

## マーケットの視点

「投資環境」

## 吉川レポート：分岐点か踊り場か

## 1 2020年を下方修正・21年を上方修正

## 2 通常とは異なる景気・投資サイクル

## 3 局面転換につながる3つの注目点

## 1 2020年を下方修正・21年を上方修正

- 世界経済の見通しを、足元の2020年については先月の▲3.0%から0.2%ポイント下方修正して▲3.2%とする一方、来年2021年は5.6%から5.7%に上方修正しました。2020年の下方修正は、新型コロナウイルスの感染拡大が続く中南米のほか一部の新興国の見通し引き下げによるものです。一方、2021年についてはドイツの財政刺激策拡大によってユーロ圏の見通しが改善（2020年は▲9.0%で変わらないが、2021年について5.0%から6.5%に上方修正）したことが、上方修正につながりました。
- コロナウイルス感染再拡大の影響、特に、新興国の先行きが不透明要因（ダウンサイドリスク）となる一方、先進国の財政・金融政策がアップサイド要因となっていることが素直に反映された形といえます。大局観としては、①新型コロナウイルスについては、ワクチンが広く普及するには少なくとも1-2年の時間を要する、②米日欧など先進国では移動制限緩和によって感染再拡大が起こるが、3-4月のような全面的な都市封鎖に戻るのではなく、地域ごとに経済再開のペースの加速・減速を繰り返しながら趨勢としては回復傾向が続いていく、との想定を維持しています。

## 2 通常とは異なる景気・投資サイクル

- 主要地域ごとにみると、成長率の回復については中国、米国が先行し、日欧、新興国が続く形となっています。一方、インフレ見通しは総じて下振れしています。景気や投資のサイクルの視点から見ると、現在の状況は移動制限の緩和に伴って経済活動は回復に向かうものの、需給ギャップの拡大を背景にインフレ率に下押し圧力がかかるため、財政・金融面からのサポートが続いています。低金利の下で株価などがボトムアウトする「景気回復期」の局面といえます。

## 【主要国・地域の成長率見通し】

(前年比、%)

| 国・地域 | 18年<br>(実績) | 19年<br>(実績) | 20年<br>(予想) | 21年<br>(予想) |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 米国   | 2.9         | 2.3         | ▲ 4.6       | 3.9         |
| ユーロ圏 | 1.9         | 1.2         | ▲ 9.0       | 6.5         |
| 英国   | 1.3         | 1.4         | ▲ 10.7      | 6.1         |
| 中国   | 6.6         | 6.1         | 3.6         | 8.3         |
| 日本   | 0.3         | 0.7         | ▲ 5.7       | 2.9         |

## 【主要国・地域の消費者物価見通し】

(前年比、%)

| 国・地域 | 18年<br>(実績) | 19年<br>(実績) | 20年<br>(予想) | 21年<br>(予想) |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 米国   | 2.0         | 1.6         | 1.1         | 1.4         |
| ユーロ圏 | 1.8         | 1.2         | 0.3         | 1.0         |
| 英国   | 2.5         | 1.8         | 0.8         | 1.3         |
| 中国   | 2.1         | 2.9         | 2.7         | 1.9         |
| 日本   | 0.8         | 0.6         | ▲ 0.3       | ▲ 0.2       |

(注1) データは2019年1-3月期～2021年10-12月期、2018年～2021年、2020年6月16日時点予想。予想は三井住友DSアセットマネジメント。

(注2) 日本の物価（CPIコア）は消費税の影響を除く。

(出所) 内閣府、欧州委員会、欧州連合統計局、米国商務省、中国国家統計局のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



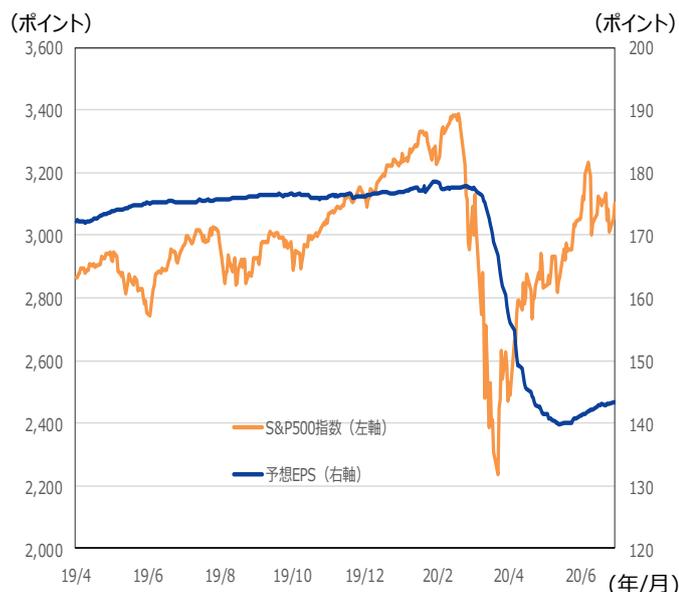
- 設備投資のストック循環や金融機関のバランスシート調整などによる通常の景気循環では、過剰ストックの処理が進むにつれ経済活動の勢いが増し、株価上昇と共に、金利も底打ちに向かう景気拡大期に移行します。
- しかし、今回はコロナウイルス感染という外部的ショックが経済を左右しており、移動制限の緩和による成長加速と感染再拡大による鈍化を何回か繰り返すとみられます。回復期から拡大期へ円滑に移行するのではなく、回復が進んだと思うと少し後戻りするというような形で、サイクル的には前進と後退を繰り返しながら徐々に前に進んでいくと思われます。金融市場では主要国の中央銀行の緩和が長引く中、景気に関して楽観する局面と悲観する局面が繰り返すパターンになるとみられます。

### 3 局面転換につながる3つの注目点

- 米短期金融市場でのドルの調達コストはほぼ正常化し、ドルの実効レートも対先進国通貨ではコロナ前のレンジにほぼ戻っていることを考えると、米連邦準備制度理事会（FRB）など主要中銀の金融緩和効果はすでに十分に発現してきています。株価の更なる上昇という点では名目成長率と一株当たり利益の見通しが改善に向かうことが必要な局面になってきました。局面転換を考える上では次の3点に注目しています。
- 第1はウイルス感染再拡大に対する先進国の対応です。局所的な抑制措置を実施しながら経済活動の再開を継続できるか、治療薬、ワクチンなどのゲームチェンジャーとなる技術開発の成否が焦点です。
- 第2は財政政策です。特に伝統的に緊縮的な財政政策を継続してきたユーロ圏が、加盟国共通財政という性格を持つ復興基金の具体化で合意した場合、景気見通しや金融市場に対して、追加的なプラス要因となるでしょう。
- 第3は新興国の動向です。中国に続き、アジア諸国の一部に回復が期待されますが、全体としては感染拡大継続などにより景気の先行き不透明感が強い状況です。新興国株式については資金流出傾向が続いています。新興国における新規感染者数の減少や株式への資金フローの安定化が確認できれば、それは世界経済のダウンスайдリスクの低下を意味します。
- 政策効果や企業・消費者のウィズコロナへの適応、今すぐではないが、新興国の下げ止まりの可能性を展望しつつ、経済・金融市場は趨勢としては回復に向かっており、現在は次の局面に向けての踊り場とみています。ダウンスайдリスクとして、想定を上回る感染再拡大に加え、商品の供給不安、米中関係などの政治的不透明感の高まりに注意したいと考えます。

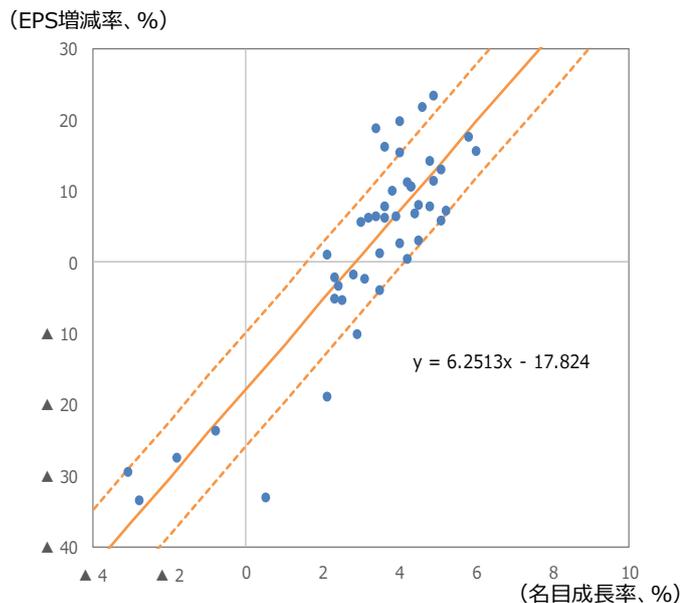
(吉川チーフマクロストラテジスト)

### 【S&P500種指数と予想EPS】



(注) データは2019年4月1日～2020年7月1日。予想EPSは12カ月先予想（Bloomberg集計）。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 【米名目成長率とEPS増減率】



(注) データは2008年1-3月期～2020年1-3月期。リーマン危機直後の2010年7-9月期～2011年4-6月期は異常値とみられるためグラフからは除外。回帰線はこの4四半期についてダミー変数を設定して推定。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【主要国経済の動向と金融政策の見通し】

|      | 景気のイメージ   | 金融政策（今後1年程度）   |
|------|---|--|
| 米国   | 経済活動再開予想よりも早く進んでいることを受け、 <b>20年の成長予想を▲5.9%から▲4.6%に上方修正、21年を4.9%から3.9%に下方修正</b> 。一部州の感染再拡大には要注意だが、全面的ロックダウンではなく、地域限定の営業規制や「検査・隔離・追跡」による早期対応が中心となる。財政刺激策第4弾は <b>1.5～2.0兆ドル</b> 規模となる見通し。                        | <b>政策手段を総動員</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>FRBはゼロ金利、多様な資産買入れを決定、順次実施。<b>6月は社債購入を開始し、信用緩和策を強化した。6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で22年まで利上げしない方針を明示。</b></li> <li>資産買取拡大、フォワードガイダンス、長期金利コントロール等が今後の注目点。</li> </ul>   |
| 日本   | <b>第2次補正予算が真水で30兆円前後となったことを考慮、20年度の成長率見通しを▲5.7%、21年度を3.7%と予想</b> 。緊急事態宣言解除を受けた経済活動再開、政策効果などから7-9月期以降プラス成長に転ずるが、感染第2波への警戒から回復ペースは緩やかに止まろう。   | <b>資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>日銀は4月にCP・社債購入枠の3倍増、国債購入額の制限撤廃、企業金融支援オペ拡充を決定、<b>6月に企業金融支援枠を拡大。</b></li> <li>追加緩和策は引き続き、企業金融支援、資産買取強化が軸。為替の安定が続けば、マイナス金利深堀りの可能性は限られよう。</li> </ul>  |
| ユーロ圏 | <b>20年の成長率見通し（▲9.0%）は維持するが、財政政策が強化される見通しとなったため21年は5.0%から6.5%に上方修正</b> 。家計・企業行動に慎重さが残るため20年後半の持ち直しは緩慢だろうが、欧州委員会が復興基金（総額7,500億ユーロ）を提案、21年にかけて財政面から景気がサポートされる可能性が高まった。   | <b>資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>欧州中央銀行（ECB）は4月に長期資金供給オペの条件緩和と長期オペ金利を引き下げ、<b>6月には資産購入枠を6,000億ユーロ拡大、期間も21年6月に延長。</b></li> <li>追加策として、低格付け債購入が検討される可能性。12月頃に資産購入が延長・拡大される見通し。マイナス金利深堀りの可能性は限られよう。</li> </ul>                    |
| 中国   | 1-3月期の大幅落ち込みにより20年の成長率は前年比3.6%に止まるが、財政刺激等により、21年は同8.3%へ反発しよう。 <b>消費は依然として弱いが、製造業の生産持ち直しは予想より速く、4-6月以降の回復軌道は確認されつつある</b> 。雇用安定維持のためには3-4%の成長が必要であり、習近平政権は <b>ハイテク分野のインフラ投資</b> など、財政刺激により5%程度GDPを押し上げる方針とみられる。 | <b>利下げ・流動性供給・信用政策</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>人民銀行は3月に預金準備率引き下げ、リバースレポ7日物金利の引き下げ等を実施したのに続き、4月20日に最優遇貸出金利（LPR）1年物を0.2%引き下げ。<b>7-9月も0.2%程度の利下げ</b>を行う見込み。</li> <li>利下げに加え、預金準備率の再引き下げ（財政ファイナンスのサポートを意識）、元利の返済猶予など、多様な金融政策ツールを活用する見通し。</li> </ul> |

（注）太字は注目点を示す。FRB=米連邦準備制度理事会。MBS=資産担保証券。ECB=欧州中央銀行。QE=量的緩和。

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【当面の重要日程】

| 2020年 海外                       | 2020年 日本                    |
|--------------------------------|-----------------------------|
| 7月 16日 ユーロ ECB理事会              | 7月 5日 東京都知事選挙・開票            |
| 17-18日 ユーロ EU臨時首脳会議            | 14-15日 金融政策決定会合（展望レポート）     |
| 18-19日 -- G20財務相中銀総会議（サウジアラビア） | 7月中 成長戦略（日本再興戦略）、骨太方針を閣議決定  |
| 28-29日 米国 FOMC                 |                             |
| 8月 17-20日 米国 米民主党全国大会          |                             |
| 24-27日 米国 米共和党全国大会             |                             |
| 9月 10日 ユーロ ECB理事会              | 9月 1日 マインバーカートのポイント還元       |
| 15-16日 米国 FOMC（経済見通し）          | 16-17日 金融政策決定会合             |
| 29日 米国 第1回大統領候補者討論会            |                             |
| 月内 -- G7首脳会議                   |                             |
| 10月                            | 10月 28-29日 金融政策決定会合（展望レポート） |
| 15日 米国 第2回大統領候補者討論会            |                             |
| 15-16日 -- G20財務相中銀総会議（米国）      |                             |
| 15-16日 ユーロ EU首脳会議              |                             |
| 16-18日 -- IMF世銀年次会合            |                             |
| 22日 米国 第3回大統領候補者討論会            |                             |
| 26-28日 -- APEC財務相会合            |                             |
| 29日 ユーロ ECB理事会                 |                             |
| 11月 3日 米国 大統領選挙、議会選挙           |                             |
| 4-5日 米国 FOMC                   |                             |
| 21-22日 -- G20サミット（サウジアラビア）     |                             |
| 12月 10日 ユーロ ECB理事会             | 12月 17-18日 金融政策決定会合         |
| 10-11日 ユーロ EU首脳会議              |                             |
| 15-16日 米国 FOMC（経済見通し）          | 12月中 2021年度予算案・税制改正大綱を閣議決定  |

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも  
チェック！

2020年6月30日 コロナショックの不況下での株高  
2020年6月 9日 吉川レポート：基軸通貨国の大規模緩和の威力

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

