

マーケットの視点

「投資環境」

吉川レポート：新たな軌道を模索する金融市場

1 9月の株価調整の背景

3 低金利環境での資金フローが継続

2 一方的なリスク回避の動きは避けられる見通し

4 「政治の季節」

1 9月の株価調整の背景

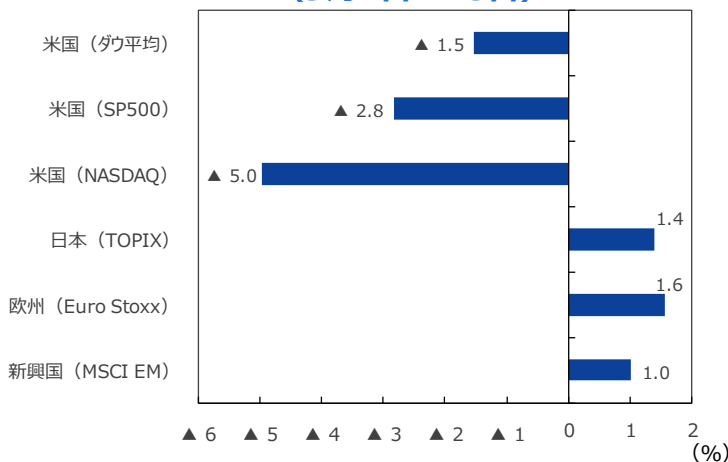
- 9月の主要国金融市場は、ナスダック総合指数の大幅下落に先導される形で不安定な動きとなりました。9月前半の株価下落は米国に限定されており、米テクノロジー関連企業の株式に関して、オプション取引も含めた投機的な動きが強まっていたことへの調整であった可能性が高いと考えられます。
- 9月後半に入ると欧州において新型コロナウイルスの新規感染の再拡大傾向が続き、経済活動に対する規制が強まるリスクが高まりました。加えて、米国でトランプ政権と議会の財政協議が予想以上に難航し、年内に追加対策がまとまらない可能性が浮上してきたことから、グローバル景気についての不透明材料となり始めました。これらを受けてリスク回避の動きが広がり、欧州や日本、新興国でも株価が下落に転じたほか、高利回り社債や新興国債券のスプレッド（上乗せ金利）の拡大も目立ちました。

2 一方的なリスク回避の動きは避けられる見通し

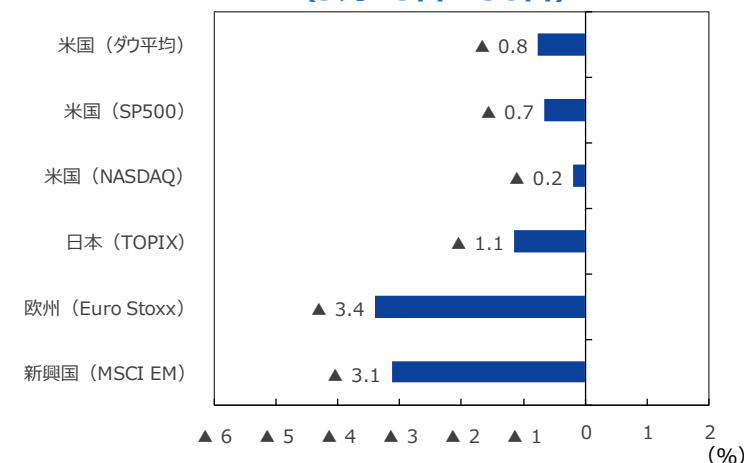
- しかし、金融市場がこのまま一方的にリスク回避の傾向を強める可能性は低いと考えます。
- 第1に、世界経済の回復傾向は続いています。新型コロナウイルスの新規感染の再拡大を受けて、主要国でサービス業の回復が鈍化していることは事実ですが、営業・移動制限は地域・業種を限定して行われているため、全体としては悪化方向には転じていません。一方、製造業については、部分的な移動制限であれば工場の稼働はある程度可能です。その中、①中国の景気回復、②自動車などの需要回復、③受注が回復する中で在庫を還元するための生産増、などから堅調に推移しています。

【2020年9月の主要株価指数の騰落率（月前半と後半の比較）】

2020年9月前半
(9月1日～15日)



2020年9月後半
(9月15日～30日)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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



- 第2に、米連邦準備制度理事会（FRB）が8月に平均インフレ目標を導入するなど、主要国の金融政策は「危機を受けた緊急対応」から「中長期の緩和維持によるインフレ期待の押し上げ」にギアチェンジしつつあります。金融市場では追加の金融緩和策が矢継ぎ早に行われるとの期待が後退しましたが、各国ともサービス関連のインフレ率が低位に留まり、企業金融に関する潜在的なリスクが残る中、政策金利は長期にわたってゼロ近辺に維持されるとの見通しに変わりはありません。
- 第3に、投資家の手元には現金に近い資産がなお高水準となっている可能性が高いと考えます。投信関係の資金フローを集計しているEPFRグローバルのデータを見ると、コロナ危機発生後、現金に近い資産であるMMFの残高が急増しました。7月以降、徐々に他資産に資金がシフトし始めていますが、なお高水準です。景気が崩れなければ、株価が調整した際にはこうした資金が買戻しに動き、下値を支えることが期待されます。

3 低金利環境での資金フローが継続

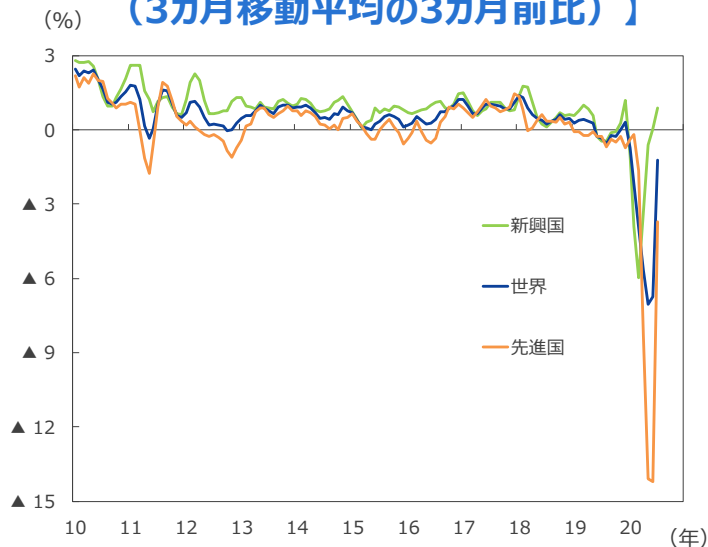
- 先行きは、景気循環の底入れを背景に投資資金の流入先が新興国などを含めて広がる可能性を視野に入れておくべきですが、足元の景気回復は本格的なローテーションが起こるにはまだ力不足とみられます。低金利環境の中で、利回り追求型の資金フローが基調となりつつ、株式については地域やセクターを絞った投資機会を求めるなど、新しい軌道の模索が続く可能性が高いと考えます。
- 為替面では、欧州における感染再拡大や欧州中央銀行（ECB）がユーロ高への警戒感を示したことを受け、ドル安ユーロ高傾向は一旦足踏みになる可能性があります。しかし、3～6カ月の期間で見れば、FRBの大規模緩和の浸透を受け、実効レートベースで緩やかなドル安傾向に戻ると予想されます。
- 円/米ドルレートは、各種要因（市場心理、日米金利差、国際収支の変化等）が綱引きとなり100～115円のレンジ推移（中心は105円）との見方を維持します。

4 「政治の季節」

- 米大統領・議会選挙が1カ月後に迫る一方、日本では衆院議員の任期が1年余りとなる中で菅新政権が発足するなど、年末に向けて「政治の季節」を迎えています。米大統領・議会選挙については民主党優勢で終盤を迎えています。仮にバイデン大統領となった場合、法人増税や規制強化といった経済成長にネガティブな要素と、インフラ投資の増額、秩序だった対中政策などの安定感を与える要素のどちらが前面にでてくるか、市場は選挙後の政策の内容をみながら判断することになります。選挙結果の確定に時間がかかって米国の追加財政政策に遅れがでる場合は、ダウンサイドリスクとなります。米国以外では、菅新政権が大規模な財政政策を追加すれば日本市場にとってはアップサイドの要因になる一方、英国のEU離脱（Brexit）や欧州連合（EU）復興基金の運営を巡る交渉は、その帰結次第で、欧州経済・金融市場にとって上下両方向の要因となり得ます。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

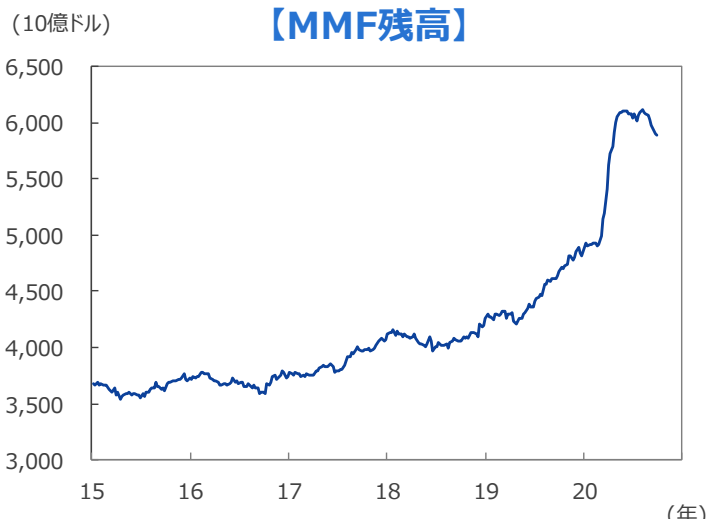
【グローバルな鉱工業生産のモメンタム（3カ月移動平均の3カ月前比）】



（注）モメンタム：3カ月の移動平均の3カ月前比。データは2010年1月～2020年7月。

（出所）オランダ中央統計局のWorld Trade Monitorの2020年7月分発表資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【MMF残高】



（注）データは2015年1月第1週～2020年9月第4週。

（出所）EPFRグローバルのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



主要国経済の動向と金融政策の見通し

	景気のイメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	2020年の成長見通しを▲4.9%から▲3.8%に上方修正。2021年は4.1%と予想。COVID-19の感染は一進一退だが、 部分規制による対応となっており、多少は減速しても景気は戻り基調 。追加の財政刺激策については政権と議会（特に下院民主党）の交渉が難航も、 年内に合意すれば消費の大幅落ち込みは避けられる見通し 。	平均インフレ目標導入を受けフォワードガイダンスを変更 <ul style="list-style-type: none"> 8月に臨時FOMCを開催、2%の平均インフレ目標を導入。9月の定例FOMCで平均インフレ目標の達成を政策金利変更の要件とする形にフォワードガイダンスを変更、2023年までゼロ金利を維持する方針を明示。緊急対応から長期の緩和維持にギアチェンジ。
日本	民間内需の回復は緩慢だが外需財政がサポート材料となり景気は緩やかに持ち直している。成長率は2020年度に▲6.1%の後、2021年度は3.1%と予想（前回2.9%）。 菅政権発足を受け、経済対策が行われる可能性が上昇 。秋に5兆円程度の第3次補正予算を予想。コア消費者物価の基調は前年比ゼロ前後。	資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充 <ul style="list-style-type: none"> 日銀は4月にCP・社債購入枠の3倍増、国債購入額の制限撤廃、企業金融支援オペ拡充、6月会合で企業金融支援枠を拡大した後は現状維持モード。 追加緩和策が必要になった場合、企業金融支援、資産買取強化が軸。為替の安定が崩れなければマイナス金利深堀りの可能性は低い。
ユーロ圏	2020年は▲8.2%となった後、2021年6.4%成長を予想。2020年4-6月期データの上方修正と フランスの景気対策を考慮して 、2021年の見通しを若干上方修正。7月下旬以降の感染再拡大は景気抑制要因だが、重症・死者数が安定しており、 大規模なロックダウンは回避されると想定 。復興基金とBrexitを巡る交渉に一応の注意が必要。	ユーロ高に一応の警戒感 <ul style="list-style-type: none"> ECBは4月の長期資金供給オペ金利引き下げに続き、6月の理事会で資産購入枠を6,000億ユーロ拡大、期間も2021年6月に延長。 低インフレとユーロ高警戒を受け12月に資産購入を延長・拡大する見通し。戦略再検証の内容（2%超インフレの一時容認の可能性など）に注目。
中国	2%台の成長でも雇用が安定するとの見通しの下、政府は追加の景気刺激は見送るとみられ、2020年2.6%成長。2021年は 消費回復から9.3%成長を予想 。8月はインフラ投資に加え、 製造業の投資も増加 。感染抑制が続中、 小売売上（消費）も8月は前年比プラスに転換 。2%台の成長が視野に入中、習近平政権は過熱リスクにも配慮して追加対策は見送る見通し。人民元の上昇余地。	金融政策は微調整モードに転換 <ul style="list-style-type: none"> 人民銀行は4月20日に最優遇貸出金利（LPR）1年物を0.2%引下げ。7月1日に再割引・再貸出金利を0.25~0.50%引き下げ。 7月末の中央政治局会議で景気対策の重点は緊急対応から中長期の安定にシフト、金融政策は微調整モードに移行。年後半は銀行間金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。

（注）太字は注目点を示す。COVID-19 = 新型コロナウイルス感染症。FOMC = 米連邦公開市場委員会。ECB = 欧州中央銀行。
 （出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【当面の重要日程と政治リスク】

2020年 海外			2020年 日本	
10月 7日	米国	米国副大統領候補者討論会	10月	
12-18日	--	IMF世銀年次会合（オンライン開催）		
14日	--	G20財務相・中銀総裁会議		
15日	米国	第2回米国大統領候補者討論会		
22日	米国	第3回米国大統領候補者討論会		
26-29日	中国	第19期第5回全体会議（五中全会）		
29日	ユーロ	ECB理事会	28-29日	金融政策決定会合（展望レポート）
月内	米国	半期為替報告		
11月 3日	米国	米大統領選挙、議会選挙		
4-5日	米国	FOMC		
11-15日	--	ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議		
21-22日	--	G20サミット（議長国サウジアラビア、オンライン開催）		
30日	--	OPEC総会		
月中	--	G7首脳会議		
12月 1日	--	OPECプラス閣僚会議	12月	
4日	--	APEC首脳会議（議長国マレーシア、オンライン開催）		
10日	ユーロ	ECB理事会（見通し）	17-18日	金融政策決定会合
15-16日	米国	FOMC（経済見通し）	月内	2021年度の税制改正大綱
31日	英国	EU離脱移行期間終了	月内	2021年度予算案の閣議決定
月内	中国	中央経済工作会議		

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも
チェック!

2020年10月5日 米雇用者数は予想を下回る（2020年9月）
 2020年 9月9日 吉川レポート：世界経済と米長期金利上昇

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

