



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 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

足もとは調整局面も、上値余地は大きい

- この1カ月での最大のサプライズは米雇用統計。今回の新型コロナショック後の景気回復局面では、予想以上に早いペースで雇用市場（景気）が回復している。
- 足もとでは、市場が好材料を一旦織り込み尽くした状態にあると考えられる。もっとも、景気そのものは上振れ余地が大きく、新型コロナウイルス収束後は大規模な金融・財政政策が景気の押し上げ要因として働くことから、より長めのスパンでは株式市場には上値余地があるとみる。

 <p>米国</p>	<p>経 … 感染抑制と経済活動とが程よく両立し、緩和的な金融環境の下で景気は急回復。</p> <p>株 … 株価調整後も割高感が残るものの、重要イベントを控え、中立に引き上げ。</p> <p>債 … 平均インフレ目標の導入で金融緩和は長期化、資産購入で長期金利の上昇も抑制。</p> <p>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。</p> <p>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>
 <p>ユーロ圏</p>	<p>経 … 感染抑制と経済活動のバランスを取りつつ、政策対応の後押しで景気は急回復。</p> <p>株 … 英国の合意無きEU離脱懸念が再び上昇も影響は限定的と判断。中立継続。</p> <p>債 … 緩和的な金融環境が継続も、財政負担の増大でドイツの長期金利は周辺国に比して上昇。</p> <p>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>
 <p>日本</p>	<p>経 … 大規模な経済対策で雇用調整の程度は限られ、景気は年後半以降堅調に推移。</p> <p>株 … 相対的な割高感の乏しさに加え、国内の総選挙観測はポジティブイベントと評価。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>為 … 世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。</p>

表の見方

…経済	…リート
…株式	…為替
…債券・金利	



- 経 … 7-9月期の急速な回復の後も強力な財政・金融政策の下で前期比プラス成長が継続。
- 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波が足元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 … 先進国内での相対的な長期金利の高さや経常黒字の継続が追い風。



- 経 … 消費が新たなけん引役となり、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 … 輸出主導の発展モデルの転換、購買力の向上のために、緩やかな人民元高が容認される。



- 経 … 新型ウイルス問題は最悪期を脱するも、経済活動の再開は不均一かつ緩慢。
- 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

OCT. 2020



今月の一枚

クリムトゥ山 (インドネシア)

三つの異なる色の火口湖を持つ火山。それぞれ、老人の霊の行く湖、若い男女の霊の行く湖、罪人の霊の行く湖といわれる。湖の色は日々刻々と変化している。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

予想以上に早い景気回復

この1カ月での最大のサプライズは米雇用統計。新型コロナ禍によって米失業率は4月に戦後最悪の14.7%まで上昇したが、8月には8.4%へ回復した。これは、6月FOMC時点での、FOMC参加者の2020年末の失業率予想9.3%を大きく下回る。今回の新型コロナショック後の景気回復局面では、予想以上に早いペースで雇用市場（景気）が回復している。

良いニュースは悪いニュースにもなる

もっとも、予想以上に早い景気回復は、金融市場にとって良いことばかりではない。それによって、追加的な財政・金融政策が小規模化、あるいはその機運が後退してしまうためだ。つまり「良いニュースは悪いニュース」にもなり得る。大局的には、新型コロナウイルスの感染抑制と、経済活動の回復（政策対応を含む）のバランスを取る過程にある。

金融市場

FRBは金融政策の枠組みを修正

FRBは金融政策の枠組みの見直しを完了し、「長期目標と金融政策戦略に関する声明」を大幅に修正。ポイントは3点。①雇用の最大化を追求する、②インフレの上振れを容認する、③「過度なインフレ」か「金融安定性への懸念」がない限り、利上げに転換しない。これにより、現行のゼロ金利政策の長期化が見込まれ、市場もそれを織り込んでいる。

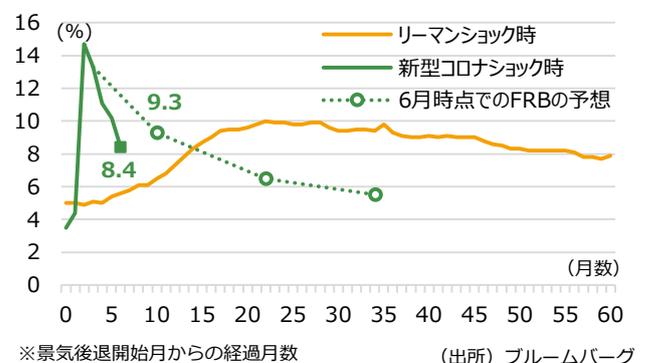
より長めのスパンでは上値余地あり

足もとで世界の株式市場が調整傾向にあるのは、市場が好材料を一旦織り込み尽くした状態にあるためだと考えられる。もっとも、景気そのものは上振れ余地が大きく、繰越需要、挽回生産の増大が見込まれること、新型コロナウイルス収束後は大規模な金融・財政政策が景気の押し上げ要因として働くことから、より長めのスパンでは株式市場には上値余地があるとみる。

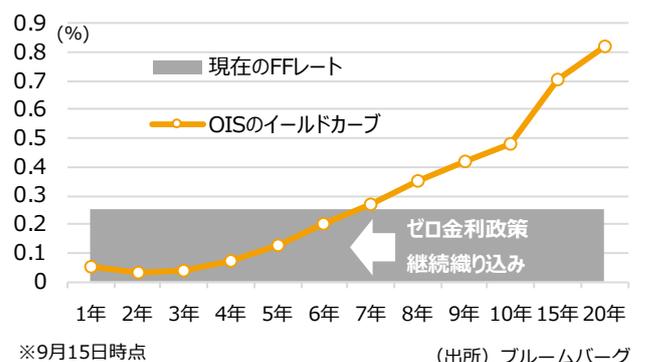
世界株式



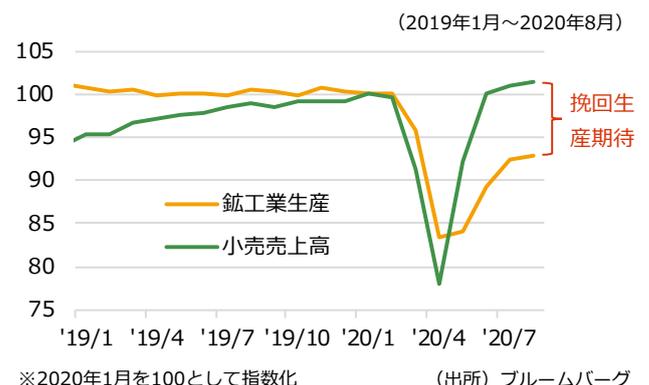
米国の失業率の推移



米国のイールドカーブ (OIS)



米国の鉱工業生産と小売売上高



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				感染抑制と経済活動とが程よく両立し、緩和的な金融環境の下で景気は急回復。 感染抑制と経済活動のバランスを取りつつ、政策対応の後押しで景気は急回復。 大規模な経済対策で雇用調整の程度は限られ、景気は年後半以降堅調に推移。 7-9月期の急速な回復の後も強力な財政・金融政策の下で前期比プラス成長が継続。 感染第2波が足元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。 消費が新たなけん引役となり、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は最悪期を脱するも、経済活動の再開は不均一かつ緩慢。
	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				株価調整後も割高感に残るものの、重要イベントを控え、中立に引き上げ。 英国の合意無きEU離脱懸念が再び上昇も影響は限定的と判断。中立継続。 相対的な割高感の乏しさに加え、国内の総選挙観測はポジティブイベントと評価。 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、割高感も強く、目先では慎重姿勢が必要。 オムニバス法案が近いうちに議会を通過する期待は高く、上昇余地あり。 感染抑制が景気回復のペースを遅らせるリスクが高く、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				平均インフレ目標の導入で金融緩和は長期化、資産購入で長期金利の上昇も抑制。 緩和的な金融環境が継続も、財政負担の増大で長期金利は周辺国に比して上昇。 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。 物価上昇が追加利下げの障害となり、目先は慎重姿勢が必要。 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				原油在庫の減少基調は変わらず、大幅下落のリスクは限定的。 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力がユーロを支える。 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。 先進国内での相対的な長期金利の高さや経常黒字の継続が追い風。 輸出主導の発展モデルの転換で、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。 景気回復への期待は相対的に小さいが、実質金利の高さが通貨を下支え。 政治リスクはあるが、当局の外貨売り・ルーブル買い介入や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	-3.6	5.8	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	-5.7	4.9	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	-5.7	3.4	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	23,500	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%	-0.7%	4.3%		-12.2%	-1.4%	2.3%	2.6%
日本	1,494	1,721	1,650	1,780	中国人民元	15.97円	15.60円	16.0円	16.6円
TOPIX	-17.8%	15.2%	-4.1%	7.9%		-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	1,850
東証REIT指数	6.7%	20.9%	-18.4%	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 (%)
 *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

… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

早見表 その他の国々 - 予想値

	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	-11.0	7.8	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.3	0.3
インド*	6.1	4.2	-7.8	9.8	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	-2.7	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		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	6,600	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オンス)	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

実質GDPの水準は来年央にコロナ直前へ

3月後半から始まった都市封鎖は多くの州で5月から段階的に解除されたが、4月の経済活動の落ち込みが極端で、実質GDPは2020年4-6月期に前期比年率▲31.7%と、大幅なマイナスを記録した。しかし、月次では5月以降の経済活動の回復は急で、実質GDPは7-9月期に前期比年率30%の大幅増を見込む。その後も順調に回復し、実質GDPの水準は2021年4-6月期にコロナ直前に復すると想定する。

感染抑制と経済活動の両立

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも4月に急低下したが、8月までに50台後半へ急上昇している。新型コロナウイルスの新規感染者数は6月半ば以降再び増加したが、新規死者数の増加は限定的で、経済活動の回復基調を妨げることはなかった。新規感染者数も8月からは一貫して減少しており、感染抑制と経済活動とが程よく両立している。ISM入荷遅延指数からは、供給制約の緩和の動きも窺える。

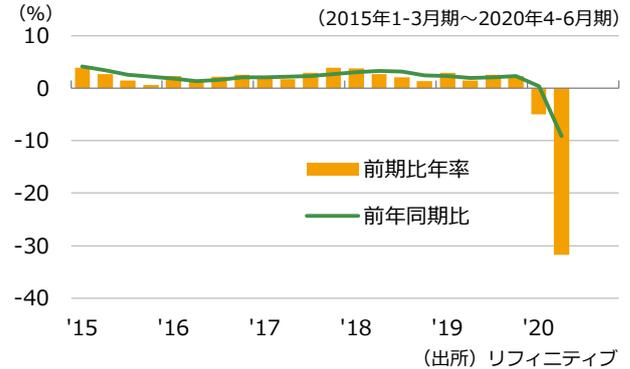
雇用情勢の急速な改善

失業率は4月の14.7%から低下し、8月は8.4%へ達した。6月FOMCの見通しは10-12月平均で9.3%であったが、既にその水準を大きく下回っている。給与保護プログラムの効果がほぼ消失したと考えられる8月も失業率が顕著に低下したことは、経済活動の再開に連れて、雇用情勢の改善が円滑に進むことを物語る。バブル崩壊とは異なり、経済の不均衡の調整に長い時間を要するわけではない。

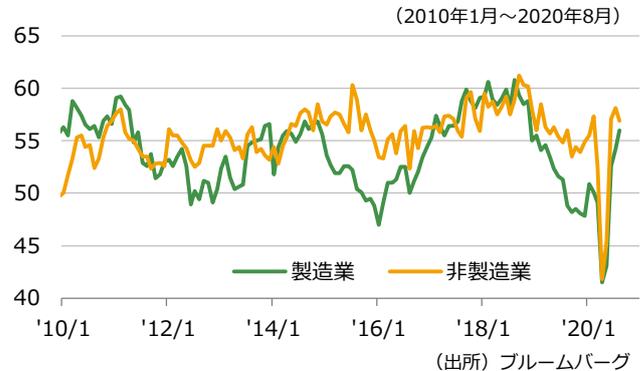
住宅市場は中長期的にも堅調

住宅市場の回復も早い。住宅着工件数は4月に年率93万戸へ急減したが、7月には同150万戸へ急増した。販売件数は新築、中古とも既にコロナ前を上回っている。住宅ローン金利の低下、在宅勤務の普及に伴う郊外の住宅需要の高まりだけでなく、リーマンショック後に抑制された潜在需要が大きいと考えられることや、販売在庫の少なさからも、住宅着工件数は中長期的にも堅調に推移する可能性が高い。

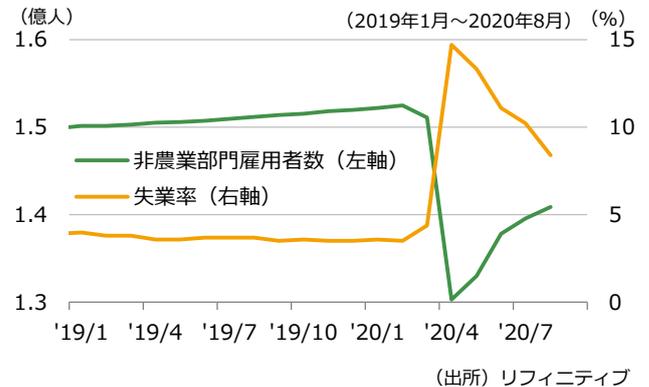
実質GDP



ISM景況感指数



雇用者数と失業率



住宅着工件数と住宅ローン金利





株式

重要イベントを控え評価を引き上げ

米国株の見直しをやや弱気から中立に引き上げる。S&P500は直近高値から5%強下落も、バリュエーションの割高感解消には至っていない。引き続き、米国株は不安定な動きになると考える。一方、目先は市場への影響が大きいイベントが数多くある。米国大統領選の討論会や新型コロナウイルスワクチンの開発動向次第では市場センチメントが変化し、短期上値追いの可能性もあると考える。

バリュエーションの割高感はまだ残る

バリュエーションの評価は先月から変更はない。12カ月先予想EPSを基準としたPERは20倍をやや上回る水準と割高感否めない。右図の通り、PER20倍超の株価水準は向こう1年間で株価が下落するリスクも意識する必要がある。このため、現在の株価はセンチメントの変化で上下に動きやすい不安定な状況にあり、市場に影響の大きいイベントの動向は丹念にウォッチしたい。

年内に重要イベントが控える

向こう数カ月間の主なイベントは右図の通り。特に9月29日予定の大統領候補の第1回討論会と新型コロナウイルスワクチンの動向がポイントとなる。大統領候補者討論会では、現在優勢である民主党のバイデン氏の対応力に注目。同氏が高齢であることを不安視する声も一部で聞かれ、討論会を経て支持動向に変化が起きないか、バイデン大統領誕生を見越したポジションの解消が生じないかは注視したい。

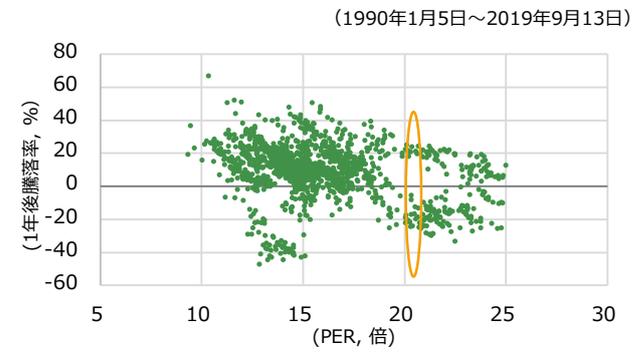
治験入り候補は徐々に増加へ

新型コロナウイルスワクチンは一部候補のフェーズ3の結果の一部が2020年10-12月期に公表される見込み。内容次第で2021年以降の米国経済や企業業績見通しが上方修正される余地は十分にある。なお、ワクチン開発は右図の通り、治験入りする候補が徐々に増えている。仮に先行する候補が良好な結果とならなくとも、ワクチン開発期待は消失せず実用化の時間軸修正が行われることになると考える。

S&P500の推移



PERと1年後騰落率 (S&P500)



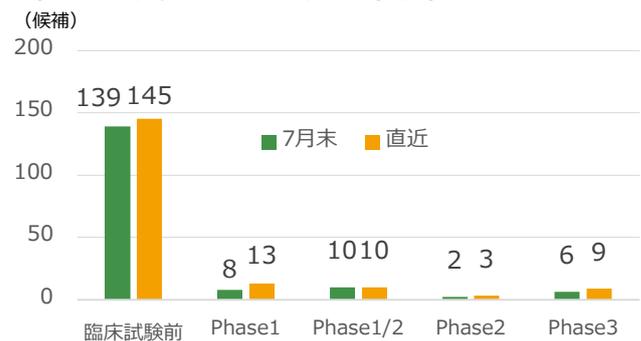
※1年後騰落率は52週後、PERは12カ月先予想EPSベース
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

米国株式市場に関する今後の主なイベント

2020年9月	29日	大統領候補討論会 (第1回)
	月内	失業給付の上乗せ給付の財源枯渇の可能性
2020年10月	6日	香港人権法に基づく2次制裁対象企業となる金融機関の議会報告期限
	7日	副大統領候補討論会
	15日	大統領候補討論会 (第2回)
	15-16日	EU首脳会議
	22日	大統領候補討論会 (第3回)
2020年11月	3日	大統領選挙・議会選挙投票日
	4-5日	FOMC
2020年12月	15-16日	FOMC
〔2020年10-12月頃〕		新型コロナワクチンの治験結果の公表 (モデルナ、ファイザー、アストラゼネカなど)

(出所) 各種資料より大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチンの開発状況





債券・金利

平均インフレ目標で金融緩和は長期化

9月FOMCを待たずして、金融政策の枠組みが修正された。利下げ余地が限られるなか、二つの責務に関して、最大雇用からの下振れを専ら問題視し、物価安定のために期待インフレ率を2%に定着させるべく平均インフレ目標を導入した。2010年以降コアのインフレ率は2%がほぼ上限になっているが、2%を平均とする新たな枠組みの下では、従来に比して金融緩和が長期化する可能性が高い。

長期金利はレンジ推移

9月FOMCでは、2023年に失業率が4%へ低下し、インフレ率が2%に達しても、現行のゼロ金利政策を継続するとの見通しが示された。平均インフレ目標と整合的なフォワード・ガイダンスの修正と合わせて、緩和的な金融環境の醸成が目的として追加された資産購入により、経済活動が急回復する中でも長期金利は0.5~0.8%程度のレンジ推移を見込む。

リート

新型コロナウイルスの影響は継続

米国では8月以降、新型コロナウイルスの新規感染者が減少傾向となったが、依然高水準の新規感染が発生しているということもあり、オフィスへの復帰やホテルの利用などは低調なままである。大都市近郊の郊外住宅が人気を集めるなど新しい需要も一部では見られるが、不動産市況全体が本格的に回復するには、ワクチン開発などの医学的な解決が必要になるだろう。

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比較的低位で推移しており、堅調な株式市場が示すように投資家のリスク選好は強い。リートの業績の本格回復には新型コロナの医学的な解決が必要になるだろうが、将来の業績回復を織り込むかたちでバリュエーションは上昇しやすい局面が続くと考える。

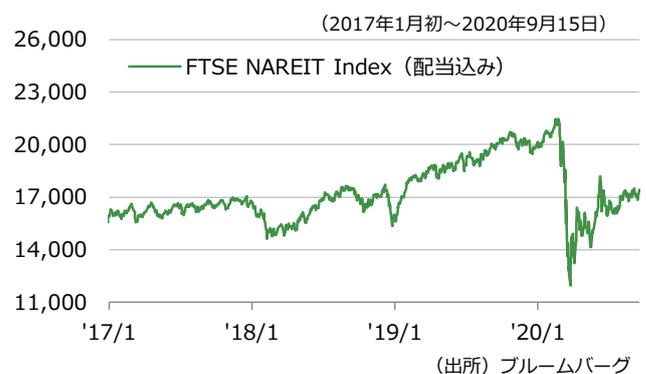
個人消費支出デフレーター



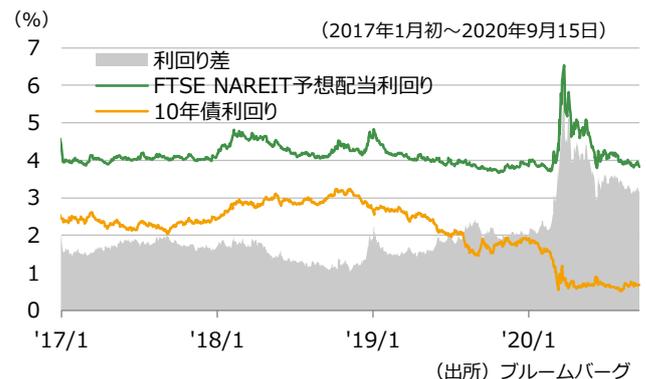
政策金利と長期金利



FTSE NAREIT Index推移



予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

米大統領選挙前後の米ドル円

米大統領選挙年の米ドル円を平均化すると、選挙前の8~10月には下落傾向となる。選挙結果と次期政権の政策が不透明なことが原因か。2020年の米ドル円も7月末に下落した後は、106円前後で低迷している。ただ、過去の平均では選挙後の11~12月には上昇傾向となる。今年の場合、新型コロナの感染抑制が条件とはなるが、選挙後は不透明感解消により米ドル円が上昇する可能性があるだろう。

日米金利差に比べ上昇鈍い米ドル円

米長期金利が8月に反発し、日米10年国債金利差は0.5%近辺から0.7%近辺へと拡大した。それに伴い、米ドル円も反発したが、金利差拡大の動きに比べると、米ドル円の上昇は鈍い。8月の市場は株高などリスクオン傾向となり、円安と米ドル安に傾いたため、米ドル円を押し下げたとは考えにくい。米国の実質金利低下などが米ドル安に働き、米ドル円を押し下げる要因になったと考えられる。

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、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、最近市場予想を上回る景気指標改善や、金融緩和期待の落ち着きを背景に、実質金利が下げ止まっている。米実質金利低下による米ドル安圧力が緩和することで、日米金利差やリスク許容度に応じて米ドル円が変化しやすくなる可能性がある。

コロナ感染鈍化で米ドル安圧力が後退

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、7月下旬をピークに米国の感染拡大ペースは鈍化し、米ドル安圧力は明確に後退している。一方、欧州主要国では感染拡大ペースが高まり続けており、新型コロナの感染動向が米ドル高・ユーロ安に作用しやすくなっている。

米大統領選挙年の米ドル円



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

感染第2波も景気回復を妨げず

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▲11.8%、年率換算で40%弱の急減に陥ったが、経済活動の再開に連れて、年後半は景気の急回復を見込む。新型コロナウイルスの新規感染者数が7月以降再び増加し、感染第2波の様相を呈しているが、新規死者数はほとんど増加しておらず、深刻度は3、4月とは異なる。行動制限は局所的に留まり、景気回復を妨げず。

企業景況感は中立水準を上回る

マークイットPMIは3、4月に急低下したが、5月からの急上昇で、製造業、サービス業とも7月には2018年終盤以来の高水準へ達した。恐らくは感染第2波を主因に8月はやや低下したが、製造業、サービス業とも50を上回っており、景気回復が途切れたとの示唆はなく、感染抑制と経済活動を両立させる過程での一事象であろう。大規模な金融・財政政策が景気押し上げに効果的に働いている。

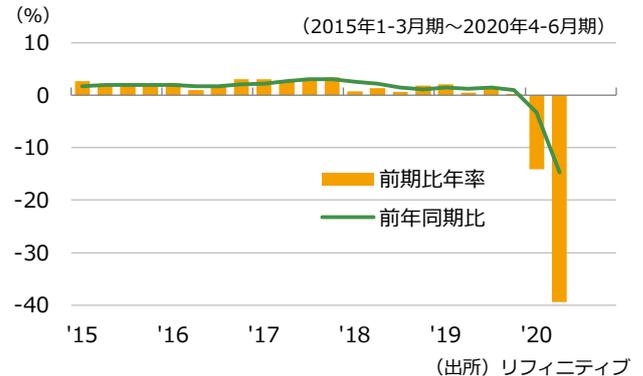
失業率の上昇抑制で個人消費は急回復

新型コロナウイルスに係る不確実性が大きいことやサプライチェーンの制約で、企業の生産・設備投資の回復は相対的に遅れているが、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。7月はやや減少したが、5、6月の急増からすれば、その程度はごく僅か。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ことが個人消費の急回復の一因。

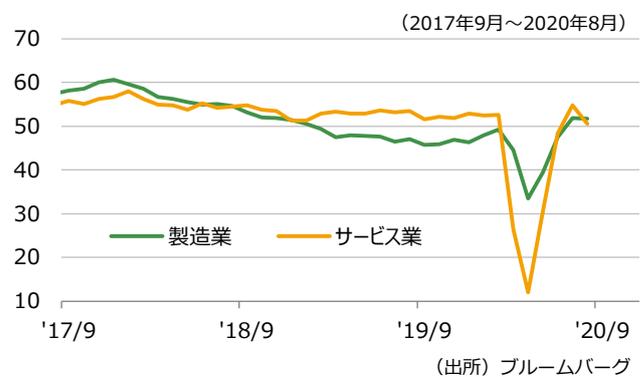
物価上昇圧力の基調的な弱まり

8月消費者物価指数はコアで前年同月比0.4%と、ユーロ圏足来最低の伸びを記録した。特殊要因を割り引く必要はあるが、サービス価格の伸びが今年に入り一貫して鈍化しているなど、物価上昇圧力の基調的な弱まりが窺える。期待インフレ率の極端な下振れは解消されたが、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。

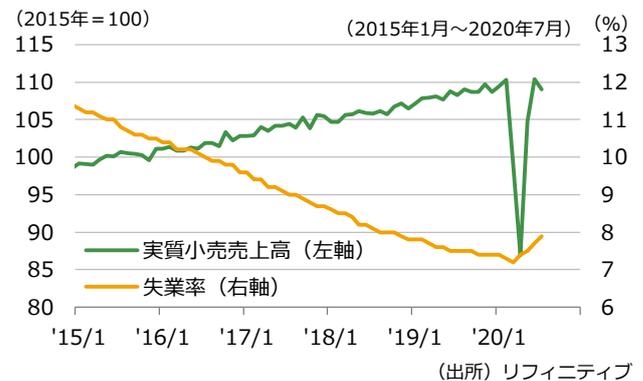
実質GDP



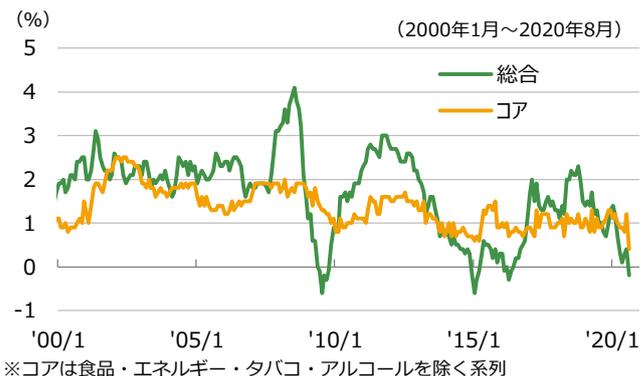
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

不透明感は上昇も中立スタンスは維持

欧州株の見通しは中立を継続する。前回比でみると米国株が調整する中でも底堅く推移し、先進国株におけるパフォーマンスは中位。一部国における新型コロナウイルスの新規感染者数再拡大は懸念材料も死亡者数は抑制出来ており、大規模な経済活動の抑制には至らないと考える。英国のEU離脱の不透明感高まりもあるものの、株式市場のトレンドを決定的に変化させる材料にはならないと予想する。

英国のEU離脱リスクは相対的に軽微

英国がFTAを締結しないままEU離脱を行った場合、通関業務の一時的な混乱や関税率の上昇等が懸念される。英国を中心に欧州内需への懸念が一部で生じる可能性があり、株式市場がこの点をネガティブ視するリスクはある。しかし、金融政策や新型コロナウイルスの動向と比べてば市場への影響は小さく、仮に調整が生じても一時的なものに留まろう。

債券・金利

ECBは資金供給と資産購入を淡々と継続

物価安定の目標の達成は覚束ないが、経済活動はECBの想定以上に回復しつつあり、ECBは追加緩和への積極姿勢を示さず、最近のユーロ高もさほど深刻視していない。財政政策の積極化で金融政策の負担が軽減された感もある。ECBは現在の政策の柱である長期の資金供給オペと、新型コロナウイルス対応の資産購入を淡々と継続すると見込む。どちらも12月には延長される公算が大きい。

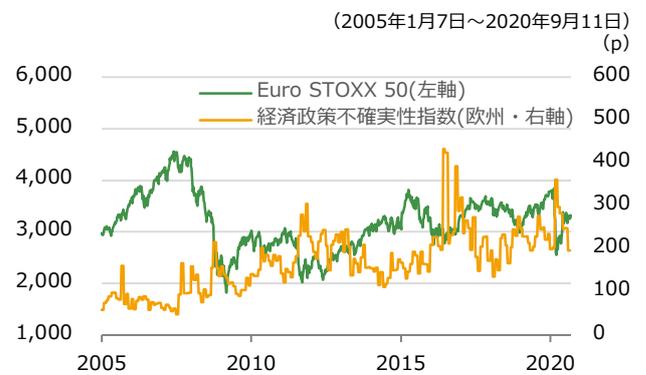
金融環境の安定で政策金利は据え置き

ドイツの長期金利は5月以降ほぼ▲0.6～▲0.3%のレンジで推移し、周辺国スプレッドも縮小するなど、金融環境は安定している。中銀預金金利は▲0.5%で一年間据え置かれているが、長期の資金供給オペの適用金利の引き下げが銀行の資金調達コストの低下に寄与していることや、マイナス金利の深掘りへの当局の消極姿勢から、利下げは想定せず。

Euro STOXX 50の推移

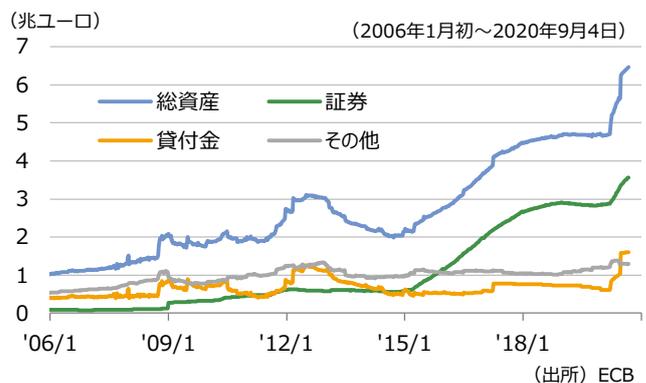


経済政策不確実性指数と株式市場（欧州）

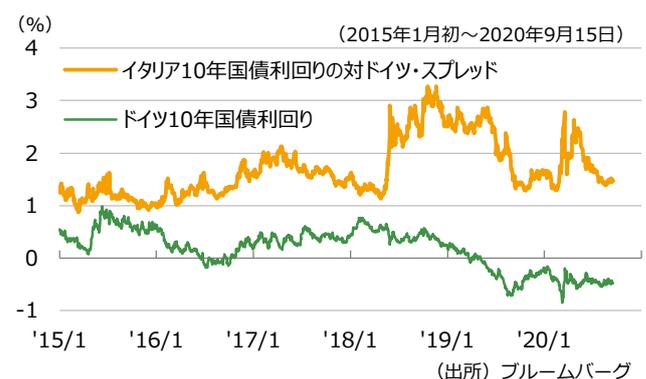


※株価指数は週次、経済政策不確実性指数は月次データ
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

ECBの資産残高



ドイツとイタリアの長期金利





為替

上昇してきたユーロに反落リスクも

ユーロは対円や対米ドルで上昇してきた。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ユーロ高の支援材料となってきた。ただ、欧州では、新型コロナ新規感染者数が拡大を続けており、ユーロ高の影響もあって景気指標の改善が鈍る兆しも出てきた。市場がリスクオンからリスクオフに傾いた局面では、ユーロが反落するリスクが高い。

金利面からユーロ安・米ドル高圧力

今年7月までは、ドイツに比べ米国の長期金利が相対的に下落し、金利動向を反映するようにユーロ高・米ドル安が進んでいた。だが、8月以降は米国の長期金利が相対的に上昇し、ユーロ安・米ドル高に作用しつつある。新型コロナ感染拡大が続くなか、ECBが欧州景気回復の鈍化を懸念して追加的な量的緩和を示唆したり、ユーロ高をけん制したりすると、ユーロ安が進みやすくなるだろう。

景気面からユーロ安・米ドル高圧力

ユーロ圏の景気指標が市場予想を上回る傾向が続き、エコノミック・サプライズ指数（ESI）が上昇してきたが、最近になって新型コロナ感染拡大の悪影響もあってか、ESIが低下し始めている。一方で、米国のESIは頭打ちながらも高水準を維持しており、日本のESIは上昇している。景気指標の動きからすると、相対的にユーロ圏の鈍化が目立ち、米ドルや円に対してユーロ安圧力が働きやすい。

拡大したユーロ買いに持続性はあるか

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。これは市場のリスクオン傾向や、欧州各国が協調した復興への期待を反映しているだろう。ただ、米ドルに対して円買いのままであり、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、リスクオンは弱いと言える。欧州の新型コロナ感染拡大で景気指標が鈍化すると、ユーロが売り戻されるか。

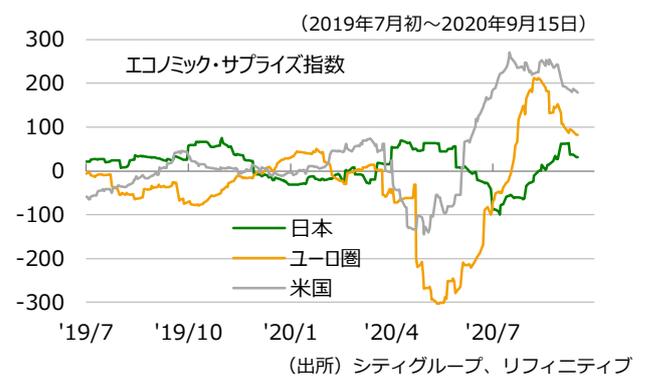
ユーロの対円相場と対米ドル相場



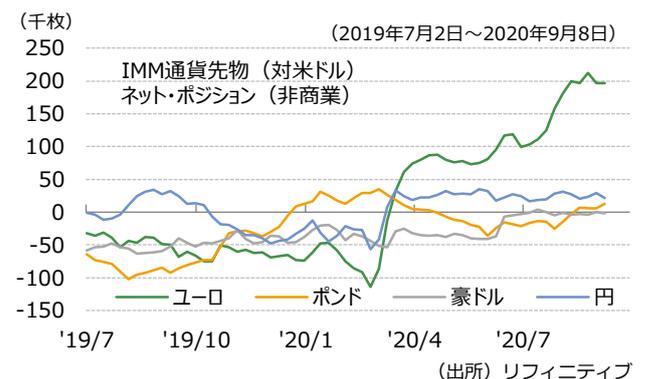
日・独・米の長期金利



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

経済活動の再開に連れて景気は急回復へ

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が、月次GDPの推移からは7-9月期は逆に前期比年率60%超の極端な上振れが見込まれる。マークイットPMIの上昇も顕著で、経済活動の再開に連れて、景気は堅調に推移しよう。新型コロナウイルスの新規感染者数が8月以降再び増加しているが、新規死亡者数はほとんど増加しておらず、景気回復を妨げず。

インフレ率の上昇基調は見通せず

インフレ率は7月に上振れたが、特殊要因も指摘され、逆に8月はエネルギー価格の下落や付加価値税率の一部引き下げを含む一時的要因で大幅な下振れが見込まれ、基調判断が難しい。しかし、需給ギャップの拡大に鑑みれば、当面、インフレ率が上昇基調に転じる可能性は低い。EUからの合意なき離脱のリスクの高まりは景気、物価の下押し要因。

為替

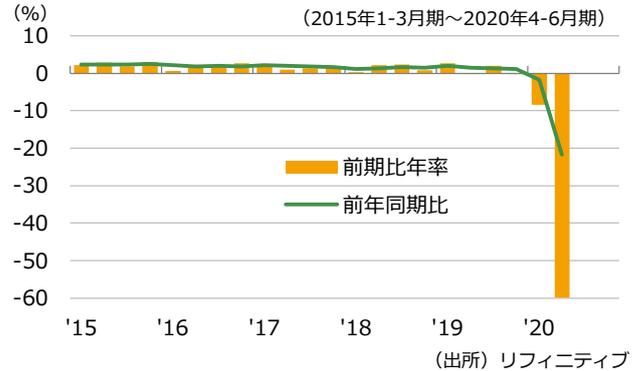
BOEは資産購入プログラムの拡大へ

BOEは現行の資産購入プログラムでの購入を年末頃に完了する予定だが、EU離脱に係る不確実性の高まりもあり、それまでに購入枠を更に拡大すると見込む。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しよう。マイナス金利は想定せず。

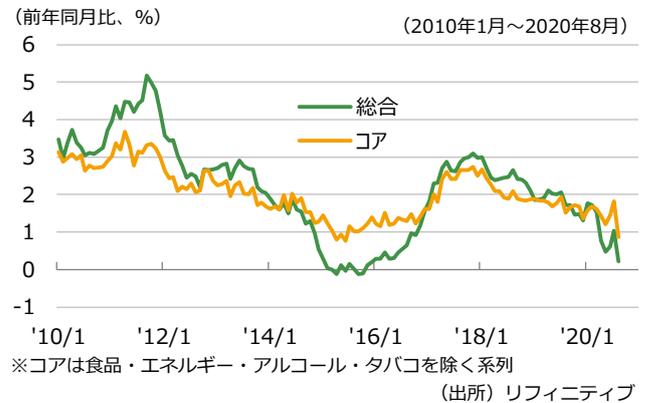
英・EU交渉の混迷がポンド安要因に

経済活動再開で英国の景気指標が改善したことや、EUとの離脱後交渉の進展期待がポンド高に働いてきた。だが、スペインやフランスに追従するように英国でも新型コロナ新規感染者数が増加し、懸念材料に。英国がEUとの交渉期限を10月15日に設定し、離脱協定の一部を無効にする法案の成立を目指しているため、合意なき離脱懸念がポンド安要因に。

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

2020年後半以降の景気持ち直し

実質GDPは2020年4-6月期に内外需共に急減し、前期比年率▲28.1%と極端な落ち込みを記録した。しかし、景気動向指数の一致CIは5月を底に上昇に転じており、7月以降再び増加した新型コロナウイルスの新規感染者数も、経済活動の回復基調を大きく歪めることなく、8月中旬以降は減少基調にある。感染抑制と経済活動を両立させつつ、景気は年後半以降、堅調に推移すると見込む。

景気の水準は上昇余地が大

8月景気ウォッチャー調査では、現在の景気の方角性についての判断を表す指数が4カ月連続で上昇し、コロナ直前を上回った。現在の景気の水準についての判断を表す指数も4カ月連続で上昇したが、7、8月とも小幅な上昇で、2011年3月の東日本大震災直後と同程度の低水準に留まっている。夏場は新型コロナウイルスの感染拡大が行動を抑制した可能性が高く、逆に上昇余地は大きいと考えられる。

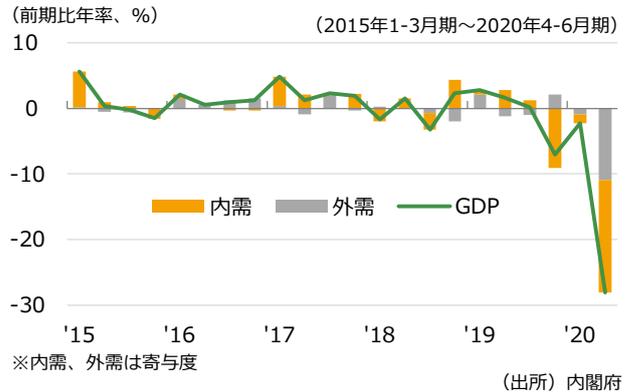
経済活動の再開で雇用情勢は改善へ

2019年12月の145万人をボトムに2020年初来増加していた失業者数は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数も、コロナ直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で、経済活動の再開に連れて、雇用情勢は改善を見込む。

期待インフレ率はゼロ%近傍

2020年3月にマイナスに転じた期待インフレ率も、政策対応の効果で金融市場が落ち着きを取り戻すに連れて、ゼロ%近傍までは回復した。しかし、現実のインフレ率は過去20年間、実質的にほぼ1%以下で推移しており、定着したデフレマインドが期待インフレ率の上昇を妨げる。新型コロナウイルス問題により需給ギャップは大幅なマイナスに陥ったと考えられ、2%のインフレ目標は一段と遠ざかった。

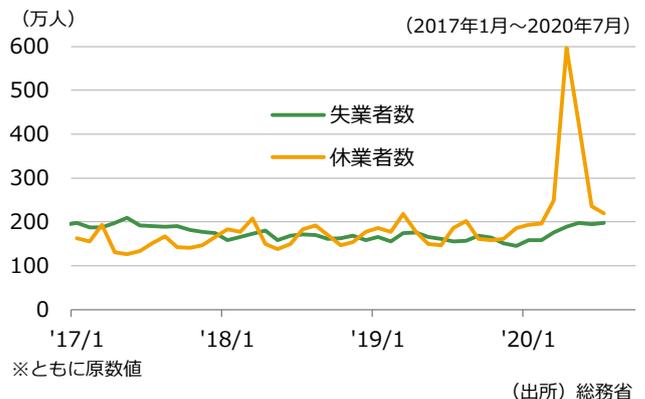
実質GDP



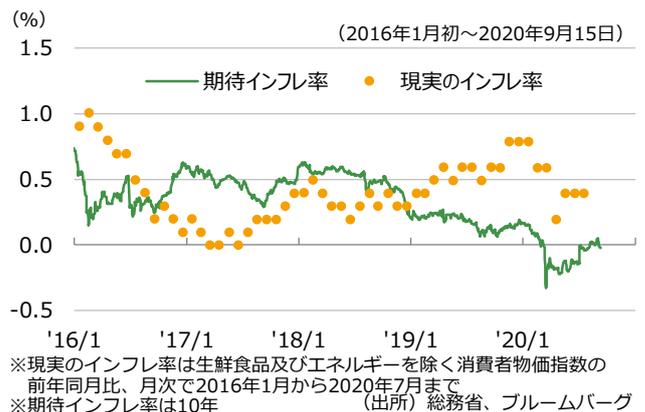
景気ウォッチャー調査



失業者数と休業者数



インフレ率





株式

やや強気のスタンスを継続

日本株の見通しはやや強気を継続する。堅調な株価推移により上値余地は乏しくなりつつあるものの、他の先進国同様に新型コロナウイルスワクチンの開発進展がポジティブ材料になる可能性があることに加え、米国株と比べて株価に割高感がないこと、衆議院総選挙が早期に行われる可能性があるとの思惑が株式市場にとってはプラスに働くとみられる点をポジティブに評価する。

先進国内で相対的な安心感

バリュエーションは引き続き、新型コロナウイルスの影響が大きい12カ月先予想EPS基準ではなく、2021年度予想による評価が適切と考える。その2021年度予想EPS基準のPERは15倍程度と割安感乏しいものの、割高感もなく米国株と比べれば安心感がある。株価上昇には2021年度以降の業績改善確度の高まりが求められ、上下を伴いながら、時間を掛けつつ徐々に上昇する展開を予想する。

新型コロナウイルスワクチンの契約状況に注目

右図は日米EUの新型コロナウイルスワクチンの供給契約を示したもの。現在はあるワクチンの開発動向について、先進国株式市場全体のセンチメントが変化しているものの、徐々に実際の供給契約に基づいた反応にシフトして行くことが予想される。各国・地域の契約状況は継続ウォッチが必要となる。日本は欧米と比較し、現時点で契約社数が少ないことが潜在的なリスクである点は注意したい。

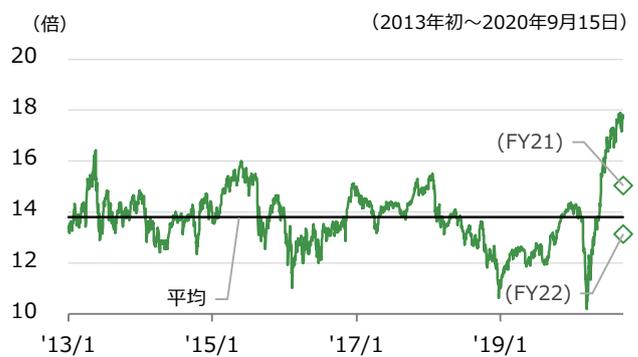
総選挙は基本的にポジティブイベント

9月16日に菅自民党総裁が内閣総理大臣に指名された。今後の政策が注目される一方、総裁任期が2021年9月のため、早期に解散・総選挙実施の可能性がある。総選挙前後の株価は選挙前は上昇基調、選挙後は選挙結果によりまちまちとなる。しかし、政党支持率などを考えれば、連立与党勝利が基本線。政権が信任を得たと評価される可能性が高く、株式市場は総選挙をポジティブイベントと評価しよう。

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

日米EUの新型コロナウイルスワクチンに関する契約状況

(国)	アストラゼネカ (Phase3)	ファイザー (Phase3)	モドナ (Phase3)	JNJ (Phase3)	ノババックス (Phase2)	サファイア (Phase1/2)	人口 (億人)
米国	3.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-	3.28 (19年)
日本	1.2	0.6	0.4	-	2.5	-	1.25 (20年)
EU	3.0 (1.0)	2.0 (1.0)	0.8 (0.8)	2.0 (2.0)	-	2.25	4.46 (19年)

(構成比)

米国	37.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	-	12.5%
日本	25.5%	12.8%	8.5%	-	53.2%	-	-
EU	22.4%	16.8%	9.0%	22.4%	-	12.6%	16.8%

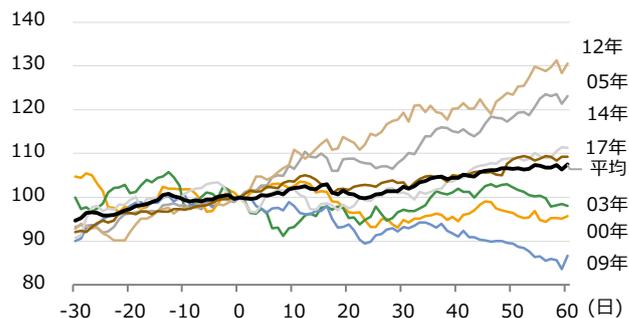
※JNJ：ジョンソン&ジョンソン

※EUは予備的協議分、中低所得国への寄付分を含む。下段はオプション契約分。日本のモデルナとの契約は正式契約前の段階。

※治験ステータスは2020/9/9時点のWHO公表ベース

(出所) HHS、EU、厚生労働省、WHOなどより大和アセット作成

衆議院総選挙とTOPIX



※投票開票日の直前営業日を100として指数化

(出所) ブルームバーグ、総務省より大和アセット作成



債券・金利

日銀の総資産残高の急増

新型コロナウイルス対応としての日銀の金融緩和の強化は5月で一巡し、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本柱に、現在は感染状況と政策効果を注視する段階。新型コロナウイルスの新規感染者数が減少し、経済活動の再開が進む中でも、政策変更は当面予想されず。企業等の資金繰り支援、財政支出の拡大に応じた国債購入で、日銀の総資産残高の急増が続く。

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%は現実的でない。しかし、実質的な金融引き締めで円高を招きかねない目標の引き下げは難しく、日銀は現行の量的・質的金融緩和を継続するしかない。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。

リート

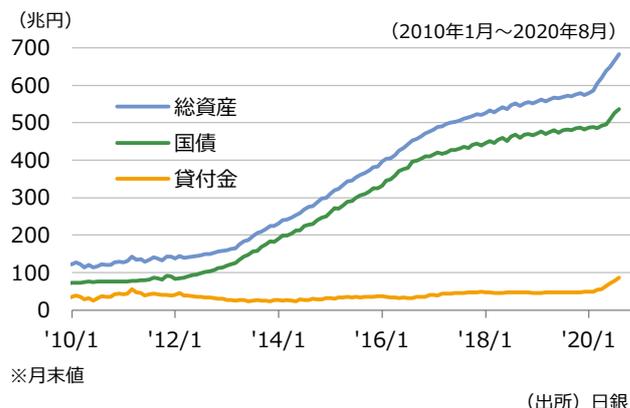
おおむね横ばい圏の推移

8月中旬以降、J-REIT市場は投資家のリスク選好姿勢の強まりの中で上昇したものの、9月以降は反落し、おおむね横ばい圏の推移となった。8月に発表された決算では、商業施設関連銘柄の決算・業績予想が底堅い内容。ホテル関連銘柄は10月から「Go To トラベル」に東京発着追加を検討との報道を受けて、上昇が顕著だった。

中期的に緩やかな上昇を見込む

引き続き、新型コロナウイルスの感染状況には注意が必要だが、短期的にはおおむね横ばい圏での推移を想定。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



長短金利



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当金利回りの推移





為替

米ドル安と円安がともに緩和

米ドルは円以外の25通貨に対し下落してきたが、8月以降は下げ止まっている。一方、25通貨は円に対する上昇（円安）基調が鈍りつつある。クロス円が大幅に下落したわけではなく、リスクオフにより米ドル安が止まった面よりも、米長期金利の反発により米ドル安が止まった面が大きい。足元、米ドル円は米ドル安の緩和で支えられているが、リスクオフの円安やリスクオフの円高に傾くかが注目される。

米ドルにも円にも左右される米ドル円

最近、米ドル円と「米ドル対25通貨」が順相関、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一方、円の強弱にも左右されやすい状態だ。例えば、クロス円が下落した場合、円高により米ドル円が下落するケースも、米ドル高により米ドル円が上昇するケースもある。リスクオンやリスクオフが強まると、米ドル円とクロス円の同調性が強まりやすい。

米株価と米ドル円の相関が低下

最近では、リスクオフの円安、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。一方、リスクオフの米ドル安、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。そして、米株価と米ドル円は相関が低下している。米ドル円は円に左右されると、リスクオンで上昇、リスクオフで下落し、米ドルに左右されると、リスクオンで下落、リスクオフで上昇しやすい。

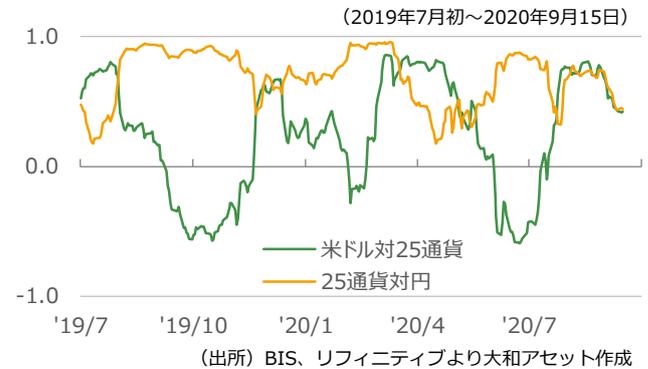
米株価・金利と米ドル円の基本関係

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。

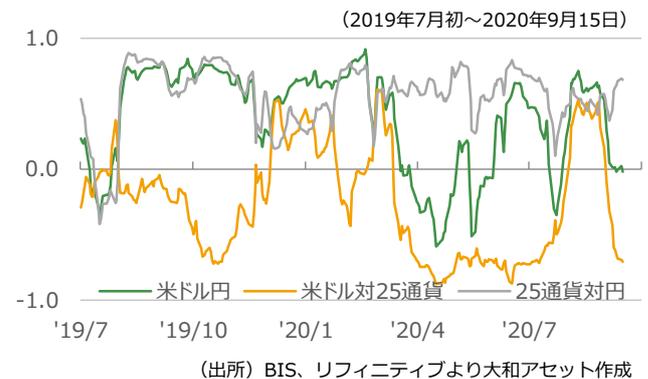
米ドル・円・他通貨の為替



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

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲2.1%、4-6月期が同▲11.5%となり、米国を上回る経済の収縮を記録。しかし、経済活動は5月から段階的かつ順調に再開され、7-9月期以降はプラス成長が想定される。通年の成長率は、2020年が▲5.7%、2021年が+4.9%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。

4月から8月にかけて労働市場は急回復

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8月にかけて191万人増加し、失われた雇用の三分の二弱を取り戻した。8月の雇用者数は今年2月のピークに比べて5.7%減の水準まで回復している。総労働時間はピークから一時28%減少したが、8月時点ではピークから8.6%減の水準まで戻している。経済活動再開に伴う速やかな労働市場の回復は、7-9月期GDPの急回復を示唆する。

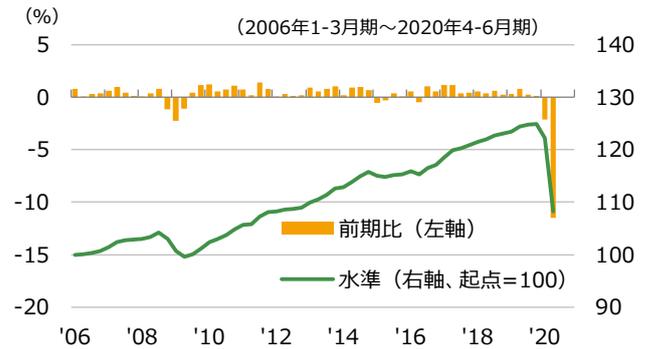
今後の雇用者数の増加ペースは緩やかに

一時解雇者は4月の120万人から8月時点で23万人まで減少し、2月の10万人を小幅に上回る水準。新型コロナウイルス問題に伴う一時解雇者の大部分は職場復帰を果たしたことを意味し、今後の雇用者数の増加は緩やかになることを示唆。それでも、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波は発生しておらず、労働市場の回復という「方向性」が崩れる可能性は低い。

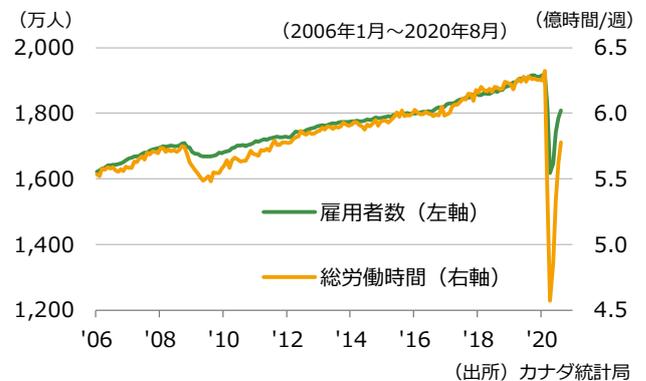
インフレ率は低迷へ

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年が同+1.2%、2022年が同+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。

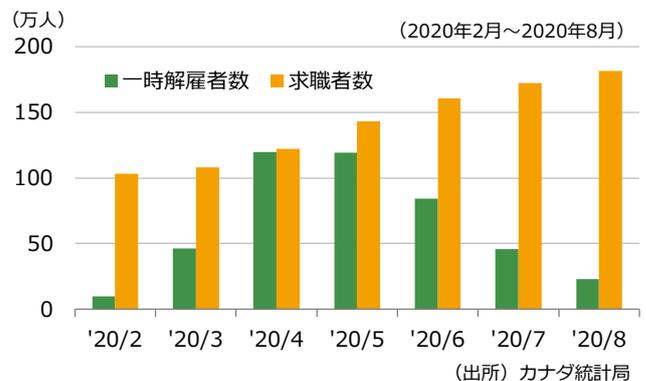
実質GDP



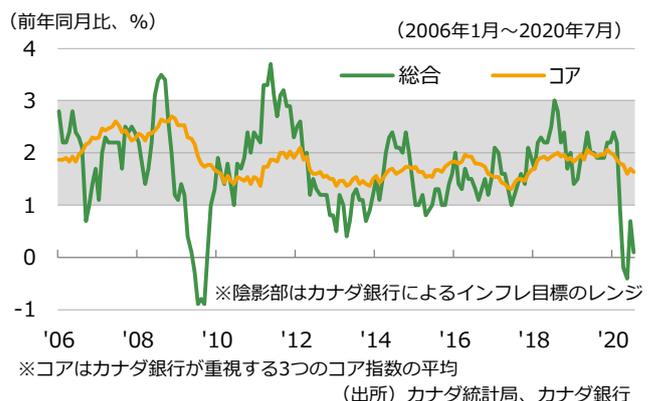
雇用者数と総労働時間



失業者の内訳



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「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・ガイダンスを示しており、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。

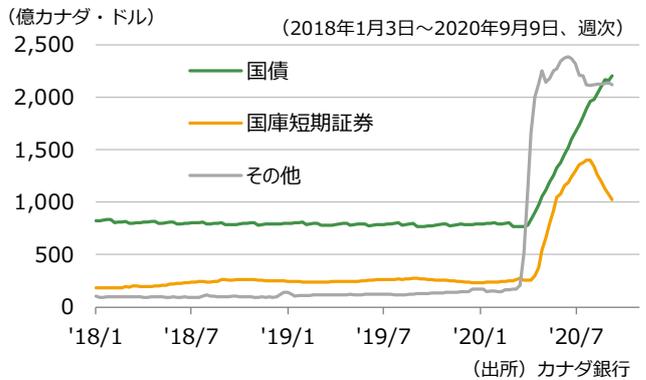
長期金利は1%未満での推移が継続

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。

政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の資産残高



為替

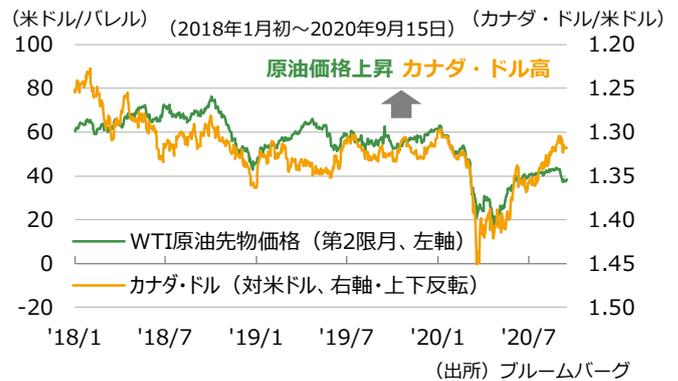
カナダ・ドルはコロナ前の水準を回復

5月以降の原油価格反発や米ドル安、カナダ経済の順調な回復を背景に、カナダ・ドルは対米ドルで上昇基調を維持し、おおむね年初の水準を回復。足元で一方向的な米ドル安進行にも一服感が見られることや原油価格の大幅な上昇が期待しづらいこと、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、当面は1米ドル=1.3カナダ・ドル台での推移が継続すると見込む。

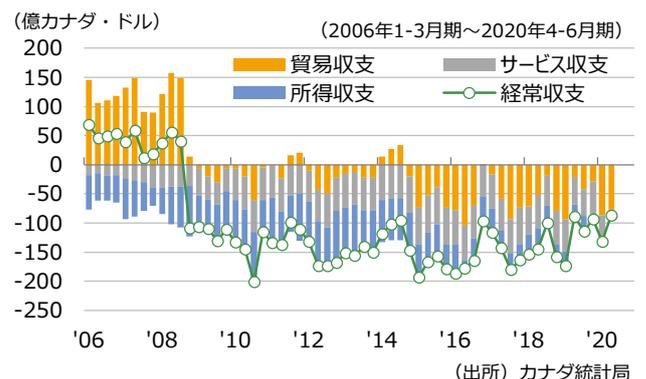
リスクバランスはおおむね均衡

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。

原油価格と為替レート



経常収支





経済

29年ぶりの景気後退

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲0.3%、4-6月期が同▲7.0%となり、29年ぶりの景気後退。前半の経済の収縮は米国やカナダに比べて限定的だが、新型コロナウイルスの感染第2波により、豪州経済の本格回復は10-12月期以降に。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。

ビクトリア州の感染第2波は収束へ

ビクトリア州における新型コロナウイルスの新規感染者数は順調に減少し、感染第2波は収束に向かっている。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も成功した。そして、ビクトリア州は9月6日に経済活動再開に向けたロードマップを公表。新規感染者数の減少などを条件として、段階的に行動制限が緩和されることになった。

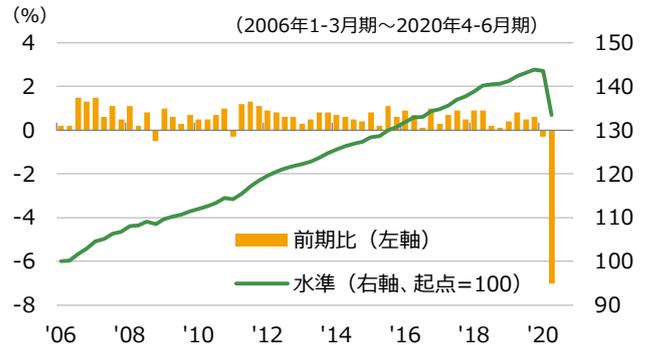
国内経済は10-12月期から回復軌道に

ビクトリア州は強力な移動制限により、5月以降増加傾向にあった雇用者数が7月から再び減少。ただし、直近では減少に一段落。その他の州・地域は7月以降ほぼ横ばいで推移。今後、ビクトリア州での段階的な経済活動の再開や州をまたいだ人の移動が許可されることに伴い、労働市場の回復が期待される。不確実性の高さは否めないものの、国内経済は10-12月期から回復軌道に復すると想定する。

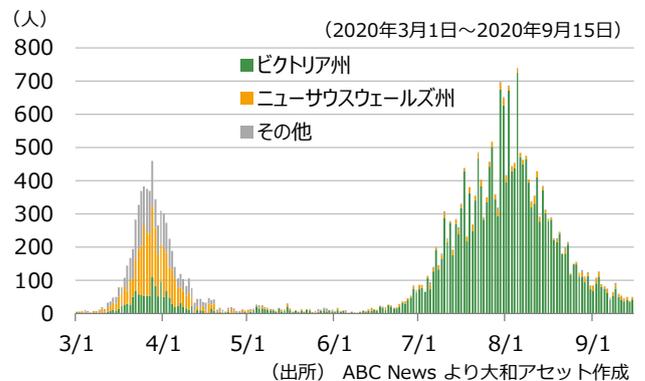
インフレ目標の達成は見通せず

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。

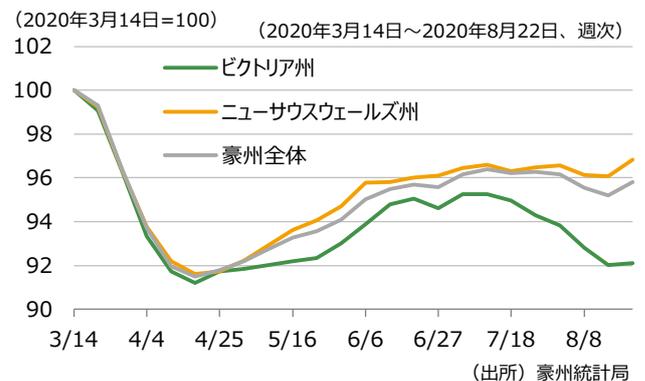
実質GDP



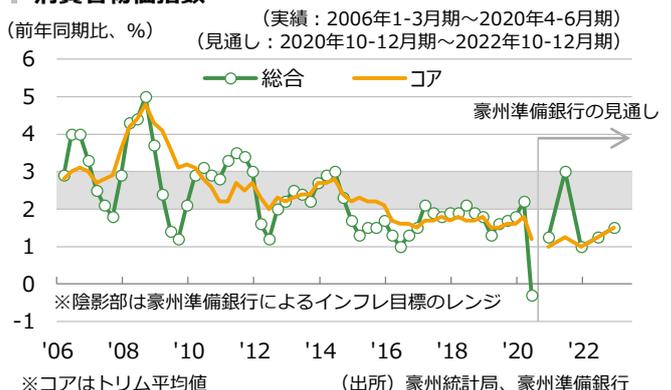
新型コロナウイルスの新規感染者数



雇用者数



消費者物価指数





債券・金利

YCCにより短期金利は低位に釘付け

RBAは8月5日にYCCを目的とした国債の購入を再開し、3年国債利回りは目標の0.25%を下回る水準まで低下。また、8月5日以降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。豪州では実体経済の大部分にわたって資金調達コストに影響を及ぼすのが3年国債利回りであり、長期金利を押し下げる動機が乏しいことが背景にある。

長期金利は米国を上回る水準で推移

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。RBAの国債購入はYCCを目的に行われており、他の先進国の中央銀行と比較すると買い入れスタンスが大きく異なる。これが長期金利の水準に影響していると考えられる。当面、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

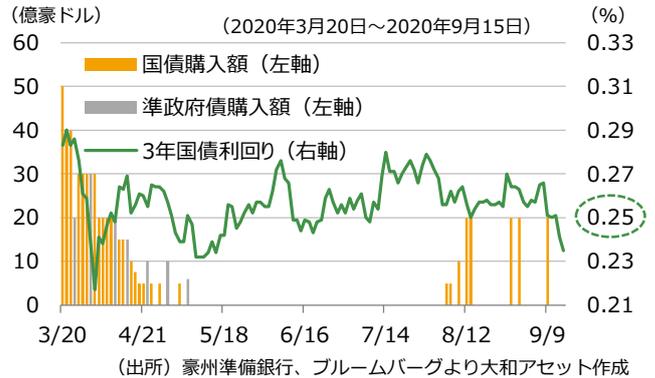
感染第2波でも豪ドルは底堅く推移

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たものの、銅や鉄鉱石など資源価格が堅調に推移したことに加え、豪米長期金利差に大きな変化がなかったことで、豪ドルは底堅く推移。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、今後も豪ドルの下支え要因として期待される。

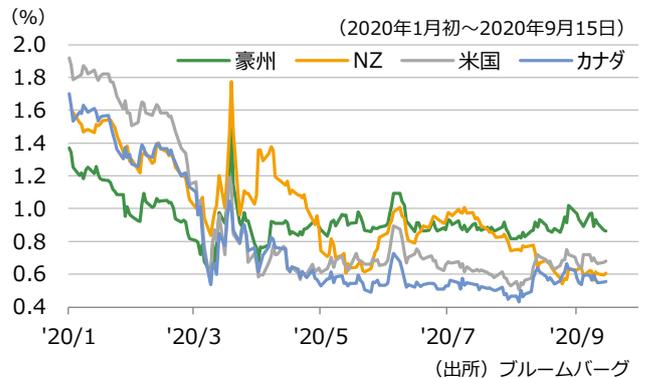
経常収支の改善も下支え

経常収支の改善も豪ドルの追い風だ。2020年4-6月期は過去最高の177億豪ドルの黒字を記録するなど、足元で経常黒字が定着している。対中関係の悪化は懸念されるものの、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。鉄鉱石など主要品目は高水準の輸出が続いており、当面は経常黒字の継続が期待される。

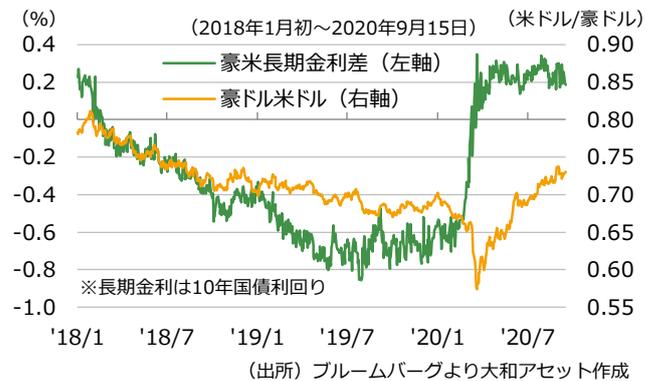
RBAによる国債等の購入額と3年国債利回り



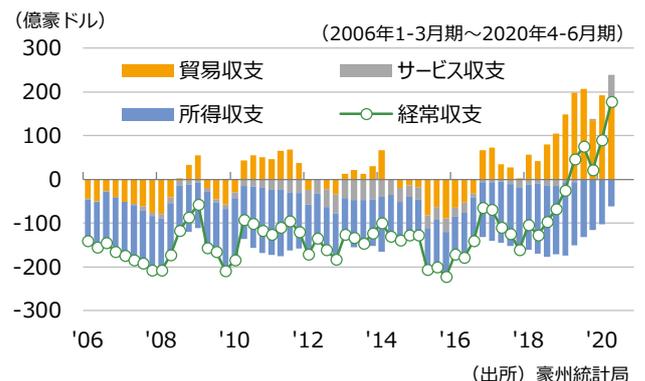
各国の10年国債利回り



豪米長期金利差と豪ドル (対米ドル) レート



経常収支





経済

消費の回復加速が、新たな支援材料

8月の主要経済指標の前年同月比伸び率は、生産・投資がともに加速すると同時に、小売売上高もプラス圏まで回復し、景気回復の勢いは一段と強まった。年末に向けて、緩和的な金融環境の中、消費が新たな景気回復のけん引役として期待され、実質GDP成長率は4-6月期の前年同期比3.2%増から、年後半は同5%増以上へ加速すると見込む。

雇用情勢は緩やかに改善

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じりじりと改善しているため、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、労働環境が著しく改善したとは言えず、雇用悪化の場面では、政府が機動的に追加の景気対策を打ち出す可能性は残っている。

株式

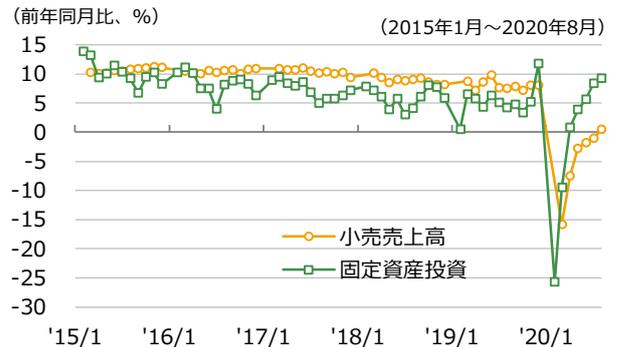
業績の上方修正が期待される

MSCIチャイナインデックスは、9月入り以降、リーマンショック後の最高値を更新後、米株価の調整などを受け、頭打ち。ただし、業績に関しては、4-6月期決算において、ポジティブ・サプライズの企業が半分を超えるなど、総じて好決算となり、安心感をもたらすと考える。今後は、業績回復が期待され、米中摩擦による調整局面は、押し目買いのチャンスと期待できよう。

A株の上昇もセンチメントを支える

7月以降の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、個人マネーは持続的に株式市場に流入し、A株の株価を支え、MSCIチャイナのセンチメントも支えられよう。

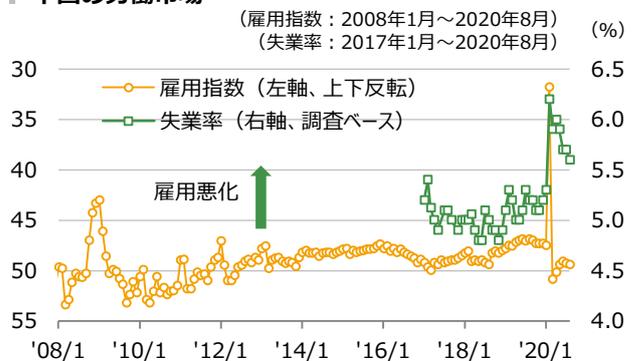
投資・消費の回復状況



※固定資産投資は、年初来データに基づき、大和アセットが計算

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

中国の労働市場



※雇用指数は、中国国家统计局発表の製造業PMIの構成項目

(出所) 中国国家统计局、CEIC

中国株価指数およびEPSの推移



(出所) リフィニティブより大和アセット作成

中国上海総合指数および信用取引残高の推移



(出所) 上海証券取引所



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。追加利下げの可能性は低いものの、金融正常化のペースは非常に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、長期金利は一時上昇したが、足元は金融正常化のペースが緩慢であることが確認され、金利上昇は一服。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加速したことや、金融環境が緩和的であることで、長期金利は当面レンジ推移すると見込む。

為替

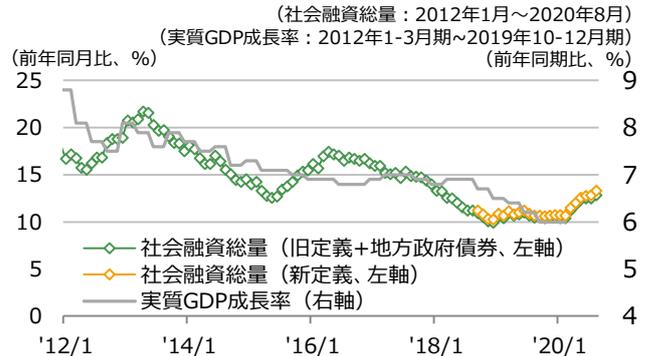
経済発展モデルの転換で、通貨高局面へ

7月30日の政治局会議で、当局が「国内の大循環を主体とした双循環」の方針を打ち出したことで、今までの輸出主導の経済発展モデルに終止符を打ち、今後は人民元の対米ドルレートを低く抑える必要がないと期待される。また、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、中長期的には当局が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

足元では、米国への依存を減らすために、金融当局が人民元国際化を加速するとの期待が高まっている。2021年にデジタル人民元の普及が進む可能性があり、決算面での人民元需要が高まること、国際化の一環として通貨信認を高めるために人民元高を誘導する可能性も高く、中長期的には、通貨高が期待されよう。

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

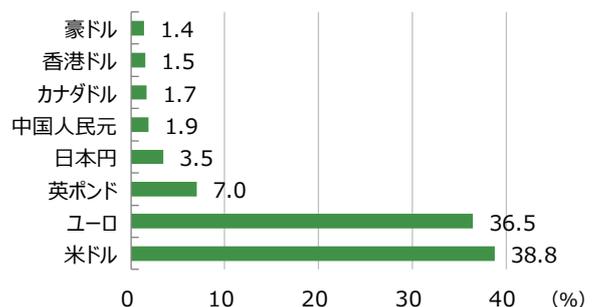
人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



※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幣元の割合

(2020年7月)



(出所) 国際銀行間金融通信協会 (SWIFT)



経済

2020年7-9月期以降はプラス成長へ

実質GDPは、2020年1-3月期が前期比▲2.5%、4-6月期が同▲9.7%となり、急速な経済収縮を記録。新型コロナウイルスの感染拡大が続く中でも経済活動を再開させたことで、月次では4月を底に回復しており、7-9月期以降はプラス成長が続くと見込む。通年の成長率は、2020年が▲5.7%、2021年が+3.4%と予想。実質GDPが2019年10-12月期の水準を回復するのは2022年後半になると見込む。

労働市場は底打ちも回復は鈍い

雇用者数の4月から6月の平均は前年同期から1,000万人減少。ブラジル地理統計院は足元で週次データの公表を開始し、それによると雇用者数は減少に歯止めがかかっているものの、直近8月22日週のデータでも回復は限定的。経済活動は4月を底に回復しているとはいえ、雇用者数の増加ペースが鈍いことは、先進国と比較して景気回復が緩やかになることを示唆する。

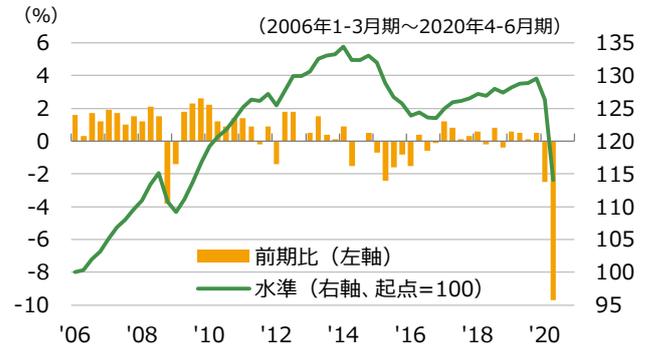
個人消費の回復は不均一

小売売上高は4月を底に回復し、7月は前年同月比+5.5%と力強い結果。もっとも、コロナ前の水準を上回っている項目は、食品・飲料、家具・家庭用品、医薬品などに限定されており、巣ごもり需要の要素が強い。外食から中食や内食へ需要が移り、サービス業売上高の回復が極めて弱いことも整合的。新型コロナウイルスに係るワクチンの普及が待たれる。

インフレ圧力の広がりは見られず

IPCAインフレ率は、5月の前年同月比+1.88%を底に緩やかに上昇。8月は同+2.44%となり、ブラジル中銀の目標レンジ（2.5~5.5%）に接近。ただし、「食品・飲料」の上昇やガソリン価格の反発が影響した「運輸」のマイナス幅縮小に起因する部分が多く、インフレ圧力の広がりはない。今後数カ月で更に上昇する公算が大きいものの、当面は前年同月比+3%前後が上限になると見込む。

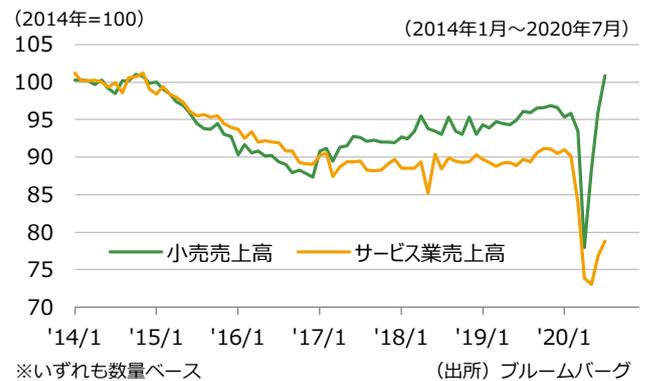
実質GDP



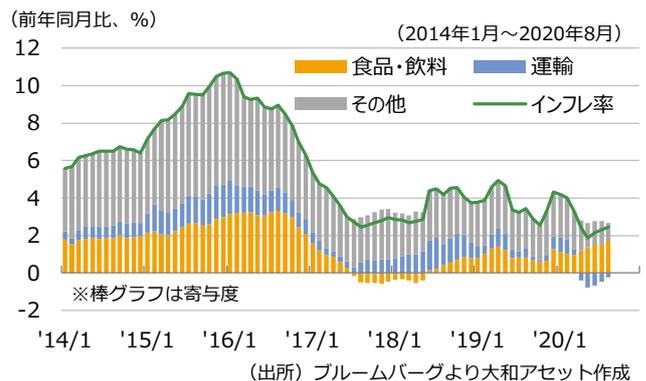
雇用者数



小売売上高とサービス業売上高



IPCAインフレ率と項目別寄与度





債券・金利

当面は政策金利を据え置く見込み

ブラジル中銀は今年8月まで9会合連続で利下げを実施し、政策金利は過去最低の2.00%に到達。足元で経済回復への期待が高まり、また緩やかながらもインフレ率が上昇しているため、追加利下げの必要性は乏しい。更なる利下げは金融市場の不安定化を招くリスクが高まることもあり、当面は政策金利を据え置くと見込む。むしろ、利上げに転じるきっかけが出てこないか注視したい。

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。追加利下げの可能性が低いため、長期金利の大幅な低下が進む局面ではないと考える。ただし、インフレ率が急速に上昇する可能性が低いことに加え、財政悪化懸念による金利上昇が進めば中銀による国債購入への期待が高まり、一方的な金利上昇も抑制されよう。

為替

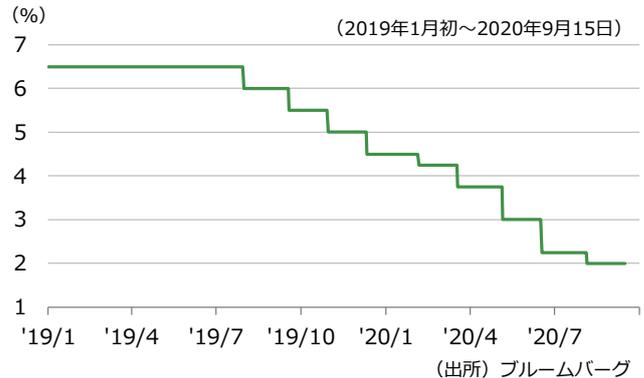
対米ドルでレンジ推移が継続

ブラジル・レアルは、対米ドルで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5~6レアルの間でレンジ推移が継続。新型コロナウイルス問題に対する懸念が一巡し、海外投資家によるブラジル株式からの資金流出ペースが鈍化していることに加え、中国向け輸出の拡大や輸入の減少などによって経常収支が黒字基調で推移していることが通貨の下支え要因となっている。

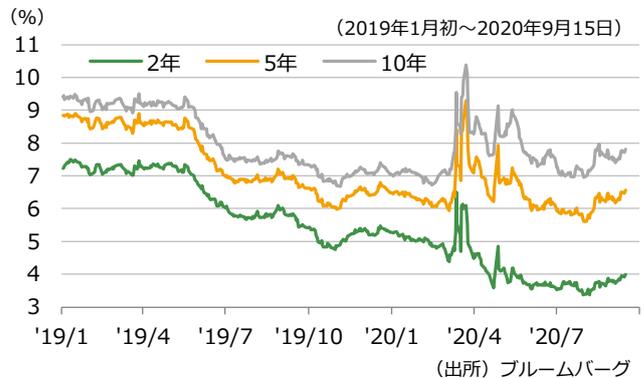
経常黒字による下支えの構図が継続か

海外投資家からの証券投資が資金流入基調に転じるためには、景気回復期待に加え、財政健全化への道筋が再び見えてくる必要があると考える。新型コロナウイルス問題で緩んだ財政規律が回復するかは不透明であり、少なくとも今年11月の地方選までは財政健全化への機運が高まり難い。そのため、経常黒字がレアルを下支えする構図が続きそうだ。

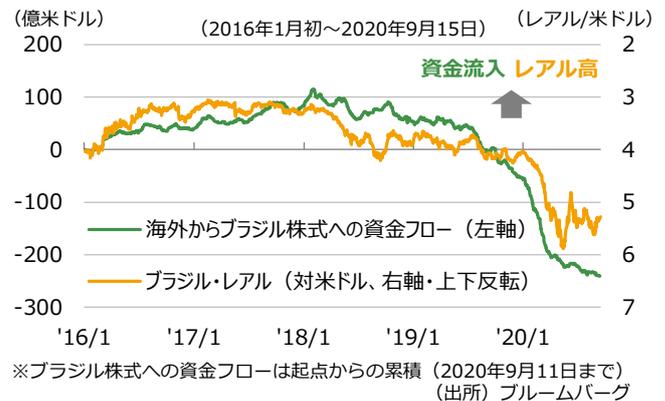
政策金利



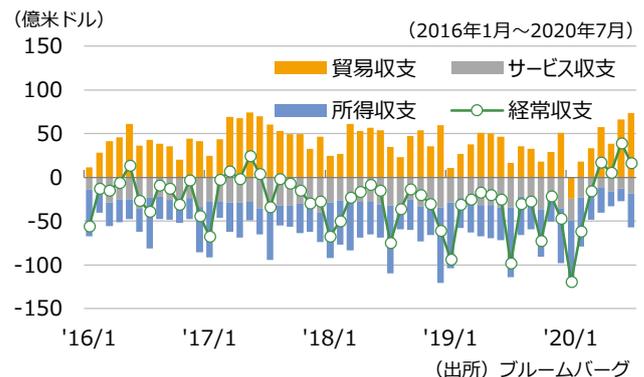
国債利回り



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

一本調子での景気回復に不確実性強まる

景気回復にばらつきがみられ、ベトナム、マレーシア等一部アジア新興国が20~21年にかけて一歩先にGDP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。ただし、感染第2波への警戒は強く、一本調子での景気回復は難しいと懸念される。フィリピンやインドネシアでは移動制限策が再導入され、感染抑制に成功したベトナム等においても、経済活動の回復は足踏み状態。

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、メキシコを除き、ほとんどの国では物価上昇圧力は限定的。インドでは、サプライチェーンの停滞による食品価格の上昇、メキシコでは輸入物価の上昇などが物価を押し上げたが、一時的と見込む。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し、景気回復の追い風になると期待できる。

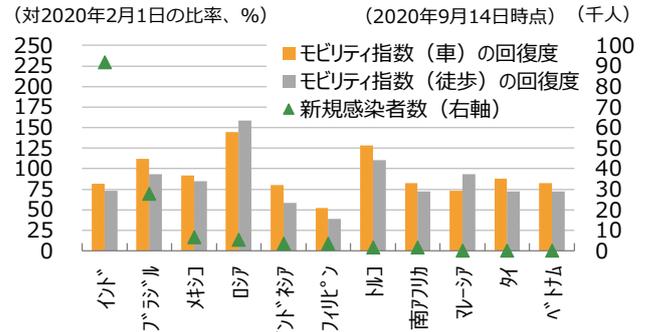
非伝統的な緩和も選択肢へ

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、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、多くの国で中銀が国債を購入したが、財政規律への懸念は高まらなかったほか、タイでYCC導入が議論されるなど、新興国において非伝統的な緩和策も選択肢になり得る。利下げの次の手は残っており、安心感をもたらそう。

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



(※7日移動平均を計算) (新規感染者数は、左から多い順に表示)

(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向

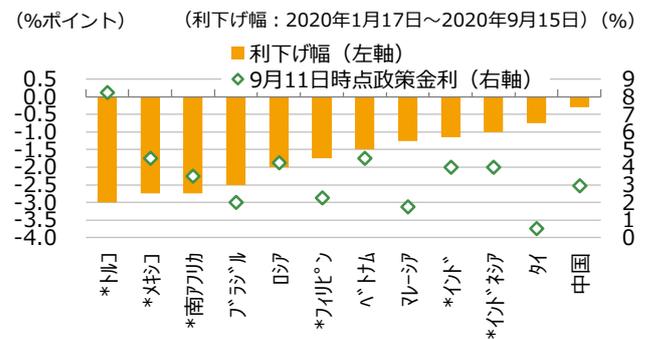


※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。

※直近の数値は、南アフリカ、マレーシアが7月、その他は8月時点。

(出所) 各種資料より大和アセット作成

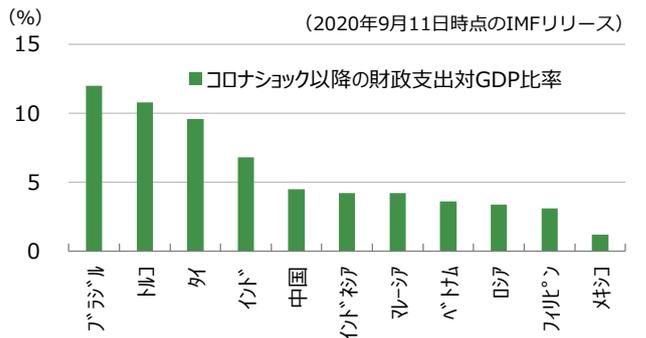
主要新興国の利下げおよび非伝統的金融政策



※ *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



※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、米株価の下落や米ドルインデックスの上昇など、外部環境の急変に加えて、個別では移動制限の再導入（フィリピン、インドネシア等）が重しとなり、下落する国が多い展開。目先は、外部環境の不確実性が高く、海外資金も再び流出しており、リスク資産と見なされる新興国市場に対して慎重さが求められよう。しかし、年末にかけては上昇しやすい地合いである見方を継続。

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。2021年の予想EPSの下げ止まりも確認され、今後、内需主導の国を中心に上昇に転じると見込み、年末に向けては株価を押し上げよう。

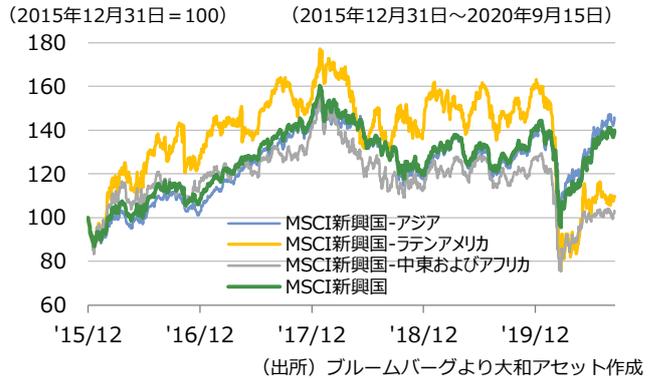
年末にかけての一段の米ドル安が支えに

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、目先は米ドル高傾向に転じようが、年末にかけては、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。

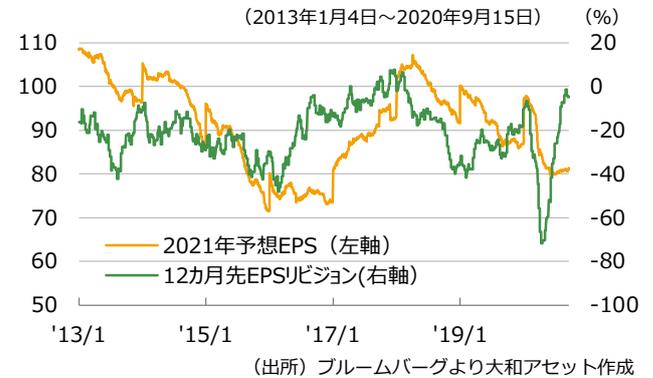
個別材料に振らされやすい局面へ

直近1カ月間は、調整する国が多い中で、米中摩擦の受け皿とみられるベトナム、インド、割安感が目立つブラジル等は逆行高。今後も、外部環境の不確実性が高く、全体の方向感が定まらない中では、個別材料に振らされやすいと見込む。ファンダメンタルズと乖離して割高感が強まったインドに関しては、弱気を見込む一方、改革期待がインドネシア、ベトナムの追い風になると予想する。

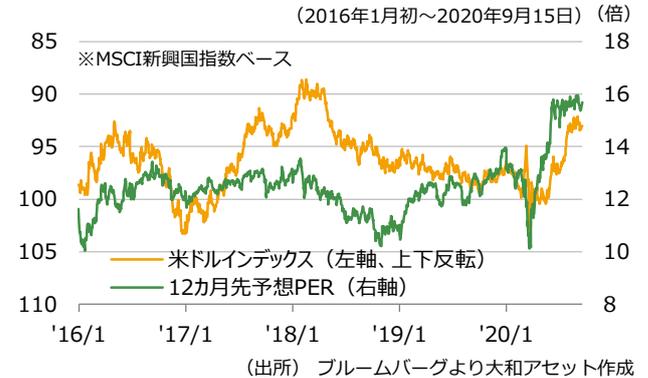
新興国の株式市場の推移



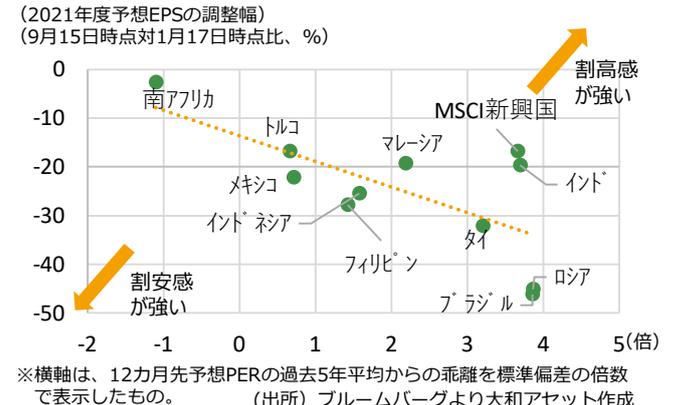
MSCI新興国インデックスのバリュエーション



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、海外資金の一時的流入などが支えとなり、新興国ではおおむね速やかに反発。足元では、追加利下げの余地は限定的となり、国債の全般的な一段の金利低下は見込みにくい。ただし、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な低水準まで引き下げられたものの、実質金利を見ると、利下げ余地が残されている国がある。インドネシア、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。足元のトルコの金利上昇によるドミノ効果は、中東&アフリカの一部新興国に限定されよう。

リート

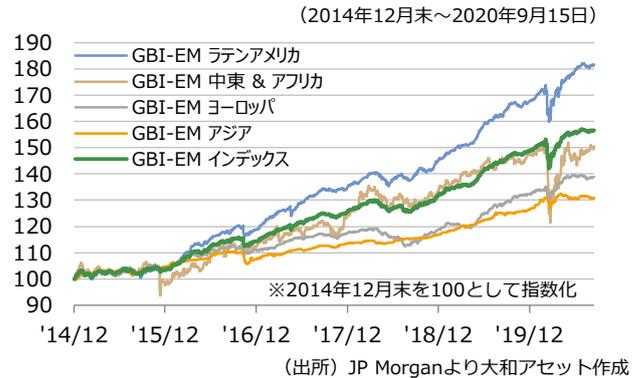
不動産利用はゆるやかな回復傾向

アジア・オセアニアの国や地域では、新型コロナウイルスの感染拡大が比較的落ち着いた状態となったこともあり、オフィスへの復帰やショッピングモールの来場者数など各種不動産の利用状況は徐々に回復傾向となっている。ただ企業や政府はいまだ慎重姿勢を崩しておらず、不動産利用が本格的に回復するには、ワクチン開発などの医学的な解決が必要になるだろう。

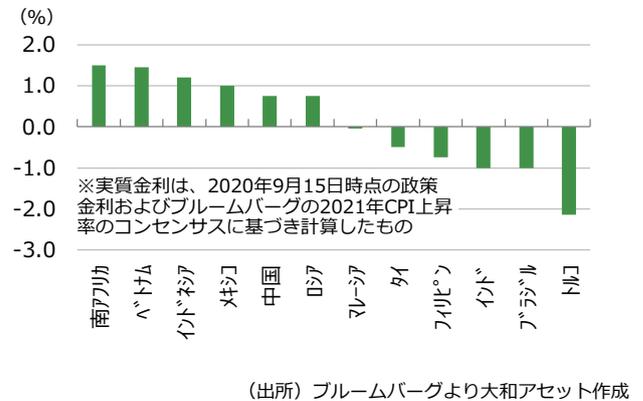
財政・金融政策による下支え継続

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比較的低位で推移しており、堅調な株式市場が示すように投資家のリスク選好は強い。リーートの業績の本格回復には新型コロナウイルスの医学的な解決が必要になるだろうが、将来の業績回復を織り込むかたちでバリュエーションは上昇しやすい局面が続くと考える。

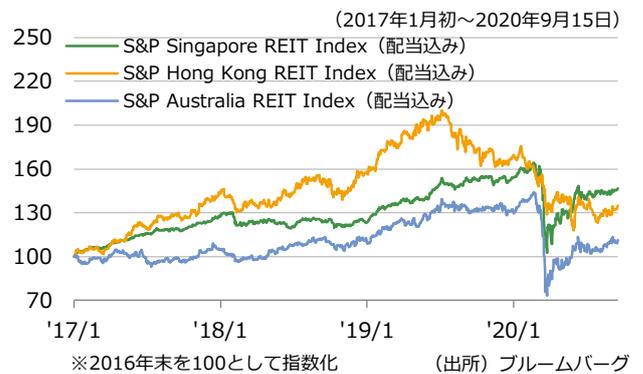
新興国の債券市場の推移



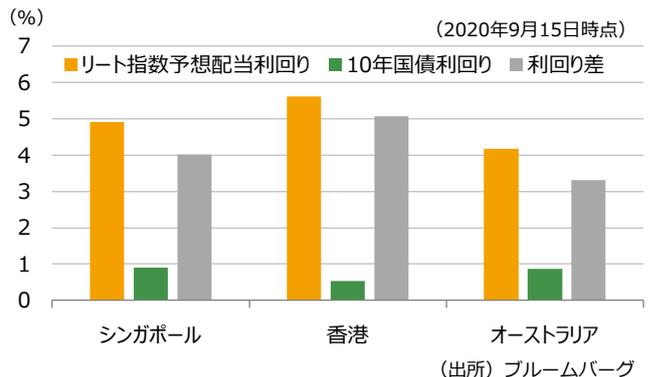
主要新興国の実質金利



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

目先は引き続き方向感が乏しく

足元のリスク回避の局面においても、主要新興国通貨はおおむね底堅い推移となった一方で、割安感は乏しく、増価余地も限られている。目先は、方向感が乏しいが、年末にかけては、一段の米ドル安が追い風となり、ハイベータ通貨の買戻しが進むと見込む。また、中国人民元の上昇は、アジア通貨の増価余地を拡大しよう。

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。9月のリスク回避の場面でも資金が流入したアセットは、インド株式市場等に限定されており、多くの国では緩やかな資金流出に見舞われた。目先は、米ドル安が一服したことや、感染第2波への懸念から、資金が流入に転じる可能性は低いと見込む。

中東&アフリカ地域の通貨に注意が必要

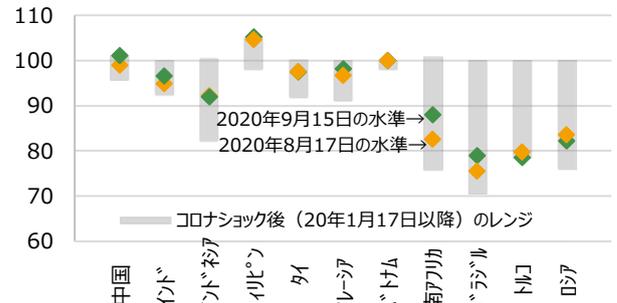
トルコショックの再来リスクが注目されるが、対外脆弱性や外貨準備高を見ると、トルコの状況は新興国の中で相対的に悪く、新興国全般への波及効果は限定的と予想。ただし、中東&アフリカ地域の通貨は、トルコとの相関や対外脆弱性の高い南アフリカ、地政学リスク浮上のロシアなどがあり、アロケーション引き下げによる一時的な売りが膨らむ可能性がある。

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、その他新興国においては、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）

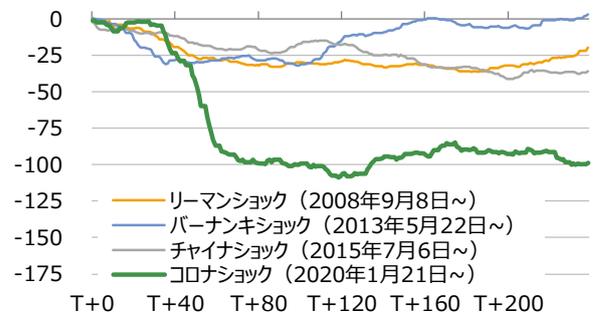
※縦軸は、2020年1月17日=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

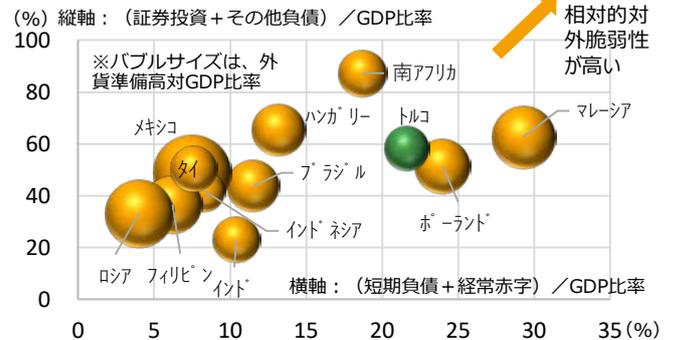
新興国の資金流出規模（株+債券）

(10億米ドル) (コロナショック: 2020年1月21日~2020年9月15日)



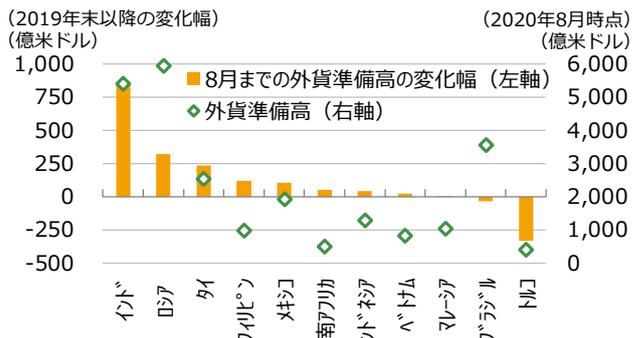
(出所) IIFより大和アセット作成

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

足元は上昇一服の動き

8月末に米国を襲ったハリケーン「ローラ」が原油の供給に大きな影響を与えなかったこと、サウジアラビアがアジア向けの原油輸出価格を引き下げたこと、などを材料に原油価格は9月頭から下落。それでも、WTI原油先物価格は40米ドル台前半を中心に35~50米ドルで推移するとの見方に変わりはない。需給見通しに大きな変化が出なければ、35米ドル割れは中長期的に割安な水準だとの認識。

ポジション調整の売り圧力

今春の原油価格急落局面では、原油ETFへの資金流入が活発化し、また投機筋（非商業部門）は先物の買いポジションを膨らませていた。過去数カ月ポジションの圧縮が緩やかに進んでいたが、足元で加速。まだポジション調整による売り余力が残っている点に注意は必要だが、需給バランスに大きな変化が出た訳ではないため、今春のような大幅下落に発展する可能性は低いと考えている。

需給バランスは今春と大きく異なる

今年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。ドライブシーズンを通じたことで目先は需要の端境期にあたるため、需要が一段と回復する期待は乏しいが、今春のように需給が著しく緩む可能性は低い。

原油在庫の減少傾向は変わらず

5月以降の原油価格の上昇は、原油在庫の減少を先取りした動きであり、直近の下落はスピード調整ととらえることも可能だ。OPECプラスは予定通り8月から産油量を増加させたが、需給バランスは今後も需要超過で推移し、原油在庫は減少を続けるという大きな流れに変化はない。WTI原油先物価格は、調整一巡後に再び40米ドル台を回復する展開を想定している。

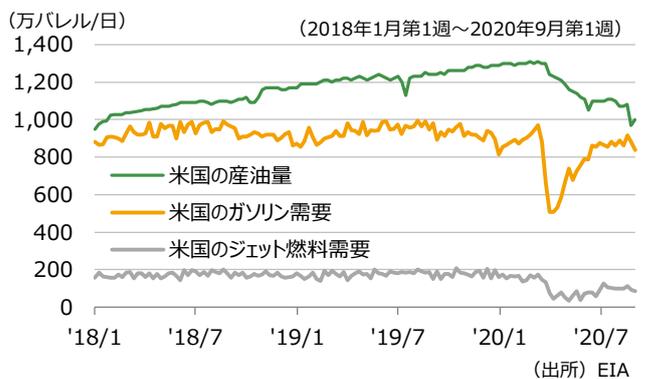
WTI原油先物価格



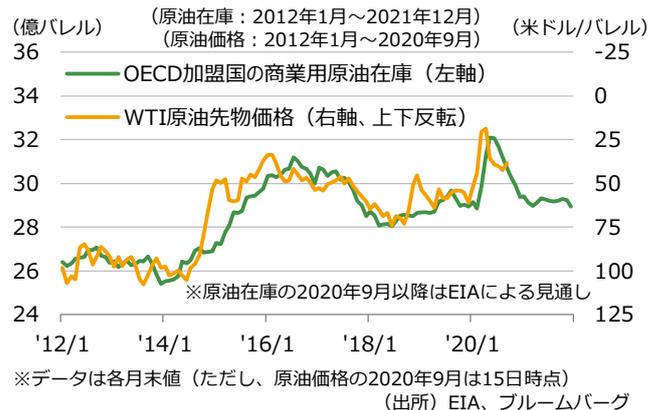
投機筋の原油先物ポジションと原油ETFの時価総額



米国の産油量とガソリン・ジェット燃料需要



原油在庫と原油価格





金

米実質金利の低下が止まる

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、実質金利の低下が止まると金価格はスピード調整を強いられた。過熱感のあった相場が一巡したことや実質金利の低下余地が乏しいこと、新型コロナウイルス問題の焦点がワクチン開発への期待に移っていることなどを考慮すると、金価格には更なる下落余地があると考えている。

金融政策の枠組み見直しだけでは弱い

FRBが8月27日に発表した「柔軟な平均インフレ目標」は、従来よりも期待インフレ率を高める政策。今後、フォワード・ガイダンスを強化するなどして10年国債利回りが低下すれば、実質金利の低下につながるが、目先はその可能性が低い。期待インフレ率と10年国債利回りが同方向に動くことで実質金利の変動が抑制されれば、実質金利が金価格の高値更新を後押しする展開は期待しがたい。

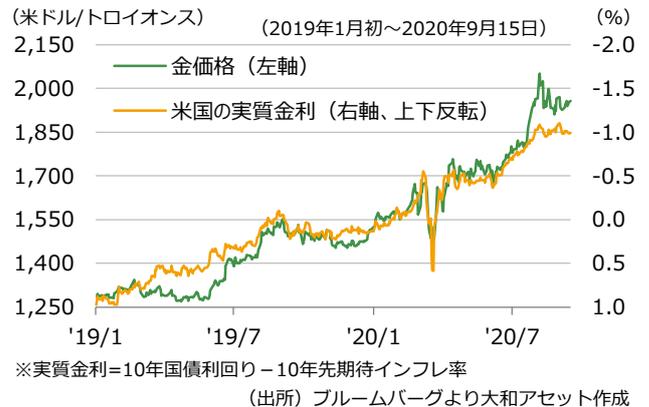
需要に占めるETFの存在感が増す

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したことに加え、ロシアなど昨年まで金の保有を増やしてきた主要な中央銀行が購入を停止している。その傍らで、金ETFへの資金流入が存在感を増している。安定した買い主体の存在感が薄まり、ETFへの資金流入に依存した相場になっていることは、金価格のボラティリティを高める要素であることに注意したい。

ETFへの資金流入ペースがカギ

世界の金ETF残高は過去最高を更新しているが、金価格は8月6日の高値を超える気配がない。これは金価格を押し上げるためには、ETFへの資金流入ペースが一段と加速する必要があることを示唆する。金価格が再び高値を更新するためには、現在の延長線上ではなく、米中対立の先鋭化など追加的な材料が必要か。逆に、ETFへの資金流入が止まれば、金価格は調整幅を拡大させる可能性も高まってくる。

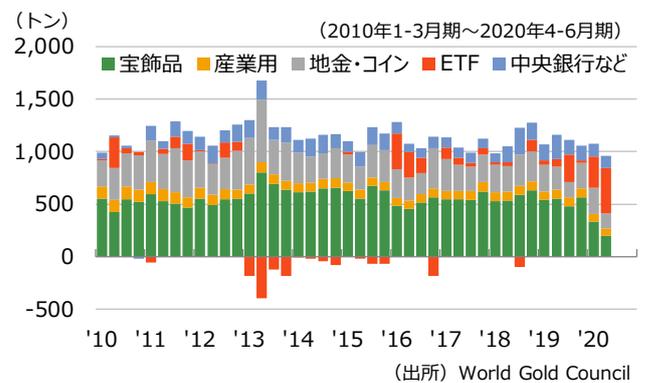
金価格と米国の実質金利



米国の10年先期待インフレ率と10年国債利回り



金の需要



金価格と金ETFの残高



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		コメント
		先進国	新興国	
ワクチンの早期開発	中	大	大	新型コロナウイルスで抑圧されていた需要が大規模に発現する。遅れていた生産の挽回もあり、景気は一時的にせよ大幅に上振れる。財政政策は巻き戻されるが、タイムラグを伴うため、少なくとも短期的には長期金利は上昇する。リスクオンや内外金利差拡大は円安要因となるだろう。経済見通しの良化により2021年以降の企業業績見通しも上方修正されることが期待される。これまでの株価上昇による株価指標の切り上がりはあるものの、業績見通しの改善を株式市場は素直に好感しよう。
大規模な感染の再来	小	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数が再び増加。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	トランプ大統領の中国叩き政策が支持率の回復に寄与していることで、米大統領選挙に向けて、米中摩擦がエスカレートする可能性が一段と高まる。足元では、経済への影響を低減するために、米政府の圧力は軍事、留学、娯楽文化などが中心だが、経済面での制裁が強まれば、景気回復を阻害するだけでなく、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。一方で中長期的には、一部供給網の中国離れの受け皿として、東南アジアやインドが恩恵を受けよう。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する恐れがあるが、「米国第一主義」の継続により、西側諸国を抱え込んだ対中包囲網が形成されるかについては不確実性が残る。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である一方、グローバル化路線への回帰で新興国には朗報。何れにせよ、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。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、まずは経済対策優先が基本線と考えるものの、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。一方、クリーンエネルギーへの注力は息の長い相場テーマになろう。対中強硬化や増税はリスクオフの円高要因に。

※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			
		9/15	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	0.00	-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	-0.75
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%	0.00	-4.00	-6.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.15
インド	レポ金利	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	-1.50	-0.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.50%	0.00	-3.50	-2.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	4.25%	0.00	-2.75	-4.25
トルコ	1週間物レポ金利	8.25%	0.00	-8.25	0.25

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		9/15	1か月	1年	3年
米国		0.68%	-0.03	-1.22	-1.52
ドイツ		-0.48%	-0.06	-0.03	-0.91
日本		0.02%	-0.03	0.17	-0.01
カナダ		0.56%	-0.06	-0.96	-1.53
豪州		0.87%	-0.07	-0.29	-1.88
中国		3.11%	0.17	0.02	-0.49
ブラジル		7.81%	0.04	0.14	-3.54
英国		0.22%	-0.03	-0.55	-1.09
インド		6.03%	0.08	-0.61	-0.57
インドネシア		6.92%	0.14	-0.28	0.39
メキシコ		5.88%	0.16	-1.38	-0.94
ロシア		6.35%	0.16	-0.77	-1.22
トルコ		12.86%	-1.30	-1.75	2.38

株価指数		直近値 期間別変化率			
		9/15	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	27,996	0.2%	2.9%	25.7%
	S&P500	3,401	0.8%	13.1%	36.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,332	0.8%	-6.1%	-5.2%
日本	日経平均株価	23,455	0.7%	6.7%	17.8%
	TOPIX	1,641	1.1%	1.9%	0.1%
中国	MSCI中国	98.85	3.1%	24.4%	18.0%
インド	MSCIインド	1,366	3.4%	7.9%	13.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,726	-5.2%	-19.8%	-16.5%
ベトナム	ベトナムVN指数	896	5.4%	-9.2%	11.2%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		9/15	1か月	1年	3年
米ドル		105.44	-1.1%	-2.5%	-4.9%
ユーロ		124.91	-1.1%	4.3%	-5.7%
カナダ・ドル		79.97	-0.5%	-1.7%	-12.0%
豪ドル		76.99	0.7%	3.5%	-13.2%
人民元		15.55	1.3%	1.4%	-8.1%
ブラジル・リアル		19.98	1.7%	-24.5%	-43.9%
英ポンド		135.91	-2.6%	0.6%	-9.8%
インド・ルピー		1.43	0.6%	-6.1%	-17.2%
インドネシア・ルピア		0.71	-1.0%	-8.1%	-15.1%
フィリピン・ペソ		2.18	-0.4%	5.0%	1.0%
ベトナム・ドン		0.46	-1.0%	-2.3%	-6.7%
メキシコ・ペソ		4.99	2.9%	-10.4%	-20.5%
ロシア・ルーブル		1.41	-4.0%	-16.5%	-27.0%
トルコ・リラ		14.07	-2.8%	-25.9%	-56.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		9/15	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	17,411	2.1%	-11.7%	3.8%
日本	東証REIT指数	1,717	2.0%	-19.1%	2.7%

商品		直近値 期間別変化率			
		9/15	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	38.28	-8.9%	-30.2%	-23.3%
金	COMEX金先物価格	1,958	1.1%	31.2%	48.2%

※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9月15日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

米ドル



ユーロ



カナダ・ドル



豪ドル



中国人民幣



ブラジル・リアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2020年9月15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：平均して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	10月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（28-29日） ●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） ●中国第19期第5回全体会議（五中全会）（月内） 	
	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、11-15日） ●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） ●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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了（12日） ●ベトナム議会選挙（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） 	<ul style="list-style-type: none"> ●OPEC総会（月内）
	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			
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合（21-22日） 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会（9日） ●FOMC（21-22日） ●米2022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（月内）

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、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

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、HHS：米国保健福祉省、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、YCC：イールドカーブ・コントロール

（作成基準日：2020年9月15日）

（発行日：2020年9月23日）