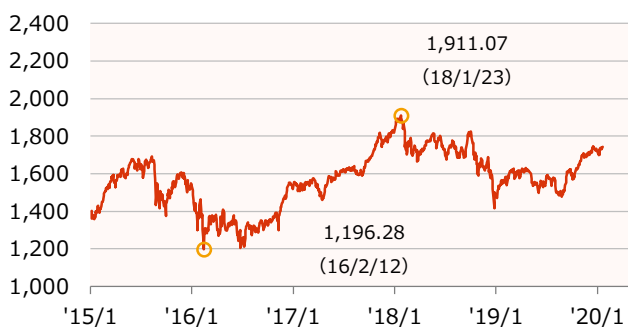
STOXX 50



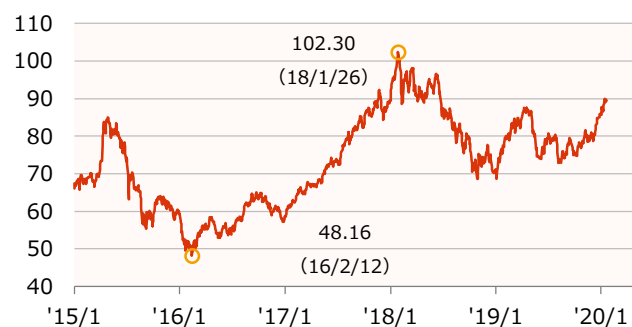
日経平均株価



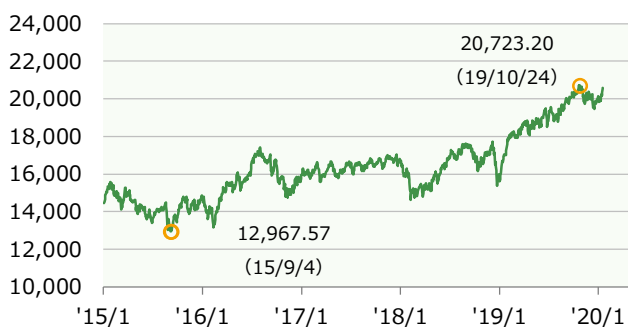
TOPIX



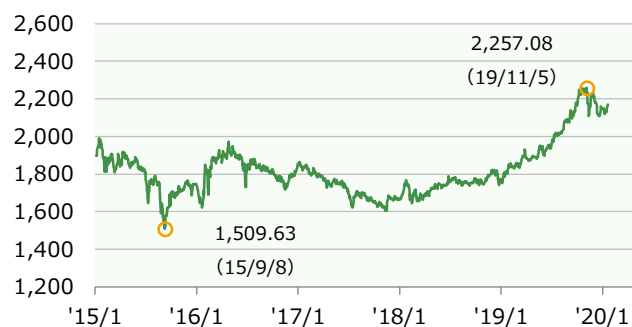
MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証RETI指数 (配当なし)

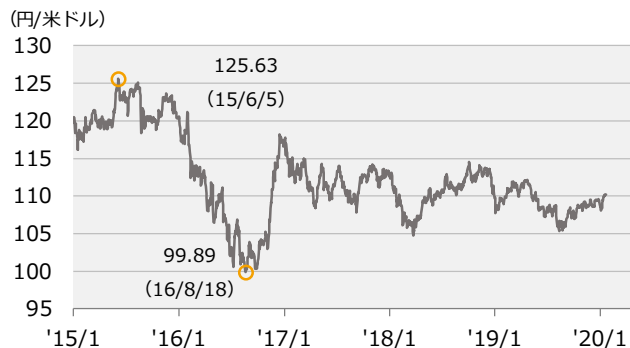


※グラフの期間は2015年1月初～2020年1月20日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

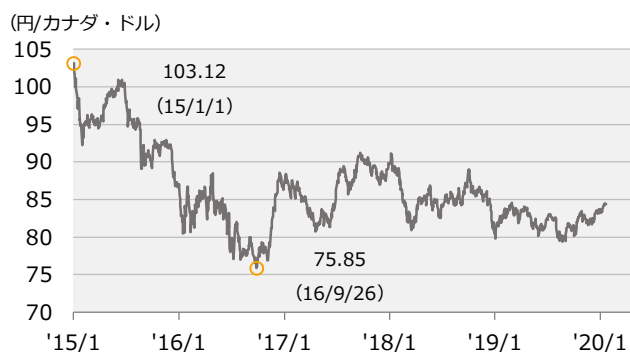
米ドル



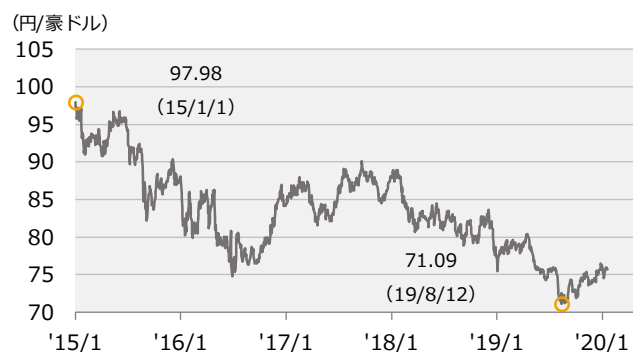
ユーロ



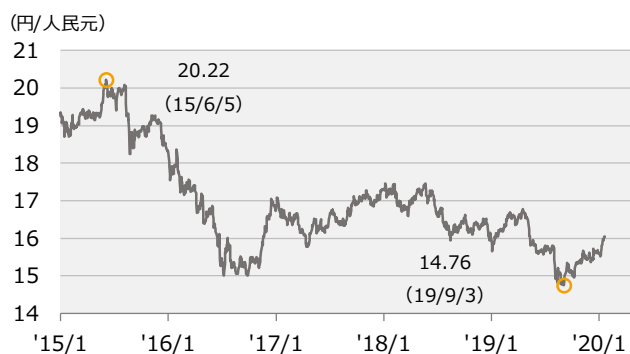
カナダ・ドル



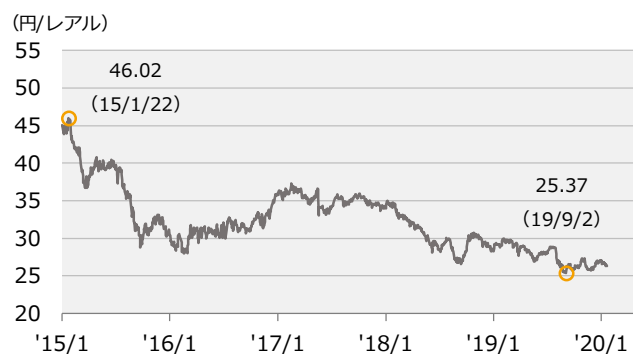
豪ドル



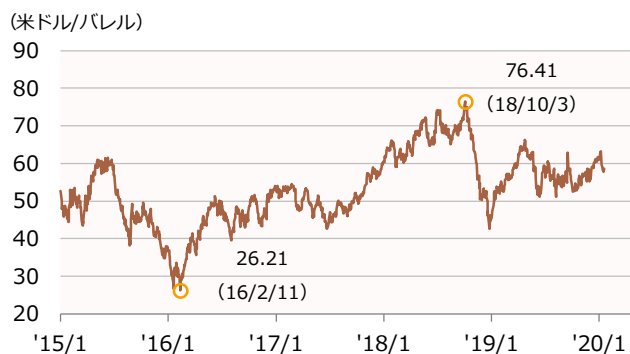
中国人民元



ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2020年1月20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		
	2016年	2017年	2018年
米国	1.6	2.4	2.9
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9
日本	0.5	2.2	0.3
カナダ	1.0	3.2	2.0
豪州	2.8	2.4	2.9
中国	6.8	6.9	6.7
ブラジル	-3.3	1.3	1.3
先進国	1.7	2.5	2.3
新興国	4.6	4.8	4.5

消費者物価	前年比		
	2016年	2017年	2018年
米国	1.3	2.1	2.4
ユーロ圏	0.2	1.5	1.8
日本	-0.1	0.5	1.0
カナダ	1.4	1.6	2.2
豪州	1.3	2.0	2.0
中国	2.0	1.6	2.1
ブラジル	8.7	3.4	3.7

政策金利		年末値		
		2016年	2017年	2018年
米国	FFレート（上限）	0.75	1.50	2.50
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40
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	0.50	1.00	1.75
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	1.50
中国	1年物MLF金利	3.00	3.25	3.30
ブラジル	セリック・レート	13.75	7.00	6.50

失業率	年末値		
	2016年	2017年	2018年
米国	4.7	4.1	3.9
ユーロ圏	9.6	8.6	7.8
日本	3.0	2.7	2.4
カナダ	6.9	5.8	5.6
豪州	5.8	5.6	5.0
中国	4.0	3.9	3.8
ブラジル	12.0	11.8	11.6

(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：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	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
- 2020年末の予想値	1.50~1.75%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	2020年を通じて政策金利は据え置き - 利上げも利下げもハードルは高い	2020年を通じて政策金利は据え置き 2%弱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 - 金融緩和の余地も実質的に乏しい	2020年を通じて政策金利は据え置き 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 - 金融緩和の余地も実質的に極めて乏しい

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル

	 日本	 欧米	 その他地域
2020 年 2月		●米予算教書 ●アイオワ州大統領予備選（3日）	●イラン議会選挙（21日）
3月	●日銀金融政策決定会合（18-19日） ●原田日銀審議委員任期（25日）	●米スーパーチューズデー（3日） ●ECB理事会（12日） ●FOMC（17-18日） ●EU首脳会議（26-27日）	●イスラエル再々総選挙（2日） ●中国全人代（5日） ●OPEC総会（5日）、OPECプラス会合（6日）
4月	●大企業における同一労働同一賃金制度の開始 ●中小企業における残業規制の開始 ●日銀金融政策決定会合（27-28日）	●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（30日）	●韓国国会議員選挙 ●ラマダン開始（24日）
5月			●ラマダン終了（23日）
6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●布野日銀審議委員任期（30日）	●ECB理事会（4日） ●FOMC（9-10日） ●EU首脳会議（18-19日）	●カナダ銀行ボロズ総裁任期（2日） ●メキシコ地方選挙（7日） ●OPEC総会（9日）、OPECプラス会合（10日）
7月	●日銀金融政策決定会合（14-15日） ●東京五輪（24日-9月6日） ●小池東京都知事任期（30日）	●米民主党全国大会（13-16日） ●ECB理事会（16日） ●FOMC（28-29日）	
8月		●米共和党全国大会（24-27日）	
9月	●日銀金融政策決定会合（16-17日）	●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） ●第1回米大統領候補者討論会（29日） ●米2021年度予算成立期限（30日）	●香港立法会議員選挙
10月	●日銀金融政策決定会合（28-29日）	●第2回米大統領候補者討論会（15日） ●EU首脳会議（15-16日） ●第3回米大統領候補者討論会（22日） ●ECB理事会（29日）	●ブラジル地方選挙（4日） ●中国五中全会開催の可能性
11月		●米大統領選挙・議会選挙（3日） ●FOMC（4-5日）	●G20首脳会談（リヤド、21-22日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（ベトナム）
12月	●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●ECB理事会（10日） ●EU首脳会議（10-11日） ●FOMC（15-16日） ●英国のEU離脱の移行期限（31日）	●中国中央経済工作会议（月内） ●OPEC総会（月内）
2021 年 1月	●通常国会召集	●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27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投資信託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。

BIS：国際決済銀行、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、CFETS：中国外貨取引センター、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、EU：欧州連合、FFレート：フェデラル・ファンズレート、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、IEA：国際エネルギー機関、IMF：国際通貨基金、ISM：米国サプライマネジメント協会、LPR：最優遇貸出金利、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、RBA：豪州準備銀行、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部

（2020年1月24日作成）