



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

7

JUL. 2020

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

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management


新型コロナと経済のバランスを見極める

- 1 この1カ月を振り返ると、想定よりも早いペースで経済が回復していることが確認できる。そうした中でも、中央銀行は景気サポートに全力を尽くすスタンスを変えていない。
- 1 経済活動の再開が早まれば、感染第2波の可能性も高まる。一方、感染第2波となれば、経済対策の拡大もまた見込まれる。目先は、新型コロナと経済のバランスを見極める時間帯となろう。




米国

- 経 … 経済は極端に収縮したが、大規模な金融・財政政策で既に回復局面入り。
- 株 … 感染第2波の動向とバリュエーションの高さがリスク要因。
- 債 … 事実上のゼロ金利政策は長期化し、多額の資産購入で長期金利の上昇も抑制。
- リ … 経済活動再開後の業種別・銘柄別の業績改善に注目。
- 為 … リスクオンは米ドル安要因だが、対中貿易収支改善が米ドル高要因に。



ユーロ圏

- 経 … 経済は年前半の急速な悪化から、大規模な金融・財政政策で年後半は回復へ。
- 株 … 経済活動再開が進展も第2波発生時の不透明感は相対的に高い。
- 債 … 金融政策は極端に緩和的なままで、ドイツの長期金利はマイナス圏での推移が継続。
- 為 … 欧州復興基金で合意すれば、リスクオンのユーロ高も。



日本

- 経 … 経済は約1年の停滞、下振れから脱し、経済活動の再開につれて年後半は回復へ。
- 株 … 感染第2波リスクも自粛長期化とならなければ下値も限定的だろう。
- 債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%近傍から逸脱せず。
- リ … 緩和的な金融環境の長期化で中期的に緩やかな上昇を期待。
- 為 … 世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



- 経 … 経済は最悪期を脱し、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
- 債 … 金融緩和策は出尽くし感も利上げは見通せず、長期金利は1%未満での推移。
- 為 … 原油価格の上昇期待がある一方、相対的な金利の低さや経常赤字が通貨の重荷。



- 経 … 経済は最悪期を脱し、金融・財政政策を支えに内需主導で景気回復。
- 債 … 長期金利の緩やかな上昇を想定するも、クーポンとロールダウン効果でおおむね相殺。
- 為 … 金融市場が安定化すれば相対的な金利の高さが材料視される展開。



- 経 … 自動車、建設業を中心に経済活動が加速し、速やかな景気回復へ。
- 株 … 業績の下方修正がおおむね一巡するも、米中摩擦が重しとなり、レンジ推移。
- 債 … 緩和的な金融環境の長期化や、外国人の資金流入などが、長期金利の上昇を抑制。
- 為 … 輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。




- 経 … 新型ウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。
- 債 … 財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買い入れ期待が抑制。
- 為 … 直接投資・証券投資の低迷は懸念されるが、経常黒字が通貨を下支え。

シリーズ

世界の絶景

JUL. 2020



今月の一枚

ランペドゥーザ島 (イタリア)

マルタとチュニジアの間辺りにあるイタリア領最南端の離島。海の透明度が高く、船が空中に浮かんでいるように見えることで有名。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

想定よりも早いペースでの経済回復

この1カ月を振り返ると、米国で非農業部門雇用者数が前月比「プラス」となったことが最大のサプライズ、かつ象徴的で、想定よりも早いペースで経済が回復していることが示された。もっともそれは、当局が新型コロナ抑制と経済活動再開のバランスを取る方向へとシフトした結果でもある。世界的にみれば、新規感染者数の拡大が続いている。

方向は回復、その水準は？

先行性のあるPMIなどのサーベイデータでは経済活動の反転回復が確認される。しかし、それらの経済指標は、前月に比べて良くなったか（悪くなったか）の「方向」を問うもので、その「水準」は問われていない。リスク資産は先行きの「良いところ取り」をしてきただけに、ハードデータの回復と、その水準の確認が待たれる。

金融市場

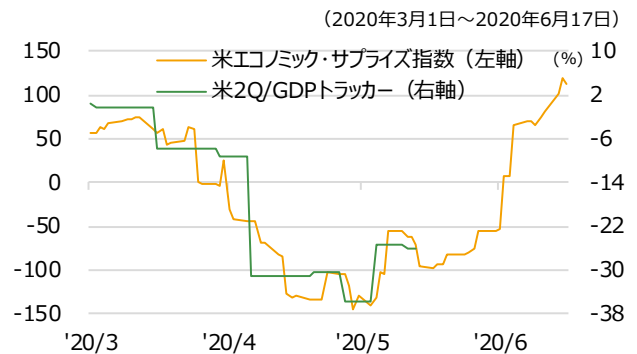
経済活動と金融政策のギャップ

経済活動の回復が確認される中でも、中央銀行は先行きに慎重な姿勢を保っている。主要国の6月金融政策会合では、FRBは2022年末までの政策金利据え置きを示唆、ECBはパンデミック緊急購入プログラムの規模と期間を拡大するなど、景気サポートに全力を尽くすスタンスは変わっていない。そのギャップが株価などを上昇させる要因となっている。

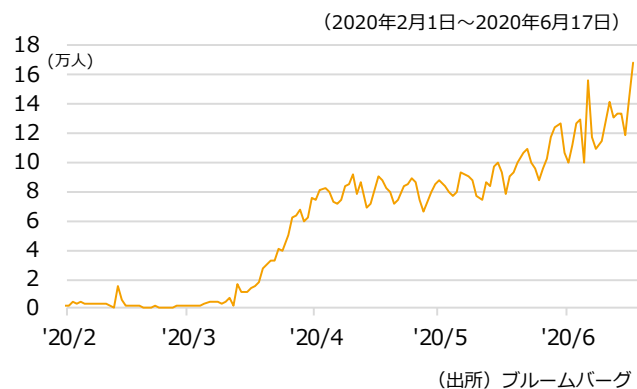
新型コロナと経済のバランスを見極める

経済活動の再開が早まれば（ポジティブ）、感染第2波の可能性も高まる（ネガティブ）。一方、感染第2波となれば（ネガティブ）、経済対策の拡大もまた見込まれる（ポジティブ）。リスク資産にとって重要なのは、経済活動や企業収益の見通しが収れんする水準となるが、それは新型コロナと経済のバランスを見極めるということでもあり、目先はその時間帯となろう。

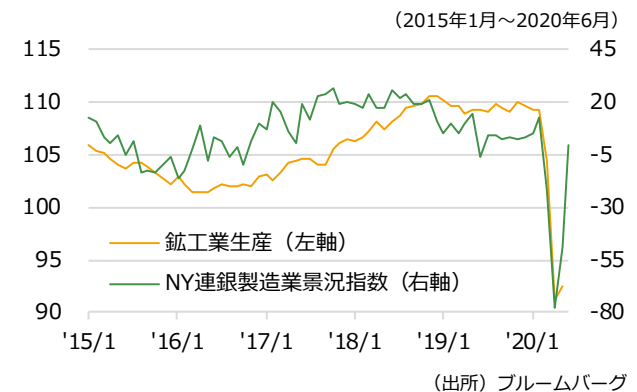
米エコノミック・サプライズ指数とGDPトラッカー



新型コロナウイルスの新規感染者数（世界）



米鉱工業生産とニューヨーク連銀製造業景況指数



主要国の金融政策（6月）

FRB	6月10日	2022年末までの政策金利据え置きを示唆
ECB	6月4日	パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の規模と期間を拡大
BOE	6月18日	資産買入れ枠を拡大
日銀	6月16日	新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムを拡大

(出所) ブルームバーグ

早見表

主要資産の見通し（今後1年程度）

☐… 見通し変更

弱気 中立 強気 一言コメント

経済	米国		<p>経済は極端に収縮したが、大規模な金融・財政政策で既に回復局面入り。 経済は年前半の急速な悪化から、大規模な金融・財政政策で年後半は回復へ。 経済は約1年の停滞、下振れから脱し、経済活動の再開につれて年後半は回復へ。 経済は最悪期を脱し、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。 経済は最悪期を脱し、金融・財政政策を支えに内需主導で景気回復。 自動車、建設業を中心に経済活動が加速し、速やかな景気回復へ。 新型コロナウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。</p>
	ユーロ圏		
	日本		
	カナダ		
	豪州		
	中国		
	ブラジル		

※新型コロナウイルス問題からの回復見通しの相対比較（平時とは異なるため、今回から判断の基準を変更）

株式	米国		<p>感染第2波の動向とバリュエーションの高さがリスク要因。 経済活動再開が進捗も第2波発生時の不透明感は相対的に高い。 感染第2波リスクも自粛長期化とならなければ下値も限定的だろう。 業績の下方修正がおおむね一巡するも、米中摩擦が重しとなり、レンジ推移。 割高なバリュエーションが解消され、景気対策も追い風で、反発余地あり。 構造改革への期待が追い風で、反発余地あり。 財政出動などの景気対策がポジティブ、バリュエーションも割安で、反発余地あり。 新型コロナウイルス問題の早期の収束が追い風となり、買戻しが続く。</p>
	ユーロ圏		
	日本		
	中国		
	インド		
	インドネシア		
	フィリピン		
ベトナム			

債券	米国		<p>事実上のゼロ金利政策は長期化し、多額の資産購入で長期金利の上昇も抑制。 金融政策は極端に緩和的なままで、長期金利はマイナス圏での推移が継続。 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ%近傍から逸脱せず。 金融緩和策は出尽くし感も利上げは見通せず、長期金利は1%未満での推移。 長期金利の緩やかな上昇を想定するも、クーポンとロールダウン効果でおおむね相殺。 緩和的な金融環境の長期化や、外国人の資金流入などが、長期金利の上昇を抑制。 財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買入れ期待が抑制。 政策金利は実効的な下限に到達、中銀の国債購入で長期金利の上昇は抑制。 利下げ余地拡大も、景気減速による資金逃避との綱引きで、レンジ推移。 財政規律の大幅緩和は見られず、利下げ余地があり、金利低下を予想。 利下げ余地が大きく、金利は緩やかな低下傾向を辿る。 金融市場の落ち着きとともに、緩やかな金利低下が続く。 相対的な金利の高さは魅力だが、資金流出懸念が金利低下を阻む。</p>
	ドイツ		
	日本		
	カナダ		
	豪州		
	中国		
	ブラジル		
	英国		
	インド		
	インドネシア		
	メキシコ		
	ロシア		
	トルコ		

リート	米国		<p>経済活動再開後の業種別・銘柄別の業績改善に注目。 緩和的な金融環境の長期化で中期的に緩やかな上昇を期待。</p>
	日本		

商品	原油		<p>需給バランスの改善が鮮明になり、原油在庫の減少とともに価格は緩やかに上昇。 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が重荷。</p>
	金		

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

為替	米ドル		<p>リスクオンは米ドル安要因だが、対中貿易収支改善が米ドル高要因に。 欧州復興基金で合意すれば、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。 原油価格の上昇期待がある一方、相対的な金利の低さや経常赤字が通貨の重荷。 金融市場が安定化すれば相対的な金利の高さが材料視される展開。 輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。 直接投資・証券投資の低迷は懸念されるが、経常黒字が通貨を下支え。 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。 景気減速幅が大きく、反発余地限定的。 中銀の目標レンジまで回復したことで、増価余地は限定的。 コロナショック前の水準まで回復したことで、増価余地は限定的。 相対的に下落小幅な分、反発余地小だが、貿易黒字が支え。 金融市場の落ち着きとともに、実質金利の高さが意識される展開。 原油価格の上昇と当局による為替介入が支え。 相対的なインフレ率の高さと対外脆弱性の高さが通貨の重荷。</p>
	ユーロ		
	日本円		
	カナダ・ドル		
	豪ドル		
	中国人民元		
	ブラジル・レアル		
	英ポンド		
	インド・ルピー		
	インドネシア・ルピア		
	フィリピン・ペソ		
	ベトナム・ドン		
	メキシコ・ペソ		
	ロシア・ルーブル		
	トルコ・リラ		

※通貨パフォーマンスの相対比較

表の見方

早見表

主要国 - 予想値

… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	実質GDP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	-5.4	4.7	2.25 ~ 2.50	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	2.69	1.80	1.0	1.0
ユーロ圏*	1.9	1.2	-6.4	3.9	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.2	-0.2
日本	0.3	0.7	-4.1	3.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	0.0	0.0
カナダ	2.0	1.7	-6.2	5.2	1.75	1.75	0.25	0.25	1.97	1.70	0.9	0.9
豪州	2.7	1.8	-3.6	3.8	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.2	1.2
中国	6.7	6.1	2.3	7.2	3.30	3.25	2.65	2.65	3.10	3.14	2.4	2.8
ブラジル	1.3	1.1	-6.3	3.1	6.50	4.50	2.25	3.00	9.46	7.05	7.4	7.8

	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	123円	122円
S&P500	-6.2%	28.9%	-9.6%	8.9%		-7.0%	-3.2%	1.0%	-0.8%
欧州	3,001	3,745	2,970	3,200	カナダ・ドル	80.41円	83.63円	81円	80円
STOXX 50	-14.3%	24.8%	-20.7%	7.7%		-10.3%	4.0%	-3.1%	-1.2%
日本	20,015	23,657	22,500	24,500	豪ドル	77.31円	76.24円	78円	80円
日経平均株価	-12.1%	18.2%	-4.9%	8.9%		-12.2%	-1.4%	2.3%	2.6%
日本	1,494	1,721	1,620	1,780	中国人民元	15.97円	15.60円	16.0円	16.6円
TOPIX	-17.8%	15.2%	-5.9%	9.9%		-7.7%	-2.3%	2.5%	3.8%
中国	71.2	85.7	88	95	ブラジル・リアル	28.24円	27.0円	19.5円	18.6円
MSCI	-20.3%	20.4%	2.7%	8.0%		-17.0%	-4.5%	-27.7%	-4.6%

	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	20,236	21,896
NAREIT指数	-4.6%	26.0%	0.4%	8.2%
日本	1,774	2,145	1,750	1,800
東証REIT指数	6.7%	20.9%	-18.4%	2.9%

【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、予想値は大和アセット

表の見方

早見表

その他の国々 - 予想値

… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	実質GDP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	-6.9	3.9	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.5	0.5
インド*	6.1	4.2	1.2	8.8	6.50	4.90	3.50	3.50	6.75	6.56	6.4	7.3
インドネシア	5.2	5.0	0.8	8.2	6.00	5.00	3.75	3.75	7.40	7.04	7.0	8.0
フィリピン*	6.3	6.0	1.6	9.0	4.75	4.00	2.50	2.50	2.75	2.71	3.0	3.3
ベトナム	7.1	7.0	2.8	9.4	6.25	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	2.2	-0.3	-7.3	2.2	8.25	7.25	4.00	4.00	8.66	6.91	5.4	5.0
ロシア	2.5	1.3	-5.3	3.9	7.75	6.25	4.00	4.00	8.78	6.41	5.0	5.2
トルコ	2.7	0.9	-3.7	3.2	24.00	12.00	8.00	9.00	15.99	11.72	12.0	12.4

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	1,290	1,390	英ポンド	139.87円	144.07円	141円	140円
MSCI	-0.2%	8.5%	-5.8%	7.8%		-8.1%	3.0%	-2.1%	-0.7%
インドネシア	7,075	7,288	6,260	6,980	インド・ルピー	1.57円	1.52円	1.43円	1.50円
MSCI	-5.9%	3.0%	-14.1%	11.5%		-11.0%	-3.1%	-6.0%	4.9%
					インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.752円	0.771円
						-8.3%	3.0%	-4.1%	2.5%
					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%
WTI原油 (米ドル/バレル)	45.41	61.06	42	42	ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.464円	0.466円
	-24.8%	34.5%	-31.2%	0.0%		-4.8%	-0.8%	-1.0%	0.4%
金 (米ドル/トロオンス)	1,281	1,523	1,500	1,550	メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	4.95円	5.02円
	-2.1%	18.9%	-1.5%	3.3%		-2.5%	2.8%	-13.7%	1.4%
					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	15.1円	14.4円
						-30.3%	-11.8%	-17.2%	-4.6%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】

※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値

※単位は (%)

* インドの実質GDP成長率は当該年4月から翌年3月まで

* フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

【株価指数・為替・商品】

※下段は年間騰落率

* インドネシア・ルピア、ベトナム・ドンの対円レートは100倍表示

(出所) 実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

短期の景気後退から年後半は回復へ

実質GDPは2020年1-3月期の前期比年率▲5%に続き、4-6月期は▲35%と極端な収縮を想定するが、7-9月期は20%、10-12月期は10%の急反発を見込む。月次では5月に景気は底打ちした公算が大きい。NBERは2020年2月を景気の山と認定しており、景気後退局面は僅か3カ月で終わったことになる。感染第2波が限定的であれば、これまでの大規模な金融・財政政策の効果で、二番底は回避される。

経済活動の再開で景況感は5月に反転

ISM景況感指数は水準は低いながらも製造業、非製造業とも5月は反転した。構成系列では、4月まで都市封鎖の影響が大きかったと考えられる非製造業の企業活動、新規受注指数の上昇が顕著で、5月以降の経済活動の再開と整合的である。前月との比較である指数の性格上、当面は景況感の改善が見込まれる。また、景気の転換点によく見られる事象で、市場予想比での経済指標の上振れも生じやすい。

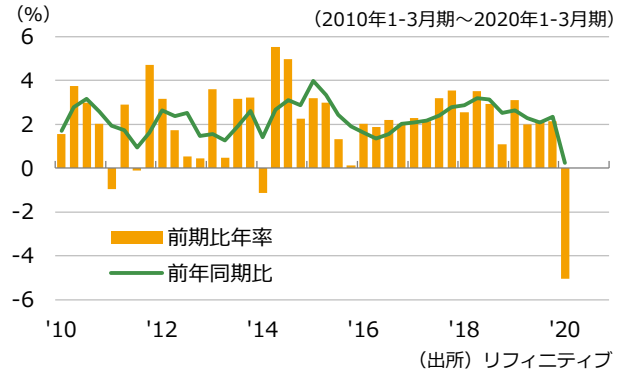
雇用への長期的な打撃は免れず

非農業部門雇用者数は4月に前月差▲2,068万人と前例のない急減を記録したが、5月は250万人の増加に転じた。一時解雇が大半であったことから、政府の給与保護プログラムにより、再雇用が促された。失業率は4月の14.7%でピークを付けた公算が大きい。しかし、ショックの大きさに鑑みれば、雇用への長期的な打撃は免れず、失業率がコロナ前の水準に低下するのは容易でない。

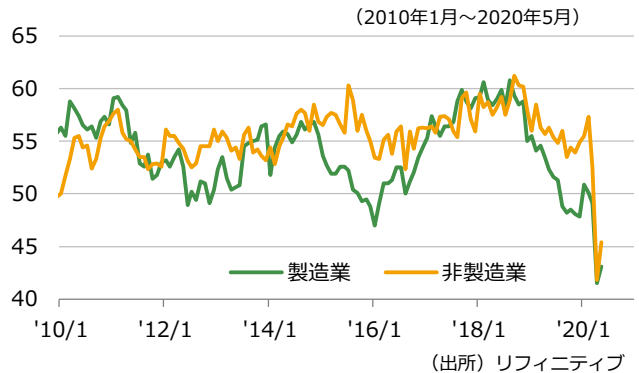
消費者物価の上昇は抑制

消費者物価指数は食品・エネルギーを除く系列で5月まで3カ月連続で前月比マイナスを記録し、前年同月比では2011年3月以来となる1.2%へ伸びが鈍化した。都市封鎖の影響が大きい航空運賃、宿泊費、自動車保険料などの下落が極端。当面は需要の急減で消費者物価に下押し圧力が働き続けよう。新型コロナウイルス問題が収束した後も、行動様式の変化等で消費者物価の上昇は抑制されやすい。

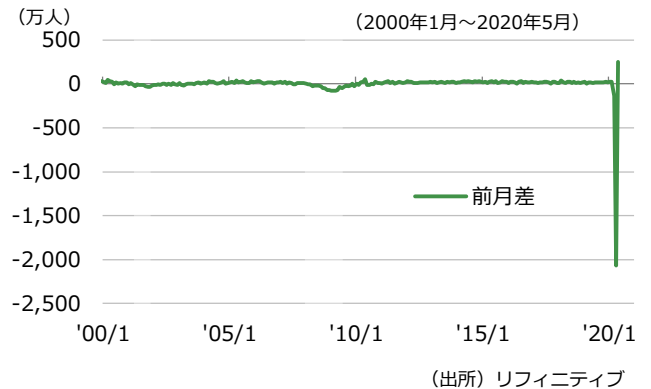
実質GDP



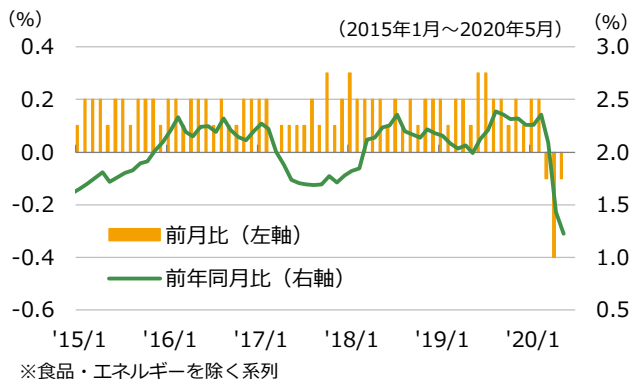
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数



消費者物価指数





株式

値動きの荒い1カ月

経済活動再開の進展による景気底打ち期待で上昇も、高値警戒感と米国内における感染第2波への懸念によりその後反落と値動きの荒い1カ月となった。株価上昇により高値警戒感がある一方、2021年に向けた業績回復期待も根強く、株価はボラティリティを伴いながらも緩やかに値を切り上げると予想。S&P500の年末予想は2020年：2,920、2021年：3,180を据え置く。

バリュエーションは割高感あり

ただし、バリュエーションの高さは懸念。足元のリスクプレミアムは4%程度であり極端な過熱感はない水準。一方、より意識されやすいPERは12カ月先予想ベースで20倍強と割高感が意識される水準にある。2021年予想EPSを基準としても20倍近い水準であり、ネガティブ材料が意識される局面では株価はボラティリティが高まりやすい環境にあると考える。

感染第2波は全米規模には至らず

右図は新型コロナウイルスの新規感染者数が拡大している州のGDP構成比を示したものの。拡大/縮小は直近1週間の累計感染者数の前週比で判断している。同数値でみた場合、感染拡大が全米規模に至っておらず、センチメントを変える決定的な材料とはなっていない。感染第2波が全米に拡大し、再び経済活動の抑制が意識されれば市場センチメントは大きく悪化することが見込まれ、注視が必要と考える。

大統領選に関するリスクはやや上昇

直近変化で注目されるのはトランプ大統領の再選への不透明感の高まり。株式市場にとっては民主党が主導権を握り現在の施策が大きく転換されること、特にトランプ減税の巻き戻しがリスク材料となる。議会選挙の予想、経済回復の優先度が高い現状を考えれば増税は主たるリスクではないものの、11月の大統領選に向けて民主党の優勢がさらに高まれば株式市場に懸念が生まれる可能性はある。

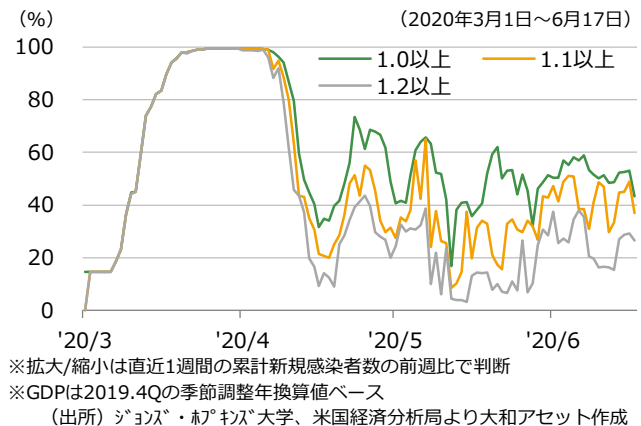
S&P500の推移



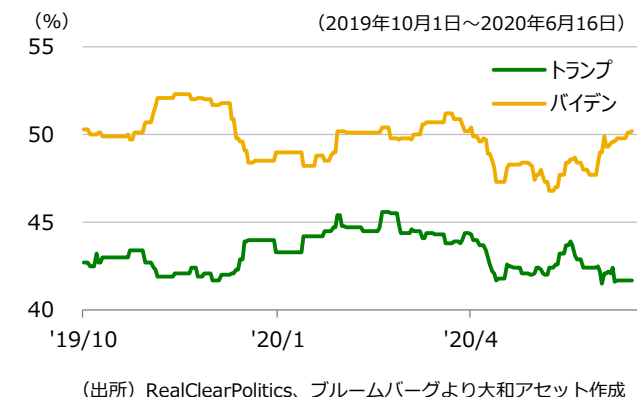
リスクプレミアムの推移 (S&P500)



新規感染者数が拡大基調にある州のGDPウェイト



米国大統領選挙の候補者支持率





債券・金利

事実上のゼロ金利政策が長期化

6月のFOMCでは参加者のほぼ全員が2022年末まで政策金利は据え置きとの見通しを示し、パウエル議長は利上げは考えてすらいないと発言した。参加者のインフレ見通しも弱く、「最大雇用と物価安定の目標を達成するための軌道に乗っていると確信するまで」との利上げに係るフォワード・ガイダンスに鑑みれば、事実上のゼロ金利政策が長期化しよう。但し、マイナス金利の可能性は低い。

落ち着きを取り戻す金融市場

FRBは国債とMBSを合計で少なくとも月1,200億米ドル購入することを明示し、購入減額への市場の懸念を払拭することで長期金利の上昇を抑制した。10年国債利回りは雇用統計直後に接近した1%が上限として強く意識される。信用緩和のための各種プログラムも大部分が実行に移されるなか、FRBの狙い通りに金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。

リート

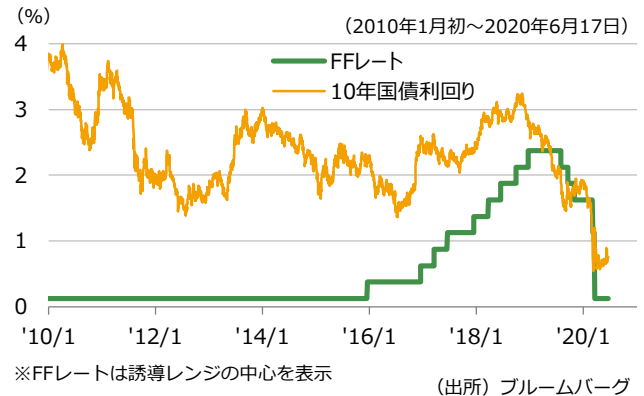
手探りの経済活動再開

米国では相当数の新規感染者数が存在する中での経済活動の再開となり、企業は慎重にオフィスでの業務再開や店舗の営業再開を進めている。感染の再拡大リスクは残るものの、経済活動再開の方向性は変わらないと考える。新型コロナウイルスの影響は業種によって大きく異なるため、4-6月期の決算発表等を通じて業種別・銘柄別の業績回復の進捗度合いを見きわめたい。

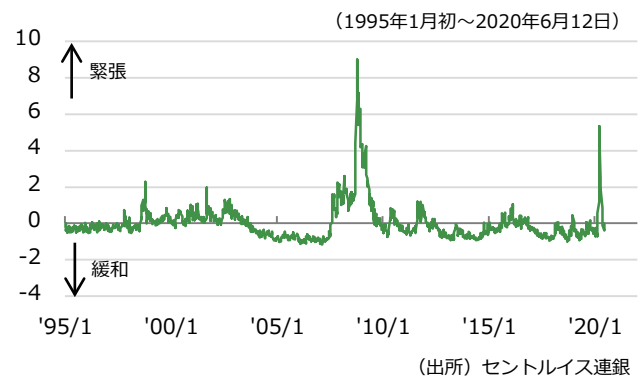
積極的な金融緩和政策

FRBの緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また一時は大きく拡大した社債の信用スプレッドも落ち着きつつある。経済活動の再開に伴い、リートの業績回復や見通し改善が確認されれば、配当利回りと長期金利との利回り差は縮小に向かうと考える。

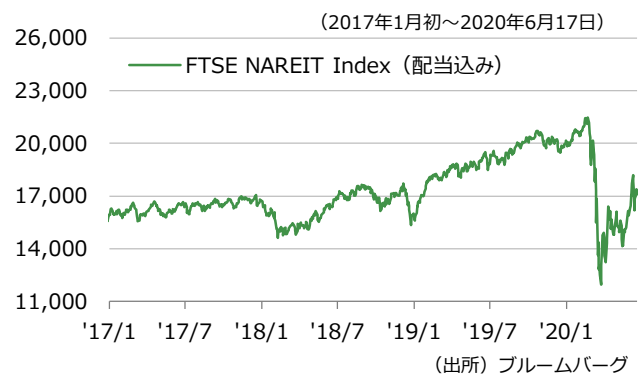
政策金利と長期金利



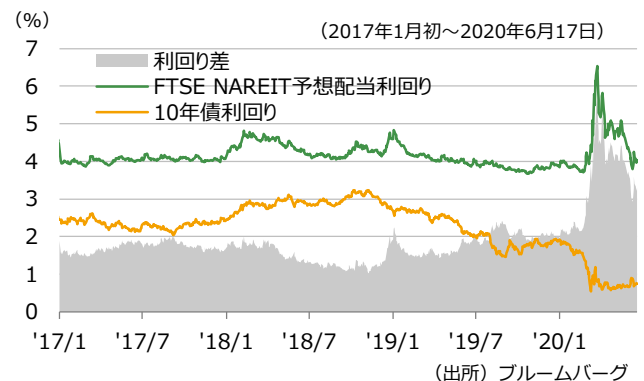
金融ストレス指数



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米ドル調達コスト低下に歯止め

米ドルと円のベース・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）が拡大後、急速に縮小した。主要中銀の米ドル・スワップ協定やFRBの量的緩和などを通じて米ドルの流動性が拡充されたうえ、リスクオフ環境下の米ドル需要が後退したためである。米ドル調達コストの低下は米ドル安要因だが、すでにコスト低下には歯止めがかかっている。

日米金利差と米ドル円の相関

今年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年国債金利差が0.5~1.0%の場合、米ドル円は106~108円程度が傾向値となる。リスクオフ局面では米ドル円はその水準を下回りやすく、リスクオン局面ではその水準を上回りやすいと考えられる。

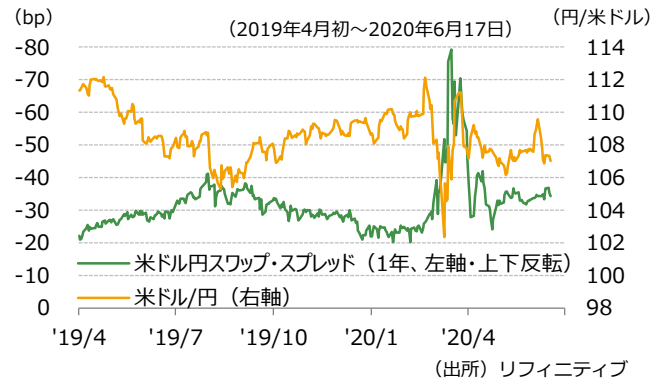
リスクオン傾向は崩れていないか

今年6月上旬にかけて大きく上昇した世界の主要株価指数は新型コロナ感染第2波への懸念から反落し、リスクオフの円高に振れた。ただ、6月上旬の長期金利上昇で割高度が強まっていた株価は、その後の金利低下と株安により割高度が弱まったので、リスクオフが続きにくい面もある。原油と金の価格比がさほど下がっていないことから、リスクオン傾向が崩れてリスクオフに転じたとは言いがたい。

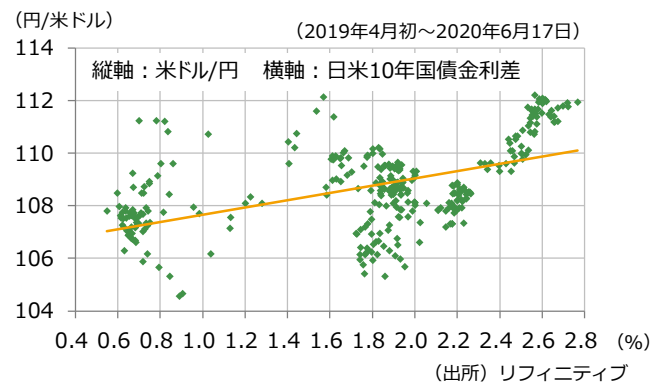
米ドルの実質実効為替は高水準

名目実効為替や実質実効為替は今年3月以降、米ドル、ユーロ、円がともに上昇し、資源・新興国通貨などが下落した。新型コロナウイルスの流行後、安全通貨として円、米ドルなどが買われたためだ。過去20年間の平均に比した実質実効為替は、米国が12%の米ドル高、ユーロ圏は4%のユーロ安、日本は13%の円安である。この点からすると、貿易において相対的に米国が不利な状況と言える。

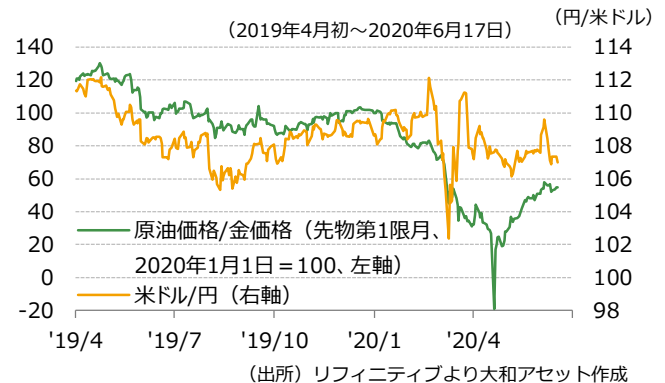
米ドル円とスワップ・スプレッド



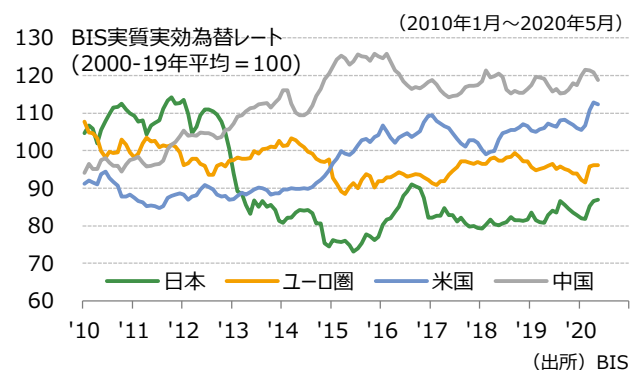
日米10年国債金利差と米ドル円



原油・金価格比率と米ドル円



実質実効為替レート





経済

GDPは年前半の急減から年後半は反発へ

3月中旬以降各国で都市封鎖がなされ、実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲13.6%と、リーマンショック時を上回る急減を記録した。4-6月期は▲25%と一段の収縮を想定するが、米国に先んじて景気悪化が始まったことや、新型コロナウイルスの新規感染者数が既に大幅に減少していることから、4-6月期は米国程の悪化は見込まず。7-9月期は15%、10-12月期は7.5%の反発を見込む。

経済活動の再開で景況感は5月に反転

マークイットPMIは3、4月に急低下した後、5月は反転した。相対的に落ち込みの大きかったサービスの上昇が大きい。5月以降はユーロ圏の多くの国で都市封鎖が段階的に解除されており、経済活動の再開が進むにつれて、6月は景況感の一段の改善を見込む。ワークシェアリングや雇用維持のための助成金により失業率の上昇が抑えられており、速やかな景気回復に繋がりがやすい。

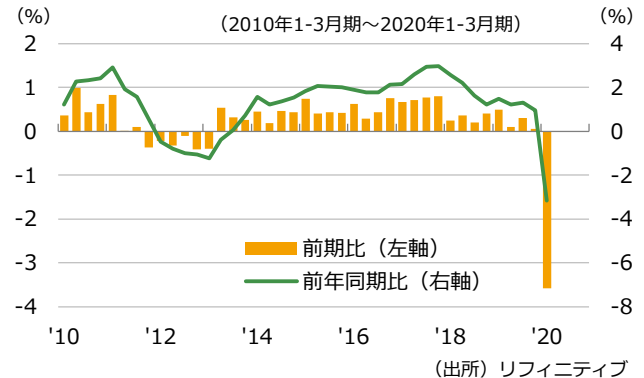
ドイツの財政政策姿勢の積極化

ドイツは1,560億ユーロの国債発行を伴う3月の経済対策に続き、6月にも1,300億ユーロ規模の経済対策を発表した。2020年後半の時限的な付加価値税率の引き下げなど、復興への足掛かりとしての狙いもある。独仏が合意し欧州委員会が計画案を示した7,500億ユーロの復興基金を含め、ドイツは新型コロナウイルスを機に従来の立場から一変して財政政策姿勢を積極化している。

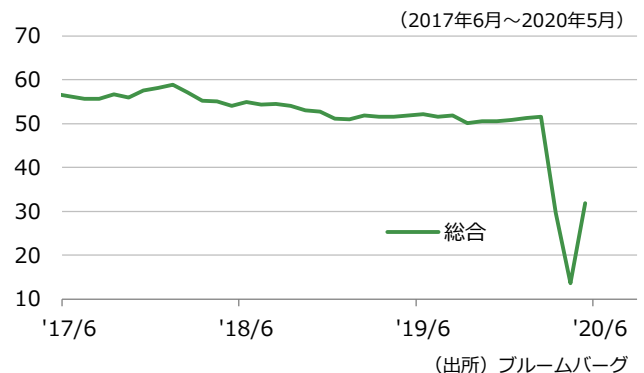
コアのインフレ率は1%近傍で推移

5月消費者物価指数は総合で前年同月比0.1%、コアで0.9%と、エネルギー価格の急落を映じて、総合の伸びが一段と鈍化した。コアが長期間1%近傍で推移しているのは、サービス価格の伸びが比較的安定しているため。長期の期待インフレ率も最近1%前後で推移している。デフレが懸念される状況ではないが、新型コロナウイルス問題が収束した後も、インフレ率が2%へ上昇する道筋は描けず。

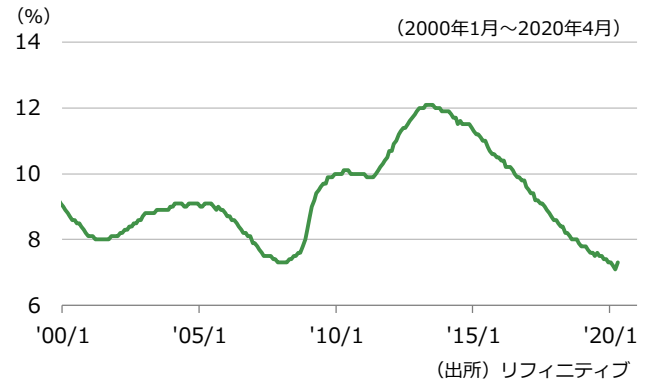
実質GDP



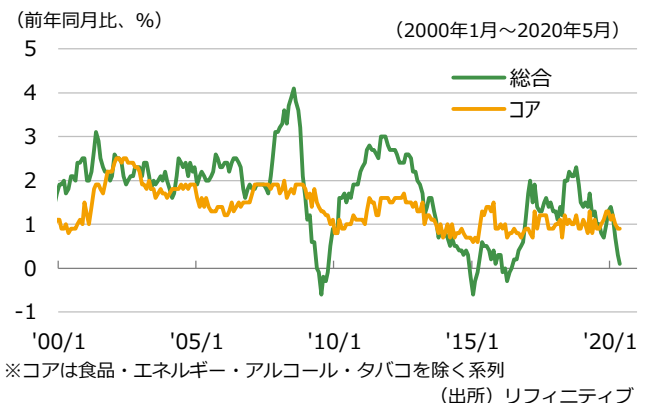
マークイットPMI



失業率



消費者物価指数





株式

先進国株の中でも良好なパフォーマンス

他の先進国株式市場と同様に前回比で上昇も荒い値動き。5月末に復興基金の計画案が公表されたこともあり、前回比でのパフォーマンスは先進国株式の中で良好。英国がEU離脱移行期間の延長を行わない方針を示したことはリスク要因も市場に与える影響は限定的。徐々に経済活動が正常化する方向性は変わりなく、Euro STOXX 50の年末予想は2020年：2,970、2021年：3,200を継続する。

アクティビティは回復も第2波は懸念

リスク要因は他地域と同様に感染第2波への懸念。アクティビティデータは英国の回復が鈍いものの、この1カ月ではフランスの回復が目立つ。感染第2波により再び経済活動の抑制が意識される局面が訪れた場合、域内各国の対策のズレが時間軸の不透明さを高めるリスクは残ると考える。感染第2波への懸念が高まる場面では慎重スタンスで挑みたい。

債券・金利

資産購入プログラムの拡大

ECBによる、貸出実績に応じた長期の資金供給オペの条件の緩和、新型コロナウイルス対応の資金供給オペの導入等により、短期金融市場は落ち着きを取り戻している。6月にはPEPP（新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム）の規模を6,000億ユーロ増額し1兆3,500億ユーロとし、期限を2020年末から2021年6月まで延長するなど、インフレ目標の達成にあらゆる措置を講じるECBの姿勢は明確。

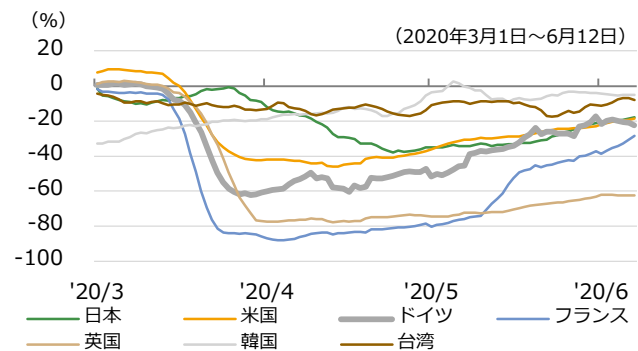
財政と金融の協調

PEPPが有する「柔軟性」の傍証として、5月末までにECBがPEPPの下で購入した国債のうち、基準となるECBへの資本拠出比率を上回ってイタリア国債を購入しており、同利回りの対独スプレッドの縮小に寄与したと考えられる。結果的には、各国の大規模な経済対策に伴う多額の国債発行をECBが消化する役回り、財政と金融の協調と捉えられる。

Euro STOXX 50の推移



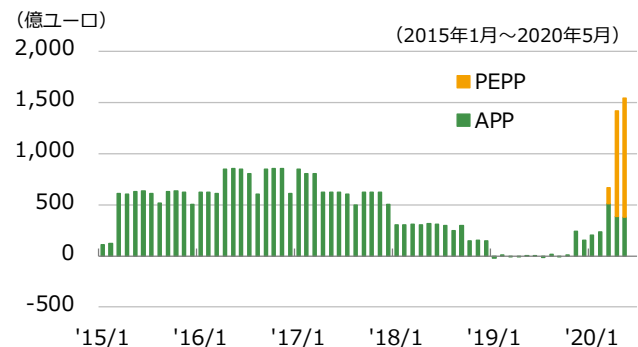
主要国アクティビティデータ（小売・娯楽施設）



イタリアの長期金利と対独スプレッド



ECBの新規資産購入額





為替

ユーロは大幅上昇後に頭打ち

今年4月に米ドル需給緩和により対米ドルで下げ止まったユーロは、5月に新型コロナウイルスへの懸念後退によるリスクオンで対円、対米ドルで反発。欧州で復興基金が提案されたこと、ECBが資産買入規模を拡大したこと、ドイツが財政支出を拡大したことなどが、大幅なユーロ高の支援材料となった。ただ、6月には新型コロナウイルスの感染第2波への警戒から、ユーロ相場は頭打ちに。

相対的に上昇したドイツの長期金利

世界的に長期金利が底打ちした今年3月を起点にすると、米国や日本よりも相対的にドイツの長期金利が上昇。そして、通貨も金利動向を反映するように、ユーロが米ドルや円に対して上昇した。金利や通貨がそうした動きとなった要因として、欧州の新型コロナウイルスの新規感染者数減少と経済活動再開が比較的順調に進んだことに加え、ドイツが財政出動を積極化したことが挙げられる。

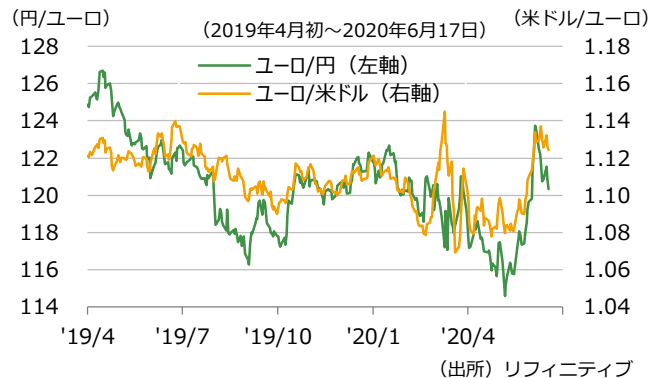
景気指標改善とユーロ高の余地も

今年4月にかけて発表されたユーロ圏の景気指標は、新型コロナウイルスの感染を抑えるためのロックダウンの影響により、市場予想を大幅に下回り、対円でのユーロ安の一因となった。だが、5月以降はユーロ圏の景気指標が市場予想比で改善に転じ、ユーロ高要因となった。市場予想に対するユーロ圏景気指標の改善余地がまだ大きく残っていることからすると、ユーロ高の余地もありそうだ。

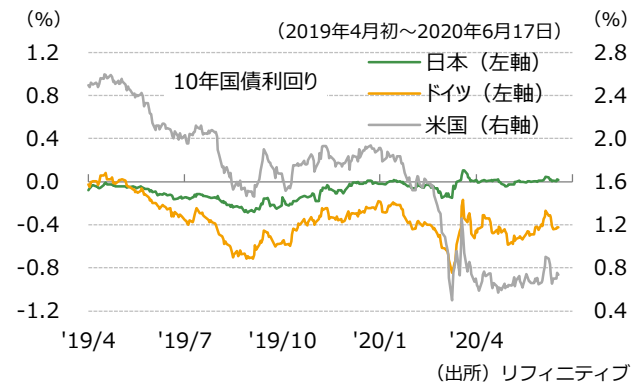
先物のユーロ買いポジションが拡大

米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、3月にユーロ売りからユーロ買いに、円売りから円買いに転じた。現物市場で3月に米ドル需要が強まり、米ドル高が進んだことが、先物市場での米ドル売り・ユーロ買いや米ドル売り・円買いを促した面もあるのかもしれない。ただ、米ドルに対するユーロ買いポジションがかなり高まったため、短期的にはユーロ高圧力が抑えられやすいか。

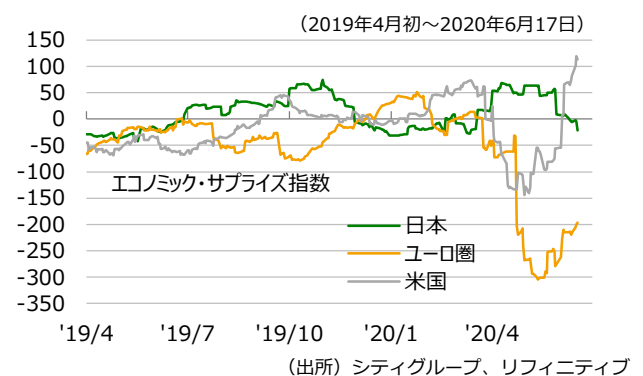
ユーロの対円相場と対米ドル相場



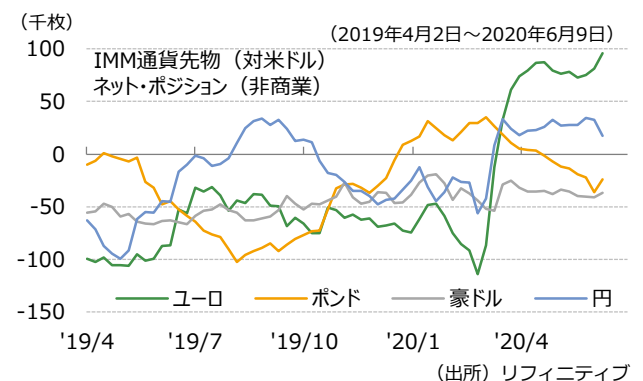
日・独・米の長期金利



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



通貨先物のポジション





経済

GDPは年前半の急減から年後半は反発へ

3月下旬に都市封鎖がなされ、実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲7.7%と、リーマンショック時に匹敵する急減を記録した。新型コロナウイルスの新規感染者数は減少基調だが、ユーロ圏主要国には遅れており、4-6月期は▲35%と極端な収縮を想定する。もっとも、マークイットPMIは5月に反転しており、景気は底打ちした可能性が高く、7-9月は12%、10-12月期は6%の反発を見込む。

インフレ率は低下基調

インフレ率は2018年以降低下基調にあり、足元ではエネルギー価格の下落を映じて、総合で前年同月比0.5%、コアで1.2%に達している。デフレが懸念される状況ではないが、当面は需要の減少で消費者物価に下押し圧力が働く。著しいポンド安や原油高がなければ、インフレ率の低下基調を覆すには至らず。EUとの通商協議の遅れは懸念される。

為替

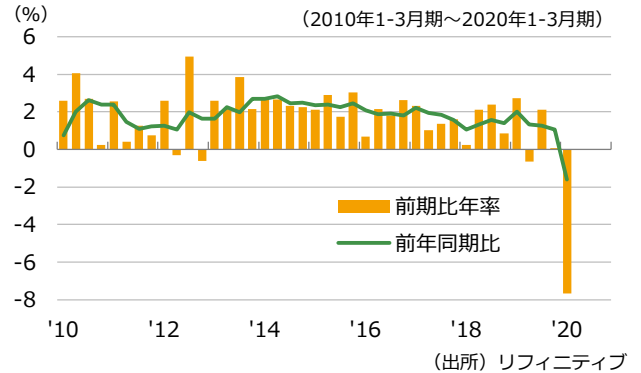
資産購入プログラムの拡大

BOEの政策金利は実効下限と考えられる0.1%に達している。BOEはマイナス金利を排除していないが、利下げの可能性は低い。大規模な経済対策で多額の国債を発行する財務省とBOEの連携は緊密で、3月に2,000億ポンド増額された資産購入プログラムは6月にも1,000億ポンド増額された。もっとも、金融市場が落ち着きを取り戻しつつあることから、金融政策対応は当面様子見に。

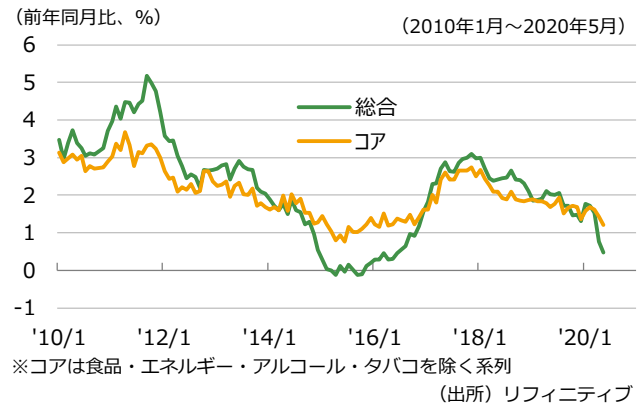
ポンド安圧力は限定的か

経済活動再開はリスクオンのポンド高要因だが、感染第2波への懸念がリスクオフ要因に。英国は今年末に終了するEU離脱の移行期間を延長しないとしており、合意なき離脱への懸念がポンド安に働く可能性はある。ただ、来年初からのEU製品への輸入関税を段階的に導入する方針であり、関税による景気悪化懸念とリスクオフのポンド安は限定的か。

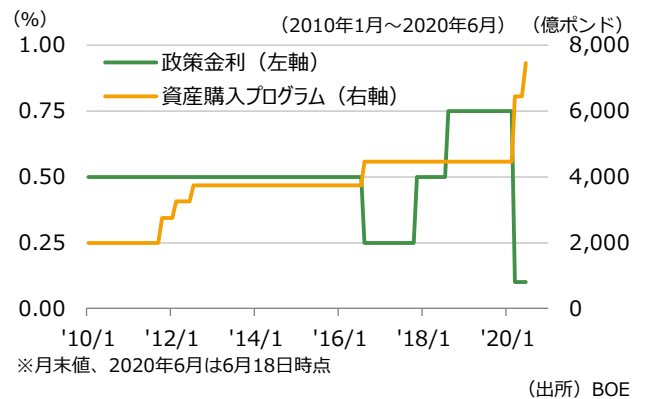
実質GDP



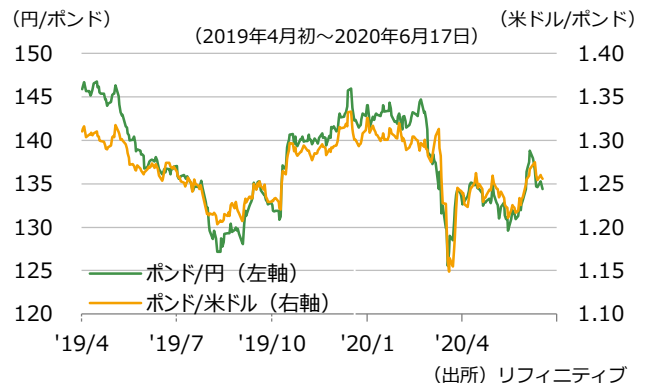
消費者物価指数



政策金利と資産購入プログラム



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは7-9月期から1年振りの増加へ

実質GDPは2019年7-9月期に既にゼロ成長に陥り、10-12月期は消費税率引き上げの影響等で前期比年率▲7.2%と大幅に下振れ、2020年1-3月期は新型コロナウイルスにより▲2.2%と減少が続いた。4-6月期は緊急事態宣言下での行動制限で▲20%と極端な収縮を想定するが、7-9月期は12%、10-12月期は6%の反発を見込む。2020、2021暦年ではそれぞれ▲4.1%、3.4%。

景況感は押し並べて5月に改善

5月景気ウォッチャー調査では現状が4カ月、先行きが6カ月振りに上昇した。全ての業種、地域で改善している。緊急事態宣言が解除されたのは全国的には5月半ば、首都圏を含む8都道府県は5月下旬であったため、現状の上昇は相対的に小幅だが、先行きは急反発している。6月は経済活動の再開が段階的に進むにつれて、現状の大幅な上昇が見込まれる。月次では5月に景気は底打ちした公算が大きい。

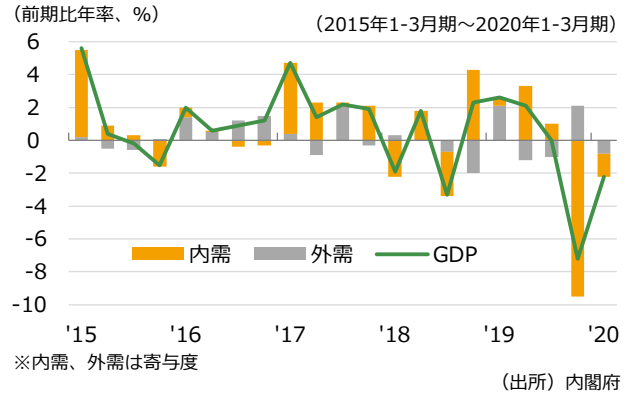
経済対策で失業、倒産の急増を回避

第1次補正予算が4月30日に、第2次補正予算が6月12日に成立した。一般会計の追加歳出額は前者が25.7兆円、後者が予備費10兆円を含む31.9兆円と多額に及ぶ。内閣府は補正予算による実質GDPの押し上げ効果をそれぞれ3.3%、2.0%と試算している。直接的な需要創出だけでなく、資本性資金の活用を含む資金繰り支援で、失業、倒産の急増は回避されると見込む。

インフレ率の下振れ

2014年4月の消費税率引き上げの影響を除けば、消費者物価指数は生鮮食品及びエネルギーを除く総合で、前年同月比1%程度が2000年以降の上限。目標の2%には遠い。直近のピークも2019年12月の0.9%で、新型コロナウイルスの影響で2020年4月には0.2%まで下振れた。当面は需要の減少とエネルギー価格下落の二次的影響で、中長期的には構造要因で物価上昇は抑制され続ける公算が大きい。

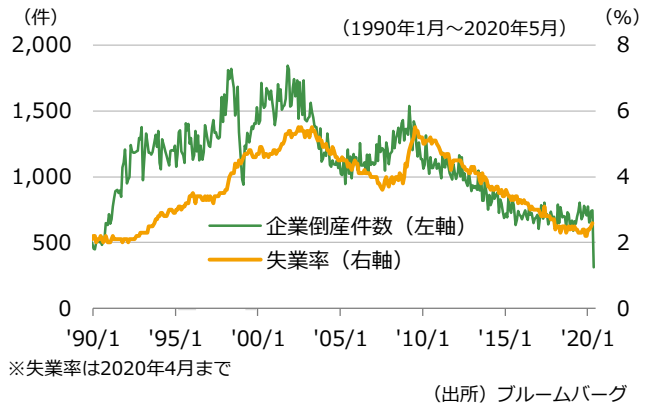
実質GDP



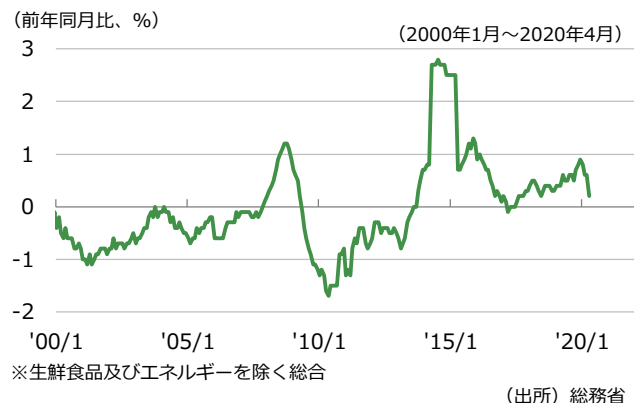
景気ウォッチャー調査

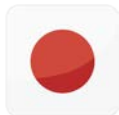


企業倒産件数と失業率



消費者物価指数





株式

荒い値動きも前回比で上昇

景気の底打ち期待と高値警戒感や米国の感染第2波への警戒などにより値動きが大きかったものの前回比では上昇。TOPIXは我々の2020年末予想値近くまで上昇しており、上値の重さは意識されやすい。しかし、徐々に経済活動が正常化する方向性に変わりはなく、株価はボラティリティを伴いながらも徐々に値を切り上げると予想する。TOPIXの年末予想は2020年：1,620、2021年：1,780を継続する。

悪材料の業績予想への織り込みは進展

右図は2021年のGDP予想とコンセンサス予想の2019年末からの変化をみたもの。新型コロナウイルスの発生により2021年のGDPと売上高予想は5%程度下方修正。売上高減少に概ね見合う利益予想の減額も行われた。現状想定される新型コロナウイルスによる悪材料はコンセンサス予想に概ね織り込まれたとみられる。追加的悪材料が発生しなければ、業績予想の切り下げは収まろう。

見掛けほどの割高感はない

株価上昇により12カ月先予想EPS基準のPERは16倍台と割高感が意識される水準にある。一方、2021年度予想EPSを基準とすればPERは14倍弱まで低下する。市場の注目は来期以降の回復であり、新型コロナウイルスによる一時的な落ち込みが影響を受ける12カ月先予想よりは2021年度予想を基準とした株価評価の方が市場目線に沿ったものであると考える。現在の株価に見掛けほどの割高感はない。

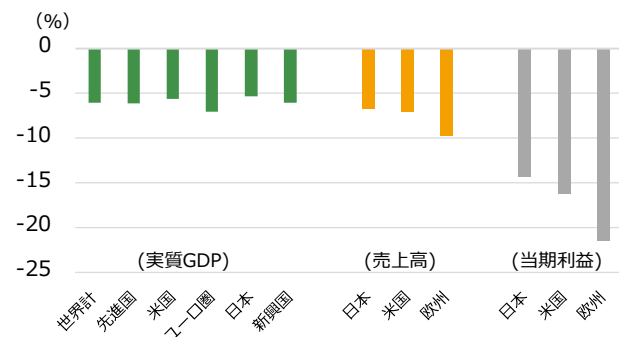
悪い1Q決算は織り込み済

7月から2020年度1Q決算が本格化する。国内の外出自粛期間中の決算であり、悪化は織り込み済で2Q以降の回復が焦点となる。リスク要因は1Qから多額の一時的費用が計上されることなど。一部業態で設備の減損を計上する可能性はあるとみる。指数ベースでの純資産毀損が懸念されるまでには至らないと考えるが、幅広い銘柄で一時的費用が計上される状態になっていないかは確認していきたい。

TOPIXの推移



2021年予想の変化(対2019年末)



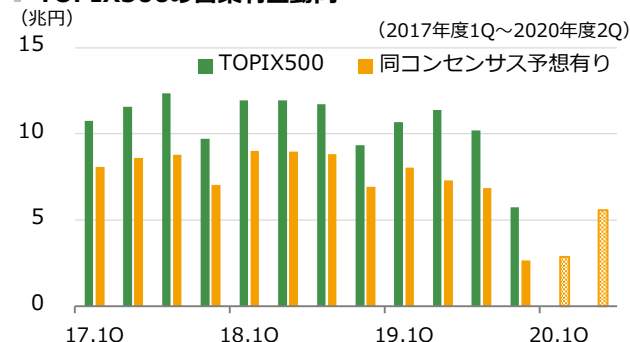
※実質GDPは世界銀行の2020年1月と6月時点予想の比較
※売上高、当期利益は日本：TOPIX、米国：S&P500、欧州：STOXX Europe600の2021年度予想の19/12/26時点と20/6/11時点との比較
(出所) 世界銀行、リフィニティブより大和アセット作成

PERの推移(TOPIX)

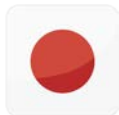


※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

TOPIX500の営業利益動向



※対象はTOPIX500・除く金融、2月・3月が決算期末の銘柄
※営業利益の開示がない銘柄は税前利益を使用、2020/6/17時点
※2020.1Q以降はコンセンサス予想で2社以上の予想がある銘柄を採用
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

日銀の緊急対応は一巡

日銀は3～5月に金融緩和を強化したが、6月は金融政策を据え置いた。新型コロナウイルス対応としては、現在総枠約110兆円の企業等の資金繰り支援、金額無制限の金融市場安定のための円・外貨供給、年間約12兆円のペースでのETFの買入れ等を3本柱に、政府と連携した効果的な資金繰り支援や経済対策に伴う多額の国債発行を消化する役割を担う。感染第2波が大規模に生じない限り、緊急対応は一巡。

長期金利はゼロ%近傍から逸脱せず

2%の物価安定どころか、当面は物価下落が懸念される状況だが、有効な追加緩和の選択肢は乏しい。マイナス金利の深掘りも、ゼロ%程度としている長期金利の操作目標を引き下げること現実的でない。長期金利は欧米につれて多少は上下しつつも、日銀の国債買入れにより、ゼロ%近傍から逸脱せず。膨張する政府債務も当面は問題視されそうにない。

リート

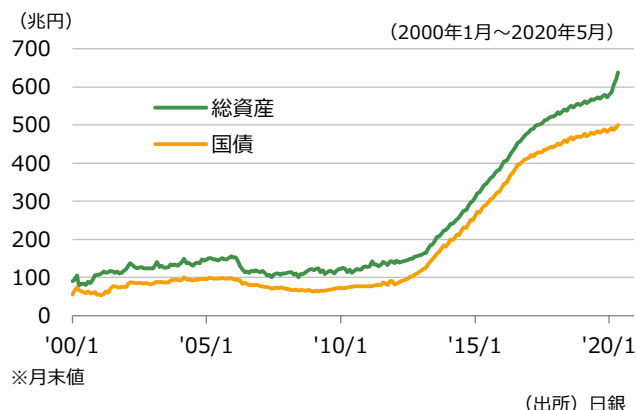
経済活動正常化への期待で上昇

5月中旬以降、新型コロナウイルスの新規国内感染者数の減少や緊急事態宣言の全面解除が見込まれるなか、経済活動正常化への期待もあり、J-REIT市場は上昇した。6月中旬以降は、金融・経済政策への期待と感染第2波への懸念などから一進一退の推移となっている。今後の業績回復は、経済活動の正常化のペース次第で、オフィス市況に影響を与える企業業績・雇用情勢の今後に注目している。

中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には、J-REIT市場固有の要因よりも株式市場の動向に代表される投資家のリスク選好姿勢が指数の推移に大きな影響を与えると考えられる。一方で世界的に緩和的な金融環境の長期化が想定されるなか、相対的に高い配当利回りが安定的に期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的と考えており、中期的に緩やかな上昇を見込む。

日銀の資産残高



長期金利



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

リスクオフで反落した米ドル円

今年5月には、米ドルが円以外の25通貨に対し下落した一方、25通貨が円に対し上昇（クロス円の円安）。米ドル安よりも円安が大きく、米ドル円が上昇するリスクオン相場だった。しかし、6月前半にはその逆のリスクオフ相場となり、米ドル円が反落した。最近の米ドル円は、3~4月のように米ドルと連動するのではなくクロス円と連動しており、リスクオン・オフが相場のカギを握る。

米ドル円とクロス円の相関が高まる

今年3~4月は、米ドル需給が大きく変化するなかで米ドル主導の相場となり、米ドル円はクロス円（25通貨対円）より米ドル（対25通貨）との相関が強かった。しかし、米ドル需給が落ち着いた5月以降は、米ドル円と米ドル（対25通貨）の順相関が低下して逆相関に転じる一方、米ドル円とクロス円の順相関が高まっている。米ドル円は米ドルの強弱より円の強弱に左右されやすい。

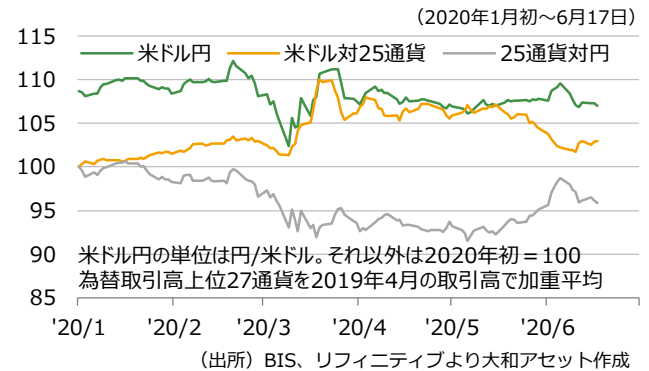
米金利と米ドル円の相関が高まる

最近、米10年金利と米ドル（対25通貨）は逆相関で、米金利上昇で米ドル安、米金利低下で米ドル高の傾向に。リスクオンで米ドル安、リスクオフで米ドル高の圧力が働いたためだ。一方、米金利とクロス円は順相関で、米金利上昇で円安、金利低下で円高の傾向に。それと同様、米金利と米ドル円も順相関で、米金利上昇で米ドル円上昇（円安）、米金利低下で米ドル円下落（円高）の傾向にある。

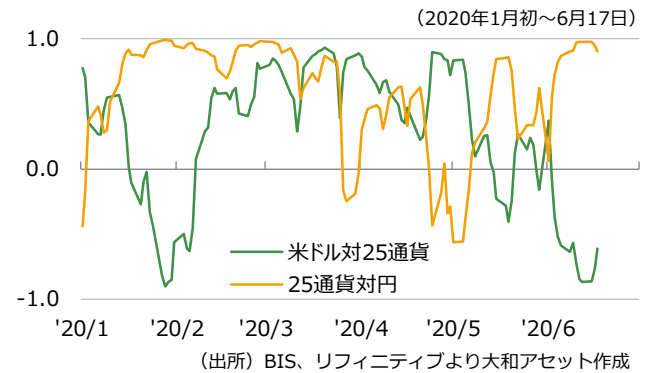
米株価と米ドル円の相関が高まる

今年3~4月は、米株価と米ドル（対25通貨）の逆相関が強く、米株高では円安よりも米ドル安が優勢となって米ドル円が下落する傾向にあった。だが、5月以降は米株価とクロス円の順相関（株高・円安、株安・円高）が強くなったことなどから、米株高では米ドル安よりも円安が優勢となって米ドル円が上昇し、米株安では米ドル高よりも円高が優勢となって米ドル円が下落しやすくなっている。

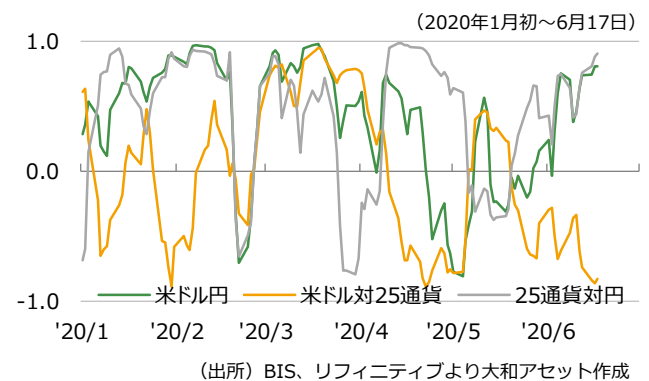
米ドル・円・他通貨の為替



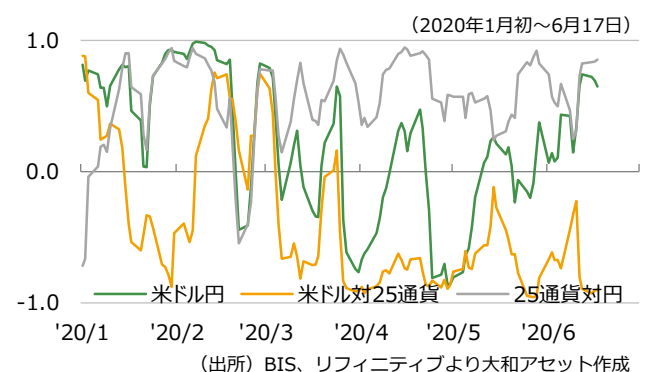
米ドル円との時系列相関係数（10日間）



米10年国債金利との時系列相関係数（10日間）



米S&P500株価との時系列相関係数（10日間）





経済

2020年7-9月期からプラス成長

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などにより、2020年前半は景気後退に。しかし、5月から経済活動が徐々に再開し始める中、大胆な金融・財政政策にも支えられ、四半期ベースでは7-9月期以降プラス成長へ。通年では、2020年に▲6.2%成長、2021年に+5.0%成長と予想する。実質GDPが元の水準まで回復するのは2022年前半になると見込む。

企業景況感は一時的な悪化から回復へ

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、新型コロナウイルス問題や原油価格の低迷を背景にいずれも好不況の節目を割り込んだ。さらに、マークイット製造業PMIは4月に記録的な低下を示した。ただし、5月から段階的に経済活動が再開される中で同指標は底打ちしており、月次では4月が景気のボトムであった公算が大きい。

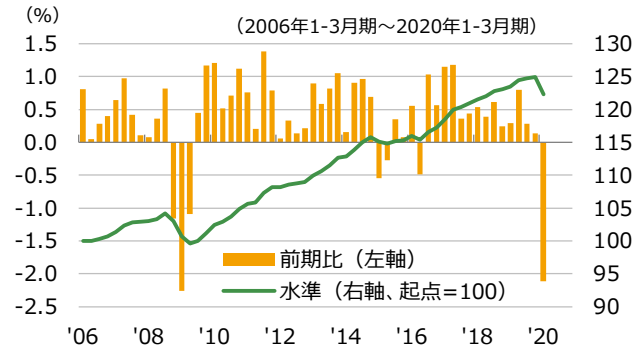
労働市場の悪化も峠を越した

5月の失業率は13.7%で統計開始以来の最高を記録。一方、雇用者数は前月から29万人増加し、総労働時間も前月から6%増加しており、労働市場の悪化に歯止めがかかった模様。4月までの急激な雇用減には一時的な解雇も多く含まれていたため、経済活動の再開に伴って、一定の水準までは雇用者数が急速に回復しよう。もっとも、元の水準に戻るためには数年を要するだろう。

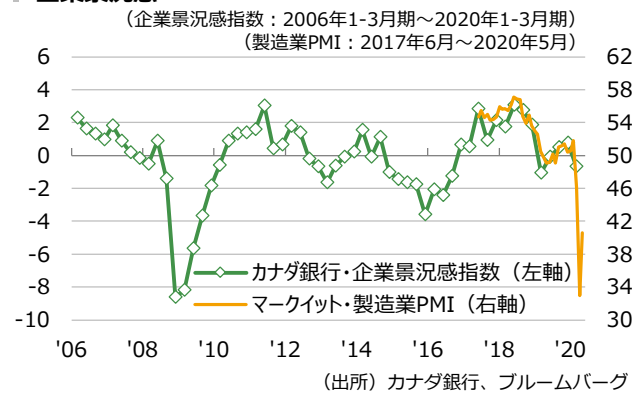
インフレ率は低迷へ

消費者物価指数は、過去数年にわたっておおむねカナダ銀行の目標レンジ内で推移してきた。しかし、原油価格の下落や需要の著しい落ち込みなどによって、総合指数は前年同月比マイナスに。今後、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。当面、労働市場のスラックが残り、コア指数が2%近傍で安定的に推移する展開は見込めず、利上げを催促する指標にはならないだろう。

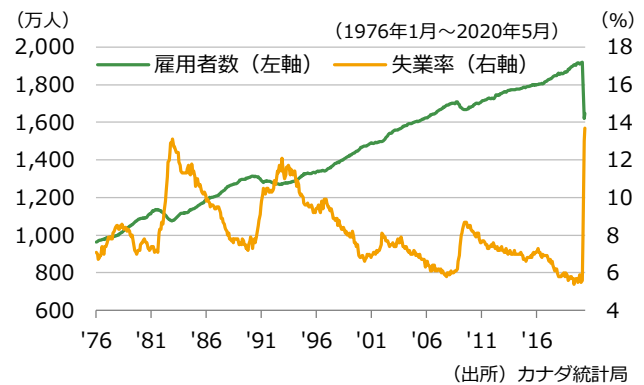
実質GDP



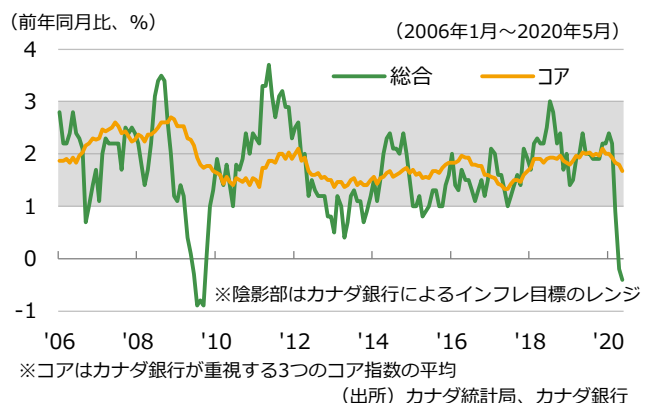
企業景況感



雇用者数と失業率



消費者物価指数





債券・金利

金融緩和策はほぼ出尽くし

カナダ銀行は2020年3月だけで1.50%ポイントの利下げを実施し、さらに、CPや国債の購入プログラムを発表するなど、まさにできることは何でもやる姿勢を示した。その結果、カナダ銀行のバランスシートは過去に例を見ないペースで拡大した。実効的な追加の金融緩和措置が実施されるとは想定していないが、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

長期金利は1%未満での推移が継続

カナダ銀行は週あたり最低50億カナダ・ドルのペースで国債を購入する予定であり、金利上昇を抑える要因になる。一方、長期金利はすでに0%台半ばまで低下しており、さらなる低下余地も乏しい。年末にかけて景気回復が進行する中で、長期金利は緩やかに上昇すると見込むが、金融正常化への道筋が見えない中では、1%未満での推移が継続しよう。

為替

原油価格とともにカナダ・ドルは反発

今年2月以降、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強まりで米ドルの需要が強烈に高まり、また原油価格の急落がカナダ・ドルの重荷となってきた。しかし、世界的に経済活動再開への期待が高まる中で金融市場が落ち着きを取り戻し、原油価格の反発にも支えられて、カナダ・ドルも上昇に転じた。当社の2020年末予想値である1.35カナダ・ドル/米ドルに到達。

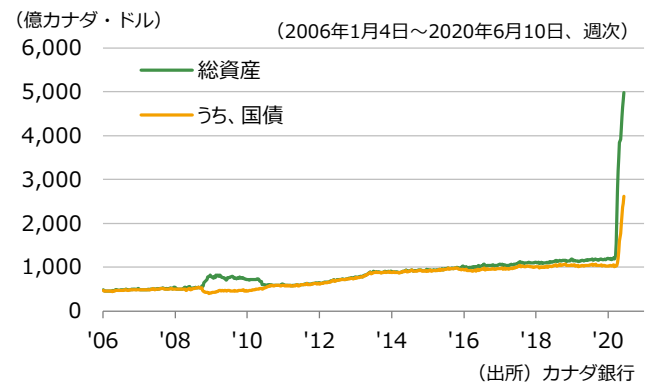
リスクバランスはおおむね均衡

原油価格は年末までにまだ上昇余地があると考えており、カナダ・ドルをサポートする要因だろう。一方、カナダの長期金利は米国と比較して低く、また、経常赤字が続いていることも通貨の重荷となるだろう。したがって、カナダ・ドル（対米ドル）のリスクバランスはおおむね均衡状態にあり、積極的にリスクを取るべき通貨ではないと考えている。

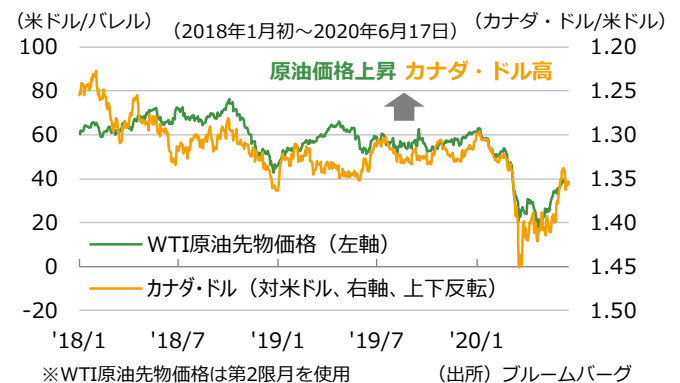
政策金利と10年国債利回り



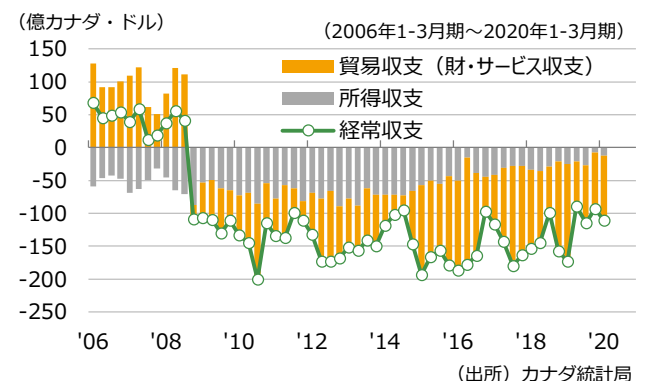
カナダ銀行の資産残高



原油価格と為替レート



経常収支





経済

2020年半ば以降に急回復

大規模な森林火災や新型コロナウイルス問題によって、2020年前半は大幅なマイナス成長に。しかし、政府は経済活動再開に向けた3段階の工程表を示し、7月までに国内経済を本格回復させる計画。四半期ベースでは7-9月期にプラス成長に転じよう。通年では、2020年に▲3.6%成長、2021年に+3.8%成長と予想する。実質GDPが元の水準まで回復するのは2021年後半になると見込む。

労働市場の悪化を抑制

「雇用維持給付金 (JobKeeper Payment)」などによって、米国やカナダに比べて雇用情勢の悪化を抑制できている。失業率の上昇を抑制することで、景気回復の初期段階では豪州経済の相対的な堅調さが目立つだろう。新型コロナウイルスの封じ込めにも成功し、相対的に感染第2波のリスクも小さい中、2020年の成長率は他国と比較してマイナス幅が小さくなるのが期待できる。

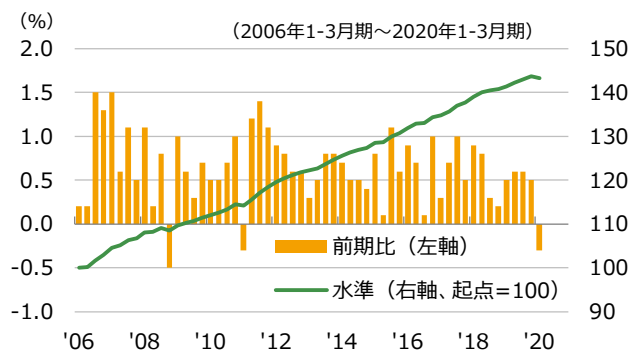
消費者・企業のセンチメントは底打ち

消費者や企業のセンチメントは4月をボトムに改善している。特に、ウエストパック消費者信頼感指数は、6月に93.65まで上昇しており、移動制限措置が本格化する前の3月の値である91.94を上回った。今年後半以降の景気回復スピードを見極める上で、消費者のセンチメントが一段と改善するか、そして、企業のセンチメントも追随して改善してくるか注目したい。

インフレ目標の達成は見通せず

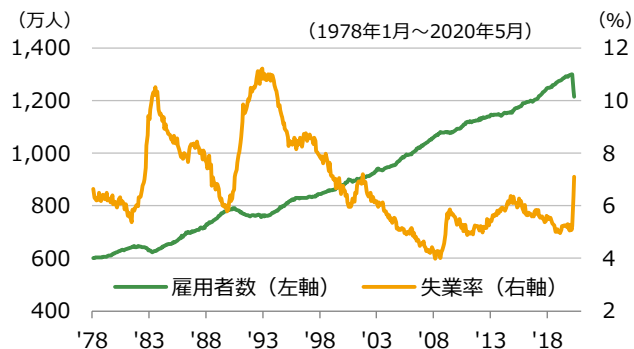
消費者物価指数の伸び率は1%台後半を中心に推移してきたが、新型コロナウイルス問題による需要の蒸発やエネルギー価格の下落で低迷へ。同問題が収束し経済成長率が加速しても、失業率が自然失業率まで改善するには相当の時間を要することが見込まれる。当面は賃金上昇率が緩慢で需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続き、インフレ率が目標圏内で安定的に推移する展開は見通せず。

実質GDP



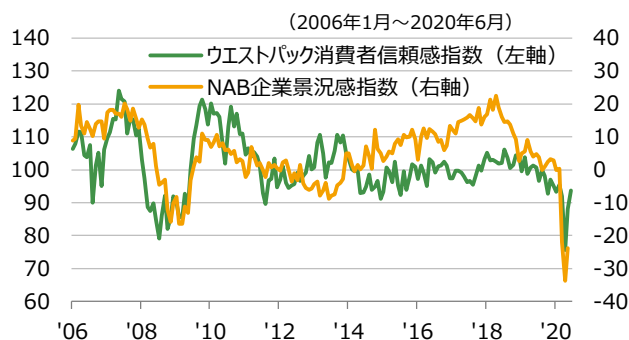
(出所) 豪州統計局より大和アセット作成

雇用者数と失業率



(出所) 豪州統計局

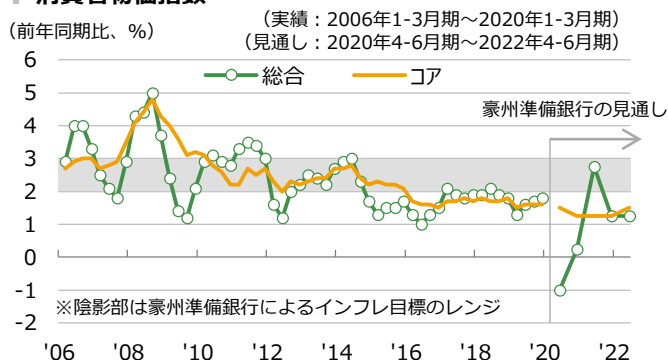
消費者信頼感指数と企業景況感指数



※NAB企業景況感指数は2020年5月まで

(出所) ブルームバーグ

消費者物価指数



※コアはトリム平均値

(出所) 豪州統計局、豪州準備銀行



債券・金利

RBAによる危機対応は一巡

RBAは3月に2度の利下げ（計0.50%ポイント）を実施し、さらに3年国債利回りが0.25%近傍で推移するよう国債等を購入する、いわゆるイールドカーブ・コントロール政策を導入した。3月19日に同政策が発表されて以降、3年国債利回りは0.25%付近で安定的に推移している。3月20日からRBAは国債・準政府債の購入を開始したが、すぐに購入額を縮小し、最近はほとんど購入していない。

他国に比べて長期金利の堅調さが目立つ

4月以降、金融政策スタンスの違いから、他国の長期金利が低迷する中、豪州の長期金利は緩やかに上昇。ただし、この状態が続くと想定するのは難しく、豪州の長期金利が水準を切り上げるためには、他国の長期金利も上昇に転じてくる必要がある。米国の長期金利が年末に向けて1%近傍へ上昇する中、豪州の長期金利は1.2%程度への上昇を見込む。

為替

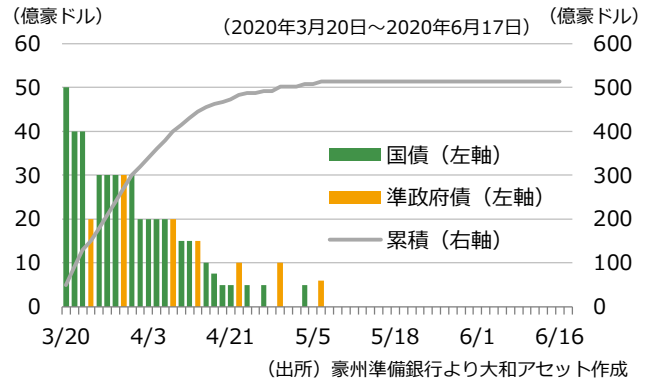
豪ドルは年初の水準までV字回復

これまで豪ドルの2020年末予想値を0.68米ドル/豪ドルとしてきたが、直近ではそれを上回る水準まで上昇している。ただし、金融市場のボラティリティはまだ平常時に戻っていない。金融市場が一段と落ち着きを取り戻せば、相対的に魅力の高い豪ドル建て債券への資金流入が期待でき、豪ドルを押し上げる要因になるだろう。今回、豪ドルの2020年末予想値を0.72米ドル/豪ドルに引き上げた。

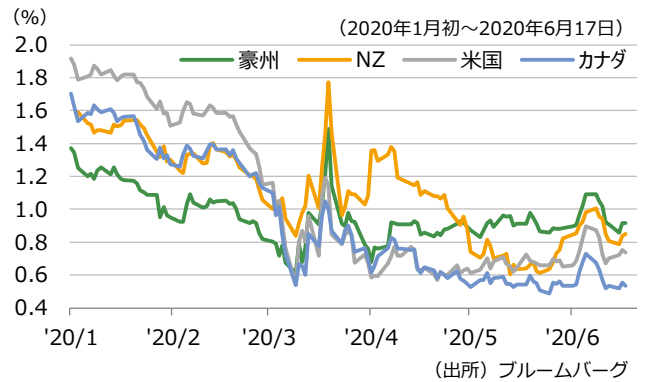
経常収支の黒字基調も豪ドルを下支え

豪州の経常収支が足元で黒字基調を維持していることも豪ドルにとっては追い風だ。リスク要因として、中国との関係性は懸念される。ただし、標的となっているのは牛肉や大麦などに限定されており、マクロで見た影響は小さい。中国が高品質な豪州産の鉄鉱石などに対して輸入制限を設ける可能性は低く、貿易黒字（経常黒字）基調が続くと想定する。

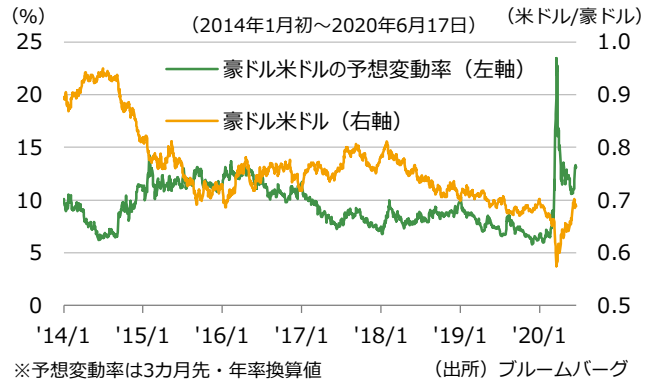
RBAによる国債・準政府債の購入額



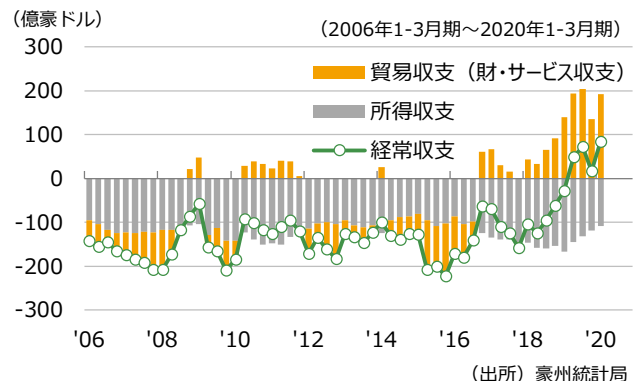
各国の10年国債利回り



豪ドル米ドルの予想変動率と為替レート



経常収支





経済

生産、投資がけん引し、「V」字回復へ

5月の経済指標は強弱混在でありながら、総じては「V」字回復の見方を強める内容となった。セクター別では、自動車生産、インフラと不動産の投資において、前年比伸び率が一段と加速。一方、サービス業の回復は鈍い。北京市での感染第2波の懸念があるものの、大規模検査による徹底的な対策を実施することで、感染再拡大の可能性は低いと予想。

労働市場の安定維持が政策目標

5月22日開幕の全人代では、2020年実質GDP成長率について目標設定を見送ったものの、国内では900万人の雇用創出の目標から、4%前後の成長が暗黙の政府目標であると主張する向きがみられた。労働市場の悪化が顕在化する場面では、特別国債を追加発行することや、金融緩和、財政支出の拡大を機動的に打ち出すなどで、雇用安定を図ると見込む。

株式

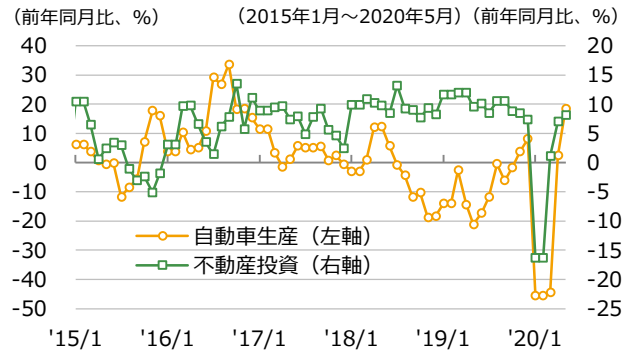
業績の下方修正はおおむね一巡

コロナ禍の影響が最も大きかった2020年1-3月期決算発表が一巡したことに伴い、下方修正の銘柄数が減り、リビジョン・インデックスは反発に転じた。マクロ経済の回復につれ、年後半にかけて業績見通しは緩やかながら改善に向かうと予想。6月17日時点の2021年予想EPSもコロナショック前（1月17日）に比べて約14.7%下方修正され、コロナの影響はおおむね織り込み済みと考えられる。

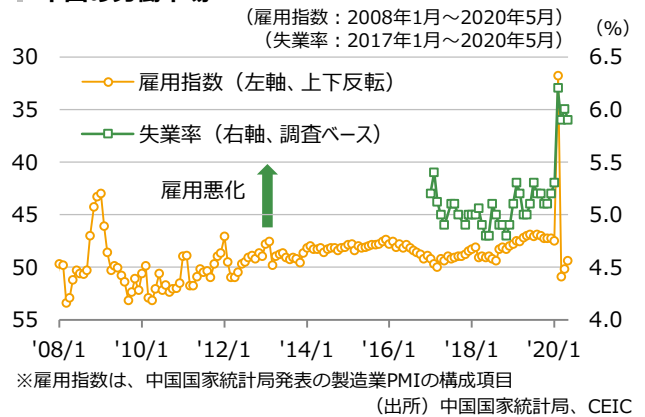
米中摩擦がバリュエーションの重し

12カ月先の予想PERは過去約10年の平均に対し2σ近辺まで上昇し、割高感は強い。海外の大規模な金融緩和や、中国国内の緩和的金融環境が背景にある。しかし、米中摩擦や、中国国内の追加緩和期待の一部剥落などが、バリュエーションに水を差す可能性がある。PERの調整が株価の上値を抑える要因になると考える。

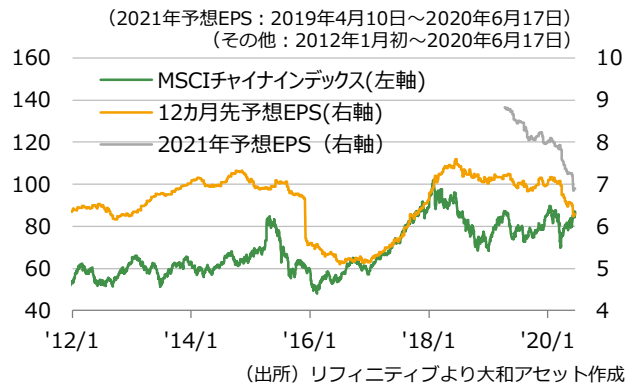
生産・投資の回復状況



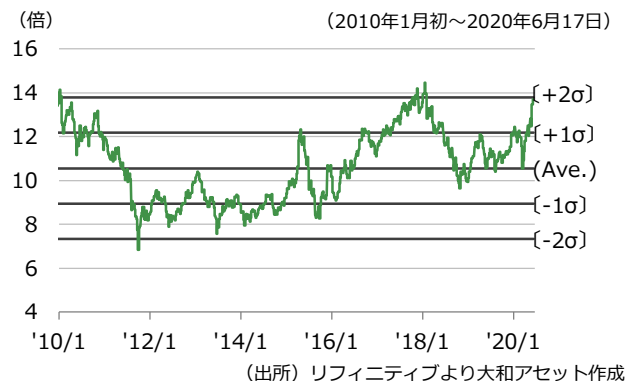
中国の労働市場



中国株価指数およびEPSの推移



MSCIチャイナインデックス12カ月先PERの推移





債券・金利

金融環境は緩和的

新型コロナウイルスの影響を和らげるために、中銀は流動性供給を強め、社会総与信の伸び率は加速。この指標が数カ月～1年程度、GDP成長率を先行しているとも考えられ、年後半以降の成長加速を支えよう。今後、中銀は与信伸び率の加速を支えるために、追加で預金準備率を1.00%ポイント、1年物MLF金利を0.30%ポイント引き下げると予想。

国債金利はレンジ推移を予想

長期金利は、4月下旬に2002年以来の低水準を記録した後、足元では順調な景気回復や中銀の投機抑制姿勢を背景に底打ち。一方、中国本土国債の世界主要インデックスへの組み入れ開始などもあり、海外からの資金流入が続いていることや、2021年にかけて金融緩和が続くと期待が支えとなり、長期金利の上昇は抑制されると予想。

為替

中期的には対米ドルで緩やかな上昇基調

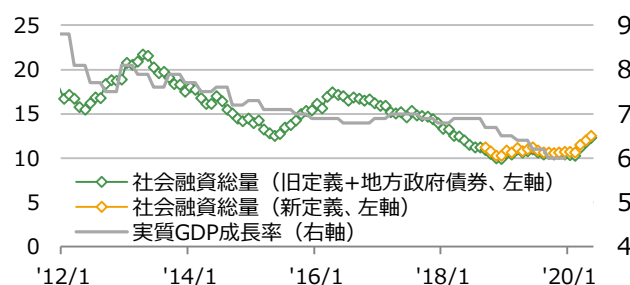
5月下旬に米中摩擦が先鋭化する場面では、人民元が対米ドルで2019年9月以来の低水準近辺まで減価。ただし、人民元実効レートが急ピッチで上昇した反動によるもので、一段と中銀が実効レートの低下は容認することはないと予想。米中摩擦によるノイズは悪影響をもたらすも、中期的には、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、当局は対米ドルでの緩やかな増価へ誘導すると見込む。

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の場面でも、外国人投資家の本土の債券や株式への投資は、おおむね資金流入が続いており、クロスボーダーのフローは安定的。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。

社会融資総量（社会総与信、ストック）の伸び率

(社会融資総量：2012年1月～2020年5月)
(実質GDP成長率：2012年1-3月期～2019年10-12月期)
(前年同月比、%) (前年同期比、%)



※2018年9月、中国人民銀行は、旧定義の7項目の社会融資総量に地方政府債券を加算する変更を適用。
(出所) 中国人民銀行データより大和アセット作成

債券市場金利および外国人の債券保有額

(債券金利：2010年1月初～2020年6月17日)
(債券保有額：2017年7月～2020年5月) (兆元)



(出所) WIND、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

人民元の実効レートおよび対米ドルレートの推移

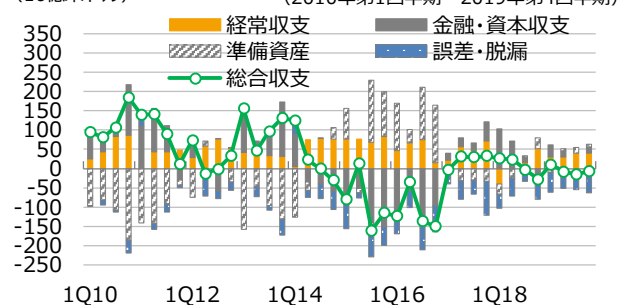
(2014年12月末=100) (2014年12月末～2020年6月17日) (人民元/米ドル)



※2015年12月1日以前の実効レートは、大和アセットが推計したもの
(出所) CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

総合収支の推移

(10億米ドル) (2010年第1四半期～2019年第4四半期)



※総合収支=金融・資本収支-準備資産+経常収支+誤差・脱漏
(出所) 中国国家外貨管理局より大和アセット作成



経済

2020年は大幅なマイナス成長へ

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による国内外の需要低迷、ならびに商品価格の下落がブラジル経済の重荷となり、2020年は大幅なマイナス成長に陥る公算が大きい。経済活動は徐々に再開されているが、ブラジルにおける新型コロナウイルス問題は収束の兆しが見えておらず、当面、景気回復は緩慢なものにとどまるだろう。数年以内に実質GDPが過去の最高水準を回復することは困難。

個人消費と生産活動は低迷状態

自動車産業では、5月から順次生産活動を再開させる企業が出ており、経済活動のボトムは4月であった公算が大きい。しかし、自動車販売台数は4月の5.6万台から5月は6.2万台へ、生産台数は0.2万台から4.3万台への増加にとどまっており、回復は非常に緩慢だと言わざるを得ない。ボルソナロ政権の経済優先の姿勢から経済活動が4月の最悪期に逆戻りする可能性は低いが、順調な回復も見込めず。

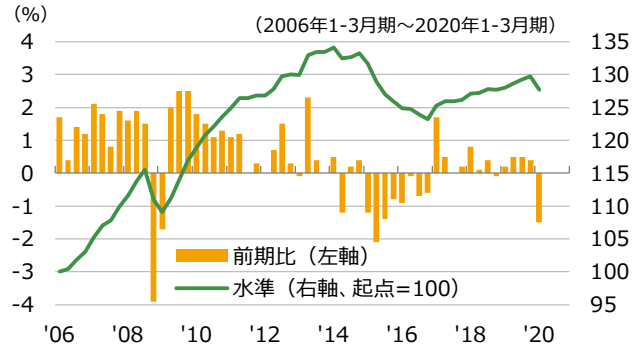
財政健全化は棚上げ

2019年10月に年金改革法が成立するなど、財政健全化への期待が高まっていたが、新型コロナウイルス問題から経済を支えるために財政支出の拡大を余儀なくされ、財政赤字は再び拡大へ。さらに、5月には戦時予算法が成立し、機動的な財政政策が可能になるなど、まずは経済の立て直しが優先される状況。新型コロナウイルス問題の収束後、一度緩んだ財政規律も回復するのか、要注目である。

インフレ懸念は乏しい

インフレ率は一時的にブラジル中銀の目標レンジを下回ると予想されている。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るインフレ圧力は、商品価格の下落や需要の低迷によって相殺された。足元で原油価格が上昇しており、前年の裏が出る来年の春ごろにはインフレ率が多少加速するだろう。それでも、景気回復が緩慢な中で、中銀の目標レンジを持続的に上回る可能性は低い。

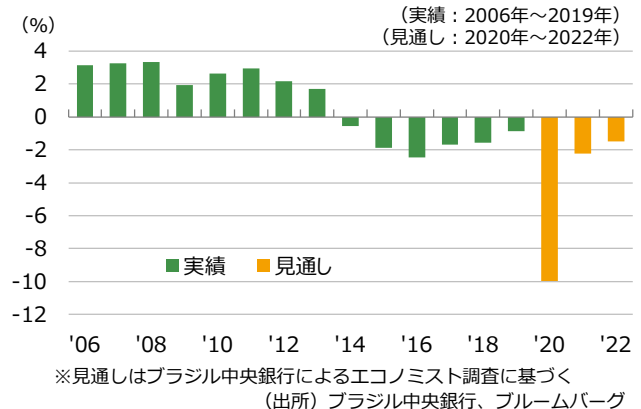
実質GDP



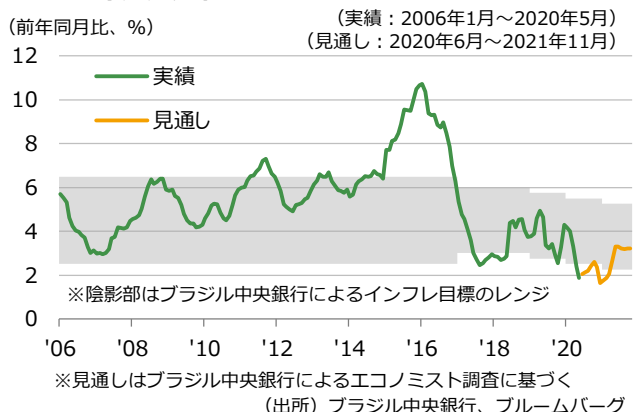
自動車の販売台数と生産台数



基礎的財政収支 (対名目GDP比)



IPCAインフレ率





債券・金利

今回の危機対応として最後の利下げ

昨年8月から続いてきた今回の利下げサイクルは、6月16-17日の会合を最後に終了し、年内は政策金利が据え置かれると予想する。当面はインフレ率が前年同月比+2%前後で推移する予想であるため、実質政策金利は小幅なプラスが維持されるだろう。ただし、来年にはインフレ率が多少加速することに伴い、政策金利も小幅な引き上げを余儀なくされることになると見込む。

財政悪化懸念と中銀による国債購入期待

国債利回りは、3月に長期ゾーンを中心に急上昇したが、足元では落ち着きを取り戻している。ブラジルからの資金流出圧力が和らいでいることに加え、中銀による国債購入への期待が財政悪化への懸念を相殺している。当面、インフレ率が低位で推移することが見込まれる中で大幅な利上げの可能性は低く、引き続き長期ゾーンの方が投資妙味が高いだろう。

為替

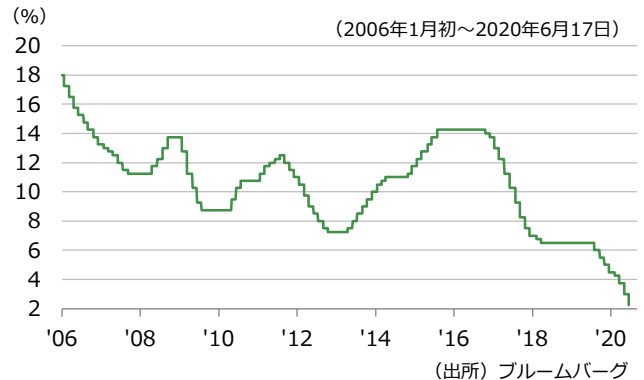
一方的な通貨安に歯止め

ブラジル・リアルは、年初からほぼ一本調子で下落したが、5月半ばから反発に転じた。要因として、世界的な投資家心理の改善や国内の政治的不透明要因の後退などがあげられる。もっとも、海外投資家のブラジル株式への資金フローをみると、一方的な流出が止まったとはいえ、勢いよく流入している様子もない。投資の資金フローだけでなく、実需の資金フロー（経常収支）の改善も寄与しているようだ。

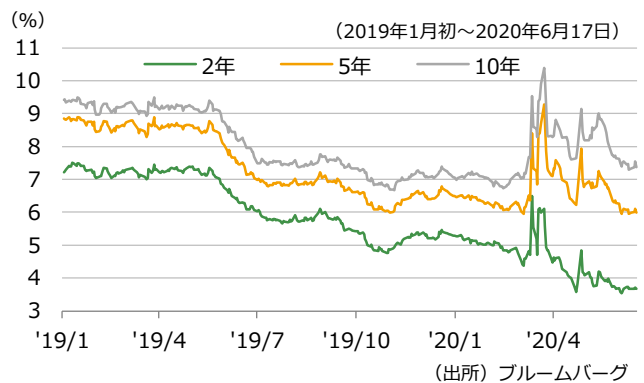
投資家心理の変化と輸出の動向を注視

ブラジル・リアルは世界的な投資家心理に左右される展開が続くと想定するが、経常収支の黒字基調が維持されれば通貨の下支え要因（時には押し上げ要因）となることが期待される。新型コロナウイルス問題による渡航制限がサービス赤字を縮小させ、相対的な経済の弱さが貿易黒字を拡大させている状況だが、資源や農産物の輸出が滞らないかは要注視。

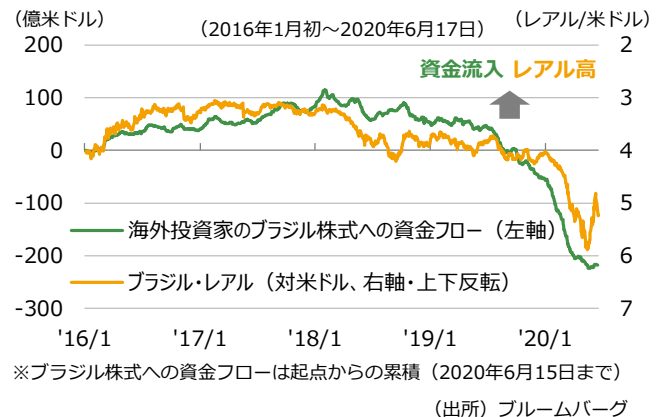
政策金利



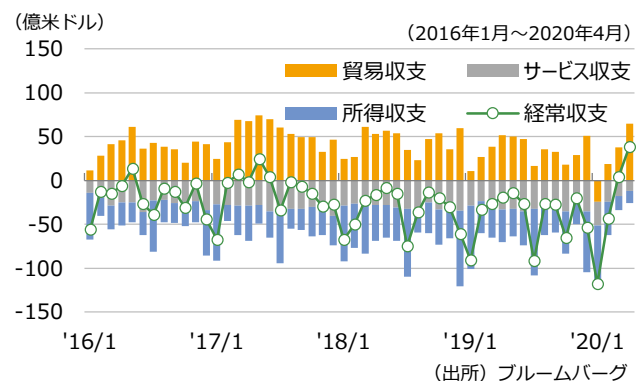
国債利回り



ブラジル株式への資金フローと為替レート



経常収支





経済

主要新興国の景気は、最悪期を通過

4-6月期は、ほとんどの主要新興国がマイナス成長を強いられよう。一方、年後半からは順次に景気が回復の軌道に乗ると予想。ベトナム、マレーシアを中心としたアジア新興国が2020~21年にかけて一歩先に経済規模をコロナショック前の水準に戻し、中東やラテンは2022年以降になろう。ブラジル、インドなど、感染抑制がまだ見通せない国では不確実性が高いが、制御不可能は想定しない。

低インフレ環境が景気回復の追い風に

主要新興国の物価上昇率は、インドを除き、ほとんどの国が中銀目標の下限に近い水準、もしくは下回る水準まで低下。原油価格の低位推移が見込まれる中、低インフレ環境は当面続くと予想される。追加金融緩和余地の拡大や、国内の需要喚起につながり、景気回復の追い風になると期待できる。

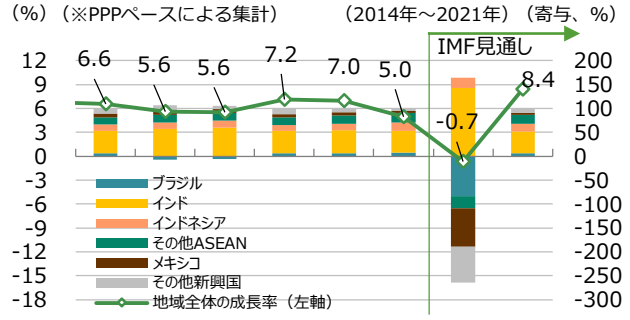
利下げに加え、非伝統的な緩和も模索

新型コロナウイルスの景気への悪影響を和らげるために、主要新興国は軒並み利下げに動き出したものの、大半の国は米国より利下げ幅が小さい。先進国との金利差が維持され、資金逃避の圧力が抑制されており、追加利下げ余地は残されている。さらに、インドネシアの中銀が国債買入に踏み切り、ブラジルも同様に量的緩和を検討するなど、国債発行増に伴い、非伝統的な緩和策を模索する国の増加を予想。

財政規律を重視する姿勢は変わらず

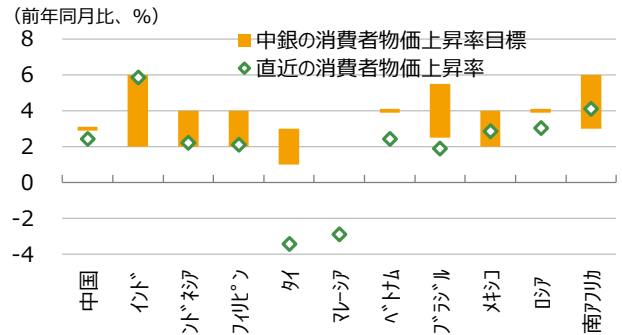
コロナショックに対処するために、主要新興国も財政支出を拡大したが、先進国に比べて規模は限定的。また、インドネシア等では、危機収束後は再び財政赤字削減に取り込む方針を明確に示したことで、財政規律を重視する姿勢は変わっていない。景気対策と中長期財政バランスの綱引きの中で、かじ取りは難しいものの、過度な財政支出と一線を画すことはポジティブに評価できよう。

中国以外の主な新興国の経済成長見通し



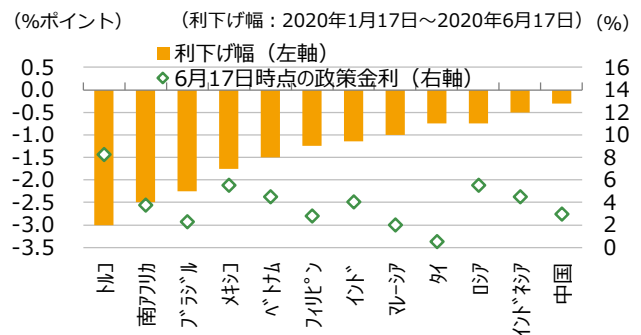
※その他新興国は、トルコ、南アフリカが含まれ、その他ASEANはマレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムが含まれる。
(出所) IMFより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



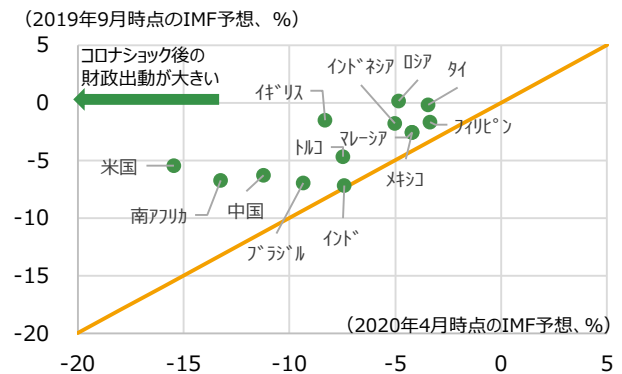
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、インド、南アフリカが3月、マレーシアが4月、その他は5月時点。
(出所) 各種資料より大和アセット作成

主要新興国の金融政策



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の財政政策 (財政収支/GDP比率)



(出所) IMF Fiscal Monitorより大和アセット作成



株式

MSCI新興国指数の上昇は期待できず

直近1カ月間は、買戻しに出遅れ感のあるラテンを中心に、新興国株式市場は大幅上昇。中国、ベトナム、韓国等一部の国は、コロナショック前の水準近辺まで回復。しかし、1年後のMSCI新興国指数が現水準からさらに上昇することは見込みにくい。国別では、景気の回復度合い、バリュエーションの水準などによる選別が一段と必要になろう。

バリュエーションは割高感が強い

直近の株価上昇の背景には、グローバル金融緩和の恩恵、高い株式のリスク・プレミアムなどがある。12カ月先の予想PERを見ると、過去約10年の平均からの乖離が3σを超え、過熱感は強い。冴えないファンダメンタルズと乖離しただけでなく、先進国に比べて、新型コロナウイルスの感染抑制が見通せない国もあるため、先進国株の上昇につられたバリュエーションの高騰は正当化されにくいだろう。

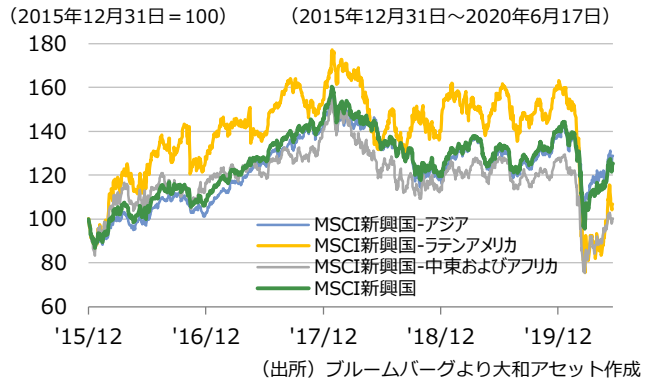
米ドル安の恩恵は一服

直近のラリーには、米ドル安も一助となった。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすくと考えられ、バリュエーションは押し上げられやすい。米ドルインデックスの予想に関しては、21年入り以降は上昇方向に転じると予想され、バリュエーションにとって逆風になる可能性がある。

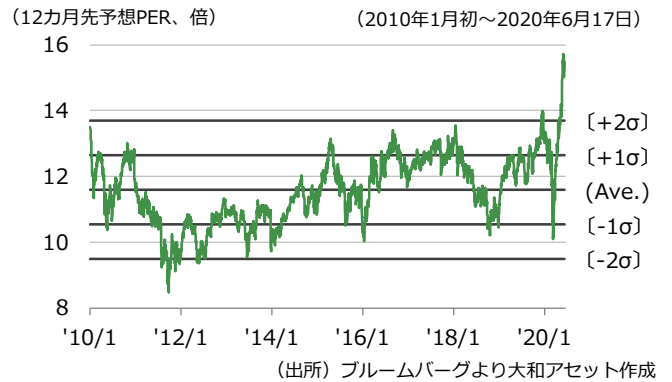
選別が重要な局面へ

国の選別が重要な局面に入り、1年後の各国の株価水準を考えるうえでは、2021年度予想EPSがコロナショック前（1月17日）に比べて業績悪化を織り込んだ度合いや、12カ月先予想PERの過去平均からの乖離幅、などが判断材料になろう。近似直線の右上に位置するマレーシア、ブラジルの割高感が目立つ一方、左下に位置するインドネシア、フィリピン、インドには割安感が残っている。

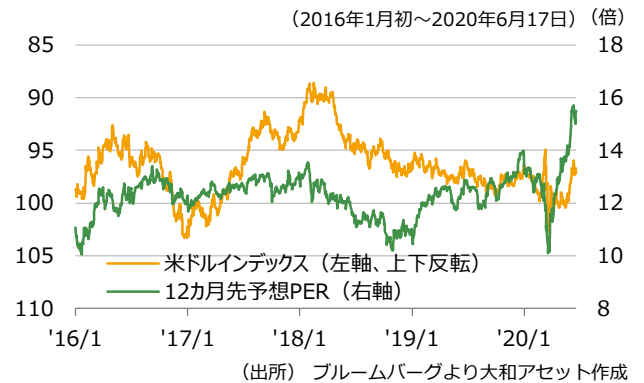
新興国の株式市場の推移



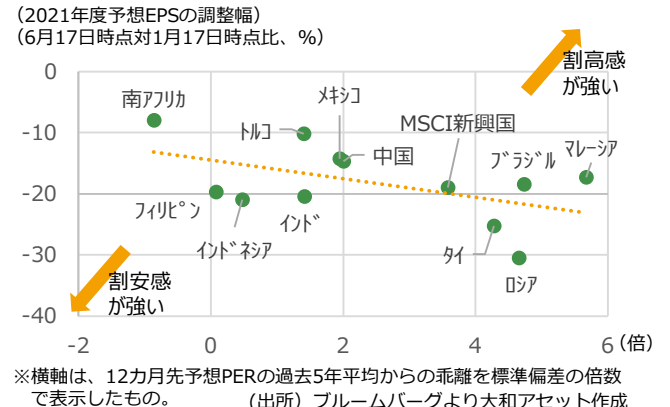
MSCI新興国インデックスのバリュエーション



米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



主要新興国の2021年予想EPSおよび12カ月先PER





債券・金利

金利低下余地はある

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、資源国を除いて、新興国債券は堅調に推移。直近のリスク選好の局面では、出遅れ感の強い中東、ラテン、アジアのインドネシアなどを中心に金利が低下。新興国での追加利下げ観測や、資金流入などが支えとなり、金利低下余地は残されていると見込む。

堅調な推移見込むも、リスクも残る

新興国債券市場がおおむね堅調に推移すると見込む中、特に金利低下余地の大きいインドネシア、メキシコ、ロシアを選好している。但し、景気低迷が現在の想定より長引く場合は、財政やドル流動性など構造問題を再燃させる恐れがある。その場合は、非居住者の保有率の高い国を警戒する必要がある。

リート

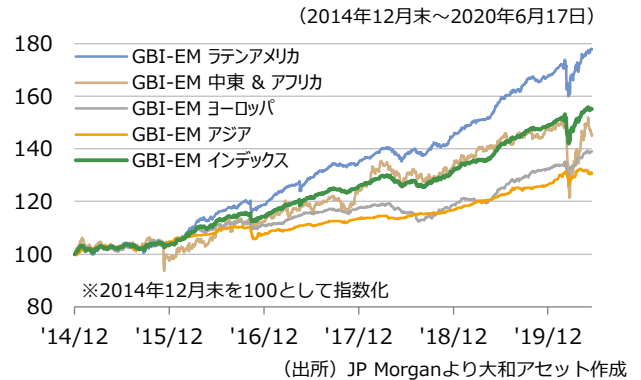
経済活動再開が進む

アジア・オセアニア地域は新型コロナウイルスの感染者数が比較的 low water level で抑えられており、経済活動の再開が進んでいる。大規模な感染の再拡大も現在のところ発生しておらず、今後も経済活動の改善が進もう。ただ外国人観光客の回復には時間がかかる見込み。地域内には観光が重要な産業である国が多いため、国内需要の回復とともに、その影響を注視している。

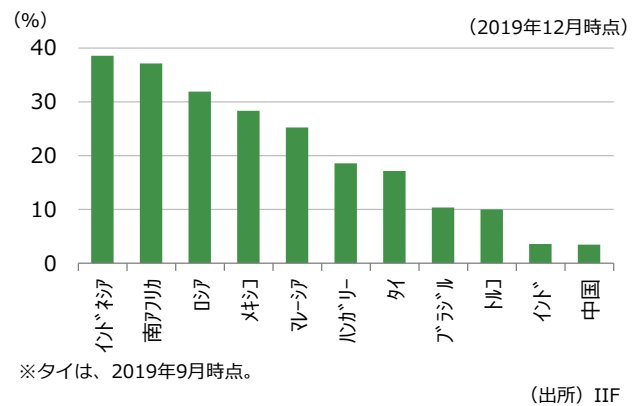
積極的な財政・金融政策

各国中央銀行の緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また一時は大きく拡大した社債の信用スプレッドも落ち着きつつある。経済活動の再開に伴い、リーートの業績回復や見通し改善が確認されれば、配当利回りと長期金利との利回り差は縮小に向かうと考える。

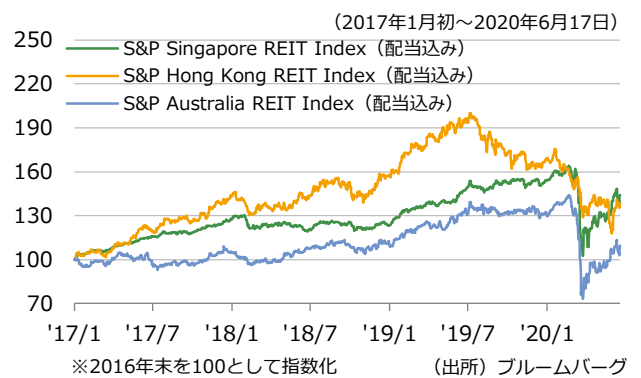
新興国の債券市場の推移



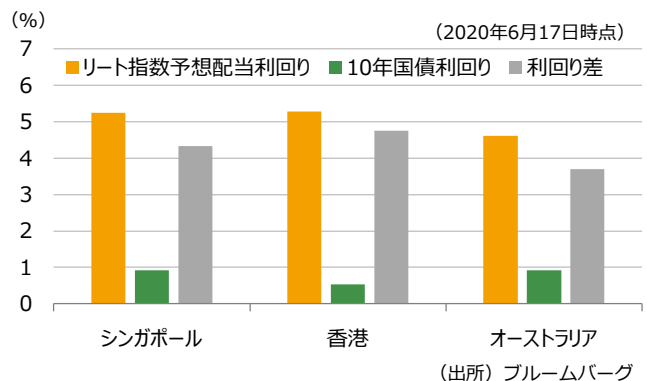
非居住者の新興国国債の保有比率



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

アジア通貨はコロナショック前の水準へ

直近のリスク選好の局面では、買戻しに出遅れ感のある通貨を中心に増価（対米ドル）。多くのアジア通貨はコロナショック前の水準近辺まで回復。新興国通貨は、タイや、対外脆弱性が懸念されるトルコなどを除いて、米ドル安の恩恵や人民元の小幅上昇を受け、買戻しは続く予想。ただし、2021年入り以降は、米ドル安の一服や、割安感の解消を受け、増価は一服しやすい。

資金フローは、流入に転じる

世界的な金融緩和の恩恵を受け、新興国の資金フローは流入に転換。個別国では、インドネシア、インド、ブラジル、ベトナムの株式市場への資金流入が目立つ。ただし、これらの国においては、新型コロナウイルスの感染抑制がまだ見通せず、景気回復のタイミングにも不確実性がある中での資金流入のため、資金流入の持続性には注視する必要がある。

対外収支の状況はおおむね改善傾向

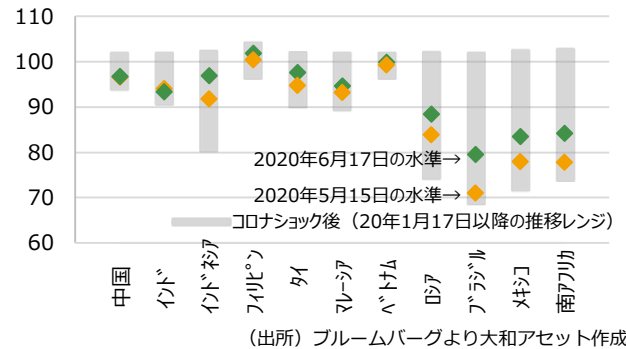
コロナ禍前の主要新興国の経常収支を見ると、回復傾向にあった国が多い。特に、観光収入が顕著なタイや、直接投資が加速したベトナム、貿易黒字が拡大したマレーシア、などの国の改善が目立つ。今までの経常収支の改善を背景に、外貨準備高の積み上げが進み、グローバルなリスクオフなどの外部ショックへのセーフティネットは強まった。

外貨準備の積み増しがセーフティネット

足元では、ブラジル、インド、ロシアなどにおいて、新型コロナウイルスの感染抑制がまだ見通せない点は懸念材料である。感染抑制が優先され、経済活動が再開できない期間が長引く場合は、再び資金流出に転じるリスクは残る。ただし、これら国の外貨準備は十分とみられ、主要国との通貨スワップ締結といったセーフティネットの構築も進み、通貨危機などに見舞われる可能性は低いと見込む。

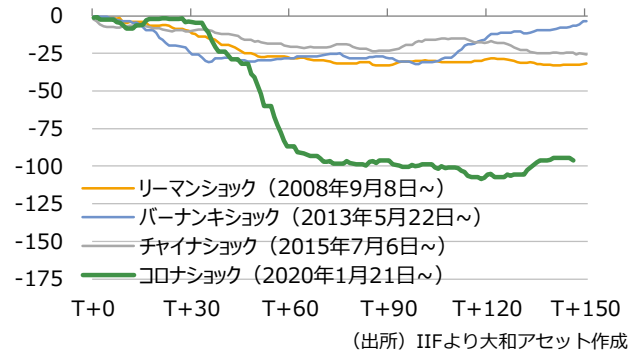
主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2020年1月17日=100



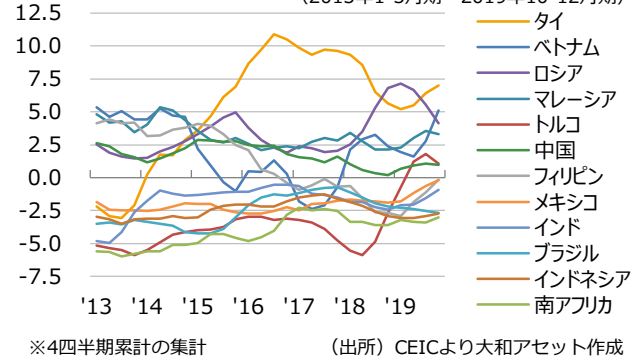
新興国の資金流出規模（株+債券）

（10億米ドル）（コロナショック：2020年1月21日～2020年6月15日）



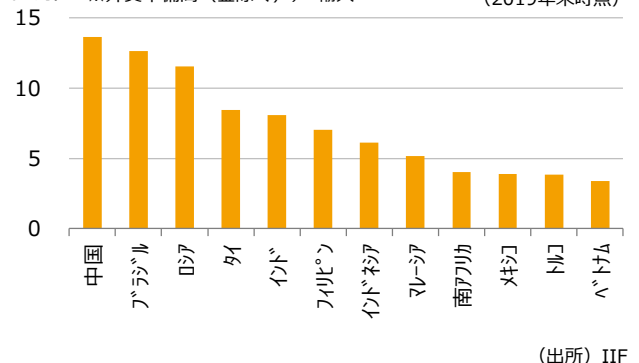
主要新興国の経常収支

（経常収支/GDP比率、%）（2013年1-3月期～2019年10-12月期）



外貨準備高（金除く）の輸入カバー率

（カ月） ※外貨準備高（金除く） / 輸入（2019年末時点）





原油

6月以降は需要超過が継続する見込み

EIAによると、世界の原油需給バランスは今年6月以降、需要超過が継続する見通しだ。新型コロナウイルス問題による需要の喪失やOPECプラスの決裂、原油貯蔵施設の空きがなくなることへの警戒などにより、不安定な相場が続いてきたが、需要超過の状態が継続する限り、原油価格暴落の可能性は低いと言える。当社では引き続きWTI原油先物価格が今年末までに40米ドル台を回復する展開を予想。

原油価格は在庫の減少を先取り

EIAによると、世界の原油需給バランスが需要超過に転じるのに伴い、OECD加盟国の商業用原油在庫についても今年6月以降は減少傾向を辿る見通しだ。もっとも、4月下旬以降の原油価格は、早くも在庫が減少する見通しを織り込んで上昇してきたといえる。目先は、実際に需要超過の状態が続き、順調に原油在庫が減少していくかを見極める時間帯になると考えられる。

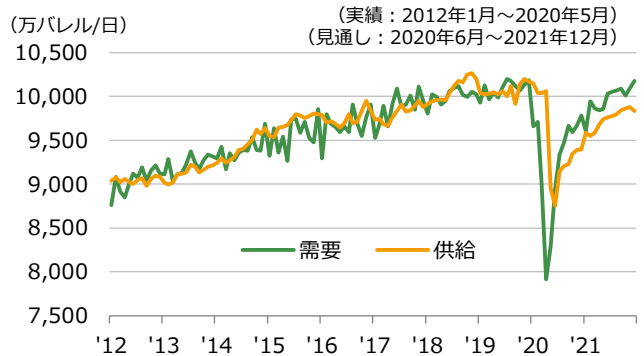
原油価格の上値を抑える要因

原油価格低迷時に原油ETFへ大量の資金が流入し、投機筋も先物の買いポジションを拡大させた。これらの利益確定売りをこなす必要があり、原油価格の上値は抑えられやすい。また、局所的に新型コロナウイルスの感染第2波のリスクが顕在化しており、需要の回復が順調に進まない可能性もある。特に、国をまたぐ人の移動は抑制され、当面、ジェット燃料の需要が以前の水準に戻る可能性は低いだろう。

原油価格暴落のリスクは低下

米国内の原油在庫はまだ増加しているが、WTI原油の受け渡し拠点であるオクラホマ州クッシングにおける在庫は減少傾向にある。今年4月のような貯蔵施設の限界を意識する状況ではなくなっている。加えて、OPECプラスがテレビ会議の実施によって柔軟な対応を取れることも下値を支える要因だ。新型コロナウイルスの感染第2波が世界的に拡大しない限り、原油価格の30米ドル割れは難しいだろう。

世界の原油需要と供給



※2020年6月以降はEIAによる見通し

(出所) EIA

原油在庫と原油価格



※原油在庫の2020年6月末以降はEIAによる見通し

(出所) EIA、ブルームバーグ

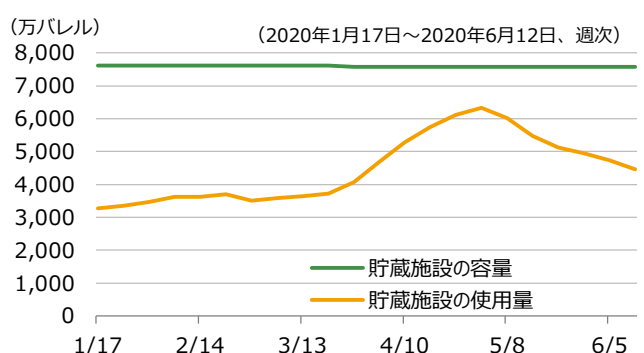
日米の原油ETFの時価総額



※日米ともに2020年6月17日時点での時価総額上位3銘柄を集計
(レバレッジ型を除く)

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米国のオクラホマ州クッシングにおける原油在庫



(出所) EIA



金

米実質金利との連動性

金価格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。しかし、FRBの政策にも出尽くし感があり、長期金利の低下余地は乏しい。また、期待インフレ率が大きく上昇する局面でもない。したがって、実質金利が一段と低下して金価格が上昇する展開は見込み難く、下記に述べる需給面から金価格には下落リスクの方が大きいと考えている。

実需の低迷と供給の一時的な落ち込み

2020年1-3月期の需給バランスをみると、新型コロナウイルス問題を背景に実需と供給の減少が目立った。しかし、各国でロックダウンが解除されるに伴い、採掘・リサイクル活動は回復し始めている模様だ。一方、家計のバランスシートが悪化したことや金価格が高値圏で推移していることに鑑みれば、実需の回復には相当の時間を要するだろう。現在は、投資需要が金価格を支えている状況だと言える。

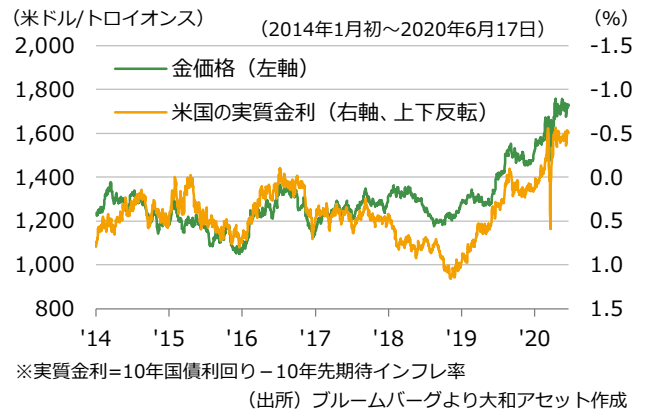
金ETFへの資金流入が止まると危ない

昨年の金価格の上昇をけん引したのは、主にETFへの資金流入と投機筋（非商業部門）による先物買いだ。今年に入って以降もETFの残高は拡大傾向にあるが、投機筋はむしろ買いポジションを縮小させている状況だ。2018年には、投機筋が買いポジションを縮小させ、その後に金価格が下落したという経緯もある。金価格が下がり始めれば、金価格の上昇を信じてETFに流入してきた資金が逆流しよう。

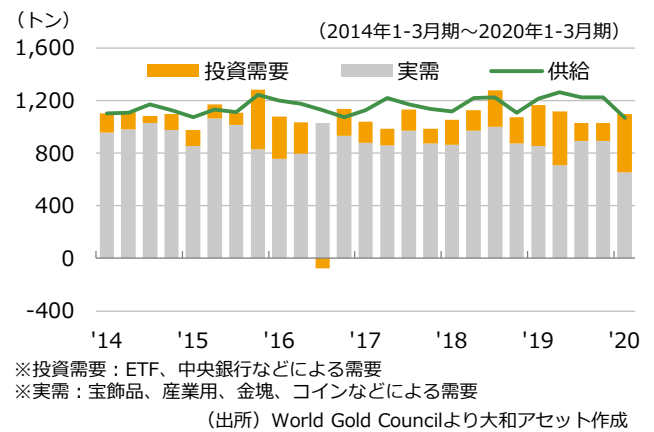
中央銀行の動きを要監視

外貨準備の減少によって金の購入を停止している中銀もある。特に、トルコは外国人観光客数の激減を背景に当面は大幅な経常赤字が継続する見込み。トルコ中銀は通貨安を抑制するために外貨準備を取り崩してきたが、いよいよ金を手放さなくてはならない状況が近づいているように思われる。同行の金保有額は金ETF残高の2割超に相当する規模であり、同行が売却に動けば市場への影響が懸念される。

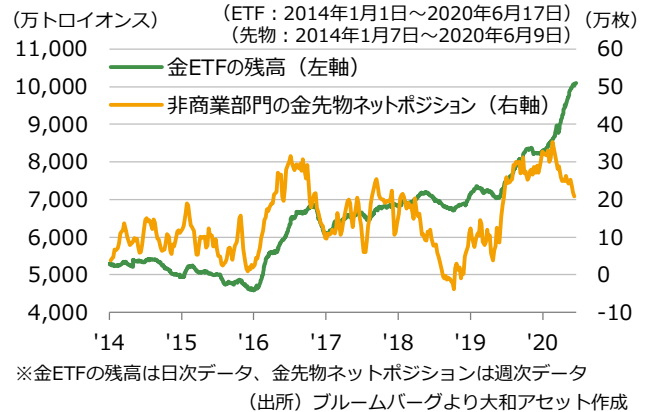
金価格と米国の実質金利



金の需要と供給



金ETFの残高と非商業部門の金先物ネットポジション



トルコの外貨準備高と金準備高



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
感染第2波の大規模な襲来	中	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数も一段と増加。政府の経済対策でも十分には抗しきれず、当面の需要消失だけでなく、潜在成長率が有意に低下する。世界的に不況の長期化を免れず。金融は極端に緩和的な状態が継続し、先進国の長期金利が軒並みマイナスに。新興国でも景気低迷が長期化し、政府および民間部門の返済能力や米ドル不足などの脆弱性が露呈。株、債券、為替等、金融資産が全般的にさらなる下落圧力に晒され、ボラティリティが過去の金融危機を超える。先進国の株式市場は直近ボトムから反発しており、経済活動の正常化を相当程度織り込み済。感染第2波による行動自粛が大きくなれば株式市場のセンチメントは大きく悪化しよう。
米中対立の激化	中	大	大	新型コロナウイルスに係る米中の非難合戦や「香港国家安全法」の制定などで、リスクが急速に増幅。外交面での対立の激化が貿易・投資の経済分野に跳ね返る。保護主義が一段と強まり、不況に拍車をかけ、景気回復を阻害する。その結果、世界が分断され、最適な資源配分が損なわれ、潜在成長率が有意に低下する。中国では供給網の中国離れが進み、中長期的に発展途上国の罠に落ち込む可能性が高い。一方、東南アジアやインドは直接投資の受け皿になりうる。先進国株式は企業業績への悪影響が再び意識され、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。
原油価格の極端な変動	中	中	大	専ら供給要因での価格高騰であれば、不況下の世界経済に著しい打撃に。一方で、価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅。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。ファンダメンタルズへの影響に加え、短期間での大幅な変動は金融市場のセンチメント悪化を通じて株式市場にもネガティブに働くと予想する。新興国では、原油輸出への依存度によって選別が進み、原油安の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどに売り圧力が強まる一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどの通貨安圧力は弱まろう。
米国の大統領・議会議長選挙後の政策の急変	中	中	—	トランプ大統領が再選した場合、対中姿勢が一段と強硬化し、欧州を巻き込んで世界的に地政学的リスクが高まりかねず。バイデン氏が当選した場合、分配重視の政策に傾斜しがちで、トランプ減税の巻き戻しが懸念される。大統領府、下院、上院が全て同一政党でなければ、極端な政策の実行は阻まれるが、同一政党であればその限りにはあらず。民主党に主導権が移れば、新型コロナウイルスの状況次第ではあるものの、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。

※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			
		6/17	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-2.25	-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	0.25%	0.00	-1.50	-0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	0.00	-1.00	-1.25
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.35	-0.25
ブラジル	セリック・レート	2.25%	-0.75	-4.25	-8.00
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.15
インド	レボ金利	4.00%	-0.40	-1.75	-2.25
インドネシア	7日物借入金金利	4.50%	0.00	-1.50	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.50%	0.00	-2.75	-1.25
ロシア	1週間物入札レボ金利	5.50%	0.00	-2.00	-3.50
トルコ	1週間物レボ金利	8.25%	-0.50	-15.75	0.25

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		6/17	1か月	1年	3年
米国		0.74%	0.10	-1.36	-1.41
ドイツ		-0.39%	0.14	-0.15	-0.67
日本		0.02%	0.02	0.14	-0.04
カナダ		0.54%	-0.01	-0.92	-0.99
豪州		0.92%	0.01	-0.47	-1.49
中国		2.88%	0.22	-0.36	-0.70
ブラジル		7.37%	-1.46	-0.89	-3.98
英国		0.19%	-0.04	-0.66	-0.83
インド		5.84%	0.06	-1.10	-0.65
インドネシア		7.16%	-0.63	-0.52	0.34
メキシコ		6.03%	-0.12	-1.73	-0.85
ロシア		5.68%	-0.05	-2.01	-2.31
トルコ		12.46%	-0.63	-4.60	2.16

株価指数		直近値 期間別変化率			
		6/17	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	26,120	10.3%	0.0%	22.1%
	S&P500	3,113	8.7%	7.7%	28.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,267	17.9%	-3.4%	-7.8%
日本	日経平均株価	22,456	12.1%	6.3%	12.6%
	TOPIX	1,587	9.2%	3.1%	-0.6%
中国	MSCI中国	86.61	6.8%	14.9%	20.4%
インド	MSCIインド	1,161	7.7%	-12.4%	2.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,606	16.7%	-20.6%	-17.3%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		6/17	1か月	1年	3年
米ドル		107.01	0.0%	-1.4%	-3.5%
ユーロ		120.32	3.7%	-1.2%	-3.1%
カナダ・ドル		78.89	4.0%	-2.5%	-6.0%
豪ドル		73.67	7.3%	-1.0%	-12.8%
人民元		15.13	0.8%	-3.4%	-7.0%
ブラジル・リアル		20.46	11.9%	-26.7%	-39.3%
英ポンド		134.35	3.7%	-1.3%	-5.2%
インド・ルピー		1.41	-0.8%	-9.5%	-18.3%
インドネシア・ルピア		0.76	5.0%	-0.1%	-9.3%
フィリピン・ペソ		2.14	1.4%	3.0%	-3.8%
ベトナム・ドン		0.46	0.6%	-0.8%	-5.7%
メキシコ・ペソ		4.79	7.1%	-15.4%	-22.6%
ロシア・ルーブル		1.54	5.4%	-9.0%	-20.1%
トルコ・リラ		15.64	1.0%	-15.3%	-50.6%

リート		直近値 期間別変化率			
		6/17	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	17,099	20.7%	-11.8%	3.3%
日本	東証REIT指数	1,721	10.8%	-11.2%	-1.0%

商品		直近値 期間別変化率			
		6/17	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	37.96	29.0%	-26.9%	-15.2%
金	COMEX金先物価格	1,729	-1.5%	29.2%	37.9%

※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



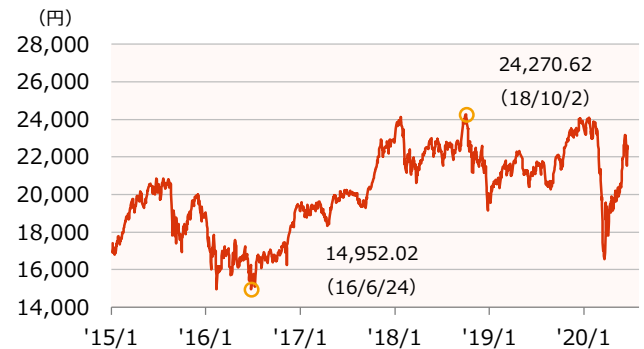
S&P500



STOXX 50



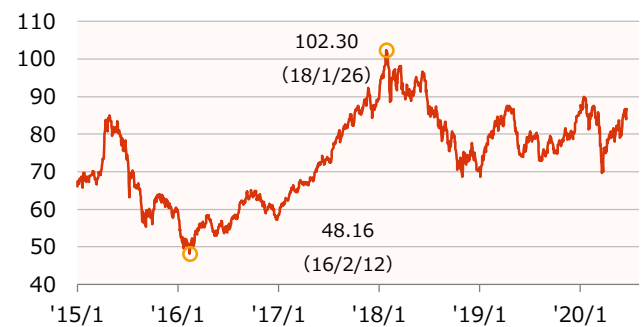
日経平均株価



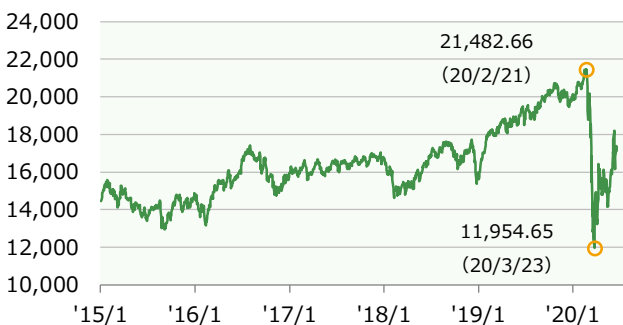
TOPIX



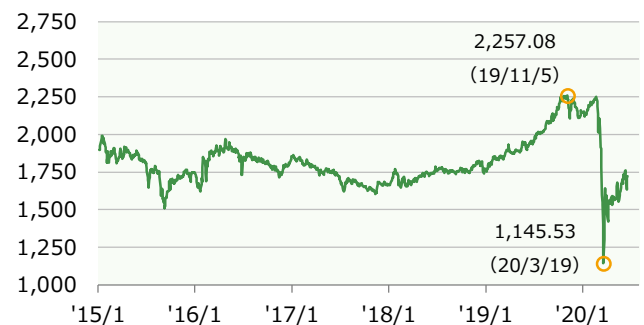
MSCI中国



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6月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

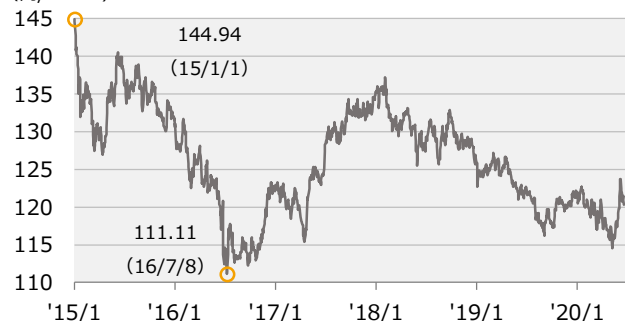
米ドル

(円/米ドル)



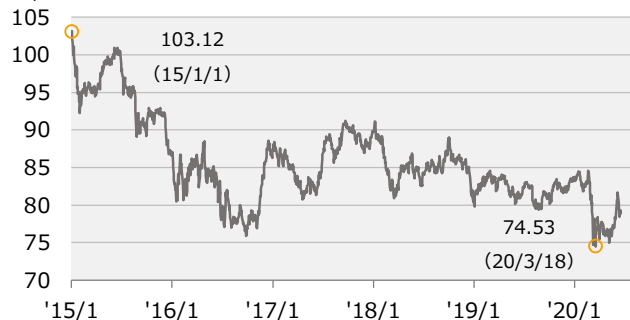
ユーロ

(円/ユーロ)



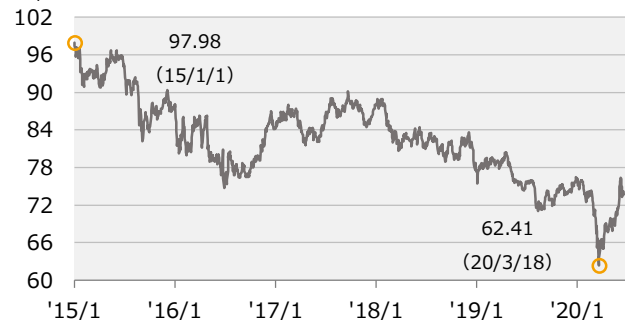
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



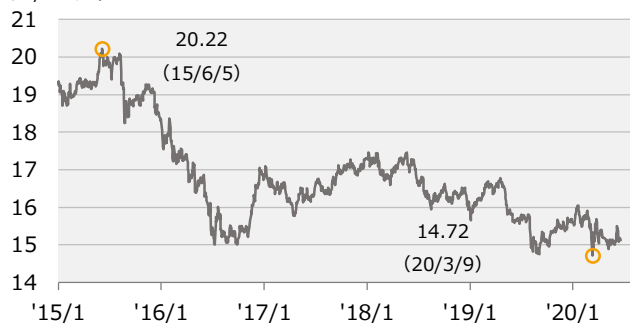
豪ドル

(円/豪ドル)



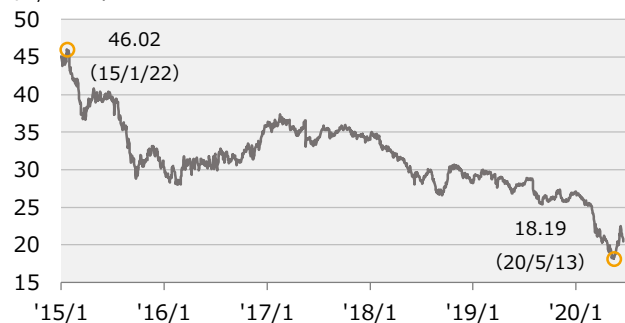
中国人民幣

(円/人民幣)



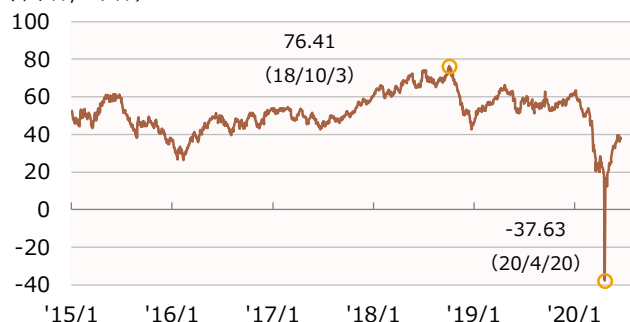
ブラジル・レアル

(円/レアル)



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6月17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			消費者物価	前年比		
	2017年	2018年	2019年		2017年	2018年	2019年
米国	2.4	2.9	2.3	米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2	ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	2.2	0.3	0.7	日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	3.2	2.0	1.7	カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.5	2.7	1.8	豪州	2.0	1.9	1.6
中国	6.9	6.7	6.1	中国	1.6	2.1	2.9
ブラジル	1.3	1.3	1.1	ブラジル	3.4	3.7	3.7
先進国	2.5	2.2	1.7				
新興国	4.8	4.5	3.7				

政策金利		年末値			失業率	年末値		
		2017年	2018年	2019年		2017年	2018年	2019年
米国	FFレート (上限)	1.50	2.50	1.75	米国	4.1	3.9	3.5
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.50	ユーロ圏	8.6	7.8	7.4
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10	日本	2.7	2.4	2.2
カナダ	翌日物金利	1.00	1.75	1.75	カナダ	5.8	5.7	5.6
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	0.75	豪州	5.6	5.0	5.1
中国	1年物MLF金利	3.25	3.30	3.25	中国	3.9	3.8	3.6
ブラジル	セリック・レート	7.00	6.50	4.50	ブラジル	11.8	11.6	11.0

(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、2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 緩和的な金融政策が長期化するが、2021年は緊急対応の信用緩和の一部を巻き戻し 	<ul style="list-style-type: none"> 2020、2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化 	<ul style="list-style-type: none"> 2020、2021年を通じて政策金利は据え置き、新規の資産買入れも継続 2%のインフレ率は見通しがたく、極めて緩和的な金融政策が長期化

(出所) FRB、ECB、日本銀行

タイムテーブル

	 日本	 欧米	 その他地域	
2020年	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（14-15日） ●東京都知事選挙（5日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（16日） ●FOMC（28-29日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ロシア憲法改正を問う国民投票（1日）
	8月		<ul style="list-style-type: none"> ●米民主党全国大会（17-20日） ●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） ●米財務省為替報告書（月内） 	<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"> ●米議会開会（4日） ●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日） 	
	2月		<ul style="list-style-type: none"> ●米大統領議会演説 	<ul style="list-style-type: none"> ●中華圏旧正月（12日）
	3月		<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（11日） ●EU首脳会議（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●中国全人代（上旬）
	4月		<ul style="list-style-type: none"> ●英国地方選挙（7日） ●ECB理事会（22日） ●米財務省為替報告書（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ペルー大統領選挙（11日） ●ラマダン開始（13日）
	5月		<ul style="list-style-type: none"> ●EU首脳会議（月内） 	
	6月	<ul style="list-style-type: none"> ●通常国会会期末 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（10日） 	

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、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、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FF：フェデラル・ファンズ、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、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、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、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、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6月17日)
(発行日：2020年6月23日)