



情報提供資料

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 2021

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

## 三極化する世界

- I 過去1カ月のトピックは、欧米で新型コロナウイルスのワクチン接種が始まったことだろう。ただ、「ワクチン」という好材料を相当程度織り込んでいるために、株価は堅調であるも上値が重くなっているのも事実である。
- I 世界のリスク資産を見通すにあたって、2020年がグローバルに共通するテーマによるトップダウン・アプローチだったとすれば、2021年は「個別」と「時間軸」によるボトムアップ・アプローチの重要性が高まろう。



- 経 … ワクチン普及と政策による後押しで、実質GDPは2021年末にコロナ直前の軌道を回復。
- 株 … 今後はワクチン普及と経済正常化ペースが焦点、株価指標の高さを考慮し中立継続。
- 債 … 金融政策は当面現状維持、FRBの緩和姿勢の強さで長期金利は1%を上限にレンジ推移。
- リ … ワクチン普及の進展とリートの業績改善の進捗度合いに注目。
- 為 … リスクオンは米ドル安要因だが、米名目・実質金利の下げ止まりが米ドル高要因に。



- 経 … 感染が収束に向かうなか、政策対応を下支えに景気は2021年入り後に持続的回復へ。
- 株 … ワクチン期待は継続も目先は英国のEU離脱協議を注視。
- 債 … 緩和的な金融政策は長期化も、感染収束を織り込む過程でドイツの長期金利は一旦上昇。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロを支えるが、感染拡大がユーロ高を抑える要因に。



- 経 … 行動制限は限られ、大規模な経済対策が雇用悪化に歯止めをかけつつ、景気回復が継続。
- 株 … 国内のワクチン承認時期に不確実性も業績改善余地が相対的に大きいと判断。
- 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 … 世界景気回復期待が円安要因だが、感染が収束しないとリスクオンの円安を抑制へ。

### 表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



**カナダ**

- 経 … 感染第2波が目先の景気回復を抑制も、感染収束後は追加の財政政策が回復を後押し。
- 債 … 当面の政策金利据え置きとQEプログラムの調整により、長期金利は低位安定。
- 為 … 原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。



**豪州**

- 経 … 金融・財政政策の後押しで、実質GDPは2021年後半にコロナ前の水準を回復。
- 債 … YCCと量的緩和の組み合わせにより、長短問わず金利は抑制された状態が継続。
- 為 … 経常収支など実需の資金フローは追い風だが、中国との関係悪化はリスク要因。



**中国**

- 経 … 消費と輸出が一段と加速し、2021年上半期の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速。
- 株 … 目先は慎重姿勢が望ましいが、経済の優位性が強く、下落場面は押し目買いチャンス。
- 債 … 金利上昇余地は小さく、押し目買いの好機。
- 為 … 急速な上昇を受けスピード調整はあろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



**ブラジル**

- 経 … 労働市場の回復の遅れや財政支出の縮小により、当面の成長は緩慢に。
- 債 … 利下げ打ち止めにより長期金利の低下余地は限定的。
- 為 … 2021年は経常赤字がレアル安要因、証券投資がレアル高要因に。

シリーズ

## 世界の絶景

JAN. 2021



今月の一枚

### ブレッド湖（スロベニア）

アルプス山脈の南側、「サニーアルプス」と呼ばれるスロベニアを代表する景勝地。氷河の溶け水が溜まった氷河湖で、中央には教会があるブレッド島が浮かぶ。

# 世界経済・金融市場見通し

## 世界経済

### ワクチンの接種が始まる

過去1カ月のトピックは、欧米で新型コロナウイルスのワクチン接種が始まったことだろう。市場はそれを好感し、日本や米国では感染第3波が深刻化する中でも、株価は堅調に推移した。ただ、「ワクチン」という好材料を相当程度織り込んでいるために、株価は堅調であるも、この1カ月は上値が重くなっているのも事実である。

### 2020年のポイントはコロナと金融緩和

2020年の世界のリスク資産は「コロナショック」と、それに対応する「大規模な金融緩和策」という共通するテーマで同方向に動いてきた。アフターコロナを見据えると、世界は「三極化」しているようだ。1つ目のグループは米国やカナダ、豪州などで、金融緩和策の強化が不要とされる国々だ。金融緩和期待の後退で長期金利が上昇傾向にある。

## 金融市場

### 三極化する世界

2つ目のグループは日本やユーロ圏で、インフレ率が中央銀行の目標である2%に上昇することが見通せないため、現行の金融緩和策の長期化が見込まれる国々だ。長期金利は横ばいか低下している。3つ目のグループはメキシコやブラジルなどで、世界的なリスクオン環境で恩恵を受ける国々だ。長期金利は、海外からの資金流入等で、低下傾向にある。

### 2021年のポイントは個別と時間軸

世界のリスク資産を見通すにあたって、2020年がグローバルに共通するテーマによるトップダウン・アプローチだったとすれば、2021年は「個別」と「時間軸」によるボトムアップ・アプローチの重要性が高まろう。当投資環境見通しでは、先進国から新興国の経済、株式・債券・リート・商品・為替と、世界の主要市場・リスク資産をカバーしている。2021年もよろしくご愛読願いたい。

## 世界株式



### グループ①：金融緩和期待が後退する国々



### グループ②：金融緩和策の長期化が見込まれる国々



### グループ③：グローバルリスクオンで恩恵を受ける国々



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				ワクチン普及と政策による後押しで、実質GDPは2021年末にコロナ直前の軌道を回復。感染が収束に向かうなか、政策対応を下支えに景気は2021年入り後に持続的回復へ。行動制限は限られ、大規模な経済対策が雇用悪化に歯止めをかけつつ、景気回復が継続。感染第2波が目先の景気回復を抑制も、感染収束後は追加の財政政策が回復を後押し。金融・財政政策の後押しで、実質GDPは2021年後半にコロナ前の水準を回復。消費と輸出が一段と加速し、2021年前半の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速。労働市場の回復の遅れや財政支出の縮小により、当面の成長は緩慢に。
	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对比较

株式	米国				今後はワクチン普及と経済正常化ベースが焦点、株価指標の高さを考慮し中立継続。ワクチン期待は継続も目先は英国のEU離脱協議を注視。国内のワクチン承認時期に不確実性も業績改善余地が相対的に大きいと判断。目先は慎重姿勢が望ましいが、経済の優位性が強く、下落場面は押し目買いチャンス。割高感あるも、構造改革、外資の中国離れの受け皿になりやすいことなどがけん引。雇用関連の法改正、政治安定などが中長期発展に寄与し、上昇余地は大きい。政治安定による経済支援への期待は強く、ワクチン確保などで、一段の反発余地ある。EVFTA締結等の構造改革、2021年の党大会への政策期待など、買い材料が多い。
	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				金融政策は当面現状維持、FRBの緩和姿勢の強さで長期金利は1%を上限にレンジ推移。極めて緩和的な金融政策は長期化も、感染収束を織り込む過程で長期金利は一旦上昇。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プログラムの調整により、長期金利は低位安定。YCCと量的緩和の組み合わせにより、長短問わず金利は抑制された状態が継続。金利上昇余地は小さく、押し目買いの好機。利下げ打ち止めにより長期金利の低下余地は限定的。政策金利、資産購入とも現状維持が長期化、長期金利は米国と連動しつつレンジ推移。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、金利水準は高く、海外資金が流入しよう。インフレ率の鎮静化で2021年前半にも利下げ再開が視野に入る。足元の通貨高でインフレ懸念は和らぎ、2021年は利下げ再開を見込む。相対的な金利の高さは魅力だが、高インフレ体質が金利低下を阻む。
	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				足元の感染拡大への懸念とワクチン開発への期待感により左右される展開を見込む。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				ワクチン期待で上昇も、需要を上回る供給の回復により更なる上値は限定的。8月以降の下落で割高感は解消し、まさかのリスクに備えてポジションを積み増す時間帯に。
	金				

※現地通貨建ての期待リターン・リスク・確信度を基に相对比较（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、米名目・実質金利の下げ止まりが米ドル高要因に。欧州復興への各国協調がユーロを支えるが、感染拡大がユーロ高を抑える要因に。世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、感染が収束しないと円安を抑制へ。原油価格や金利の大幅な変動は想定しがたく、対米ドルでおおむねレンジ推移。経常収支など実需の資金フローは追い風だが、中国との関係悪化はリスク要因。急速な上昇を受けスピード調整はあろうが、中長期的な上昇余地は大きい。2021年は経常赤字がレアル安要因、証券投資がレアル高要因に。英・EU通商交渉の不透明感が残る。英国の感染拡大もあり、通貨高は限定的に。中銀のルピー売りの為替介入を受け、上昇余地は限定的。中銀の目標レンジまで買い戻されたことで、目先は増価余地は限定的。経常収支の黒字転換はポジティブも、中銀の通貨高抑制が懸念され、上昇余地は限定的。貿易黒字が支えだが、政府の介入を受け、レンジ推移を継続。経常黒字の継続に加え、利回り追求による海外投資家からの資金流入が通貨を下支え。貿易収支の改善や当局の外貨売り・ループル買い介入、実質金利の高さが追い風。経常赤字が続く、為替介入余地が乏しい中、通貨安定のためには更なる利上げが必要。
	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对比较

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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2019年	予想値 2020年	2021年	2022年	実績値*2		予想値		実績値*2		予想値	
					2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末
米国	2.2	-3.3	5.8	3.1	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	0.8	0.8
ユーロ圏*1	1.3	-7.3	4.7	2.4	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.61	-0.5	-0.4
日本	0.3	-5.1	3.6	1.5	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.01	0.0	0.0
カナダ	1.9	-5.7	4.5	3.6	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.73	0.7	0.7
豪州	1.9	-2.9	3.2	3.1	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.96	0.9	1.0
中国	6.1	2.3	8.2	5.8	3.25	2.95	2.95	2.95	3.14	3.30	3.2	3.0
ブラジル	1.4	-4.9	3.0	2.5	4.50	2.00	2.50	3.00	7.05	7.67	8.5	9.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*2		予想値			実績値*2		予想値	
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	
米国	28,538	30,199	30,000	30,500	米ドル	108.61円	103.67円	108円	107円
NYダウ	22.3%	5.8%	-0.7%	1.7%		-1.0%	-4.5%	4.2%	-0.9%
米国	3,231	3,695	3,650	3,720	ユーロ	121.77円	125.99円	128円	127円
S&P500	28.9%	14.4%	-1.2%	1.9%		-3.2%	3.5%	1.6%	-0.8%
欧州	3,745	3,522	3,550	3,640	カナダ・ドル	83.63円	81.63円	83円	82円
STOXX 50	24.8%	-6.0%	0.8%	2.5%		4.0%	-2.4%	1.7%	-1.2%
日本	23,657	26,688	27,000	28,000	豪ドル	76.24円	78.36円	80円	81円
日経平均株価	18.2%	12.8%	1.2%	3.7%		-1.4%	2.8%	2.1%	1.3%
日本	1,721	1,782	1,880	1,910	中国人民元	15.60円	15.91円	16.9円	17.3円
TOPIX	15.2%	3.5%	5.5%	1.6%		-2.3%	2.0%	6.2%	2.4%
中国	85.7	104.65	116	118	ブラジル・リアル	26.98円	20.39円	19.3円	18.4円
MSCI	20.4%	22.1%	10.8%	1.7%		-4.5%	-24.4%	-5.3%	-4.7%

	リート			
	実績値*2		予想値	
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末
米国	20,156	18,483	20,100	21,700
NAREIT指数	26.0%	-8.3%	8.7%	8.0%
日本	2,145	1,713	1,850	1,900
東証REIT指数	20.9%	-20.2%	8.0%	2.7%

※株価指数・為替・リートの下段は年間騰落率  
 ※NYダウの単位は(米ドル)、日経平均株価の単位は(円)  
 ※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし  
 \*1 ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用  
 \*2 実績値の2020年末は2020年12月15日時点

(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

… 見直し引き上げ

… 見直し引き下げ

	実質GDP (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2019年末	予想値 2020年末	2021年末	2022年末	実績値*4 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末	実績値*4 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
英国	1.3	-11.9	3.6	3.4	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.26	0.3	0.3
インド*1	4.2	-9.2	7.8	4.3	5.15	4.00	3.50	3.50	6.56	5.89	6.0	6.5
インドネシア	5.0	-1.8	5.5	4.8	5.00	3.75	3.50	3.75	7.06	6.12	7.0	7.5
フィリピン*2	6.0	-7.8	7.3	5.6	4.00	2.00	2.00	2.00	2.71	1.92	2.3	2.5
ベトナム	7.0	2.8	7.8	6.5	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-0.3	-9.3	5.3	2.0	7.25	4.25	4.00	4.00	6.91	5.68	6.5	7.0
ロシア	1.3	-4.2	3.1	2.5	6.25	4.25	4.00	4.00	6.41	6.17	6.5	7.0
トルコ	1.0	1.0	2.8	3.0	12.00	15.00	14.00	10.00	11.72	12.88	12.0	12.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値*4 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値*4 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
インド	1,370	1,551	1,620	1,650	英ポンド	144.07円	139.56円	140円	139円
MSCI	8.5%	13.3%	4.4%	1.9%		3.0%	-3.1%	0.3%	-0.7%
インドネシア	7,288	6,730	7,230	7,350	インド・ルピー	1.52円	1.41円	1.50円	1.45円
MSCI	3.0%	-7.7%	7.4%	1.7%		-3.1%	-7.4%	6.4%	-3.3%
ベトナム	961	1,055	1,121	1,180	インドネシア・ルピア*3	0.784円	0.734円	0.771円	0.738円
VN指数	7.7%	9.8%	6.2%	5.3%		3.0%	-6.3%	5.0%	-4.3%
					フィリピン・ペソ	2.14円	2.17円	2.12円	2.06円
						2.3%	1.0%	-2.1%	-2.8%
					ベトナム・ドン*3	0.469円	0.448円	0.466円	0.456円
						-0.8%	-4.4%	4.0%	-2.1%
					メキシコ・ペソ	5.74円	5.21円	5.40円	5.49円
						2.8%	-9.3%	3.7%	1.7%
WTI原油 (米ドル/バレル)	61.06	47.62	42	42	ロシア・ルーブル	1.75円	1.41円	1.50円	1.53円
	34.5%	-22.0%	-11.8%	0.0%		10.7%	-19.3%	6.0%	2.0%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,523	1,852	1,950	1,950	トルコ・リラ	18.2円	13.2円	11.7円	10.8円
	18.9%	21.6%	5.3%	0.0%		-11.8%	-27.5%	-11.6%	-7.7%

※株価指数・為替・商品の下段は年間騰落率

\*1 インドの実質GDPは当該年4月から翌年3月まで

\*2 フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

\*3 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

\*4 実績値の2020年末は2020年12月15日時点

(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は来年末にコロナ前の軌道に

議会の「ねじれ」が続く限り、党派色の強い大規模な政策変更は実現困難。当面は新型コロナウイルス対応が最優先で、懸案の追加経済対策も合意の機運が醸成されている。実質GDPは2020年10-12月期以降2021年中を通じて年率5%程度の成長をベースに、ワクチンの普及に応じた上振れも想定しつつ、2021年4-6月期に新型コロナウイルス直前の水準に、同10-12月期にはコロナ前の軌道に復すると見込む。

### 感染が抑制されれば挽回生産は速やか

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも11月はやや低下したが、50を大幅に上回って推移している。11月以降の新型コロナウイルスの感染急拡大は、経済活動の再開が進んだ結果と考えられ、今度は行動制限の強化で目先の景気減速が懸念される。しかし、在庫水準は低く、感染が改めて抑制されれば、挽回生産の速やかな進展が期待される。実際、耐久財受注の上振れなど、設備投資に動きが見られる。

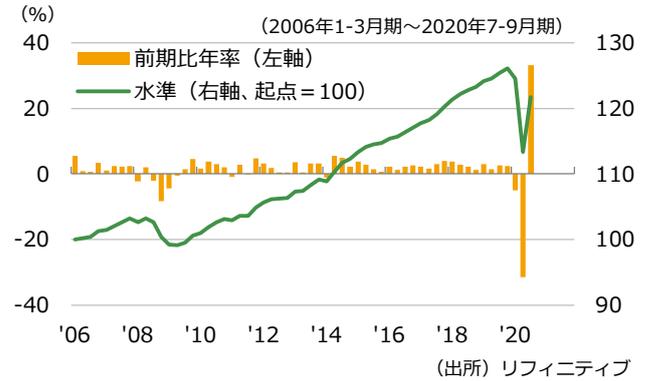
### 失業率の低下は今後緩慢に

失業率は4月の14.7%から11月には6.7%まで低下した。新型コロナウイルスを受けた景気後退は人為的な行動制限が要因であり、金融危機とはその後の回復の様相も異なる。迅速な政府支援もあり、経済活動の再開に連れて一時解雇者の復職は円滑に進んでおり、現水準程度までの失業率の急低下にさほど違和感はない。しかし、増加し続ける恒久的失業者に鑑みれば、失業率の低下は今後緩慢になろう。

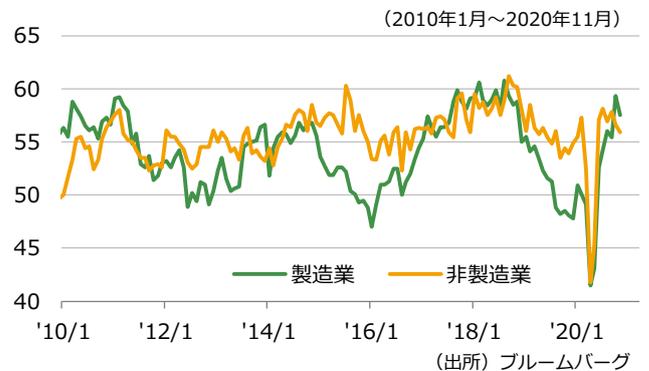
### インフレ率はコロナ直前を下回ったまま

新型コロナウイルスに伴う局所的な供給制約も物価の基調に影響を及ぼすには至らず、個人消費支出デフレーターで測ったインフレ率はコロナ直前の2%弱を下回ったまま。10月は総合で1.2%、コアで1.4%に留まる。インフレ率は大局的にはマクロ的な需給ギャップを反映した推移で、2022年末にかけて2%近傍まで緩やかに上昇すると見込むが、最大雇用の達成は遠く、2%がほぼ上限と想定する。

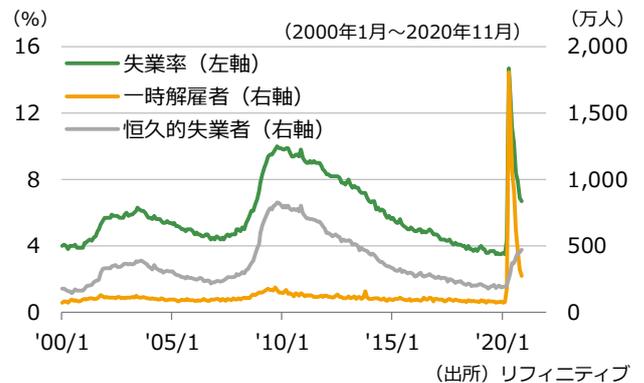
#### 実質GDP



#### ISM景況感指数



#### 失業率と非自発的失業者



#### 個人消費支出デフレーター





## 株式

### 新型コロナワクチンが無事承認

FDAにより新型コロナウイルスワクチンの緊急使用が承認された。ポジティブな材料の一方、材料出尽くし感もあり、前号からのS&P500騰落率は小幅高に留まった。米国内で順調にワクチン接種が進み、アフターコロナの期待が更に高まれば株価が一段高となる可能性がある一方、高水準なバリュエーションは不確定要因であるとみられ、先進国株式内の相対感から中立スタンスを継続する。

### 徐々に経済正常化後を考える時期に

2021年は前半はワクチン普及と経済、企業業績の改善ペースが焦点になると予想。一方、ワクチン接種が順調に進み、経済活動の正常化の蓋然性が高まれば下期以降、中央銀行の金融政策正常化タイミングに市場の注目が集まり易くなると考える。我々は早期に金融政策が正常化に向かうと予想していないものの、市場の思惑が先行し、それが株式市場を不安定化する可能性はあろう。

### 金利と株価指標の関係はまちまち

右図は米国の実質金利とPERの推移を見たもの。実質金利の低下がPERの上昇を促し、ヒストリカルにみても高い水準にある状態を許容している側面はあると考える。一方、過去を見れば金利とPERの関係は常に逆相関で安定している訳ではなく、経済情勢等に影響を受ける局面も多い。2021年は経済の正常化が強く意識される年とみられ、企業業績動向の影響力が強くなり易い年になると考えている。

### 足元の感染状況はリスク要因

米国における病床使用率の推移は右図の通り。高水準が継続する中、足元で上昇基調にあることが懸念される。主要州において更なる行動制限措置が導入される可能性も指摘されており、目先のリスク要因であることは変わらず。2021年に米国においてワクチンが普及するとの蓋然性は先月と比べて高まっており、足元の感染状況悪化による株価の下落余地は限定的と考えるものの、動向は注視したい。

### S&P500の推移



### PERの推移 (S&P500)



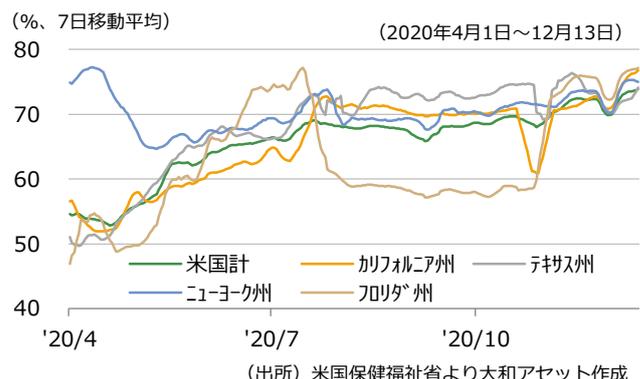
※ PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース、会計年度末は12月  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

### PER (S&P500) と米国実質金利



※週次データ  
※PER算出上のEPSは12カ月先予想、実質金利は国債利回りとBEIで算出  
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

### 米国主要州における病床使用率の推移





## 債券・金利

### 政策金利、資産購入とも当面は現状維持

FRBは8月に新たな金融政策の枠組みを、9月に政策金利のフォワード・ガイダンスを発表した。ゼロ金利政策解除の条件は厳しく、一方でFRBはマイナス金利にも否定的で、政策金利は現状維持の長期化を見込む。経済状況に紐付けた資産購入の定性的な指針も、当面は現行ペースでの継続を示唆するに留まろう。長期金利が大幅に上振れることでもなければ、資産購入の増額も現実的でない。

### 長期金利は1%を上限とするレンジ推移

11月雇用統計の下振れを受けた追加経済対策期待で10年国債利回りは一時1%に接近した。ワクチンが普及すれば、財政刺激の縮小でターム・プレミアムが低下する一方、利上げ期待の高まりが予想されるが、FRBの緩和的な金融政策姿勢の強さから、利上げ期待は裏切られる可能性が高い。10年国債利回りは1.0%を上限とするレンジ推移を見込む。

## リート

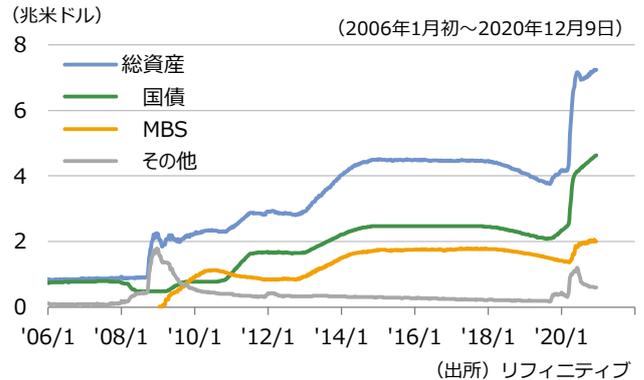
### ワクチン期待は継続

11月前半の上昇以降、米国リート指数はおおむね横ばいでの推移となった。ただセクター別では、データセンターや物流施設が軟調に推移した一方で、新型コロナウイルスの影響を大きく受ける商業施設やホテル・レジャー関連のリートが上昇するなど、ワクチン期待が継続した形となった。今後はワクチンの動向とともに2021年以降の業績改善に注目が集まろう。

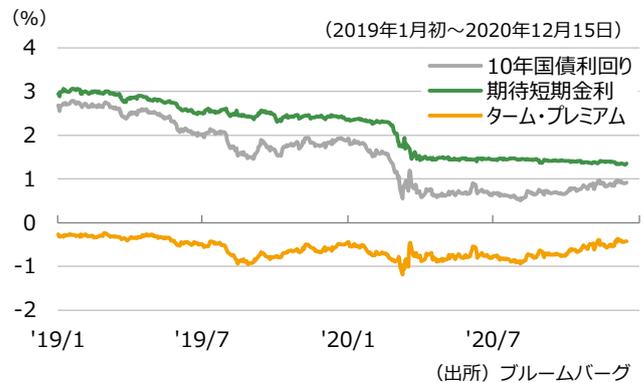
### 緩やかな長期金利の上昇

長期金利は緩やかな上昇傾向となったものの、社債の信用スプレッドは縮小傾向で、リーートの負債調達環境は良好な状況が継続。大幅な金利上昇がなければリーートの業績やバリュエーションへの影響は軽微なものにとどまろう。今後は、経済回復とそれに伴うリーートの業績改善の進捗に注目が集まると考える。

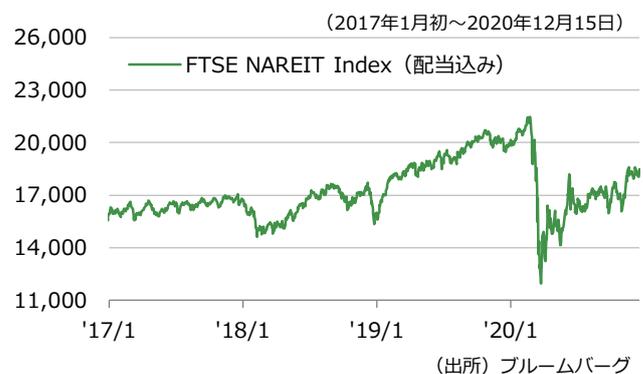
### FRBの総資産残高と内訳



### 長期金利の要因分解



### FTSE NAREIT Index推移



### 予想配当利回りと長期金利の利回り差





## 為替

### 日米金利差拡大が米ドル高圧力に

米長期金利が8月に反発して以降、日米長期金利差が拡大している。米大統領選挙前には、バイデン政権になれば財政支出と財政赤字が拡大するとの見方や、FRBへの追加緩和圧力が後退するとの見方から米金利が上昇した。その後、上院選挙で共和党が過半を維持するとの見方から米金利は低下したが、ワクチン開発期待で再び上昇。日米長期金利差の拡大は米ドル円を上昇しやすくする要因となろう。

### 米実質金利が米ドル円上昇を抑制

米実質金利が低下し、米ドル安に作用してきた。金融緩和期待が名目金利を抑え込む一方で、期待インフレ率を高めたためだ。10月から11月にかけては景気指標改善や財政支出期待などから実質金利が上昇したが、期待インフレ率の上昇により再び低下。期待インフレ率の上昇が実質金利を低下させるか、それとも金融緩和期待を後退させて名目・実質金利を上昇させるかが、米ドル円のカギを握るだろう。

### 米政権1年目の前半は米ドル円堅調

米大統領選挙年の米ドル円を平均化すると、選挙前に下落傾向、選挙後に上昇傾向となる。2020年はそれに近い傾向で推移してきたが、米国の新型コロナウイルス感染拡大による金融緩和長期化期待と米金利低迷を背景に、選挙後も米ドル円の上昇は鈍い。ただ、米政権1年目の米ドル円は5月頃までは上昇傾向に。新型コロナウイルスワクチンの配布が進んだ場合、2021年前半もそうした傾向になる可能性があるだろう。

### ねじれ議会で米ドル円下落とは限らず

米議会両院で民主党多数や共和党多数よりねじれのケースの方が米ドル円の上昇確率が高い。しかも、ねじれ議会で大統領が民主党のケースは、共和党のケースよりも米ドル円の上昇確率が高い。ねじれ議会では必ずしも財政支出が抑制されて米金利と米ドル円が下落しやすいと限らない。近年は共和党より民主党の方が保護主義的で米ドル安志向とは言えず、バイデン政権になればトランプ政権より保護主義が弱まりリスクオンの円安に働く可能性もある。

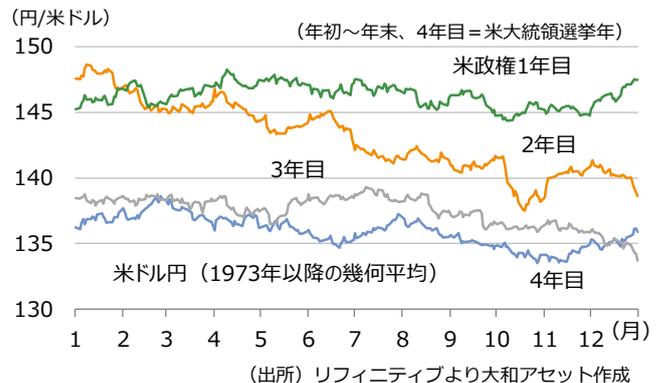
### 日米名目金利差と米ドル円



### 日米実質金利差と米ドル円



### 米政権 (1期4年) 各年の米ドル円平均



### 米政党別にみた米ドル円の上昇確率 (上昇年の割合)

(1973～2019年、47年間)

全体	43 %	( 20/47 )
米議会上院・下院		
共和党両院過半	50 %	( 8/16 )
ねじれ	55 %	( 6/11 )
民主党両院過半	30 %	( 6/20 )
米大統領 (ねじれ議会のケース)		
共和党選出	43 %	( 3/7 )
民主党選出	75 %	( 3/4 )

(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 経済

### 景気は2021年入り後に持続的回復へ

実質GDPは新型コロナウイルスによる急激な落ち込み後、2020年7-9月期に急回復したが、10月以降の感染再拡大に伴う行動制限の強化で、10-12月期はマイナス成長を免れず。しかし、感染は一旦収束に向かいつつあり、2021年入り後は極めて緩和的な金融政策の継続、各国並びに汎欧州の財政政策を下支えに景気は回復基調を保ち、2023年1-3月期に実質GDPはコロナ直前の水準を取り戻すと見込む。

### サービス業は行動制限の程度に依存

マークイットPMIはサービス業が4カ月連続の低下。特に11月の低下は急で、50を大幅に下回った。サービス業は行動制限の影響をより直接的に被るだけに悪化は半ば必然だが、12月以降は一部行動制限が緩和されており、低下が一服しよう。ワクチン開発の進展で、先行きの景況感は改善している。一方、輸出増の恩恵もある製造業はコロナ前との比較でも堅調で、当面は安定した推移を見込む。

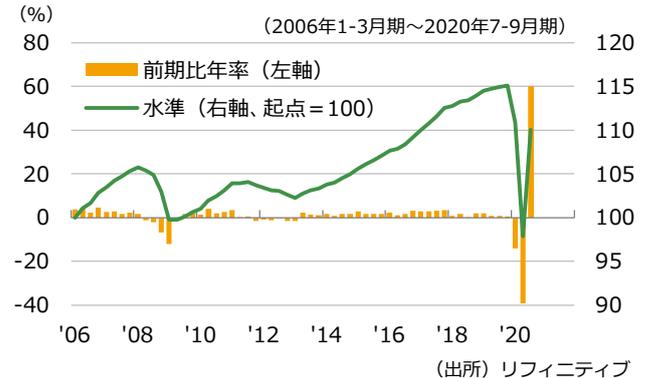
### 雇用情勢の改善と個人消費の堅調

小売売上高は既に新型コロナウイルス前の軌道を上回って推移している。政府の支援で失業率の上昇は比較的抑えられていたが、その失業率も低下に転じており、雇用情勢が改善するなか、付加価値税率の時的引き下げ等の消費刺激策が奏功している。財政政策は今後縮小が予想されるが、各国政府の前向きな姿勢に鑑みれば、新型コロナウイルス問題の改善に見合った程度の縮小に留まろう。

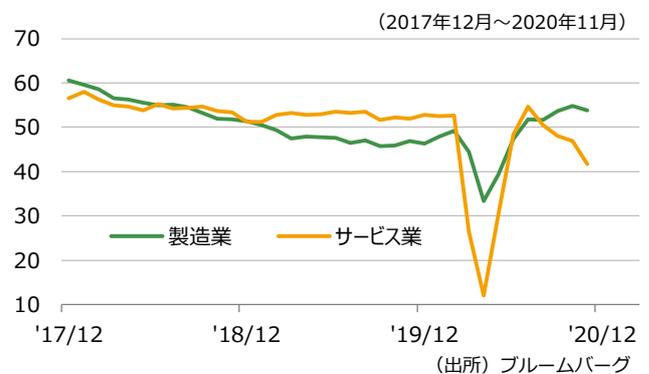
### コアのインフレ率はユーロ発足来の最低

消費者物価指数は9、10、11月と続けて、総合で前年同月比▲0.3%、コアでユーロ発足来最低の同0.2%と軟調。付加価値税率の時的引き下げ等の特殊要因を割り引く必要はあるが、サービス価格の趨勢的な鈍化からは、物価上昇圧力の基調的な弱まりが窺える。ECBのインフレ見通しも2023年で1.4%に留まる。期待インフレ率はコロナ直前の1.25%程度まで戻したが、2%への上昇は見通せず。

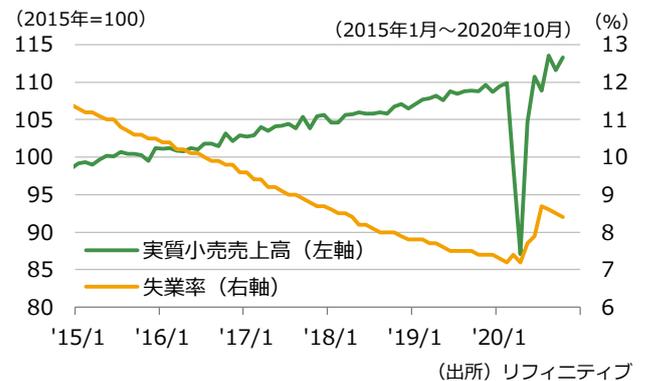
#### 実質GDP



#### 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

### 米英でワクチン承認も株価は横ばい圏

英国や米国で新型コロナウイルスワクチンが承認されワクチン期待は高まった一方、英国のEU離脱協議に対する不透明感が高まった。ワクチン開発材料は一服感もあり、前号から株価はほぼ横ばいと頭打ち感も感じられる。英国が合意なきEU離脱となった場合にはその影響が金融市場にも及ばないかの注意は必要であるものの、株価指標に米国程の過熱感はなく、中立スタンスを継続する。

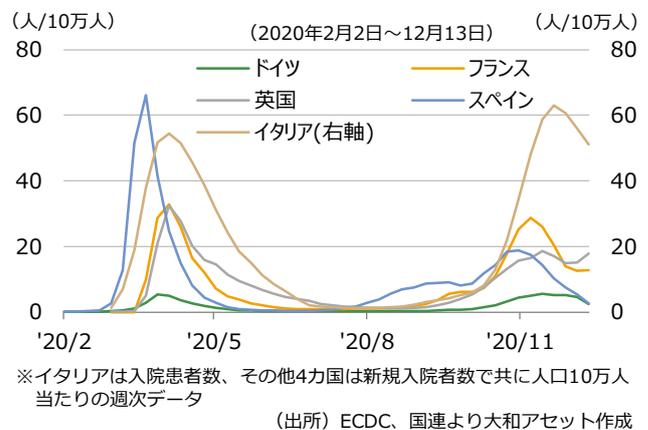
### 足元の感染状況は相対的に優位

右図は欧州主要国における新型コロナウイルス患者の入院者数の推移を示したものの。ドイツの新規感染者数が高止まりしていることは懸念も、全体として入院患者数はピークアウトしている。ドイツの入院患者数も相対的には低位であり、落ち着きを取り戻しつつあるとみる。日米で足元の感染状況が強く懸念される局面では欧州株が相対的に選好されよう。

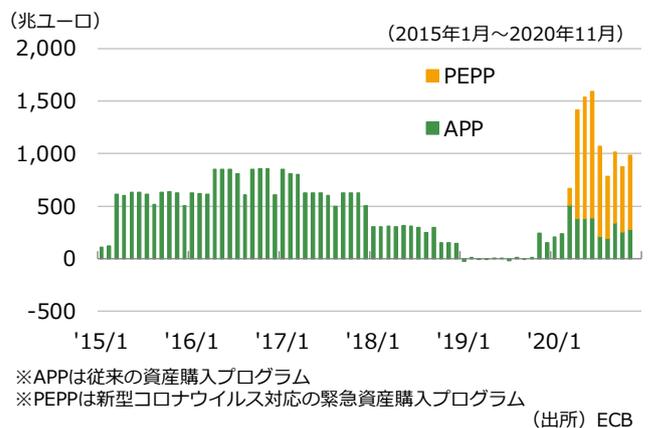
### Euro STOXX 50の推移



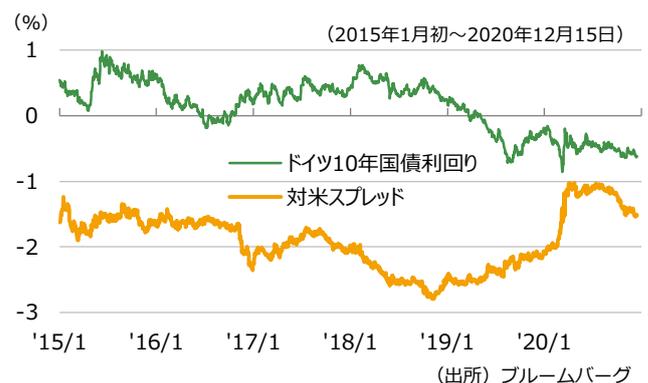
### 欧州主要5カ国の新型コロナウイルス入院者数の動向



### ECBの資産購入額



### ドイツの長期金利と対米スプレッド



## 債券・金利

### 極めて緩和的な金融政策の長期化

ECBは12月の理事会で、新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラムと貸出実績に応じた長期の資金供給オペの実施期間を延長した。前者は少なくとも2022年3月末まで継続の方針で、現在の極めて緩和的な金融政策が長期化する。新型コロナウイルスの動向や財政政策を勘案しつつ、資産購入は柔軟に実施されようが、物価安定が唯一の政策目標である限り、金融緩和の明示的な縮小は見通せず。

### 長期金利は2021年中に一旦上昇へ

ドイツの10年国債利回りは米国とのスプレッドを拡大しつつ、▲0.6%を下回って低下している。ユーロ圏の金融環境は安定しており、「質への逃避」が生じているわけではなく、ECBの極めて緩和的な金融政策の長期化を反映した動きと見られる。2021年にワクチンの普及等で新型コロナウイルス問題の収束を織り込む過程では一旦上昇に転じよう。



## 為替

### ユーロ相場は堅調に推移

欧州では新型コロナウイルスの感染抑制のために各国が行動規制を強めた結果、感染拡大ペースが鈍化し、規制緩和を探る状況にある。景気指標が予想以上に悪化することなく、ユーロは堅調だ。ECBは12月に追加緩和を決定したが、緩和ペースが加速するわけではなく、ユーロ安とはなっていない。EUが中期予算と復興基金で合意し経済再建に動けるようになったことは、ユーロを支援する材料だ。

### 欧米の新型コロナ感染動向に相違

欧州主要5カ国の新型コロナウイルス新規感染者数が急増し、一時は米国を上回っていたが、行動規制強化の効果で感染が大幅に鈍化している。一方で米国は感染拡大が進んでおり、相对比较からはユーロより米ドルが売られやすい状況にある。ただ、米国の感染拡大傾向が続くと、ワクチン開発への期待があっても、行動規制強化による景気悪化懸念がリスクオフの円高やユーロ安を招くリスクもある。

### 欧米の景気指標動向にも相違

市場予想と比べた経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は米国が低下し、ユーロ圏が下げ止まり。欧州では行動規制緩和が景気にプラスとなる面もあるが、ドイツのように規制強化の動きも出てきたので、先行きは予断を許さない。各国の景気指標動向に相違があると、相对比较で通貨の強弱が決まりやすく、各国の景気指標が同調して悪化すると、リスクオフの円高に傾きやすいだろう。

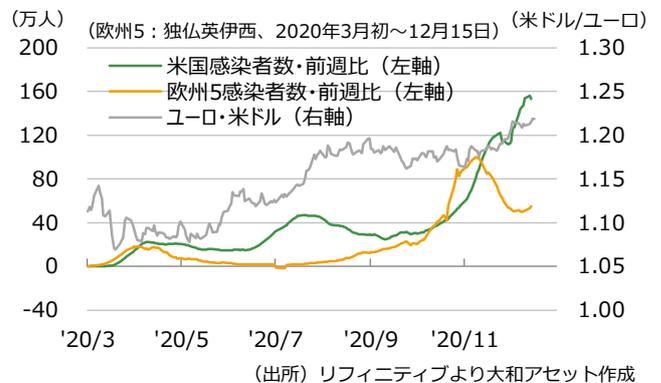
### 相対通貨量に反した為替の動き

日欧のマネタリーベース比率と為替には相関があるが、為替は他の要因によっても変動しているので、さほど強い相関ではない。例えば、2005年12月から2008年7月にかけてECBが利上げした局面では、相対的にユーロの量が增加（円が減少）しても、金利の影響でユーロ高・円安が進んだ。2020年はECBの量的緩和により相対的にユーロの量が增加（円が減少）しているが、ユーロ高・円安傾向に。

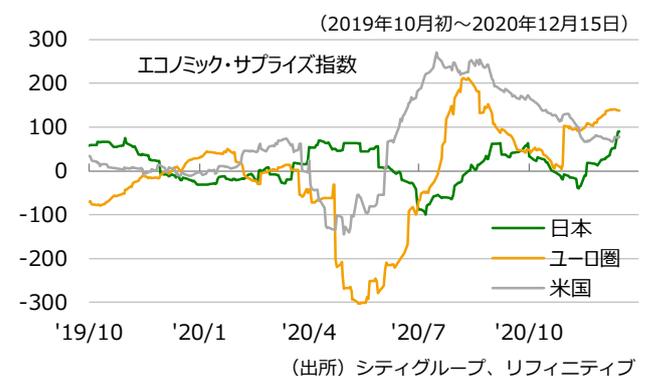
### ユーロの対円相場と対米ドル相場



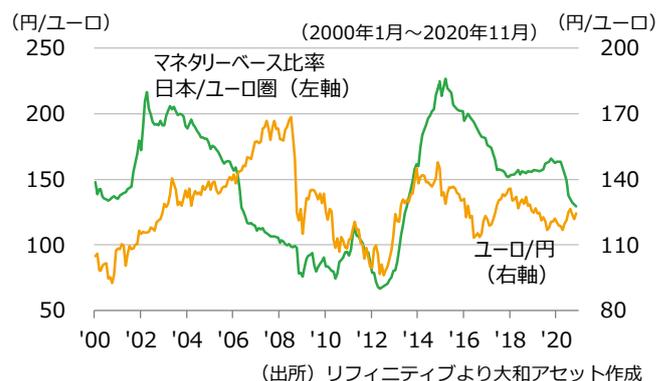
### 欧米の新型コロナウイルス感染者数と為替



### 日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



### 日欧のマネタリーベース比率と為替





## 経済

### 感染再拡大で景気回復に大幅な遅れ

実質GDPは2020年4-6月期の極端な収縮後、7-9月期にリバウンドしたが、水準は低い。10月以降新型コロナウイルスの感染が再拡大するなか、イングランドでは11月に4週間に亘って行動制限が強化されており、10-12月期は再び大幅なマイナス成長を免れず。このため、実質GDPがコロナ直前の水準を取り戻すのは2024年以降に先送りされると見込む。実質的なEU離脱も当面の景気下押し要因に。

### 学習効果とワクチン承認が悲観を軽減

新型コロナウイルスの新規感染者数は11月後半に漸く減少に転じた。12月入り後に再び増加しているが、行動制限を強化すれば感染は抑制されるとの学習効果、感染第1波との比較で新規死者数が抑えられていること、ワクチンの接種開始等から、悲観一色ではない。EUとの通商協議も何れにせよ結論が出ることで、新常态への適応が否応なく進む。

## 為替

### 政策金利は据え置き、長期金利は膠着

BOEは11月に資産購入枠を7,450億ポンドから8,950億ポンドへ拡大し、少なくとも2021年末まで資産購入を継続する方針を明らかにした。インフレ率は長期間2%を下回ったままだが、BOEは新型コロナウイルス問題下でのマイナス金利には否定的で、政策金利は据え置きが長期化しよう。名実ともにEUを離脱した後、長期金利は米国と連動しつつ0%台前半でのレンジ推移を見込む。

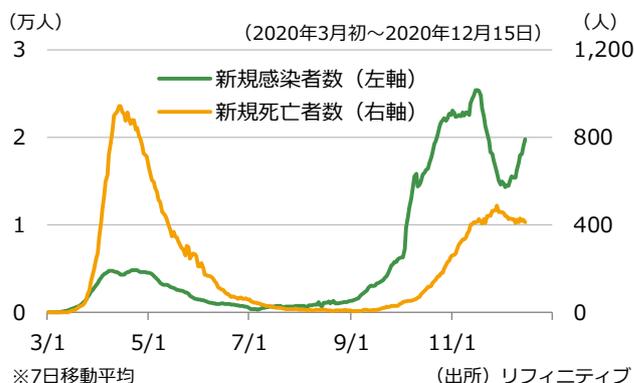
### 英・EU通商交渉がポンド相場を左右

英国では新型コロナ新規感染者数の鈍化と行動規制緩和がポンド高に作用した。今後、ワクチン接種効果により感染が抑制されるか、それとも冬場に再び感染が拡大するかが注目される。英・EU通商交渉は両者の隔たりが残っており、その動向がポンド相場のカギを握る。合意に至ればポンド高が進もうが、合意できずにポンド安が進むリスクも残る。

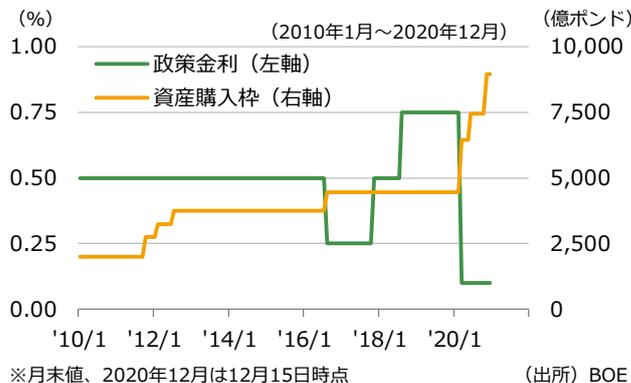
### 実質GDP



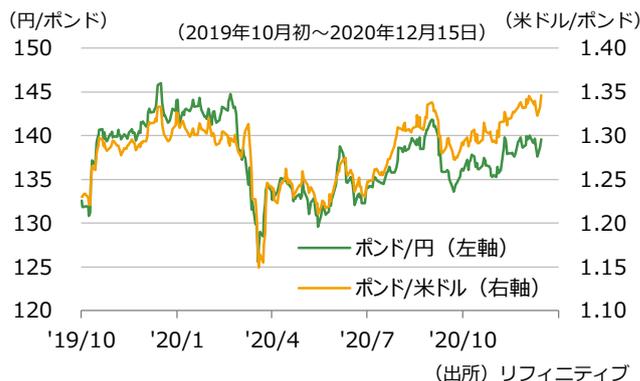
### 新型コロナウイルスの新規感染者数・新規死者数



### 政策金利と資産購入枠



### ポンドの対円相場と対米ドル相場





## 経済

### 経済対策の後押しで景気回復が継続

実質GDPは2020年4-6月期の急減後、7-9月期は急増したが、欧米と比較すると戻りは鈍い。足元で新型コロナウイルスの感染が再拡大しているが、行動制限の強化は厳格ではなく、大規模な経済対策の後押しで10-12月期以降も景気回復は継続すると見込む。2021年中にはワクチンの普及も期待され、実質GDPは2023年4-6月期に消費税率引き上げ直前の水準を取り戻すと想定する。

### 景況感の水準の改善余地は大きい

11月景気ウォッチャー調査では、現在の景気の方角性、水準についての判断を表す指数が共に4月以来の低下となった。新型コロナウイルスの感染が再拡大する中で、然るべく悪化したと考えられる。新型コロナウイルスの動向に依存するが、衆議院選挙を控え、2021年中も企業・家計への切れ目のない政府支援が期待される。これまでの戻りが鈍いだけに、景況感の水準の改善余地は大きい。

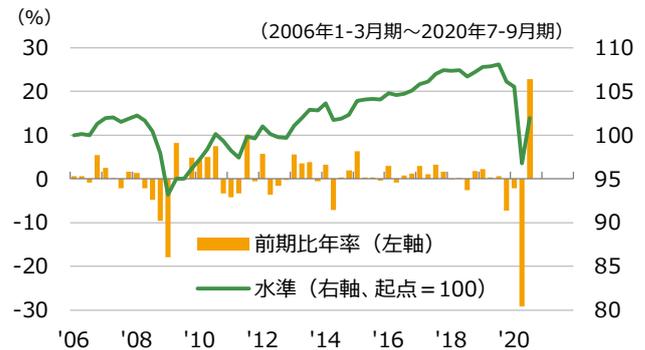
### 失業率は低下間近

失業率は2019年末の2.2%から2020年10月には3.1%へ上昇した。2008年10月の3.8%から2009年7月に5.5%へ上昇したリーマンショック直後と比較すれば、悪化は限定的。今回は持続化給付金、企業の資金繰り支援、雇用調整助成金等の迅速な対応で、企業倒産の抑制、雇用保蔵が促されたことや、直前の人手不足感が大きかったためと考えられる。雇用判断DIからは失業率は低下間近と見られる。

### 物価の基調は著しく弱い

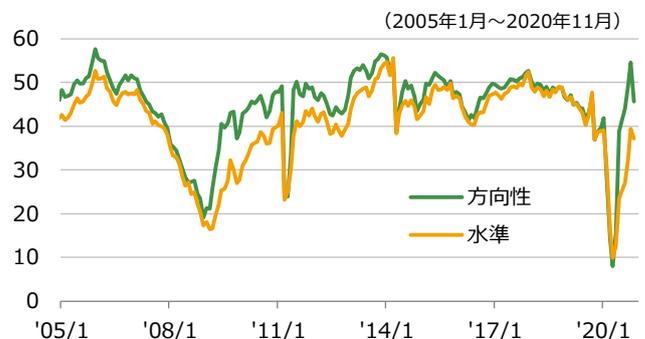
消費者物価指数は生鮮食品及びエネルギーを除く総合で10月は前年同月比▲0.2%と、マイナス圏に沈んだ。「Go To トラベル事業」の影響を除いても前年同月比0.2%と、物価の基調は著しく弱い。ウェイトの大きい家賃が上昇に転じたとは言え、ゼロ近傍で低迷しており、全体の伸びを抑制している。新型コロナウイルス問題に伴う需給ギャップの拡大に鑑みれば、インフレ率は尚のこと高まりにくい。

### 実質GDP



(出所) 内閣府

### 景気ウォッチャー調査



※方向性、水準とも現状判断

(出所) 内閣府

### 雇用判断DIと失業率



※雇用判断DIは「過剰」 - 「不足」

※雇用判断DIは大企業非製造業が対象、四半期データ

(出所) 日銀、総務省

### 消費者物価指数



(出所) 総務省



## 株式

## 横ばい圏も相対的に堅調

米国や英国において新型コロナウイルスワクチンの緊急使用が承認され、国内でもワクチン期待は高まった。国内承認はまだであるものの、今後はワクチンの国内承認タイミングと実際の接種動向、それに伴う経済正常化のペースが焦点になると考える。株価には上値の重さも感じられるものの、新型コロナ後を見据えれば業績改善余地は相対的に大きいとの見方は変わらず、やや強気のスタンスを継続する。

## 2期先まで見れば割高感はない

PERの状況は変わらず。2021年度予想はやや割高感も2022年度予想は特段の割高感はない。通常、現時点において2期先の業績見通しを市場が織り込みに行くことはないものの、「経済の正常化」が意識される現在においては、市場の業績織り込みの時間軸が延びている可能性を視野に入れておくべきと考える。その意味では2022年度業績予想とは言え、PERに割高感がないことの意味合いは大きい。

## 米国対比でも相対的な安心感

右図はTOPIXとS&P500のバリュエーションの比較を見たもの。上昇はS&P500のPERやPBRが対TOPIXで切り上がっていることを示している。近年、趨勢的に米国のバリュエーションが上昇しており、現在の水準が即座に調整リスクがあることを意味しない。しかし、金融政策の正常化が意識され、バリュエーション調整が意識される局面が訪れた際、日本株は相対的にそのリスクが小さいと考える。

## 業績改善余地は残るとみる

右図は日米欧主要3指数の売上高伸び率のコンセンサス予想を示したものの。会計年度末の違いがあるものの、日本は2020年度の売上高見通しの落ち込みが米国対比で大きい一方、2021年度以降の伸び率はやや劣る。新型コロナワクチンの普及により経済が正常化に向かう蓋然性が高まれば、売上高見通しの切り上がりにより、利益予想が上方修正される余地が相対的に大きいと考えている。

## TOPIXの推移



## PERの推移 (TOPIX)



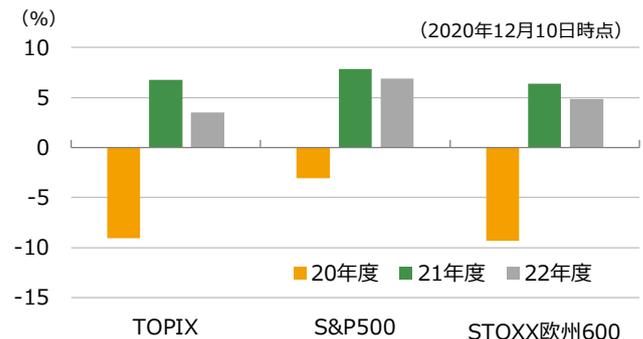
※PER算出上のEPSは12カ月先予想ベース、会計年度末は3月  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## 日米バリュエーション比較



※S&P500の対TOPIXで見たPERとPBRの倍率であり、上昇は米国株のバリュエーションが相対的に切り上がっていることを示している  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成

## 主要株価指数の売上高伸び率予想の比較



※会計年度末はTOPIXが3月、その他は12月  
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



## 債券・金利

## 金融政策は現状維持が長期化

日銀の金融政策は現状維持の長期化を見込む。新型コロナウイルス問題が収束に向かうに連れて、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムは縮小が見込まれる。しかし、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は、2%の物価安定の目標を達成するまで延々と継続するしかない。ペースは鈍化するにせよ、財政支出の拡大に応じた長期国債の買入れで、日銀の総資産残高の増加が続く。

## 長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

10月展望レポートにおける政策委員のインフレ率の見通しは2022年度でも中央値で0.7%と、物価安定の目標の2%を大幅に下回る。しかも、リスクバランスは感染症の影響を中心に下振れの方が大きいとの判断である。日銀のイールドカーブ・コントロールの下、10年国債利回りは低下も上昇も抑制され、ゼロ%程度での安定推移を見込む。

## リート

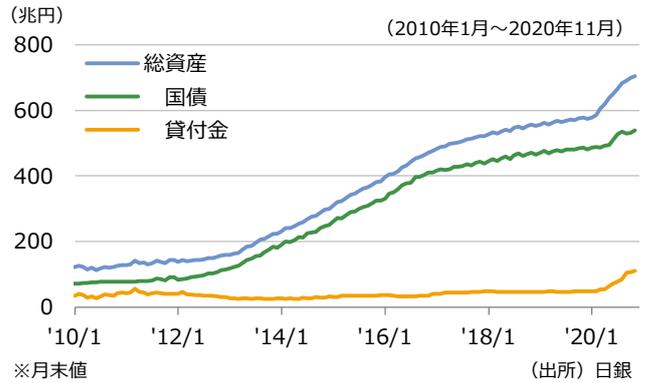
## おおむね横ばい圏の推移

J-REIT市場は、足元1カ月でおおむね横ばい圏の推移となった。新型コロナウイルスの新規感染者数の再拡大やワクチン開発・接種関連の報道に左右される展開が続いた。FTSEグローバル株式指数は9月から四半期ごとに4回に分けてJ-REITの組入比率を高めていく予定だ。次の比率引き上げ時期である12月の実施日を前に、指数は横ばい圏のなかではあるが、足元ではやや上昇している。

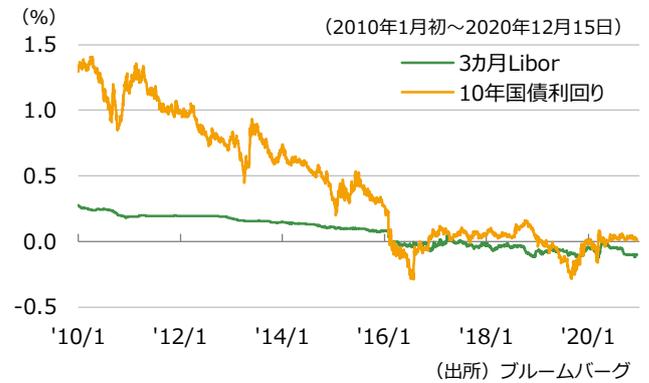
## 中期的に緩やかな上昇を見込む

引き続き、新型コロナウイルスの感染状況・ワクチン普及のペース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、相対的に高い分配金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。

## 日銀の総資産残高と内訳



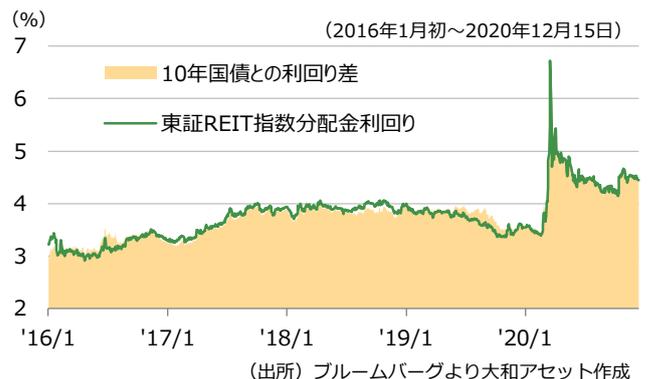
## 長短金利



## 東証REIT指数の推移



## 東証REIT指数の分配金利回りの推移





## 為替

## 米ドル安と円安のバランス変化

米大統領選挙の直後は、米ドルも円も他の25通貨に対して下落。つまり、米ドル安と円安が同時に進んだが、米ドル安の方が大きく、米ドル円は反落した。だが、その後は米ドル安が鈍化し、円安が優勢となったため、米ドル円は上昇に転じた。市場がリスクオンに傾いたことが円安と米ドル安に作用するなかで、米金利が低下から上昇に転じたため、円安と米ドル安のバランスが変化したと言える。

## 米金利と同調する米ドル円

米長期金利とクロス円（25通貨対円）は基本的に順相関で、米金利上昇ならクロス円上昇（円安）の傾向にある。一方、米長期金利と米ドル為替（対25通貨）は相関が安定しないが、米長期金利と米ドル円は順相関にある。つまり、米金利上昇でクロス円上昇（円安）、米金利低下でクロス円下落（円高）に傾きやすいため、米ドル円も米金利と同じ方向に動きやすい。最近はそのような傾向が強い。

## 米株価と米ドル円の相関が低下

最近、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。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。そのため、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。

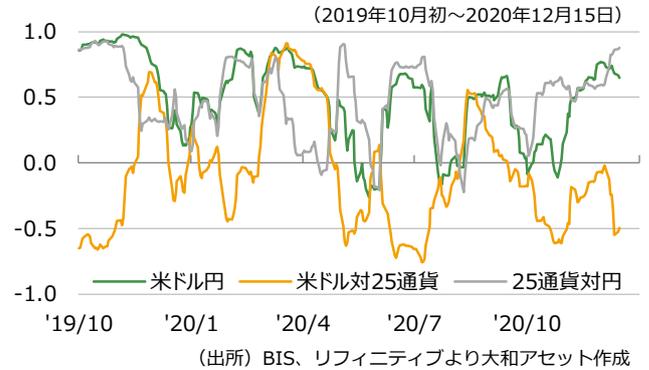
## 米株価・金利と米ドル円の基本関係

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。米大統領選後はねじれ議会期待で米金利低下・株高となり、米ドル安となったが、その後はワクチン期待で米金利上昇・株高となり、円安に転じた。

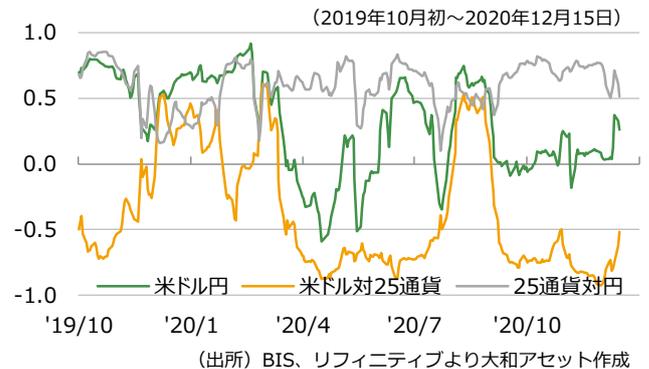
## 米ドル・円・他通貨の為替



## 米10年国債金利との時系列相関係数（25日間）



## 米S&amp;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

### 2022年前半にコロナ前の水準へ

実質GDPは、2020年7-9月期に前期比+8.9%と急回復を示したが、年前半の落ち込みが大きく、依然としてコロナ前（2019年10-12月期）を5.3%下回る水準。新型コロナウイルスの感染第2波で目先の回復は鈍いも、収束後は積極的な財政・金融政策に支えられ、2022年前半にコロナ前の水準を回復すると見込む。通年の成長率予想は、2020年が▲5.7%、2021年が+4.5%、2022年が+3.6%。

### 感染第2波は拡大もワクチンに期待

9月半ばから新型コロナウイルスの新規感染者数が再び増加傾向となり、行動制限が強化されたものの、まだ収束の目処は立たない。一方、12月9日に当局がファイザーのワクチンを承認し、翌週から接種が開始。また、モデルナとも4,000万人分の契約を結んでおり、2021年中に供給される見込み。行動制限の強化とワクチンの普及による両輪でウイルスの封じ込めが期待される。

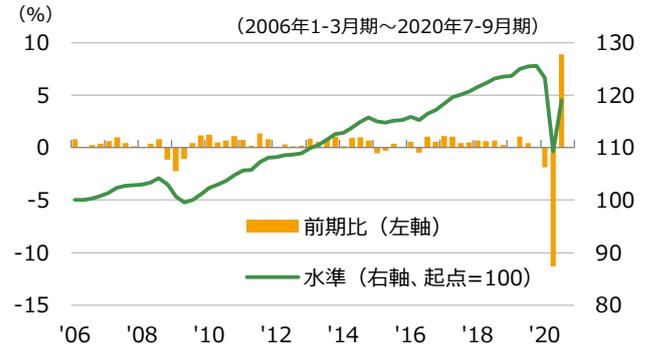
### 製造業はしっかり

新型コロナウイルスの感染第2波による行動制限の再強化を受け、レストラン予約件数が急減するなど外食産業への影響は甚大に表れている。一方、マークイット製造業PMIが高水準を維持している通り、製造業などは感染第2波の影響が比較的小さい。個人消費も堅調を維持している。産業問わず大きな打撃を被った第1波の時とは状況が大きく異なり、経済全体の落ち込みは抑制されよう。

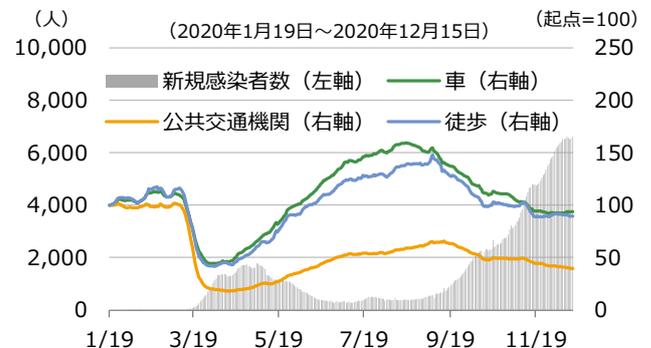
### 雇用者数は増加が継続

感染第2波を受けて、10月、11月と「宿泊・飲食サービス」などの雇用者数が前月比で減少したが、他の業種が補い、全体では増加が続いている。11月の雇用者数はコロナ前のピークである2020年2月と比較して3%少ない水準であり、米国よりも回復が早い。総労働時間は米国と同程度の回復状況。一段の労働市場の回復には新型コロナウイルスの速やかな収束が待たれる。

### 実質GDP

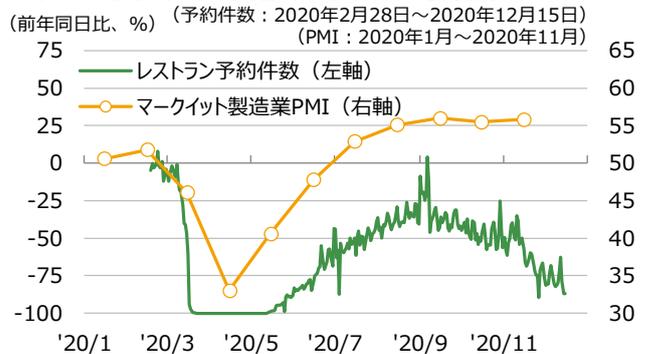


### 新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量

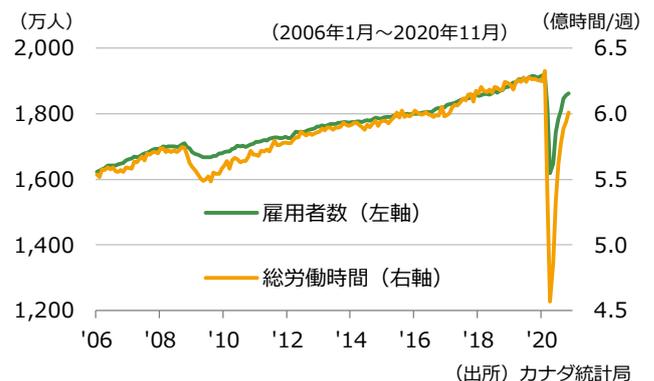


※全て7日移動平均  
 ※車、公共交通機関、徒歩は各手段による人の移動量  
 (出所) カナダ政府、Apple Inc. より大和アセット作成

### レストラン予約件数とマークイット製造業PMI



### 雇用者数と総労働時間





## 債券・金利

### ゼロ金利政策は長期化

カナダ銀行は、政策金利に係るフォワード・ガイダンスを「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」としており、予測期間中の利上げは想定できない。カナダ銀行は、10月時点の経済見通しに基づけば「2023年まで発生しない」と明言しているが、ワクチンの普及を受けて2021年1月の会合で経済見通しに大きな変化が表れるか注目。

### 長期金利は低位安定

カナダ銀行は、10月に国債購入ペースを落とすと同時に買い入れる債券の年限を長期化させた。更に、市場参加者の間では、近く国債購入ペースを一段と鈍化させるとの観測が高まっているが、米国との長期金利差は縮小していない。カナダの長期金利は米国よりも0.1%ポイント程度低い水準での推移が続き、0.5~0.9%のレンジで推移すると予想する。

## 為替

### 対米ドルで過去2年のレンジを突破

カナダ・ドルは、対米ドルで2019年以降にレンジの上限として意識されていた1.3カナダ・ドルを突破し、上昇が顕著になっている。ワクチン普及への期待で原油価格が堅調に推移してきたこと、カナダ銀行による国債購入ペースの鈍化観測、米ドル安などが背景にある。ただし、過度な通貨上昇はカナダ経済の回復を遅らせ、結果的に金融緩和の出口が遠のく可能性が高まる点には注意したい。

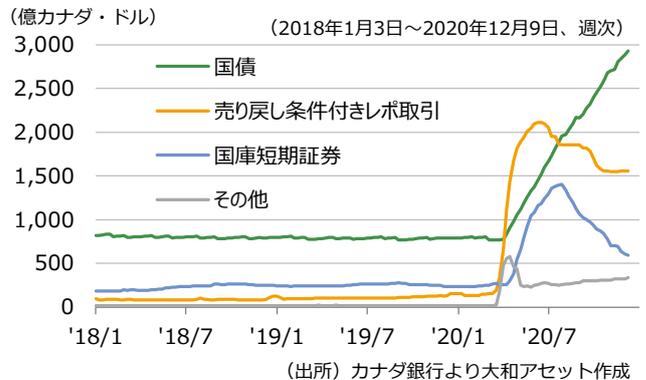
### カナダ銀行の次の一手に注視

カナダの国債利回りは短中期ゾーンが米国よりも高いため、通貨安誘導には短期ゾーンへのアプローチが有効となる。カナダ銀行は追加緩和の候補として政策金利を0.10%に引き下げることやYCCの導入を挙げている。過度な通貨高を抑制するためにカナダ銀行が追加緩和に舵を切れば、カナダ・ドルが反落するリスクもあり、その動向は要注視。

### 政策金利と10年国債利回り



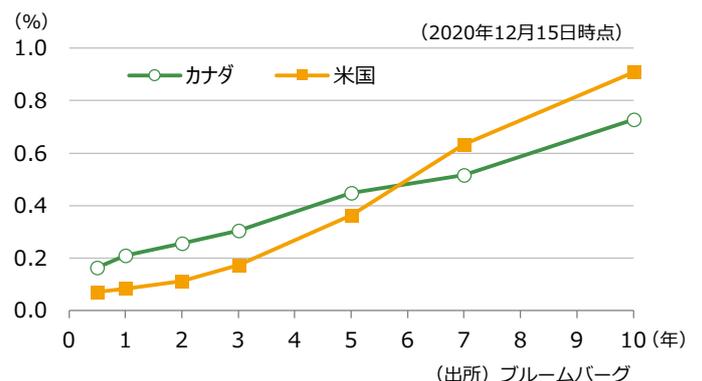
### カナダ銀行の資産残高



### カナダ・ドルの対円・対米ドルレート



### カナダと米国の国債イールドカーブ





## 経済

### 2021年後半にコロナ前の水準へ

実質GDPは、2020年7-9月期が前期比+3.3%と他の先進国に比べて小幅な成長だが、年前半の落ち込みが小さかった分、コロナ前（2019年10-12月期）を4.2%下回る水準まで回復。新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、積極的な財政・金融政策にも支えられ、2021年後半にコロナ前の水準を回復すると見込む。通年の成長率予想は、2020年が▲2.9%、2021年が+3.2%、2022年が3.1%。

### 感染第2波の収束で人の移動量が増加

人の移動量は、新型コロナウイルスの感染第2波が収束した後に緩やかに増加し、11月と12月に立て続けに州境が再開されたこともあり、更なる増加が進んでいる。中国との関係悪化により、中国人観光客が戻ってくる目処は立たないが、2021年1-3月期中にはニュージーランドとの間で隔離措置なしでの往来が再開される予定。行動制限で大きな打撃を受けていた観光業などを中心に恩恵が期待される。

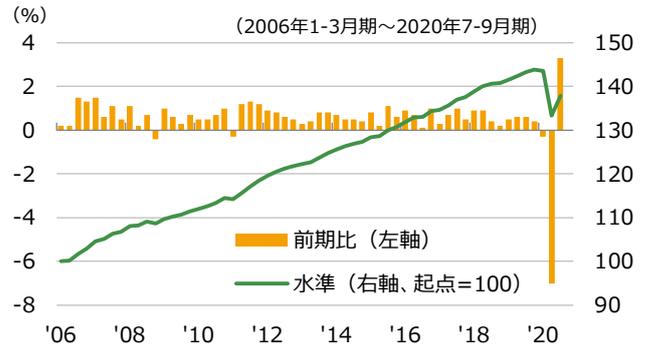
### 企業・家計のセンチメントが急速に改善

感染第2波の収束、州境の段階的な再開、そしてワクチン普及への期待などを背景に、企業・家計のセンチメント改善が顕著になっている。NAB企業景況感指数は2019年3月以来の高水準、ウェストパック消費者信頼感指数にいたっては実に2010年10月以来の高水準まで急回復した。2021年にかけては、雇用の促進、個人消費の拡大など実体経済への波及が期待される。

### 労働市場の回復に期待

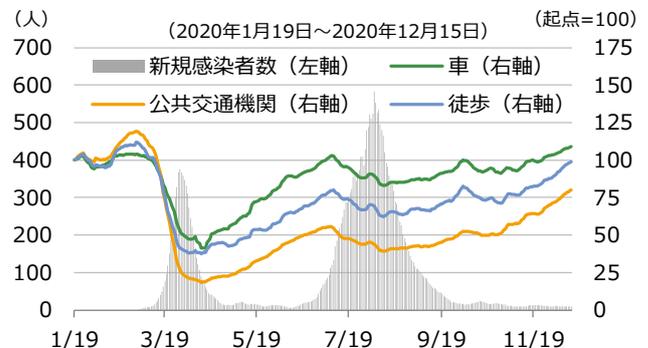
失業率の先行指標であるANZ求人広告件数は、新型コロナウイルス問題で著しく減少したが、直近では元の高水準近くまで増加している。一方、雇用者数は増加基調で推移しているが、労働参加率の回復が急であったため、失業率の改善はもたついている。労働参加率はすでにコロナ直前の水準まで戻っており、今後は雇用者数の増加が素直に失業率の低下につながりやすい。

### 実質GDP



(出所) 豪州統計局より大和アセット作成

### 新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量

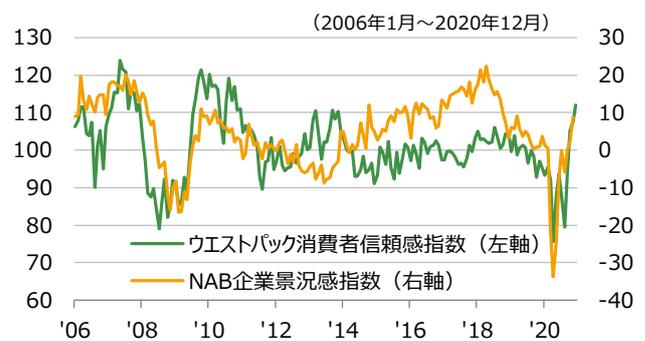


※全て7日移動平均

※車、公共交通機関、徒歩は各手段による人の移動量

(出所) ABC News, Apple Inc. より大和アセット作成

### 消費者信頼感指数と企業景況感指数



※NAB企業景況感指数は2020年11月まで

(出所) ブルームバーグ

### 求人広告件数と失業率



※失業率は2020年10月まで

(出所) 豪州統計局、ブルームバーグ



## 債券・金利

### 少なくとも3年は利上げしない見通し

RBAは政策金利に係るフォワード・ガイダンスを「実際のインフレ率が目標の2~3%内で持続的に推移するまで利上げしない」としており、予測期間中の利上げは想定できない。RBAも同行の経済見通しに基づけば「少なくとも今後3年は利上げしない予想」だと明言している。一方、11月に始まった量的緩和が予定通り6カ月間で終了するとの見方が台頭し、長期金利に上昇圧力を加えている。

### 量的緩和の継続が長期金利の上昇を抑制

量的緩和は、豪長期金利の先進国内での相対的な高さが通貨高につながることを抑制するために導入された。今後も長期金利が高位で推移すれば通貨高要因となるため、結果的に量的緩和は継続されることになろう。一方、通貨安に傾く局面では同時に長期金利も低下する可能性が高い。いずれにせよ、豪州の長期金利は1%前後を上限に推移すると見込む。

## 為替

### 豪ドルは堅調に推移

11月にRBAは追加緩和パッケージを発表したが、豪州の景気回復期待、世界経済の復調を織り込んだ資源価格の上昇などを背景に、豪ドルは堅調に推移。豪ドル（対米ドル）は、2021年末が0.74米ドル、2022年末が0.76米ドルと緩やかな豪ドル高が続くとの予想を維持するが、すでに2021年末予想値を上回っているため、見通しを「やや強気」から「中立」に引き下げた。

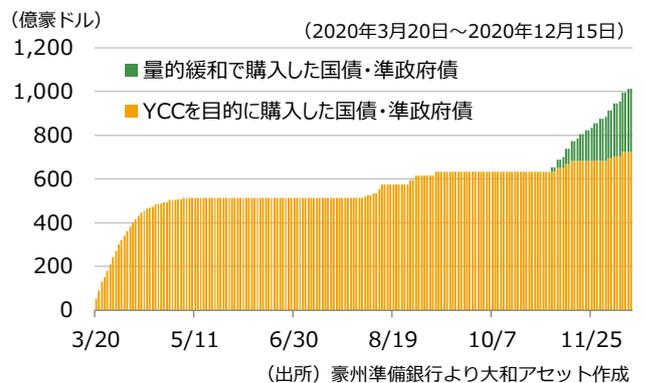
### 2021年前半は買い場を探る時間帯に

2021年4月での打ち切り観測が出ている量的緩和が継続されることになれば、長期金利低下・豪ドル安に作用するだろう。また、足元の鉄鉱石価格の上昇は中国港湾の在庫減少に比べて急であり、反落リスクをはらむ。中国との関係悪化が先鋭化するリスクも高まっている。2021年前半は豪ドルの買い場を探る時間帯になると想定している。

### 国債利回りと政策金利



### RBAによる国債・準政府債の購入額（累積）



### 豪ドルの対円・対米ドルレート



### 鉄鉱石価格と中国港湾の鉄鉱石在庫





## 経済

### 2021年上半期は10%以上の成長へ

11月の主要経済指標は、今までのけん引役の生産・投資の前年同月比伸び率が高水準を維持し、輸出と小売売上高も加速するなど、景気回復の勢いは一段と強まった。消費と輸出がけん引役のバトンを受け取り、2021年上半期の実質GDP成長率が+10%以上へ加速すると予想する。コロナ禍の中で、経済の相対的優位性が一層強まろう。

### 輸出の好調さは市場予想を上回る

輸出はコロナショック後、ほぼ一本調子で加速。11月単月の前年同月比伸び率は+21.1%を記録し、ポジティブサプライズをもたらした。コロナ特需品や、海外の生産停滞を受けた代替輸出などが背景にあり、当面好調さが持続する可能性が高い。貿易収支も初の700億米ドルの黒字を突破するなど、人民元が上昇する期待は一段と強まっている。

## 株式

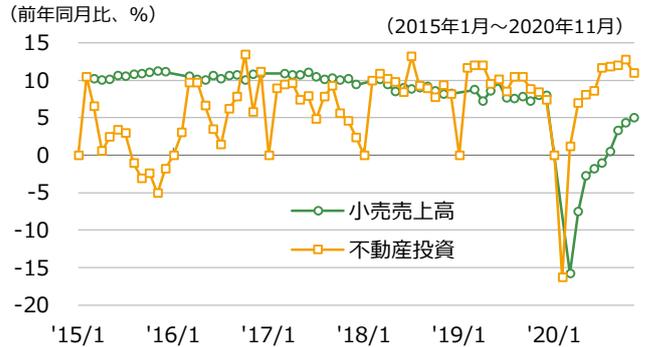
### 上昇余地は依然として大きい

MSCIチャイナ指数は、2年連続で年間上昇幅が20%を超える見込みで、好調な推移が続いている。足元は、トランプ大統領による中国企業への追加制裁や割高感等が重し。ただし、一段の業績回復が期待されることや、力強い景気回復、IPO改革、緩和的な金融環境等が支えとなり、上昇余地は大きく、米中摩擦で売られる場面は押し目買いのチャンス。

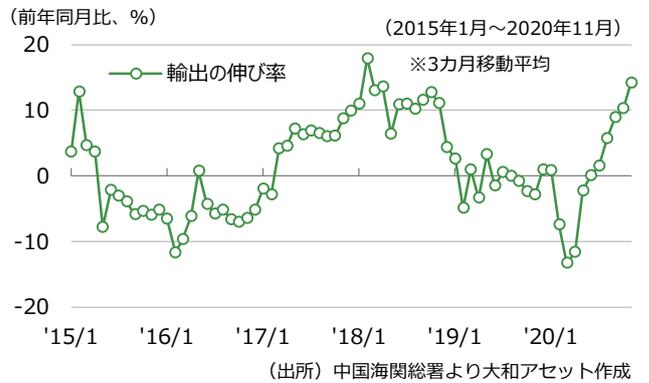
### 金融面での米中間の相互依存は依然強い

2020年には、米中摩擦が貿易面から文化や安全保障等の分野に波及したが、金融面では相互依存が強まる一年となった。米株式市場でのIPOによる中国企業の資金調達額は2014年以降の最高となり、ゴールドマンサックス等米金融機関も中国での事業拡大に動き出しているなど、米中摩擦が緩やかながら中長期には改善に向かうとの期待を含ませている。

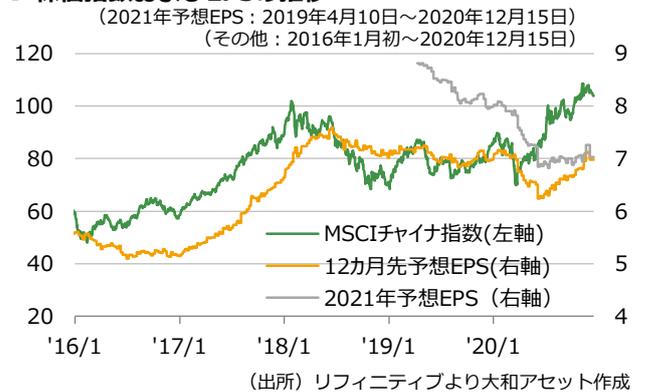
### 投資・消費の回復状況



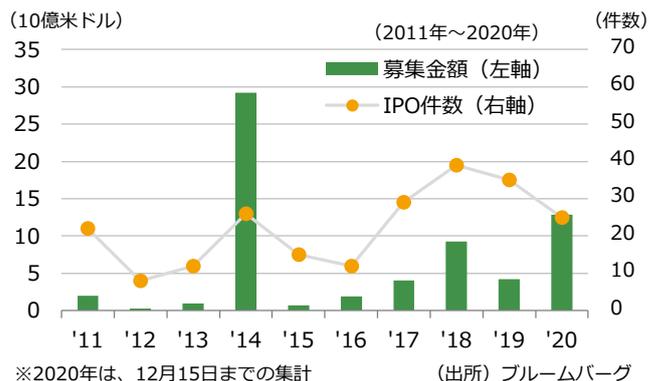
### 輸出



### 株価指数およびEPSの推移



### 米国株式市場での中国企業のIPO





## 債券・金利

## 2021年の金融環境は2019年より緩和的

2021年は、金融正常化が本格化し、社会総与信の前年同月比伸び率が減速すると見込む。ただし、金融環境は依然として2019年より緩和的であろう。準政策金利の1年MLF金利は据え置かれ、さらに年後半は、金融政策がやや緩和方向に傾き始めるなど、金融正常化のペースは、非常に緩慢なものにとどまると見込む。

## 社債デフォルトの影響は限定的

2020年10月には、本土債券市場において地方政府系や高格付けの社債3件が相次いでデフォルトし、波紋を呼んだが、秩序あるデフォルトにとどまり、市場全体への波及効果は限定的。市場発展の足かせである「暗黙の保証」を打破することは、中長期的に市場メカニズムの促進や発展に寄与しよう。

## 為替

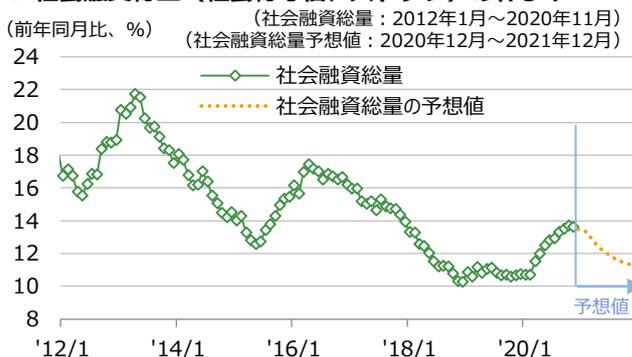
## 力強い上昇後も、一段の上昇余地あり

5月を境に、人民元は対米ドルで力強く上昇し、12月15日まで約10%増価。5中全会で「国内の大循環を主体とした双循環」の方針が確定され、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。米中摩擦がピークを過ぎた可能性や、大幅経常黒字、証券投資における資金流入などを受け、一段の上昇余地があると見込む。

## 直接投資は黒字基調を維持

トランプ政権が米企業に対して、中国からの生産拠点の移転を補助する政策を打ち出したことを受け、中国からの外資企業の撤退が懸念されているが、現段階では大規模な外国企業の撤退は見られていない。外資に対して、製造業の参入規制をほとんど撤廃し、金融業の開放も急速に進み、今後海外企業の対中投資は依然として高水準を維持する可能性が高い。

## 社会融資総量（社会総与信、ストック）の伸び率



※2018年8月までの社会融資総量は、旧定義の7項目の社会融資総量に地方政府債券を加算して計算したもの。  
(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

## 各種債券の利回りの推移



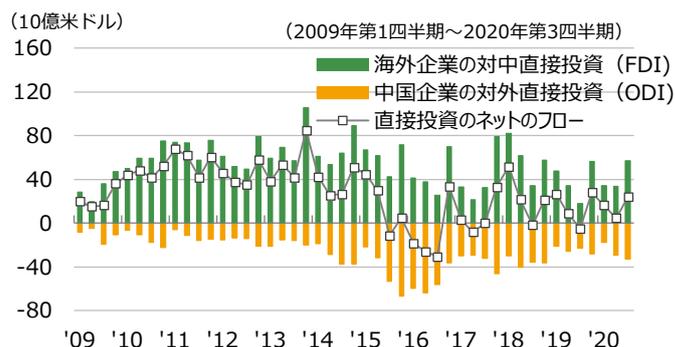
※銀行間取引市場の利回りを掲載。政策銀行債は、国家開発銀行債の利回りを代表として掲載。  
(出所) 中国中央決算公司、中央銀行間取引センター

## 人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



(出所) CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

## 直接投資の推移



(出所) 中国国家外貨管理局



## 経済

### 緩やかな回復へ

実質GDPは、2020年7-9月期に前期比+7.7%と急回復を示したが、年前半の落ち込みが大きく、依然としてコロナ前（2019年10-12月期）を4.1%下回る水準。緩和的な金融環境は継続されるも、財政政策の縮小により景気回復ペースは鈍化し、実質GDPがコロナ前の水準を回復するのは2022年後半になると見込む。通年の成長率予想は、2020年が▲4.9%、2021年が+3.0%、2022年が2.5%。

### ワクチンの普及を待つ

足元では再び新型コロナウイルスの新規感染者数が増加しているものの、行動制限を強化する動きは局所的にとどまる。アストラゼネカやシノバックに加えて、12月には新たにファイザーともワクチン購入の契約を結んでおり、早ければ2021年1月にもワクチンの接種が開始される。全国的な普及には時間を要するものの、今後も経済を動かしながら新型コロナウイルスの収束をめざすことが見込まれる。

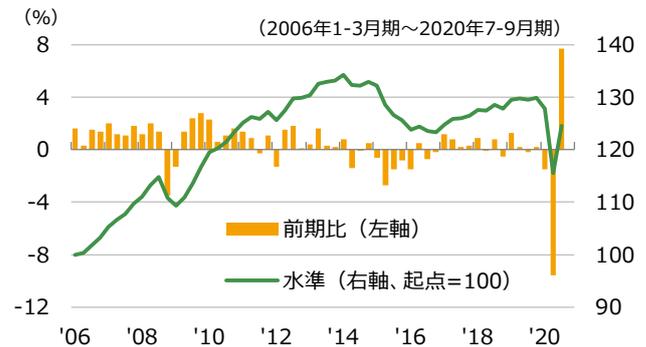
### 現金給付で個人消費が急増

小売売上高は10月も単月として過去最高を記録。サービス業売上高の回復が鈍いことから分かる通り、外食から中食や内食へ需要が移ったことが小売売上高を押し上げた模様。また、ここまでの個人消費の回復は低所得者向けの現金給付や冬季ボーナスの前倒し支給に支えられた側面が強い。現金給付は9月から半減され、2020年末で終了予定のため、労働市場の回復なくして更なる押し上げは困難。

### 労働市場の弱さが今後の課題

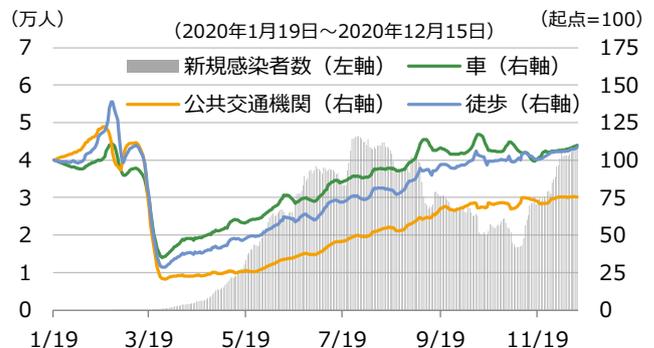
雇用者数（3カ月移動平均）は、ようやく9月に前月比で増加に転じたが、依然として前年同月から1,100万人（12%）少ない状態。米国などの先進国と比較して回復が鈍いことは明らか。現金給付の減額ならびに終了が労働意欲を高めることが期待されるも、労働市場の回復にはなお時間を要する見込み。7-9月期は高成長を記録したが、10-12月期以降は緩やかな成長にとどまる公算が大きい。

### 実質GDP



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 新型コロナウイルス新規感染者数と人の移動量

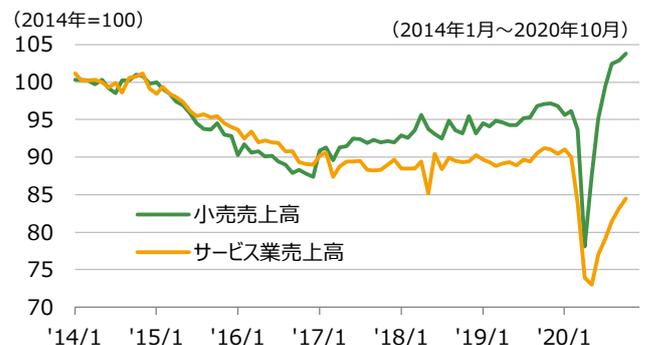


※全て7日移動平均

※車、公共交通機関、徒歩は各手段による人の移動量

(出所) CEIC、Apple Inc. より大和アセット作成

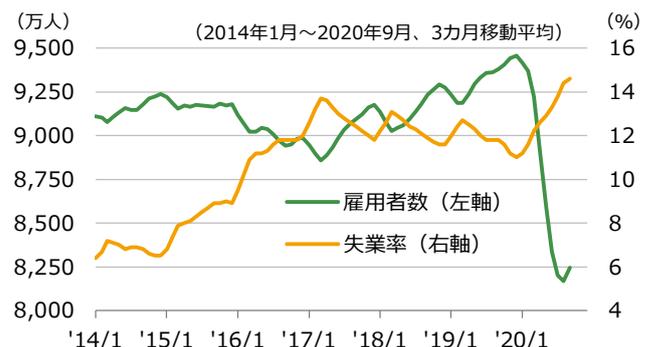
### 小売売上高とサービス業売上高



※いずれも数量ベース

(出所) ブルームバーグ

### 雇用者数と失業率



(出所) CEIC



## 債券・金利

### 物価上昇は専ら供給要因

主に「食品・飲料」の上昇が寄与して、11月のIPCAインフレ率は前年同月比+4.3%と、ブラジル中銀の目標レンジ（2.5~5.5%）の中心を上回った。更に、2021年春にかけては、前年の原油価格急落の裏が出る格好となり、「運輸」が寄与してインフレ率は一段と加速する見込み。しかし、いずれも供給要因による影響が大きく、ブラジル中銀に早期の利上げを迫るデータにはなっていないと考えられる。

### 2021年後半から緩やかな利上げ予想

現金給付の終了による「財政の崖」が生じる2021年前半を乗り越え、再び経済が回復軌道に復すると見込まれる2021年後半から緩やかな利上げを進めると想定。市場では2022年半ばまでに4.00%への利上げが予想されているが、財政面の支援が乏しいことや通貨不安懸念が後退していることから、当社はより緩やかなペースでの利上げを予想。

## 為替

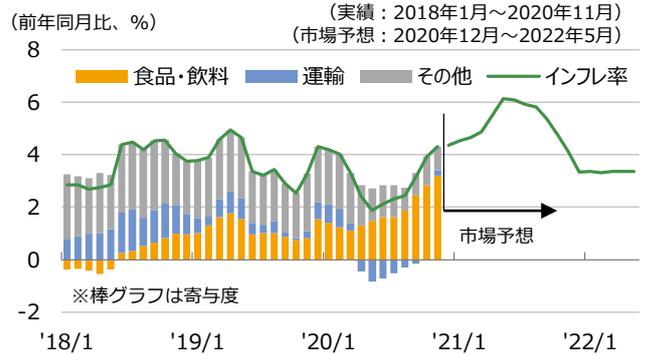
### レアル買いの要因が変化

2020年5月以降、レアルは米ドルに対しておおむね5~6レアルの広いレンジで推移してきた。海外投資家によるレアル売り圧力に対して、輸入の減少を主因とした経常黒字がレアルを下支えしてきた。しかし11月以降は、米大統領選を通過したことによる不透明感の後退や新型コロナウイルスのワクチン普及への期待を背景に、海外からブラジル金融市場への資金流入がレアルを押し上げる構図に変化。

### 海外投資家の動向に注目

国内経済の回復に伴う輸入の増加だけでなく、大量のワクチンを輸入することも貿易黒字の縮小ひいては経常収支の悪化につながると見込む。そのため、これまでレアルの下支え役となっていた経常黒字は、2021年に小幅な赤字基調に転じる公算が大きい。一方、海外からの証券投資によるレアル買いが続けば、レアルは支えられる期待がある。

### IPCAインフレ率と項目別寄与度



※市場予想はブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく  
(出所) ブラジル中央銀行、ブルームバーグより大和アセット作成

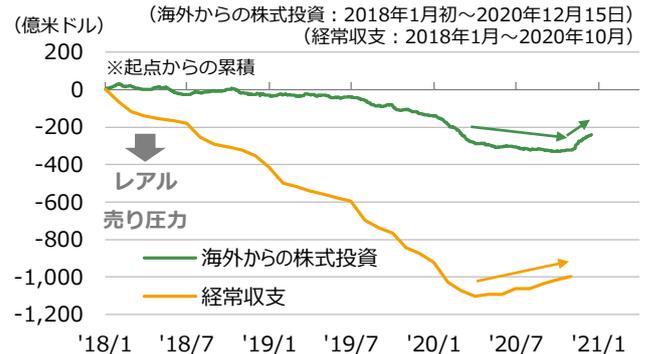
### 国債利回りと政策金利



### ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



### 海外からの株式投資と経常収支





## 経済

### モビリティ指数は上昇した国が多い

景気回復にはばらつきがみられており、ベトナム、マレーシア等一部アジア新興国は20~21年に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22年以降になろう。直近の新型コロナウイルスの感染拡大は、トルコ、ブラジル、ロシア等にとどまり、特にアジアはおおむね抑制されている。むしろ、インド、南アフリカなどでは、モビリティ指数の大幅上昇がみられた。

### インフレへの懸念は杞憂に過ぎず

トルコ、インド、ロシア等、一部国での物価上昇を受け、インフレを懸念する声もあるが、杞憂に過ぎないとする。これらの国では、サプライチェーンの停滞などによる食品価格の上昇や通貨安が主因で、コアインフレの顕著な上昇はみられず、ディマンドプル型の物価上昇は見当たらない。原油価格の低位推移、主要国の景気低迷等を受け、低インフレ環境は少なくとも2021年まで続く予想。

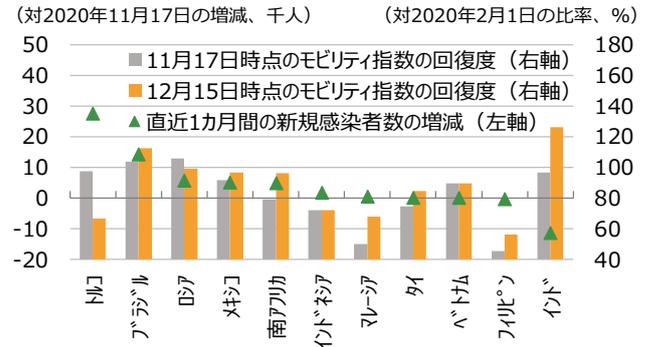
### 製造業PMIは、多くの国が高水準

主要新興国の製造業PMIは、10月に力強い回復がおおむね一巡し、その後は踊り場の局面に入った。ただし、直近のPMI発表値では、ほとんどの国で景気判断節目の50を上回り、低水準となった国は感染拡大が懸念されるメキシコやロシア等にとどまる。先進国での感染再拡大は、現段階では新興国の企業マインドの悪化につながっていない。

### 財政規律を重視する姿勢は変わらず

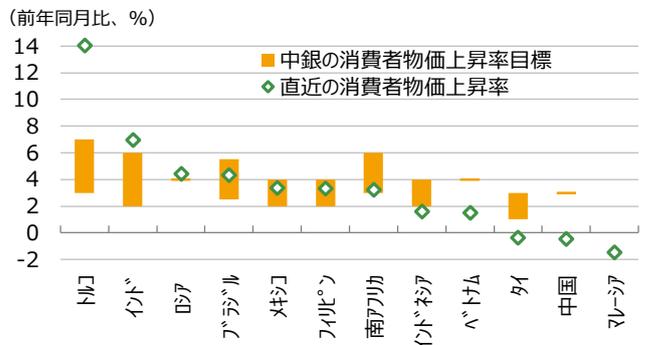
コロナショックに対処するための財政支出は、一部の国を除き、依然として先進国に比べて規模は限定的。大半の国が過度な財政支出と一線を画す姿勢を取り、中長期的に財政規律を遵守するとコミットしたことが奏功し、市場参加者の許容度もやや拡大。一方で、政府総債務が対GDP比で80%以上に上るブラジルやインドに関しては、2022年以降、財政面での改革や、財政赤字削減等が求められる。

### 新興国の新型コロナウイルスの感染状況とモビリティ指数



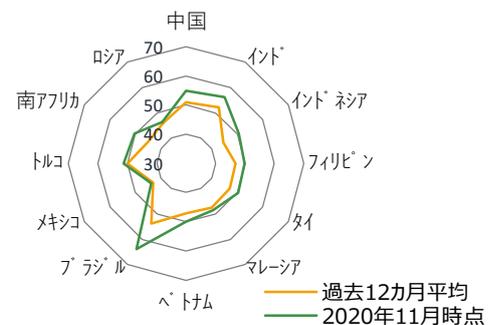
※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

### 主要新興国のインフレ動向



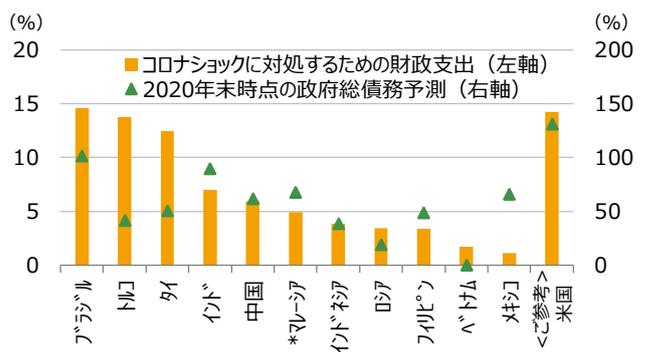
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。※直近の数値は、マレーシアが10月、その他は11月時点。(出所) 各種資料より大和アセット作成

### マークイット製造業PMIの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国の財政面でのコロナ対策および財政状況



※対2019年GDP比 \* 株式、ローン、保証を含まない数値を掲載 (出所) IMF 「Fiscal Monitor 2020年10月号」より大和アセット作成



## 株式

### 当面上昇基調を辿ると予想

新興国株式市場（MSCIベース）の年初来の騰落率は、12月15日時点で約+12.2%に上り、好調な米S&P500指数に並ぶ上昇率を記録。特に11月入り以降は、ほぼ右肩上がりの推移となり、約13%の大幅上昇。ワクチン開発の進展がみられたことで、新興国の固有の不良債権や財政悪化の懸念が後退。当面、新興国への資金流入は強く、上昇基調を継続すると予想。

### 経済活動の一段の正常化が業績に寄与

新興国の企業業績に関しては、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、足元は急ピッチで上昇し、業績回復が事前予想を上回るペースで回復していることを示唆。2021年の予想EPSについても上向きに転じ、業績の回復期待が株価を一層押し上げると期待される。

### 中期的な米ドル安が支えに

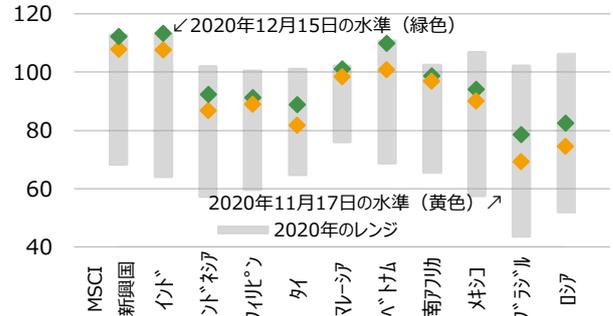
2020年のラリーには、米ドル安も一助となった。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすく、バリュエーションは押し上げられやすい。米ドルインデックスの予想に関しては、中期的には一段の米ドル安が進むと予想されている。新興国への資金流入を促し、高いバリュエーションを支える要因になると見込む。

### 国別選別で注目されるテーマ

目先では、リスク選好の流れが続きやすく、国別選別において、買戻しに出遅れたブラジル、ロシア、インドネシアなどが買われよう。また、先進国のバリュエーション株が買われる場面では、バリュエーション株の比率の高いロシア、ブラジル、インドもつられ上昇しやすい。中期的には、政治安定による構造改革が進んでいるインドとインドネシア、2021年に党大会を控え政策期待の強いベトナムを強気とみる。

### 主要新興国の株価推移

※縦軸は、2019年末=100



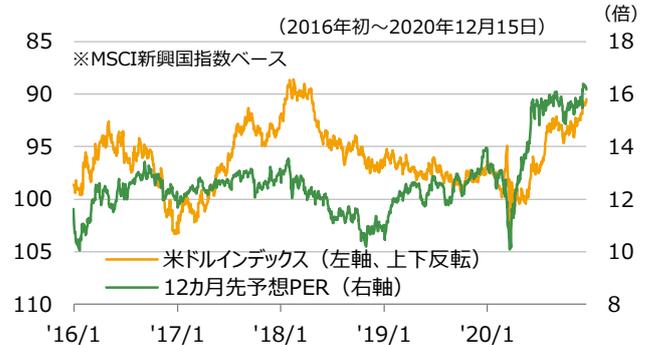
※ベトナムはベトナムVN指数、その他国はMSCI指数ベース  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### MSCI新興国インデックスの業績見通し



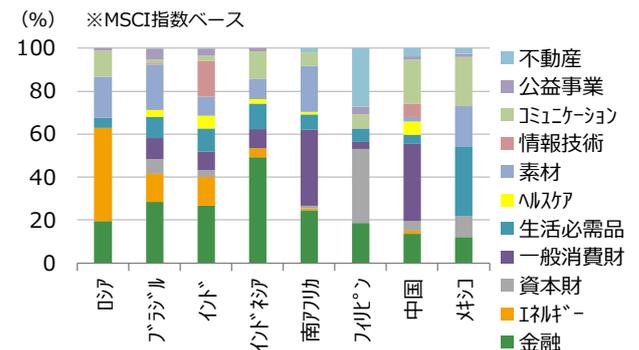
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 各国のバリュエーションセクターの比率



※2020年12月15日時点 (出所) MSCIより大和アセット作成



## 債券・金利

### 金利は低位推移を継続

12月15日時点で、年初来の新興国現地通貨建て市場（GBI-EM指数ベース）の上昇率は約6.9%。主要先進国の大幅金融緩和の恩恵を受け、政策金利の大幅引き下げと金利低下が進んだ。今後は、利下げの一面傾向が強まり、一段の全般的な金利低下は難しいであろう。一方、主要先進国の低金利長期化が見込まれる中、イールドハンティングのための資金流入を享受し、金利上昇も抑制されよう。

### 実質金利より名目金利に着目

金利低下余地が少ない中、イールドハンティングが復活しやすい。選別化においては、注目のファクターが今までの実質金利から名目金利にシフトする可能性が高く、アジアより、ラテンや中東地域の高金利通貨が資金流入の恩恵を受けやすい。リスク選好の流れが強まりやすい中、トルコの金利の乱高下がその他国に波及する可能性は低いと予想。

## リート

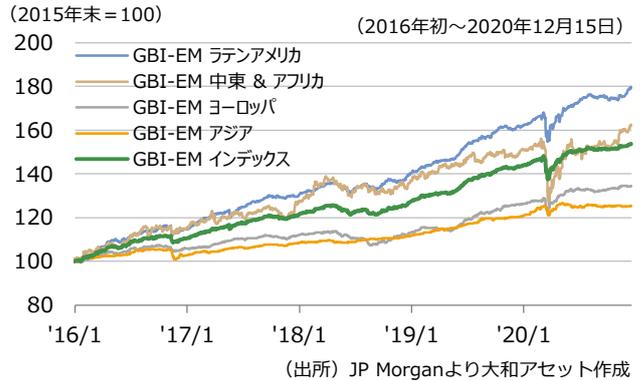
### 日常への回帰継続、個人消費も回復傾向

アジア・オセアニアの国や地域では、おおむね新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いており、日常生活への回帰が進んでいる。政府の補助政策などを背景に個人消費も回復傾向となっており、商業施設やホテルなどのリートにはポジティブ。ただそれらリートの本格的な業績回復には国境をまたいだ旅行者の回復が必要で、ワクチンの開発動向やその普及に注目が集まる。

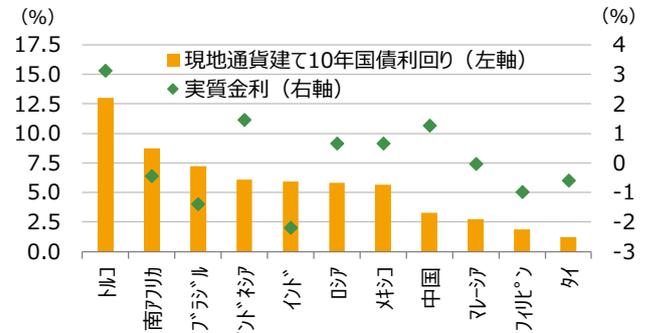
### 財政・金融政策による下支え継続

長期金利については、米国の上昇につられる形で一部の国で緩やかな上昇が見られるが、各国中央銀行の緩和政策などを背景に、おおむね低い水準で推移している。また社債の信用スプレッドも縮小傾向であり、引き続きリートの業績やバリュエーションの下支えとなろう。今後は、経済回復とそれに伴うリートの業績改善の進捗に注目が集まると考える。

### 新興国の債券市場の推移

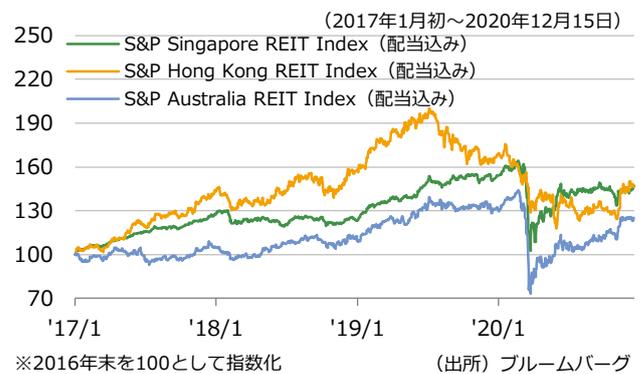


### 主要新興国の実質金利と名目金利

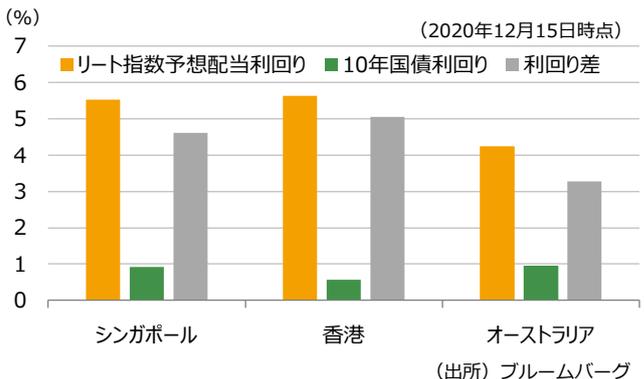


※実質金利は、2020年12月15日時点の政策金利およびブルームバーグの2021年CPI上昇率のコンセンサスに基づき計算したものの  
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年の国債利回りを掲載  
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 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

### 割安感の後退や通貨高抑制策が重し

直近1カ月では、11月入り以降の全面的な対米ドルでの通貨上昇が一巡し、個別のトルコ、ブラジルを除き、おおむね踊り場の局面に入った。今後は、米ドル安や中国人民元の上昇が追い風となり、新興国通貨は上昇基調を継続すると見込む。ただし、輸出支援などを目的に、自国通貨の売り介入等通貨高抑制策を取るインド、タイ、マレーシア、ベトナムなどは、上昇幅が限定的になる可能性がある。

### 新興国への資金流入が再加速

7月中旬以降、新興国の資金フローはやや流出気味となっていたが、足元の世界的リスク選好の流れや、米ドル安を受け、新興国への資金フローは急速な流入に転じた。特に、インド株、ブラジル株への資金流入が目立つ。今後も中期的な米ドル安を背景とする新興国への資金流入が、新興国株式市場の上昇を支えよう。

### コロナ禍にも関わらず、対外収支は改善

リーマンショックを上回る資金流出に見舞われたにも関わらず、主要新興国の通貨が2020年に急速に回復できた背景には、経常収支の回復によるファンダメンタルズの改善がある。トルコを除き、ほとんどの主要新興国は経常収支が改善し、観光収入が顕著なタイにおいても、おおむね高水準を維持。経常収支改善を受け、新興国の固有な構造問題への懸念は薄まりつつある。

### 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、新興国は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。むしろ、インドでは外貨準備の積み増しが顕著である。トルコを除き、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。

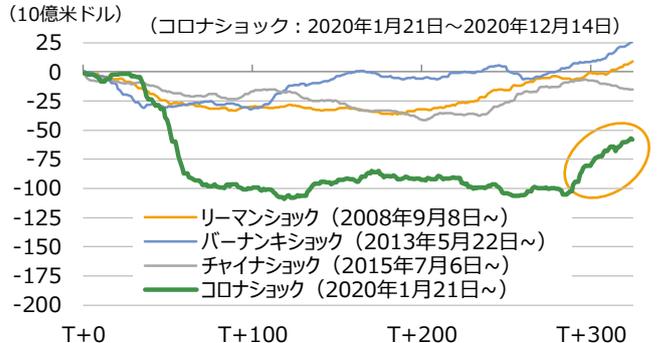
### 主要新興国通貨の推移（対米ドル）

※縦軸は、2019年末=100



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

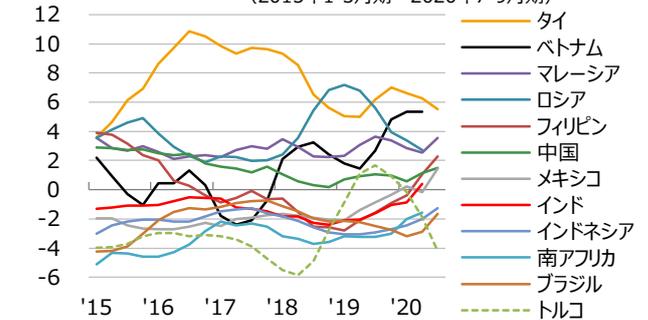
### 新興国の資金流入の状況（株+債券、累積ベース）



(出所) IIFより大和アセット作成

### 主要新興国の経常収支

(経常収支/GDP率、%) (2015年1-3月期~2020年7-9月期)

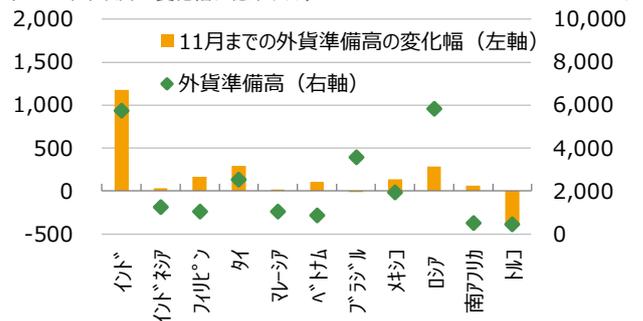


※4四半期の移動平均を計算したもの。南アフリカ、ベトナム、インド、ロシアは、2020年4-6月期まで。

(出所) CEICより大和アセット作成

### 主要新興国の外貨準備高

(2019年末以降の変化幅、億米ドル)



※ベトナムの外貨準備高は、2020年9月時点

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



## 原油

## 35～50米ドルでのレンジ予想

直近では、新型コロナウイルスに係るワクチン普及への期待などを背景に、WTI原油先物価格は40米ドル台後半まで上昇している。しかし、当面は需要の回復よりも供給の増加の方が早まる可能性が高いため、上値余地は限定的と見込む。引き続き、おおむね35～50米ドルのレンジで推移すると予想する。また、他資産との相対感から、1年程度先の見通しを「中立」から「やや弱気」に引き下げた。

## 需要はすぐに回復せず

ワクチン開発への期待はあるものの、それが世界的に普及して原油需要が回復するまでには相当の時間がかかる。OPECの見通しでは、2020年10-12月期から2021年1-3月期に世界の原油需要は日量50万バレル増加し、4-6月期に日量171万バレル増加する予想。OPECプラスは1月から日量50万バレル増産する予定であり、2月以降も日量50万バレルずつ増産すれば、需要の増加分は容易に吸収される。

## 減産免除国の動向を注視

協調減産を免除されているリビアにおいて、政治リスクが後退し、産油量が日量約100万バレル増加したが、更なる増産余地は乏しい模様。一方、イラン情勢には注視が必要。米国が2021年以降にイラン核合意への復帰を果たすのであれば、イラン産原油も市場に戻ってくることになる。イランの増産ペースをめぐる、OPECプラスが紛糾する可能性が高く、市場の波乱要因になり得る。

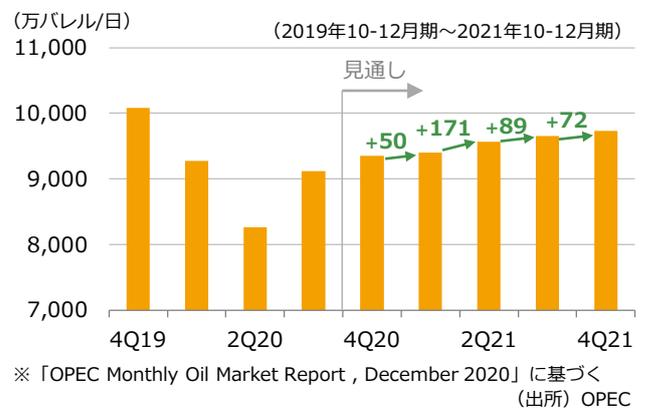
## 米国の産油量は緩やかな増加へ

米国では、今秋にハリケーンの影響などで産油量が不安定化する場面もあったが、足元では日量1,100万バレル前後で安定。リグの稼働数はすでに8月を底に緩やかに増加しており、時間を追って2021年は産油量も緩やかな増加基調で推移する公算が大きい。2020年春の原油価格急落でシェール企業の淘汰・再編が進み、全体の損益分岐点が切り下がったため、現状の価格水準でも増産は可能に。

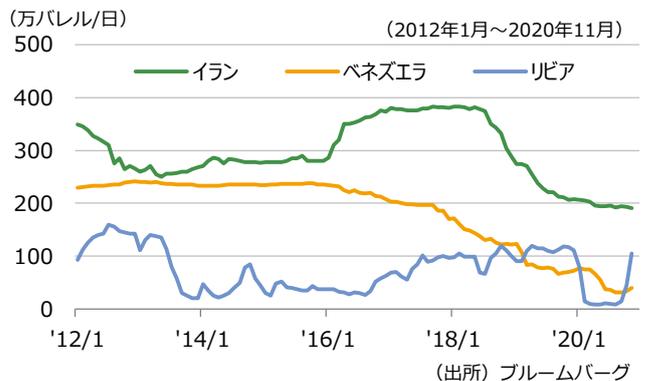
## WTI原油先物価格



## 世界の原油需要



## イラン・ベネズエラ・リビアの産油量



## 米国の産油量と原油掘削リグ稼働数





金

実質金利からみた割高感は解消

金価格は米国の実質金利と逆相関の関係にある。2020年7月下旬からの金価格上昇は、2019年以来の両者の関係を逸脱した動きだったが、足元までの下落によって実質金利からみた金の割高感

ETFからの資金流出が金価格を下押し

金ETFの残高は、金価格を後追いするように変動し、金価格のトレンドを形成する特徴がある。新型コロナウイルスに係るワクチン開発への期待により、11月半ばから金ETFの残高が減少傾向になり、軟調に推移してきた金価格に更なる下押し圧力を加えた。

実需の回復期待が高まる

コロナショックの発生した2020年春や金価格が最高値を付けた同年8月ごろは、中国やインドの現地価格が国際価格に比べて大きく割安で取引される場面があった。しかし、足元ではそのスプレッドが縮小している。これは、金の国際価格が下落したことが影響しているだけでなく、現地の実需が回復に向かっていることを示唆する。

年末から上昇に転じるアノマリー

金価格は、秋口から軟調に推移し、年末から2月ごろまで上昇しやすいアノマリーがある。2020年もおおむねアノマリーに沿った値動きを示したといえる。足元では、新型コロナウイルスのワクチンが普及するとの期待が高まり、金を売ってまで株式を買う様子がうかがえた。しかし、このように市場が楽観に傾いている時こそ、まさかの株価下落に備えて金のポジションを増やすべき時なのかもしれない。

金価格と米国の実質金利



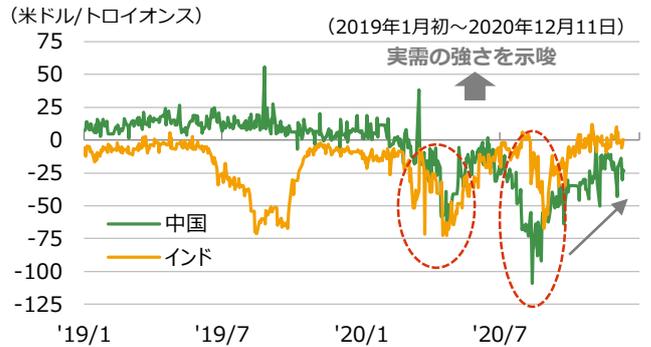
※実質金利=10年国債利回り-10年先期待インフレ率 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高



(出所) ブルームバーグ

金の現地価格と国際価格のスプレッド



(出所) World Gold Council より大和アセット作成

金価格のアノマリー



※2020年の金価格は12月15日まで (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 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	
新型コロナウイルス問題の早期収束	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。新興国では景気低迷による財政や銀行健全性などの脆弱性に対する懸念が後退し、株・債券とも全般的に買われやすい。リスクオンと内外金利差拡大が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で2021年以降の回復はある程度織り込まれたとみられるものの、企業業績見通しの改善を織り込む余地はまだ残っていると考える。
原油価格の極端な変動	中	中	大	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する。為替への影響は限定的だが、原油高は円安、原油安は円高要因に。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。
厳格な都市封鎖を再び実施	小	大	大	先進国では企業倒産、失業の大幅増を免れず。政府の経済対策でも十分には抗しきれず、世界的に不況が長期化。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。新興国でもロックダウンが再導入され、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。リスクオフと内外金利差縮小が円高要因となるだろう。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され株価は下落へ。しかし、新型コロナウイルスワクチン期待が消失しなければ調整は一時的なものに留まろう。
民主党の上院支配	小	大	中	ジョージア州で1月5日に実施される補選と改選の決戦投票の両方で民主党が勝利すると、上院の勢力は民主党、共和党が50議席で同数となる。上院で票決が同数の場合は、副大統領の1票が加わることで民主党が過半に達するため、実質的に民主党が上院を制し、その結果、民主党が大統領府と議会両院を制することになる。より拡張的な財政政策が打ち出される公算が大きく、長期金利は上昇を見込む。株式市場は長期金利の上昇による物色変化に加え、法人税率の引き上げリスクが懸念され、EPS予想の切り下げ分を反映した株価調整リスクが意識されると予想する。日米金利差拡大が米ドル高・円安に作用するだろう。新興国では、米国との金利差縮小が意識され、一時的に通貨安、債券安が進もう。但し、市場が落ち着けば、米景気回復の恩恵が意識され、上昇基調に転じよう。
米中対立の激化	小	中	大	バイデン新大統領が西側諸国と協調し、対中圧力を強める可能性はある。その場合、中国のハイテク産業が一段とダメージを受け、中国の潜在成長率は低下が速まろう。経済面での制裁が強まれば、世界的にも景気回復が阻害されるだけでなく、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、下落しよう。米中両政府の報復合戦を受け質への逃避や景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般に売られやすい。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。

※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			
		12/15	1か月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-1.50	-1.25
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	0.10%	0.00	-0.65	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.30	-0.30
ブラジル	セリック・レート	2.00%	0.00	-2.50	-5.00
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.40
インド	レボ金利	4.00%	0.00	-1.15	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.75%	-0.25	-1.25	-0.50
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.25%	0.00	-3.25	-3.00
ロシア	1週間物入札レボ金利	4.25%	0.00	-2.00	-3.50
トルコ	1週間物レボ金利	15.00%	4.75	3.00	7.00

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		12/15	1か月	1年	3年
米国		0.91%	0.01	-0.91	-1.45
ドイツ		-0.61%	-0.06	-0.32	-0.91
日本		0.01%	-0.02	0.02	-0.04
カナダ		0.73%	0.00	-0.85	-1.11
豪州		0.96%	0.08	-0.29	-1.56
中国		3.30%	0.02	0.10	-0.60
ブラジル		7.67%	-0.41	0.59	-3.68
英国		0.26%	-0.08	-0.53	-0.89
インド		5.89%	0.01	-0.90	-1.25
インドネシア		6.12%	-0.17	-1.11	-0.37
メキシコ		5.68%	-0.38	-1.17	-1.82
ロシア		6.17%	0.05	-0.37	-1.46
トルコ		12.88%	0.94	0.94	0.75

株価指数		直近値 期間別変化率			
		12/15	1か月	1年	3年
米国	NYダウ	30,199	2.4%	7.3%	22.5%
	S&P500	3,695	3.1%	16.6%	38.1%
ユーロ圏	STOXX 50	3,522	2.6%	-5.6%	-1.1%
日本	日経平均株価	26,688	5.1%	11.1%	18.3%
	TOPIX	1,782	4.6%	2.4%	-0.6%
中国	MSCI中国	104.65	-1.9%	26.1%	20.9%
インド	MSCIインド	1,551	6.2%	14.2%	25.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,730	7.7%	-6.1%	-6.5%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,055	9.2%	9.2%	12.8%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		12/15	1か月	1年	3年
米ドル		103.67	-0.9%	-5.2%	-7.9%
ユーロ		125.99	1.7%	3.6%	-4.8%
カナダ・ドル		81.63	2.4%	-1.7%	-6.7%
豪ドル		78.36	3.0%	4.2%	-9.0%
人民元		15.91	0.3%	2.2%	-6.7%
ブラジル・リアル		20.39	6.4%	-23.4%	-40.3%
英ポンド		139.56	1.1%	-4.4%	-6.9%
インド・ルピー		1.41	0.5%	-8.7%	-19.9%
インドネシア・ルピア		0.73	-0.6%	-6.1%	-11.5%
フィリピン・ペソ		2.17	-0.5%	0.0%	-2.6%
ベトナム・ドン		0.45	-0.8%	-5.0%	-9.6%
メキシコ・ペソ		5.21	1.5%	-9.4%	-11.6%
ロシア・ルーブル		1.41	4.4%	-18.7%	-26.1%
トルコ・リラ		13.23	-3.1%	-29.7%	-54.6%

リート		直近値 期間別変化率			
		12/15	1か月	1年	3年
米国	NAREIT指数	18,483	1.1%	-5.3%	9.1%
日本	東証REIT指数	1,713	1.0%	-19.5%	2.0%

商品		直近値 期間別変化率			
		12/15	1か月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	47.62	18.7%	-20.7%	-16.9%
金	COMEX金先物価格	1,852	-1.8%	25.5%	47.7%

※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REIT指数 (配当なし)



※グラフの期間は2015年1月初～2020年12月15日

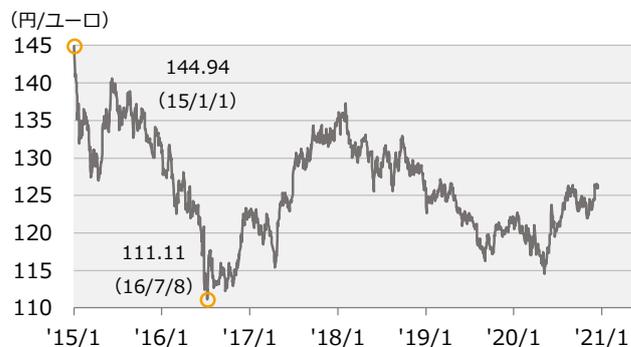
(出所) ブルームバーグ

## 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



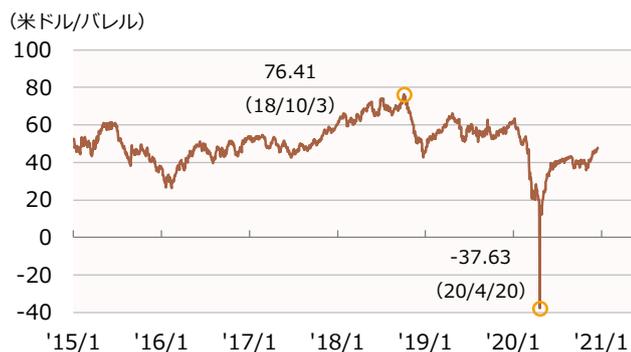
### 中国人民幣



### 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12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	2.3	3.0	2.2	米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	2.6	1.9	1.3	ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	1.7	0.6	0.3	日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	3.0	2.4	1.9	カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.4	2.9	1.9	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	1.8	1.4	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"> <li>雇用の最大化</li> <li>物価の安定：平均して2%のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%弱のインフレ率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価の安定：2%のインフレ率</li> </ul>
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
- 2021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"> <li>2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続</li> <li>資産購入も現状維持で、拡大・縮小とも見送り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>

(出所) FRB、ECB、日本銀行

## タイムテーブル



日本



欧米



その他地域

2021年	日本	欧米	その他地域
1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（20-21日）</li> <li>●通常国会召集（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●米議会開会（3日）</li> <li>●ジョージア州上院決選投票（5日）</li> <li>●米大統領選挙人団投票開票（6日）</li> <li>●米大統領就任式（20日）</li> <li>●ECB理事会（21日）</li> <li>●FOMC（26-27日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●カナダ金融政策決定会合（20日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（20日）</li> <li>●ベトナム第13回共産党大会（1月～3月の間に開催予定）</li> </ul>
2月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●米大統領施政方針演説</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（2日）</li> <li>●中華圏旧正月（12日）</li> </ul>
3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（18-19日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（11日）</li> <li>●FOMC（16-17日）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（2日）</li> <li>●中国全人代（上旬）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（10日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（17日）</li> </ul>
4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（26-27日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●英国地方選挙（7日）</li> <li>●ECB理事会（22日）</li> <li>●FOMC（27-28日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（6日）</li> <li>●ペルー大統領選挙（11日）</li> <li>●ラマダン開始（13日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（21日）</li> </ul>
5月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（4日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（5日）</li> <li>●ラマダン終了（12日）</li> <li>●ベトナム議会選挙（月内）</li> </ul>
6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（17-18日）</li> <li>●通常国会会期末（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（10日）</li> <li>●FOMC（15-16日）</li> <li>●G7首脳会議（英国、月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（1日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（9日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（16日）</li> <li>●イラン大統領選挙（21日）</li> </ul>
7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（15-16日）</li> <li>●東京五輪（23日-8月8日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（27-28日）</li> <li>●米連邦政府債務上限到来（31日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（6日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（14日）</li> <li>●インド大統領選挙（月内）</li> </ul>
8月			<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（3日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（4日）</li> </ul>
9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（21-22日）</li> <li>●菅自民党総裁任期満了（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（9日）</li> <li>●FOMC（21-22日）</li> <li>●米2022年度予算成立期限（30日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●香港立法会議員選挙（5日）</li> <li>●RBA理事会（7日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（8日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（22日）</li> </ul>
10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●衆議院議員任期満了（21日）</li> <li>●日銀金融政策決定会合（27-28日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ECB理事会（28日）</li> <li>●米財務省為替報告書（月内）</li> <li>●EU首脳会議（月内）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（5日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（27日）</li> <li>●ブラジル金融政策決定会合（27日）</li> <li>●中国6中全会（月内）</li> </ul>
11月		<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（2-3日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（2日）</li> <li>●ASEAN首脳会議（月内）</li> </ul>
12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日銀金融政策決定会合（16-17日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●FOMC（14-15日）</li> <li>●ECB理事会（16日）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●RBA理事会（7日）</li> <li>●カナダ金融政策決定会合（8日）</li> <li>●中国中央経済工作会議（月内）</li> </ul>

## 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、ECDC：欧州疾病予防管理センター、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、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、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、IOC：国際オリンピック委員会、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：担保付補充貸出、QE：量的緩和、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、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12月15日)

(発行日：2020年12月21日)