

3
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：キューケンホフ公園（オランダ）

世界最大級のチューリップ公園。3月からわずか2カ月間のみ開園し、800種類以上のチューリップが咲き誇る花の祭典。

大和投資信託

Daiwa Asset Management

世界経済は4-6月期以降リバウンド

- 世界経済に底入れの兆しがうかがえる。新型コロナウイルスの影響で一時的に回復が阻まれるにせよ、3月中には新型ウイルス問題の終息が見通せると想定し、世界経済は4-6月期以降リバウンドを見込む。
- 先進国は利下げ一巡の様相だが、新興国の一部には利下げ余地あり。株式市場では新型コロナウイルスの広がりや株価のバリュエーションが懸念されるが、年末の株価見通しの変更には至らず。



- 経 … 2020年は2%程度の安定成長が継続、大統領選挙後は不透明。
- 株 … 目先は新型ウイルス問題からの待避先として機能も、バリュエーションの高さは懸念。
- 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 … 一両年は1%を下回る低成長が継続、緩和的な金融環境が景気の下支え。
- 株 … 新型ウイルス問題は一定のリスクも、センチメント改善の余地はまだ残る。
- 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 … 2020年は1-3月期の下振れが尾を引きマイナス成長。
- 株 … 新型ウイルス問題の動向が目先のリスク材料で状況の見極めが必要。
- 債 … 実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利は大勢レンジで弱含み。
- リ … ファンダメンタルズは良好、年明け以降の上昇により今後は横ばい圏の推移。
- 為 … 米中摩擦緩和が円安要因も世界経済減速リスクが円高要因。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



summary



カナダ

- 経 … 基調としては潜在成長率を下回る成長が続くも、景気の方向感はやや上向き。
- 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 … 金融政策の変更や原油価格の大幅変動は見込まれず、対米ドルでおおむね横ばい。



豪州

- 経 … 足元の一時的な下振れを経て、内需主導で成長率は持ち直す。
- 債 … 景気支援の主役は金融政策から財政政策へ移り、金利の低下余地は乏しい。
- 為 … 新型コロナウイルス問題の終息が見えてくれば買い戻し。



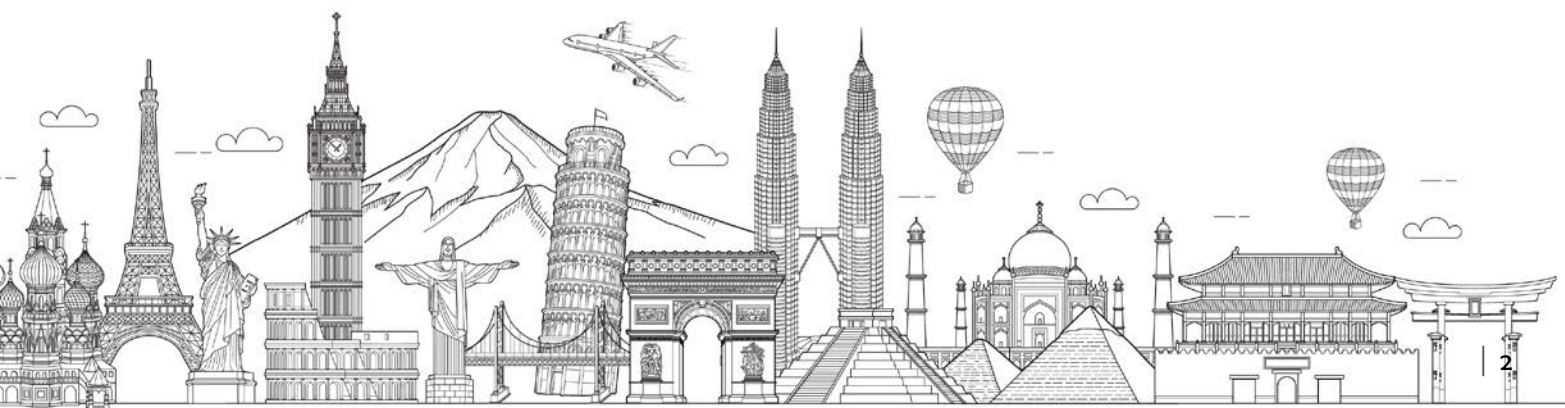
中国

- 経 … 新型コロナウイルス問題が終息すれば、「V」字回復へ。
- 株 … 政策期待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 … 利下げ幅の拡大、主要インデックスへの組み入れなどが支え。
- 為 … 米中貿易摩擦の小休止、景気の「V」字回復期待などが支え。



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 … 過度な通貨安を容認しない当局の姿勢で、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

昨年終盤以降、世界経済に底打ちの兆しがうかがえる。OECD景気先行指数は最新の2019年12月まで5カ月連続で上昇し、2019年7月を底に上昇基調にある製造業のグローバルPMIも最新の2020年1月まで3カ月連続で節目となる50を上回った。昨年後半に実施された各国の迅速な金融緩和や米中通商協議の第1段階の合意等が要因と考えられる。

新型コロナウイルスの影響は短期的

足元では、中国で発生した新型コロナウイルスの影響で、中国本土はもとより近隣アジア諸国を中心に、経済活動は減速を余儀なくされている。しかし、中国本土において感染者数の増加が止まりつつあることから、現時点では3月中には新型コロナウイルス問題の終息が見通せると想定する。程度はともかく、経済的影響は短期にとどまろう。

金融市場

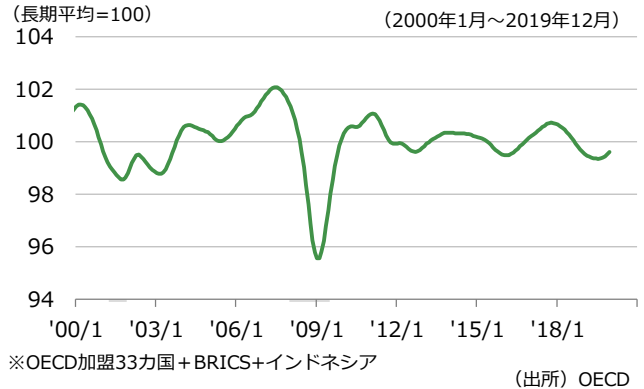
年末の株価見通しは不変

新型コロナウイルスの企業業績への影響は日本>欧州>米国の順に大きいと考えられる。影響は短期的と想定し、2020年末の株価見通しの変更には至らず。ただし、米国株のバリュエーションの高さには留意。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、構造改革などの追加的なカタリストが必要。

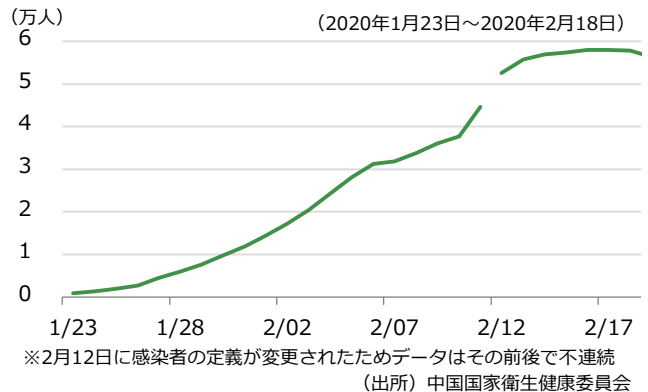
債券は先進国でレンジ、新興国で選別化

新型コロナウイルスによる景気下振れが深刻化すれば、先進国の中銀も金融緩和に踏み切ると考えられるが、現時点ではリスクシナリオの域を出ず。先進国では2020年中多くの国で金融政策が据え置かれ、債券相場は大勢レンジ推移を見込む。新興国では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、選別化が進もう。

OECD景気先行指数



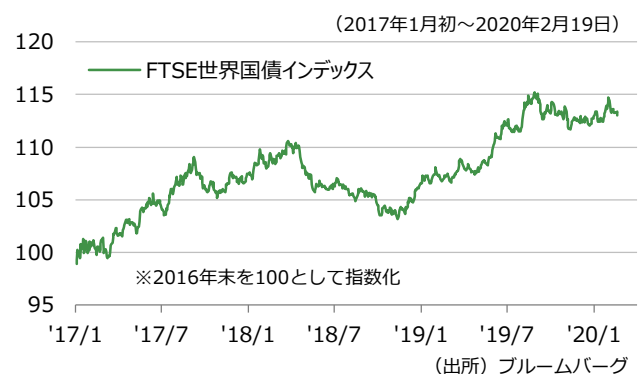
中国本土の新型コロナウイルス感染者数



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2%程度の安定成長が継続、大統領選挙後は不透明。一両年は1%を下回る低成長が継続、緩和的な金融環境が景気の下支え。2020年は1-3月期の下振れが尾を引きマイナス成長。基調としては潜在成長率を下回る成長が続くも、景気の方向感はやや上向き。足元の一時的な下振れを経て、内需主導で成長率は持ち直す。新型コロナウイルス問題が終息すれば、「V」字回復へ。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			目先は新型コロナウイルス問題からの待避先として機能も、バリュエーションの高さは懸念。新型コロナウイルス問題は一定のリスクも、センチメント改善の余地はまだ残る。新型コロナウイルス問題の動向が目先のリスク材料で状況の見極めが必要。政策期待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、割高な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、割安な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			

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。実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利は大勢レンジで弱気。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。景気支援の主役は金融政策から財政政策へ移り、金利の低下余地は乏しい。利下げ幅の拡大、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。利下げ期待は温存、長期金利はレンジ推移。利下げ期待と財政規律の緩みへの懸念との綱引きで、レンジ推移。利下げ余地は限定的も、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と中銀の利下げ継続姿勢が支え。
	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			

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。ファンダメンタルズは良好、年明け以降の上昇により今後は横ばい圏の推移。
	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・確信度を基に相对比较（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。米中摩擦緩和が円安要因も世界経済減速リスクが円高要因。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。新型コロナウイルス問題の終息が見えれば買い戻し。米中貿易摩擦の小休止、景気の「V」字回復期待などが支え。過度な通貨安を容認しない当局の姿勢で、対米ドルで底堅い推移。EU離脱の不透明感後退も、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对比较

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	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	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	1.0	0.7	0.9	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.3	-0.3
日本	0.3	0.7	-0.4	1.1	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	-0.1	-0.1
カナダ	2.0	1.6	1.7	1.7	1.75	1.75	1.75	1.75	1.97	1.70	1.6	1.6
豪州	2.9	1.8	2.2	2.6	1.50	0.75	0.75	0.75	2.32	1.37	1.4	1.3
中国	6.7	6.1	5.6	5.5	3.30	3.25	3.00	3.00	3.10	3.14	3.0	3.1
ブラジル	1.3	1.0	2.1	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	23,327	28,538	27,000	27,900	米ドル	109.69円	108.61円	110円	109円
NYダウ	-5.6%	22.3%	-5.4%	3.3%		-2.7%	-1.0%	1.3%	-0.9%
米国	2,507	3,231	3,070	3,180	ユーロ	125.83円	121.77円	123円	122円
S&P500	-6.2%	28.9%	-5.0%	3.6%		-7.0%	-3.2%	1.0%	-0.8%
欧州	3,001	3,745	3,870	3,970	カナダ・ドル	80.41円	83.63円	83円	81円
STOXX 50	-14.3%	24.8%	3.3%	2.6%		-10.3%	4.0%	-0.8%	-2.4%
日本	20,015	23,657	24,000	24,500	豪ドル	77.31円	76.24円	79円	77円
日経平均株価	-12.1%	18.2%	1.5%	2.1%		-12.2%	-1.4%	3.6%	-2.5%
日本	1,494	1,721	1,730	1,780	中国人民元	15.97円	15.60円	16.2円	16.8円
TOPIX	-17.8%	15.2%	0.5%	2.9%		-7.7%	-2.3%	3.8%	3.7%
中国	71.2	85.7	95	98	ブラジル・リアル	28.24円	27.0円	26.2円	26.6円
MSCI	-20.3%	20.4%	10.9%	3.2%		-17.0%	-4.5%	-2.9%	1.5%

	リート			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国	15,997	20,156	21,821	23,616
NAREIT指数	-4.6%	26.0%	8.3%	8.2%
日本	1,774	2,145	2,250	2,350
東証REIT指数	6.7%	20.9%	4.9%	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 (%)

※2019年の実質GDP成長率について、カナダ、豪州、ブラジルは実績見込み

*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

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成長率				政策金利				10年国債利回り			
	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	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
英国	1.3	1.4	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	7.0	6.6	6.4	6.25	6.00	5.75	5.75	-	-	-	-
メキシコ	2.0	-0.1	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	1.3	1.7	2.0	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 (%)

※2019年の実質GDP成長率について、インド、インドネシア、

トルコは実績見込み

*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%程度の安定成長が継続

2018年7月以降、対中制裁関税が段階的に発動され、景気は緩やかに減速してきたが、2019年4-6月期以降の実質GDP成長率は2%程度で落ち着いている。2020年1-3月期は航空機メーカー大手の減産や新型コロナウイルスの広がりなどで景気下振れが予想されるが、現時点では何れも一過性の事象と見込まれ、景気の累積的な悪化を及ぼすには至らず。少なくとも2020年中は2%程度の安定成長の継続を見込む。

製造業の景況感が改善

1月ISM製造業景況感指数は生産指数、新規受注指数の大幅な上振れで、節目となる50を半年ぶりに上回った。金融環境が一段と緩和したことや米中の通商協議が12月に第1段階の合意に至ったことなどが要因と考えられる。同非製造業景況感指数は今次景気回復局面における平均水準に位置している。全体として、企業の景況感は、悲観に陥るでも楽観に傾斜するでもなく、安定的と評価し得る。

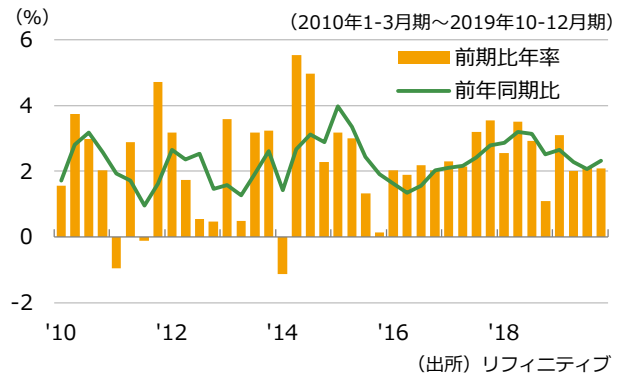
消費者信頼感指数は高水準で安定

消費者信頼感指数は2000年代後半の住宅バブル期を凌駕し、1990年代後半のITバブル期に迫る高水準で過去2年程度安定的に推移している。失業率が半世紀ぶりとなる3%台半ばに低下する中でも非農業部門雇用者数は月平均20万人前後の増加が続くなど、良好な雇用・所得環境が背景にある。資産価格の継続的な上昇や緩やかな金融環境もあり、個人消費は引き続き景気のけん引役として働こう。

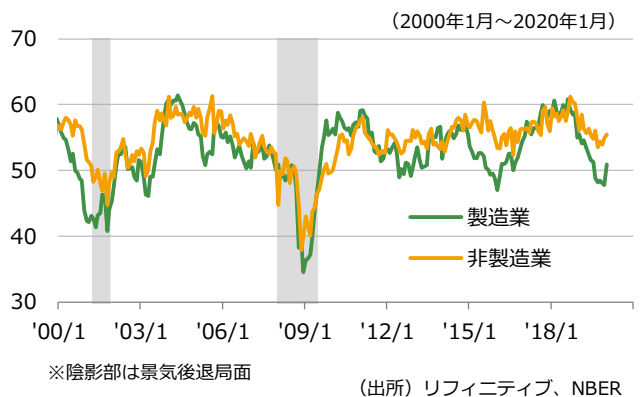
インフレ率は2%に満たず

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。

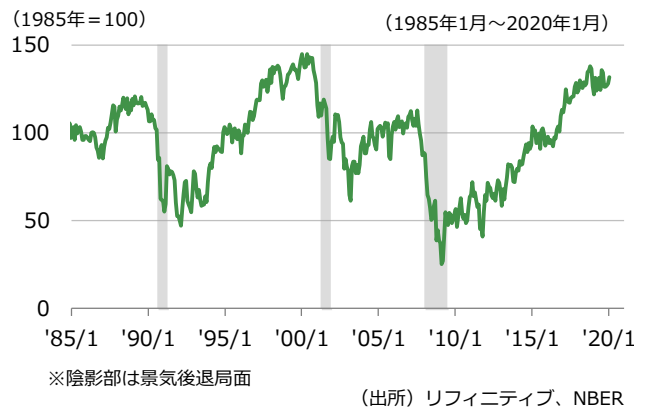
実質GDP



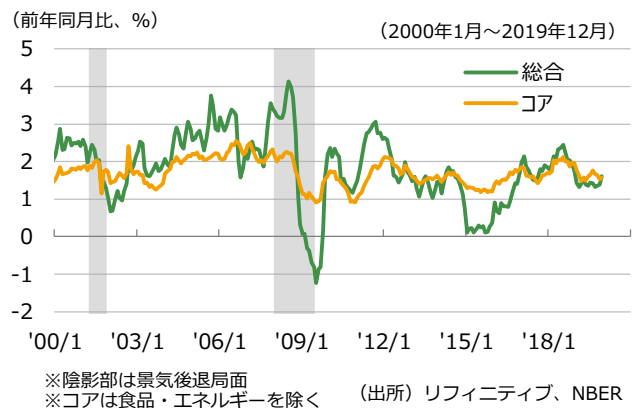
ISM景況感指数



コンファレンス・ボード消費者信頼感指数



個人消費支出デフレータ





株式

年末予想は据え置き

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。新型コロナウイルスによる影響は先進国株式市場内で相対的に低位であると考えており、同問題が株式市場の懸念事項となる間において、米国株の安心感が高いと考えている。しかし、我々は3月中には新型コロナウイルス問題の終息が見通せると想定し、年末値予想は変更しない。

新型コロナウイルスの影響は相対的に低位

日本、米国及び欧州のセクター別の時価総額構成比をみると、米国株式市場の特徴は情報技術やヘルスケア、電気通信サービスの比率が高い一方、資本財・サービスや素材の比率が低いことが特徴となる。総じて言えば製造業のウェイトは低く、今回の新型コロナウイルス問題において震源地である中国から物理的に遠いだけでなく、サプライチェーン面でのリスクも相対的に小さいと考える。

フローは米国株回帰の動き

米国のETFフローをみると、高値警戒感から年明け以降に資金流入が弱含んでいた米国株ETFが小幅反転し、グローバル株ETFへの資金流入が弱含んでいる。直前で米国株ETFへの資金流入が弱含んでいたこともあり、新型コロナウイルスへの不透明感がある中、先進国株式市場内での退避先として選好される余地はあると考える。

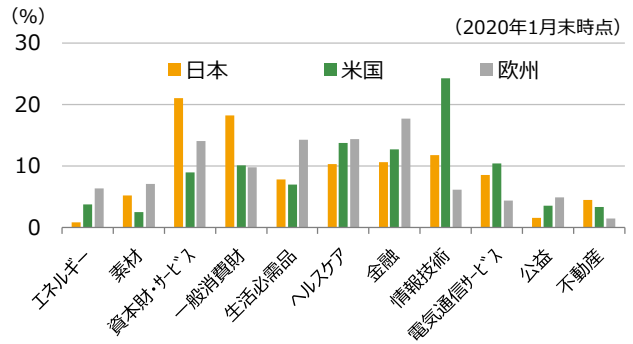
バリュエーション等懸念要因は残る

但し、PERの高さが先進国株式市場の中で目立つ状況に変わりはない。年末まで見通せば、FRBのレポオペの規模が調整された際の株式市場の反応、大統領選で民主党候補が勝利した場合の政策変更リスク、トランプ大統領が再選されたとしてもその後の政策不透明感等がリスク要因と考える。新型コロナウイルス問題の一巡後は米国固有の株価変動要因にも注意が必要となろう。

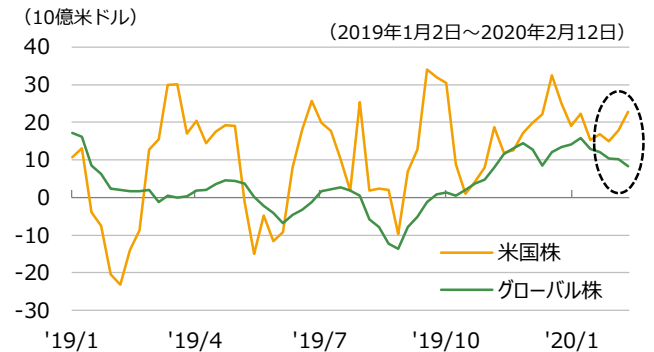
S&P500の推移



MSCI指数のセクター構成比の比較



米国ETFフローの動向



PERの推移 (S&P500)





債券・金利

FRBのバランスシートの拡大

FRBは一時的な資金需給の引き締まりに伴う短期金利の上昇を抑制するため、昨秋以降資金供給を積極化している。結果的にFRBのバランスシートは拡大に転じているが、金融政策の効果的な実施のための技術的な措置で金融政策姿勢の変化ではないとのFRBの立場は一貫している。短期金利の落ち着きに伴いFRBは資金供給額を漸減する方針で、4-6月期にはバランスシートの拡大が大幅に鈍化する見通し。

政策金利は据え置き、長期金利はレンジ

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。2020年を通じて政策金利は据え置き、長期金利は大勢レンジ推移を見込む。新型コロナウイルスの広がりに伴う「質への逃避」もあり、現在の長期金利の水準はレンジの下限に近いと考える。

リート

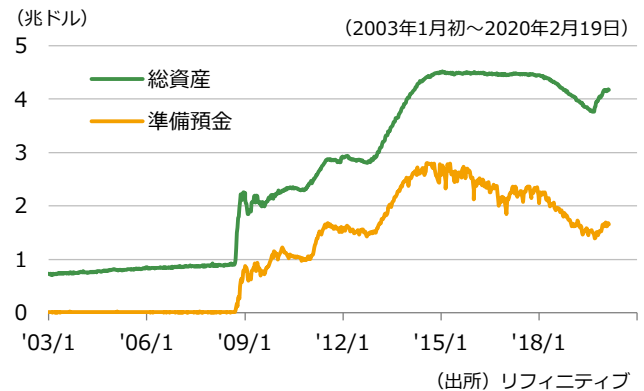
堅調な米国経済と構造的な強さ

堅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や米国リートの業績動向は良好だ。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いる。

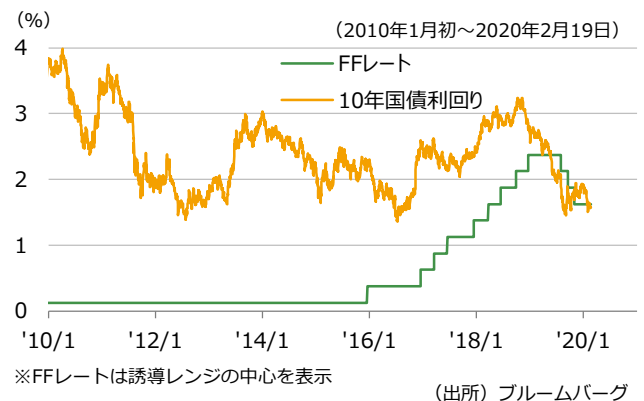
金利上昇リスクの後退に安心感

年初からの上昇により割安感はなくなってきたものの、良好な業績動向を背景に米国のリート市場は堅調に推移すると想定している。また新型コロナウイルスの影響から長期金利の上昇が抑えられやすいことはリート市場にはポジティブに働こう。

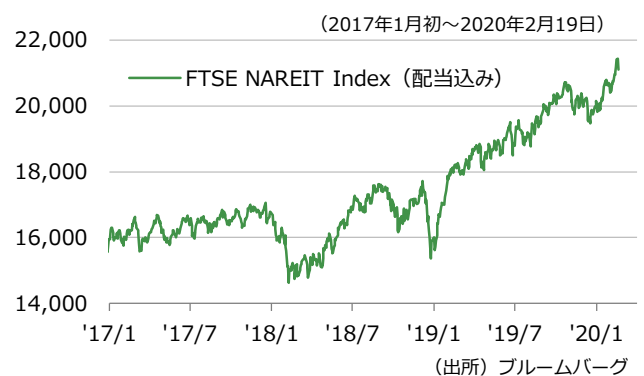
FRBのバランスシート



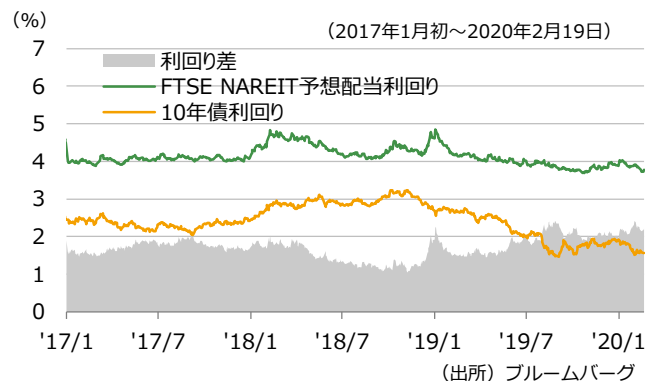
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドル高で米ドル円上昇

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米ドル安に作用したからだ。今年1月には、新型コロナウイルスによるリスクオフが円高と米ドル高に作用し、米ドル実効為替が上昇。2月には、米経済指標の予想を上回る改善が米ドル高に働き、リスクオンの円安とともに米ドル円を押し上げている。

日米金利差停滞下の米ドル円上昇

2019年11月以降、日米10年国債金利差が拡大しないなかで米ドル円が上昇してきた。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である。今年1-2月に日米金利差は縮小したが、米株高が進むなどリスクオンに傾いたため、リスクオンの円安で米ドル円は上昇。日米金利差は拡大していないものの、相対的な米国経済の強さと日本経済の弱さが米ドル高・円安を招いている面もある。

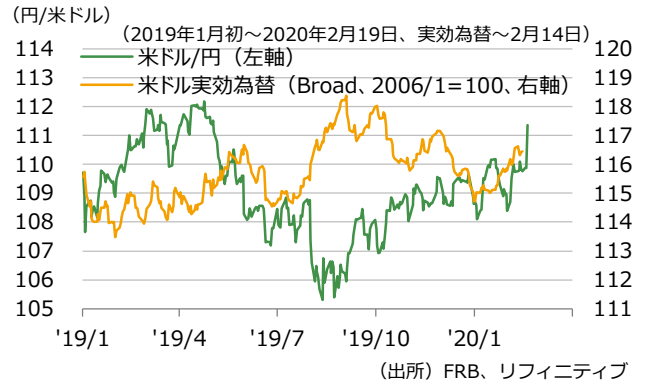
米金利低下が米株高と円安を招いた

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上昇、益回り低下）し、リスクオンの円安で米ドル円が上昇。2020年1月には米長期金利が低下し、それが2月の米株高につながり、リスクオンの円安にも働いた。成長期待が高まって米金利が反発しても株高が続くようになると、米金利上昇のドル高とリスクオンの円安で米ドル円が上昇しやすくなるだろう。

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。

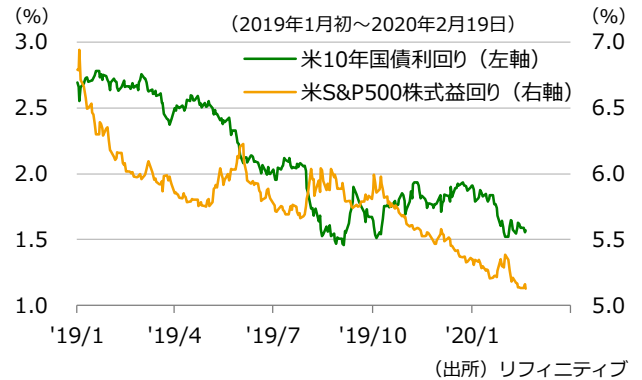
米ドルの対円相場と実効為替指数



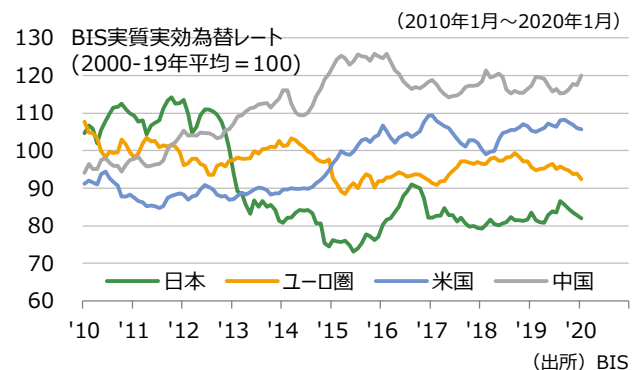
日米10年国債金利差と米ドル円



米10年国債利回りとS&P500株式益回り



実質実効為替レート





経済

一両年は1%を下回る低成長が継続

2020年は米中間の対立も小康を得る可能性が高いが、中国経済の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の強化もあり、ユーロ圏の景気は2020、2021年とも1%をやや下回る低成長を見込む。中国での新型コロナウイルスの広がり、貿易の停滞を通じてユーロ圏の景気の追加的な下押し要因に。ECBの金融緩和余地は乏しく、景気浮揚のために財政刺激の必要性が高まろう。

生産の停滞が長期化する懸念

12月鉱工業生産は前月比▲2.1%と急減した。単月の減少率としては金融危機後で二番目の大きさ。財の種別を問わず減少しているが、中でも資本財の減少が大きい。環境規制の強化を前にした自動車の減産が主因と考えられる。実際、新車登録台数は12月に駆け込みで急増した反動で1月は急減している。2018年9月に新燃費測定基準が導入された後の経緯に鑑みれば、影響が長引く可能性が高い。

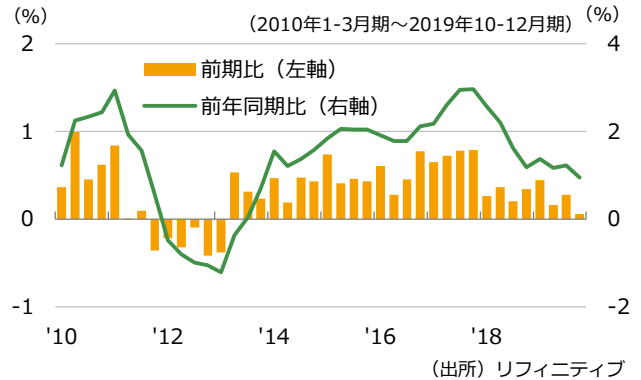
緩和的な金融環境が景気の下支え

ECBの果敢な金融緩和と流動性供給により、最近数年は過度な金融システム不安や信用不安は台頭しておらず、貸出残高やマネーサプライは安定的に増加している。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、政局が不安定化しても、反ユーロの政権が成立しない限り、欧州債務危機の再来の可能性は低い。

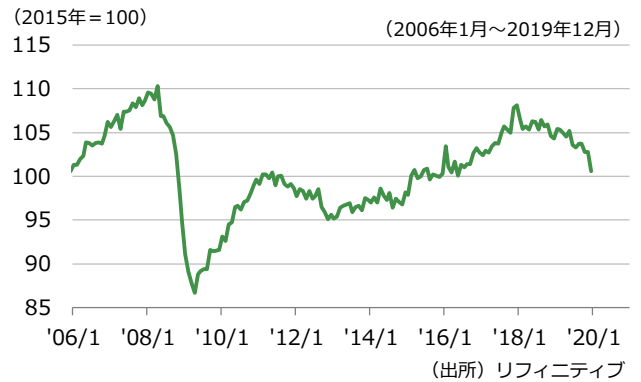
物価上昇圧力は高まらず

コアのインフレ率は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、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発足来の最低である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。

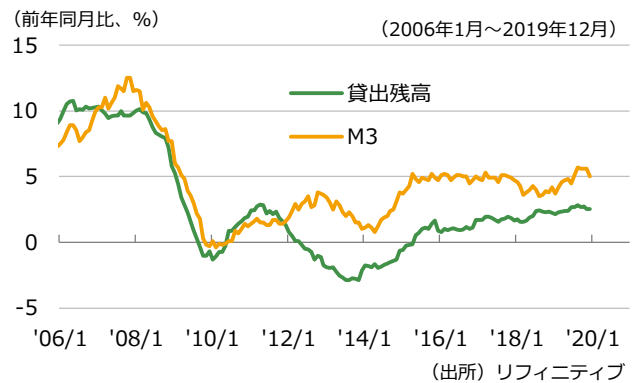
実質GDP



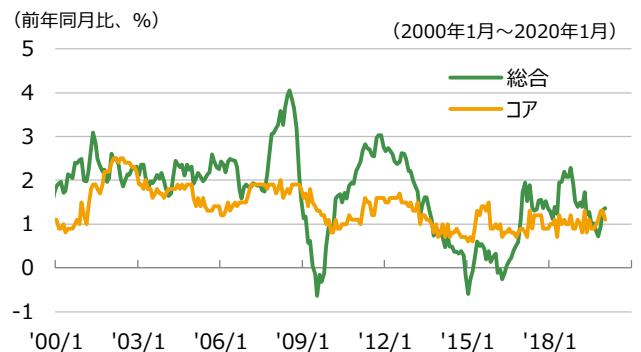
鉱工業生産



貸出残高とマネーサプライ



消費者物価指数





株式

年末予想は据え置き

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。新型コロナウイルスによる影響は先進国株式市場内で中位と考え、一定の警戒は必要と考える。同問題への不透明感が高いものの、我々は3月中には新型コロナウイルス問題の終息が見通せると想定し、年末予想は据え置く。

センチメント改善の余地はまだ残る

EU域外貿易における中国比率（2018年）は輸入が約2割、輸出が約1割。輸出で見れば中国向けだけで全体が決定される水準ではない。新型コロナウイルスの動向に加え、EU離脱に伴う英国とEUとの交渉状況には注意も、逆に言えば欧州独自のセンチメント改善余地もあると考えている。大きく悲観に振れた場合には反発の余地も大きくなると考える。

債券・金利

期待インフレ率の下振れ

長期の期待インフレ率は2014年9月以降2%を下回ったまま。原油価格の急落を一因に2018年終盤から2019年前半にかけて再び下振れた後、現在まで低水準にとどまっている。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。

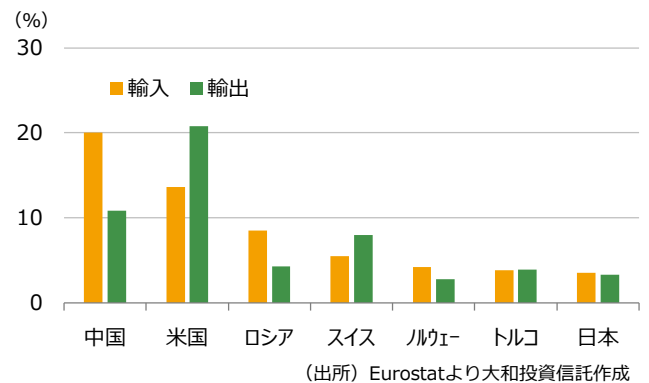
金融政策は2020年中据え置き

ECBの金融緩和余地は乏しい。2019年9月に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2020年を通じて据え置かれ、ドイツの長期金利は米国に連動したレンジ推移を見込む。ラガルド新総裁の下、ECBは2020年末の完了を目処に政策総点検を実施中。

Euro STOXX 50の推移



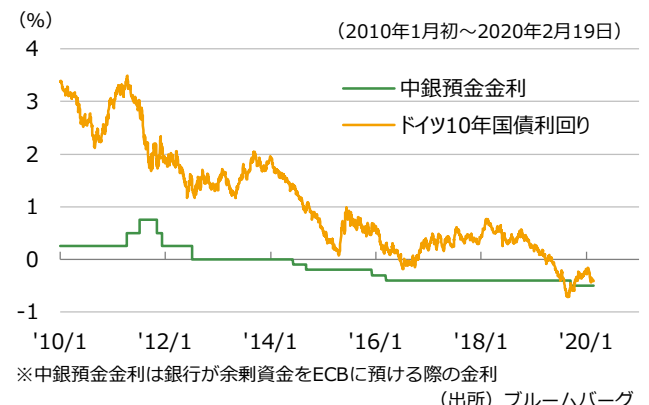
EUのEU域外貿易の主要相手国（2018年）



期待インフレ率



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

リスクオフでユーロ安が進行

2019年10-12月は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ため、ユーロ高・円安となった。ただ、ユーロ圏の低金利化でリスクオフのユーロ買い・米ドル売り圧力が弱まったため、ユーロ高・米ドル安は限定的となった。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が、2020年1-2月はリスクオフに傾き、対円・対米ドルでユーロ安が進んでいる。

米独金利差縮小でもユーロ安に

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、ユーロ安・米ドル高となった。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ことと、リスクオン局面でもユーロ高・米ドル安が限定的だったことが原因だ。2020年1-2月のユーロ安は、新型コロナウイルスへの懸念によるリスクオフと、ユーロ圏経済指標の弱さが原因と考えられる。

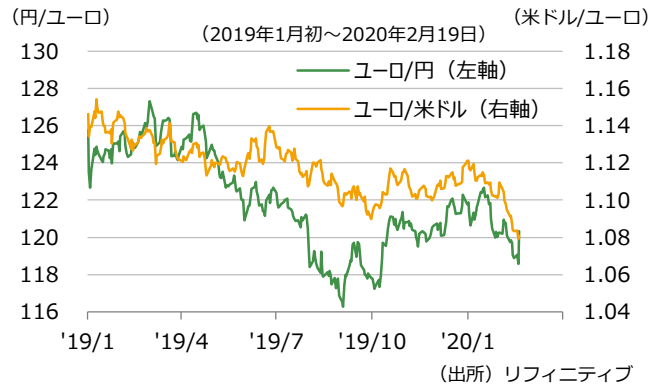
経済指標はユーロに逆風

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きつつある。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。

通貨先物のユーロ売りが拡大

米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、ポンドが買いの一方、ユーロは売りが拡大している。リスクオフが豪ドル、ポンド、ユーロの売りに作用し、英利下げ期待の後退がポンド買い、ユーロ圏経済指標の弱さがユーロ売りに作用しているだろう。リスクオンの動きを示唆する円売りの拡大、豪ドル売りやユーロ売りの縮小、ポンド買いの拡大は、今のところ見られていない。

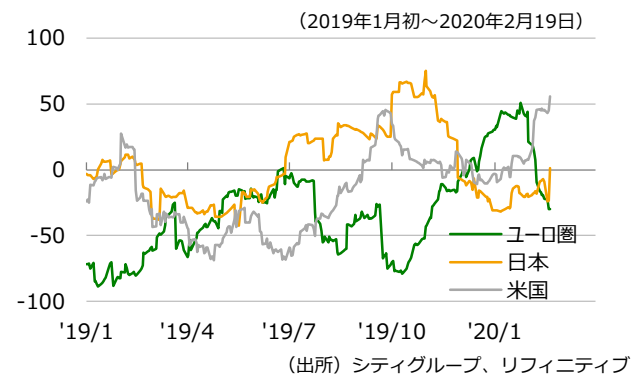
ユーロの対円相場と対米ドル相場



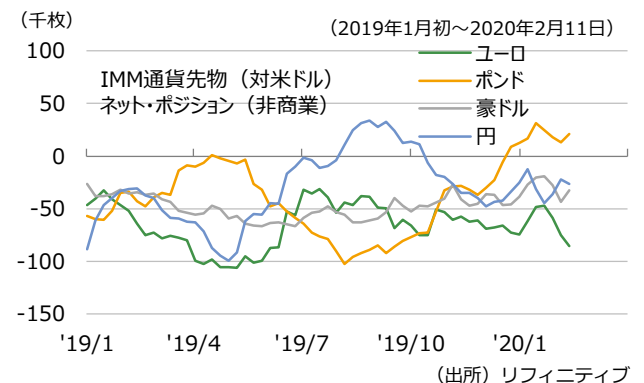
米独10年国債金利差とユーロ/米ドル



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

新たな貿易協定に係る懸念が重石に

1月末を以て英国はEUから離脱した。政治的不透明感の後退から、景況感指数は特にサービスで1月に大幅に改善した。しかし、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懸念やユーロ圏の低成長に鑑みれば、設備投資の回復は期待し難く、実質GDP成長率は当面1%前後での推移を見込む。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、労働市場には一部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

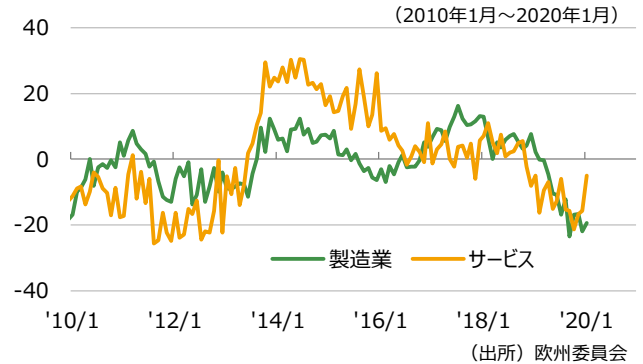
利下げ期待は温存

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、利下げ期待がにわかに高まったが、恐らくは景況感の改善を受けて、1月の金融政策委員会で利下げは見送られた。当面の利下げの可能性は後退したが、状況変化へのBOEの迅速な対応が確認されたことで、世界経済の下振れリスクが残る限り、利下げ期待は温存されよう。

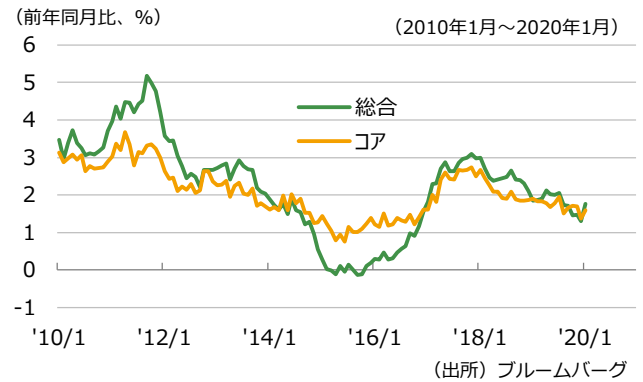
ポンド高に一服感

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。英利下げ期待によるポンド安圧力は後退したが、英経済成長は弱いままだ。英国が離脱の移行期間内にEUとの貿易交渉を完了できるとの見方が少ないこともあり、ポンド高は一時的には進みにくいだろう。

景況感指数



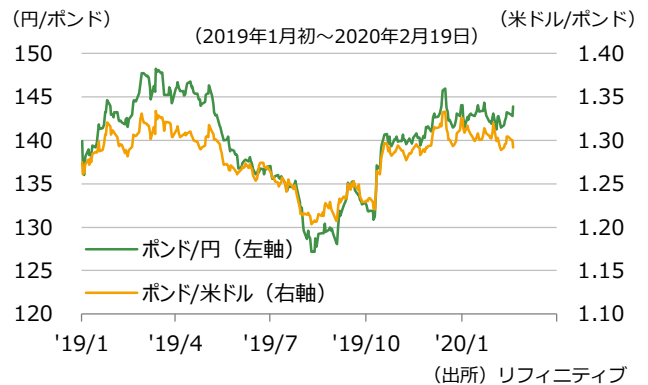
消費者物価指数

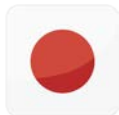


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

2020年はマイナス成長

10-12月期GDPは前期比年率▲6.3%と大幅に減少した。個人消費、住宅投資、設備投資が何れも前期比年率10%以上の急減。消費税率引き上げ後の需要の落ち込みは想定以上であった。1-3月期は新型コロナウイルスによる国内外の需要減、サプライチェーンの混乱、マインドの萎縮等を要因にゼロ成長を想定する。4-6月期以降はリバウンドを見込むが、2020暦年ではマイナス成長を避けられず。

サービス支出の抑制

消費活動指数は8、9月に駆け込み需要で上振れた後、10月は反動減に見舞われた。11、12月の戻りも小幅である。やや長めの期間で見た個人消費の基調の弱さや消費税率の引き上げに伴う負担軽減策にも拘わらず、10-12月期の下振れは大きく、台風や暖冬の影響も考えられる。1-3月期は反動の反動が期待されたが、新型コロナウイルスの広がりや、特にサービス支出が大幅に抑制される公算が大きい。

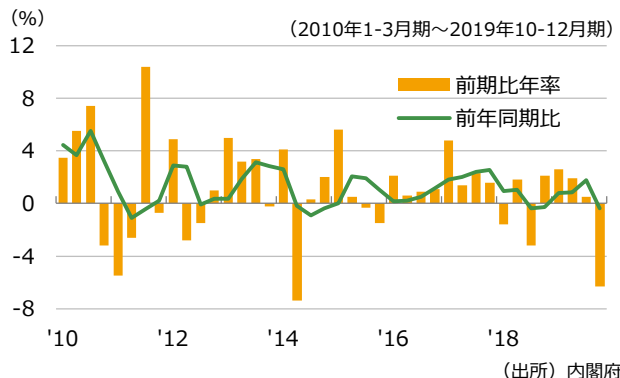
景気見通しに係るリスクは下振れ

景気見通しに係るリスクは下振れ。新型コロナウイルスは3月中には終息が見通せると想定するが、長引けば訪日外客数の一段の落ち込み、五輪の開催中止など影響は甚大に。世界経済の減速の長期化に伴う輸出の不振も、更なる在庫調整と設備投資の停滞をもたらそう。供給制約を考えれば、既に高水準で推移している公共投資の増加はさほど見込めず。大統領選挙後の米国経済に係る不透明感も大きい。

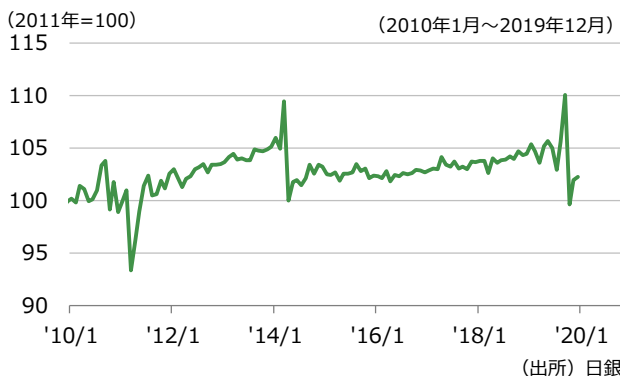
インフレ率は高まらず

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し続けたが、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。仮に供給要因で物価が押し上げられても、需要を抑制するため長続きせず。

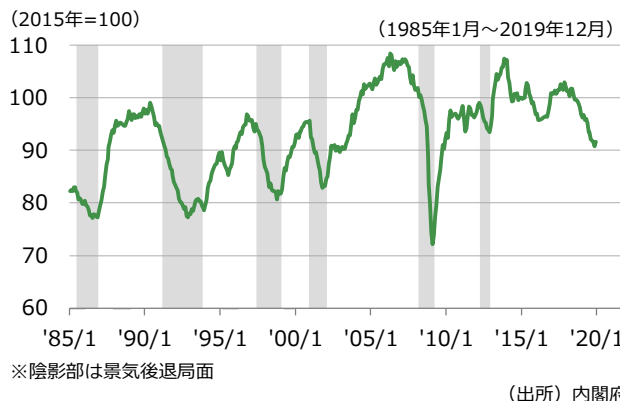
実質GDP



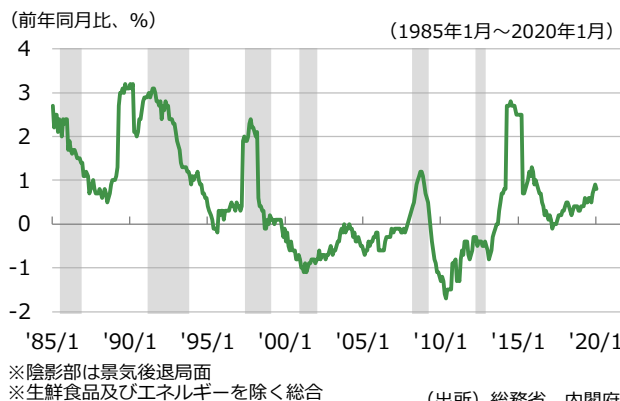
消費活動指数



景気先行指数



消費者物価指数





株式

年末予想は据え置き

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。新型コロナウイルスによる影響は先進国株式市場内で高位と想定されることに加え、日本国内における感染者数の増加も加わり、足元の不透明感は強い。しかし、我々は3月中には新型ウイルス問題の終息が見通せると想定し、年末予想は据え置く。

インバウンド需要の落ち込みはリスク

新型コロナウイルスによりまず影響が懸念されるのはインバウンド需要。2019年の訪日外国人旅行消費額（速報）は約4.8兆円、GDP（2019暦年・名目）対比で0.9%程度も、個別産業でみれば影響は大きくなる。2003年のSARSの際には日本で国内感染者が発生しなかったものの、訪日外国人は2003年4月～6月に前年同月比▲20～30%と落ち込んでおり、今回は前回以上の落ち込みが懸念される。

終息方向の確認で株価は反発へ

SARSの際には、2003年7月5日にWHOが終息宣言を出した後は訪日外国人数は急速に回復しており落ち込みは短期間に留まっている。一方、株式市場は2003年4月末をボトムに上昇に転じており、こちらは新規の感染者数の減少がきっかけとなった。WHOの終息宣言時には一旦の高値を形成しており、今回も終息報告に向かっていると市場が確信できるタイミングがポイントになると考える。

感染者数は高水準も加速はしていない

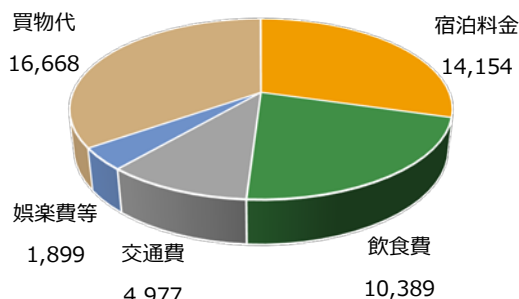
新型コロナウイルスの感染者数は中国による定義変更により数字の継続性が途切れているものの、全体としては高水準ながらも増加幅は低下気味である。国内企業の会社計画における同問題の織り込みは限定的とみられ、目先に業績修正が発表されるリスクはあるものの、グローバル及び日本における感染者数の低下がより明確化すれば市場は徐々に問題終息後を見に行くことになる。

TOPIXの推移



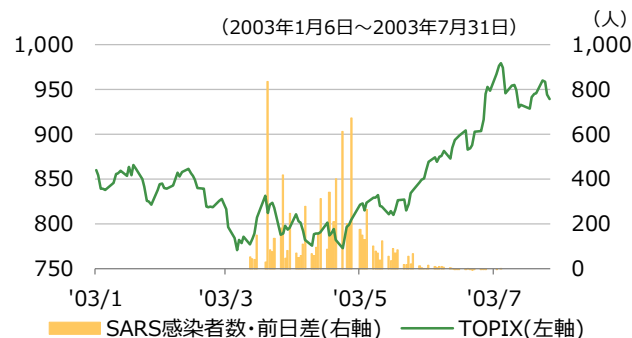
訪日外国人旅行消費額（2019年）

(億円)



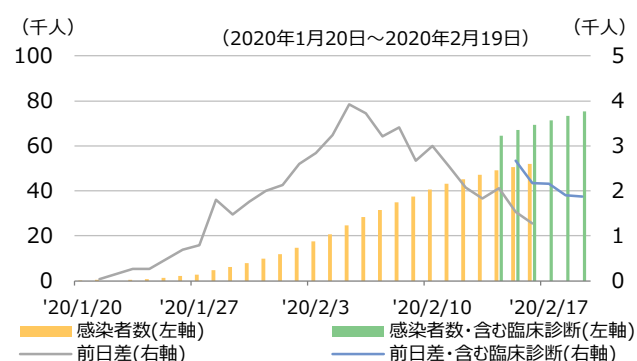
(出所) 観光庁より大和投資信託作成

SARS感染者数の推移とTOPIX



※感染者数はWHOが日次開示をしていた期間の値
(出所) WHO、ブルームバーグより大和投資信託作成

新型コロナウイルスの感染者数の推移



(出所) WHOより大和投資信託作成



債券・金利

実効的な金融緩和余地は乏しい

2019年後半は世界的に金融緩和が実施されたが、日銀は10月の会合でフォワード・ガイダンスを修正するに終わった。追加緩和にせよ金融政策の枠組みの変更にもせよ、議論は極めて技術的な色彩が強い。金融緩和の景気刺激効果が限定的な一方、マイナス金利、過度な金利低下の副作用を勘案すれば、仮に景気下振れリスクが顕在化しても、実効的な金融緩和余地はほとんどない。

長期金利は大勢レンジでの弱含み

10年国債利回りは再びマイナス圏での推移が定着しつつある。欧米と比較すると最近の低下が小幅であるのは、日銀の金融緩和余地の乏しさ、長期金利の過度な低下への日銀のけん制、大規模経済対策、質への逃避による米国債需要の高まり等が要因と考えられる。景気下振れリスクの下、長期金利の上昇には限界があり、大勢レンジでの弱含みを見込む。

リート

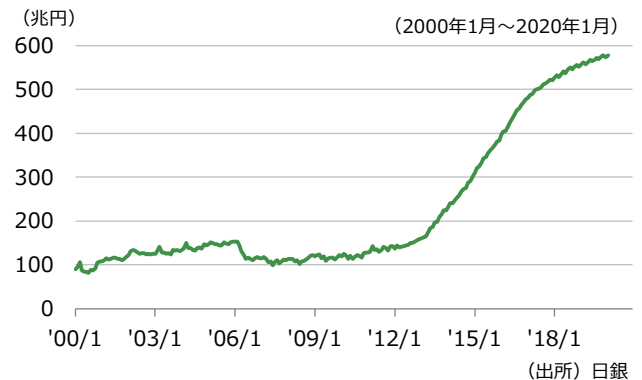
不動産ファンダメンタルズは良好

J-REITが保有する不動産のファンダメンタルズはおおむね良好で、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。新型コロナウイルスの感染拡大等によるホテル関連銘柄の業績への悪影響が懸念されるものの、J-REITの保有物件に占めるホテルの比率は10%以下（取得価格ベース）で、J-REIT全体への影響は限定的だ。

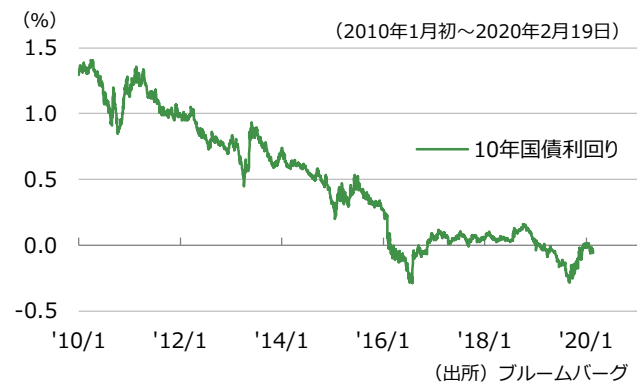
横ばい圏を想定

J-REIT市場は年明け以降多くの公募増資が発表され需給悪化が懸念されたものの、堅調な推移が続いている。一方で、J-REITの分配金利回りと10年国債の利回り差からみると上値余地も限定的だろう。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も限定的で、結果として年内は横ばい圏での推移を想定している。

日銀の総資産残高



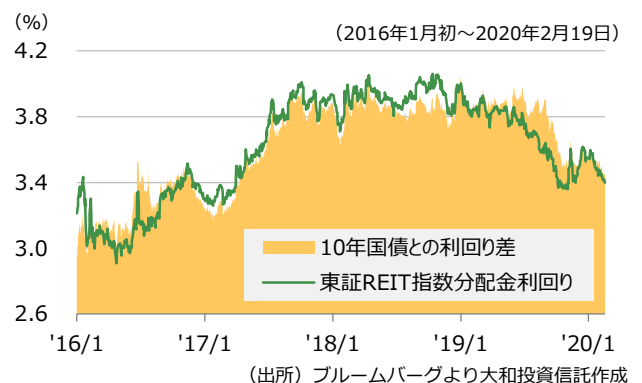
長期金利



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

米ドル高とクロス円上昇（円安）

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、「米ドル高」と「クロス円上昇（円安）」というリスクオンのパターンだった。だが、2020年1-2月は「米ドル高」と「クロス円上昇（円安）」となっている。相対的な米国経済の強さ・日本経済の弱さ、リスクオン（リスクオフの後退）が背景にある。

過去1カ月は対円で下落した通貨が優勢

過去1カ月間は、対円で下落した通貨が優勢に。中国発の新型コロナウイルス感染拡大がリスクオフの円高圧力となったためだ。リスクオフでは基本、新興国通貨や資源国通貨が売られやすい一方、円や米ドルが買われやすい。米経済指標が市場予想に比べて強めであった影響もあり、米ドルは比較的堅調だ。ただ、2月は株価が反発するなどリスクオフが緩和し、対円で上昇に転じる通貨が増えている。

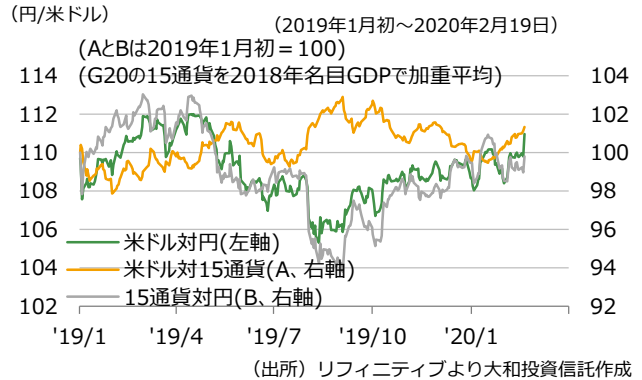
長期金利の動向が為替に反映されず

2019年9-12月は主要国の長期金利が上昇し、日本の金利に対して相対的に上昇したため、円安圧力となっていた。2020年1-2月の長期金利は、日本が頭打ちの一方で米国とドイツが反落しており、長期金利の動向からすると、円に対して米ドル安やユーロ安の圧力がかかっている。だが、各国の相対的な金利変化がさほど大きくないためか、金利が為替の動向に反映されておらず、米ドル高・円安に。

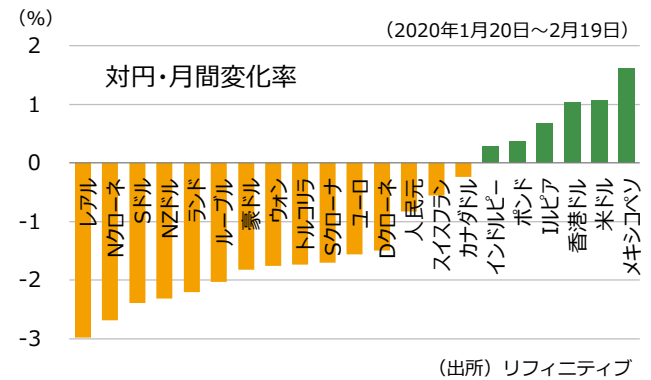
リスクオンの円安、リスクオフの円高

各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・通貨高の傾向にある。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。

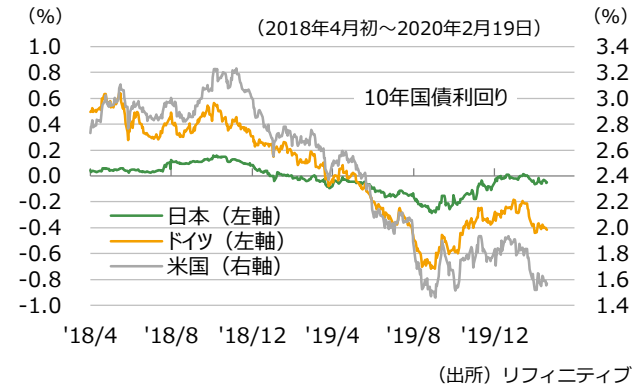
米ドル・円・他通貨の為替



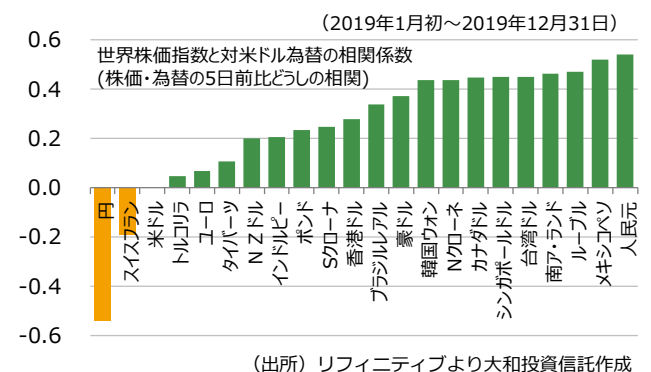
対円為替変動率（1カ月間）



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。現時点では、新型コロナウイルスの感染拡大がカナダ経済に与える直接的な影響は軽微だと見込むが、同問題が長期化・深刻化すればカナダ経済も無傷ではいられないため要注視。

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。

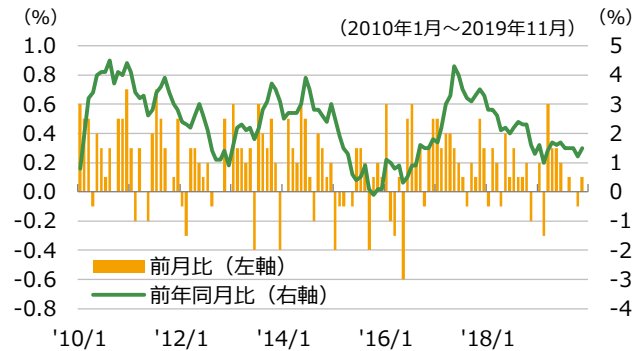
労働市場は底堅さを維持

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、基調としては労働市場は堅調さを維持しているとの判断である。積極的な移民の受け入れ（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が、2020年も雇用者数の増加傾向とともに失業率は低位で推移すると見込む。

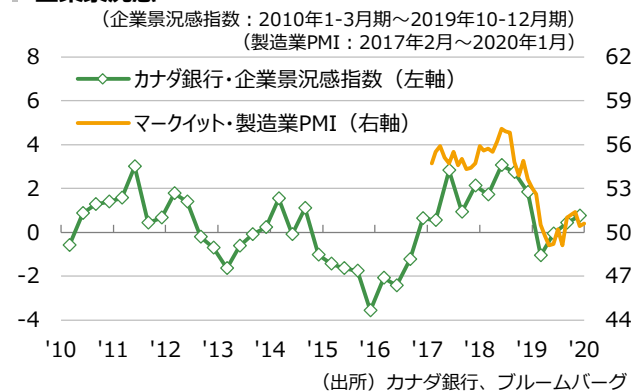
インフレ率は2%近傍での推移が継続

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。

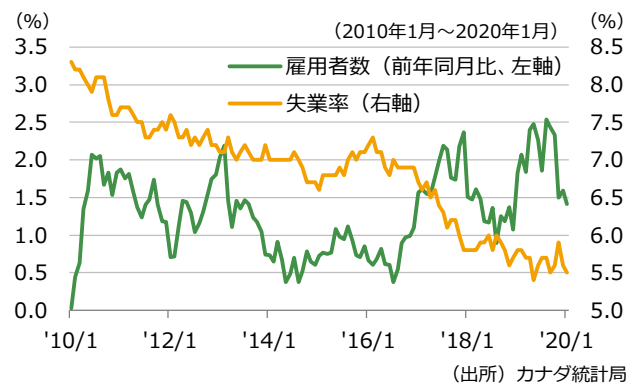
実質GDP



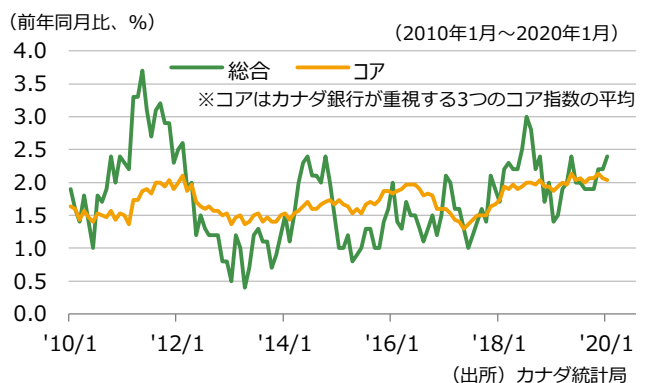
企業景況感



雇用者数変化と失業率



消費者物価指数





債券・金利

カナダ銀行は利下げに消極的

2019年以降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てきた。何度か保険的利下げの可能性に言及しているが、利下げによる短期的な経済の浮揚効果よりも、過度な金利低下による中長期的な債務の膨張に対する懸念の方が大きい模様。失業率が低位で推移しておりインフレ率の安定推移も見込まれる中、実際に利下げに踏み切る可能性は低いだろう。

長期金利は1%台半ばを中心とした推移

利下げに踏み切る可能性が低いとはいえ、利上げを再開でき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、どちらかといえば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、長期金利の上昇余地は限られよう。そのため、長期金利は政策金利を下回る1%台半ばを中心とした推移が継続すると想定している。

為替

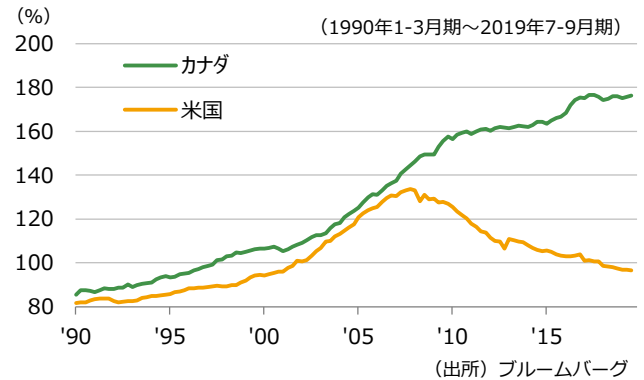
対米ドルでは横ばい圏での推移が続く

前述の通り、我々は米国とカナダの中央銀行がいずれも今年と来年を通して政策金利を据え置くと予想している。また、原油価格もWTIでおおむね50米ドル/バレル台での横ばい推移を想定している。金融政策の方向性や資源価格の動向に鑑みれば為替レートが一方向に大きく動く展開は見込みがたく、1米ドル=1.3カナダ・ドルを中心とした横ばい推移が継続すると予想する。

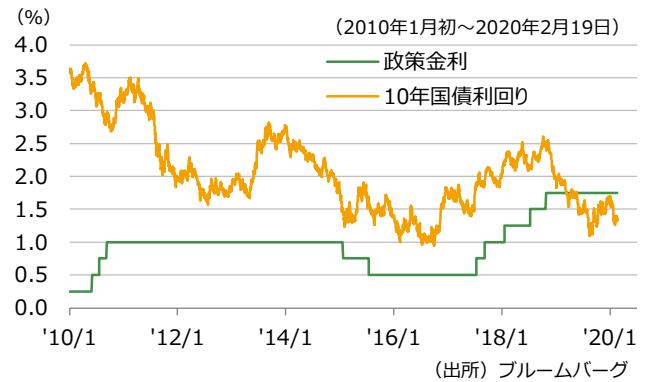
カナダ中銀の発するメッセージに注目

最近の金融政策会合における声明文や記者会見などの内容を振り返ると、為替レートが1米ドル=1.3カナダ・ドル近傍までカナダ・ドル高が進行した局面では、緩和的な金融政策スタンスを示すことによって過度な通貨上昇の抑制を狙っているようにも見受けられる。逆も然りであり、この観点からも為替レートは明確なトレンドが出づらくなっている。

カナダと米国の家計債務（対可処分所得比）



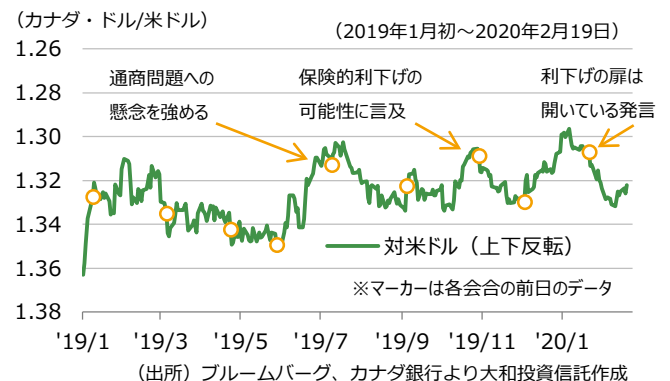
政策金利と10年国債利回り



カナダ・ドルの対円・対米ドルレート



カナダ・ドルと金融政策会合のタイミング





経済

景気回復シナリオは崩れず

大規模な森林火災や新型コロナウイルスの影響を加味し、2020年の成長率見通しを2.5%から2.2%へ引き下げた。もっとも、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いたことは確かであり、これら一時的な要因を除けば景気回復シナリオは崩れていない。財政政策や復興需要で相殺される部分も多く、2021年の成長率見通しは従来の2.4%から2.6%へ引き上げ。

住宅市場は回復へ

住宅価格指数は7四半期ぶりに前期比でプラスに転じた。前年同期比のマイナス幅も縮小に向かい、プラス転換も時間の問題に。住宅投資に半年程度先行する住宅建設許可件数は前年同月比でプラスに回帰。2019年にGDP成長率の押下げ要因となった住宅投資は、2020年後半以降は押し上げ要因として働こう。住宅価格の上昇が消費者心理の改善にもつながり、景気回復を後押しすることが期待される。

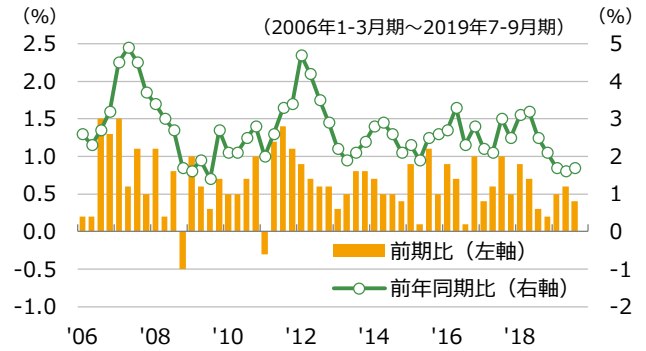
完全雇用への道は遠く賃金上昇率は緩慢

雇用者数は拡大傾向が続いているものの、労働力人口の増加によって相殺され、失業率は5%台前半で一進一退の動きとなっている。また、短期的には森林火災や新型コロナウイルスが採用活動に与える影響も懸念される。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、賃金上昇率も当面は緩慢な状態が続こう。

短期的なインフレ目標の達成に固執せず

賃金の上昇率が緩慢であるため、インフレ圧力は乏しい。インフレ率は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、短期的なインフレ目標の達成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



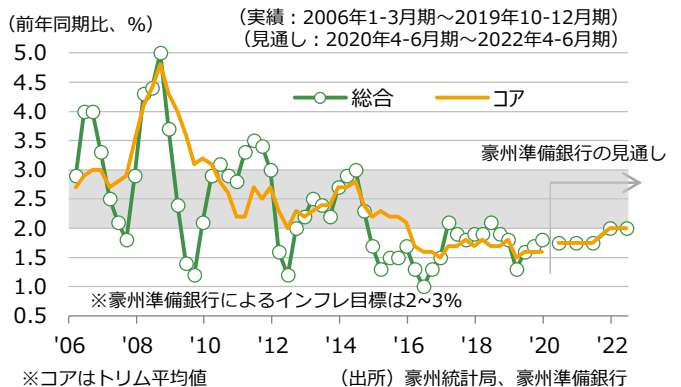
住宅建設許可件数と住宅価格指数



平均賃金と失業率



消費者物価指数





債券・金利

利下げ織り込みの後ずれが続く

RBAは2019年に3回の利下げを実施し、金融市場はさらなる利下げを見込んでいた。しかし、この数カ月間で景気回復の兆しが見え始め、RBAからも追加利下げに消極的なメッセージが発せられているため、金融市場の利下げ織り込みは後ずれしている。足元の森林火災や新型コロナウイルスの問題に対しては、金融政策よりも財政政策への期待が高まっており、追加利下げの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。

為替

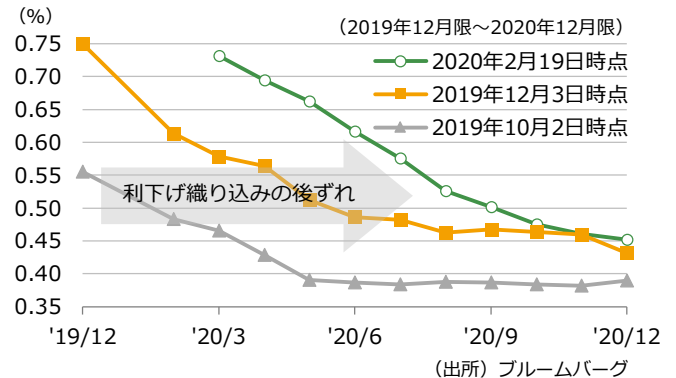
新型コロナウイルス問題の先を考える

年初からの豪ドル安進行の主な要因は大規模な森林火災と新型コロナウイルスの問題である。すでに森林火災はほぼ鎮火しており、残るは新型コロナウイルスだが、すでに中国本土における感染者数の増加が止まりつつあることから、同問題が終息した場合の展開を想定すべき時間帯に入っているのではないかと。これらの問題が起こる前の経済指標からは景気回復の兆しがうかがえた。

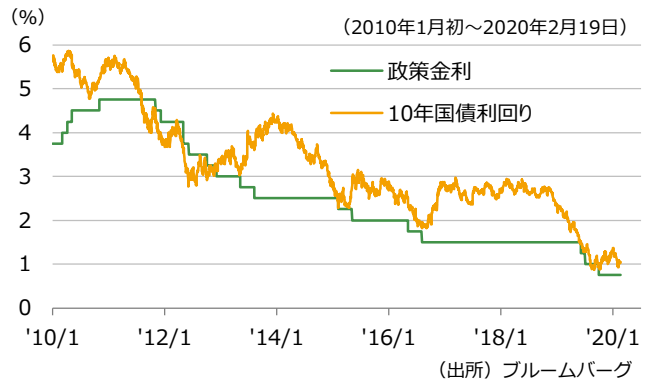
豪ドル上昇の条件は整いつつある

目先は中国向け輸出が低迷する可能性は排除できないが、中国が経済対策を打つことを考えれば、中国向け輸出の持ち直しが想定され、経常収支は黒字基調を維持しよう。また、景気支援の主役が金融政策から財政政策に移ろうとしているため、市場参加者の利下げに対する過度な織り込みが後退することも考えられ、これらは豪ドルの上昇を支援しよう。

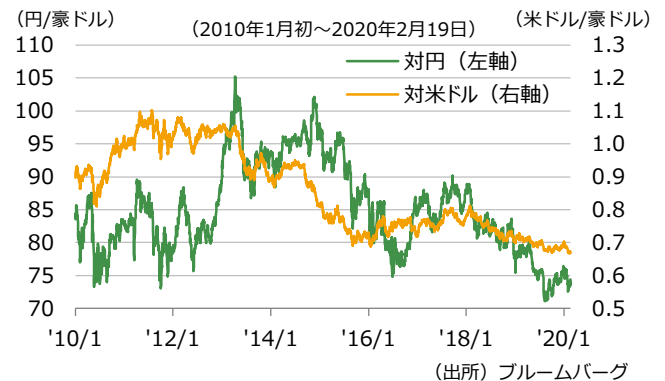
インプライド政策金利



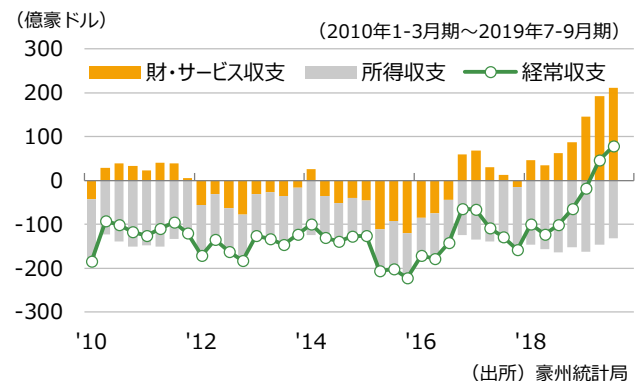
政策金利と10年国債利回り



豪ドルの対円・対米ドルレート



経常収支





経済

景気の一時的な下振れは回避できず

新型コロナウイルス感染確定患者数が増加する中、一部サービスの停滞や、工場の低稼働率などを受け、1-3月期実質GDP成長率は前年同期比4%台へ減速する可能性が高い。ただし、3月中には新型コロナウイルス問題の終息が見通せると想定し、3月から経済活動が持ち直し、4-6月期は「V」字回復を果たすと見込む。

本格的な生産活動の回復は3月以降

足元の低い電力消費や、主要沿岸部都市への弱い人口流入などは、生産活動の低迷を裏付けている。また、深刻なマスク不足も生産回復の足かせになる。主要都市府が、Uターン者に対して14日間の自宅隔離を求めたため、本格的な生産活動の回復は3月入り以降になり、1-3月期の第2産業GDP成長率は前年同期比3%前後の伸び率にとどまろう。

株式

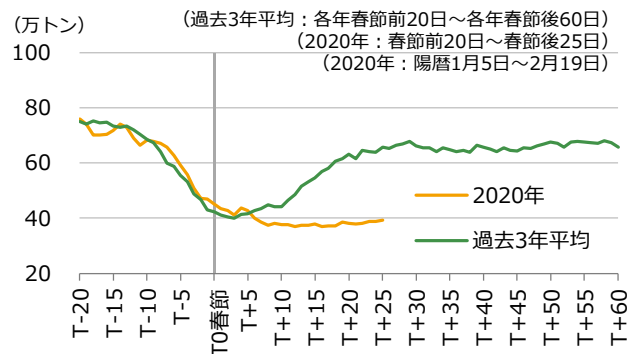
政府の株価支援策が奏功

新型コロナウイルスの拡散を受け、株式市場が大きく下落する場面があったが、政府の株価支援策が奏功し、年初来のMSCIチャイナインデックスは+1.9%の上昇を記録（2月19日時点）。中長期的には、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がおおむね底堅く、今後は、新型コロナウイルスによる混乱が年央まで長引かないかぎり、12カ月先の予想EPSが高水準を維持すると予想する。

バリュエーションは切り上げの余地あり

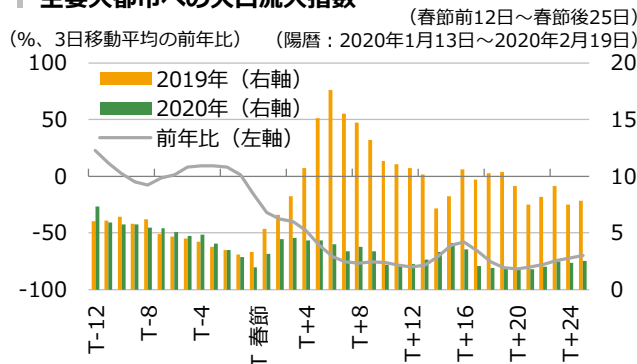
新型コロナウイルス拡散による一時的なリスク回避の動きで、春節休暇明けの株価は下落したが、主にバリュエーション切り下げが影響。今後は、緊急景気支援策への期待や、本土A株のMSCIインデックスへの組み入れ拡大などが支えとなり、PERは中期的に1.5σ（標準偏差）の13.5倍まで拡大すると見込む。

火力発電所（六大発電会社）の石炭消費量



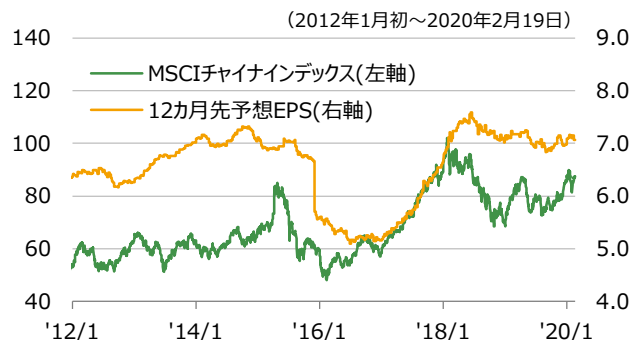
(出所) WINDより大和投資信託作成

主要大都市への人口流入指数



※主要大都市には、北京、天津、上海、広州、深セン、瀋陽、南京、蘇州、広州、東莞を含む。(出所) BAIDU算出の指数により大和投資信託作成

中国株価指数およびEPSの推移



(出所) リフィニティブより大和投資信託作成

MSCIチャイナ12カ月先PERの推移



(出所) リフィニティブより大和投資信託作成



債券・金利

慎重な金融緩和のスタンスは変わらず

新型コロナウイルスの影響を和らげるために、中銀の利下げ幅は従来予想より拡大しようが、ディレバレッジの中長期方針は変わらず、大幅利下げとは一線を画すだろう。慎重な金融緩和のスタンスは変わらず、2020年における利下げ幅は（1年物MLF金利）、0.25%ポイントにとどまろう。

国債金利はレンジ推移を見込む

春節休暇明けの取引再開においては、中銀が流動性供給拡大、公開市場操作の金利引き下げなど、市場安定化に努めたことで、金利は急低下。利下げ余地が限定的であることや、低水準の長短金利差などを受け、金利低下余地は限定的な一方、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、レンジ推移を見込む。

為替

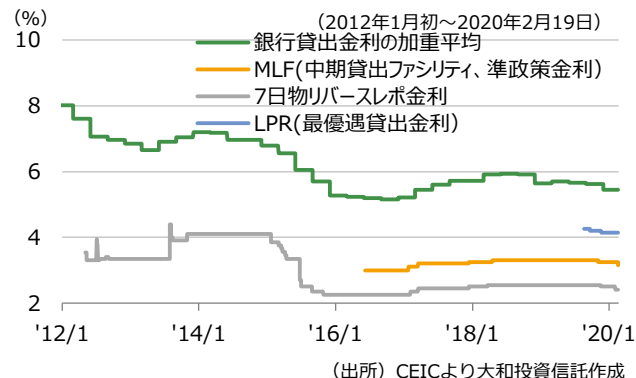
対米ドルで緩やかな上昇基調を辿る

新型コロナウイルスの懸念拡大の中でも、当局の金融市場への緊急支援策が奏功し、為替市場は底堅く推移している。中期的には、米中貿易摩擦が小休止したことや、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いことなどから、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

新型コロナウイルスによるリスクオフ場面でも、外国人投資家による本土の証券投資は買い越し基調となっており、センチメントの大崩れは見られず。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



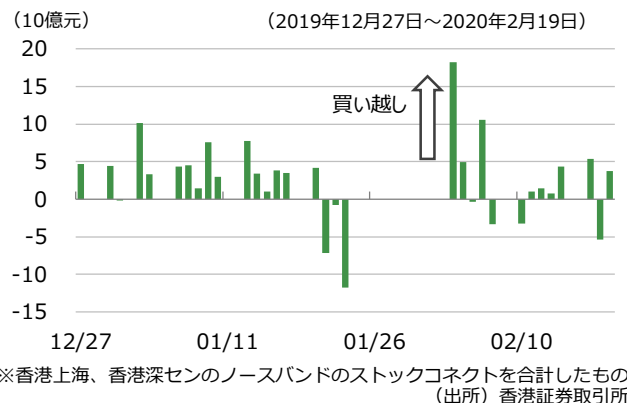
債券市場金利および長短金利差



人民元の実効為替レートおよび対米ドルレートの推移



香港ストックコネクトによる中国株のネットフロー





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。

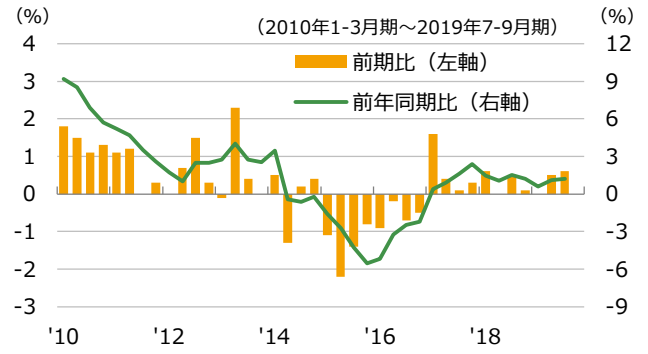
外部環境の悪化は経済の下振れリスク

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。直近では、新型コロナウイルスの問題によって中国向け輸出が一段と減少するリスクが高まっており、内需の底堅さとは対照的に外需は下振れリスクが高まっている点に留意が必要。

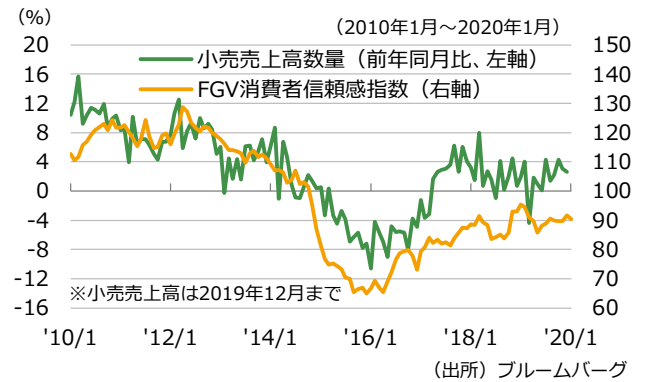
産油量の拡大が続く

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。

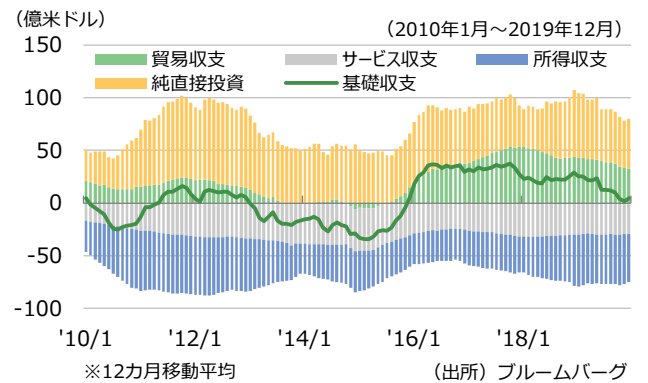
実質GDP



小売売上高と消費者信頼感指数



国際収支



産油量





債券・金利

利下げサイクルは停止

ブラジル中央銀行は2020年2月に政策金利を4.50%から4.25%に引き下げ、これをもって2019年後半から続けてきた利下げサイクルの中断を示唆した。当面は政策金利を据え置き、これまで実施した利下げの効果を見極める時間帯になるだろう。すでに利下げの効果が表れ始めている部分もあるほか、通貨安圧力が高まっていることなどに鑑みれば、利下げを再開するハードルは相当に高い。

インフレ圧力は高まらず

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

新型コロナウイルスを受け安値切り下げ

2019年9月以降、為替レートが1米ドル=4.2リアルに近づく局面では、ブラジル中央銀行が為替介入を実施して通貨を下支えしてきた。しかし、新型コロナウイルスの問題からブラジル経済への影響を勘案し、リアル安の進行を容認する格好となったようだ。直近では、1米ドル=4.4リアルに近づく局面で再び為替介入を実施しており、目先はこの水準がリアルの安値めどとして意識されやすくなるだろう。

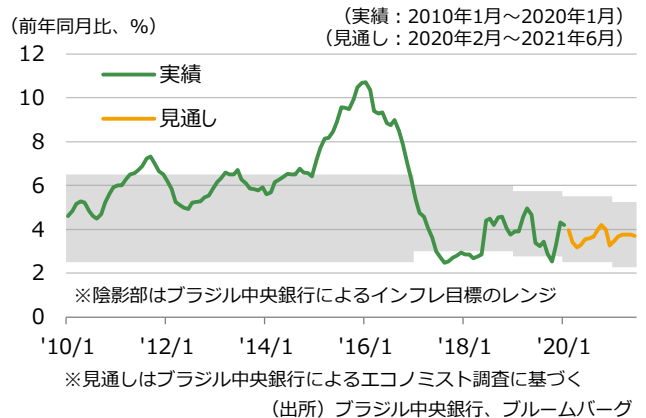
経済改革の進展が待たれる

新型コロナウイルス問題が終息すればリアルの買い戻しが期待されるだろうが、昨秋以降は為替介入によって通貨が支えられていた側面が強いため、反発は限定的なものにとどまるだろう。中期的には経済改革の進展がブラジル経済への投資や金融市場への資金流入につながりリアルの上昇を後押しすると想定しており、その進捗状況を注視したい。

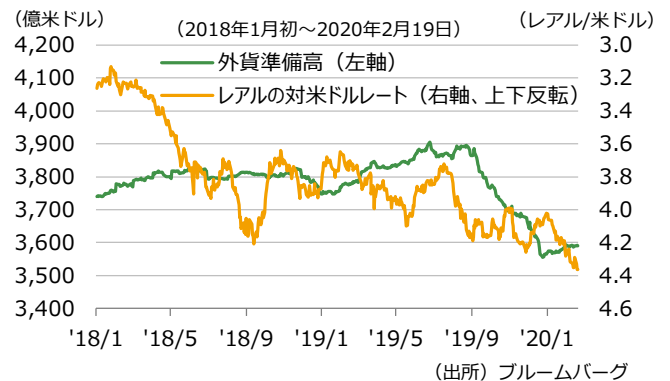
政策金利と5年国債利回り



IPCAインフレ率



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

2020年入り以降は、米中貿易摩擦の影響が幾分か和らぐことや、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。新型コロナウイルスの影響に関しては、観光業の割合の大きい個別国を除いて、一時的なものにとどまり、事態終息につれ、輸出など中国関連の経済活動がリバウンドする可能性が高い。

新型コロナウイルスは観光国家に打撃

新型コロナウイルスの感染拡大は、観光強国に直接的な打撃を与え、タイ、シンガポールなどへの景気下押し圧力は高まろう。感染状況が終息に向かっても、自粛ムードの改善には時間が必要で、影響は長期化しやすい。一方で、資源価格や中国向け輸出は、リバウンドしやすく、これらに起因する景気下押し圧力は、限定的だろう。

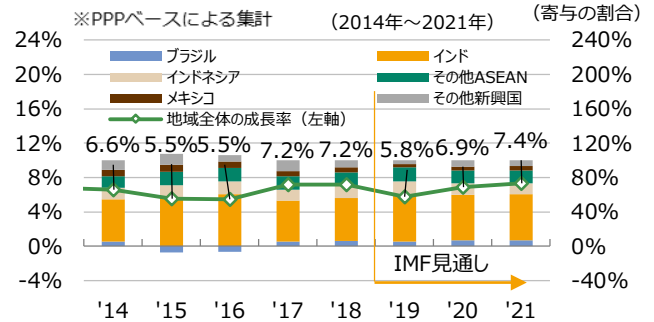
新興国の低金利環境も長引く

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。新型コロナウイルスの悪影響を懸念して、先手を打って追加利下げを行う国が増加し、政策金利の深掘りが進む可能性が高い。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あると予想する。

新型コロナウイルスの影響は一時的

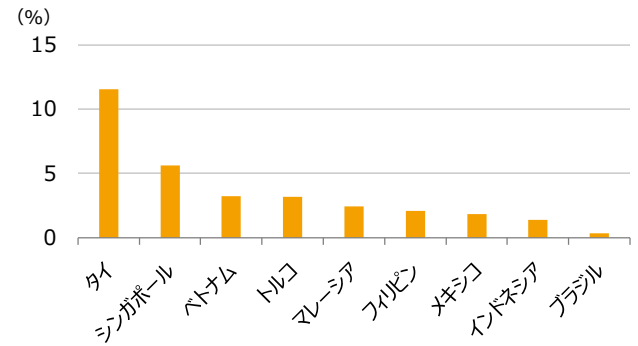
米中貿易摩擦の影響に関しては、足元影響が出尽くし、主要新興国の輸出金額は前年比伸び率が安定してきたものの、新型コロナウイルスの影響を受け、貿易活動の冷え込みは回避できないだろう。ただし、影響は一時的なものにとどまると考えられ、むしろ事態終息につれ、力強いリバウンドも期待できよう。

主要新興国（除く中国）の経済成長見通し



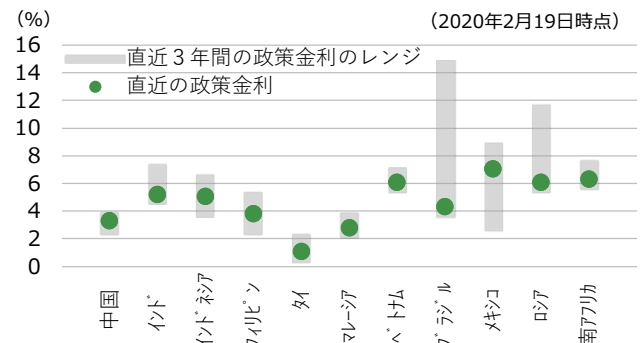
※その他新興国は、トルコ、南アフリカが含まれ、その他ASEANはマレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムが含まれる。
(出所) IMFより大和投資信託作成

GDPに占める観光業の割合



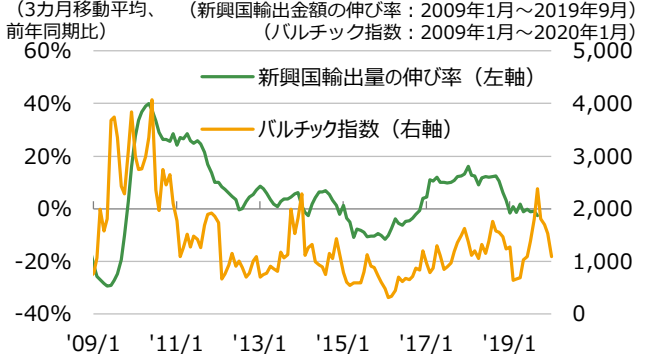
※2016～2018年の平均。インドネシア、ベトナムは2016～2017年の平均。
(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

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

景気支援策への期待が支え

2019年は、マレーシア、タイを除く多くの主要新興国で、通年で株価が上昇した（MSCIベース）。新型コロナウイルスの感染拡大を受け、アジア新興国を中心に一時的に大きく下落する場面もあったが、中国および各国の景気支援策への期待が高まり、センチメントの改善につながった。

株価上昇にはさらなるカタリストが必要

新興国株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。

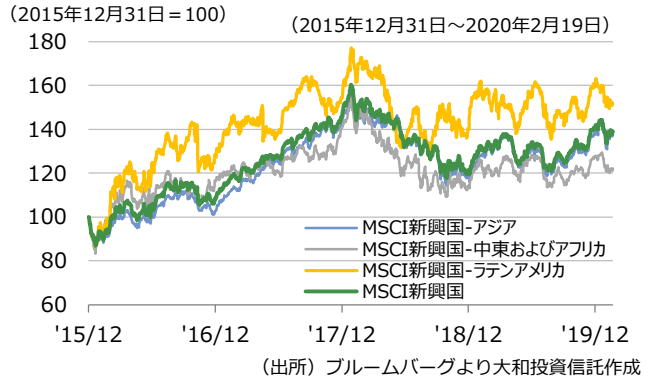
企業業績面ではやや暗雲

新興国の企業業績に関して、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は、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、2019年12月以降の上昇がはく落し、やや暗雲が垂れ込める展開。中国景気に不確実性が高いなか、中国および各国の景気支援策が期待通りに発表されれば、企業業績への下押し圧力は緩和されよう。

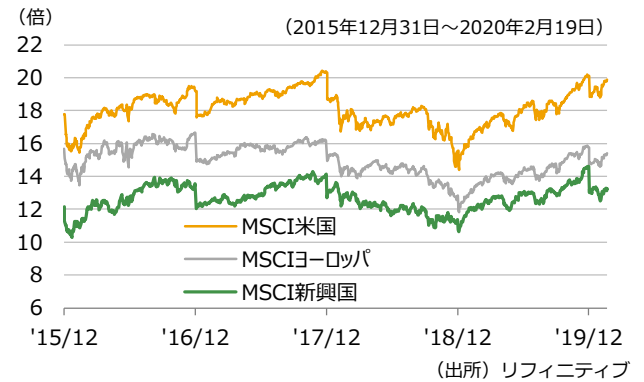
個別国では選別化が進む

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の割高感は一時的に抑制された。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。

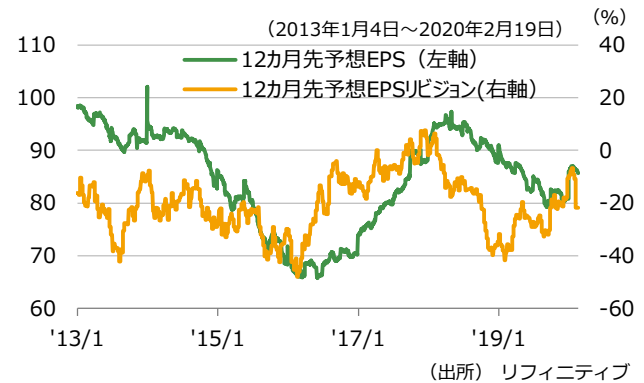
新興国の株式市場の推移



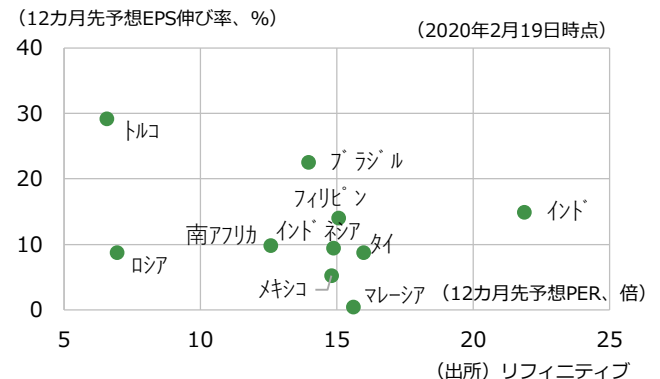
世界各地域の12カ月先予想PERの推移



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

直近はリスク回避で買われる

2019年の新興国債券市場は、各国の利下げの恩恵を享受して好調な動きとなり、トータルリターンは、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、株式市場を上回った。新型コロナウイルスによるリスク回避の動きの中でも、上昇傾向となり、株式等のリスク資産とは一線を画す展開。

2020年は選別化が進む

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

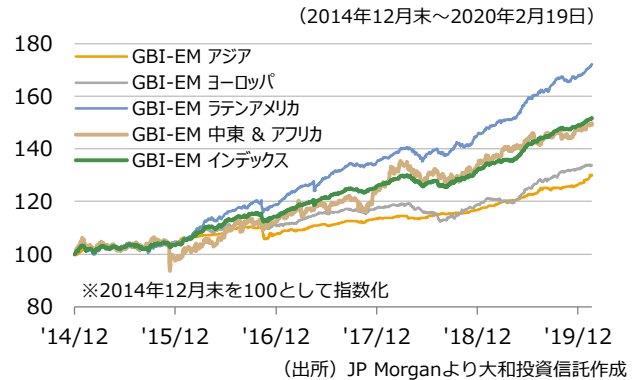
香港を除いておおむね堅調

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、新型コロナウイルスの影響から、回復にはしばらく時間がかかると見ている。

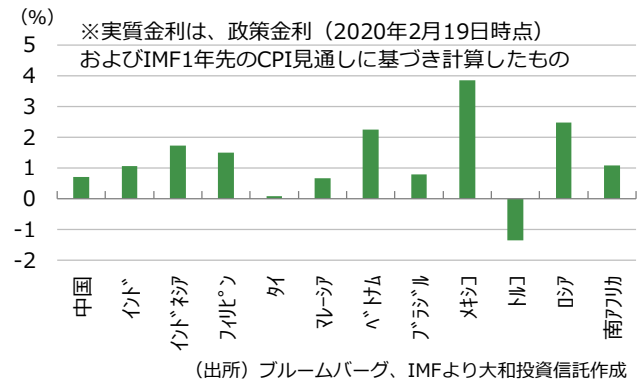
金利上昇リスクの後退に安心感

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。また新型コロナウイルスの影響から長期金利の上昇が抑えられやすいことはリート市場にはポジティブに働こう。

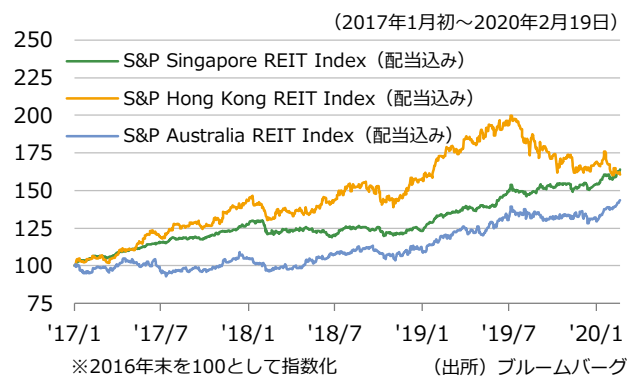
新興国の債券市場の推移



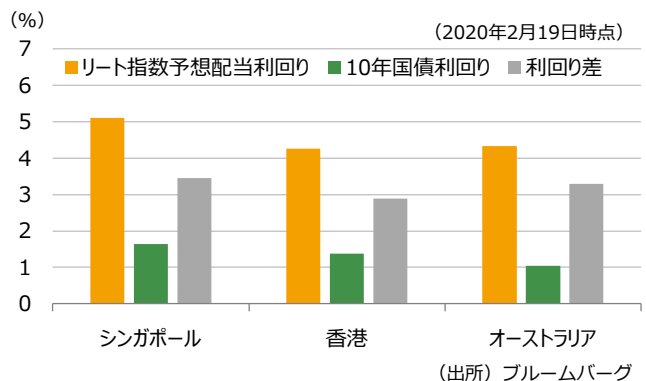
主要新興国の実質金利



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

リスク回避局面でも下落幅は限定的

新型コロナウイルスによるリスクオフの局面では、観光強国のタイ、シンガポール、資源国のブラジルなど、直接的な影響を受けやすい国などにおいて、通貨の下落が見られたものの、下落幅は限定的。タイやロシアなどを除いて、回復の余地が大きいことや、2020年は米ドルが小幅下落し、人民元が上昇するとの想定など、外部環境が良好と見込まれる中、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はまちまちである。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、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、グローバルなリスクオフなどの外部ショックへのセーフティー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に

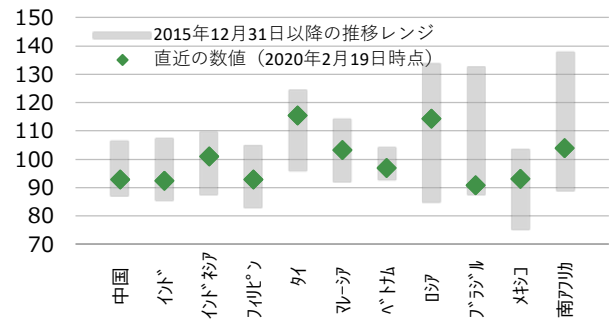
主要新興国通貨は、米ドルの動きの影響を最も受けることに変わりはないが、近年は人民元との相関が高まっており、特に2018年はその傾向が強かった。2019年は個別要因で変動した国を除いて、高い相関がおおむね維持されている。今後人民元の緩やかな上昇が新興国通貨の支えになると見込む。

ボラティリティは低下傾向

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

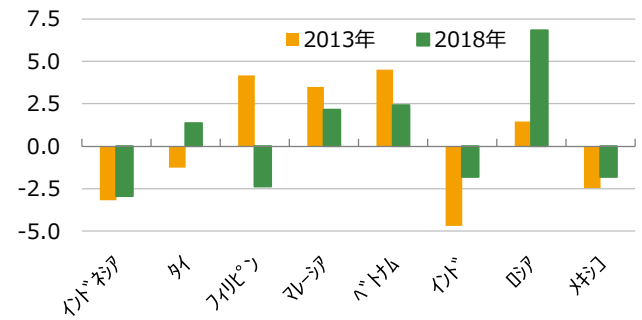
※縦軸は、2015年12月31日=100



(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)

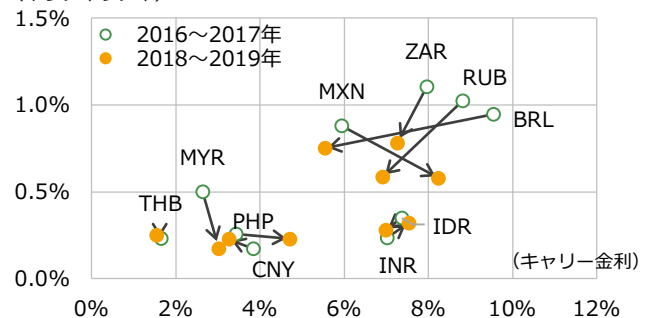
(2014年1月1日~2019年12月31日)

	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イールドの平均値

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のが想定される。世界経済が腰折れる可能性は低いが、景気回復も緩慢なものに留まる公算が大きく、需要見通しの大幅な改善は見込みがたい。一方、協調減産を続けているOPECプラスには増産したいと考えている国が多く、原油価格が上昇すれば協調体制は緩むことになる。

ポジションの偏りはおおむね解消

年初の中東情勢をめぐる地政学リスクの高まりを背景に、非商業部門のポジションは買い越しに傾いていた。新型コロナウイルスの感染拡大への懸念から原油価格は下落したが、ポジションの解消が下落に拍車をかけた側面もある。すでにポジションの偏りもほぼ解消されており、新型コロナウイルスの問題はあくまでも一時的との認識が定着している現状では、売りポジションを膨らませる動機は乏しい。

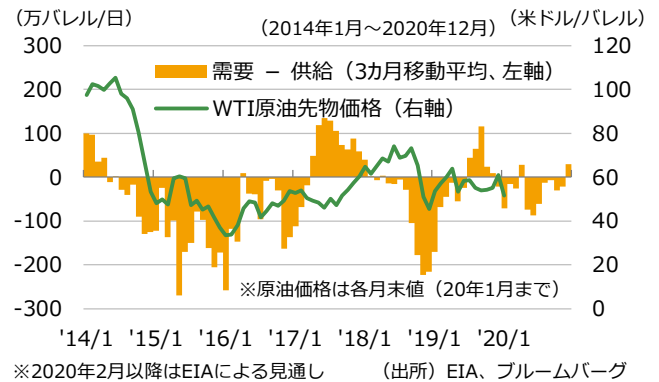
シェールの損益分岐点は50米ドル台前半

WTI原油の期先物（第60限月）は米国のシェールオイルの損益分岐点におおむね沿った推移であり、基本的に期近物はその水準を中心とした動きを示している。足元の損益分岐点は平均でおよそ50米ドル/バレル台前半であり、50米ドルを大きく下回れば産油量が減少に向かうことが意識されやすくなるだろう。需要見通しが持続的に下方修正されるような局面でなければ、50米ドル割れは定着しづらい。

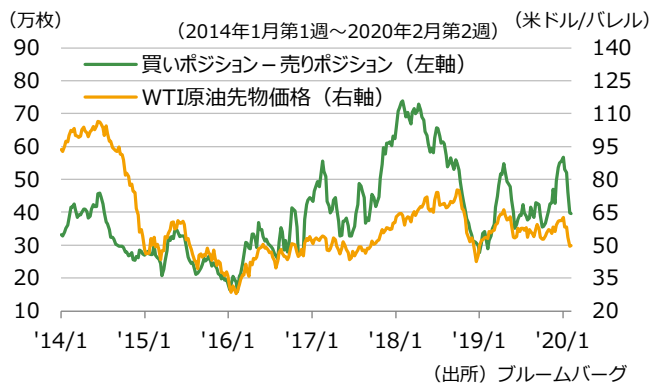
WTIは50米ドル台中心の推移を予想

2020年のWTI原油先物価格は50米ドル/バレル台を中心とした推移が続こう。地政学リスクの高まりによる供給不安等で60米ドルを上回れば、OPECプラスによる協調減産の緩和や米国の増産見通しが上値を抑えよう。逆に、50米ドルを下回ればOPECプラスによる減産幅の拡大や米国の減産が意識され、下値を支えよう。結果的に60米ドルを超えと50米ドル割れは長期化しないと考えている。

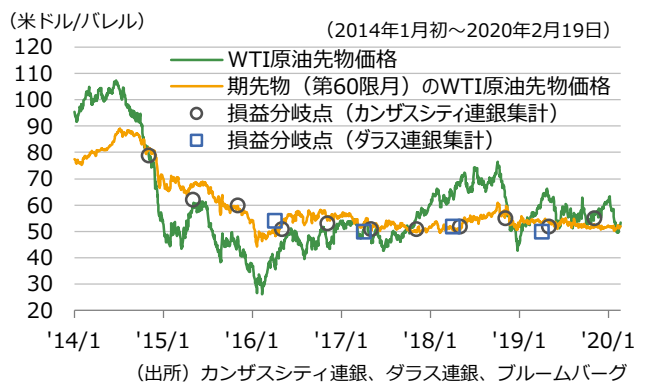
原油需給バランスと原油価格



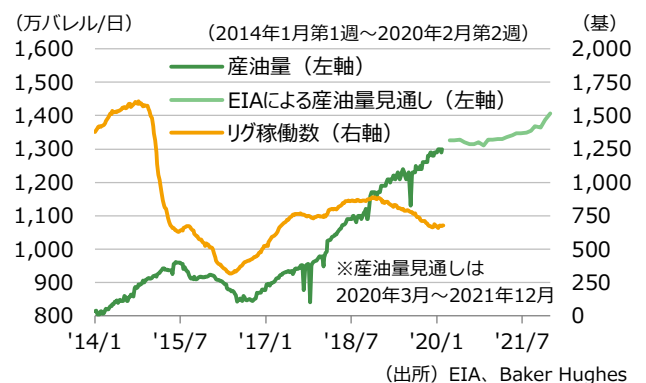
非商業部門の原油先物ネットポジションと原油価格



原油価格と米国のシェールオイルの損益分岐点



米国の産油量と原油掘削リグ稼働数





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。現状の金利水準やポジション動向などに鑑みれば、今後の金価格は上値の重い展開を見込む。

ポジションの偏りが目立つ

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い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。

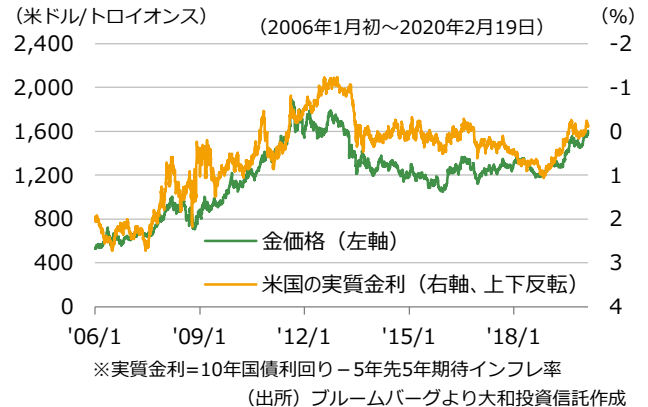
中央銀行の購入は下支え要因

米ドルの信認低下や世界的な低金利環境などを背景に、各国の中央銀行が金の保有を拡大させており、金価格の下支え要因になっている。金価格が低迷していた2018年後半から2019年前半には金の純購入額が増えたものの、金価格が上昇した2019年半ば以降は購入ペースが鈍っている。中央銀行による購入は金価格の下支え要因になっているものの、積極的に上値を追う買い主体ではなさそうだ。

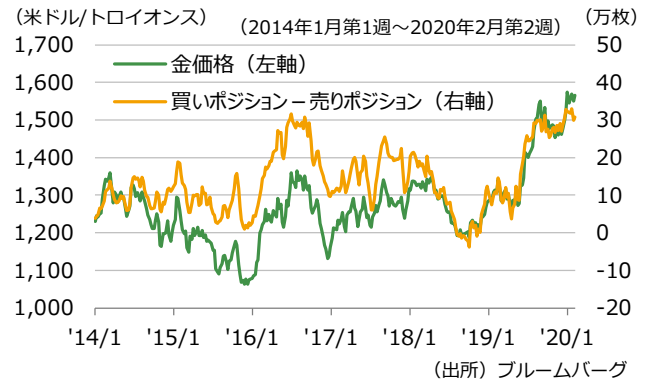
リスクに備えて一定程度の需要は続く

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、金ETFへの資金流入の傾向は続いている。株高の中でも投資家は先行きを楽観しているわけではなく、偶発的なリスクオフや将来の景気後退に備えているようだ。結果、株高と金高が併存している。経済成長率が加速し、実質金利が上昇するような局面にならなければ、株高の中でも金価格は底堅く推移することになるだろう。

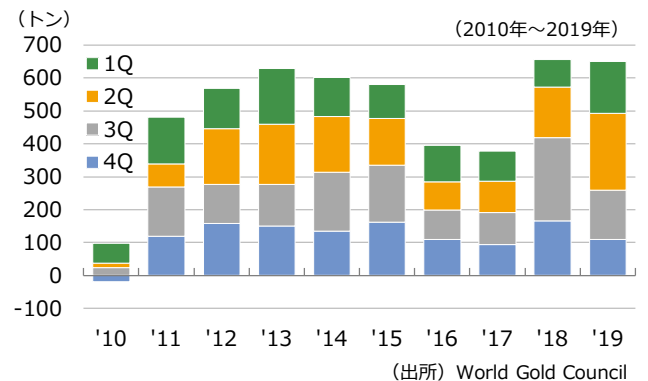
金価格と米国の実質金利



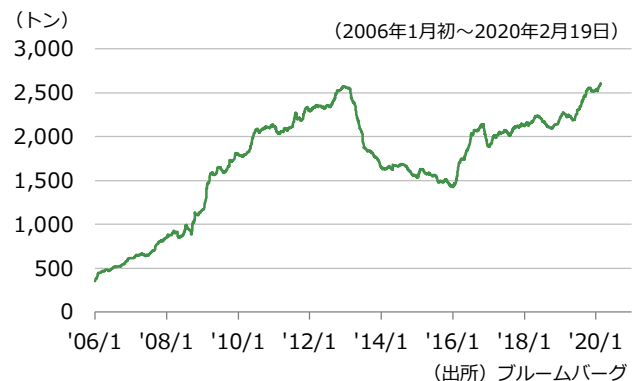
金価格と非商業部門の金先物ネットポジション



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
新型コロナウイルスが終息せず	中	大	大	中国の景気停滞が長期化し、中小企業破綻の深刻化がシステミックリスクへ発展する。新興国の金融市場ではリスク回避から全面安が進行するだけでなく、観光業の落ち込み、コモディティ価格の低下、輸出の低迷などを通じて実体経済へのダメージも強まろう。金融緩和が相次ぎ、リスク回避と相まって先進国の債券利回りは急低下。株式市場にとっては金融市場のセンチメント悪化、中国を中心とするグローバルな生産活動の停滞、感染者が発生した国における消費活動の低下等が予想される。先進国株式市場への影響は日本→欧州→米国の順に大きくなる。
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な反応を予想。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強まる。FRBは継続的な利下げ局面入り、先進国の債券利回りは総じて低下。バ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。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。為替はリスクオフの円安が進行。
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。株主還元への制約、トランプ減税の巻き戻しなどが意識されることとなり、株価は下落で反応しよう。為替はリスクオフの円高が進むことになろう。

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

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		2/19	1か月	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	3.15%	-0.10	-0.15	0.05
ブラジル	セリック・レート	4.25%	-0.25	-2.25	-8.75
英国	バンク・レート	0.75%	0.00	0.00	0.50
インド	レポ金利	5.15%	0.00	-1.10	-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	7.00%	-0.25	-1.25	0.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	6.00%	-0.25	-1.75	-4.00
トルコ	1週間物レポ金利	10.75%	-0.50	-13.25	2.75

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		2/19	1か月	1年	3年
米国		1.57%	-0.26	-1.07	-0.85
ドイツ		-0.42%	-0.20	-0.52	-0.72
日本		-0.05%	-0.05	-0.02	-0.14
カナダ		1.36%	-0.21	-0.53	-0.35
豪州		1.04%	-0.14	-1.10	-1.77
中国		2.89%	-0.20	-0.24	-0.48
ブラジル		6.85%	-0.29	-2.18	-4.50
英国		0.60%	-0.03	-0.57	-0.61
インド		6.39%	-0.24	-0.98	-0.47
インドネシア		6.52%	-0.32	-1.47	-1.02
メキシコ		6.54%	-0.32	-1.76	-0.89
ロシア		6.07%	-0.18	-2.39	-2.24
トルコ		10.83%	0.22	-3.84	0.06

株価指数		直近値 期間別変化率			
		2/19	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	29,348	0.0%	13.4%	42.3%
	S&P500	3,386	1.7%	21.8%	44.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,865	1.5%	19.3%	16.8%
日本	日経平均株価	23,401	-2.7%	9.8%	21.7%
	TOPIX	1,672	-3.7%	4.1%	8.2%
中国	MSCI中国	87.37	-2.7%	9.4%	33.9%
インド	MSCIインド	1,389	-1.0%	13.3%	31.6%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,977	-5.9%	-4.0%	13.4%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		2/19	1か月	1年	3年
米ドル		111.37	1.1%	0.7%	-1.3%
ユーロ		120.35	-1.5%	-4.1%	0.5%
カナダ・ドル		84.24	-0.1%	0.6%	-2.2%
豪ドル		74.35	-1.8%	-6.2%	-14.0%
人民元		15.88	-1.0%	-3.2%	-3.6%
ブラジル・リアル		25.51	-3.6%	-14.1%	-30.0%
英ポンド		143.89	0.4%	-0.4%	2.8%
インド・ルピー		1.56	0.4%	0.4%	-7.5%
インドネシア・ルピア		0.81	0.6%	3.3%	-4.0%
フィリピン・ペソ		2.18	0.8%	2.7%	-3.7%
ベトナム・ドン		0.48	0.8%	0.5%	-3.2%
メキシコ・ペソ		6.00	1.6%	3.8%	8.6%
ロシア・ルーブル		1.75	-2.0%	4.1%	-9.3%
トルコ・リラ		18.31	-2.2%	-12.5%	-41.0%

リート		直近値 期間別変化率			
		2/19	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,102	2.5%	15.8%	30.1%
日本	東証REIT指数	2,243	3.9%	21.6%	25.0%

商品		直近値 期間別変化率			
		2/19	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	53.29	-9.0%	-5.0%	-0.2%
金	COMEX金先物価格	1,608	3.0%	20.0%	29.9%

※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

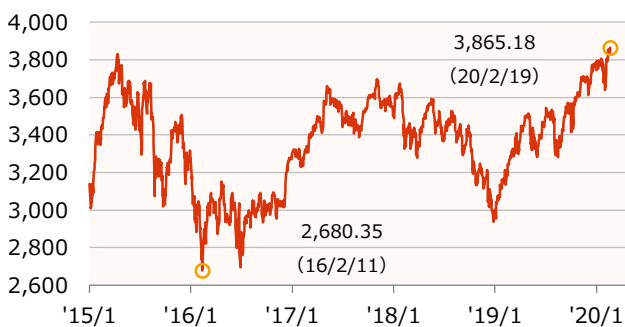
NYダウ



S&P500



STOXX 50



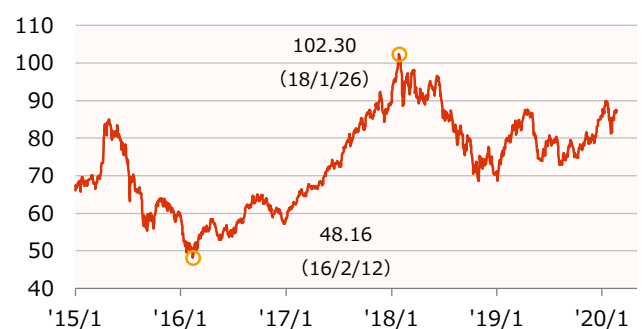
日経平均株価



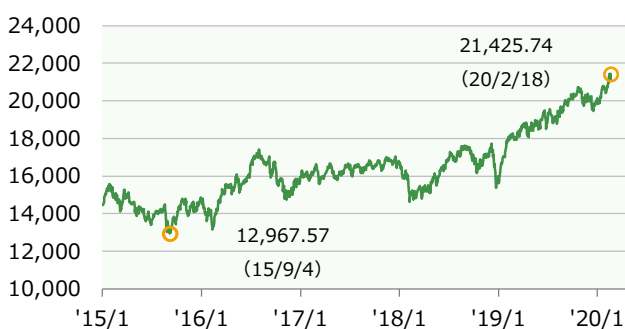
TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証RETI指数 (配当なし)

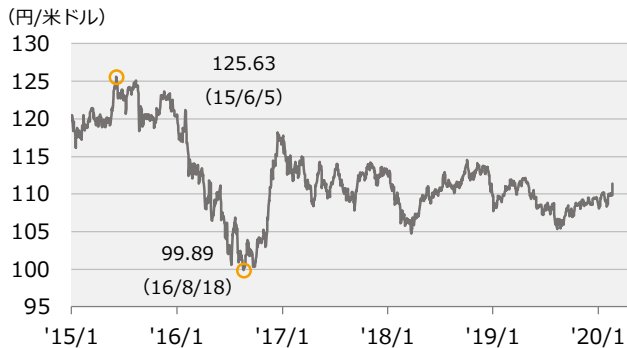


※グラフの期間は2015年1月初～2020年2月19日

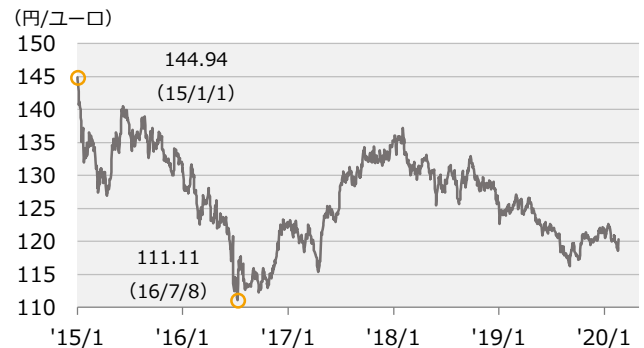
(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

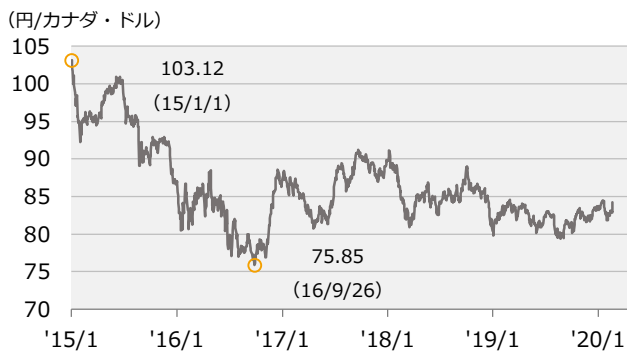
米ドル



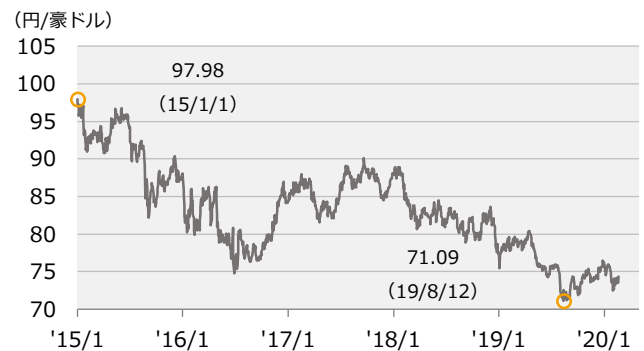
ユーロ



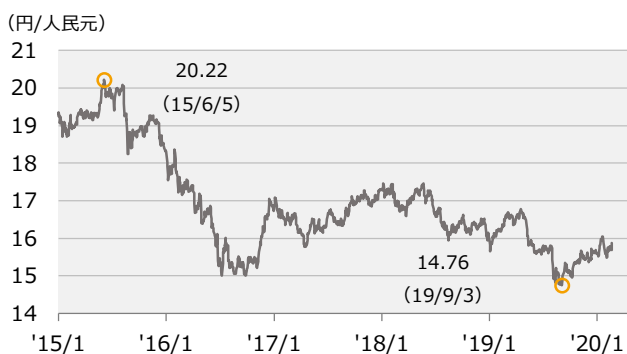
カナダ・ドル



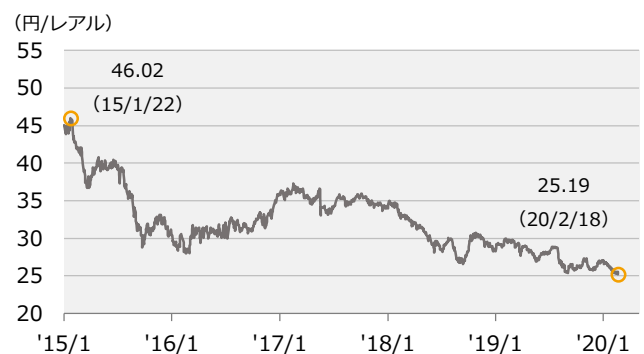
豪ドル



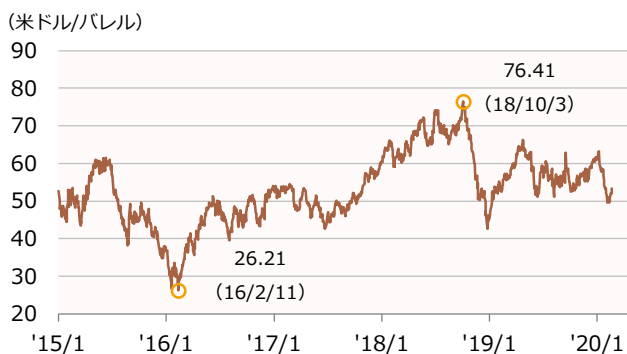
中国人民幣



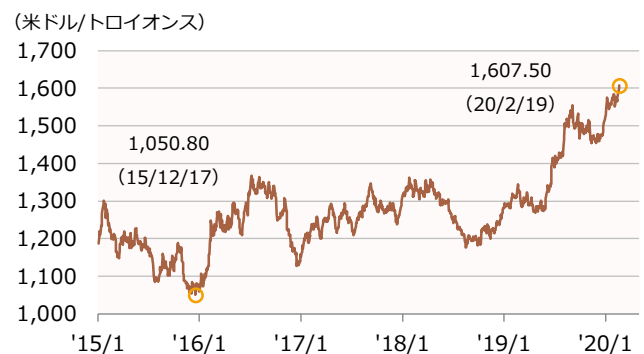
ブラジル・リアル



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2月19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		
	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	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の最大化 物価の安定：2%のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定：2%弱のインフレ率 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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	3月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●イスラエル再々総選挙（2日） ●中国全人代（延期） ●OPEC総会（5日）、OPECプラス会合（6日） 	
	4月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（28-29日） ●ECB理事会（30日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●韓国国会議員選挙 ●ラマダン開始（24日） 	
	5月			<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了（23日） 	
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（4日） ●FOMC（9-10日） ●EU首脳会議（18-19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●米民主党全国大会（13-16日） ●ECB理事会（16日） ●FOMC（28-29日） 		
	8月		<ul style="list-style-type: none"> ●米共和党全国大会（24-27日） 		
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（16-17日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●香港立法会議員選挙 ●ニュージーランド総選挙（19日） 	
	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（28-29日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ブラジル地方選挙（4日） ●中国五中全会開催の可能性 	
	11月		<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領選挙・議会選挙（3日） ●FOMC（4-5日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（17-18日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●中国中央経済工作会議（月内） ●OPEC総会（月内） 	
	2021年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●通常国会召集 	<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日） ●FOMC（26-27日） 	
		2月		<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領議会演説 	

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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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、それらはい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、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、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、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、GICS：世界産業分類基準、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、SARS：重症急性呼吸器症候群、TOPIX：東証株価指数、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WHO：世界保健機関

(2020年2月26日発行)