



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

9

SEP. 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

感染第2波でも経済活動の回復が続く

- 1 前月の当レポートで「感染第2波が懸念される中でも堅調な株価」と指摘した。結論から述べれば、「株価は正しかった」。
- 1 経済指標が予想以上に強い中でも、金融緩和策は強化されると見込まれることが市場のリスクオンムードを醸成している。9月FOMCではフォワード・ガイダンスが見直され、金融緩和策が実質的に強化されることが見込まれる。

 <p>米国</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 感染再拡大の影響は限られ、経済は大規模な金融・財政政策の後押しで急回復へ。 株 … 新型コロナワクチンへの期待先行、高いバリュエーションを懸念。押し目待ち。 債 … 金融緩和の実質的な強化でゼロ金利政策は長期化し、長期金利の上昇も抑制。 リ … リートの業績回復には時間、バリュエーション上昇が先行しよう。 為 … リスクオンは米ドル安要因だが、感染拡大と実質金利低下による米ドル安は緩和へ。
 <p>ユーロ圏</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 感染抑制と経済活動のバランスを取りつつ、経済は政策対応の後押しで急回復へ。 株 … 経済活動の急回復のステージは終了。バリュエーション水準も考慮し中立判断。 債 … 緩和的な金融環境でドイツの長期金利はマイナス圏での推移を継続も、周辺国には劣後。 為 … 感染拡大抑制、景気改善、欧州復興への各国協調がユーロを支える。
 <p>日本</p>	<ul style="list-style-type: none"> 経 … 大規模な経済対策で雇用調整の程度は限られ、景気は回復局面に転じ堅調に推移。 株 … 国内の新型コロナ感染動向は懸念も来期に向けた景気の改善方向は変わらず。 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%程度で安定的に推移。 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	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



- 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 … 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの継続により、長期金利は1%未満で推移。
- 為 … 原油価格の大幅な変動や金融政策の変更は想定しがたく、対米ドルでレンジ推移。



- 経 … 感染第2波が目先の景気回復を遅らせるも、10-12月期以降は回復軌道に復する。
- 債 … RBAによる国債購入は小規模にとどまり、長期金利は米国よりも少し高い水準で推移。
- 為 … 感染第2波への懸念が後退すれば、相対的な金利の高さが意識される展開。



- 経 … 自動車生産、建設業が高い伸び率を維持し、年後半は前年比5%以上の成長へ。
- 株 … 業績の下方修正の一巡、個人マネーの流入を受け、上下しながらレンジを切り上げる。
- 債 … 緩和的な金融環境の長期化や、海外資金流入などへの期待が、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

SEP. 2020



今月の一枚

ムーカンチャイ (ベトナム)

ベトナム北部山岳地帯の少数民族が多く住む地域。「ベトナムで一番美しい」といわれる棚田が山の斜面に沿って広がる。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

感染第2波でも経済活動の回復が続く

前月の当レポートで「感染第2波が懸念される中でも堅調な株価」と指摘した。結論から述べれば、「株価は正しかった」。日本や米国などでは、不幸にして感染第2波が襲来したが、そうした中でも経済活動の回復が続いている。コロナ抑制と経済活動を両立させる「Withコロナ」というものがわかってきたとも言え、景気回復の確信度が高まっている。

米追加経済対策がまとまらなくても

懸案の1つである、米追加経済対策がまとまらない中でも株式市場が失望していないのは、経済指標が予想以上に強いことがある。新型コロナと経済に関する基本的な考え方は、「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」である。つまり、経済対策がまとまらないのは経済が強いゆえでもあり、悲観視するものでもない。

金融市場

経済好調でも金融緩和策は強化される

経済指標が予想以上に強い中でも、金融緩和策は強化されると見込まれることが市場のリスクオンムードを醸成している。9月FOMCではフォワード・ガイダンスがインフレ目標の達成と紐づけたものに見直され、金融緩和策が実質的に強化されることが見込まれる。市場もそれを織り込みつつあり、期待インフレ率が上昇、リフレ的環境となっている。

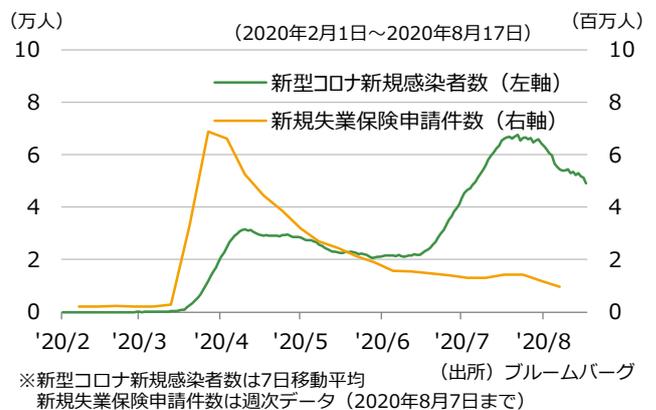
名目金利と期待インフレ率が乖離

中央銀行の、低金利を継続すると同時に期待インフレ率を押し上げるスタンスが株価上昇のエンジンの1つとなっている。米国では、名目金利と期待インフレ率の乖離が生じた2011年後半から株価の再騰が始まったが、現状も往時のように両者が乖離している。FRBの低金利へのコミットを考えれば、両者の乖離は更に拡大せずとも縮小する可能性は低い。

世界株式



米国での新型コロナウイルスの感染状況と雇用情勢



米10年国債利回りと期待インフレ率



S&P500と米10年実質金利



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				感染再拡大の影響は限られ、経済は大規模な金融・財政政策の後押しで急回復へ。 感染抑制と経済活動のバランスを取りつつ、経済は政策対応の後押しで急回復へ。 大規模な経済対策で雇用調整の程度は限られ、景気は回復局面に転じ堅調に推移。 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。 感染第2波が目先の景気回復を遅らせるも、10-12月期以降は回復軌道に復する。 自動車生産、建設業が高い伸び率を維持し、年後半は前年比5%以上の成長へ。 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。
	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

株式	米国				新型コロナワクチンへの期待先行、高いバリュエーションを懸念。押し目待ち。 経済活動の急回復のステージは終了。バリュエーション水準も考慮し中立判断。 国内の新型コロナ感染動向は懸念も来期に向けた景気の改善方向は変わらず。 業績下方修正の一巡、個人マネーの流入を受け、上下しながらレンジを切り上げよう。 感染拡大が懸念材料で、追加景気対策への期待も乏しく、上昇余地限定的。 労働法改正が9月に議会通過の期待が高く、上昇余地あり。 感染拡大が懸念材料で、景気の下振れリスクが高まり、上昇余地限定的。 新型コロナウイルス問題の早期の収束、EVFTA締結、構造改革など買入材料が多い。
	ユーロ圏				
	日本				
	中国				
	インド				
	インドネシア				
	フィリピン				
ベトナム					

債券	米国				金融緩和の実質的な強化でゼロ金利政策は長期化し、長期金利の上昇も抑制。 緩和的な金融環境でマイナス圏での推移を継続も、周辺国には劣後。 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%程度で安定的に推移。 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの継続により、長期金利は1%未満で推移。 RBAによる国債購入は小規模にとどまり、長期金利は米国よりも少し高い水準で推移。 緩和的な金融環境の継続や、海外資金流入等への期待が、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い入れ期待が抑制。 政策金利は実効下限で長期化、資産購入により長期金利の上昇も抑制。 物価上昇が足かせも、追加利下げ余地は残っており、長期金利を抑制しよう。 中銀の国債引受の悪影響はみられず、むしろ需給改善期待で、金利低下を予想。 慎重ながらも利下げは継続され、長期金利にも低下余地が残る。 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。
	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				リートの業績回復には時間、バリュエーション上昇が先行しよう。 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。
	日本				

商品	原油				原油在庫の減少を先取りして上昇、今後は方向感の乏しい展開。 実質金利の下げ止まりやポジション調整による資金流出が重荷。
	金				

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

為替	米ドル				リスクオンは米ドル安要因だが、感染拡大と実質金利低下による米ドル安は緩和へ。 感染拡大抑制、景気改善、欧州復興への各国協調がユーロを支える。 世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。 原油価格の大幅な変動や金融政策の変更は想定しがたく、対米ドルでレンジ推移。 感染第2波への懸念が後退すれば、相対的な金利の高さが意識される展開。 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。 感染拡大により、景気回復が予想より遅れる懸念が通貨安圧力になりやすい。 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。 経常収支の黒字転換、中銀の外貨積み増しのペース緩和などが支え。 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。 当局による外貨売り・ルーブル買い介入は減退も、実質金利の高さが追い風。 経常赤字が続き、為替介入余地が乏しい中、大幅な利上げなくして通貨防衛は困難。
	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	-4.4	5.2	2.25 ~ 2.50	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	2.69	1.80	0.8	0.8
ユーロ圏*	1.9	1.3	-8.5	6.0	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.2	-0.2
日本	0.3	0.7	-4.9	4.2	-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	0.7	0.7
豪州	2.7	1.8	-3.8	3.2	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.0	1.0
中国	6.7	6.1	2.3	7.2	3.30	3.25	2.95	2.95	3.10	3.14	3.0	3.5
ブラジル	1.3	1.1	-6.3	3.1	6.50	4.50	2.00	2.50	9.46	7.05	7.0	7.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国	23,327	28,538	27,000	28,100	米ドル	109.69円	108.61円	109円	108円
NYダウ	-5.6%	22.3%	-5.4%	4.1%		-2.7%	-1.0%	0.4%	-0.9%
米国	2,507	3,231	3,150	3,270	ユーロ	125.83円	121.77円	127円	126円
S&P500	-6.2%	28.9%	-2.5%	3.8%		-7.0%	-3.2%	4.3%	-0.8%
欧州	3,001	3,745	3,240	3,400	カナダ・ドル	80.41円	83.63円	81円	80円
STOXX 50	-14.3%	24.8%	-13.5%	4.9%		-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	110	102	ブラジル・リアル	28.24円	27.0円	19.5円	18.6円
MSCI	-20.3%	20.4%	28.4%	-7.3%		-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	20,160	21,811
NAREIT指数	-4.6%	26.0%	0.0%	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	1.5	-12.5	6.0	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.3	0.3
インド*	6.1	4.2	1.2	8.8	6.50	4.90	3.75	3.50	6.75	6.56	5.7	6.7
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	6.5	7.6
フィリピン*	6.3	6.0	-3.8	9.0	4.75	4.00	2.00	2.00	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	-9.3	5.3	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	10.00	14.00	15.99	11.72	14.0	14.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
インド	1,263	1,370	1,290	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	6,600	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%	-9.4%	5.8%	-11.0%	-3.1%	-6.0%	4.9%	
ベトナム	893	961	1,025	1,121	インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.752円	0.771円
VN指数	-9.3%	7.7%	6.7%	9.4%	-8.3%	3.0%	-4.1%	2.5%	
					フィリピン・ペソ	2.10円	2.14円	2.18円	2.12円
					-7.2%	2.3%	1.7%	-2.8%	
					ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.47円	0.466円
					-4.8%	-0.8%	0.3%	-0.9%	
WTI原油 (米ドル/バレル)	45.41	61.06	42	42	メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	4.95円	5.02円
	-24.8%	34.5%	-31.2%	0.0%	-2.5%	2.8%	-13.7%	1.4%	
金 (米ドル/100グラム)	1,281	1,523	1,800	1,950	ロシア・ルーブル	1.58円	1.75円	1.60円	1.64円
	-2.1%	18.9%	18.2%	8.3%	-18.9%	10.7%	-8.8%	2.5%	
					トルコ・リラ	20.7円	18.2円	14.0円	13.2円
					-30.3%	-11.8%	-23.2%	-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 (%)

* 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

感染を抑制しつつ景気は年後半に急回復

実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲5.0%、4-6月期に同▲32.9%と、急激な減少を記録した。しかし、月次の各種経済指標は4月の極端な落ち込みの後、5、6月は急回復しており、6月の経済活動の水準は4-6月期平均を大きく上回る。また、6月半ば以降の新型コロナウイルスの新規感染者数の増加も、景気回復の勢いをやや鈍化させたに過ぎず、実質GDPは7-9月期に同25%超の急増を見込む。

個人消費が速やかに回復する素地

4-6月期の実質個人消費支出は月次では順に前月比▲12.4%、8.4%、5.2%と推移したが、実質個人可処分所得は同15.3%、▲5.2%、▲1.8%と、逆の動きであった。多額の税還付や失業保険給付で4-6月期の可処分所得は急増する一方、消費支出が急減したため、貯蓄率は25.7%に達した。新型コロナウイルスや雇用の見通しに係る不確実性が後退すれば、個人消費が速やかに回復する素地はある。

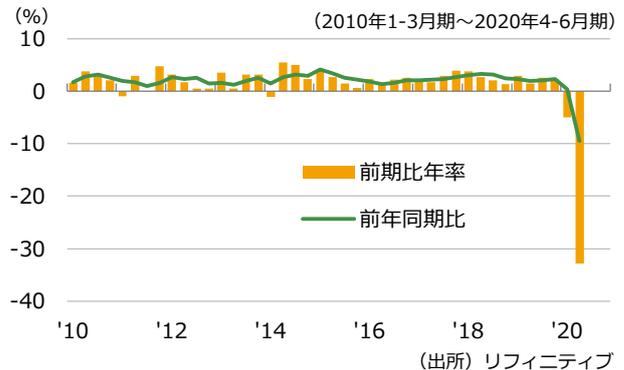
予想以上に早い雇用情勢の改善

失業率は2月の3.5%から3、4月で14.7%へ急上昇したが、5、6、7月で10.2%まで低下した。給与保護プログラムの効果が大幅に低下していると考えられる7月も失業率が低下し、新規失業保険申請件数は8月に入り100万人を下回るなど、雇用情勢の改善は早い。経済活動の回復に連れて労働市場への参入も増えるため、失業率の低下は今後緩やかになるにせよ、リーマンショック時とは様相が異なる。

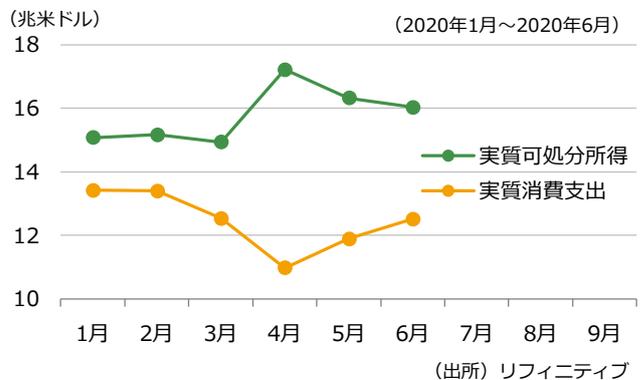
消費者物価の鍵を握る家賃

コアの消費者物価指数は7月に前年同月比1.6%へ伸びが加速した。要因の大半は新型コロナウイルスで3~5月に極端に下落した費目の揺り戻しで、その動きは早晚消失する。しかし、消費者物価指数に占める比率が高い家賃については、当面の軟化はともかく、中長期的には在宅勤務の普及や緩和的な金融環境の継続で住宅需要が増大するに連れて、住宅価格と合わせて上振れる可能性を考慮したい。

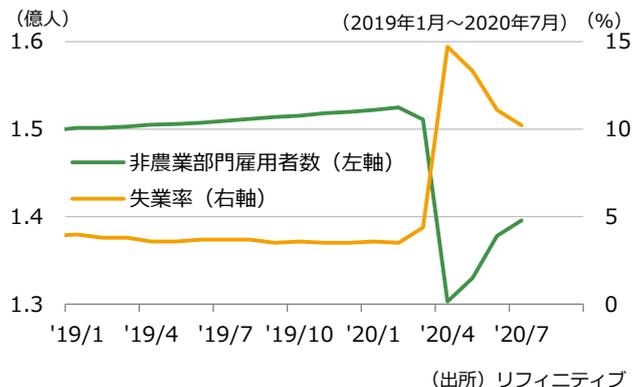
実質GDP



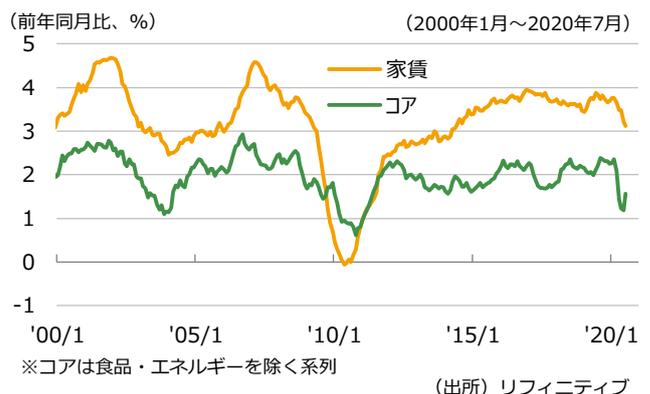
実質可処分所得・消費支出



雇用者数と失業率



消費者物価指数





株式

ワクチン期待などで底堅く推移

前回、見通しをやや弱気に引き下げたものの、前回比でS&P500指数は5%弱の上昇と底堅く推移。新型コロナウイルスの感染拡大は継続も、追加経済対策への期待や新型コロナウイルスワクチンへの期待などが株価を支えた。しかし、ワクチンの早期実用化への過度な期待の高まりや高いバリュエーションなど、リスク要因は依然残ると考えており、やや弱気の見通しは継続する。

学習効果も働きアクティビティは堅調

弱気見通しが外れた原因の一つは、新型コロナウイルスの感染拡大が経済および株式市場のセンチメントに与える影響が予想より小幅であったため。主要州のアクティビティデータをみると感染拡大が目立ってきた7月以降も頭打ちの状態継続で、極端な低下は見られなかった。一部州で経済活動の一部再規制が行われたものの、4月と比べると学習効果も働き上手く経済活動をコントロール出来たとみる。

PER20倍超えは1年後の下落リスクも

米国企業の2020年4-6月期決算は大幅減益も事前の市場予想を上回る銘柄も多く、足元で来期のコンセンサス予想は小幅に上方修正されている。しかし、それでも12カ月先予想EPSを基準としたPERは22倍程度。右図は1990年以降のPERと1年後の騰落率の関係を見たもの。20倍未満と比べ、20倍超の水準はその後1年間で株価が下落する確率が高まる。現在の株価は期待先行で不安定さがあると考える。

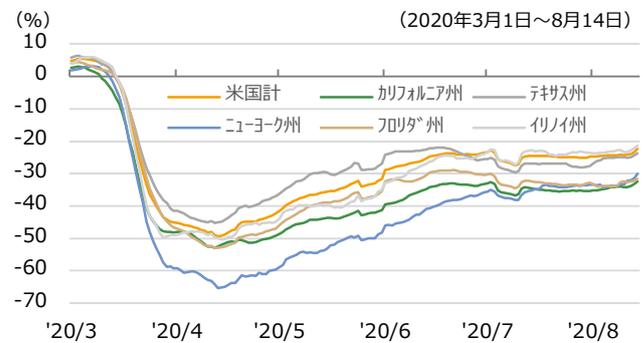
ワクチンの開発動向を注視

良好な株式市場を支える要因の一つは新型コロナウイルスワクチンの早期実用化期待。この1カ月で良好な治験結果が複数発表された。一方、WHOが2020年7月末に発表した資料によれば、開発中のワクチンは合計165種類。26が治験入りもPhase3は6つに留まる。一般にワクチンの開発成功率は5~10%とも言われ、開発中止リスクも高い。このため、早期実用化を前提とした株価形成にはリスクが伴う。

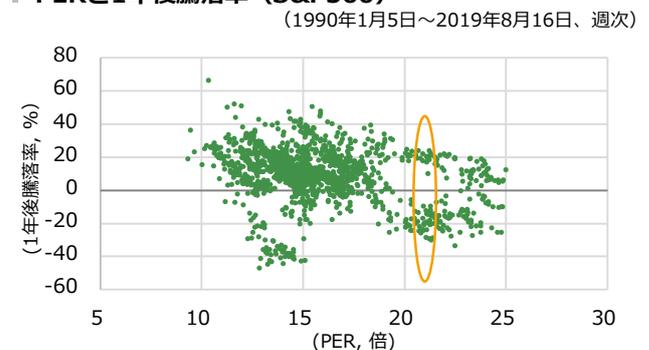
S&P500の推移



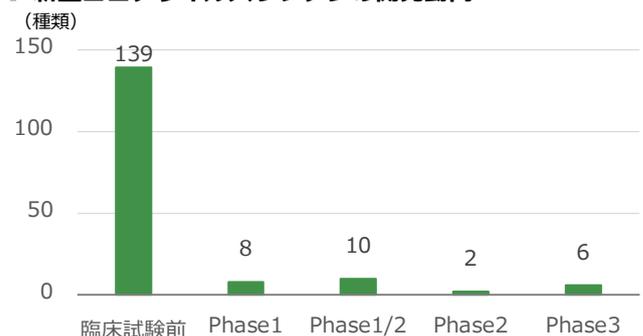
主要州のアクティビティデータの動向 (7日移動平均)



PERと1年後騰落率 (S&P500)



新型コロナウイルスワクチンの開発動向





債券・金利

9月FOMCで金融緩和の実質的な強化へ

長期金利は感染第2波による景気減速懸念や追加経済対策の遅れを受け一時0.5%に接近したが、経済指標の上振れ等で最近数カ月のレンジに回帰した。9月FOMCでは金融政策の枠組みの見直しを終え、利上げのフォワード・ガイダンスがインフレ率と紐付けて強化される見込み。インフレ目標が「平均的に2%」などに改められることで、金融緩和は実質的に強化され、長期金利の上昇も阻まれよう。

資産購入の方針もより明らかに

金融市場の安定を受け資金供給オペ残高はゼロとなり、新型コロナウイルス対応の各種貸出・信用緩和の残高もさほど増加せず、FRBの総資産の増加が止まっている。しかし、国債とMBS合計で月1,200億米ドルの購入は当面継続するため、総資産は再び増加基調を辿ろう。9月FOMCでは資産購入についても当面の方針がより明らかにされる見込み

リート

不動産市況にも徐々に影響があらわれる

オフィスの空室率上昇や賃貸住宅の賃料下落など、新型コロナウイルスの影響が不動産市況にも徐々にあらわれてきている。4-6月期の決算はおおむね想定通りで、業種により好調・不調が分かれた。ただオフィス市況の悪化に鑑みて、2020年末の指数予想値を若干下方修正。今後はワクチン開発などの医学的解決へ注目が集まろう。

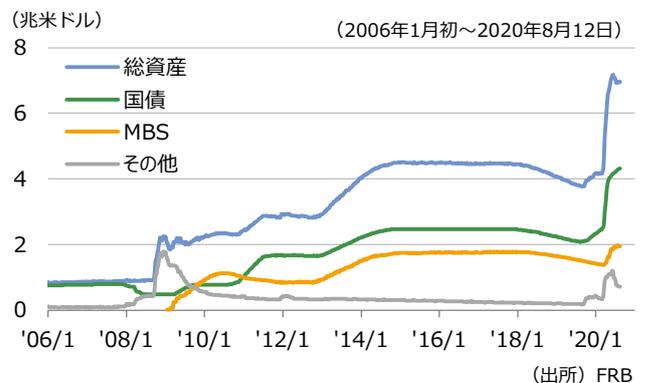
金融緩和政策は継続

FRBの緩和政策もあり、長期金利は低位で推移している。また社債の信用スプレッドも縮小が続いており、投資家のリスク選好は改善傾向継続。リートの業績は新型コロナ次第の面もあるが、業績や見通しの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



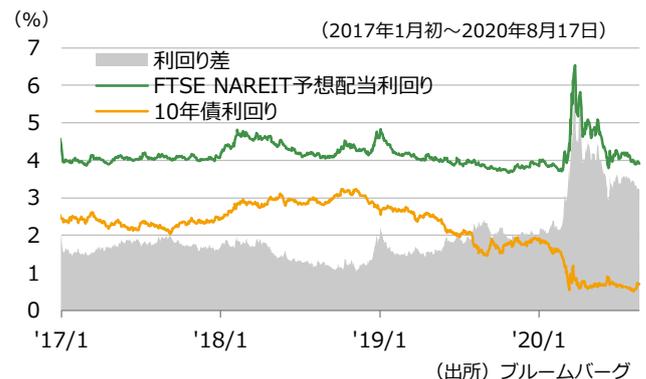
FRBのバランスシート



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小幅上昇

米ドルと円のベースス・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。ただ、米ドル安要因である米ドル調達コストの低下は8月に止まり、小幅ながら上昇している。

日米金利差に見合う米ドル円

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。現状の米ドル円は金利差に見合う水準にあるが、リスクオンでは同水準を上回りやすく、リスクオフでは下回りやすくなる。

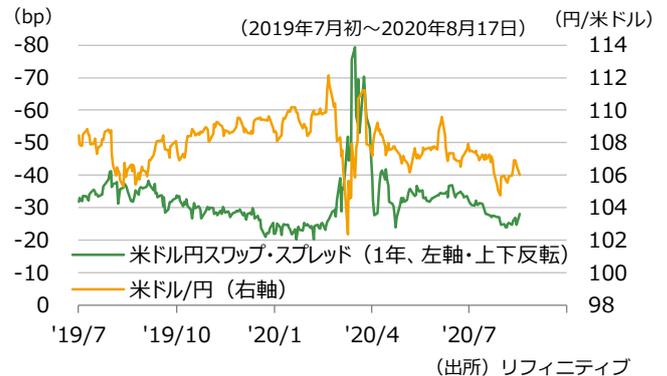
実質金利低下の米ドル安は緩和するか

米国では、実質金利が低下し続け、米ドル安に作用してきた。金融緩和が名目金利上昇を抑える一方、期待インフレ率を高める要因となるからだ。ただ、最近では市場予想を上回る米景気指標改善を受けて名目金利と実質金利が反発する動きも出てきた。米景気指標が予想を上回り続けて米実質金利が大幅に上昇するとは考えにくい。実質金利低下による米ドル安圧力が緩和する可能性はありそうだ。

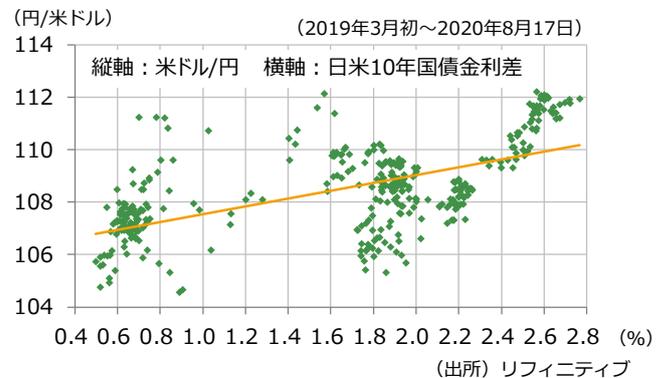
コロナ感染拡大による米ドル安が緩和

米ドルの実効為替が6~7月に下落した原因には、景気指標改善などによるリスクオンや、米実質金利低下のほかに、米国における新型コロナウイルスの感染拡大があった。だが、8月にかけて米国の感染拡大ペースは鈍化し、米ドル安圧力は緩和している。一方、欧州主要国では低水準ながらも感染拡大ペースが高まりつつあり、新型コロナの感染動向が米ドル高・ユーロ安に作用する可能性も出てきた。

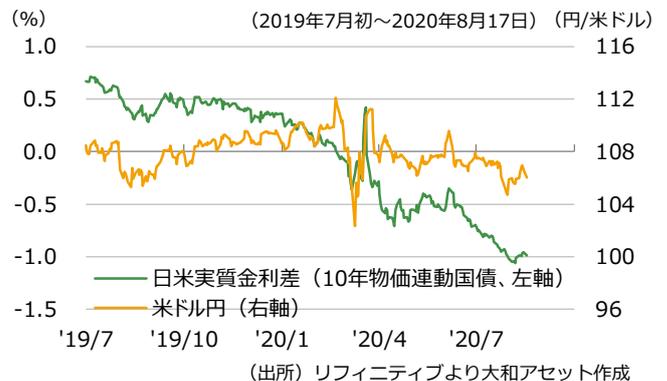
米ドル円とスワップ・スプレッド



日米名目金利差と米ドル円



日米実質金利差と米ドル円



米欧の新型コロナウイルス感染者数と為替





経済

景気は2020年後半に急回復へ

3月から実施された厳格な都市封鎖で、実質GDPは2020年4-6月期に前期比▲12.1%、年率換算で40%強もの急減に見舞われた。しかし、新型コロナウイルスの新規感染者数の減少を受け、5月以降、経済活動の再開が進んでおり、2020年後半は極めて緩和的な金融政策の継続と各国政府の大規模な財政政策の下、5,400億ユーロ規模のEUの救済パッケージも後ろ盾に、景気は急回復すると見込む。

景況感は5月から急速に改善

マークイットPMIは50をやや上回る2020年2月の水準から3、4月に急低下した後、5、6、7月は一転急上昇し、2月を上回った。相対的に落ち込みの大きかったサービス業の改善が顕著だが、製造業も2019年1月以来となる50超えを記録。実質GDPは4-6月期に急減したが、月次では4月に極端に減少したのみで、5、6月は急増し、その勢いが7月にも及んでいることがPMIの推移から窺える。

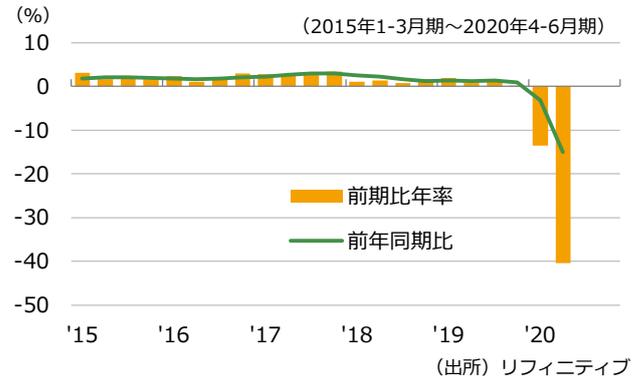
個人消費の回復は速やか

個人消費の回復は速やかで、6月実質小売売上高は、既にコロナ直前の2月を上回った。減少したのは3、4月のみで、行動制限が緩和された5月から急増している。政府の支援でワークシェアリングが進み、失業率の上昇が比較的抑えられている点も個人消費の下支え要因。鉱工業生産の回復は相対的に遅れているが、サプライチェーンの正常化に連れて、需要の増加に応じた挽回生産が期待される。

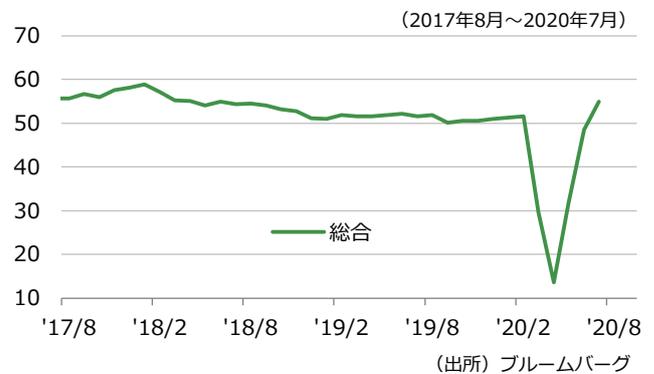
期待インフレ率の極端な下振れは解消

3月に極端に下振れた期待インフレ率は4月以降の上昇で昨年後半のレンジに復した。しかし、ECBが目標とする2%弱は大幅に下回ったまま。コアの消費者物価指数で計った現実のインフレ率も、1%を中心としたレンジに長期間留まっている。新型コロナウイルスによる需給ギャップの拡大に鑑みれば、コロナ前ですら恒常的に2%を下回っていたインフレ率が2%へ上昇する道筋は容易に描けず。

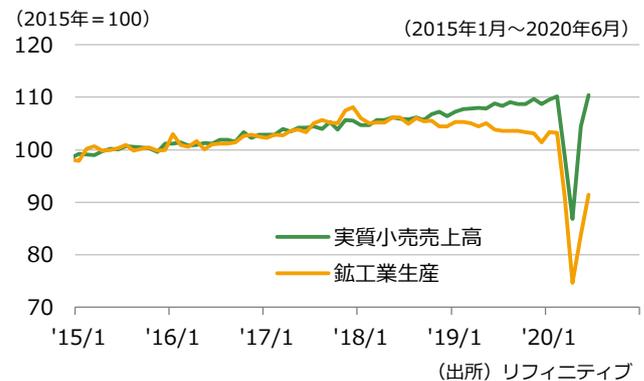
実質GDP



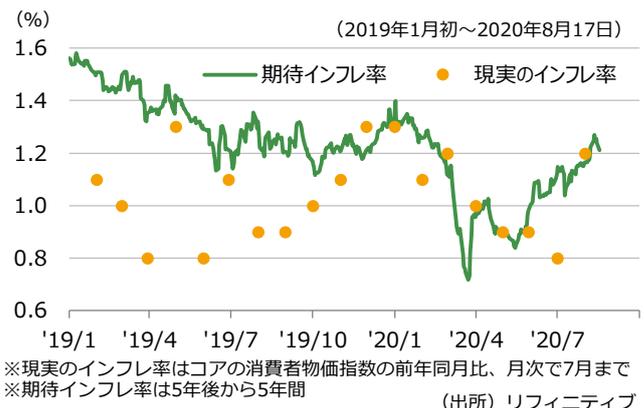
マークイットPMI



実質小売売上高と鉱工業生産



インフレ率





株式

感染第2波懸念もあり先進国株中で低調

米中関係への懸念や欧州における新型コロナウイルス感染第2波への懸念などにより株価は前回比で下落。スペインの感染再拡大などは懸念も、欧州全域で経済活動が大きく制限される状況にはないとみる。現在は新型コロナの感染を抑制出来る適切な経済活動レベルを探る段階にある。向こう1年でみれば景気は回復方向にあると考える一方、バリュエーションに割安感は乏しく中立見通しは継続する。

主要月次統計は4月をボトムに急回復

ユーロ圏の小売売上高と鉱工業生産は2020年4月をボトムに急回復も今後の月次変化幅は徐々に小さくなるが見込まれる。感染第2波懸念の一方、アクティビティに特段の減速感がない点はポジティブも、今後は新型コロナワクチンの開発動向や先進国内における新型コロナ感染状況の相対感などで欧州株式市場のセンチメントは変動しやすいと考える。

債券・金利

金融市場の安定で金融政策は現状維持

新型コロナウイルス問題に対する金融緩和として、ECBは資金供給オペと資産購入の拡大で応じ、利下げは実施していない。しかし、長期資金供給オペの適用金利の引き下げで、銀行の資金調達コストの低下に寄与している。ECBは金融市場の安定を政策効果の表れとして高く評価している上、EU復興基金も合意を得たことから、物価安定の目標の達成が覚束ない中でも、金融政策は当面現状維持を見込む。

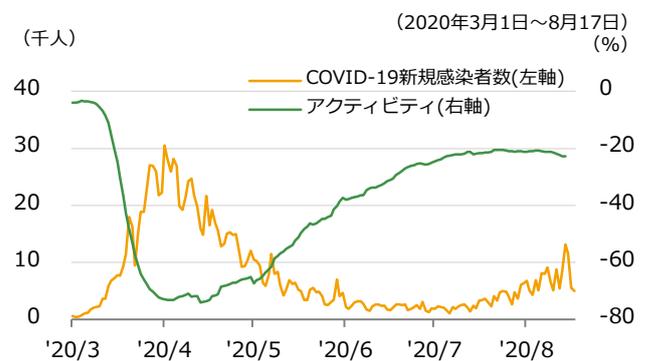
PEPPの柔軟性で周辺国に恩恵

ECBは6月に1兆3,500億ユーロに規模を拡大したPEPP（新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム）を少なくとも2021年6月まで継続し、枠を使い切る方針。市場の分断を回避するために、PEPPの柔軟性を再三強調しており、実際、ECBは基準を上回ってイタリア国債を購入している。周辺国国債利回りの対独スプレッドの縮小基調の継続を見込む。

Euro STOXX 50の推移

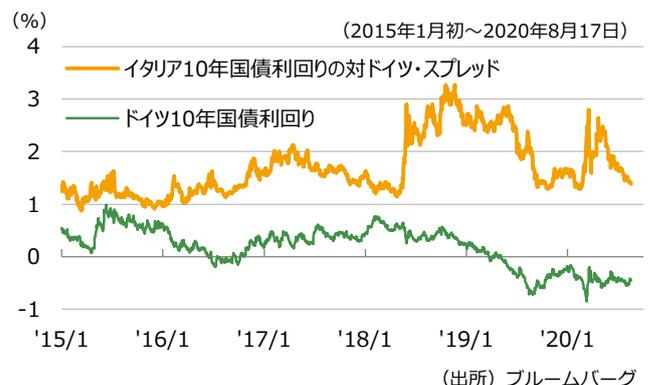


欧州主要5カ国の新規感染者数とアクティビティ動向

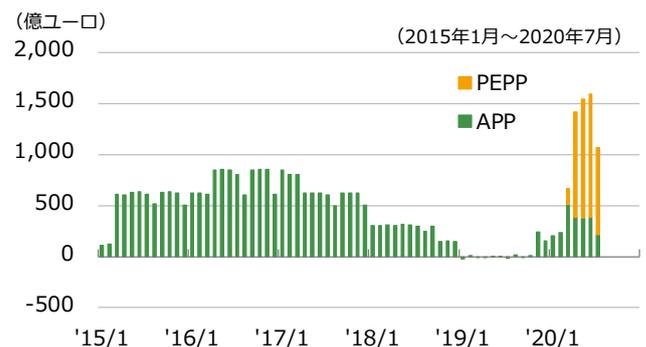


※5カ国はドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン
※アクティビティは新型コロナウイルス発生前の平均との対比で小売店・娯楽施設、公共交通機関、職場の平均値
※7日移動平均
(出所) WHO、COVID-19 Community Mobility Reportより大和アセット作成

ドイツとイタリアの長期金利



ECBの新規資産購入額



※APPは従来の、PEPPは新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム
(出所) ECB



為替

大幅に上昇してきたユーロ

新型コロナウイルスへの懸念後退によるリスクオンでユーロは対円、対米ドルで反発した。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、欧州諸国が復興基金で合意したことが大幅なユーロ高の支援材料となった。ただ、欧州での新型コロナ新規感染者数が低水準ながらも拡大しており、拡大が進むとユーロにマイナスに。ユーロ高により景気指標改善が遅れるか否かも焦点に。

最近ドイツより米国の金利が反発

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、米国や日本よりもドイツの長期金利が上昇。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。欧州で新型コロナウイルスの感染拡大が抑えられ、経済活動再開が比較的順調に進んでいること、ドイツが財政出動を積極化したことが要因だ。ただ、最近米国の長期金利反発が相対的に大きく、米ドル高に作用しつつある。

景気面からのユーロ高圧力は続くか

ユーロ圏景気指標が市場予想を上回る傾向が続き、ユーロ圏のエコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇してきた一方で、米国のESIが頭打ちとなっている。米国の景気指標が市場予想を上回る傾向が強まり、ESIがさらに大幅に上昇するとは考えにくく、景気動向からすると、ユーロ高・米ドル安に振れる余地はあるだろう。ただ、ユーロ圏のESIも頭打ちとなると、ユーロ高圧力は後退するだろう。

弱いリスクオンと欧州通貨買いを反映

米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、最近の数カ月間でユーロ買いが拡大している。これらは、市場がリスクオン傾向にあることを反映していると言える。ただ、米ドルに対して「円買い」ポジションのままで、豪ドルやポンドが明確な買いに転じていないことからすると、リスクオンは弱く、米国に比べ新型コロナ感染第2波が抑制されている欧州の通貨買いという面が大きいとも言える。

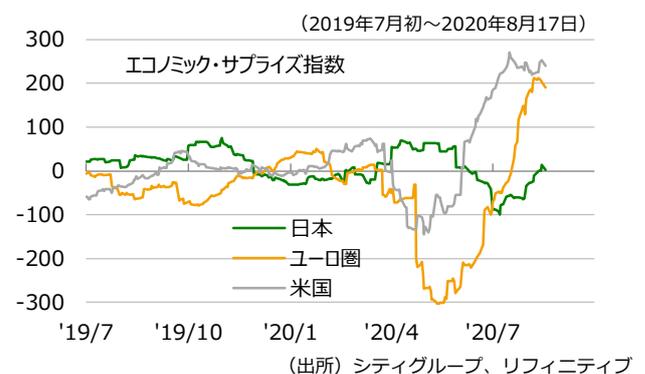
ユーロの対円相場と対米ドル相場



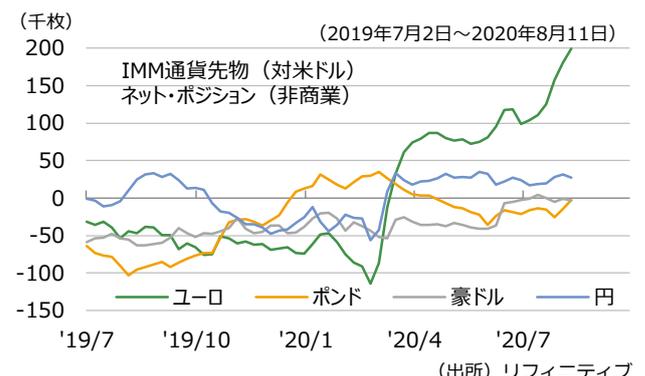
日・独・米の長期金利



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

景気は2020年後半に急回復へ

実質GDPは2020年4-6月期に前期比▲20.4%、年率換算で60%弱もの急減に見舞われた。英国では新型コロナウイルスの新規感染者数が4月中なかなか減少しなかったことが最大の要因と考えられる。その後、新規感染者数は5、6月に減少基調を辿り、7月以降は概ね低水準に留まっている。マークイットPMIも5月に反転し、6、7月は急上昇しており、景気は2020年後半に急回復すると見込む。

インフレ率の上昇基調は見通せず

インフレ率は2018年以降低下基調にある。インフレ率が上昇した2016、2017年とは異なり、原油価格の上振れや、大幅なポンド安の可能性は低く、当面は新型コロナウイルスによる需要の下方シフトで、インフレ率が上昇基調に転じる公算は小さい。EUとの通商協定締結の遅れは、景況感の悪化を通じて物価下押し要因として働くと考えられる。

為替

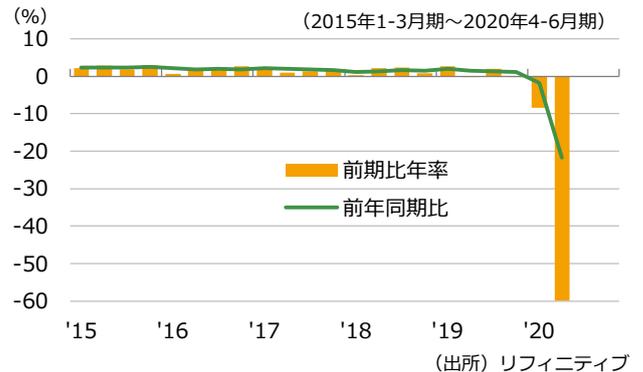
政策金利は実効下限で長期化

BOEは8月の金融政策委員会で、現在の経済状況ではマイナス金利の効果は小さいとの見解を示した。6月に規模を拡大した資産購入プログラムでは年末頃に新規購入を終える予定だが、供給過剰の削減と2%のインフレ目標の達成において大幅な進展がなされたとの明確な状況証拠があるまで金融政策を引き締める意向はないとのフォワードガイダンスの下、政策金利は0.1%の実効下限で長期化すると見込む。

英・EU交渉進展期待がポンド高要因に

英経済活動の再開でユーロ圏と同様に景気指標に改善の動きが出始めたことが、リスクオンのポンド高に作用している。また、英国は今年末までのEU離脱の移行期間を延長しないとしているが、EUとの離脱後交渉に進展の兆しが出てきたこともポンド高に作用している。ただ、英国でも新型コロナ新規感染者数が増加傾向にあり、懸念材料ではある。

実質GDP



消費者物価指数



政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

景気は回復局面に転じた公算

新型コロナウイルスによる緊急事態宣言で、実質GDPは2020年4-6月期に前期比年率▲27.8%と、急激な減少を記録した。しかし、月次の経済指標の多くが5月から改善している上、7月以降の新規感染者数の増加も経済活動を大きく抑制するには至っておらず、景気は2018年10月からの後退局面を脱し、回復局面に転じたと考える。実質GDP成長率は2020年が▲4.9%、2021年が4.2%と想定。

景気の水準感は震災直後と同程度

7月景気ウォッチャー調査では、3カ月前と比較した現状の景気の方角性についての判断を表す指数が3カ月連続で上昇し、依然50を下回るとは言え、極端な下振れからは脱した。景気の水準についての判断を表す指数も3カ月連続で上昇したが、こちらは2011年3月の東日本大震災直後と同程度に留まり、著しく低いまま。しかし、大規模な感染の再来がなければ、改善余地は大きいとも言える。

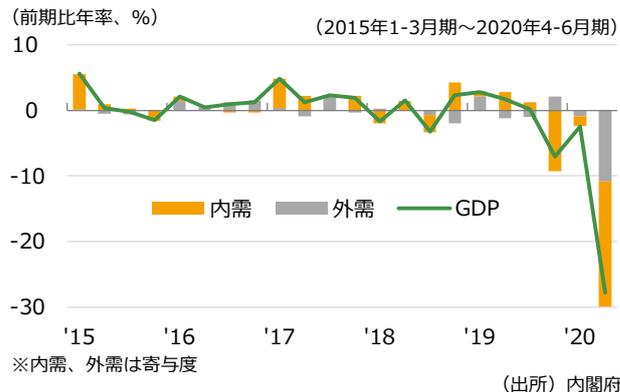
急増していた休業者数が急減

年初来上昇を続けていた失業率は2.9%、失業者数は200万人弱で頭打ちになった。新型コロナウイルス問題で急増していた休業者も、ほとんどが失業者に転じることなく、コロナ前の水準近くへ減少している。事業の継続、雇用の維持を柱とした大規模な経済対策の下、雇用調整助成金、持続化給付金、企業の資金繰り支援等が効果的に機能している証左。経済活動の再開に連れて、雇用調整は一巡を見込む。

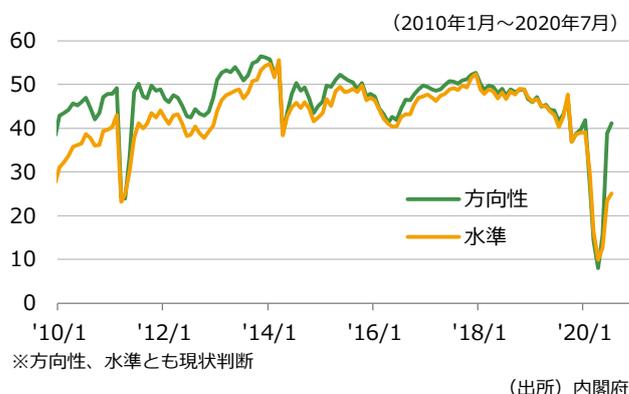
期待インフレ率は一時マイナスに

消費税率引き上げの影響を除けば、生鮮食品及びエネルギーを除く消費者物価指数で計った現実のインフレ率は1%程度が過去20年間の上限で、足元は0%台前半で推移している。期待インフレ率は景気の山と認定された2018年10月頃から下方シフトし、2019年を通じて緩やかに低下した後、新型コロナウイルス問題でマイナス圏に陥った。現在は辛うじてプラスに転じた程度で、2%にはほど遠い。

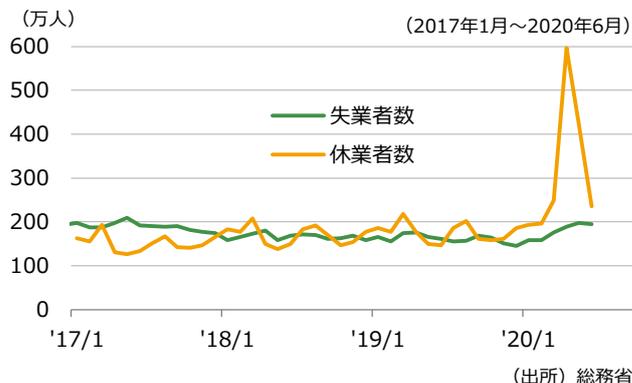
実質GDP



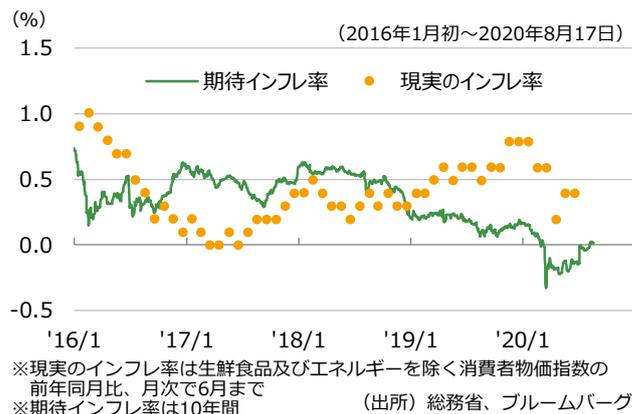
景気ウォッチャー調査



失業者数と休業者数



インフレ率





株式

底堅い株価推移が継続

国内における新型コロナウイルスの感染拡大や低調な国内企業決算がマイナス材料であった一方、米国経済の改善期待や新型コロナウイルスワクチンの開発期待が支えとなり、株価は底堅く推移。株価上昇により来期予想ベースでも株価に割安感はないものの、4-6月期が企業業績のボトムであることに変わりはなく、来期の改善期待は継続すると考えやや強気のスタンスは継続する。

割安感は乏しく追加材料待ち

株価指標に対する見方に変更はない。12カ月先予想ベースではなく、新型コロナウイルスからの回復が見込まれる2021年度の業績予想を基準とした株価形成が現在の市場目線であると考え。一方、2021年度業績予想ベースでも現在の株価に割安感はない。新型コロナウイルスへの期待の高まりなど、業績改善材料が待たれると同時に、目先は悪材料に反応しやすい状況である点には注意したい。

病床使用率の上昇は警戒

国内の新型コロナウイルスの動向は引き続き警戒。一部地方自治体が独自に緊急事態宣言を発出も、政府に特段の動きはない。しかし、病床使用率は増加基調にある。8月7日に開催された政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会では感染状況のステージ認定の指標として病床使用率が筆頭に挙げられている。入院患者数のさらなる増加は政府に追加対策を迫ることになり注意が必要と考える。

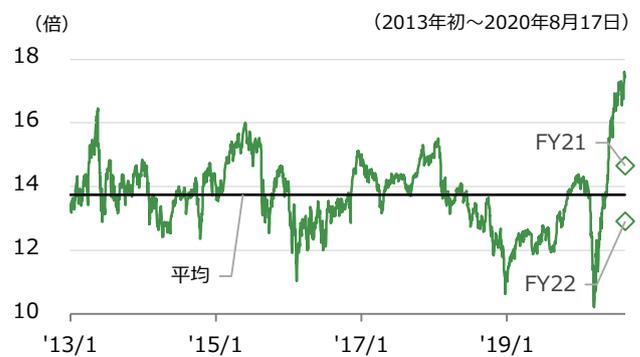
棚卸資産のコントロールはポジティブ

国内企業決算は総じて低調も、主要製造業の20.1Q末時点の棚卸資産に目立った上昇は見られず。新型コロナウイルス問題の発生により需要に大きな変動が生じたものの、企業は在庫コントロールを適切に行ったことが推測される。これにより20.2Q以降に極端な生産調整を行うリスクは小さく、売上高の回復が利益回復に素直に繋がりがやすい状況にあると見え、この点はポジティブに評価したい。

TOPIXの推移



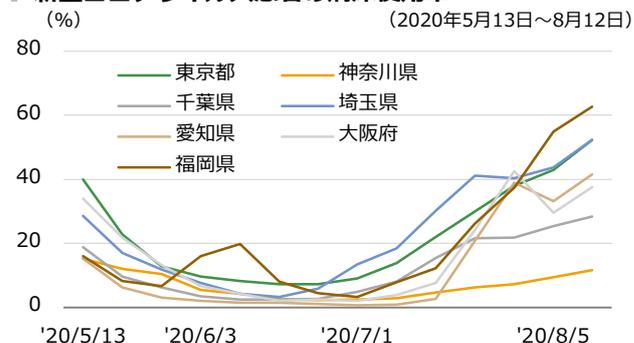
PERの推移 (TOPIX)



※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

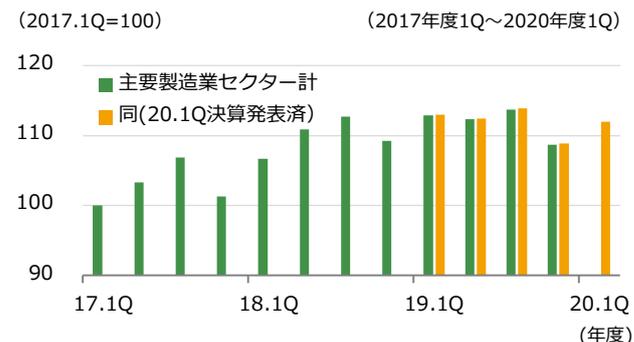
新型コロナウイルス患者の病床使用率



※入院者数に対する受入確保病床数の比率

(出所) 厚生労働省より大和アセット作成

棚卸資産の動向 (TOPIX)



※対象は化学、輸送機、機械、電機など15業種

※2020.1Q決算発表済は2020年8月17日時点

(出所) QUICK Workstation、会社資料より大和アセット作成



債券・金利

危機対応の追加緩和は一巡

新型コロナウイルス問題を受けて日銀は3～5月に金融緩和を強化したが、6、7月は金融政策を据え置いた。次回会合は9月。企業等の資金繰り支援、金融市場安定のための円・外貨供給、ETF等買入れを3本柱とした危機対応の追加緩和は一巡し、当面は感染状況と政策効果を注視する段階。多額の国債発行を実質的に消化する役割を担うことで、日銀の総資産残高の拡大が続く。

長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

日銀の展望レポートでのインフレ率の大勢見通しは2022年度でも0.5～0.8%で、物価安定の目標である2%は現実味に欠ける。量的・質的金融緩和の下、短期金利はゼロ%をやや下回って、10年国債利回りはゼロ%程度で安定的に推移しよう。超長期金利に関して、日銀は極端な低下を牽制しつつ、市場実勢を反映したある程度の上昇は容認する姿勢。

リート

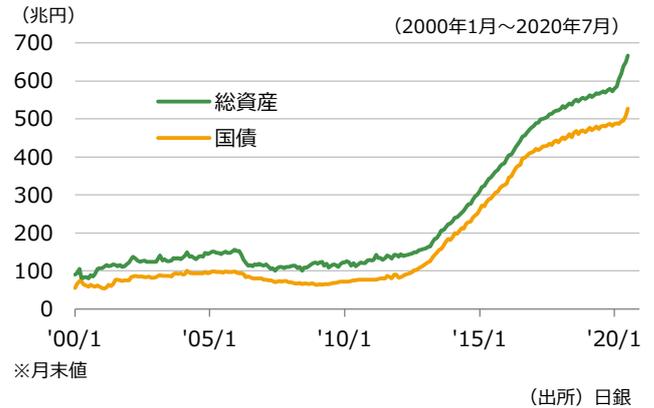
横ばい圏の推移

7月中旬以降、J-REIT市場は感染第2波への懸念と金融・経済政策への期待などから横ばい圏の推移。新築ビルへの移転に伴う二次空室やコロナ禍でテナントの成約に向けた動きが遅れたため、東京都心オフィスの空室率が上昇した。短期的には二次空室の埋め戻しの進捗、中期的な見通しを考えるうえで、国内景気、企業業績、オフィスワーカーを中心とした雇用情勢に注目している。

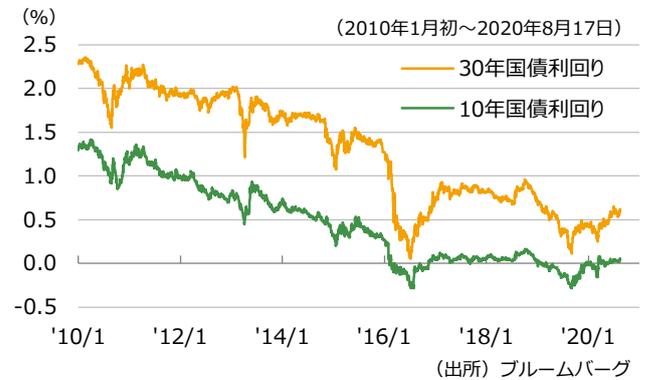
中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には、J-REIT市場固有の要因よりも感染第2波の状況や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・超長期金利



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

米ドル安緩和と円安で米ドル円が上昇

米ドルは円以外の25通貨に対し下落してきたが、8月には下げ止まりの兆しが出てきた。一方、円以外の25通貨は円に対して上昇基調を続けている。クロス円が下落していないことからわかるように、リスクオフにより米ドル安が止まったわけではない。米金利低下が止まることで米ドル安が止まったのだ。米ドル安の緩和とクロス円の上昇（円安）により、米ドル円は上昇しつつある。

米ドルにも円にも左右される米ドル円

最近では、米ドル円と「米ドル対25通貨」が順相関で、米ドル円と「25通貨対円」も順相関である。つまり、米ドル円は米ドルの強弱に左右されやすいと同時に、クロス円の強弱にも左右されやすい。米ドル（対25通貨）とクロス円が同方向に動くと、こうなりやすい。例えば、米国要因でリスクオンに傾き、米金利上昇・米ドル高が進むとともに、クロス円上昇（円安）が進んだ場合などが該当する。

米株価と米ドル為替が順相関に

リスクオンの円安、リスクオフの円高となり、米株価とクロス円（25通貨対円）は順相関であることが多い。一方、リスクオンの米ドル安、リスクオフの米ドル高となり、米株価と米ドル為替（対25通貨）は逆相関であることが多いが、最近では順相関だ。米株価とともに米金利が上昇して米ドル高になったり、米株価とともに米金利が低下して米ドル安になったりするケースが増えたからである。

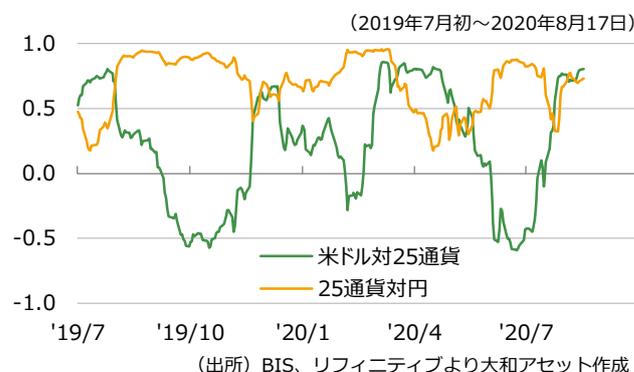
米株価・金利と米ドル円の基本関係

基本的には、米株高・金利上昇なら円安、米株高・金利低下なら米ドル安、米株安・金利上昇なら米ドル高、米株安・金利低下なら円高になりやすい。米株価と金利が同方向に動くと、円相場が米ドル円を左右しやすく、米ドル円も同方向に動きやすい。最近では株価や金利の変化幅が小さいためにそうならないが、変化幅がある程度大きくなると、こうした変動パターンになりやすいと考えられる。

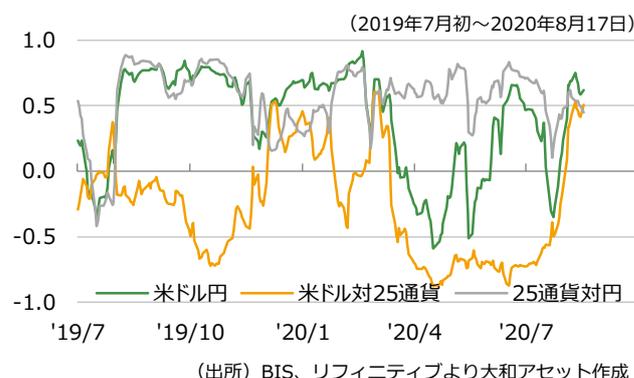
米ドル・円・他通貨の為替



米ドル円との時系列相関係数（25日間）



米S&P500株価指数との時系列相関係数（25日間）



米株価と金利による米ドル円の変動パターン

	米株高	米株安
米金利上昇	円安	米ドル高
米金利低下	米ドル安	円高

米株価と金利が同方向に動くと

- 円高・円安が米ドル円を左右しやすい
(=クロス円と米ドル円が連動しやすい)
- 米株価・金利と米ドル円が同方向に動きやすい

(出所) 大和アセット作成



経済

2020年7-9月期からプラス成長へ

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下落などにより、2020年前半は景気後退に陥った模様。しかし、5月から経済活動が徐々に再開し始める中、四半期ベースでは7-9月期からプラス成長が継続しよう。通年の成長率は、2020年が▲6.2%、2021年が+5.0%と予想する。また、実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは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

企業景況感指数は4-6月期に▲7.0と、リーマンショック時並みの水準まで悪化。しかし、マークイット製造業PMIは4月の33.0から、5月は40.6、6月は47.8、7月は52.9と着実に回復。月次ベースでは、4月が景気の底であった公算が大きい。また、これまでのところカナダでは新型コロナウイルスの感染第2波が発生しておらず、経済活動再開の動きが大幅に巻き戻される可能性は低い。

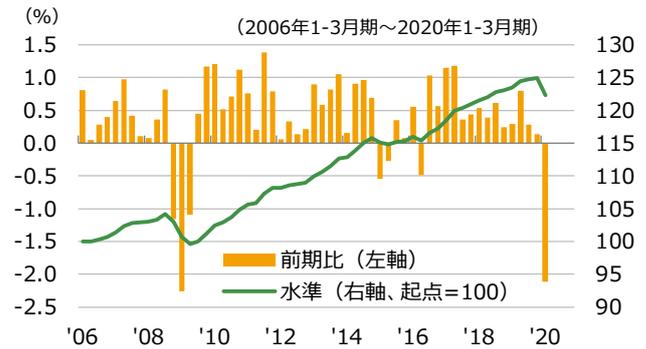
労働市場も底打ち

雇用者数は2月から4月にかけて300万人減少したが、4月から7月にかけて166万人増加し、7月の雇用者数は今年2月のピークに比べて7%減の水準まで回復。一方、総労働時間はピークからまだ11%少ない水準にあり、雇用者数の回復が示すよりも労働市場の正常化への道のりは険しいことを示唆。一時解雇者は4月の120万人から46万人まで減少しており、今後の雇用者数の回復ペースは緩やかに。

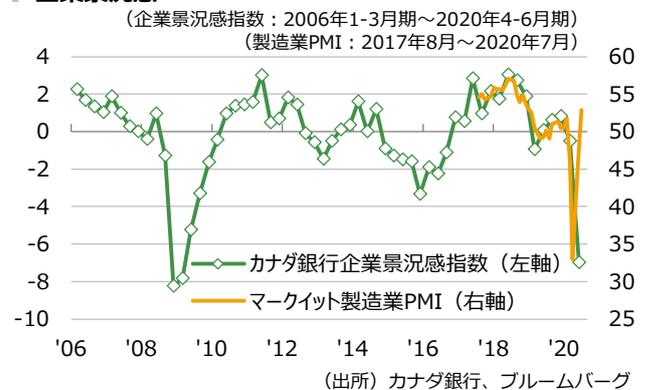
インフレ率は低迷へ

消費者物価指数は、原油価格の下落や需要の著しい落ち込みなどによって目標レンジを下振れ。時間を追ってコア指数の伸びも緩やかに鈍化。消費者物価指数は、2020年が前年比+0.6%、2021年が前年比+1.2%、2022年が前年比+1.7%、との見通しをカナダ銀行が示している通り、当面は労働市場の弛みが残った状態が続くため、2%近傍へ回帰し安定的に推移する展開は見込めず。

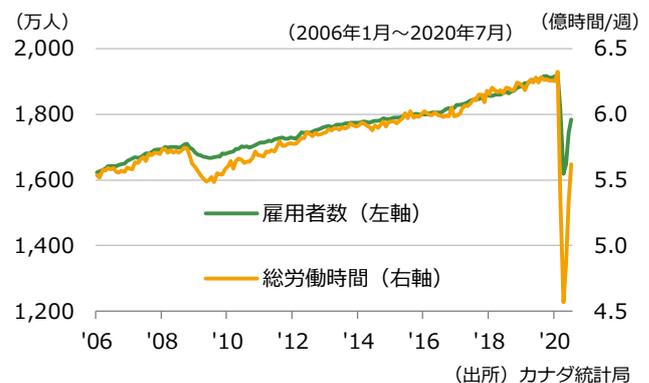
実質GDP



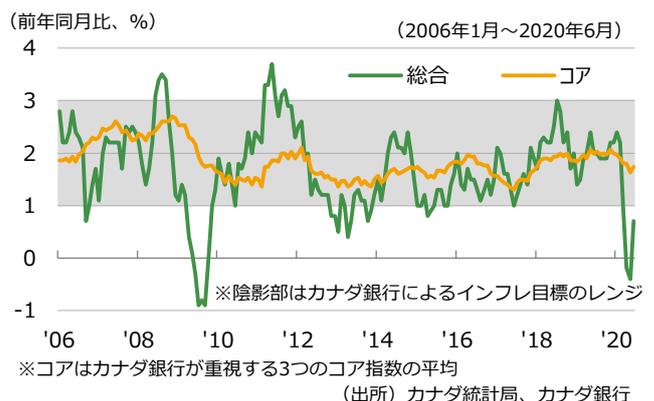
企業景況感



雇用者数と総労働時間



消費者物価指数





債券・金利

利上げは2023年以降になることを示唆

カナダ銀行は7月の金融政策会合で「2%のインフレ目標が持続的に達成されるために、経済の弛みが吸収されるまで政策金利を据え置く」とのフォワードガイダンスを導入。同行の経済見通しに照らし合わせれば、少なくとも2023年まで利上げしないことを示唆。また、QEプログラムについては、「景気回復がしっかりとした軌道に乗るまで継続する」とし、当初予定の1年間を超える可能性が高い。

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、政府による国債増発はカナダ銀行によって間接的に吸収され得る。財政悪化懸念による金利上昇は長続きせず。金融正常化への道筋が見えない中では、長期金利は1%未満での推移が継続しよう。一方、マイナス金利政策が視野に入らない中では、一段の低下余地も乏しい。

為替

足元でカナダ・ドルは堅調に推移

5月からの原油価格反発とともにカナダ・ドルも対米ドルで上昇。足元で原油価格は安定しているが、米ドル安やカナダ経済の順調な回復などを背景にカナダ・ドルは一段と上昇。ただし、当面は原油価格の大きな変動は見込まれず、米国とカナダの金融政策スタンスが似通っていることを考慮すれば、一方的なカナダ・ドル高は長続きせず、1米ドル=1.3カナダ・ドル台半ばを中心とした推移になると想定。

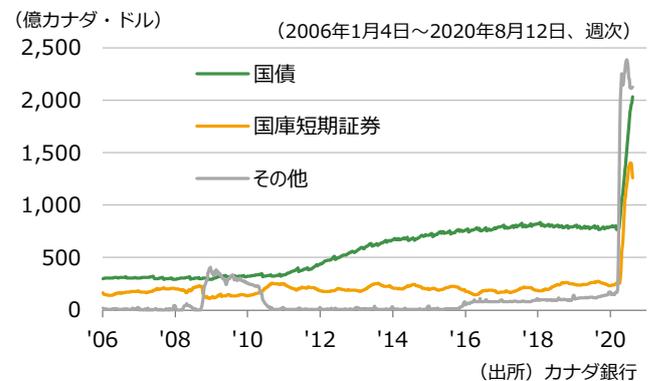
リスクバランスはおおむね均衡

カナダの長期金利は米国と比較して低いこと、経常赤字が続いていることは、カナダ・ドルの重荷となる可能性がある。一方、新型コロナウイルスが収束に向かい、世界的に景気回復期待が高まれば、米ドルよりもカナダ・ドルの方が買われやすくなるだろう。そのため、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ると考えている。

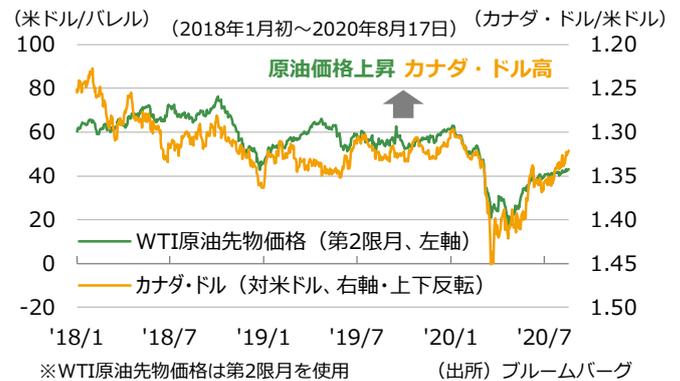
政策金利と10年国債利回り



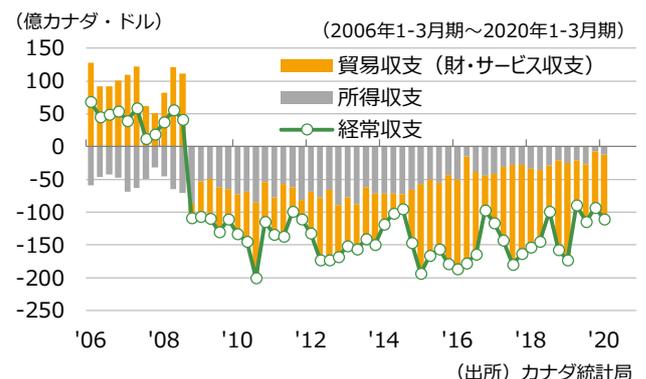
カナダ銀行の資産残高



原油価格と為替レート



経常収支





経済

国内経済の本格回復は10-12月期以降に

2020前半の経済収縮は従前の想定よりも小さくなった模様。米国やカナダに比べても落ち込みは限定的。しかし、ビクトリア州における新型コロナウイルスの感染第2波により、7-9月期の回復は緩慢に。国内経済の本格回復は10-12月期以降に後ずれ。通年の成長率は、2020年が▲3.8%、2021年が+3.2%と予想。実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは2022年前半になると見込む。

感染第2波が目先の景気回復を抑制

雇用者数は月次ベースで今年2月のピークから4月にかけて87.5万人減少したが、4月から7月にかけて34.3万人増加。しかし、週次ベースでは6月下旬で回復が止まっている。特にビクトリア州は7月下旬にかけて明確に減少し、他の州・地域も回復一服といった様相。ビクトリア州では8月2日に夜間の外出禁止令が発表されるなど対策が一段と強化されており、目先は雇用者数の回復を望めない状況。

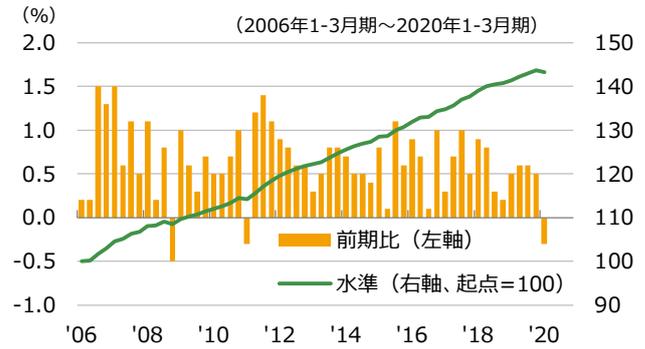
ビクトリア州の感染第2波は頭打ち

新型コロナウイルスの感染第2波は直近でピークアウト。また、州境の封鎖などにより、感染拡大をビクトリア州だけにとどめることに成功。今後も新規感染者数が順調に減少すれば、国内経済は10-12月期から回復軌道に復することが期待できる。ただし、豪州は他の先進国に比べて経済よりも感染抑制に重点を置いており、感染第3波、第4波が発生した場合の経済の下振れリスクは相対的に大きい。

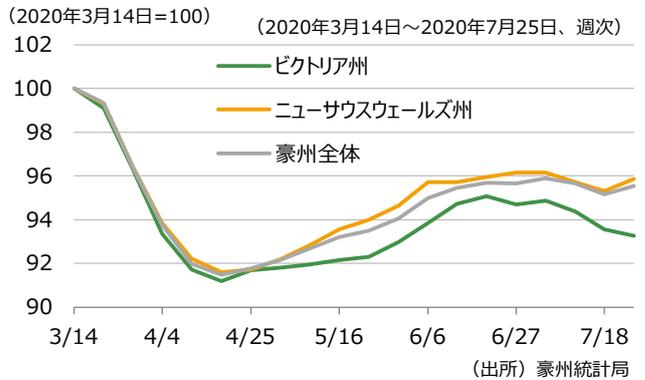
インフレ目標の達成は見通せず

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などを受け、2020年4-6月期の消費者物価指数（総合）は前年同期比でマイナスに。同問題が収束し経済が回復に向かおうとも、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。

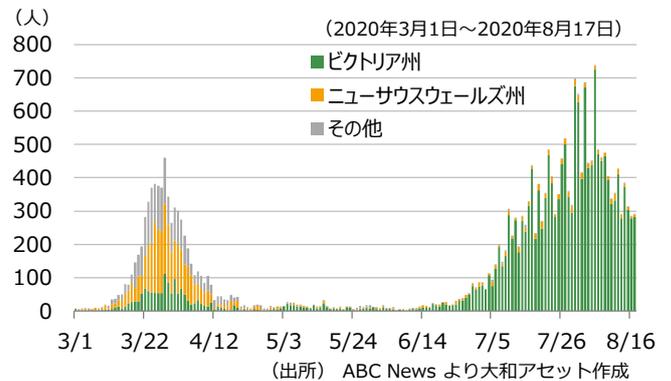
実質GDP



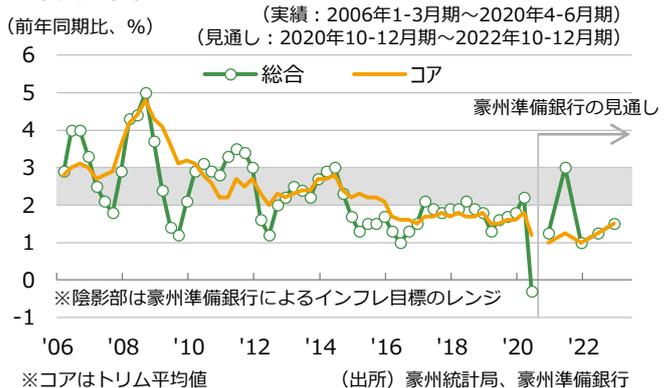
雇用者数



新型コロナウイルスの新規感染者数



消費者物価指数





債券・金利

RBAの政策は現状維持が続く

RBAは8月5日に国債の購入を再開した。ただし、これは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イールドカーブ・コントロール政策の一環であり、追加緩和ではない。ロウRBA総裁はマイナス金利政策など追加緩和には否定的な見解を示している。また、8月5日から13日に購入された国債の年限は全て4年未満であり、引き続き長期金利を押し下げようとする意図は感じられない。

長期金利は米国を上回る水準での推移

今年4月以降、他国の長期金利に比べて豪州の長期金利は堅調に推移。大量の国債を購入し続けている他の先進国の中央銀行に比べて、RBAの購入額は少なく、購入した国債の年限も短い。この金融政策スタンスの違いが長期金利の水準に影響している。豪州の長期金利は米国の長期金利よりも0.1~0.3%ポイント高い水準での推移が続くと見込む。

為替

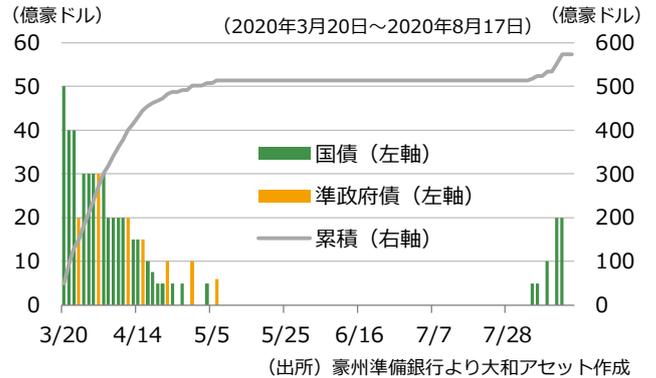
感染第2波でも豪ドルは底堅い

新型コロナウイルスの感染第2波やそれに伴う景気回復の遅れが懸念されているが、豪ドルは底堅く推移している。背景として、RBAによる追加緩和期待が乏しいことに加え、銅や鉄鉱石などの資源価格が堅調に推移してきたことが挙げられる。銅価格は直近で調整しているが、供給懸念で上昇した分の巻き戻しであり、過度に心配する必要はないだろう。引き続き、豪ドルが大きく下落する可能性は低い。

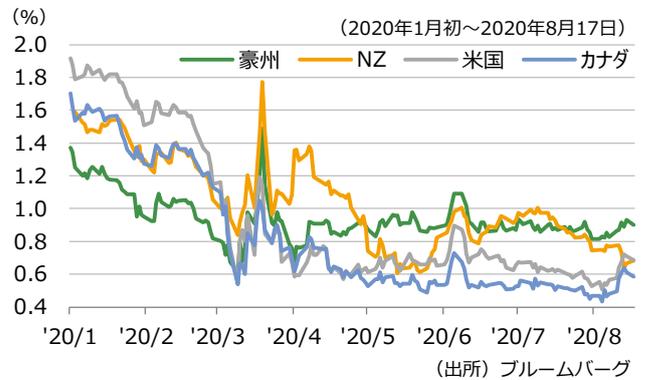
感染収束後は金利差を意識した動きに

豪州における新型コロナウイルスの感染拡大が収束すれば、景気に対する過度な懸念が後退し、豪ドル（対米ドル）は豪米金利差を意識した動きになると想定する。2018年以降は豪州よりも米国の方が長期金利が高く、豪ドル安基調が続いてきたが、コロナ後は豪州の長期金利の方が高く推移する公算が大きく、豪ドル高基調で推移すると考えている。

RBAによる国債・準政府債の購入額



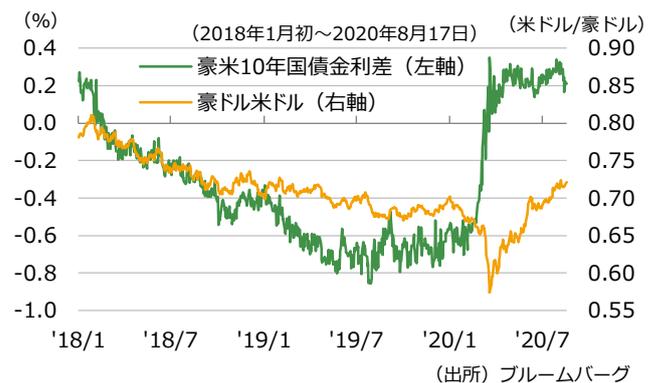
各国の10年国債利回り



銅価格と豪ドル（対米ドル）レート



豪米10年国債金利差と豪ドル（対米ドル）レート





経済

生産、投資がけん引し、「V」字回復へ

7月の経済指標は、不動産投資の前年同月比伸び率が一段と加速し、インフラ投資と自動車生産も好調に推移するなど、「V」字回復の軌道を辿っている。小売売上高は、「618」オンラインセールスの反動でプラス成長へ転じなかったものの、今後回復が加速すると予想。年後半は、緩和的な金融環境の継続を受け、実質GDP成長率は4-6月期の前年同期比3.2%増から、同5%増以上へ加速すると見込む。

雇用改善は足踏み

足元の失業率（調査ベース）は、全人代で打ち出された目標値6.0%を若干下回った水準で推移しているため、政府の追加景気対策の可能性は後退。とはいえ、雇用指数が50を下回って推移していることから、労働環境が悪化するリスクは残っており、その場面では、政府が機動的に追加の景気対策を打ち出すと予想。

株式

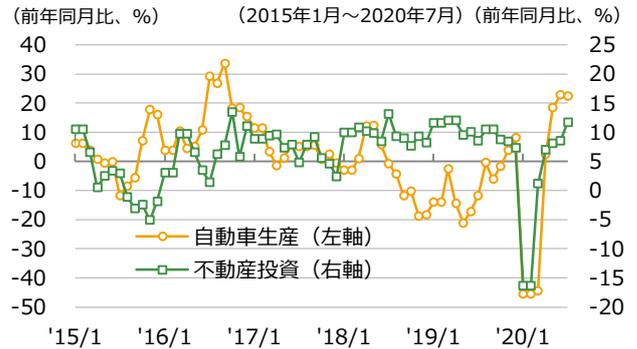
業績の上昇修正が期待される

7月上旬の急騰後、MSCIチャイナインデックスはおおむねレンジ推移。業績に関しては、2021年予想EPSが6月以降、コロナショック前（1月17日）に比べて最大約16%下方修正した水準で底堅く推移し、コロナの影響はおおむね織り込み済みと予想。順調なマクロ経済の回復を受け、2021年予想EPSが緩やかな上昇に転じることが期待される。

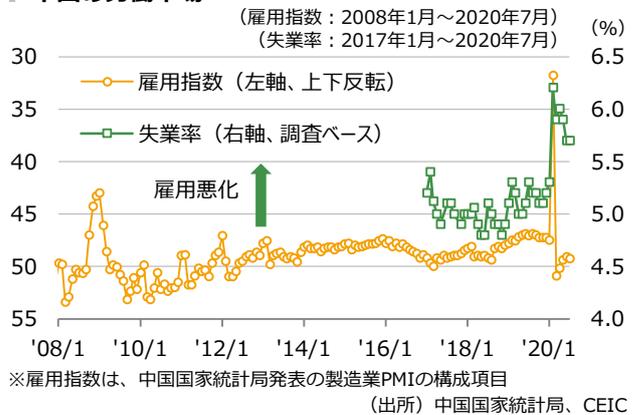
個人投資家の資金流入が続くと予想

本土株式市場は、6割以上を占める個人投資家の動向に左右されやすい。足元のA株の急騰は、政府当局が株式市場活性化のために、「緩やかなブル相場」を提唱し始めたことと観測され、個人マネーが株式市場に殺到したことが背景にある。金融環境は引き続き緩和的で、株式市場に資金が流入しやすい環境が続こう。

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



中国上海総合指数および信用取引残高の推移





債券・金利

年後半は緩和的な金融環境が続く

6月入り以降、中銀のスタンスはコロナショック後の大量流動性供給から、マイルドな流動性吸収に転じた。ただし、社会総与信の伸び率は依然として加速しており、緩和的な金融環境は変わっていない。0.10%ポイントの小刻みでの利下げ期待は幾分後退したものの、金融正常化のペースは緩やかなものに止まり、年後半は緩和的な金融環境が続くと予想。

国債金利はレンジ推移を予想

6月以降、中銀が流動性吸収に転じたことを受け、長期金利は上昇に転じた。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などもあり、海外からの資金流入が続いていることや、金融政策が引き続き緩和方向にあることで、長期金利の上昇は抑制されると予想。

為替

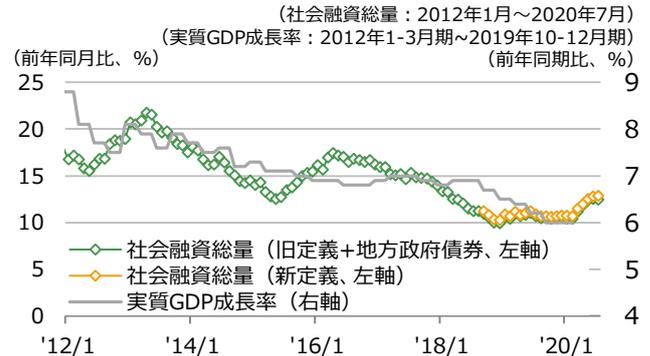
中期的には対米ドルで緩やかな上昇基調

2016年以降、当局は人民元の実効レートをレンジでコントロールする傾向がみられる。目先では、実効レートがレンジの下限近辺で推移しており、通貨安圧力があっても、当局が通貨安を容認する可能性は低い。また、中期的においても、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。

人民元国際化の加速を推進

6月以降、米国への依存を減らすために、金融当局は人民元国際化を加速する必要性を強調。今後、さらなる資本規制の緩和や、通貨信認を高めるために人民元安の懸念を打ち消す動きなどが期待されよう。中国との貿易では約2割が人民元で決済されており、中長期的に「元圏」形成や人民元需要の高まりなどが期待できよう。

社会融資総量（社会総与信、ストック）の伸び率



※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



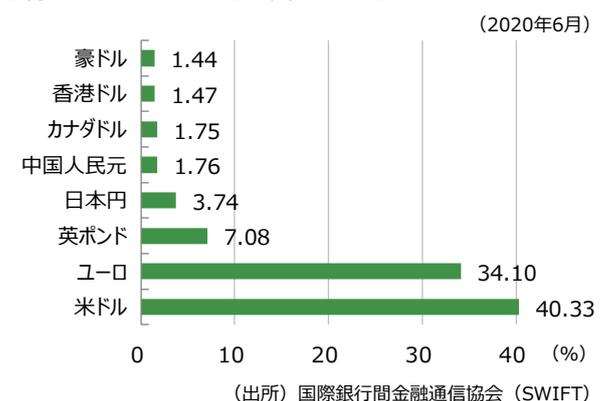
(出所) WIND、ボンドコネクト有限会社より大和アセット作成

人民元の実効レートおよび対米ドルレートの推移



※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

国際決済における中国人民元の割合





経済

2020年7-9月期以降は緩やかな回復へ

新型コロナウイルスの感染拡大に収束の目処が立たないブラジルだが、経済活動は4月をボトムに回復している。四半期ベースでは7-9月期から前期比プラス成長に。それでも、収束が見通せない中では順調な回復は期待しがたく、失われた雇用も甚大であることから、数年以内に実質GDPが過去の最高水準を回復するのは困難。通年の成長率は、2020年が▲6.3%、2021年が+3.1%と予想する。

生産活動と個人消費は底打ち

鉱工業生産は4月の前年同月比▲27.5%をボトムに6月は▲9.0%まで回復。小売売上高にいたっては、6月に前年同月比でプラスに浮上。小売売上高はペントアップ・デマンド（繰越需要）の影響も多分にあると考えられるため、割り引いて見る必要はあるが、市場が想定していたよりも4-6月期の落ち込みは厳しくないことを示した。感染拡大が続く中でも経済優先の姿勢を貫いた成果だと言える。

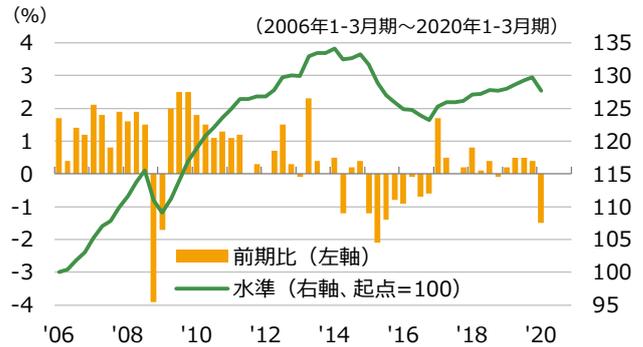
財政健全化は棚上げ

昨年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、今年の財政赤字は大幅に拡大する見込み。一度緩んだ財政規律が新型コロナウイルス問題の収束後に回復するか要注目である。また、経済省は次なる改革として税制改正に着手しており、今後の進展に期待したい。

インフレ懸念は乏しい

インフレ率はブラジル中銀の目標レンジの下限付近で推移。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。原油価格の反発により、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見込み。それでも、景気回復は緩慢で、需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続く、中銀の目標レンジを持続的に上回る可能性は低い。

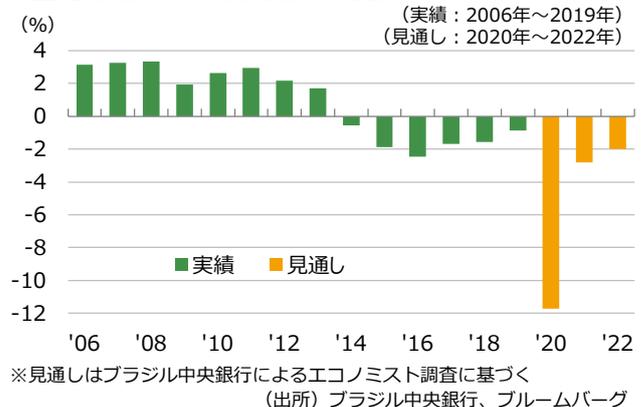
実質GDP



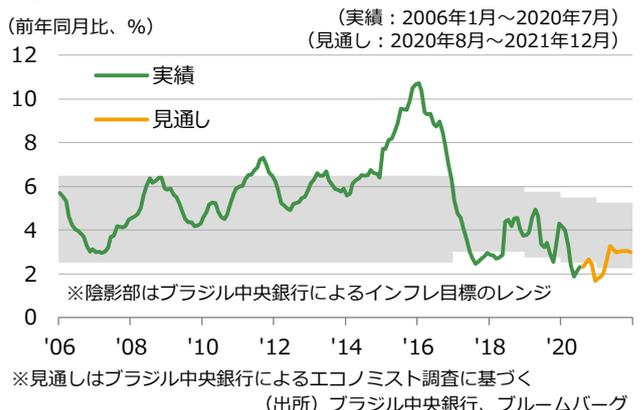
鉱工業生産と小売売上高



基礎的財政収支 (対名目GDP比)



IPCAインフレ率





債券・金利

今回の利下げサイクルは終了

8月の金融政策会合をもって今回の利下げサイクルは終了し、当面は政策金利を据え置くと見込む。ただし、ブラジル中銀は追加利下げの可能性を完全には排除しておらず、通貨安やインフレへの懸念が一段と低下すれば、0.25%ポイントの追加利下げの可能性も浮上する。それでも、来年にはインフレ率が多少加速することに伴い、小幅ながらも政策金利の引き上げに転じると想定している。

中銀の国債購入期待が金利上昇を抑制

国債利回りは、3月に長期ゾーンを中心に急上昇したが、その後は落ち着きを取り戻した。直近は利下げ打ち止め感や米長期金利の反発などを背景に、ブラジルの長期金利は上昇している。ただし、インフレ率が大幅に加速する可能性が低いことに加え、更に金利上昇が進めば中銀による国債購入への期待が高まるため、一方的な金利上昇は抑制されよう。

為替

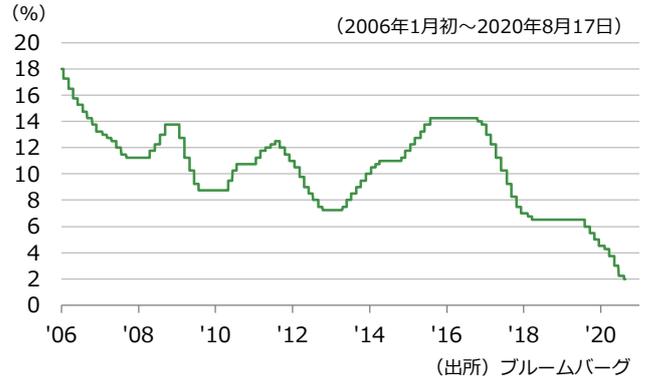
広いレンジでの横ばい推移が継続

ブラジル・レアルは、年初からほぼ一本調子で下落したが、5月半ばから反発。足元では方向感に乏しい動き。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、流出ペースが鈍化したとはいえ、流入に転じた様子もない。投資の資金フローだけでなく、経常収支の改善も寄与しているようだ。

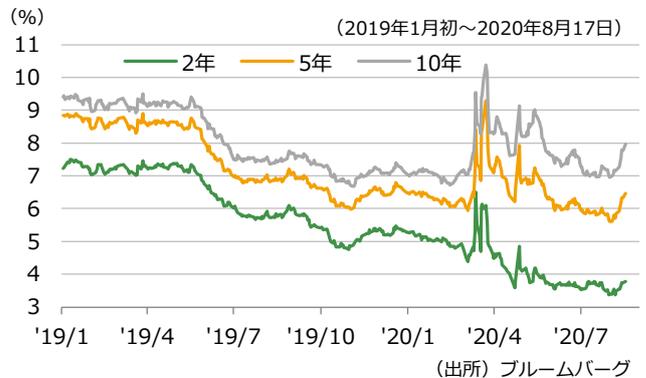
投資家心理の変化と輸出の動向を注視

ブラジル・レ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。

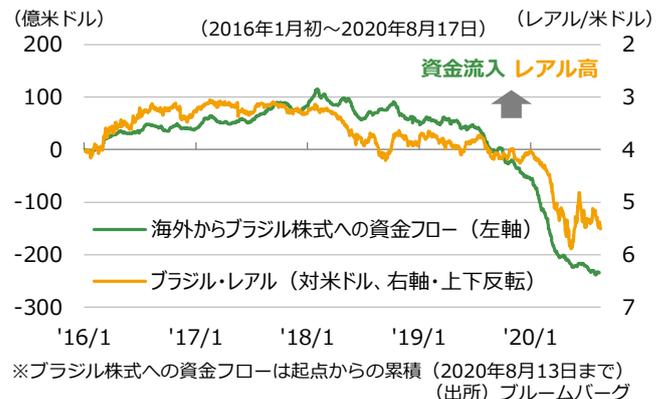
政策金利



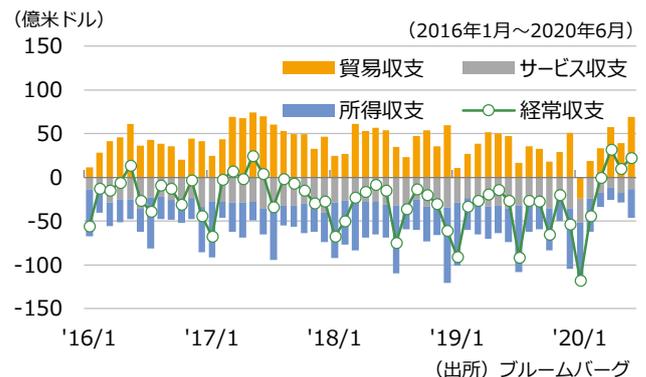
国債利回り



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

主要新興国の景気回復にばらつき

経済活動が再開される中、感染拡大が再加速した国が多く、フィリピンやインドネシアなどでは、移動制限策の延長もみられた。一本調子での景気回復は難しく、ばらつきは一層拡大しよう。ベトナム、タイ、マレーシア等一部アジア新興国が20~21年にかけて一步先に経済規模をコロナショック前の水準に戻そうが、中東やラテンは2022年以降になろう。

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、トルコを除き、ほとんどの国では物価上昇圧力は限定的。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。インド等、サプライチェーンの停滞による一部国の食品価格の上昇なども、経済活動の再開により低下に転じよう。

非伝統的な緩和も選択肢へ

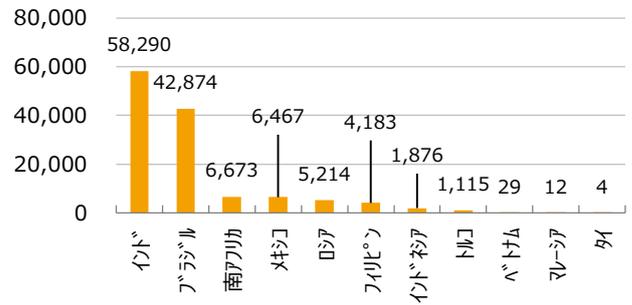
コロナショック後、大幅利下げを受け、名目の政策金利が過去最低水準に到達した国が多い。しかし、相対的に高い実質金利を有する国を中心に、利下げ余地は残っていると予想。また、多くの国で中銀が流通市場で国債を購入し、インドネシアでは発行市場で国債を引き受けたが、財政規律への懸念は高まらず、金利はおおむね低下。このため利下げの次の手としては、非伝統的な緩和も選択肢となろう。

財政規律を重視する姿勢は変わらず

感染状況や景気回復のペースにより、国によって追加の財政刺激策が発表される可能性があるが、個別国を除き、先進国に比べて規模が限定的であることは変わらず。過度な財政支出と一線を画す姿勢がみられる中で、コロナ問題を対処するための一時的な財政規律の緩和は、特に市場参加者にネガティブに取られず、新興国の財政政策の余地はやや拡大。

主要新興国の新型コロナウイルスの一日当たり感染者数

(人) (※2020年8月1日~17日の一日平均を計算)



(出所) WHOより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

(前年同月比、%)



※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、南アフリカ、マレーシアが6月、その他は7月時点。
(出所) 各種資料より大和アセット作成

主要新興国の利下げおよび非伝統的金融政策

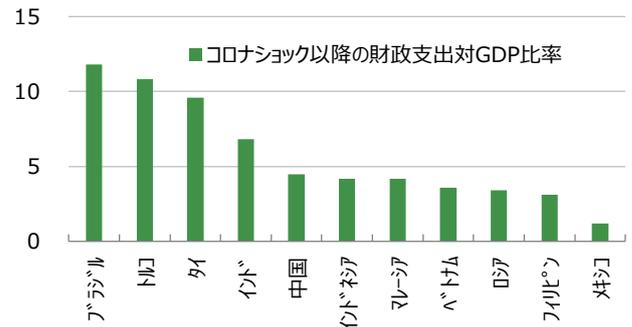
(%ポイント) (利下げ幅: 2020年1月17日~2020年8月17日) (%)



※ *は中銀が国債購入を行った国 (2020年6月のBIS Working Paper)
(出所) BIS、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

(2020年8月14日時点、%)



※GDPは2019年時点

(出所) IMFより大和アセット作成



株式

年末にかけて、上昇の地合いに

直近1カ月間は、米国の追加景気対策や急速な米ドル安など、外部環境改善を受け、アジアやトルコを除く中東・アフリカなどを中心に、新興国市場は上昇。MSCI新興国指数も昨年末の一手手前まで回復するなど、割高感は一段と強まり、目先では慎重姿勢が望ましいが、年末にかけては上昇しやすい地合いに。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るだろう。

業績回復への期待が高まる

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が、経済活動の再開を受け、「V」字回復を果たした。12カ月先EPSの底打ちも確認され、今後上昇基調をたどると見込み、年末に向けての株価上昇をけん引しよう。

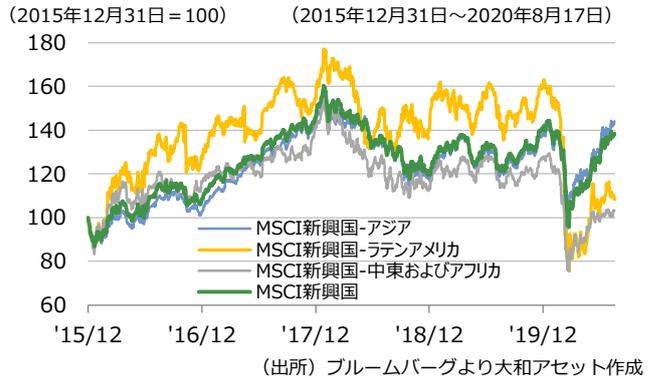
年末にかけての一段の米ドル安が支えに

4月以降のラリーには、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、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、年末にかけて、一段の米ドル安が進むと予想し、高いバリュエーションを支える要因になると見込む。

依然として選別が重要な局面にある

国の選別が重要な局面にあり、判断基準としては、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、などが重要。過去1カ月間では、近似直線の上および右上に位置する割高の国において、インドを除き下落し、左下にある割安の国では、ブラジルを除き上昇。今後も、この二つのファクターによる選別が進むと予想。

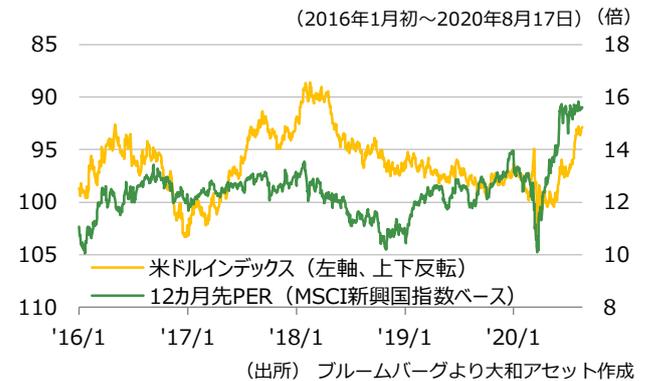
新興国の株式市場の推移



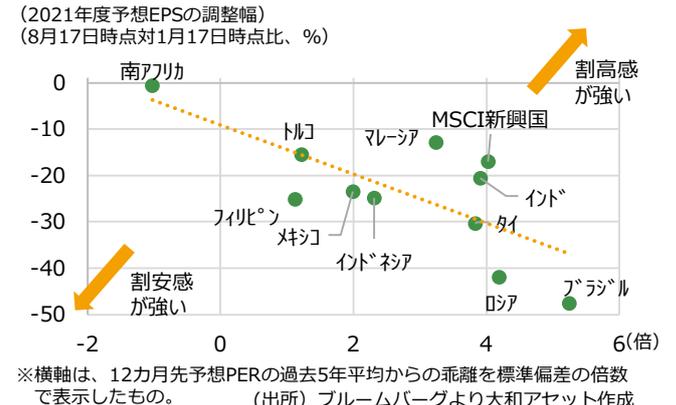
MSCI新興国インデックスのバリュエーション



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

金利は当面低位推移を継続

新型コロナウイルスによる世界的な混乱の中でも、利下げや、資金の回帰などが支えとなり、新興国ではおおむね速やかに反発。一方で、追加利下げの余地は限定的となり、先月に続き、国債の全般的な一段の金利低下は見込みにくい。一方で、一部国の実質金利が高いことや、先進国での低金利長期化が支えとなり、金利上昇も抑制されよう。

選別化では、実質金利が重要ファクター

多くの新興国では、名目の政策金利が歴史的低水準まで引き下げられたものの、実質金利を見ると、利下げ余地が残されている国がある。アジアでは、インドネシア、高金利通貨国の中では、メキシコ、ロシアなどで、利下げ、並びに国債利回りの低下余地が相対的に多く残されている。トルコ金利上昇によるドミノ効果は一部新興国に限定されよう。

リート

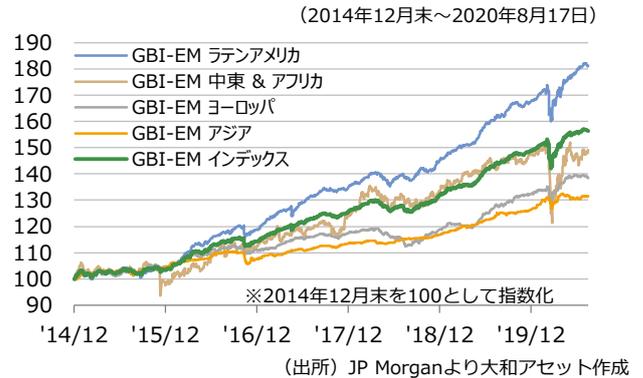
不動産市況にも徐々に影響があらわれる

オフィスの空室率上昇や商業施設の評価額下落など、新型コロナウイルスの影響が不動産市況にも徐々にあらわれてきている。国・地域により感染の状況は異なるものの、当初想定より影響が長期化している。今後はワクチン開発などの医学的解決へ注目が集まろう。

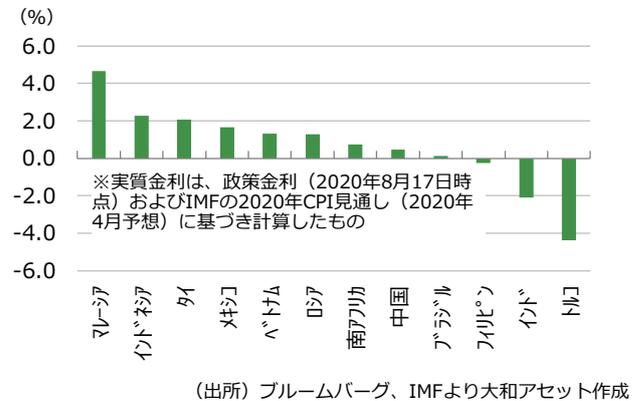
財政・金融政策による下支え継続

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。また社債の信用スプレッドも縮小が続いており、投資家のリスク選好は改善傾向継続。リートの業績は新型コロナ次第の面もあるが、各国の財政・金融政策を下支えに業績や見通しの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。

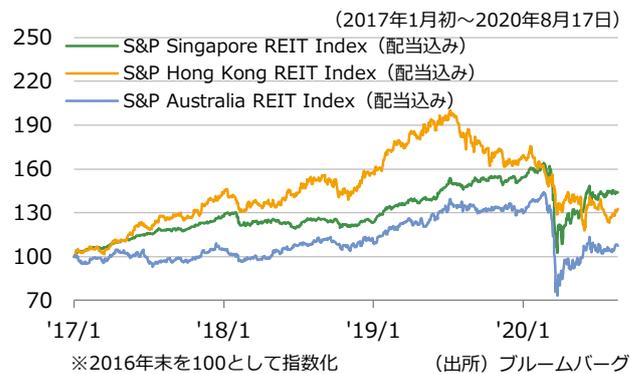
新興国の債券市場の推移



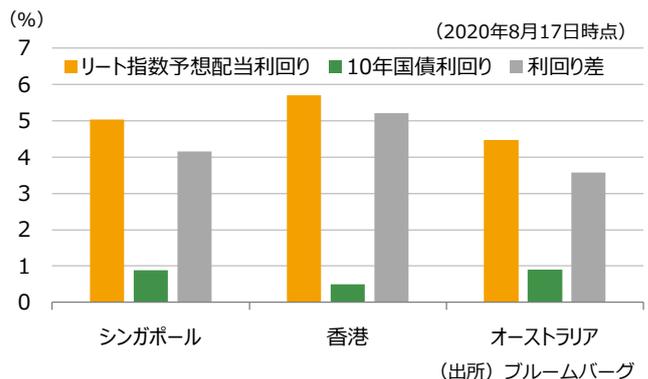
主要新興国の実質金利



アジア・オセアニアリート指数推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

目先では方向感が乏しく

アジア通貨がコロナショック前の水準近辺まで回復するなど、割安感が乏しく、直近のリスク選好の局面においても、対米ドルでの反応は鈍い。増価余地がある通貨は、依然として、実質金利が高く、回復余地が残っているメキシコやロシア等に限られよう。また、2021年入り以降は、米ドル安の一服が新興国通貨の一層の増価を阻む要因になりうる。

資金フローは、足踏み状態

世界的な金融緩和の恩恵を受け、6月以降新興国の資金フローは流入に転じたものの、7月中旬以降は、やや流出気味。個別国では、インド株、ブラジルおよびハンガリー債券市場への資金流入が目立つ。目先は、米ドル安が一服しやすいことや、インド、ブラジルなどの国において、新型コロナウイルスの感染抑制がまだ見通せないことなどから、流入の持続性には注意が必要。

トルコ通貨安の波及効果は限定的

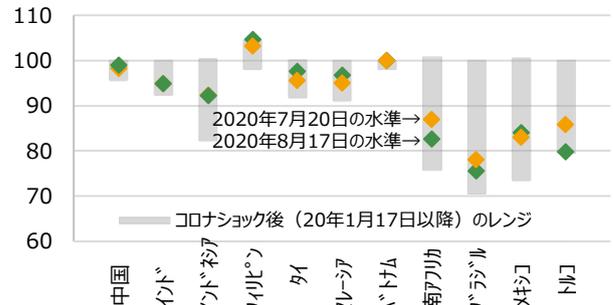
トルコショックの再来リスクは高まったものの、新興国全般への波及効果は限定的と予想。対外脆弱性や外貨準備高を見ると、トルコの状況は新興国の中で相対的に悪く、改善傾向にある新興国とは異なる風景となっている。トルコ通貨安が一層進む場合は、相関や対外脆弱性の高い南アフリカなど、一部中東・アフリカ地域の国に、警戒が必要。

トルコを除き、外貨準備は激減せず

コロナショック発生後、記録的な資金流出に見舞われたものの、トルコを除き、主要新興国の外貨準備高の激減は見られていない。輸入の減少、金価格の上昇、米ドル建て債券の発行などが寄与。トルコとは異なり、その他国においては、近年の外貨準備高の積み増し、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が進み、外部ショックへの耐性は強まったと言えよう。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

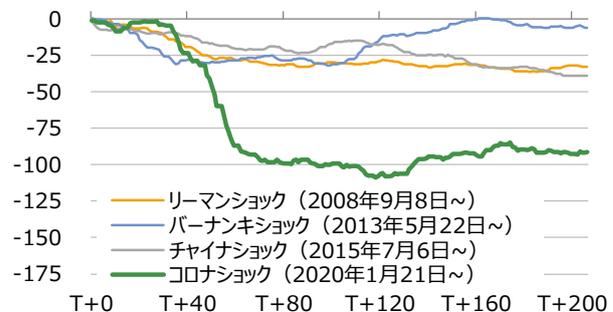
※縦軸は、2020年1月17日=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

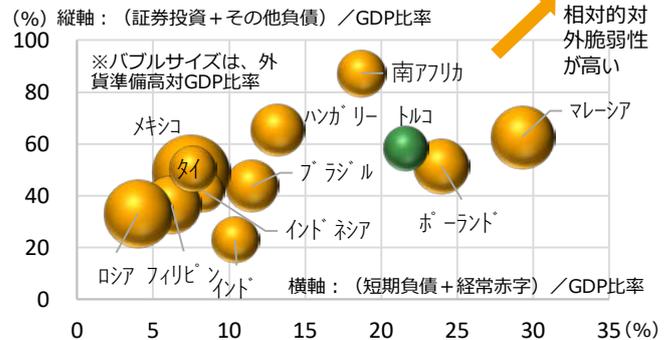
新興国の資金流出規模（株+債券）

(10億米ドル) (コロナショック: 2020年1月21日~2020年8月17日)



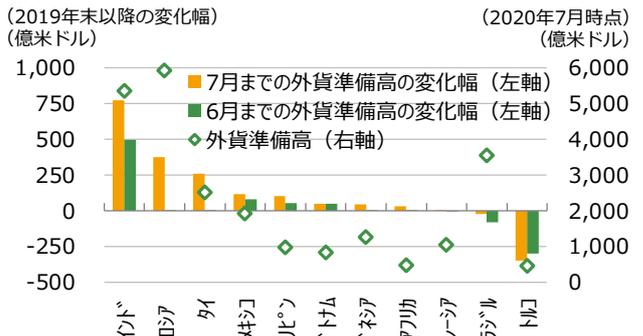
(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の相対的対外脆弱性



※証券投資は2018年時点、その他指標は2019年時点 (出所) IMF External Sector Reportより大和アセット作成

主要新興国の外貨準備高



※ベトナムの外貨準備高は、2020年6月時点 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



原油

WTIは40米ドル台前半を中心に推移

年初から激しい値動きを示したWTI原油先物価格だが、足元は40米ドル/バレル台前半を中心に安定推移。下記に述べる通り、上値を抑える要因や下値を支える要因が複数あるため、当面は明確な方向感が出づらいついて考えている。新型コロナウイルス問題の動向や米大統領選の展開によっては一時的に大きな変動が出る可能性もあるが、それでも40米ドル台前半を中心に35～50米ドルで推移すると想定。

OPECプラスと米国は現状に危機感なし

OPECプラスは、6月の会合では協調減産を強化させることで合意したが、7月の会合では6月に決定した方針を維持した。6月会合前のWTIは30米ドル台半ばで、7月会合前は40米ドル前後であったことから、OPECプラスとしては現状の価格水準に危機感を抱いていないことを示唆する。また、米国は直近でSPRを放出しており、原油価格を押し上げたいという意図は感じられない。

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。特に、WTI原油先物価格が40米ドル付近まで回復したところから、ETFは資金流出が続いている。未だに高水準の残高があるため、原油価格が上昇すればこれらの売りが進み、上値を抑える要因になるだろう。

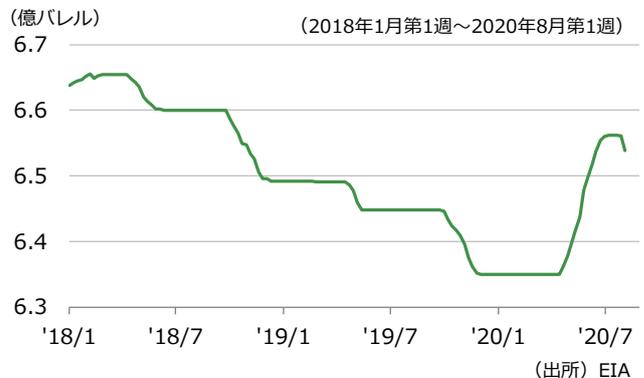
原油価格の下値を支える要因

3月から4月にかけて原油価格が急落した局面では、米国の産油量が緩やかに減少する一方で、ガソリンなどの需要が急激に落ち込んだことが、需給を著しく緩ませた。しかし足元では、産油量の減少も進展し、ガソリン需要は例年に近い水準まで回復。ジェット燃料需要の回復はまだ目処が立たないが、ガソリン需要が再び下振れる可能性が低いいため、需要主導で再び需給が著しく緩む展開は想定しがたい。

WTI原油先物価格



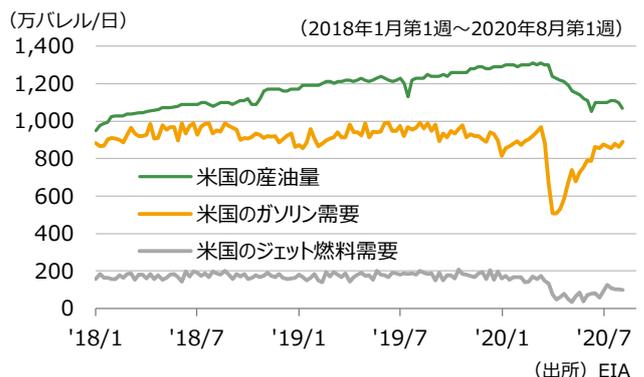
米国のSPR (戦略石油備蓄)



日米の原油ETFの時価総額



米国の産油量とガソリン・ジェット燃料需要





金

米実質金利との連動性を逸脱

金価格は米国の実質金利との連動性が高い。しかし、7月半ば以降の金価格の上昇は実質金利との連動性を逸脱した動きとなり、実質金利が反転すると金価格はスピード調整を強いられた。来年にかけては旺盛な投資需要を背景に金価格が上昇する展開を想定しているが、過熱感のあった相場が一巡したことや新型コロナウイルスのワクチンへの期待、トルコ中銀の金売却などが目先の上値を抑えると予想。

需要に占めるETFの存在感が増す

世界における金への需要のうち、新型コロナウイルス問題を受けて宝飾品など実需が著しく減少。その傍らで、金ETFへの資金流入が増加したことが金価格を押し上げた。また、採掘・リサイクル活動が停滞したことによる供給不安も支えとなった。安定した実需の買い主体の存在感が薄まっており、これまで以上にボラティリティが高まる恐れがある。ETFへの資金流入が相場の動向を左右する。

政府債務の裏に民間の貯蓄

各国政府は新型コロナウイルス問題の対応として巨額の財政支出を行っているが、資金を必要としている企業・家計にのみ支給することは難しい。どうしても、資金繰りに余裕のある所にお金が行き渡ることになり、一部は投資に回る。一般に株式市場が実体経済に対して割高だとの指摘が多く、国債利回りが歴史的な低水準で推移している中、金への投資需要が高まっていると考えられる。

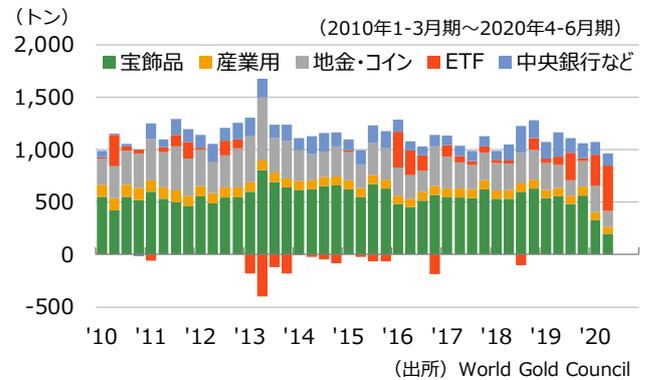
目先はトルコ中銀の動きに注目

目先はトルコ中銀の動きが警戒される。トルコは外国人観光客数の激減により、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割程度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



金価格と米国の家計貯蓄



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
大規模な感染の再来	中	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数が一段と増加。政府の経済対策でも十分には抗しきれず、世界的に不況の長期化を免れず。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。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一段の下落圧力に晒される。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。一時的な感染再拡大ではなく、来年以降の経済活動水準の回復に疑念が持たれる状況となれば株式市場のセンチメントは大きく低下しよう。
米中対立の激化	中	中	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・投資の経済分野に限らず、軍事、留学、娯楽文化などにも拡大。保護主義の強まりが景気回復を阻害するだけでなく、世界の分断で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。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。中長期的には、中国では供給網の中国離れが進み、長期的に発展途上国の罨に落ち込む可能性がある。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。為替は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、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。バイデン前副大統領が当選した場合、分配重視の政策に傾斜しがち。大統領府、議会上院、下院を全て同一政党が制しなければ、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。株式市場はバイデン大統領の誕生をある程度織り込み済。新型コロナウイルス問題を受けて、まずは経済対策優先を想定し株式市場は悲観視していないものの、政策の優先順位として増税が全面に出てくれば株式市場はネガティブに反応しよう。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			
		8/17	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-2.00	-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	-0.50
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	0.00	-0.75	-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	2.00%	-0.25	-4.00	-7.25
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%	0.00	-1.40	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	4.00%	0.00	-1.75	-0.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.50%	-0.50	-3.50	-2.50
ロシア	1週間物入札レボ金利	4.25%	-0.25	-3.00	-4.75
トルコ	1週間物レボ金利	8.25%	0.00	-11.50	0.25

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		8/17	1か月	1年	3年
米国		0.69%	0.06	-0.87	-1.50
ドイツ		-0.45%	0.00	0.23	-0.88
日本		0.05%	0.02	0.28	-0.01
カナダ		0.59%	0.06	-0.57	-1.26
豪州		0.90%	0.03	0.02	-1.74
中国		2.95%	-0.01	-0.07	-0.67
ブラジル		7.96%	0.99	0.54	-3.39
英国		0.22%	0.05	-0.25	-0.87
インド		5.95%	0.15	-0.59	-0.58
インドネシア		6.77%	-0.29	-0.65	-0.13
メキシコ		5.75%	-0.04	-1.22	-1.11
ロシア		6.39%	0.42	-1.02	-1.41
トルコ		14.36%	1.72	-0.67	3.78

株価指数		直近値 期間別変化率			
		8/17	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	27,845	4.4%	7.6%	28.0%
	S&P500	3,382	4.9%	17.1%	39.2%
ユーロ圏	STOXX 50	3,306	-1.8%	-0.7%	-4.5%
日本	日経平均株価	23,097	1.8%	13.1%	17.2%
	TOPIX	1,610	2.3%	8.4%	-0.3%
中国	MSCI中国	97.24	3.4%	31.0%	21.6%
インド	MSCIインド	1,328	4.5%	5.7%	13.1%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,043	4.7%	-14.3%	-13.2%
ベトナム	ベトナムVN指数	850	-2.5%	-13.3%	10.8%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		8/17	1か月	1年	3年
米ドル		106.00	-1.0%	-0.4%	-3.3%
ユーロ		125.83	2.9%	6.7%	-2.0%
カナダ・ドル		80.21	1.8%	0.1%	-7.2%
豪ドル		76.48	2.1%	6.0%	-11.5%
人民元		15.29	0.0%	1.2%	-6.7%
ブラジル・リアル		19.24	-3.2%	-27.6%	-44.3%
英ポンド		138.91	3.3%	7.4%	-1.5%
インド・ルピー		1.42	-0.8%	-5.3%	-17.1%
インドネシア・ルピア		0.71	-1.5%	-4.4%	-12.9%
フィリピン・ペソ		2.19	1.0%	7.9%	2.1%
ベトナム・ドン		0.46	-0.9%	-0.1%	-5.1%
メキシコ・ペソ		4.78	0.6%	-11.8%	-22.2%
ロシア・ルーブル		1.44	-3.4%	-10.1%	-22.3%
トルコ・リラ		14.33	-8.1%	-24.8%	-53.8%

リート		直近値 期間別変化率			
		8/17	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	17,220	5.3%	-11.8%	5.5%
日本	東証REIT指数	1,689	1.6%	-18.7%	-0.1%

商品		直近値 期間別変化率			
		8/17	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	42.89	5.7%	-21.8%	-8.9%
金	COMEX金先物価格	1,985	9.7%	31.2%	54.3%

※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8月17日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

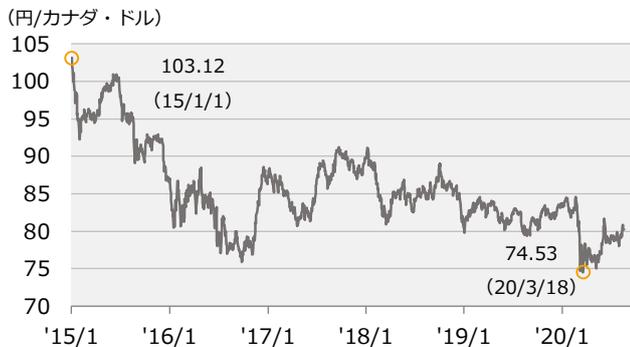
米ドル



ユーロ



カナダ・ドル



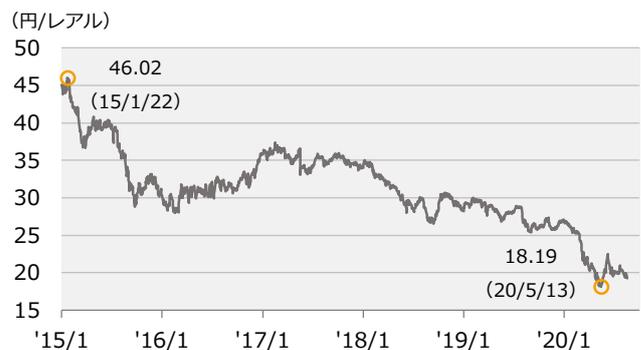
豪ドル



中国人民幣



ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2020年8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	1.3	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 緩和的な金融政策は実質的に強化されるが、緊急対応の貸出・信用緩和の制度は2021年に漸次巻き戻し 	<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	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） 	
	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"> ●ニュージーランド総選挙（17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"> ●ブラジル地方選挙（15日） ●G20首脳会談（リヤド、21-22日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（ベトナム） ●OPEC総会（30日）
	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"> ●OPECプラス会合（1日） ●中国中央経済工作会議（月内）
2021年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（20-21日） ●通常国会召集（月内） 	<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） ●FOMC（26-27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"> ●日銀金融政策決定会合（18-19日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（11日） ●FOMC（16-17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"> ●日銀金融政策決定会合（26-27日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●英国地方選挙（7日） ●ECB理事会（22日） ●FOMC（27-28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"> ●日銀金融政策決定会合（17-18日） ●通常国会会期末（月内） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） 	
	7月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●東京五輪（23日-8月8日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC（27-28日） ●連邦政府債務上限対応期限（31日） 	
	8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、CDC：米国疾病予防管理センター、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8月17日)
(発行日：2020年8月21日)