

4
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：全米桜祭り（アメリカ | ワシントンD.C.）

満開の桜と共に打ち上げ花火やパレードなどが楽しめるアメリカならではの桜見イベント。1912年に当時の東京市長から桜が寄贈されたことを記念し開催されている。


新型コロナウイルスに大規模な政策で対応

- 1 新型コロナウイルスの広がり世界的に景況感は大幅に悪化している。しかし、先進国では大規模な金融緩和が実施され財政刺激策も相次いで発表されており、経済への二次的な悪影響は極力回避されよう。
- 1 各国の感染対策が進むにつれて、4-6月期中に新型コロナウイルス問題は終息に向かい、経済活動も正常化すると想定する。終息後は大規模な金融・財政政策が景気の押し上げ要因として力強く働こう。




米国

- 経 … 大規模な金融・財政政策により、新型ウイルス問題が終息すれば速やかに回復。
- 株 … 新型ウイルス問題の対処を始めた段階であり、目先は様子見スタンス。
- 債 … 緊急対応の幾らかは巻き戻され長期金利は上昇も、元の水準には戻らず。
- 為 … リスクオンのドル安、対中貿易収支改善がドル高要因。



ユーロ圏

- 経 … 2020年前半はマイナス成長も、新型ウイルス問題が終息すれば持ち直し。
- 株 … 先進国内で新型ウイルス問題が最も不透明であり目先慎重スタンス。
- 債 … 財政政策の積極化で長期金利は極端な低水準からは脱却も、大勢レンジ。
- 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。



日本

- 経 … 4-6月期以降はリバウンドも、見通しに係るリスクは下振れ。
- 株 … 新型ウイルス問題で足下は不透明も問題収束後の反発余地にも注意。
- 債 … 実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。
- 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 … 原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融緩和策が内需の回復を後押し。
- 債 … 金融緩和策は織り込み済みで、長期金利は上昇リスクの方が大きい。
- 為 … 原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。



豪州

- 経 … 足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。
- 債 … 金融緩和策は織り込み済みで、長期金利は上昇リスクの方が大きい。
- 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。



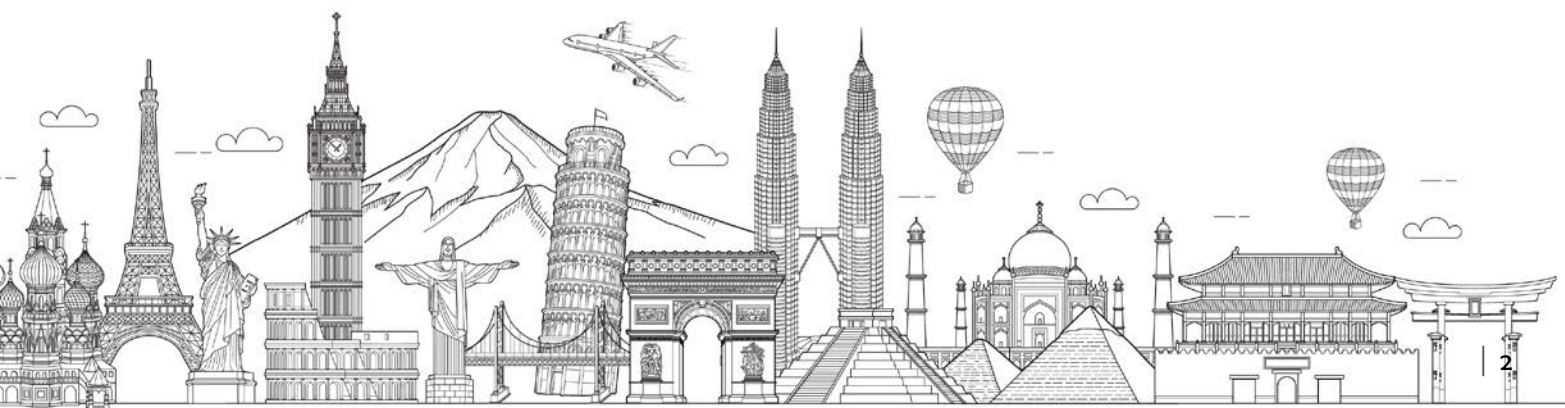
中国

- 経 … 新型コロナウイルス問題が終息すれば、「V」字回復へ。
- 株 … 下落幅が限定的で、世界的な反発の場面では、取り残される可能性有。
- 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は従前の想定よりも弱く、外需の下振れをカバーしきれず。
- 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 … ファンダメンタルズ面での売り圧力と中銀の為替介入との綱引き。



世界経済・金融市場見通し

世界経済

景況感の下振れと大規模な政策対応

昨年終盤以降、世界経済に底打ちの兆しがうかがえたが、新型コロナウイルス問題の広がり、グローバルのマークイットPMIは2月に大幅に下振れた。問題が欧米に広がるなか、特に先進国では半ば協調して大規模な金融緩和が実施され、財政刺激策も相次いで発表されている。経済への二次的影響を防ぐためにあらゆる手段で対応する姿勢が示された。

感染対策が進み4-6月期中には終息へ

新型コロナウイルス問題は中国では終息しつつあるものの、中国外で感染が大幅に増加している。しかし、各国の感染対策が進むにつれて、4-6月期中には終息に向かい、経済活動も次第に正常化できると想定する。終息後は特に先進国での大規模な金融・財政政策の効果が景気の押し上げ要因として力強く働くと期待される。

金融市場

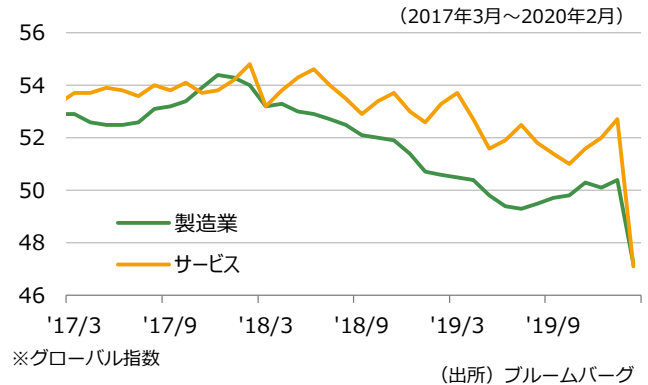
先進国の株価見通しは総じて引き下げ

欧米における新型コロナウイルスの感染拡大により株価は大きく下落し、年末の見通しも引き下げた。対策を打ち始めたタイミングと足下の状況を勘案し、先進国株の選好は日本>米国>欧州とする。新興国の株式は欧米に比べてバリュエーションが割安の構図は変わらず。景気刺激策へ動き出す国も増え、問題が終息する場面ではリバウンドにつながろう。

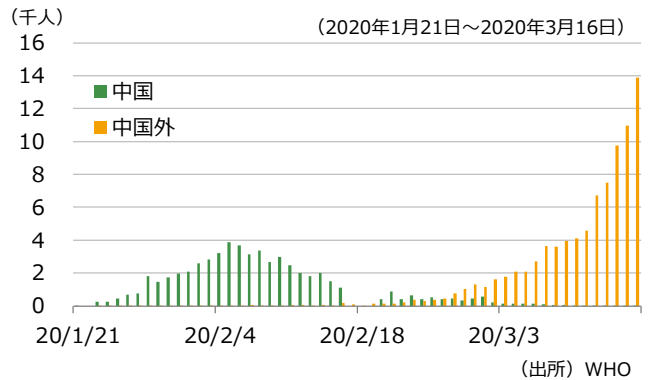
新興国の長期金利には低下余地

新型コロナウイルスの景気への二次的影響を防ぐために先進国の中央銀行は大規模な金融緩和に踏み切った。問題の終息後、長期金利は極端な低水準からは上昇すると見込むが、従前の水準には戻らず。新興国においても追加利下げを行う国が増加し、低金利環境がさらに長引くと考えられ、長期金利は年末にかけて低下を見込む。

マークイットPMI



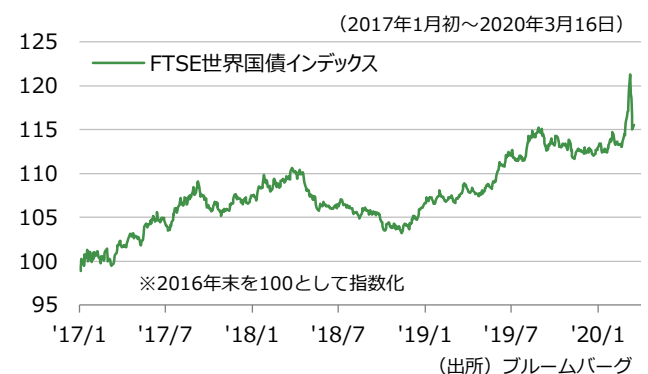
新型コロナウイルスの新規感染者数



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	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								大規模な金融・財政政策により、新型コロナウイルス問題が終息すれば速やかに回復。2020年前半はマイナス成長も、新型コロナウイルス問題が終息すれば持ち直し。4-6月期以降はリバウンドも、見通しに係るリスクは下振れ。原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融緩和策が内需の回復を後押し。足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。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は従前の想定よりも弱く、外需の下振れをカバーしきれず。

※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	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	一言コメント
									新型コロナウイルス問題の対処を始めた段階であり、目先は様子見スタンス 先進国内で新型コロナウイルス問題が最も不透明であり目先慎重スタンス 新型コロナウイルス問題で足元は不透明も問題収束後の反発余地にも注意 下落幅が限定的で、世界的な反発の場面では、取り残される可能性有。 割高なバリュエーションが幾分解消されるも、国内要因による景気減速懸念が重し。 構造改革への期待が追い風で、反発余地に注意。 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で、反発余地有。 バリュエーションは魅力的であるが、景気減速懸念が重しで、リバウンドは限定的。

債券	米国	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	一言コメント
														緊急対応の幾らかは巻き戻され長期金利は上昇も、元の水準には戻らず。財政政策の積極化で長期金利は極端な低水準からは脱却も、大勢レンジ。実効的な金融緩和余地は乏しく、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。金融緩和策は織り込み済みで、長期金利は上昇リスクの方が大きい。金融緩和策は織り込み済みで、長期金利は上昇リスクの方が大きい。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。 政策金利は実質的な下限、長期金利はいったん強含み後、年末にかけて低下。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。金融市場の混乱が落ち着けば、買い戻しの動き。金融市場が落ち着きを取り戻せば、金利低下に向かう。相対的な金利の高さと中銀の利下げ継続姿勢が支え。

リート	米国	日本	一言コメント
			業績悪化は小幅にとどまる見通し。新型コロナウイルス問題終息後の反発を期待。足元の下落で割安感が高まる。新型コロナウイルス問題終息後の反発を期待。

商品	原油	金	一言コメント
			産油国のシェア争いにより米国の減産が進めば、やがて緩やかに上昇。実質金利の低下余地が乏しいことやポジション調整による資金流出で上値は重い。

※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	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	一言コメント
																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。世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。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。米中貿易摩擦の小休止、景気の「V」字回復期待などが支え。ファンダメンタルズ面での売り圧力と中銀の為替介入との綱引き。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。景気減速の懸念は行き過ぎで、海外市場が落ち着いてくると、買い戻しの余地あり。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。金融市場が落ち着きを取り戻せば、実質金利の高さが意識される展開。足元の水準は売られすぎで、金融市場の落ち着きとともに買い戻し。相対的なインフレ率の高さが恒常的な通貨の減価要因だが、直近は売られ過ぎ。

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ

… 見通し引き下げ

	実質GDP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	0.7	1.7	2.25 ~ 2.50	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.50 ~ 0.75	2.69	1.80	1.2	1.5
ユーロ圏*	1.9	1.2	-0.2	0.9	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.4	-0.3
日本	0.3	0.7	-1.5	1.6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	-0.1	-0.1
カナダ	2.0	1.6	1.0	2.0	1.75	1.75	0.25	0.75	1.97	1.70	1.2	1.4
豪州	2.9	1.9	1.6	2.8	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.2	1.3
中国	6.7	6.1	5.3	5.5	3.30	3.25	3.00	3.00	3.10	3.14	2.8	2.9
ブラジル	1.3	1.1	1.5	2.2	6.50	4.50	3.75	3.75	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	25,600	27,900	米ドル	109.69円	108.61円	109円	108円
NYダウ	-5.6%	22.3%	-10.3%	9.0%		-2.7%	-1.0%	0.4%	-0.9%
米国	2,507	3,231	2,920	3,180	ユーロ	125.83円	121.77円	121円	120円
S&P500	-6.2%	28.9%	-9.6%	8.9%		-7.0%	-3.2%	-0.6%	-0.8%
欧州	3,001	3,745	2,970	3,450	カナダ・ドル	80.41円	83.63円	81円	80円
STOXX 50	-14.3%	24.8%	-20.7%	16.2%		-10.3%	4.0%	-3.1%	-1.2%
日本	20,015	23,657	23,000	24,500	豪ドル	77.31円	76.24円	74円	71円
日経平均株価	-12.1%	18.2%	-2.8%	6.5%		-12.2%	-1.4%	-2.9%	-4.1%
日本	1,494	1,721	1,680	1,780	中国人民元	15.97円	15.60円	16.0円	16.6円
TOPIX	-17.8%	15.2%	-2.4%	6.0%		-7.7%	-2.3%	2.5%	3.8%
中国	71.2	85.7	93	98	ブラジル・リアル	28.24円	27.0円	24.2円	24.5円
MSCI	-20.3%	20.4%	8.5%	5.4%		-17.0%	-4.5%	-10.3%	1.2%

	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	21,526	23,291
NAREIT指数	-4.6%	26.0%	6.8%	8.2%
日本	1,774	2,145	2,100	2,200
東証REIT指数	6.7%	20.9%	-2.1%	4.8%

【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、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

… 見直し引き上げ

… 見直し引き下げ

	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	0.0	1.2	0.75	0.75	0.25	0.25	1.28	0.82	0.5	0.6
インド*	6.8	5.0	5.8	6.7	6.50	4.90	4.25	4.50	6.75	6.56	7.0	6.7
インドネシア	5.2	5.0	5.2	5.7	6.00	5.00	4.25	4.50	7.40	7.04	6.5	7.0
フィリピン*	6.2	5.9	6.5	6.4	4.75	4.00	3.25	3.50	2.75	2.71	3.0	2.7
ベトナム	7.1	7.0	6.2	6.4	6.25	6.00	5.50	5.50	-	-	-	-
メキシコ	2.0	-0.1	0.4	1.5	8.25	7.25	6.00	5.50	8.66	6.91	6.5	6.2
ロシア	2.5	1.3	1.4	2.0	7.75	6.25	5.50	5.50	8.78	6.41	6.0	6.0
トルコ	2.7	0.9	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		予想値			実績値		予想値	
	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末		2018年末	2019年末	2020年末	2021年末
インド	1,263	1,370	1,350	1,420	英ポンド	139.87円	144.07円	141円	140円
MSCI	-0.2%	8.5%	-1.4%	5.2%		-8.1%	3.0%	-2.1%	-0.7%
インドネシア	7,075	7,288	7,500	7,820	インド・ルピー	1.57円	1.52円	1.51円	1.57円
MSCI	-5.9%	3.0%	2.9%	4.3%		-11.0%	-3.1%	-0.8%	4.0%
					インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.768円	0.800円
						-8.3%	3.0%	-2.0%	4.2%
					フィリピン・ペソ	2.10円	2.14円	2.10円	2.12円
						-7.2%	2.3%	-2.1%	1.0%
					ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.464円	0.466円
						-4.8%	-0.8%	-1.0%	0.4%
					メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	5.32円	5.40円
						-2.5%	2.8%	-7.3%	1.5%
					ロシア・ルーブル	1.58円	1.75円	1.60円	1.64円
						-18.9%	10.7%	-8.8%	2.5%
					トルコ・リラ	20.7円	18.2円	17.6円	16.6円
						-30.3%	-11.8%	-3.5%	-5.7%

【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年後半は速やかに景気が回復

昨年未まで安定成長軌道にあった米国経済だが、新型コロナウイルスの広がりで一転して非常事態に陥った。しかし、2月まで多くの経済指標は堅調に推移していたこと、迅速な金融緩和、財政刺激による景気下支えが見込まれること、長期間の調整を要するバブルの崩壊や生産設備の物理的毀損ではないこと等から、新型ウイルス問題が終息すれば速やかな需要、生産の回復を見込む。

経済対策は大規模に

平均的な経済成長率が趨勢として緩やかに低下する一方、社会保障費の増大や大規模減税の実施で、景気回復局面にも拘わらず、財政赤字は2016年以降拡大し続け、対GDP比で約5%に及んでいる。しかし、現下の非常事態において、市場の催促が強まるなか、共和党、民主党とも財政赤字を理由に財政刺激を躊躇することはあるまい。大統領選挙を睨んで、トランプ大統領は経済対策を積極化しよう。

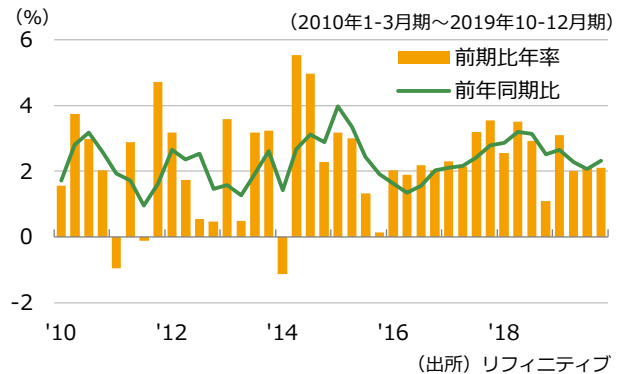
期待インフレ率の下振れ

長期の期待インフレ率は3月に入り新型コロナウイルスの広がりや原油価格の急落を受けて急速に低下している。現実の基調的なインフレ率も、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が、技術進歩やグローバル化といった構造要因に加えて、原油価格の見通しが中長期的に下方シフトするようであれば、有意な上昇は見込みがたい。

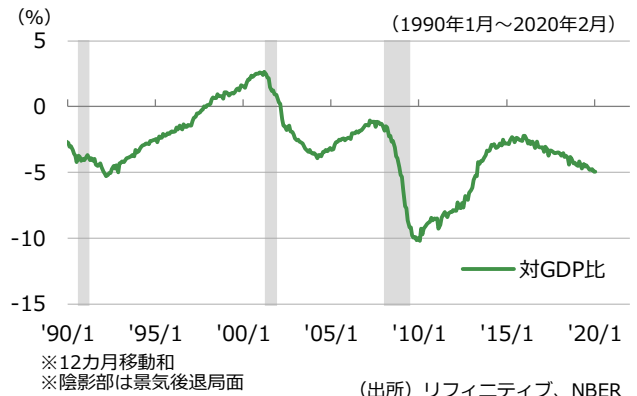
金融環境の異常な悪化

株価の急落やボラティリティの尋常ならざる高まり、短期金融市場、債券市場における信用リスクの拡大等、金融環境全般の悪化は金融危機以来の深刻な状況に陥っている。新型コロナウイルスによる経済への二次的影響を防ぐには、企業、家計の資金繰り支援が先決。FRBによる金融機関への多額の流動性供給は無論、銀行貸出への政府保証など、迅速で実質的に無制限の対応が求められる。

実質GDP



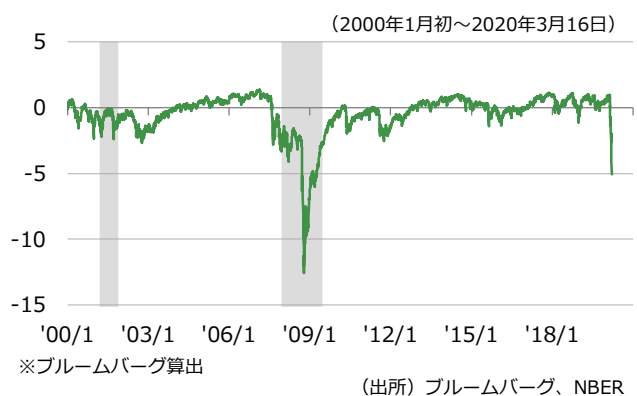
財政収支



期待インフレ率



金融環境指数





株式

2020年予想を引き下げ

欧米における新型コロナウイルスの感染拡大に加え、原油価格の急落を受け米国株式はこの1カ月間で大幅下落。米国は新型コロナウイルス問題で感染拡大措置を始めた段階であり不透明感が高い。問題終息後は需要の反動増が期待出来るものの、2020年業績への影響は残るだろう。S&P500の年末予想は2020年：2,920（従来3,070）、2021年：3,180（同3,180）2020年予想を引き下げる。

米株市場はまだ不安定

2月の直近高値以降のS&P500のセクター別騰落率（対S&P500相対）をみると、公益や不動産、生活必需品、ヘルスケアなどのディフェンシブセクターが底堅く、資本財や素材の外需系セクターの弱さが目立つ内容。しかし今後、米国の感染拡大防止策が進む中では米国内需への懸念も生まれてくると考えられ、目先の米国株式市場はまだ不安定な状況にあると考える。

リスクプレミアムは大きく上昇

株価急落により益利回りと10年米国債利回りの差で算出したリスクプレミアムは一時6%超まで上昇した。株式市場は一定程度リスクを織り込んだとみられる一方、2008年のリーマンショックや2011年～2012年の欧州債務危機時のリスクプレミアムは7～8%であり、リーマンショック級の影響を市場が織り込みに行く余地はまだあるとも考えられる。足元はまだ警戒が必要な状態にあると考える。

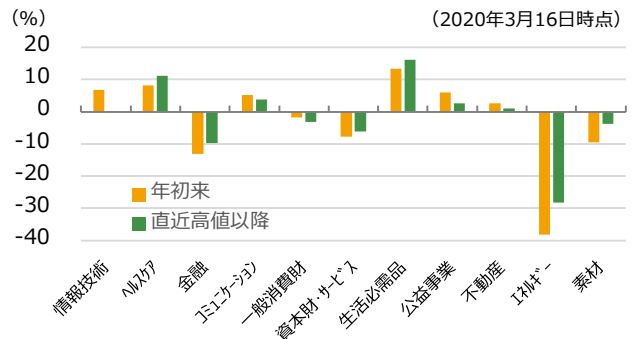
米国はまだ対策を打ち始めた段階

米国における新型コロナウイルスの感染拡大は3月中旬以降目立ち、13日に米国政府は国家非常事態を宣言した。今後は他国と同様に外出自粛要請等の対応が増えてくるとみる。ウイルスの潜伏期間や先に感染拡大が起こった国の動向をみると、対策を講じてから成果を確認出来るようになるには2週間～1カ月程度は掛かり、市場が米国の施策を評価出来るようになるのもしばらく先になる。

S&P500の推移

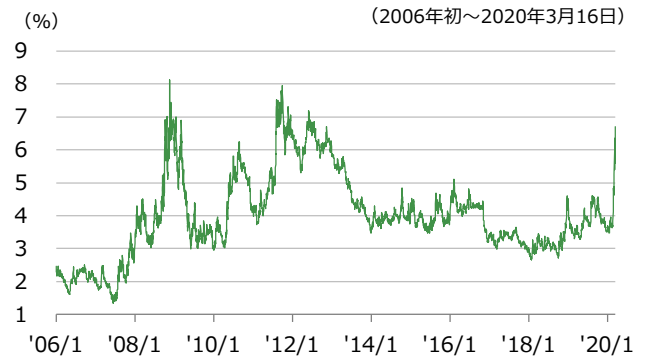


S&P500のセクター別相対騰落率（対S&P500）



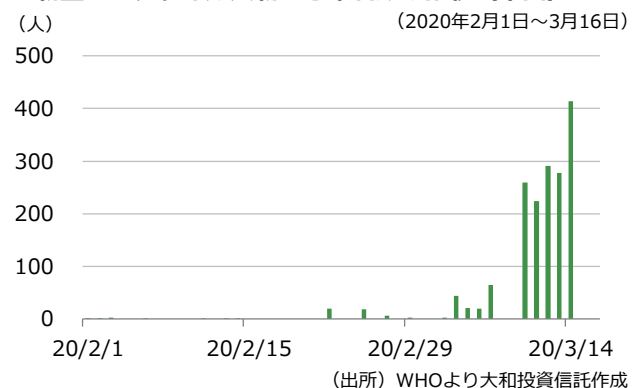
※直近高値以降は2020年2月19日以降の騰落率
(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

リスクプレミアムの推移 (S&P500)



※益利回り（12カ月先予想EPS）と10年国債利回りとの差として算出
(出所) リフィニティブより大和投資信託作成

新型コロナウイルス新規感染者数の推移（米国）





債券・金利

ゼロ金利政策の復活

FRBは政策金利を事実上ゼロへ引き下げた。新型コロナウイルスの広がりに伴う金融環境の激変への迅速な対応である。2020年後半には速やかな需要、生産の回復を見込む。緊急対応での3月中の利下げのうちの幾らかはやがて巻き戻されるにせよ、大統領選挙までは困難。中国との通商交渉で再び制裁合戦に陥らなければ、2021年に緩やかな利上げに転じると想定する。

量的緩和政策の再開

量的緩和政策も再開した。今後数カ月で少なくとも国債5000億ドルと住宅ローン担保証券2000億ドルを購入する方針。短期金利の上昇を抑制するための資金供給オペも大幅に増額されており、FRBのバランスシートの拡大が加速する。利下げも量的緩和政策も景気の持ち直しと比較して解除は遅れがちで、長期金利の上昇は限られよう。

リート

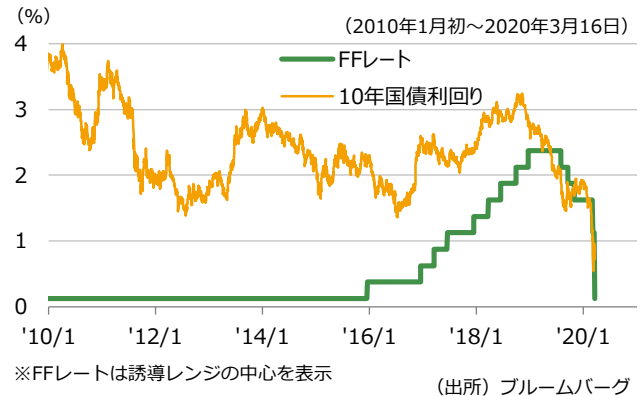
年末予想を小幅修正

新型コロナウイルスの感染拡大および、それを受けての経済活動の停滞は米国リートの業績にも下方圧力となろう。空室率の上昇や一時的な賃料の減免、開発案件の遅延等を注視したい。しかしながら、4-6月期中には新型コロナウイルスが終息し、速やかな経済活動の回復を見込むため、業績悪化は小幅にとどまると想定する。

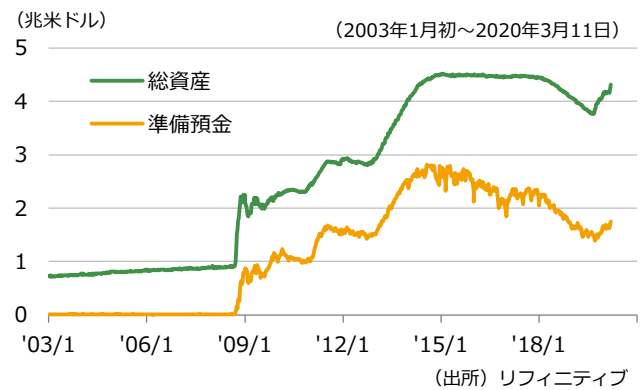
信用リスクへの波及が焦点

リート価格の下落と長期金利の低下を受けて、配当利回りと長期金利の利回り差は大きく拡大。今後は経済活動の停滞が信用リスクへ波及するかが焦点となるが、各国中央銀行が積極的な金融緩和策に動いており、その可能性は低いと考える。経済活動の回復とともに利回り差の縮小を見込む。

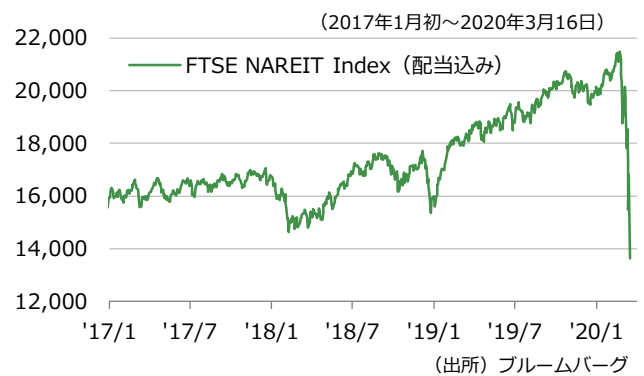
政策金利と長期金利



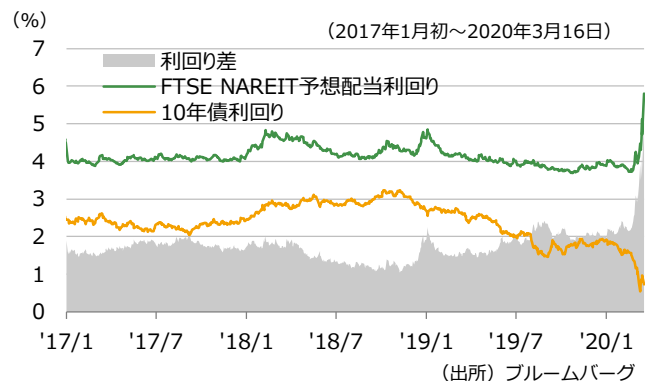
FRBのバランスシート



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドル調達コストが上昇

米ドルと円のスワップ・スプレッドのマイナス幅（円保有者が米ドル調達時に日米金利差に上乗せされるコスト）が拡大している。リスクオフにより米ドル調達の需要が高まっているためであり、米ドル高要因となる。そこで日米欧中銀は米ドル・スワップ協定の金利引き下げなど、米ドルの流動性拡充策で合意した。これは米ドルの需給を緩和し、調達コストを下げる協調策であり、米ドル安要因と言える。

日米金利差縮小で米ドル円が急反落

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フの円安に働いたためである。今年2月のリスクオン局面では、日本売りによる円安も重なり、米ドル円は112円に上昇。だが、新型コロナウイルスへの懸念が欧米に広がり、日米金利差の縮小が進むなかで米ドル円は急反落した。日米金利離れた米ドル円は再び金利差に回帰している。

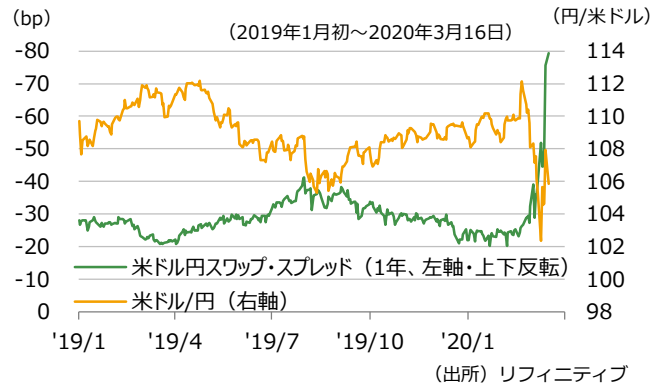
米株価調整でリスクオフの円高一服も

2020年2月までは米10年国債利回りが低下または横ばい基調のなか、米株価が上昇し、リスクオンの円安で米ドル円が上昇してきた。だが、その後は米金利が急低下するなか株価が急落し、日米金利差縮小とリスクオフの両面から米ドル円が下落した。ただ、米長期金利から株式益回りを引いた水準は大幅に低下し、米株価の割高感は後退しているため、リスクオフの円高が進みにくくなっている可能性。

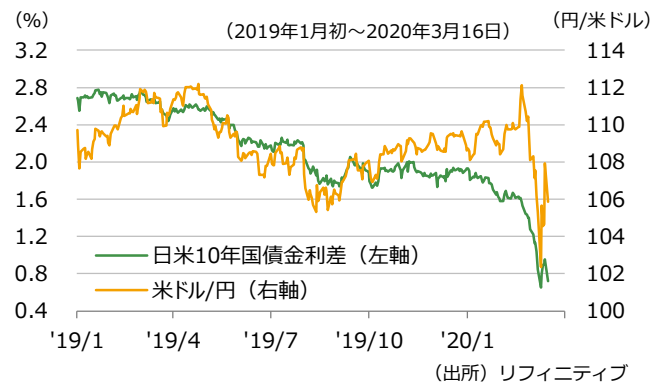
米ドルの実質実効為替は高水準

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。

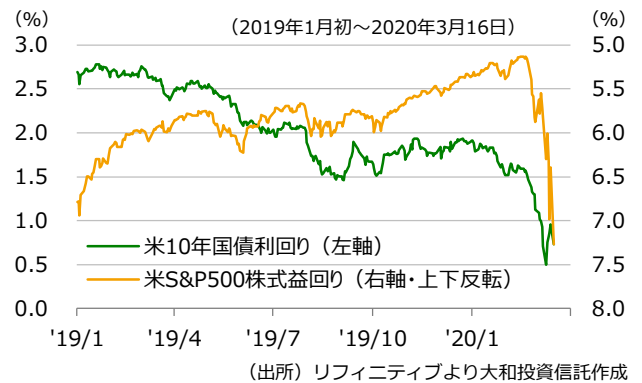
米ドル円とスワップ・スプレッド



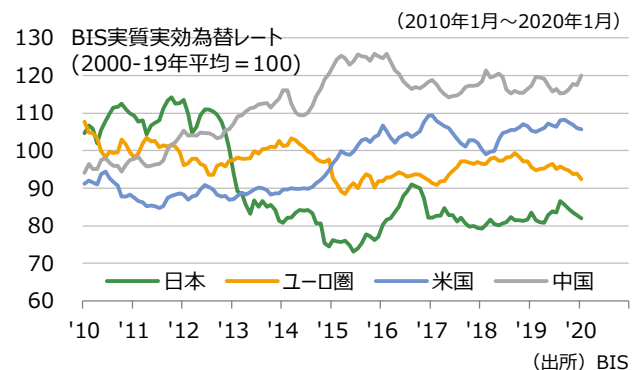
日米10年国債金利差と米ドル円



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

2020年前半はマイナス成長

新型コロナウイルスが欧州でも急速に広がり、イタリア、スペインでは移動が大幅に制限されるなど、当面の経済活動の停滞は避けられそうになく、1-3、4-6月期はマイナス成長を見込む。悪化の程度は新型コロナウイルスの動向次第だが、リーマンショック時には至らなくとも、欧州債務危機時を上回る経済的影響を見込む。バブル崩壊の類いではないため、新型コロナウイルス問題が終息すれば、景気は持ち直そう。

景況感の好転が期待されたが

新型コロナウイルスが欧州で広がる直前に、景況感は製造業で悪化が止まりつつあり、サービスでは改善の兆しが見られた。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、ユーロ圏の景況感の悪化にも歯止めをかけた公算が大きい。自動車販売は環境規制の強化を前にした駆け込みの反動で、年明け後目立って減少しているが、景気全体への影響は限られている。

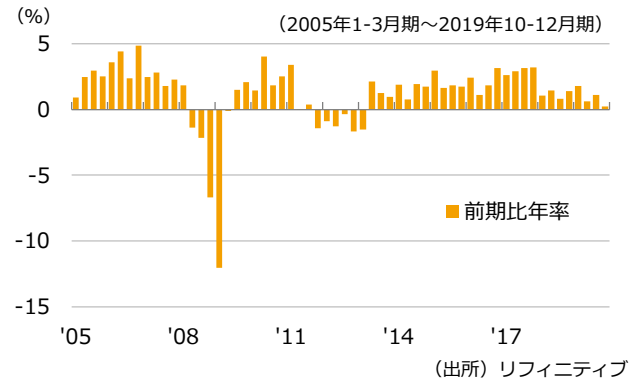
期待インフレ率の下振れ

長期の期待インフレ率は昨年終盤から今年初めにかけて下げ止まりつつあったが、3月に入り新型コロナウイルスが欧州でも急速に広がるなか、原油価格の急落も加わって、遂に1%を割り込んだ。現実の基調的なインフレ率も、2016年以降、目標値の2%弱どころか、1%前後での推移にとどまっている。期待インフレ率が下振れたままであれば、やがて現実のインフレ率も低下してこよう。

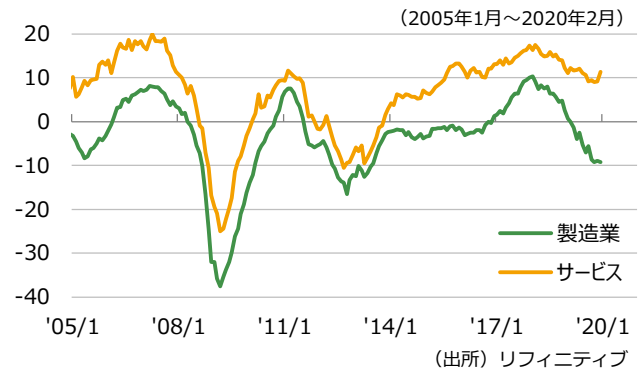
大規模な財政政策

新型コロナウイルスの急速な広がりを受けて、ユーロ圏各国が協調して大規模な財政政策を打ち出してこよう。ドイツは企業の資金繰り支援として、無制限の信用供与の実施を発表した。特にユーロ圏では金融政策での対応余地が乏しいこともあり、財政政策が景気下支えの主たる役割を担う。ユーロ圏全体として財政収支は着実に改善してきており、非常時に厳格な財政規律が適用されることはあるまい。

実質GDP



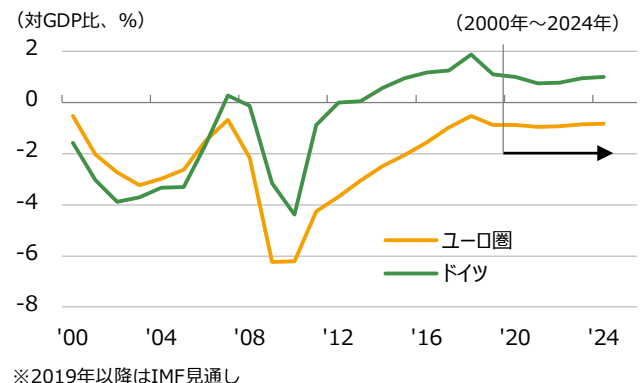
欧州委員会景況感指数



期待インフレ率



財政収支





株式

年末予想を引き下げ

新型コロナウイルスの感染拡大が欧米で目立ち始め、先進国株式はこの1カ月間で大きく下落した。問題がピークアウトすれば株価の反発余地は大きいと考えるものの、欧州は足元で同問題の懸念の中心地であり株価反発には時間が掛かると予想する。Euro STOXX50の年末値予想は2020年：2,970（従来3,870）、2021年：3,450（同3,970）に引き下げ、先進国株の中で慎重スタンスとする。

主要国以外への問題拡散を懸念

欧州主要国の感染拡大と同時に我々が懸念しているのは、WHOの感染区分で“局地感染”とされる国数が欧州で増加していること。現在、感染者数が少ない国においても今後、「感染者数の拡大」→「感染抑制のための施策」が必要になる国が出てくる可能性があり、欧州において問題がピークアウトするまでの時間軸には不透明感が高いと考える。

債券・金利

量的緩和政策の拡大

ECBは新型コロナウイルス問題に対応して量的緩和政策の拡大を決定した。昨年11月から月200億ユーロのペースで再開している資産購入の金額を、2020年末までに合計で1200億ユーロ積み増した。財政政策に呼応しつつ、必要に応じて規模を一段と拡大しよう。社債の積極的な購入を含め、柔軟に実施する方針を明らかにしており、クレジット・スプレッドの拡大を抑制することも期待される。

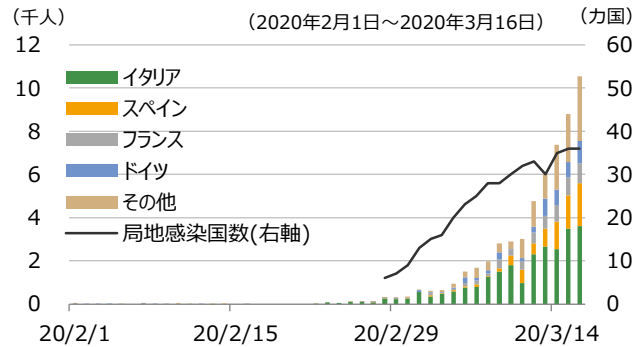
財政政策の積極化で長期金利は反転へ

他にも銀行の資金繰り支援のためのつなぎの資金供給オペの導入、主に中小企業向けの銀行貸出を促すための長期資金供給オペに係る条件の緩和、銀行の資本・流動性規制の軽減なども決定された。利下げは見送られたが、今後の可能性は排除せず。ドイツの長期金利は過去最低を更新したが、財政政策の積極化とともに、極端な低水準からは脱しよう。

Euro STOXX 50の推移

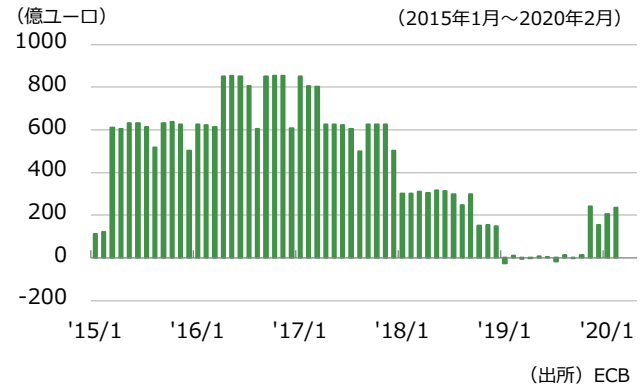


新型コロナウイルスの動向（欧州）

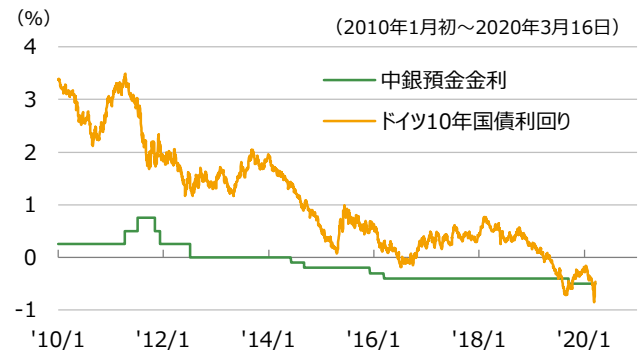


※各国の数字は日次の新規感染者数、国別感染状況は2020/2/28以降
(出所) WHOより大和投資信託作成

ECBの新規資産購入金額



政策金利とドイツの長期金利



※中銀預金金利は銀行が余剰資金をECBに預ける際の金利
(出所) ブルームバーグ



為替

リスクオフでユーロ高・米ドル安に

2020年1-2月は欧州景気減速懸念のためか、ユーロが対円、対米ドルに対し下落したが、3月にかけては対円で下落、対米ドルで上昇。新型コロナウイルス懸念によるリスクオフ局面での通貨の強さは、円、ユーロ、ドルの順に。リスクオフ局面で米ドルより金利が低いユーロが買われやすかったのだろう。そうだとすれば、リスクオン局面ではユーロ安・米ドル高（ユーロ高・円安）に傾く可能性がある。

米独金利差縮小でユーロ高に

2020年2月まで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・米ドル高となったのは、リスクオン局面でユーロ売り・ドル買い圧力が働くようになったことが一因だろう。その後、新型コロナウイルス懸念によるリスクオフと相対的な欧州金利上昇・米金利低下により、ユーロ高・米ドル安が進んだ。欧米の景気や金利の動きが相対的にどう動くかが今後のポイントになるだろう。

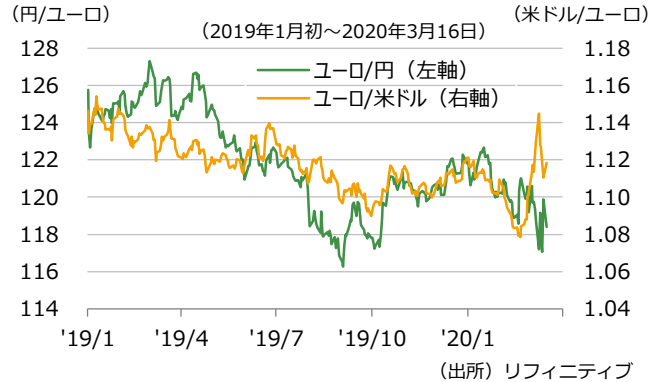
経済指標はユーロに逆風

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、ユーロ高が進みやすかった。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いている。リスクオフでユーロ高・米ドル安に振れたが、ユーロ圏景気の弱さが続くとユーロ安・米ドル高に転じる可能性。

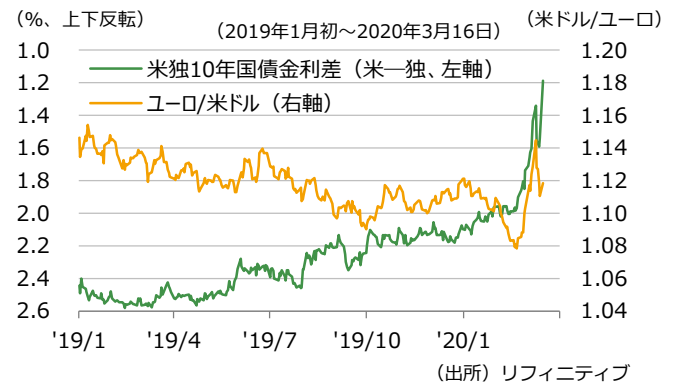
ユーロと円の通貨先物売りが縮小

米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、ユーロ売りが大幅に縮小し、円売りから円買いに転じた。ユーロのポジションはポンドや豪ドルよりも円との連動性を強めているように見える。ユーロは低金利通貨となったため、円と同様、リスクオンで通貨安、リスクオフで通貨高になりやすくなったのだろう。日米欧の政策対応の格差も各国（地域）の景気見通しと為替相場に影響するかもしれない。

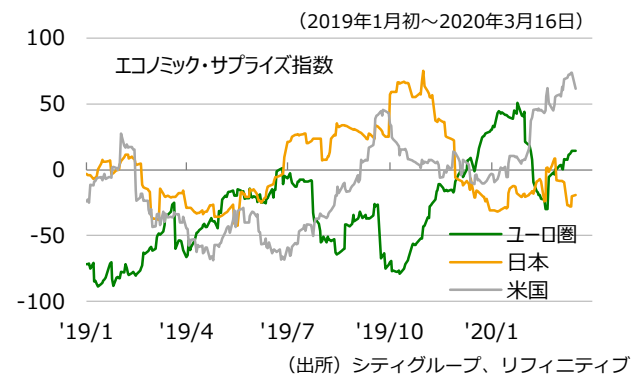
ユーロの対円相場と対米ドル相場



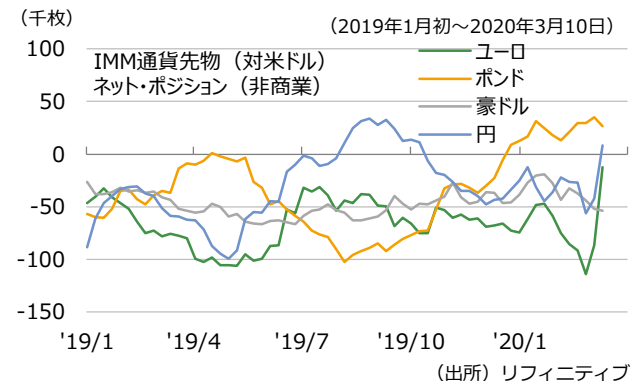
米独10年国債金利差とユーロ/米ドル



日・米・ユーロ圏の経済的・サプライズ指数



通貨先物のポジション





経済

2020年前半はマイナス成長

EUからの「合意ある離脱」を受けて、年明け後の景況感の改善は顕著であったが、新型コロナウイルスの急速な広がりそれが帳消しにした。1-3、4-6月期はマイナス成長を見込む。GDP比約1.3%の多額の財政刺激策も、経済活動が追加的に抑制されるのを防ぐには効果的でも、結局はウイルスの動向次第。EUとの新たな貿易協定に係る懸念にも鑑みれば、需要の有意な回復は期待し難い。

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。当面は景気後退を免れず、労働市場は軟化しよう。その後も年末にかけて需要の有意な回復は期待し難いため、短期的に供給制約が生じたとしても、インフレ率は低下基調が継続すると見込む。原油価格の急落も追加的な物価押し下げ要因として働く。

為替

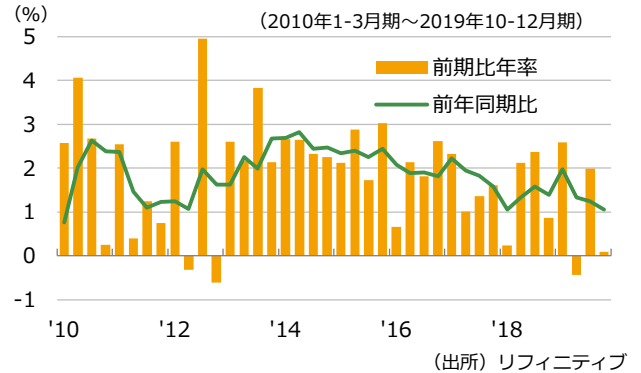
政策金利は実質的な下限に

BOEは新型コロナウイルス問題への緊急対応として、利下げ、新たな流動性供給の枠組みの創設、銀行の資本規制の軽減を決定した。予算案と同日の発表で、金融と財政の協調を図った。政策金利が実質的な下限に達したため、量的緩和政策の拡大が視野に入る。長期金利はゼロに接近したが、当面はドイツ債に連れて強含みやすい。しかし、2020年末が近づくと連れて相対的に低下しよう。

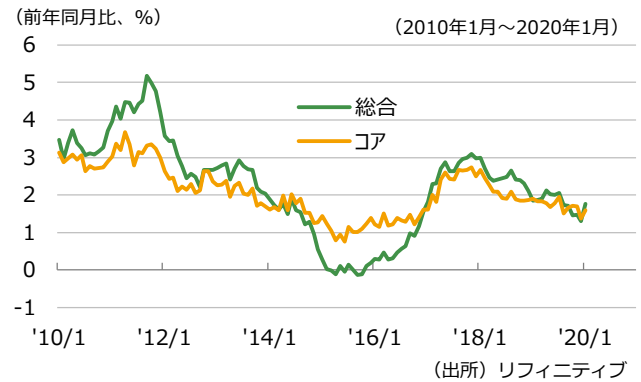
英利下げとリスクオフでポンド安

ポンドは対円、対米ドルともに下落している。英中銀利下げで金利低下が進んだこと、リスクオフでポンドが売られやすいこと、英国でも新型コロナウイルス感染が拡大していることが原因か。また、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ポンド安要因だろう。だが、リスクオンに転じればポンド反発の公算。

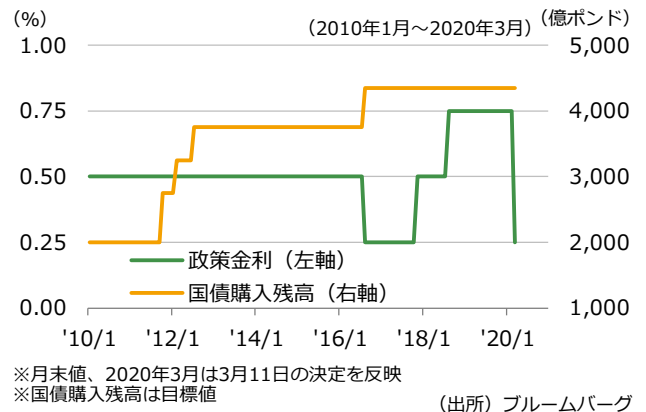
実質GDP



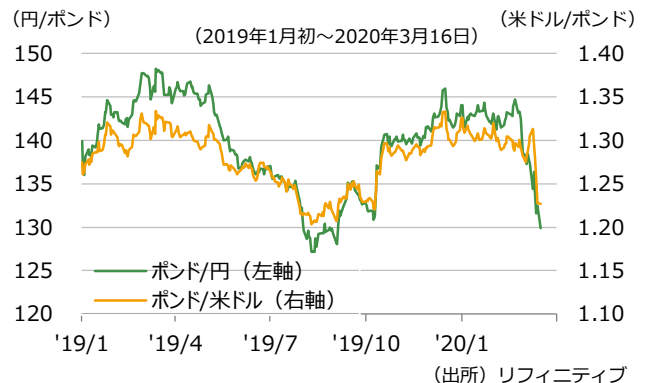
消費者物価指数

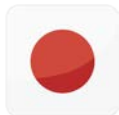


政策金利とBOEの国債購入残高



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

2四半期連続のマイナス成長

10-12月期GDPは前期比年率▲7.1%と、前回消費税率が引き上げられた2014年4-6月期の▲7.4%に匹敵する大幅減を記録した。個人消費が▲10.6%、住宅投資が▲9.7%、設備投資が▲17.3%。今回は天候、暦要因も働いたと考えられる。1-3月期も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等を要因に大幅なマイナス成長を見込む。4-6月期は若干の反発を想定。

景況感の急速な悪化

2月景気ウォッチャー調査は現状判断が前月から14.5ポイント低下し27.4へ落ち込んだ。単月の低下幅としては消費税率が引き上げられた2014年4月以来の大きさを、水準は東日本大震災直後の2011年4月以来の低さ。経済的不均衡の調整ではなく外的ショックが要因であり、新型コロナウイルス問題が終息すれば反発すると見込むが、従前の低下基調を覆す程の改善は想定し難い。

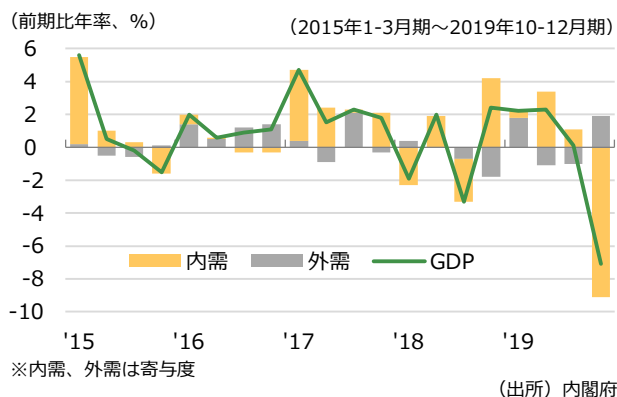
景気見通しに係るリスクは下振れ

景気見通しに係るリスクは下振れ。景気は既に後退局面にあると考えられるが、新型コロナウイルス問題が長引けば、経済への二次的影響が景気悪化を増幅させる。五輪の開催中止も現実的な選択肢に。供給制約を考えれば、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。景気後退を的確に予測していた景気先行指数の底入れが回復への転換点。

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。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。

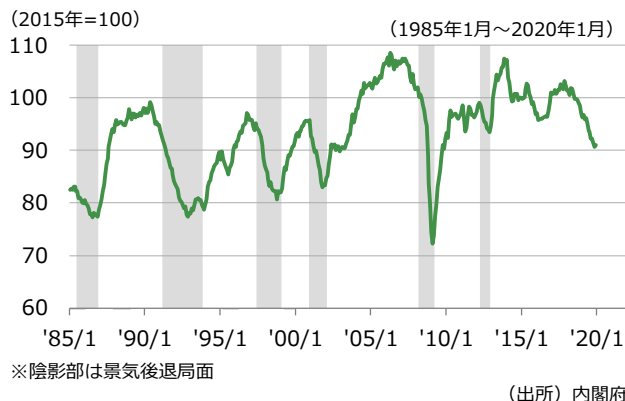
実質GDP



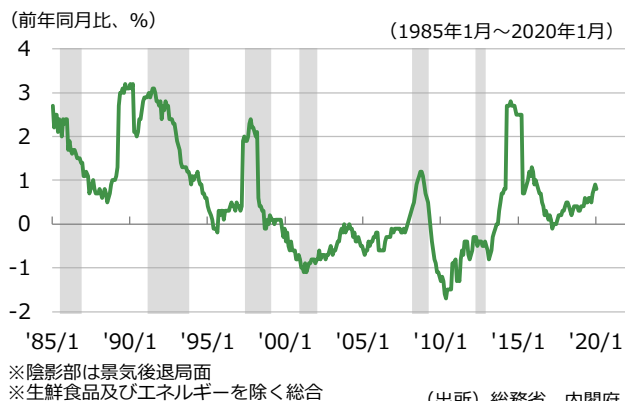
景気ウォッチャー調査



景気先行指数



消費者物価指数





株式

2020年予想を引き下げ

新型コロナウイルスの感染拡大が欧米で目立ち始め、先進国株式はこの1カ月間で大きく下落した。問題ピークアウト後の株価反発余地は大きいと考えるものの、足元の不透明感に加え、国内企業にとっても2020年度業績への影響は避け難いと考え、年末値予想は2020年：1,680（従来1,730）、2021年：1,780（同1,780）と2020年末予想を小幅引き下げるものの2021年予想は据え置く。

市場は悪材料を相当程度織り込んだ

3月に入ってからの株価下落により13日終値のTOPIXはPBR1倍を割り込む水準まで下落した。リーマンショック時にPBRは一時0.85倍程度まで下落しており、リセッションへの確度が高まれば、一定の下値余地はあると考える。しかし、欧州で同問題がコントロール不能になる等、市場が想定していないような事態に陥らなければ、既に株式市場は相当程度の悪材料を織り込んだとみられる。

株価には新規感染者数がポイント

問題の発端となった中国は人の移動制限などの施策が奏功し、新規感染者数は既に大幅に減少している。また、2月後半から感染拡大が目立った韓国も直近でピークアウトが見て取れ、複数国で問題のコントロールが出来たことはポジティブに考えている。さらに中国株をみれば、中国における感染拡大のピークアウトをもって株価はいったん底を打っており、悲観一辺倒になることも危険であると考え。

消費者マインドも一定期間後に回復へ

ファンダメンタルズを考えれば、日本及び欧米の問題終息までの期間及びマインド改善までの期間がポイントとなる。国内の例を振り返れば、2008年のリーマンショック、2011年の東日本大震災時にマインド指標は大きく低下したものの、3~6カ月後には一定の回復がみられる。足元の不透明感強いものの、4-6月期中に問題収束への方向感が出れば、年末には消費者マインドも改善していよう。

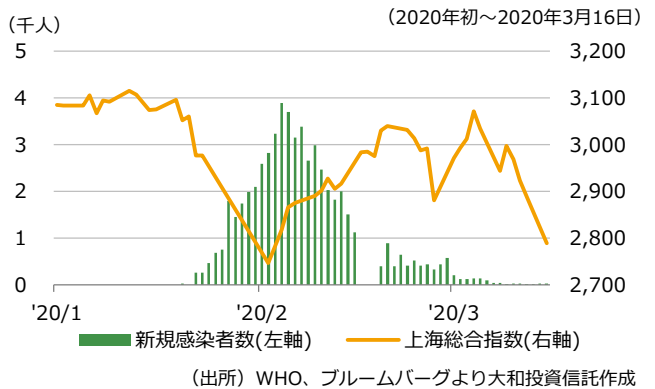
TOPIXの推移



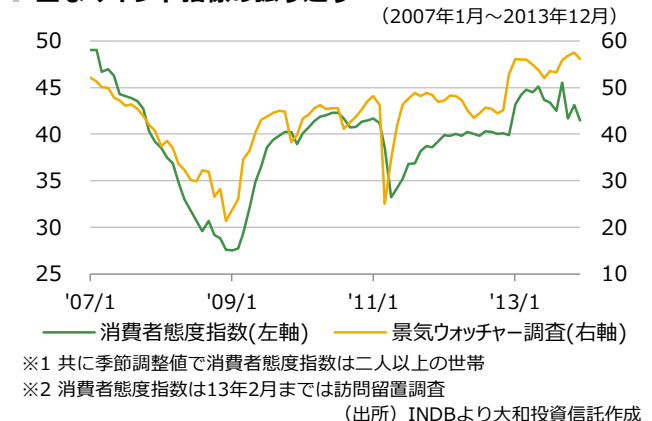
PBRの推移 (TOPIX)

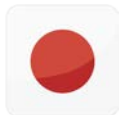


新規感染者数と株価指数 (中国)



主なマインド指標の振り返り





債券・金利

リスク資産の買入れ増額

3月にFRBが計1.5%ポイントの利下げを実施し、各国中銀も相次いで金融緩和を打ち出すなか、日銀も企業金融支援のための措置と社債、ETF等の買入れの増額を決定した。利下げの景気刺激効果が限定的な一方、マイナス金利の副作用や、既に多額の国債を買入れている現状に鑑みれば、リスク資産の買入れ増額が今後も現実的な選択肢になろう。実効的な金融緩和余地は限られる。

長期金利はゼロ近傍でレンジ推移

欧米の政策金利が大幅に引き下げられ、少なくとも2020年中に利下げが巻き戻される可能性は低く、欧米の長期金利が低位にとどまると見込まれるなか、日本の長期金利の上昇も阻まれよう。しかし、日銀の金融緩和余地の乏しさや、長期金利の過度な低下への日銀のけん制に鑑みれば、長期金利の低下余地も限られる。ゼロ近傍での大勢レンジ推移を見込む。

リート

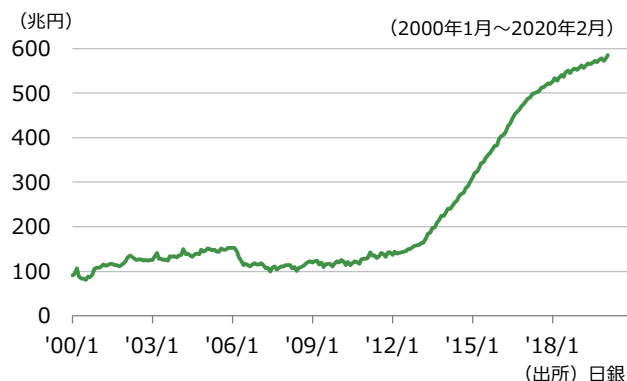
短期的には新型コロナウイルス問題次第

現時点では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、オフィス・住宅での賃料上昇などによる分配金の成長が決算で確認されている。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気への下押し圧力がホテルを含めた様々な銘柄の業績へ悪影響を与えることが懸念される。短期的には新型コロナウイルスの感染拡大ペース次第の展開が続きそうだ。

割安感が高まり今後の反発を期待

J-REIT市場の足元の大きな下落により、J-REITの分配金利回りと10年国債の利回り差は大きく拡大し、割安感が高まっている。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根強いと考えており、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大が抑制されれば、上昇に転じると見込む。

日銀の総資産残高



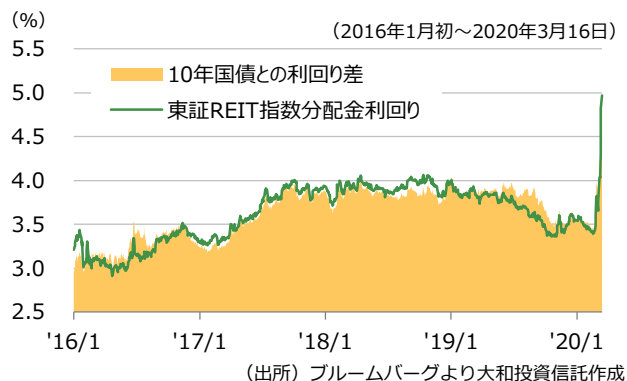
長期金利



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下落（円高）

2020年は、米ドルが円以外の主要15通貨に対し上昇に転じる一方、円が15通貨に対し大幅に上昇し、米ドル高とクロス円下落（円高）というリスクオフのパターンとなっている。当面は米利下げと日米欧中銀のドル供給拡充がドル高を抑え、ドル円は低迷しやすいだろう。だが、各国の金融・財政政策により世界景気減速懸念が後退し、リスクオンの円安（クロス円と米ドル円が上昇）に転じる可能性。

日米金利差との相関が戻る米ドル円

2020年2月にはリスクオンと日本売りの円安で米ドル円が金利離れして112円台に上昇したが、その後はリスクオフと日米金利差縮小で米ドル円が下落。2019年3月以降の相関に従えば、日米10年国債金利差0.6%で米ドルが105円程度、1%で106円程度である。リスクオフ圧力が残るうちは米ドル円はその近辺の水準にとどまりやすいが、リスクオンに転じれば110円超えの可能性も出てくるだろう。

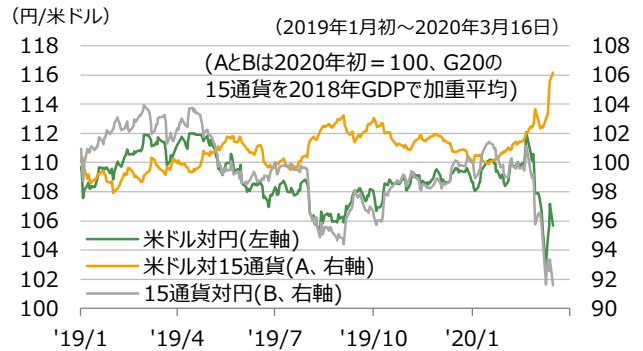
相対的な長期金利動向が為替に反映

2020年の長期金利は、日本に比べ米国やドイツが大幅に低下し、相対的な金利動向を反映して、通貨の強さは、円、ユーロ、米ドルの順となっている。3月以降は、日米欧中銀がともにゼロかマイナス金利の下で量的緩和を行う状況となったが、量的緩和の余地からすると日銀が相対的に小さく円高圧力となりうる。だが、リスクオンに転じた際の強さは、米ドル、ユーロ、円の順となりやすいだろう。

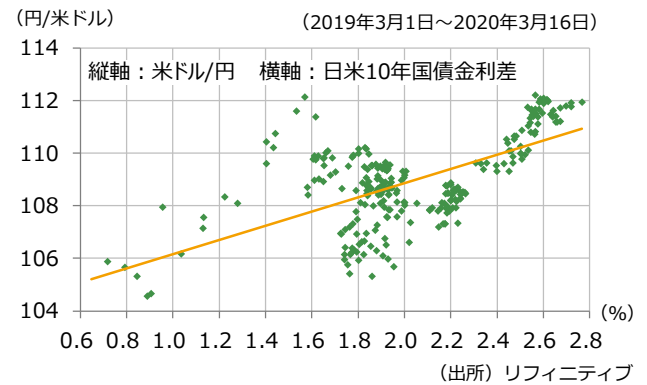
円と同様にユーロも株価と逆相関に

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の相関（順相関）で、株高・通貨高、株安・通貨安の傾向がある。その一方、円はマイナスの相関（逆相関）で、株高・通貨安、株安・通貨高の傾向が続いている。ユーロは近年、ECBのマイナス金利政策で金利が低水準となったため、株価とのプラスの相関が薄れ、円と同様に株価とマイナスの相関になっている。

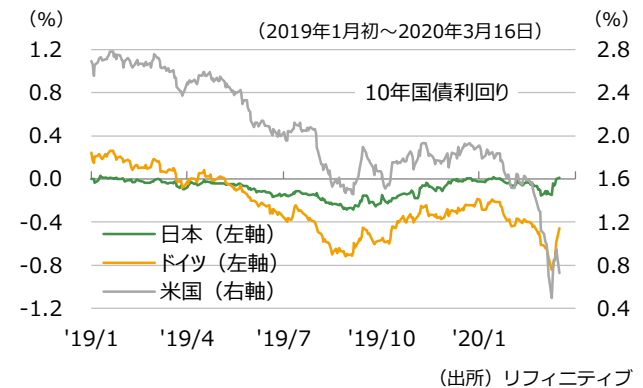
米ドル・円・他通貨の為替



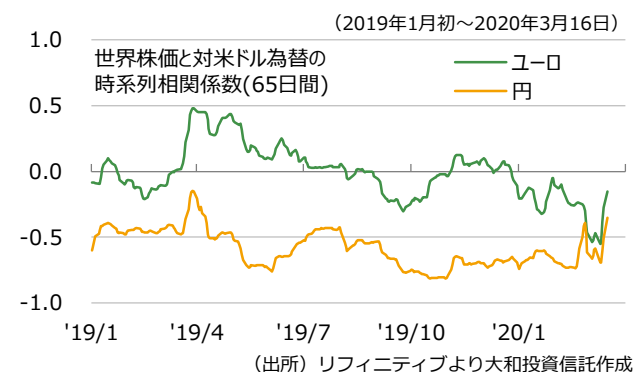
日米金利差と米ドル円



日・独・米の長期金利



世界株価と対米ドル為替の時系列相関係数





経済

2020年後半から景気回復が本格化

新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための経済活動の制限や原油価格の低迷が目先のカナダ経済の重荷になるだろう。しかし、大幅利下げの効果が实体经济に波及し、また新型コロナウイルス問題が終息することによって、2020年後半から景気回復が本格化すると見込む。特に、金利低下による住宅価格の上昇や個人消費の押し上げ、USMCA発効による設備投資の回復などがけん引役となるだろう。

企業景況感は一時的な停滞へ

カナダ銀行発表の企業景況感指数やマークイット発表の製造業PMIは2019年半ばから回復の兆しを見せていたが、短期的には新型コロナウイルス問題や原油価格の低迷が企業の景況感を冷やすだろう。しかし、新型コロナウイルス問題による経済活動の停滞は一時的であると見込まれ、また以前よりも原油価格の下落に対する耐性がついていることに鑑みれば、景況感の悪化は小幅なものにとどまるだろう。

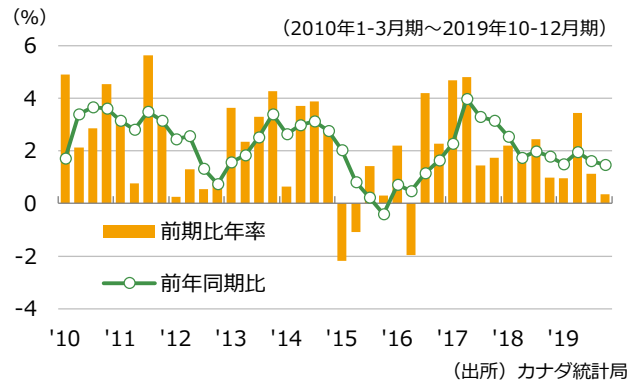
労働市場は底堅さを維持

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ている。新型コロナウイルス問題や原油価格の低迷を受け、目先は雇用者数の伸びが鈍化する可能性は高いだろう。積極的な移民の受け入れなどによる労働力人口の拡大ペースに鑑みれば、失業率は横ばいか場合によっては少し上昇することもあり得る。それでも、緩和的な金融環境や財政支援策がその後の回復を後押ししよう。

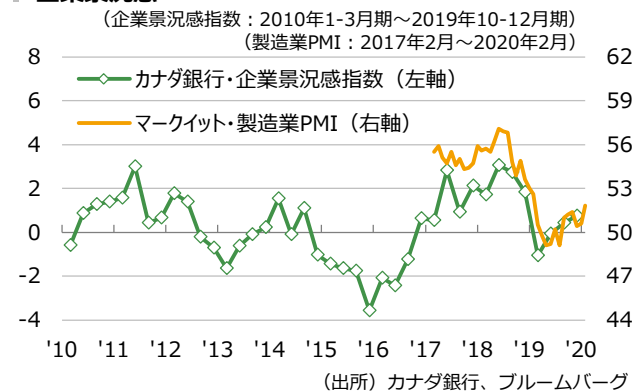
インフレ率は2%近傍での推移が継続

インフレ率は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。特に、この2年程度はコア指数が目標レンジの中心である2%に貼り付いている状況だ。目先は原油価格の低迷などによって総合指数が下振れ、時間を追ってコア指数の伸びも鈍化してくる可能性が高い。しかし、コア指数は1%台後半の伸びを維持し、2021年の利上げ再開に向けての足かせにはならないだろう。

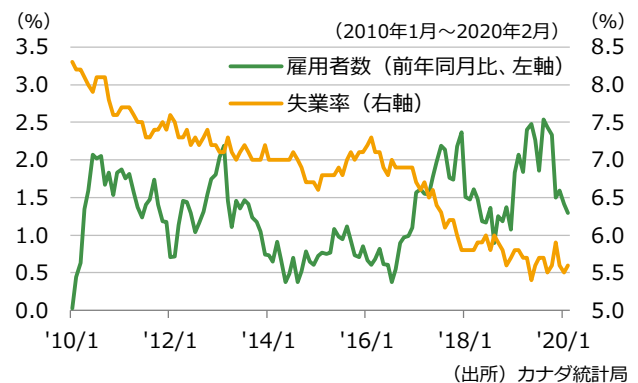
実質GDP



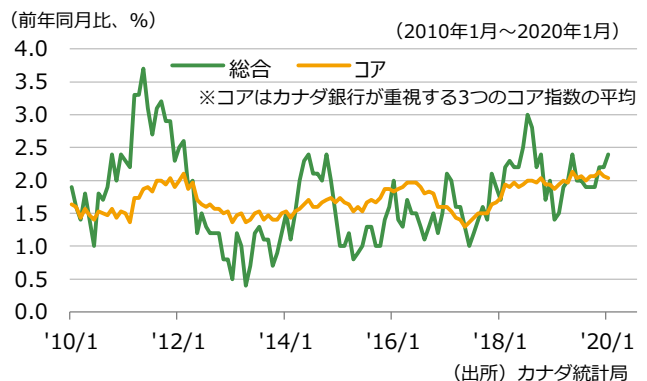
企業景況感



雇用者数変化と失業率



消費者物価指数





債券・金利

カナダ銀行も利下げに転換

2019年以降の世界的な金融緩和競争とは一線を画し、政策金利の据え置きを続けてきたカナダ銀行だったが、新型コロナウイルス問題や原油価格の下落による経済の下振れリスクに対応するため、3月に定例会合と臨時会合で合わせて1.00%ポイントの利下げに踏み切った。さらにFRBの追加利下げに追随して、早期に0.25%まで利下げされることになるだろう。

長期金利の低下余地は限定的

金利先物市場は4月までに過去最低の0.25%へ利下げされることをほぼ織り込んでいる。新型コロナウイルス問題に端を発した世界経済の混乱について、いわば最悪シナリオを想定しているのが現状の債券市場だととらえることができるため、新型コロナウイルス問題の終息を見据えて長期金利の上昇リスクを意識すべき段階に入っていると考えている。

為替

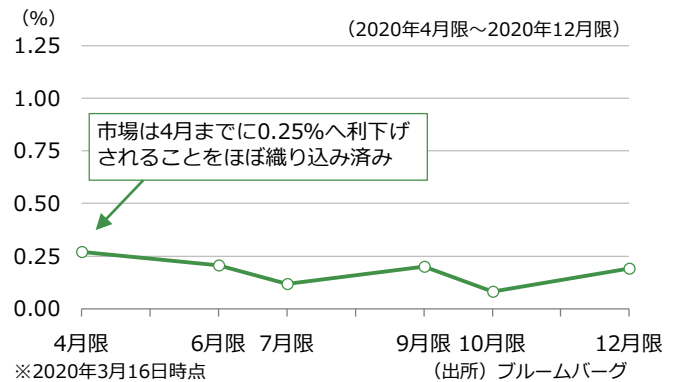
米ドル需要の高まりと原油安が重荷

新型コロナウイルス問題に対してG7（主要7カ国）で協調した対応が続く可能性が高いため、米国と金融政策の方向性が大きくずれることはないだろう。しかし、足元では、新型コロナウイルス問題に伴う極端なリスク回避姿勢の高まりで米ドルが買われ、また原油価格の急落がカナダ・ドルの重荷となっている。目先はこれらの要因に振られる展開が想定される。

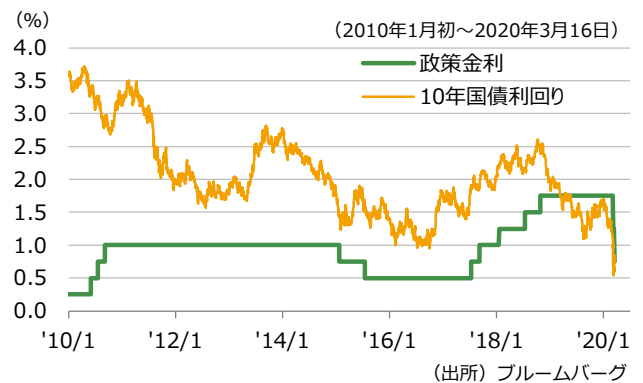
売られすぎの修正が期待される

半年から1年先を見通せば、新型コロナウイルス問題が終息することで過度なリスク回避姿勢が後退し、原油価格も現状より水準を切り上げている公算が大きい。基本的には対米ドルで大きなトレンドが出るとは想定していないが、その中でも現在の水準に比べればカナダ・ドル高の方に向かっている可能性が高いと考えている。

金利先物が織り込む将来の政策金利



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



原油価格と為替レート





経済

金融・財政政策で景気後退回避へ

大規模な森林火災や新型コロナウイルス問題によって今年1-3月期は前期比でマイナス成長に陥る公算が大きい。4-6月期も新型コロナウイルス問題の影響が続き、経済の下振れリスクが高まっている中、およそ30年ぶりの景気後退も現実味を増してきた。そこで、金融緩和策は一段と強化され、政府も重い腰を上げ3月12日に176億豪ドル規模の財政刺激策を発表するなど、まさに政策総動員の様相だ。

2020年後半以降の成長加速を見込む

2018年後半からの景気減速を経て、緩和的な金融環境を支えに昨年終盤にかけては住宅市場を中心に景気回復の兆しは見えていた。大規模な森林火災や新型コロナウイルス問題は景気回復シナリオの「頓挫」ではなく「先送り」だと認識している。むしろ、金融緩和策や財政刺激策のアクセルを強く踏み込んだことにより、今年後半以降の景気回復は従前の想定よりも急速になる公算が大きくなっている。

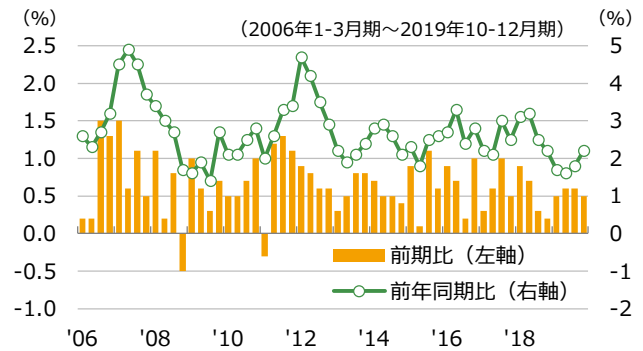
完全雇用への道はなお遠く

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の感染拡大が採用活動に与える影響が懸念される。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。

インフレ目標の達成は見通せず

消費者物価指数の伸び率は1%台後半を中心に安定しているが、RBAの目標である2~3%を下回る状態が続いている。新型コロナウイルス問題が終息し経済成長率が加速しても、当面は賃金上昇率が緩慢で需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続くと考えている。他の先進国に比べて高いインフレ目標が修正されない限り、当面はインフレ率が目標の中心付近へ回帰する展開は想定し得ず。

実質GDP



(出所) 豪州統計局

住宅建設許可件数と住宅価格指数



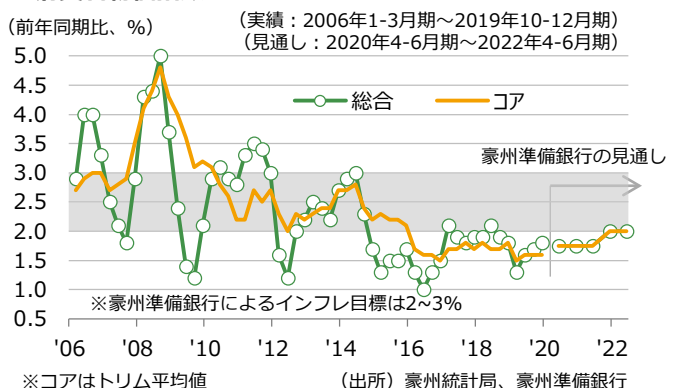
(出所) 豪州統計局

平均賃金と失業率



(出所) 豪州統計局

消費者物価指数





債券・金利

追加利下げは織り込み済み

RBAは昨年10月の利下げを最後にそれまでの利下げ効果を見極める時間帯に入ったと考えていた。しかし、新型コロナウイルス問題に対して経済を支えるために、今年3月に追加利下げに踏み切った。また、金利先物市場は次回4月会合までに政策金利が0.25%まで引き下げられることを織り込んでいる。RBAは政策金利の下限は0.25%になるとしており、これで利下げのカードは使い切ることになる。

長期金利の低下余地は限定的

金融市場がRBAの追加利下げを完全に織り込んでいることに鑑みれば、むしろ長期金利は上昇リスクの方が大きくなっていると考えられる。RBAが国債買い入れなど非伝統的な政策手段を導入したとしても、これまでのRBAが発するメッセージからすれば、短中期ゾーンの購入が中心になるとみられ、長期金利の低下余地は限定的になるだろう。

為替

豪米金利差の縮小は豪ドルを下支え

2018年初めに豪州と米国の長期金利差が逆転して以降、豪ドル安米ドル高傾向が続いてきた。新型コロナウイルス問題に対して両国とも可能な限りの利下げを実施することが市場で織り込まれ金利差は縮小した。リスク回避的な米ドル買いによって金利差と為替の連動性は崩れているが、金融市場が落ち着きを取り戻せば、金利差を意識した売買に移行することで売られすぎた豪ドルの修正が入るだろう。

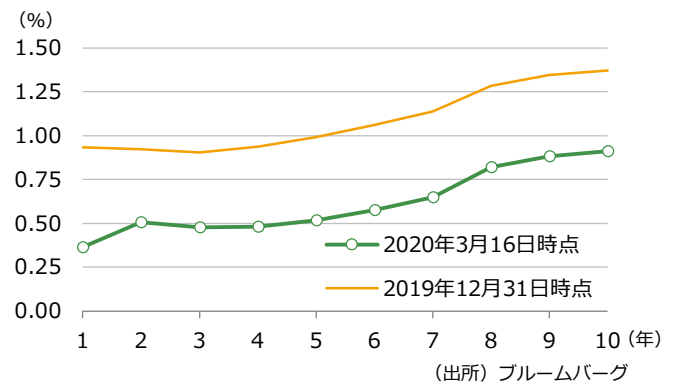
不確実性が低下すれば豪ドル買い戻し

豪ドル円の予想変動率と豪ドル円レートには負の相関があり、金融市場の不確実性が高まると、豪ドルが売られやすく円が買われやすくなることを意味する。足元でもこの傾向が鮮明になっている。ただし、逆に新型コロナウイルス問題が終息し、金融市場の不確実性が低下すれば、豪ドル高円安が進行しやすくなるだろう。

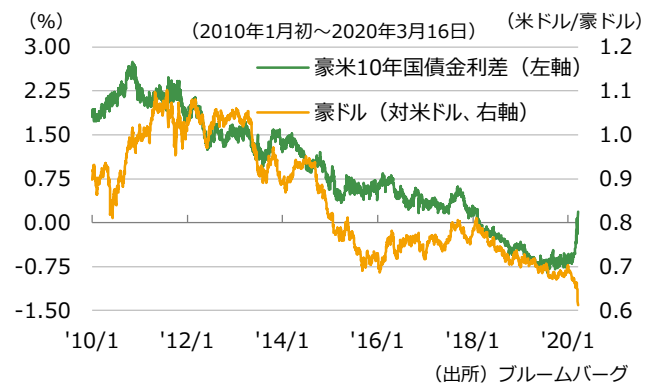
政策金利と10年国債利回り



国債のイールドカーブ



豪米10年国債金利差と為替レート



豪ドル円の予想変動率と豪ドル円レート





経済

GDP倍増計画は、実現可能

日々の新型コロナウイルスの新規感染者数（海外入国者除く）が一桁まで低下し、国内の感染が終息に向かいつつある中、工場の稼働率は約8割まで回復するなど、経済活動は回復傾向にある。1-3月期実質GDP成長率の下振れは不可避だが、4-6月期は「V」字回復を果たし、2020年通年では、所得倍増計画よりはハードルの低いGDP倍増計画を実現するための5.3%の実質成長率が達成できると見込む。

景気刺激策への期待は続く

中国政府は、景気の底割れのリスクを軽減するために、一連の景気刺激策を発表。中小企業の資金繰りを中心に、主に財政支出拡大に軸を置きながら、利下げを組み合わせる政策を実行。引き続き、一部地域での自動車販売促進策などの消費刺激策や、追加利下げ、預金準備率の引き下げなどの政策が期待できよう。

株式

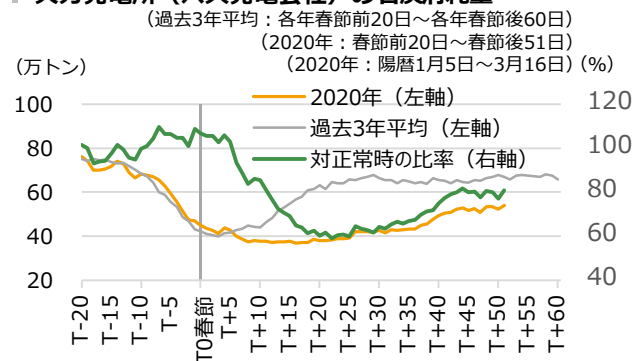
政府の株価支援策が奏功

世界的なリスク回避の動きの中で、年初来の上海総合指数は下落率が10%未満にとどまる（16日時点）など、本土株式市場は落ち着いた動きとなった。SARS感染拡大時の状況や、MSCIチャイナインデックス企業の国内売り上げ比率が92.6%に上ることを勘案すると、12カ月先の予想EPSが高水準を維持する可能性が高い。目先では、3月末まで本決算が一巡する中で、EPS見通しの動きに注意。

バリュエーションは切り上げの余地あり

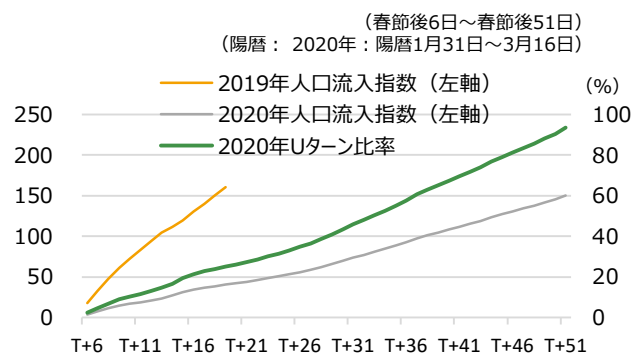
新型コロナウイルス感染拡大後の本土株価の下落は、主にバリュエーション切り下げが影響。上海株式市場の約6割を占める個人投資家においてはレバレッジを活用した積極的な安値拾いがみられ、センチメントは良好。今後は、緊急景気支援策への期待や、本土A株のMSCIインデックスへの組み入れ拡大などが支えになる。

火力発電所（六大発電会社）の石炭消費量



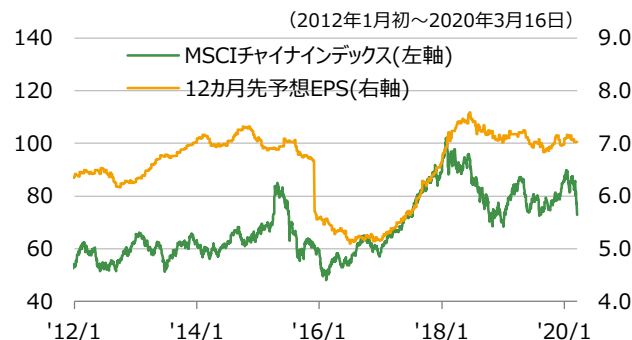
(出所) WINDより大和投資信託作成

春節後主要大都市への人口Uターン状況



※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

個人投資家が株を買い支える



(出所) 上海証券取引所



債券・金利

中銀は、市中貸出金利の低下に注力

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、2020年における利下げ幅は、1年物MLF金利で0.25%ポイントにとどまろう。一方、市中貸出金利の低下を誘導するために、預金準備率やPSL、1年物預金金利などの引き下げを通じて、銀行のコスト低減を図り、貸出金利の低下を促そう。

国債金利はレンジ推移を予想

春節休暇明け後の中銀の流動性供給拡大や、海外の金利低下を受け、金利は2016年10月以来の低水準まで急低下。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

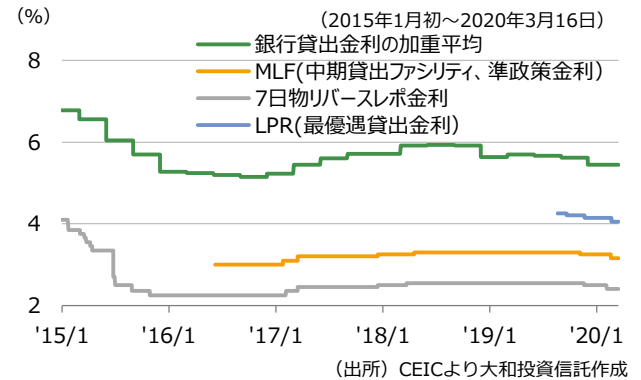
対米ドルで緩やかな上昇基調を辿る

世界的なリスク回避の流れの中でも、為替市場は底堅く推移し、人民元の実効レートはむしろ小幅上昇する展開。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。

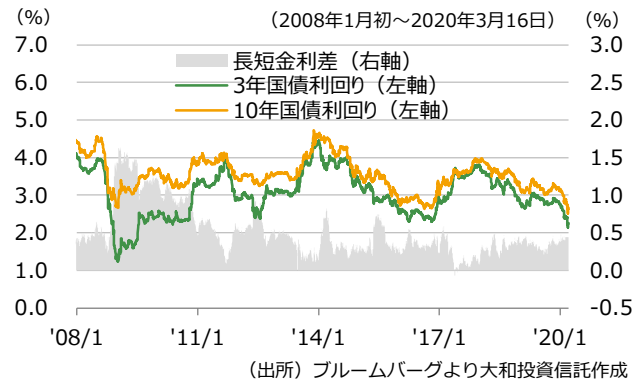
クロスボーダーのフローは安定的

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債券投資は資金流入が続いており、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



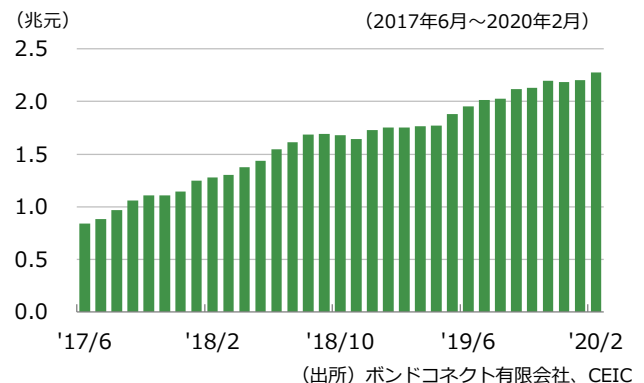
債券市場金利および長短金利差



人民元の実効レートおよび対米ドルレートの推移



外国人の中国本土債券保有額





経済

2020年も1%台の成長にとどまる

2020年は内需主導の景気回復を想定していたが、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による外需の下振れ、ならびに商品価格の低迷がブラジル経済の重荷となり、2020年も1%台の成長にとどまる公算が大きい。また、サプライチェーンの混乱による生産活動の停滞などが内需の回復を遅らせる要因となり、本格的な景気回復は2021年以降にずれ込む可能性が高くなっていると判断せざるを得ない。

底堅い個人消費と伸び悩む生産活動

小売売上高は数量ベースで前年比プラス基調が継続しており、力強さは欠けるものの底堅い状態だ。一方、鉱工業生産は前年比でマイナス基調となっている。さらに、新型コロナウイルス問題によって中国からの部品調達が滞るなどサプライチェーンが混乱しており、今後数カ月は一段と生産活動が停滞することが想定される。故に労働市場の回復も遅れることで個人消費の伸びも緩慢になる公算が大きい。

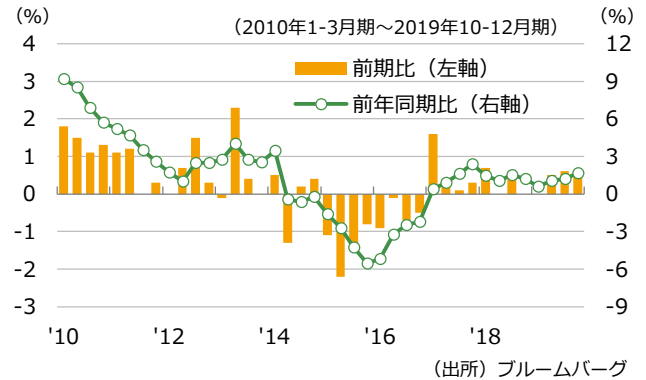
外部環境の悪化は経済の下振れリスク

中国向け大豆需要の落ち込みやアルゼンチンの景気低迷などから、ブラジルの輸出額は減少しており、貿易黒字は縮小傾向にある。新型コロナウイルスの感染拡大が輸出・輸入ともに減少させることになるだろうが、商品価格の低迷もあって輸出の方がダメージは大きい。依然として外需は下振れリスクが高く成長率の押し下げ要因になるほか、経常赤字の拡大による通貨安圧力が続くことも懸念される。

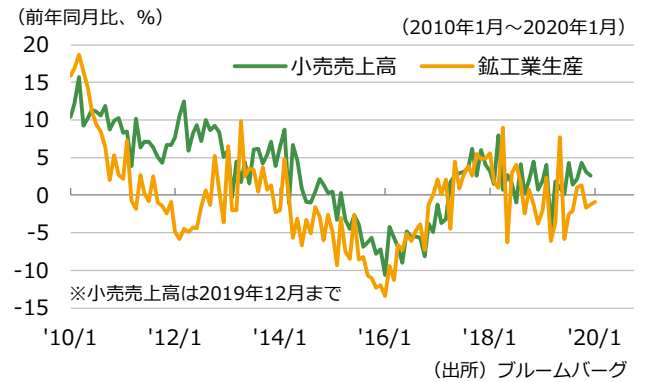
インフレ率は安定も為替市場を注視

インフレ率は当面、ブラジル中銀の目標レンジ内で推移することが見込まれている。内需の回復が緩慢であることがインフレ圧力を抑制しよう。一方、年初からの大幅な通貨安やサプライチェーンの混乱によって供給側からのインフレ圧力が高まる点には注意したい。ただし、かつてに比べて通貨安に対するインフレ率の感応度が低下しており、現時点ではインフレ率が急騰するリスクは小さいと考えている。

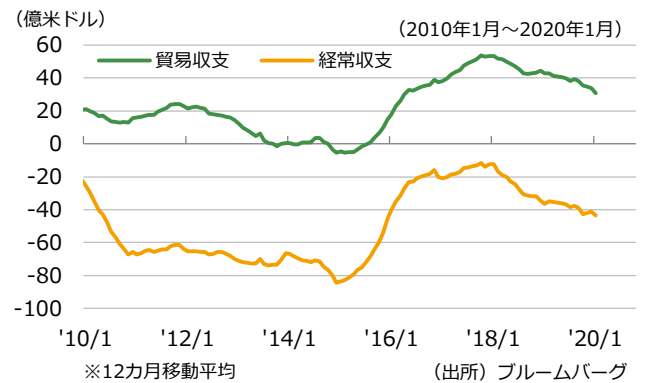
実質GDP



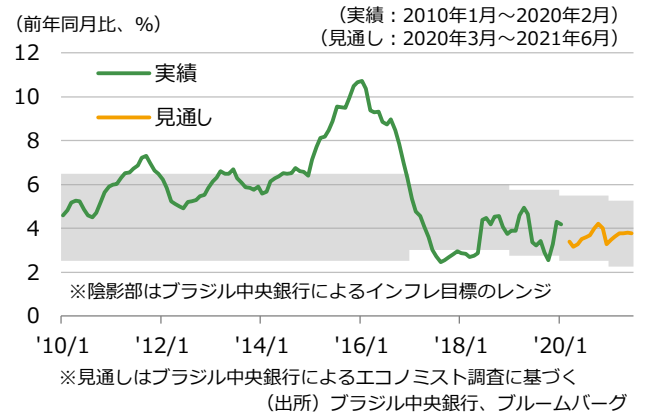
小売売上高と鉱工業生産



貿易収支と経常収支



IPCAインフレ率





債券・金利

追加利下げ余地は乏しい

新型コロナウイルスの感染拡大による経済の下振れリスクに対応するため、ブラジルでも利下げが見込まれているが、通貨安圧力が高まっている現状では米国と同等幅の利下げは難しい。2019年後半からの大幅な利下げにもかかわらず、家計・企業向けの貸出金利があまり低下していないことに鑑みれば、単なる利下げだけでは实体经济に与える効果よりも通貨安圧力という負の側面が意識されかねない。

金融市場の混乱が落ち着けば金利低下

足元では世界的なリスク回避姿勢の高まりによってブラジル金融市場から資金を引き上げる動きが顕著だ。ただし、ブラジルの外貨準備高は潤沢にあり対外脆弱性は高くない。景気回復を棚上げし、利上げに追い込まれるほどの状態になる可能性は低いと考えており、金融市場が落ち着きを取り戻すことで、債券市場に再び資金が流入する展開を想定している。

為替

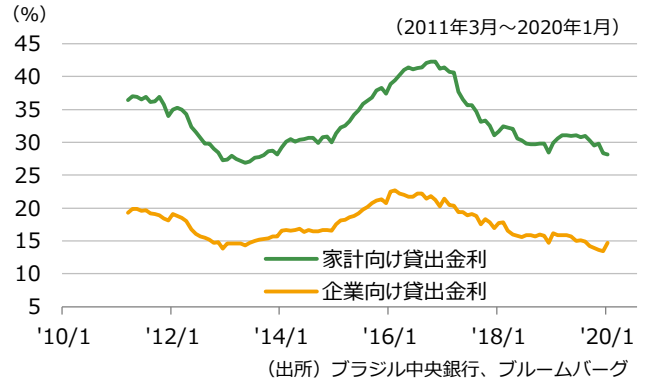
新型コロナウイルス問題で安値切り下げ

新型コロナウイルス問題やそこから波及したリスク回避姿勢の高まりによってリアル安圧力が強まっている。ブラジル中銀は通貨スワップ入札による為替介入を実施してきたが十分な効果が得られず、3月9日からスポット市場での為替介入を実施しており、通貨防衛に本腰を入れ始めたと言える。ブラジルは外貨準備高が潤沢にあるため、過度な通貨安を抑制するために一定の効果が得られるだろう。

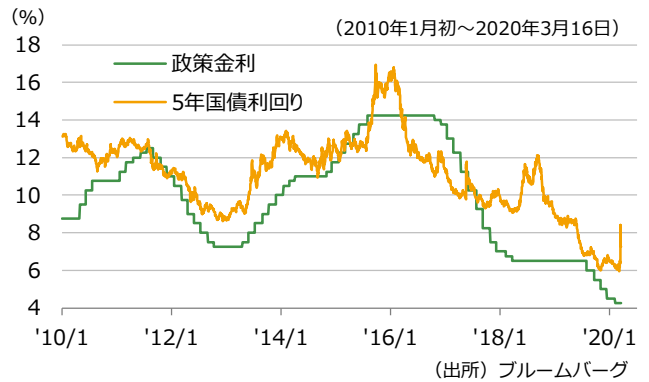
経済改革の進展が待たれる

新型コロナウイルス問題が終息すればレ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直接投資や金融市場への資金流入につながりレ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。

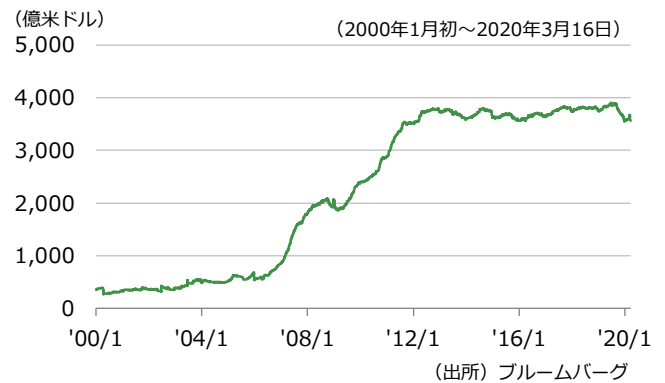
家計・企業向けの平均貸出金利



政策金利と5年国債利回り



外貨準備高



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート





経済

2020年は、景気回復軌道を維持

世界的なパンデミックを受け、新興国への景気下押し圧力は高まるも、多くの国の景気が底打ちの方向に向かうことは変わらないだろう。観光業の割合や、各主要国への依存度、資源価格の影響などで、景気回復の幅やペースが異なるが、追加利下げ後の緩和的な金融環境、財政出動などが支えとなり、景気回復の軌道は維持されよう。1-3月期は、中国への依存が大きい国が一時的に下振れしよう。

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る。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。

原油価格の下落は多くの新興国に有益

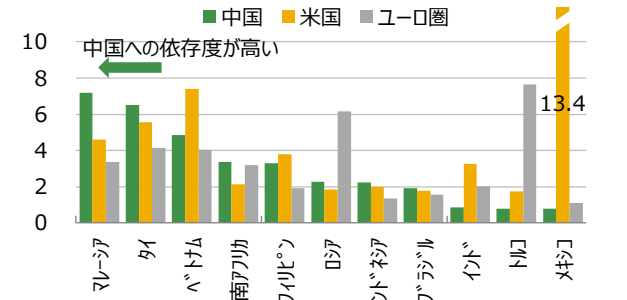
原油価格の下落は、原油を輸入に依存する多くの新興国にとって、経常収支と財政収支の改善につながり、インフレ圧力も抑制され、追加金融緩和への道を容易にするだろう。一方、産油国においては、影響が断トツに大きいロシアや、原油価格と連動するLNGの輸出が大きいマレーシアにはショックとなるが、ブラジルは原油輸出規模が小さく、メキシコは原油製品輸入はプラスで、影響は限定的。

感染拡大問題、貿易への影響は一時的

2019年は、米バルチック指数が大きく上下する中でも、主要新興国の輸出金額は前年比伸び率が安定的に推移。足元の新型コロナウイルスの感染拡大を受け、貿易活動の一時的な冷え込みは回避できないだろう。ただし、世界的な需要後退に陥らないかぎり、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、リバウンドも期待できよう。

最終消費国に対する付加価値輸出

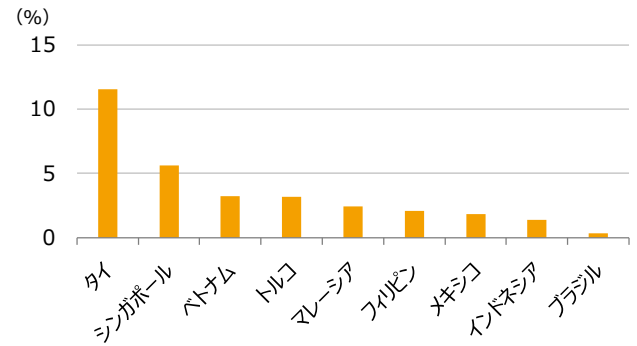
(%、対GDP比率)



※2018年基準

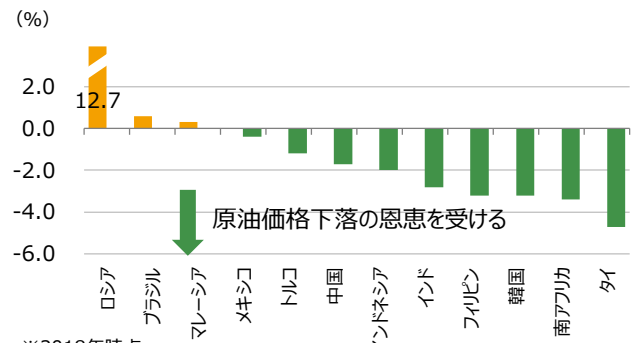
(出所) OECD TIVA2018、IMFより大和投資信託作成

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) CEICより大和投資信託作成

原油および原油製品の純輸出入がGDPに占める割合

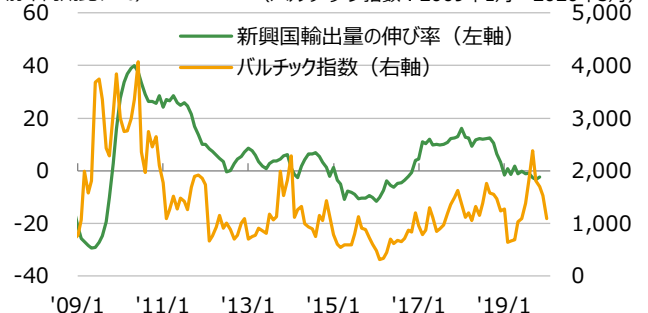


※2018年時点

(出所) UN Comtrade、IMFより大和投資信託作成

主要新興国の輸出状況

(3カ月移動平均、(新興国輸出金額の伸び率: 2009年1月~2019年11月) 前年同期比、%) (バルチック指数: 2009年1月~2020年3月)



※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、ブルームバーグより大和投資信託作成



株式

リスク回避が収まれば、リバウンド

新型コロナウイルスによるリスクオフの流れの中でも、一部アジアの国の下落率が米国に比べて限定的であるなど、ロシアやブラジルなどを除く多くの新興国では、かつてのように先進国より大きく売られる場面はみられていない。米国の景気支援策に加えて、新興国においても財政政策や追加利下げに動き出す国が増え、事態終息が見通せる場面では、リバウンドにつながる。

対先進国の相対的割安感は残存

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っている。世界的なリスク回避の流れを受け、株価が大きく変動しても、その構図は大きくは変わっていない。今後は、中期的には、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、構造改革などで、選別が進むと考えられる。

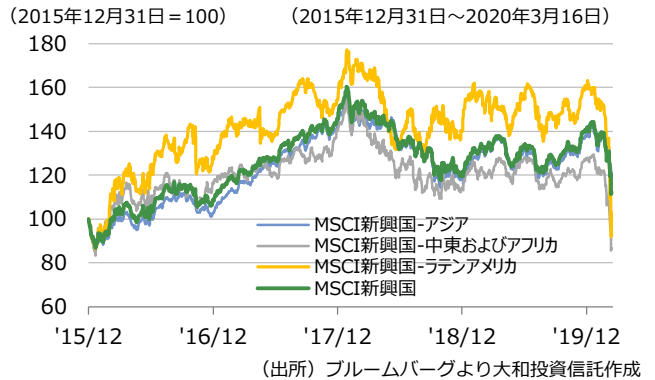
企業業績面ではやや暗雲

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、急低下に転じている。世界経済に不確実性は残るが、新興国の景気が回復途上にあることが再認識されれば、企業業績への懸念は緩和されよう。

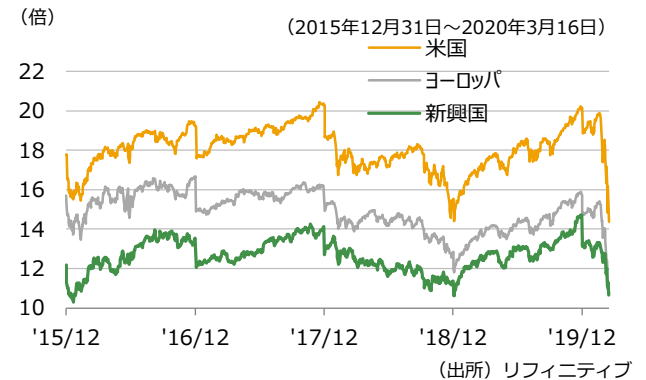
個別国では選別化が進む

不安定な金融市場の中で、各国のEPS伸び率、PERは大きく変動したが、ブラジルを除き、ほとんどの国では顕著なEPS伸び率の悪化は見られていない。今後、企業業績の下方修正も懸念されようが、多くの新興国が景気回復の基本シナリオから逸脱しないと想定するため、企業業績への押し下げ圧力も限定的であろう。

新興国の株式市場の推移



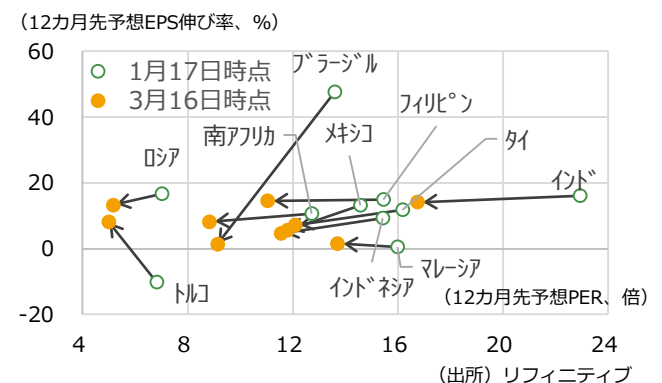
世界各地域の12カ月先予想PERの推移



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

リーマンショック時より下落幅は限定的

新型コロナウイルスによる世界的なリスク回避の動きの中でも新興国債券は堅調に推移し、かつてのようなリスク回避の流れに振り回される場面は見られず、株式等のリスク資産とは一線を画す展開。ただし、その後原油価格の急落が加わった局面では、資源国を中心に売り優勢に転じた。米国の利下げや一部新興国での追加利下げ観測が支えとなり、下落場面では押し目買いのチャンスと考えられよう。

政策金利の深堀が進もう

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、政策金利の深堀が進もう。緩やかな金融環境は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と予想する。

リート

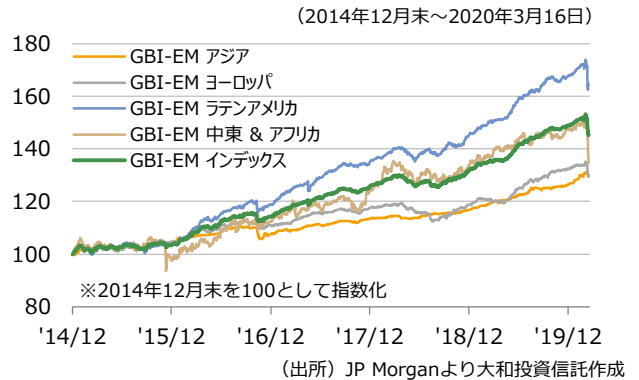
リート業績に下方圧力

新型コロナウイルスの感染拡大および、それを受けての経済活動の停滞はアジア各国のリーートの業績にも下方圧力となろう。空室率の上昇や一時的な賃料の減免、開発案件の遅延等を注視したい。しかしながら、4-6月期中には新型コロナウイルス問題が終息するとの想定で、速やかな経済活動の回復を見込むため、業績悪化は小幅にとどまると想定する。

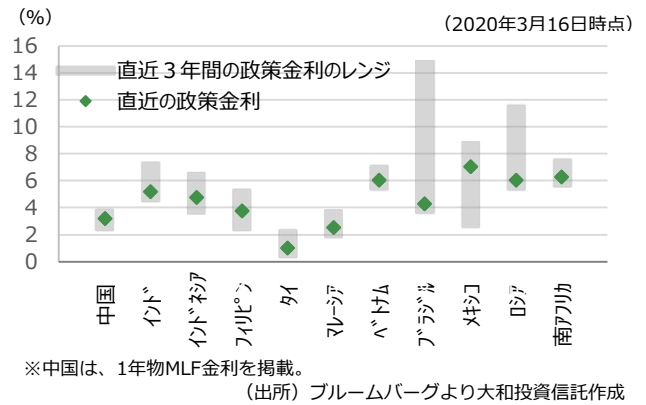
信用リスクへの波及が焦点

リート価格の下落と長期金利の低下を受けて、配当利回りと長期金利の利回り差は大きく拡大。今後は経済活動の停滞が信用リスクへ波及するかが焦点となるが、各国中央銀行が積極的な金融緩和策に動いており、その可能性は低いと考える。経済活動の回復とともに利回り差の縮小を見込む。

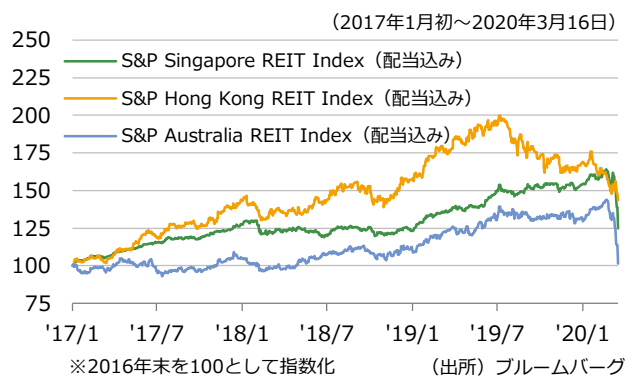
新興国の債券市場の推移



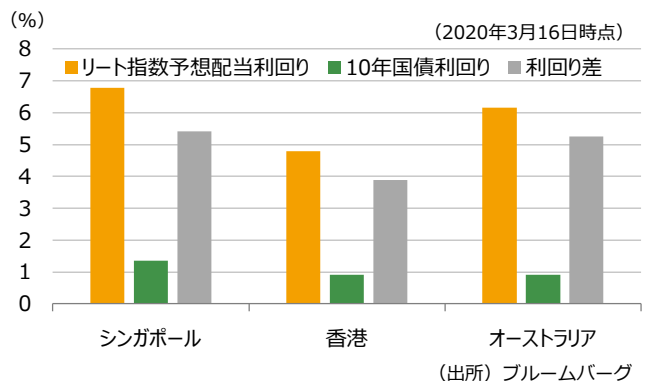
主要新興国の政策金利



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

多くの通貨が近年の安値近辺で推移

新型コロナウイルスによるリスクオフの局面では、下落幅は限定的だったが、資源価格の急落を受け、資源国を中心に下落幅を拡大。今後は原油輸出に大きく頼るロシアを除いて、近年の低水準から回復する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、新興国通貨は徐々に下落を取り戻そう。

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。

下落率はリーマンショック時より小さい

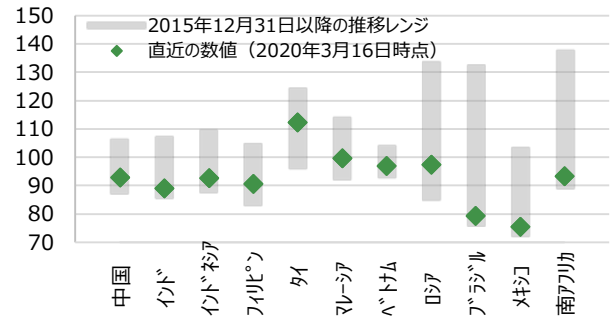
世界的リスク回避の流れの中で、主要新興国通貨の下落率を見ると、今回のコロナショック後の下落幅は、リーマンショック後よりはるかに小さい。かつてに比べて、経常収支が改善傾向にある国が多く、外貨準備高の積み増しも多く進んだことで、新興国通貨のショックへの耐性は強まったと考えられよう。

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の下落幅が狭まり、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

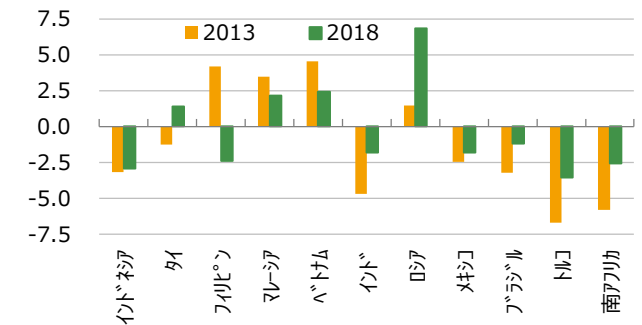
※縦軸は、2015年12月31日=100



(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

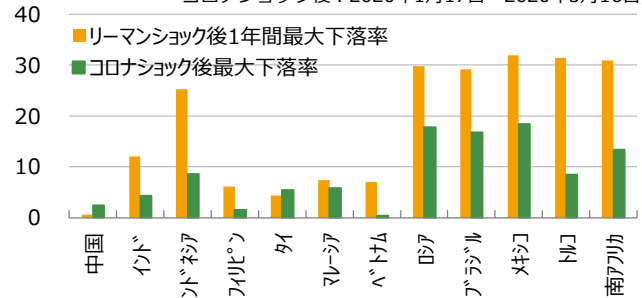
(経常収支/GDP比率、%)



(出所) CEICより大和投資信託作成

リーマンショック時と下落率の比較

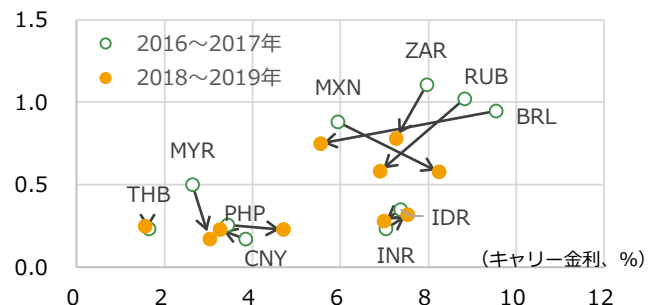
(%、対米ドル) (リーマンショック後：2008年9月14日～2009年9月14日) / コロナショック後：2020年1月17日～2020年3月16日)



※リーマンショック後は2008年9月14日レートに対する下落率で、コロナショック後は、2020年1月17日レートに対する下落率。
(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ンの平均値
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

OPECプラスの決裂で再びシェア争いに

3月6日のOPECプラス会合では、協調減産の拡大や延長で合意することができず、2017年1月から始まった協調減産は3月で打ち切りとなった。再び米国・ロシア・サウジアラビアによるシェア争いが再開することになる。また、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するためにヒト・モノの移動が制限されており、供給と需要の両面から原油価格には強烈な下押し圧力がかかっている。

ロシアやOPEC加盟国は増産へ

ロシアは短期的に日量30~50万バレルの増産を予定しているが、サウジアラビアはすぐに少なくとも230万バレルの増産が可能であり、また生産能力をさらに100万バレル拡大させる方針だ。ロシアは米国からシェアを奪い返すよりも前にサウジアラビアにシェアを奪われることになるだろう。経済合理性の低さからロシアがシェア争いを断念する可能性も考えておくべきだと思われる。

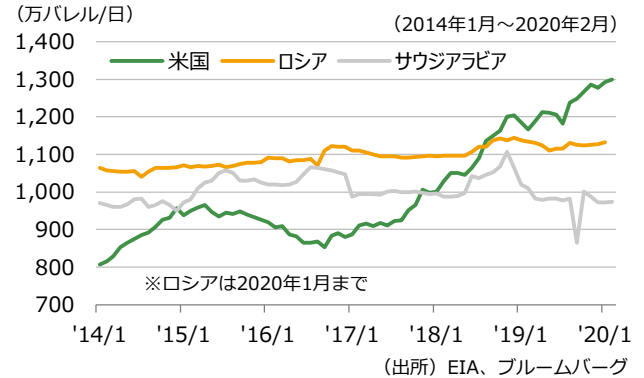
原油価格は新たな均衡点を探る展開

米国のシェール企業の多くは期先物の原油を売ることによって価格変動リスクをヘッジしている。そのため、期先物のWTI原油先物価格はシェールオイルの損益分岐点と連動しやすい。OPECプラスが決裂し再びシェア争いに向かい始めたため、生産コストの高いシェール企業が淘汰されることで損益分岐点の平均が切り下がることを織り込み、長期的な原油価格の均衡点を探る動きとなっている。

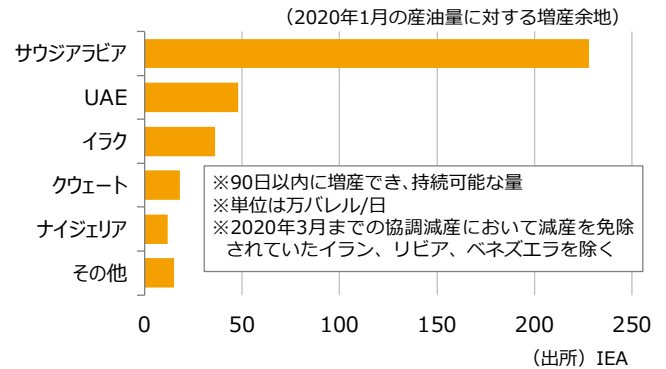
年末にかけて原油価格は上昇リスク

OPECプラスの決裂を受けてEIAは米国の産油量見通しを大きく下方修正したが、OPEC加盟国の増産見通しが甘いため一段の下振れリスクがあると考えている。年末までに米国の減産が進行し、また需要が回復することでWTI原油先物価格は40米ドル台を回復すると見込む。なお、もしロシアとサウジアラビアが和解し協調減産が再開されるようなことになれば、原油価格の水準が一段と切り上がろう。

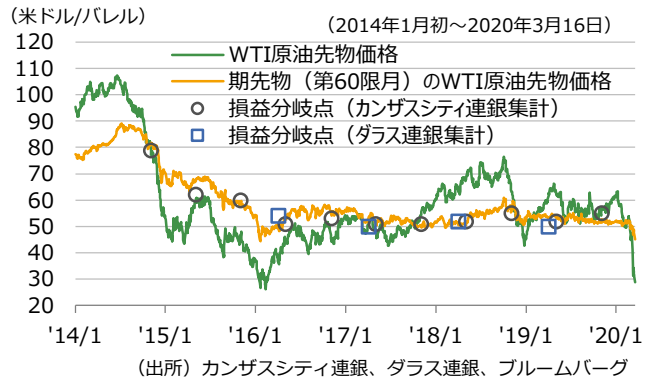
米国・ロシア・サウジアラビアの産油量



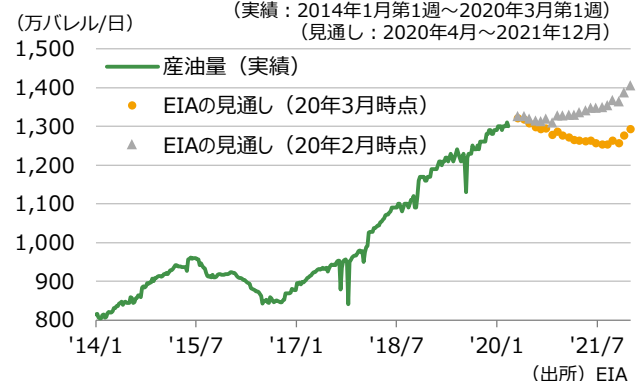
OPEC加盟国の増産余地



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

実質金利も金価格もオーバーシュート

金価格は短期的には米国の実質金利との連動性が高い。特に、昨年以降の金価格の上昇は実質金利の低下でほぼ説明できる。FRBはすでにゼロ金利政策と量的緩和の再開を発表しており長期金利の低下余地は乏しく、また期待インフレ率だけが上昇するような環境でもない。そのため、実質金利がさらにマイナス幅を拡大していく展開は想定しがたく、短期的には金価格が上値を追うのは難しいと考えている。

投機筋は金価格の上昇に追随せず

投機筋（非商業部門）の金先物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、年初からの金価格の上昇に対しては追随していない。むしろ、株式市場の急落による損失を埋め合わせるために含み益のある金の買いポジションを解消しているとの見方もある。引き続きポジション調整による売り圧力には注意を要する。

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。

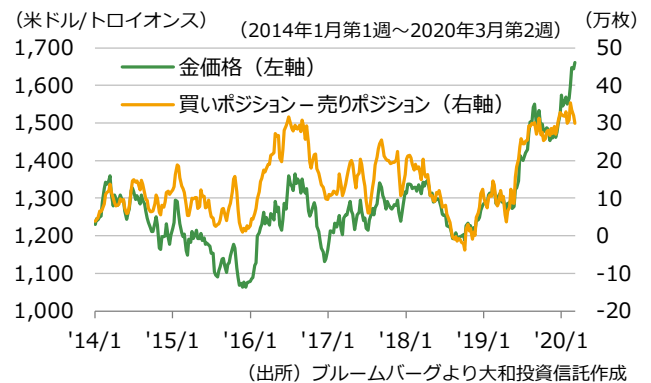
ETFへの資金流入継続も売り転換に注意

投機筋のポジション調整とは対照的に金ETFへの資金流入は続いている。ただし、足元の世界的な株急落によって、投資家のポートフォリオにおける金のウエイトは高まっているはずである。株価下落のヘッジ手段としての役割を金に期待するのであれば、株価下落後に金を購入するのは手遅れであり、むしろポートフォリオのリバランスとして金を売却する動きが出て不思議ではない。

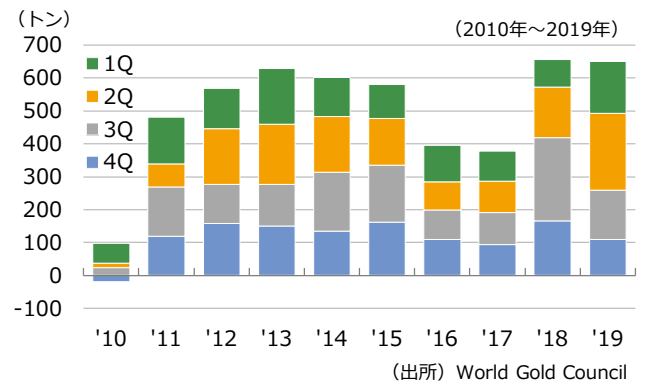
金価格と米国の実質金利



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	生起確率	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問題が世界的に終息せず	中	大	大	中国国内の感染状況が再び大幅に悪化するとは想定しないものの、海外との寸断により、需要後退に陥り、景気低迷が長期化。新興国の金融市場では、自国経済の減速が再認識され、金融資産がさらなる下落圧力に晒される。コロナウイルスが広がる直前の経済状態にも鑑みれば、先進国では日本、欧州、米国の順に打撃が大きいと考えられ、東京五輪も中止に。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、どの地域が悪化、長期化するかによって影響は異なるが先進国の内需、東南アジアの生産活動への影響を懸念する。感染拡大がコントロール不能になればグローバル株安となるが、一定のコントロールが出来れば完全な終息に至らなくても、新規感染者のピークアウトをもって市場センチメントは改善に向かうと予想する。
原油価格の一段の下振れ	中	中	大	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コストへの影響、価格転嫁のタイミングによりセクター毎に動きは異なると予想。ファンダメンタルズへの影響に加え、短期間で大幅な変動は金融市場のセンチメント悪化を通じて株式市場にもネガティブに働くと予想する。新興国では、原油輸出への依存度によって、選別が進み、資源国のロシア、ブラジルやメキシコなどには売り圧力が強まる一方、原油への輸入依存度が高いインド、フィリピンなどの通貨安圧力は弱まらう。
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は追加緩和を余儀なくされ、先進国の債券利回りは一段と低下。中国では、景気減速が止まらず、政府の過剰な景気刺激策が負債を深刻化し、中長期的に発展途上国の罫に落ち込む可能性が大きい。企業業績への悪影響が再び意識され、先進国株式は下落で反応しよう。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。リスクオフの円高に。
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。先進国株は同問題に対する不透明感の後退で素直にポジティブに反応しよう。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らう。

※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

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		3/16	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	-1.50	-2.25	-0.75
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	0.75%	-1.00	-1.00	0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.50%	-0.25	-1.00	-1.00
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%	0.00	-2.25	-8.00
英国	バンク・レート	0.25%	-0.50	-0.50	0.00
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	4.75%	-0.25	-1.25	0.00
メキシコ	銀行間翌日物金利	7.00%	0.00	-1.25	0.75
ロシア	1週間物入札レポ金利	6.00%	0.00	-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			
		3/16	1か月	1年	3年
米国		0.72%	-0.87	-1.87	-1.82
ドイツ		-0.46%	-0.06	-0.55	-0.91
日本		0.02%	0.04	0.05	-0.06
カナダ		0.78%	-0.59	-0.94	-1.03
豪州		0.91%	-0.14	-1.07	-1.91
中国		2.67%	-0.19	-0.48	-0.66
ブラジル		8.54%	1.81	-0.54	-2.82
英国		0.44%	-0.19	-0.77	-0.81
インド		6.21%	-0.16	-1.13	-0.63
インドネシア		7.40%	0.82	-0.38	0.13
メキシコ		7.69%	1.11	-0.36	0.40
ロシア		8.12%	2.00	-0.30	0.02
トルコ		12.07%	1.42	-3.53	1.16

株価指数		直近値 期間別変化率			
		3/16	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	20,189	-31.3%	-21.9%	-3.6%
	S&P500	2,386	-29.4%	-15.5%	0.2%
ユーロ圏	STOXX 50	2,450	-36.2%	-27.6%	-28.8%
日本	日経平均株価	17,002	-28.2%	-20.7%	-13.2%
	TOPIX	1,236	-27.4%	-22.9%	-21.4%
中国	MSCI中国	72.75	-16.2%	-12.7%	8.5%
インド	MSCIインド	1,047	-24.6%	-20.6%	-4.6%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,377	-22.2%	-25.5%	-15.8%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		3/16	1か月	1年	3年
米ドル		105.83	-3.6%	-5.1%	-6.6%
ユーロ		118.47	-0.4%	-6.2%	-2.9%
カナダ・ドル		75.49	-8.9%	-9.7%	-11.3%
豪ドル		64.77	-12.1%	-18.0%	-25.6%
人民元		15.09	-3.8%	-9.1%	-8.5%
ブラジル・リアル		21.17	-17.1%	-27.6%	-41.7%
英ポンド		129.82	-9.4%	-12.4%	-7.3%
インド・ルピー		1.43	-7.3%	-11.6%	-17.7%
インドネシア・ルピア		0.71	-11.7%	-9.6%	-16.6%
フィリピン・ペソ		2.05	-5.7%	-3.2%	-9.2%
ベトナム・ドン		0.46	-3.4%	-5.1%	-8.3%
メキシコ・ペソ		4.64	-21.7%	-20.1%	-21.2%
ロシア・ルーブル		1.42	-17.4%	-17.4%	-27.5%
トルコ・リラ		16.46	-9.2%	-19.5%	-47.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		3/16	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	13,622	-36.4%	-25.4%	-14.3%
日本	東証REIT指数	1,548	-30.7%	-17.5%	-13.9%

商品		直近値 期間別変化率			
		3/16	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	28.70	-44.9%	-51.0%	-41.1%
金	COMEX金先物価格	1,487	-6.1%	14.1%	21.1%

※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

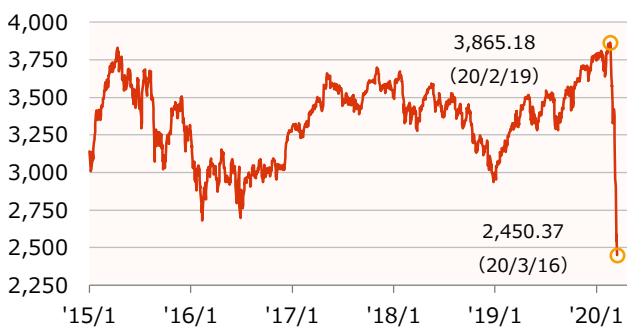
NYダウ



S&P500



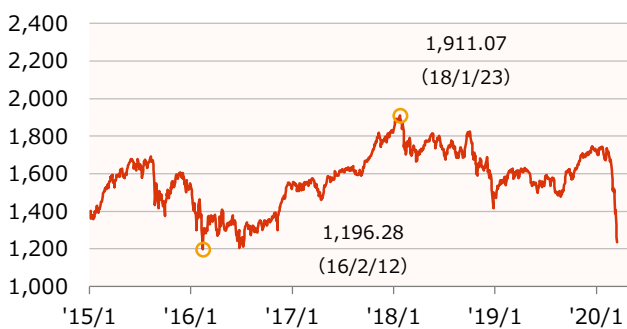
STOXX 50



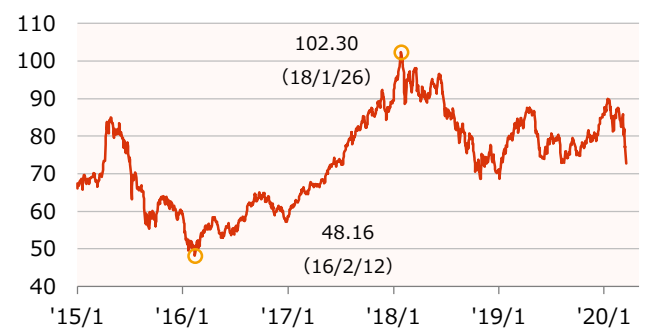
日経平均株価



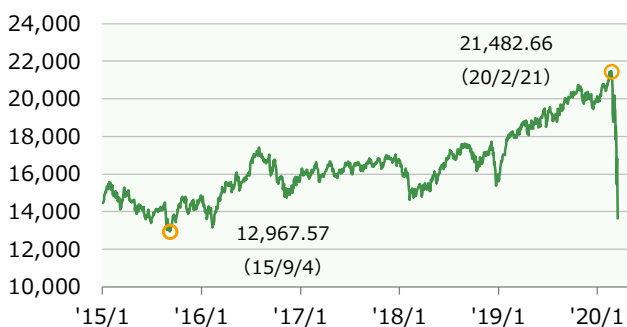
TOPIX



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3月16日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

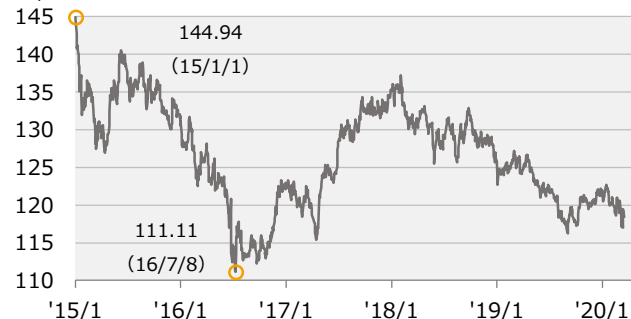
米ドル

(円/米ドル)



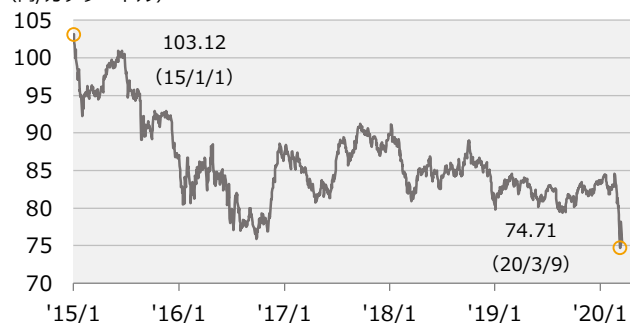
ユーロ

(円/ユーロ)



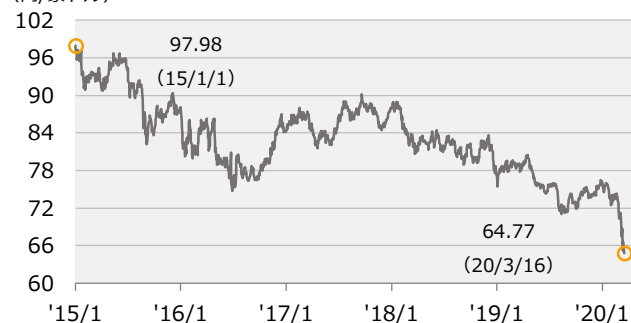
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



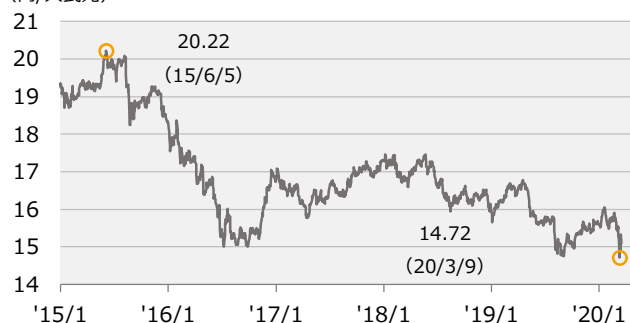
豪ドル

(円/豪ドル)



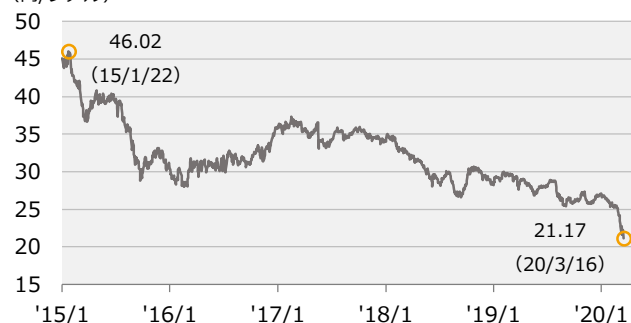
中国人民幣

(円/人民幣)



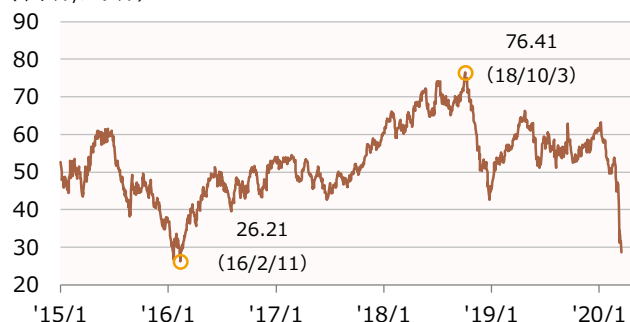
ブラジル・リアル

(円/リアル)



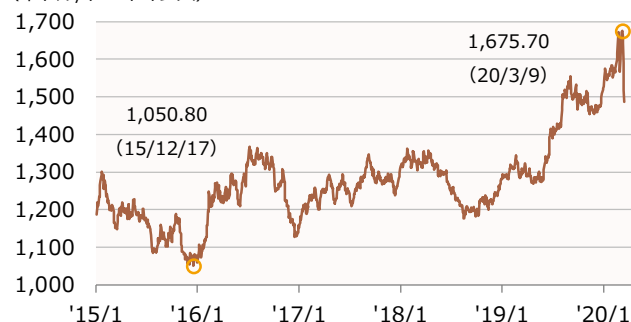
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2020年3月16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 資産買入れ	短期金利操作 資産買入れ	長短金利操作 資産買入れ
政策金利	FFレート	(現在は主として) 中銀預金金利	一部当座預金への適用金利 10年物国債金利
- 2020年末の予想値	0~0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	<ul style="list-style-type: none"> 2020年を通じてゼロ金利政策継続 2021年は緊急対応の緩和の一部を巻き戻し 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年を通じて政策金利は据え置きも、資産買入れは強化 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 	<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

(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	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 ●ロシア憲法改正の是非を問う国民投票（22日） ●ラマダン開始（24日） 	
	5月			●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		●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）	<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	●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	●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	●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		●米大統領議会演説	
		3月			

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

(作成基準日：2020年3月16日)

(発行日：2020年3月23日)