

マーケットの視点

「投資環境」

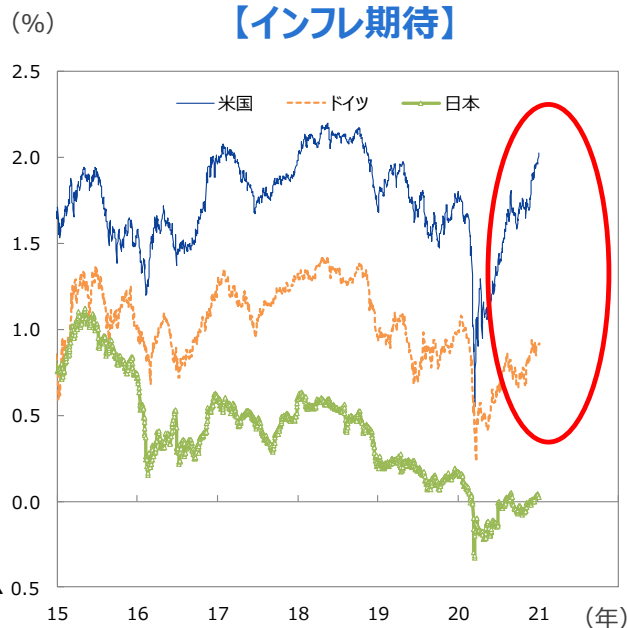
リフレ政策の行方（吉川レポート）

- 1 当面は歴史的低金利がサポート
- 2 キーワードは「緩和的金融環境の維持」
- 3 リスクファクター

1 当面は歴史的低金利がサポート

- 金融市場では2020年11月以降、ドル安基調が継続する中で、新興国の通貨や株価が堅調となっています。先進国においても、ペースこそ鈍化しましたが株価上昇や社債のスプレッド縮小は継続しており、全体としては広がりをもったリスク選好が続いています。
- 好調な市場の状況とは裏腹に、世界景気については短期的にはリスクは高まっています。製造業の回復は継続しているものの、先進国でコロナウイルスの感染再拡大を受けて行動規制が強化されており、非製造業に影響し始めています。個人情報情報の活用によって感染の抑制に成功しているとみられる中国は別として、21年初にかけては主要先進国では、雇用や消費を中心に下振れを示すデータが増えると考えられます。
- このため、金融市場でも一時的に投資家がリスクを控える動きにつながる可能性はありますが、当面、大規模なリスク回避につながる可能性は低いと思われます。
- 中国景気の堅調、製造業の回復、ワクチン普及効果への期待、米コロナ対策第4弾（財政刺激）など成長を支える要素があることに加え、金融市場の観点から見ると、中央銀行の大規模な量的緩和によって欧米の実質長期金利が歴史的な低水準に抑えられていることが大きいと考えられます。10年債利回りからインフレ期待（インフレ連動債市場におけるブレイクイーブンインフレ率）を引くと、21年初時点で、米国が▲1.1%前後、ユーロ圏では▲1.5%近辺で推移しており、社債、株式、新興国通貨などリスク資産への資金フローを強力にサポートしています。
- 上で述べたように米日欧の主要先進国では、1-3月に閉じてはコロナ感染再拡大で一時的とはいえ低成長（国によってはマイナス成長）となる見込みであり、財政・金融からの景気対策縮小を議論することは難しいと思われます。今後3~6カ月は現状のリフレ的な政策の組み合わせが大きく変化する可能性は低いとみられます。

【インフレ期待】



【実質金利】



(注) データは2015年1月1日~2021年1月5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。



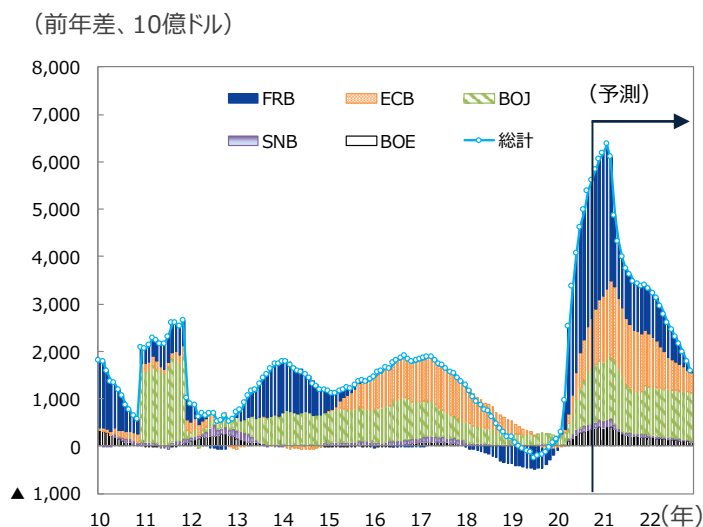
2 キーワードは「緩和的金融環境の維持」

- 4-6月以降は、ワクチンの普及に伴って主要国のサービス消費が回復し、成長が持ち直し始めると考えられます。その場合、FRB（米連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）の資産買入れ政策に関する中央銀行と金融市場の対話が重要性を増すと考えられます。
- FRBの昨年11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）議事録やECBの12月の理事会声明をみると、両中銀共に政策金利は今後2～3年ゼロ近辺に据え置く一方、コロナ危機への緊急対応として急拡大させた債券購入プログラムについては経済・金融の正常化を確認しつつ、可能であれば規模を調整し始める方針を示唆していると思われます。
- FRB、ECBの債券購入規模がピークアウトしていく過程では、長期金利のレンジが上方にシフトする可能性が高く、そのペースは経済正常化の度合いや財政政策によっても変わると考えられます。しかし、大枠でFRB、ECBは「緩和的金融環境の維持」をキーワードとしつつ、長期金利が上昇するとしても、緩やかにとどめるよう政策（市場とのコミュニケーションや債券購入額・満期構成）を調整すると考えられ、財政拡張・実質低金利というリフレ的な組み合わせが維持される公算が大きいと思われます。
- 背景は2つあります。第1に、経済が正常化に向かっても、デジタルトランスフォーメーション（DX）などによって、利便性が高まった分野にシフトした需要が完全に元に戻るわけではないと考えられます。また、労働集約的産業から資本集約的産業に変化する中で、雇用回復や失業率低下には時間を要することになるのではないかと考えられます。
- 第2に、FRBもECBも新興国からの資金流出を招いた13年の「テーパー・タントラム」を回避する必要があると考えている可能性が高いことが指摘できます。
- マネーフローとしては、実質金利が低レンジで推移する（上昇するとしても緩やかにとどまる）中、利回り重視の傾向が続くと見られますが、拡張的財政政策や製造業の循環的回復などから、新興国を含めて資金シフトの範囲が拡大する傾向が見込まれると考えられます。

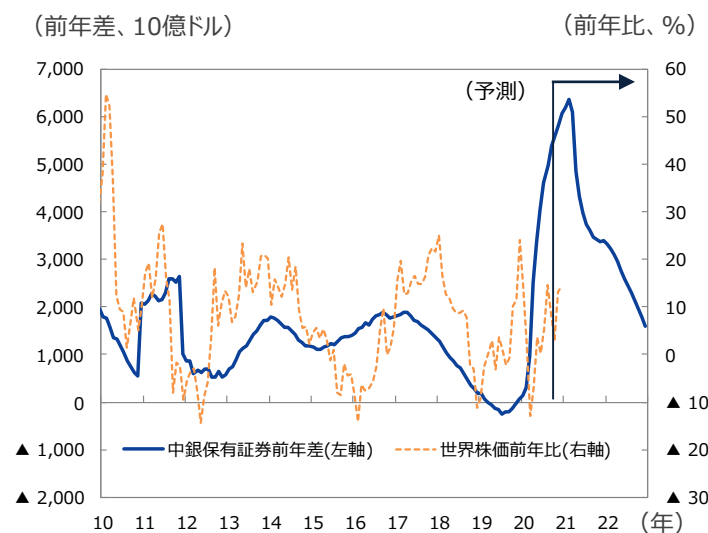
3 リスクファクター

- 1月5日のジョージア州上院決選投票では事前の市場の見通しと異なり、民主党が勝利しました。これに伴い、増税と財政支出規模拡大の思惑から、長期金利が0.2%前後上昇し、リスク回避的な動きになる可能性があります。徐々に景気上振れが意識されると共に、FRBが長期金利の急上昇を抑制すると考えられるため、金融市場は落ち着きを取り戻すと思われます。
- このほか、コロナウイルスやワクチンの状況、中東情勢と原油価格、想定を上回る消費のリバウンドなどに注意が必要かもしれません。（吉川チーフマクロストラテジスト）

【主要先進國中銀の証券保有残高の変化】



【中銀保有証券変化と世界株価】



- (注1) データは2010年1月～2022年12月。
FRB:米連邦準備制度理事会、ECB:欧州中央銀行、
BOJ:日本銀行、SNB:スイス国立銀行、
BOE:イングランド銀行。
- (注2) 2020年12月以降の中銀バランスシートの想定は、
FRB:2022年1月よりテーパーリング、ECB:従来APP継続、
PEPPIは2022年3月まで、
BOJ・SNB・BOEは足元の増加ペースをそのまま延長した。
- (出所) Bloomberg、各国中銀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	感染再拡大により足元は景気が減速しており、2021年の成長予想を+5.0%に小幅下方修正。但し9,000億ドル規模の追加財政刺激策（コロナ対策第4弾）が下支え。4-6月以降ワクチン効果で回復軌道に戻ろう。	経済の正常化をにらむ展開 <ul style="list-style-type: none"> 12月の公開市場委員会でフォワードガイダンスを変更したが、買入れ対象債券の満期構成については現状維持。議事録等から判断して緩和強化は一巡、経済正常化の進展をみながらどの程度緩和を維持するかを検討する局面に移行しつつある。
日本	統計改訂、設備投資持ち直し、景気対策などを考慮し、見通しを若干上方修正、20年度は▲5.2%、21年度は+4.3%成長を予想。追加経済対策の成長率押し上げ効果は、20年度+0.2%、21年度+0.7%、22年度▲0.3%程度と想定。コア物価の基調はゼロ近辺と予想。	企業金融支援を延長 <ul style="list-style-type: none"> 日銀は12月の金融政策決定会合で、企業金融支援のための「特別プログラム」を6カ月延長した。 同じく12月会合で長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組を維持しつつ持続性を高めるため、施策の総点検を行うと発表。ETFの買入れ量・タイミングの柔軟性拡大などを検討する見通し。
ユーロ圏	20年は▲7.2%となった後、21年+5.8%成長と予想。感染拡大で20年10-12月はマイナス成長、21年1-3月もプラス成長に戻るとしても小幅。但し、復興基金と英国とのFTAの交渉が決着、政治リスクは低下、ワクチン効果と財政支出で 21年半ば以降は堅調になってくると 予想。コアインフレは1%を下回る状況が継続。	緩和的金融環境を維持 <ul style="list-style-type: none"> ECBは12月の理事会で物価の下振れリスクに対応するため、債券購入枠を5,000億ユーロ拡大、期間も22年3月に延長。長期資金供給（TLTRO）も延長した。先行きは緩和的金融環境の維持を主眼に、政策を調整する見込み。 戦略再検証の結果にも注目しておきたい。
中国	20年は2.2%成長にとどまるが、21年は消費回復から+8.9%と加速する見込み。ハイテク生産増加に加え、消費も回復、雇用は安定している。習近平政権は景気が正常化してきたと判断、21年の景気対策は過度な景気支援からの正常化を見込む。社債デフォルトに対しては潤沢な流動性供給で対応。ドル安基調の下、人民元に上昇余地。	金融政策は微調整モードに転換 <ul style="list-style-type: none"> 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。銀行間金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。 一部の社債デフォルトに対しては銀行市場への資金供給を潤沢にすることによって対応。 元高に対する人民銀行の姿勢に注目。

（注）太字は注目点を示す。ECB＝欧州中央銀行。FTA：自由貿易協定。

（出所）各種報道等を基に三井住友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】

2021年 海外				2021年 日本		
1月	1日	EU	EUが復興基金に関する債券発行可能に	1月	20-21日	金融政策決定会合（展望レポート）
	5日	米国	上院決選投票（ジョージア州）			
	6日	米国	選挙人投票結果			
	20日	米国	大統領・副大統領就任式			
	21日	EU	ECB理事会	月内		通常国会召集
	26-27日	米国	FOMC			
	28日	米国	10-12月期GDP			
	29日	ドイツ	10-12月期GDP			
	月内		IMF世界経済見通し			
2月	11-17日	中国	旧正月休暇			
	下旬	米国	次期大統領施政方針演説			
3月	5日	中国	第13期全国人民代表大会第4回全体会議開会			
	12日	EU	ECB理事会	3月	18-19日	金融政策決定会合
	16-17日	米国	FOMC（経済見通し）		31日	桜井日銀審議委員の任期満了

（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12月30日 2020年の為替市場の振り返りと見通し
2020年11月12日 世界を支える強力なリフレ政策（吉川レポート）

■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。



三井住友DSアセットマネジメント