



情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

5

MAY 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

長期金利とボラティリティの安定

- 1 過去1カ月の世界の金融市場を振り返ると、特徴的な動きが2つある。1つは先進国長期金利の上昇が止まったこと、もう1つが株式のボラティリティ指数が低下していること、だ。
- 1 昨年来の市場での大きなテーマであった財政・金融政策は一通り出尽くした状態にある。目先は市場を大きく動かすような材料に乏しく、低ボラティリティ環境が続くと想定される。そうした環境下では、リートなどの利回り型商品に優位性があると考えられる。



米国

- 経 … 経済活動の再開と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年央にコロナ前の水準へ。
- 株 … 好材料は出尽くし感。景気回復期待は高い一方、金融政策変更に対する思惑は警戒。
- 債 … 2022年3月に量的緩和縮小、2023年末に利上げ開始で、長期金利の上昇は緩やかに。
- 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、米景気回復期待による実質金利上昇が米ドル高要因に。



ユーロ圏

- 経 … 経済活動が徐々に再開するに連れて、実質GDPは2023年初にコロナ前の水準へ。
- 株 … 域内のワクチン接種ペースが順調に高まるかが目先の注目点。
- 債 … 金融政策は現状維持が長期化し、ドイツの長期金利はマイナス圏を脱せず。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロを支える要因に。コロナ感染状況がユーロを左右へ。



日本

- 経 … 経済対策、挽回生産、海外経済の回復で、実質GDPは2022年末に消費増税前の水準へ。
- 株 … ワクチン接種の時間軸明確化待ち、過熱感に乏しいバリュエーション等は優位。
- 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 … 低ボラティリティ環境下で利回りが魅力。資産価値の割安感に注目する動きも。
- 為 … 世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、市場は景気回復をかなり織り込み済か。

表の見方

- …経済
- …株式
- …債券・金利
- …リート
- …為替



カナダ

- 経 … 感染第3波の収束とワクチンの普及で、実質GDPは2021年7-9月期にコロナ前の水準へ。
- 債 … 2022年中の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利には上昇圧力。
- 為 … 原油価格の下落はリスク要因も、金融政策の正常化への期待が下支えに。



豪州

- 経 … 新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、実質GDPは2021年半ばにコロナ前の水準へ。
- 債 … 順調な景気回復に加え、将来的な金融政策正常化の思惑で、長期金利には上昇圧力。
- 為 … 金融政策の正常化への期待や経常黒字の継続などを支えに上昇を見込む。



中国

- 経 … 2021年上半期の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速し、経済的優位性が続こう。
- 株 … ハイテク企業への規制強化がソフトランディングしつつあり、センチメントの改善を予想。
- 債 … 米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として一段の資金流入が見込まれる。
- 為 … 急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



ブラジル

- 経 … 新型コロナウイルスの感染再拡大やインフレ抑制のための利上げが景気回復を抑制。
- 債 … 当面の利上げは織り込み済みで、国債利回りは横ばい圏での推移に移行。
- 為 … 経済改革の遅れや経常収支の悪化は懸念材料だが、積極的な利上げが通貨を下支え。

2021年5月
SERIES

世界のつながり



地域特有の風習や文化などを通じて、
様々な心のつながり(絆)をご紹介します。



風習から感じるつながり スイスの日曜日

質素で丁寧な暮らしを大切にするスイスの日曜日は、日常の喧騒から離れて過ごす安息日。四季折々の大自然を家族や仲間と楽しむことが習慣となっています。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

長期金利とボラティリティの安定

過去1カ月の世界の金融市場を振り返ると、特徴的な動きが2つある。1つは昨年後半から続いていた先進国長期金利の上昇が止まったこと、もう1つがVIX指数などの株式のボラティリティ指数が低下していること、だ。これらは、金融市場が好材料を一通り織り込んだこと、一方でダウンサイドリスクも限定的であること、を示唆する。

「強い経済」は織り込み済

足元で、特に米国では3月の雇用者数が前月比91.6万人増となるなど、景気見通しは一段と明るくなっている。しかし、米国のエコノミック・サプライズ指数が低下基調にあるように、公表される経済指標が事前の市場予想を上回る割合は減少している。つまり「強い経済」は織り込み済で、それを上回る「より強い経済」の実現は難しくなっている。

金融市場

景気悪化シナリオが見当たらない

昨年来の先進国長期金利の上昇は、大規模な財政・金融政策や新型コロナワクチンの接種開始で、景気見通しが段階的に上方修正されたことが背景にある。そして長期金利が上昇すると株価などの下落リスクが高まり、VIX指数の上昇につながった。逆に長期金利の上昇が止まっただけで低下に転じないのは景気悪化シナリオが見当たらないからでもある。

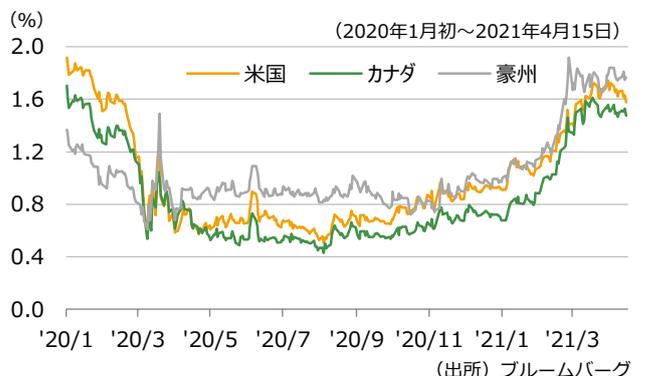
低ボラティリティ環境でリートに優位性

昨年来の市場での大きなテーマであった財政・金融政策は一通り出尽くした状態にあり、次の市場のテーマとなるのは、年半ば以降の経済活動の全面的な再開と、それに伴う金融政策正常化、が考えられる。逆にいえば、それまでは市場を大きく動かすような材料に乏しく、低ボラティリティ環境が続くと想定される。そうした環境下では、リートなどの利回り型商品に優位性があると考えられる。

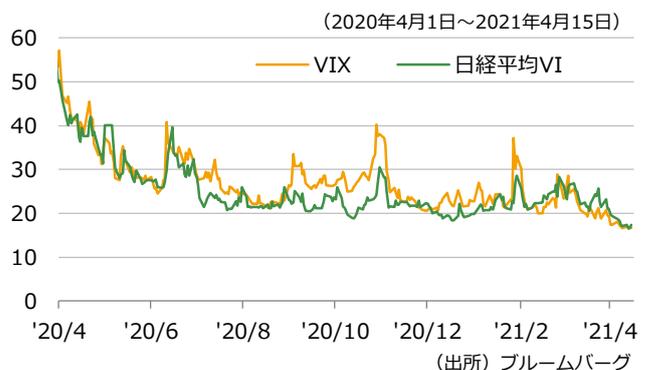
世界株式



米国・カナダ・豪州の10年国債利回り



株式のボラティリティ指数



米国のエコノミック・サプライズ指数



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	ユーロ圏	日本	カナダ	豪州	中国	ブラジル	一言コメント
								経済活動の再開と大規模な経済対策で、実質GDPは2021年央にコロナ前の水準へ。
								経済活動が徐々に再開するに連れて、実質GDPは2023年初にコロナ前の水準へ。
								経済対策、挽回生産、海外経済の回復で、実質GDPは2022年末に消費増税前の水準へ。
								感染第3波の収束とワクチンの普及で、実質GDPは2021年7-9月期にコロナ前の水準へ。
								新型コロナウイルスの感染抑制に成功し、実質GDPは2021年半ばにコロナ前の水準へ。
								2021年上半期の実質GDP成長率は前年比10%以上へ加速し、経済的優位性が続く。
								新型コロナウイルスの感染再拡大やインフレ抑制のための利上げが景気回復を抑制。

※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	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	一言コメント
									好材料は出尽くし感。景気回復期待は高い一方、金融政策変更に対する思惑は警戒。
									域内のワクチン接種ペースが順調に高まるかが目先の注目点。
									ワクチン接種の時間軸明確化待ち、過熱感に乏しいバリエーション等は優位。
									ハイテク企業への規制強化がソフトランディングしつつあり、センチメントの改善を予想。
									原油価格の動向に要注とも、構造改革、米中摩擦の恩恵を受けることなどがけん引。
									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、反発余地はあると予想。
									EVFTA、RCEPによるFDIの加速等の改革への期待が強く、高成長が株価上昇を支えよう。

債券	米国	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	一言コメント
														2022年3月に量的緩和縮小、2023年末に利上げ開始で、長期金利の上昇は緩やかに。
														政策金利が長期間据え置かれるなか、長期金利はECBによる上昇けん制でマイナス圏のまま。
														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。
														2022年中の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利には上昇圧力。
														順調な景気回復に加え、将来的な金融政策正常化の思惑で、長期金利には上昇圧力。
														米金利上昇局面でも底堅く推移し、リスク回避先として一段の資金流入が見込まれる。
														当面の利上げは織り込み済みで、国債利回りは横ばい圏での推移に移行。
														金融政策は現状維持が長期化し、長期金利は長期間に亘ってレンジ推移が継続。
														追加利下げ期待の後退や原油価格上昇の影響を受け、金利上昇圧力は高まっている。
														米金利上昇局面での金利上昇が行き過ぎと考え、金利低下に転じると予想。
														インフレ率の鎮静化に時間を要するため、政策金利は据え置かれ、長期金利は横ばい推移。
														通貨安・インフレ抑制のための段階的な利上げにより、金利には上昇圧力。
														金利が高く、なおかつ利上げ余地が限定的であるため、高水準のキャリーが期待できる。

リート	米国	日本	一言コメント
			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。
			低ボラティリティ環境下での利回りが魅力。TOBによる資産価値の割安感に注目する動きも。

商品	原油	金	一言コメント
			短期的な過熱感は解消も、イランの増産は市場で織り込まれておらず、下落余地を残す。
			暗号資産の需要拡大や実質金利の上昇懸念は重荷だが、宝飾品需要の回復が下支え。

※現地通貨建てでの期待リターン・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	ユーロ	日本円	カナダ・ドル	豪ドル	中国人民元	ブラジル・リアル	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	一言コメント
																リスクオンは米ドル安要因だが、米景気回復期待による実質金利上昇が米ドル高要因に。
																欧州復興への各国協調がユーロを支える要因に。コロナ感染状況がユーロを左右へ。
																世界景気回復期待がリスクオンの円安要因だが、市場は景気回復をかなり織り込み済みか。
																原油価格の下落はリスク要因も、金融政策の正常化への期待が下支えに。
																金融政策の正常化への期待や経常黒字の継続などを支えに上昇を見込む。
																急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があらうが、中長期的な上昇余地は大きい。
																経済改革の遅れや経常収支の悪化は懸念材料だが、積極的な利上げが通貨を下支え。
																英国のEU離脱にはプラス・マイナス両面。ワクチン効果でコロナ感染減ならポンド高要因に。
																原油価格上昇への懸念や、中銀のルピー売りの為替介入等を受け、上昇余地は限定的。
																米金利上昇局面でも下落幅が限定的で、当面レンジ推移を継続すると予想。
																経常収支の黒字化などが支えとなり、米金利上昇局面でも下値は限定的と予想。
																米財務省の為替操作国認定を受け、政府が通貨上昇への容認を継続すると予想。
																米国経済の回復による輸出の増加と海外労働者送金の拡大が通貨を下支え。
																政治リスクには注意が必要も、為替市場を強く意識した金融政策スタンスが下支えに。
																経常赤字の継続や金融政策に対する信認の低下で下落圧力がかけられる。

※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 (前年比、%)				政策金利 (%)				10年国債利回り (%)			
	実績値 2019年	2020年	予想値 2021年	2022年	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	2.2	-3.5	6.7	3.8	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	1.7	1.9
ユーロ圏*1	1.3	-6.6	3.3	3.0	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.2	-0.1
日本	0.3	-4.8	2.7	2.7	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.1	0.1
カナダ	1.9	-5.4	5.6	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.6	1.8
豪州	1.9	-2.4	4.1	2.7	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.8	2.0
中国	6.0	2.3	9.2	5.8	3.25	2.95	2.95	2.95	3.14	3.15	3.2	3.0
ブラジル	1.4	-4.1	3.0	2.5	4.50	2.00	5.50	6.00	7.05	7.31	9.5	9.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	28,538	30,606	30,500	31,500	米ドル	108.61円	103.25円	108円	110円
NYダウ	22.3%	7.2%	-0.3%	3.3%		-1.0%	-4.9%	4.6%	1.9%
米国	3,231	3,756	3,750	3,900	ユーロ	121.77円	126.18円	128円	129円
S&P500	28.9%	16.3%	-0.2%	4.0%		-3.2%	3.6%	1.4%	0.8%
欧州	3,745	3,553	3,700	3,800	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	87円	90円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	4.1%	2.7%		4.0%	-3.0%	7.2%	3.4%
日本	23,657	27,444	28,500	29,000	豪ドル	76.24円	79.47円	87円	90円
日経平均株価	18.2%	16.0%	3.8%	1.8%		-1.4%	4.2%	9.5%	3.4%
日本	1,721	1,805	1,880	1,910	中国人民元	15.60円	15.89円	16.7円	17.7円
TOPIX	15.2%	4.8%	4.2%	1.6%		-2.3%	1.8%	5.1%	6.0%
中国	85.7	108.58	133	135	ブラジル・レアル	26.98円	19.89円	19.3円	19.0円
MSCI	20.4%	26.7%	22.5%	1.5%		-4.5%	-26.3%	-3.0%	-1.6%

	リート			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
米国	20,156	18,543	20,100	21,700
NAREIT指数	26.0%	-8.0%	8.4%	8.0%
日本	2,145	1,784	2,000	2,100
東証REIT指数	20.9%	-16.9%	12.1%	5.0%

※株価指数・為替・リートの下端は年間騰落率
 ※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

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、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	2020年	予想値 2021年	2022年	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
英国	1.4	-9.9	4.3	3.7	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.8	1.0
インド*1	4.2	-9.2	9.8	6.5	5.15	4.00	4.00	4.25	6.56	5.87	6.5	7.0
インドネシア	5.0	-2.1	5.5	6.0	5.00	3.75	3.25	3.50	7.06	5.89	7.0	7.5
フィリピン*2	6.0	-9.6	7.3	6.3	4.00	2.00	2.00	2.00	2.71	1.83	2.3	2.5
ベトナム	7.0	2.9	6.1	6.5	6.00	4.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	-0.3	-8.2	5.5	3.9	7.25	4.25	4.00	4.00	6.91	5.55	6.5	7.0
ロシア	2.0	-3.1	3.4	2.5	6.25	4.25	5.00	5.00	6.41	6.27	7.0	7.0
トルコ	1.0	1.8	4.5	3.9	12.00	17.00	16.00	12.00	11.72	12.43	14.0	12.0

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末		実績値 2019年末	2020年末	予想値 2021年末	2022年末
インド MSCI	1,370 8.5%	1,600 16.8%	1,800 12.5%	1,820 1.1%	英ポンド	144.07円 3.0%	141.15円 -2.0%	150円 6.3%	150円 0.0%
インドネシア MSCI	7,288 3.0%	6,597 -9.5%	7,230 9.6%	7,350 1.7%	インド・ルピー	1.52円 -3.1%	1.41円 -7.1%	1.50円 6.1%	1.49円 -0.7%
ベトナム VN指数	961 7.7%	1,104 14.9%	1,250 13.2%	1,300 4.0%	インドネシア・ルピア*3	0.784円 3.0%	0.739円 -5.7%	0.771円 4.3%	0.764円 -0.9%
					フィリピン・ペソ	2.14円 2.3%	2.15円 0.1%	2.12円 -1.3%	2.12円 0.0%
					ベトナム・ドン*3	0.469円 -0.8%	0.447円 -4.5%	0.474円 6.0%	0.493円 4.0%
					メキシコ・ペソ	5.74円 2.8%	5.19円 -9.5%	5.40円 4.0%	5.50円 1.9%
WTI原油 (米ドル/バレル)	61.06 34.5%	48.52 -20.5%	50 3.1%	55 10.0%	ロシア・ルーブル	1.75円 10.7%	1.40円 -20.4%	1.47円 5.3%	1.50円 2.0%
金 (米ドル/トロオンス)	1,523 18.9%	1,895 24.4%	1,750 -7.7%	1,700 -2.9%	トルコ・リラ	18.2円 -11.8%	13.9円 -23.8%	12.7円 -8.7%	11.6円 -8.7%

※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 (2020年は実績見込み)

*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

(出所) 実績値は各国の政府・統計局とブルームバーグ、予想値は大和アセット



経済

GDPは2021年央にコロナ前の水準に

経済活動の再開と即効性のある大規模な経済対策の効果で、今後数カ月は景気過熱すら想定し得る。実質GDPは2021年4-6月期にコロナ前の水準を取り戻し、2021年末にはコロナ前の軌道に復すると見込む。経済対策の効果は漸減するが、急増した貯蓄がバッファとなり、短期間で効果が消失することはなない。年後半にも成立が期待されるインフラ投資計画は中長期的な景気下支え要因として働こう。

景況感は製造業、非製造業とも上振れ

3月ISM景況感指数は製造業、非製造業とも65に近い高水準で、非製造業は1997年の調査開始以来の最高を記録した。輸出の恩恵を享受する製造業は素より、税還付による貯蓄の急増や株価・住宅価格の上昇による資産効果を背景に、経済活動の再開に連れて繰り越し需要が発現するなか、非製造業の景況感も同様に改善している。感染が収束するようであれば、非製造業は規格外の上振れも考えられる。

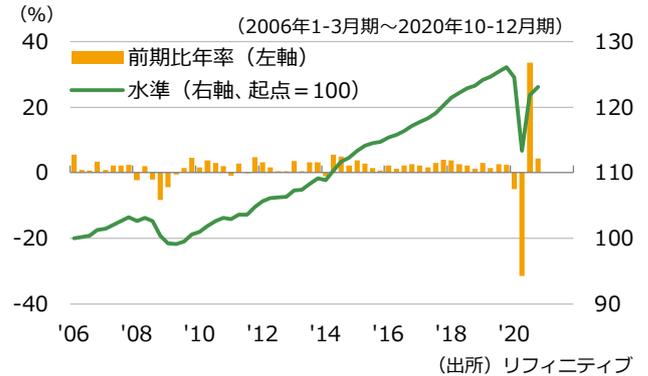
雇用は2023年中にコロナ前の水準に

失業率は2020年4月の14.8%から2021年3月には6.0%まで低下した。前回の景気回復局面では量的緩和を縮小中の2014年夏に記録した水準である。非農業部門雇用者数はコロナ直前と比較して約840万人も少ないが、今後数カ月は直近の3月と同程度に単月で100万人近い雇用増が期待される。新型コロナウイルスの状況次第で幅はあるが、コロナ前の雇用者数を完全に取戻すのは2023年中と見込む。

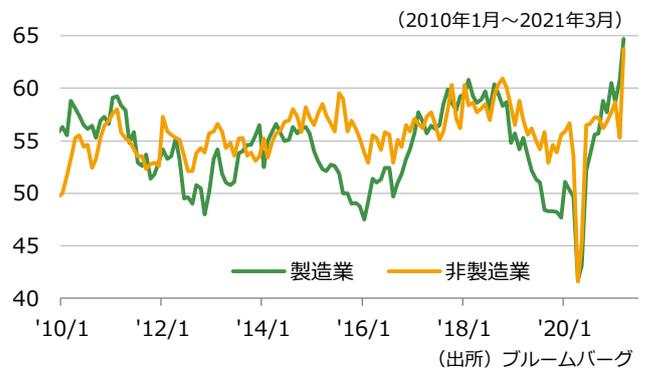
当面の上振れ後のインフレ率は賃金が鍵

コアの消費者物価指数は3月に前月比0.3%、前年同月比1.6%と伸びがやや高まった。前月比の上振れは経済活動の再開の進展が主因で、前年同月比の上振れは新型コロナウイルスの感染第1波で下振れた昨年3月の反動も一因。今後数カ月は同様の推移が見込まれる。その後もインフレ率が持続的に高まるには、サービス価格の大宗を占める賃金の伸びの加速が必要だが、それには時間を要しよう。

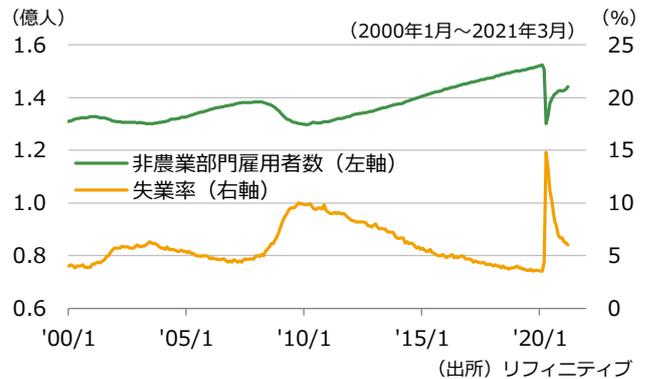
実質GDP



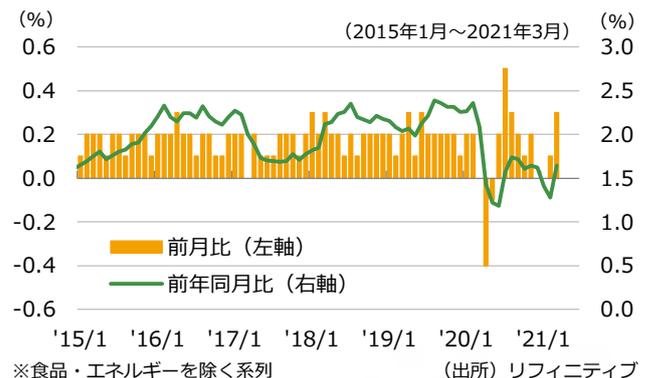
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と失業率



消費者物価指数 (コア)





株式

押し目待ちのスタンスを継続

米国株の見通しはやや弱気を継続する。直近1カ月の株価は大規模インフラ投資計画の発表や新型コロナウイルスワクチン接種の進展、金利上昇の一面が好感され上昇。目先に目立ったリスク要因は見当たらないものの、7-9月に入れば量的緩和縮小開始時期などFRBの金融政策変更への注目度が高まること予想され、株価は不安定になり易いと予想。押し目待ちのスタンスで挑みたい。

センチメントに極端な過熱感はない

株価上昇を受け個人投資家センチメントは改善。強気から弱気を引いたブルベア指数はレンジ上限域にある。しかし、極端に過熱感のある水準ではなく、現在の水準はその後の株価調整を示唆しない。更なる強気比率の高まりはセンチメントの過熱感を警戒する声に繋がり易く注意が必要も、FRBの金融政策変更への警戒が市場に与える影響に比べれば影響は小さく、4-6月期は材料不足な相場展開を予想する。

最終的な接種比率の期待値は上昇基調

先進国内で順調に推移する米国のワクチン接種の注目は最終的な接種率。アンケート調査をみると「様子見」とする比率が着実に低下しており、ワクチンに対する信頼感が増していることが感じられる。副反応への懸念が高まらなければ、米国は7-9月期には集団免疫獲得を議論出来る状況となり、より一層の経済活動の再開や金融政策の動向など「コロナ後」が市場の焦点になることが見込まれる。

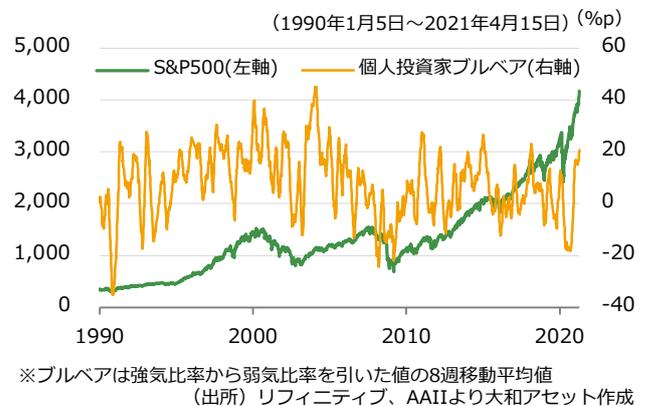
増税の市場織り込みは今秋頃か？

米国政府が示した増税の市場織り込みは法案提出のタイミング次第であるが今秋頃と予想。2017年の「トランプ減税」は4月に概要発表、9月に改革案を発表、11月に法案の議会提出、12月に成立した。EPSコンセンサス予想の織り込みは2018年1月以降であったが、PERは9月以降上昇が目立つ。減税の内容が概ね固まった段階で市場の織り込みが開始されたとみられ、今回も同様の動きを予想する。

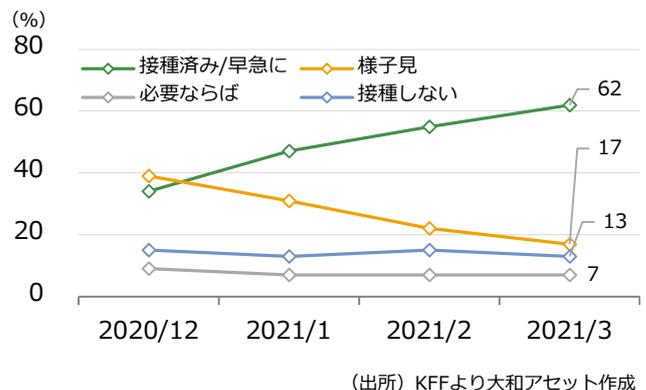
S&P500の推移



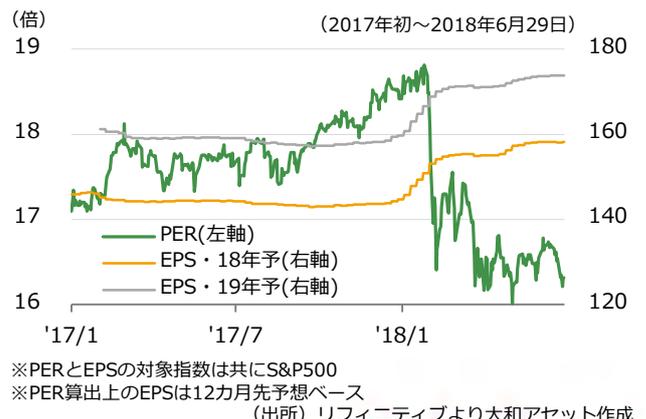
米国株式市場と個人投資家センチメント



新型コロナウイルスワクチン接種意向調査 (米国)



トランプ減税の振り返り





債券・金利

2023年末に利上げ開始

2023年中には利上げの3つの要件である、最大雇用の達成、インフレ率の2%への上昇、インフレ率がある期間緩やかに2%を上回る軌道に乗ることが満たされ、2023年末に利上げを開始すると見込む。また、最大雇用と物価安定の目標に向けての更に顕著な進展の下、量的緩和の縮小の見通しは2021年末に示され、2022年3月から実際に縮小を開始し、2023年3月頃には新規の資産購入を終えると見込む。

長期金利の上昇は緩やかに

当面の景気、物価の上振れは織り込み済みにせよ、大規模な経済対策で下振れリスクが大幅に後退したことから、長期金利が低下基調に転じる可能性は低い。市場は2023年末までに0.25~0.5%ポイント、その後は中立金利の2.5%まで年0.5%ポイントの利上げ継続を織り込むと想定し、10年国債利回りは2021年末に1.7%、2022年末に1.9%と見込む。

リート

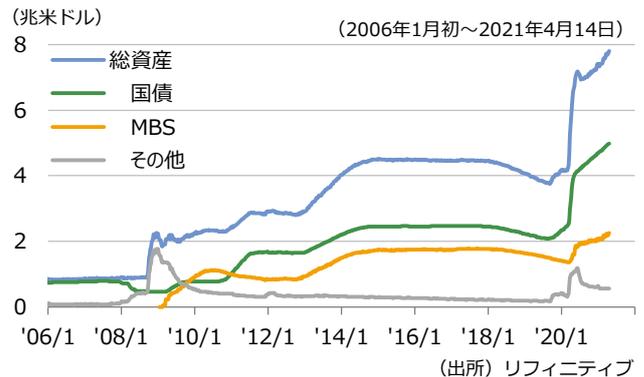
経済活動の再開が進展

米国リート市場は、新型コロナウイルスのワクチン接種が進み、経済活動の再開が本格的に進んだことなどから、リーートの業績改善が広がり上昇基調。小売店、レジャー施設、ホテルなどで人出が戻りつつあり、オフィスにおいても出社再開の発表が相次いだ。感染の再拡大等がなければ、2021年後半にかけてリーートの業績見通しの改善が続こう。

長期金利の上昇は一服

長期金利はこれまでの上昇が急だったこともあり、上昇は一服。社債の信用スプレッドは引き続き低位で推移しており、リーートの投資環境としては望ましい状況。期待インフレや消費者物価および長期金利の動向には引き続き注意が必要だが、これらに過度な上昇がなければ、今後は各リーートの業績動向に注目が集まる展開となろう。

FRBの総資産残高と内訳



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

日米長期金利差と米ドル円の相関

2020年8月以降に日米長期金利差の拡大が続き、2021年に入るとようやく米ドル円も上昇に転じた。トリプルブルーとなった米国の財政支出拡大への期待に加え、新型コロナウイルスの感染抑制に伴う景気回復への期待が背景にある。最近2年間ほどの相関からすると、日米10年国債金利差1.5~1.6%台に対応する米ドル円は108円前後であり、実際に米ドル円は110円台から108円台へと反落している。

米実質金利上昇が止まり米ドル円が反落

2021年1月以降、米国の財政支出拡大と新型コロナウイルス感染鈍化により景気が回復するとの期待が高まるにつれ、FRBの金融緩和解除への期待も高まった。それにより米実質金利が上昇し、米ドル円が上昇した。3月から4月にかけては日本と比べた相対的な米国実質金利の上昇が止まったにもかかわらず、米ドル円の上昇が進んだため、実質金利の動きに合わせるように米ドル円が反落している。

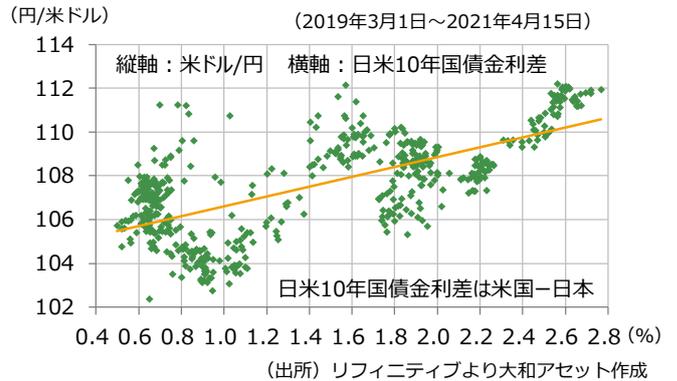
米ドル円を左右する米実質金利の行方

米国の期待インフレ率が2%を超えて上昇した後、実質金利も遅れて上昇してきたが、期待インフレ率と実質金利の上昇がともに止まる兆しも出てきた。今後、米国の景気回復期待が強まると、FRBの金融緩和解除期待が強まることで米実質金利が一段と上昇するだろう。反対に景気回復期待が弱まると、期待インフレ率が鈍化し、次第に金融緩和解除期待が弱まることで米実質金利が低下するだろう。

米政権1年目は5月以降に米ドル円下落

米大統領選挙翌年の米政権1年目の米ドル円は、平均的には1~4月が上昇傾向で、5~10月が下落傾向に。2021年1月以降は、米国の財政支出拡大期待、新型コロナウイルス感染鈍化、景気回復期待を背景に米長期金利と米ドル円が上昇した。ただ、バイデン大統領が8年間で2兆米ドルを超えるインフラ投資計画案を示した後、米長期金利と米ドル円は反落。米政権の政策期待と米ドル円は頭打ちとなるか。

日米名目金利差と米ドル円



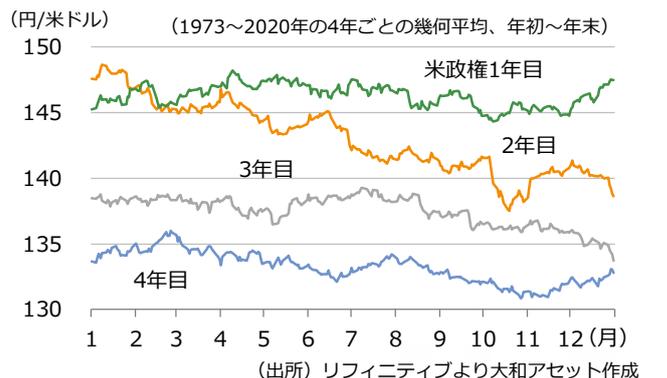
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米政権（1期4年）各年の米ドル円平均





経済

GDPは2023年初にコロナ前の水準へ

実質GDPは2020年7-9月期のリバウンドの後、新型コロナウイルスの感染再拡大により、10-12月期、2021年1-3月期は二番底を探る展開となった。もっとも、大規模な追加経済対策がないにも拘わらず、二番底は限定的で、企業・家計の新型コロナウイルス対応がこなれてきたことが窺える。4-6月期以降は景気回復が持続し、2023年1-3月期に実質GDPはコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

新型コロナウイルスの感染状況は改善へ

新型コロナウイルスの新規感染者数は3月以降再び増加していたが、行動制限の強化が奏功したものの、足元で減少の兆しが窺える。英米に比してユーロ圏ではワクチン接種があまり進んでおらず、行動制限の緩和は漸進的に留まる公算が大きい。今後ワクチンが普及するに連れて、感染状況の着実な改善が期待される。但し、ワクチン接種の副反応が問題視されており、接種の一段の遅れには要警戒。

サービス業の景況感の改善余地は大きい

マークイットPMIは製造業が1997年の調査開始以来の最高に達した。製造業は新型コロナウイルス対応が比較的容易な上、輸出の回復も寄与し、昨年7月以降50を上回って推移するなか、今年の2、3月に大幅に上振れた。サービス業は新型コロナウイルスの影響が大きく、昨年9月以降50を下回ったままだが、製造業からの波及効果もあり50へ接近している。コロナ次第でサービス業の上昇余地は大きい。

インフレ率の持続的な上昇は見通せず

消費者物価指数は昨年後半にドイツの付加価値税率の時限的引き下げ等の特殊要因で大きく下振れ、財価格は前年同月比マイナスに転じたが、年明け後は同措置の終了や消費者物価指数の品目のウエイト変更により上振れ、財、サービス価格とも昨年央と同程度の伸びに復している。しかし、従前のレンジに回帰したままで、特に雇用の回復が鈍いなか、ECBが目標とする2%への持続的な上昇は見通せず。

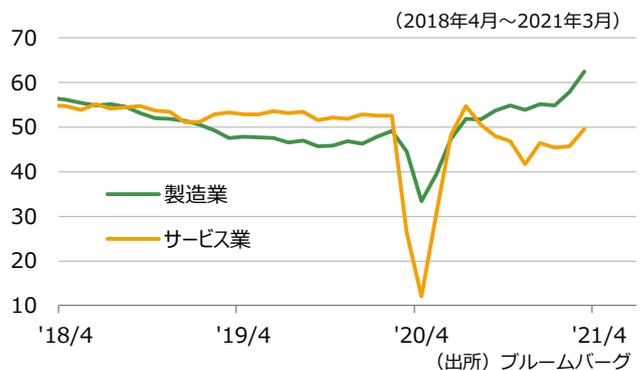
実質GDP



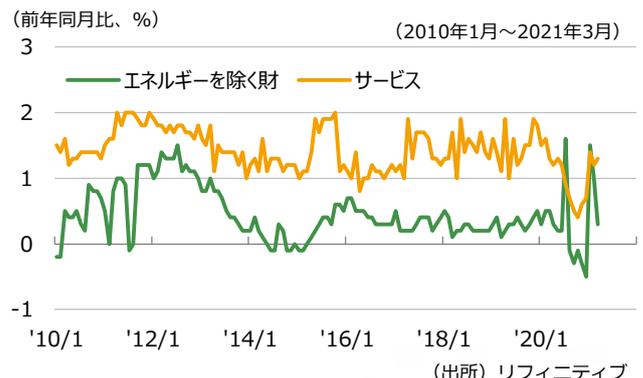
新型コロナウイルス



マークイットPMI



消費者物価指数





株式

中立スタンスを継続

欧州株の見通しは中立を継続する。米国の景気回復期待の高まりなどが寄与し、過去1カ月の株価は上昇した。一方、目先の好材料に出尽くし感があることに加え、2022年度業績ベースでみても株価指標に割安感はなく、次の材料待ちになり易い局面と考える。欧州の新型コロナウイルスワクチンの接種は先進国内で米国に次ぐペースであり、今後の動向を注視したい。

ワクチン接種ペースは今後改善へ

欧州におけるワクチン接種ペースは今後高まると予想。アストラゼネカ製ワクチンは一部の国で接種対象を絞る動きがあるものの、その他のワクチンでカバー可能と考えている。ワクチン接種率の高まりに伴う欧州の市場マインド改善が期待される。一方、米国当局がJ&J製ワクチンに懸念を示しており、同問題が欧州にも波及するかは警戒が必要。

債券・金利

ECBはPEPPでの資産購入を増額

ECBは3月の理事会での決定に基づき、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入プログラム）での資産購入を3月は735億ユーロと、昨年7月の854億ユーロ以来の金額に増やした。ユーロ圏の金融環境は足元で安定している。新型コロナウイルス問題が収束に向かえば資産購入の減額はあり得るが、PEPP自体を撤収するのは難しく、PEPPの期限は2022年3月末から延長されると見込む。

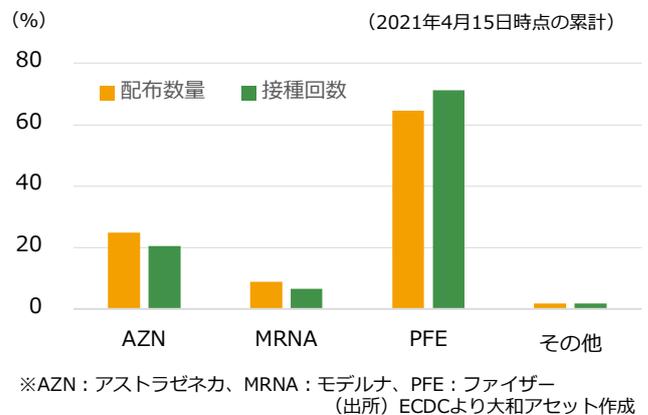
ドイツの長期金利はマイナス圏を脱せず

ドイツの10年国債利回りは2月末にかけて急上昇した後、3月以降はレンジ内で推移している。政策金利は長期間に亘って据え置きが予想される上、ECBが長期金利の上昇をけん制する中では、コロナ直前の▲0.2%程度が当面の戻りの目途で、中長期的にもマイナス圏を脱せず。欧州復興基金の遅れで周辺国が一時的にやや不安定化する可能性も否めず。

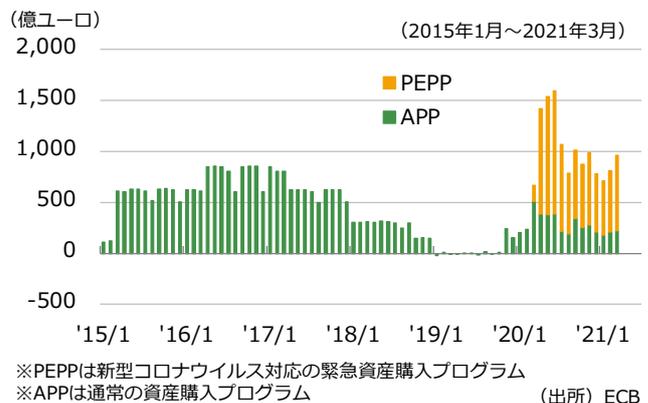
Euro STOXX 50の推移



新型コロナウイルスワクチンのメーカー別供給状況



ECBの資産購入額



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロ相場は対円で堅調に推移

ユーロは米ドルに対して下落したが、円に対しては堅調に推移している。リスクオン傾向にあること、欧州景気指標が市場予想を下回る弱い結果となるケースが少ないことや、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が、ユーロを支える要因に。一方、ECBがユーロ高を注意深く監視するとしたことや、長期金利上昇をけん制したことなどが、ユーロを弱くする要因に。

欧州の新型コロナ感染は下げ止まり

欧州と米国の新型コロナウイルスの新規感染者数は下げ止まっているが、増加は限定的。欧州ではワクチン接種が進む英国の感染減が目立つ一方、ドイツやフランスなどの感染減は鈍く、ポンドに比べユーロを弱くする要因に。米国と欧州主要国を除く国々の新規感染者数は再び急増しているが、インドの寄与度が大きい。世界的に行動制限強化が広がると、リスクオフの円高に働く要因となるだろう。

欧州経済指標は予想比で強めを維持

市場予想比での経済指標の強弱を示すエコノミック・サプライズ指数は、米国や日本に比べユーロ圏のプラス幅が大きい状況が続いている。相对比较からは、円安・米ドル安・ユーロ高に作用しやすい。ただ、ユーロ圏の行動制限が景気回復を抑制するとの見方が経済指標の予想を低くしてサプライズ指数を高くする一因か。なお、新興国全体のサプライズ指数は3月以降にプラス幅が縮小している。

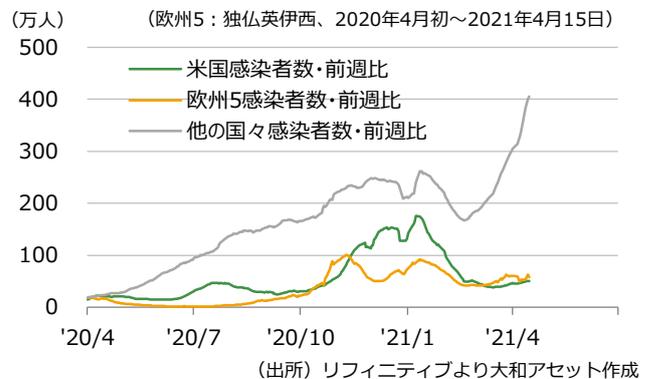
相対的な欧州金利低下とユーロ安が反転

2020年10-12月は米国に比べ相対的に欧州の長期金利が低下したが、米国の新型コロナ感染急増や実質金利低迷などからユーロ高・米ドル安が進行。2021年には米国の新型コロナ感染が急減して実質金利が上昇したため、相対的な欧州金利低下とともにユーロ安・米ドル高が進んだ。だが、最近では米国の金利上昇が一服し、相対的に欧州の長期金利が上昇に転じるなか、ユーロの対米ドル相場は反発。

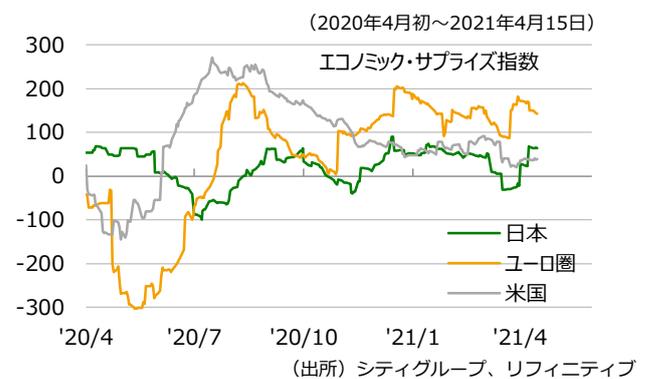
ユーロの対円相場と対米ドル相場



欧・米・その他の新型コロナウイルス感染者数



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



欧・米の長期金利差と為替





経済

GDPは2023年末にコロナ前の水準へ

実質GDPは2021年1-3月期に三四半期振りにマイナス成長に陥った可能性が高い。しかし、要因は1、2月の下振れであり、3月は製造業だけでなくサービス業の景況感も顕著に改善している。EU離脱に伴う混乱も落ち着きつつある模様。経済活動の順調な再開に連れて、4-6月期以降は景気回復が持続し、実質GDPは2020年前半の大幅な落ち込みを2023年10-12月期までに取り戻すと見込む。

6月の正常化へ行動制限を段階的に緩和

従前の行動制限の強化とワクチン接種の進展を受け、新型コロナウイルスの感染状況は大幅に改善している。イングランドでは6月21日の経済正常化を目指す4段階での行動制限緩和の工程表の下、3月に第1段階の、4月に飲食店の屋外営業を含む第2段階の緩和がなされた。英国はワクチン接種が欧米で最も進んでおり、このまま感染の収束が期待される。

為替

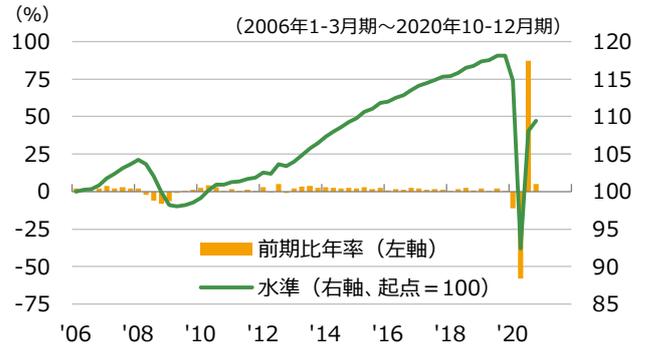
BOEの金融政策は現状維持が長期化

景気回復の持続性が強まるなか、2月の金融政策委員会で銀行に備えを促したマイナス金利は現実化しそうにない。一方で、経済の余剰は「重大」とBOEは認識しており、フォワード・ガイダンスで謳っている「供給過剰の削減と2%のインフレ目標の持続的な達成への大幅な進展」も容易に見通せず。政策金利は0.1%で長期化、資産購入は淡々と継続、長期金利は長期間に亘るレンジ推移を見込む。

ポンド円はやや反落

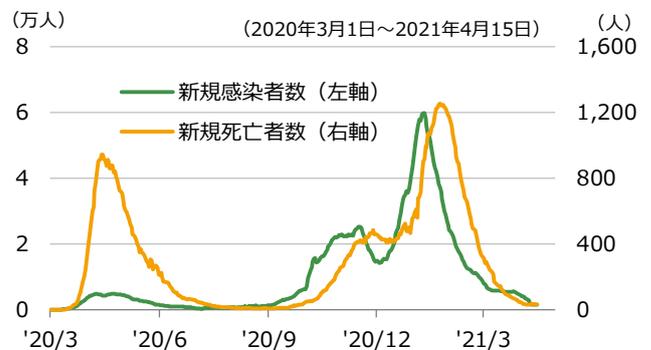
ポンドは円に対して上昇してきたが、やや反落。英・EU通商合意に加え、英国での新型コロナウイルスの新規感染減や、英中銀の景気見通し上方修正がポンド高要因に。ただ、OPECプラスの減産縮小による原油反落や、英アストラゼネカ製ワクチンの接種制限がポンド安要因に。英国のEU離脱に伴うマイナス面が顕在化するとポンド安要因になろう。

実質GDP



(出所) リフィニティブ

新型コロナウイルス



※7日移動平均

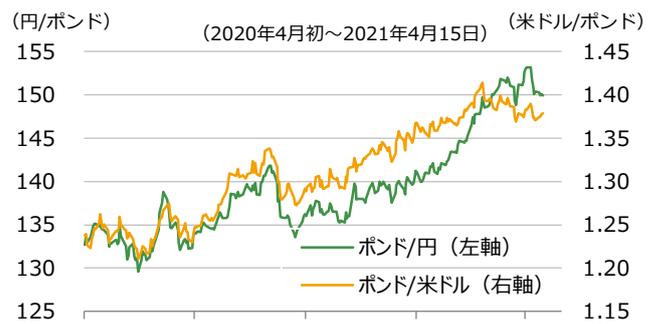
(出所) ブルームバーグ

政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ

ポンドの対円相場と対米ドル相場



(出所) リフィニティブ



経済

GDPは2022年末に消費増税前の水準へ

実質GDPは2020年後半の2四半期連続のプラス成長の後、2021年1-3月期は緊急事態宣言の発出もあり、マイナス成長に転じた公算が大きい。新型コロナウイルスの感染状況が著しく悪化しない限り、経済対策による所得補填、企業の挽回生産、海外経済の回復等を受け、4-6月期以降はプラス成長が継続し、実質GDPは2022年10-12月期に2019年10月の消費税率引き上げ前の水準を取り戻すと見込む。

大企業製造業の業況判断はプラスに転換

3月調査日銀短観では大企業製造業の業況判断DIが2020年12月調査の▲10から5へ大幅に上昇し、5四半期振りにマイナスを脱した。大企業非製造業も▲5から▲1へ上昇したが、マイナスを脱せず。「先行き」は製造業が4、非製造業が▲1と、改善が足踏みする見通し。新型コロナウイルスの感染再拡大やワクチン接種の進展の遅れへの懸念等が要因と考えられる。ウイルスとワクチンのせめぎ合いに。

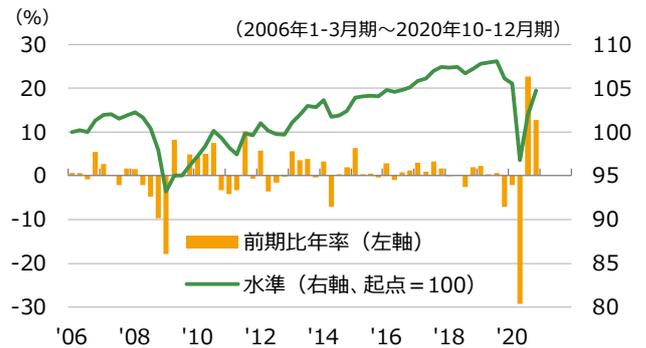
企業の人手不足感が雇用不安を軽減

政府・日銀による資金繰り支援により、失業率は2019年末の2.2%から2020年10月までに3.1%へ上昇するに留まった。ITバブル崩壊やリーマンショック後の5.5%と比較すると遙かに低い。コロナ前の人手不足感は製造業、非製造業とも大きく、コロナ禍でも非製造業は「不足」超が続いている。製造業は「過剰」超に転じたが、「先行き」は「不足」超に戻る見通し。雇用不安を軽減する。

コロナ収束まで企業は値上げに慎重

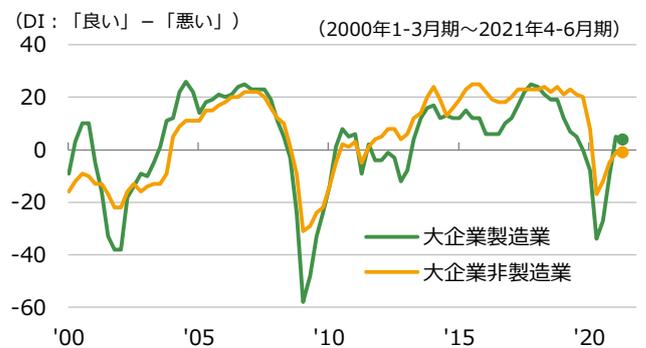
2月消費者物価指数は総合で前年同月比▲0.4%とマイナス幅が縮小し、生鮮食品及びエネルギーを除く総合で同0.2%と伸びが僅かに高まった。しかし、GDPが4-6月期以降プラス成長を継続しても、新型コロナウイルス問題が収束するまで、特にサービス業は値上げに慎重なままと考えられる。「Go To トラベル事業」が再開すれば、再び消費者物価を押し下げる。2%のインフレ目標は遠い。

実質GDP



(出所) 内閣府

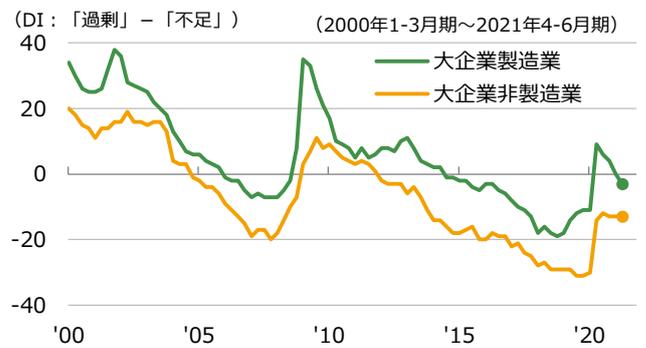
日銀短観業況判断DI



※2021年4-6月期は「先行き」

(出所) 日銀

日銀短観雇用判断DI



※2021年4-6月期は「先行き」

(出所) 日銀

消費者物価指数



(出所) 総務省



株式

中立スタンスを継続

日本株の見通しは中立スタンスを継続する。直近1カ月の株価は下落し、欧米に対し劣後。大型インフラ投資計画の公表等により米国の景気回復期待が高まる中、相対的に選好度が低下したと考える。日本は新型コロナウイルスワクチン接種の時間軸が欧米対比で不確実性があることは否めず強気と弱気の見方が交錯し易い状況にあるとみる。

評価点はあるものの材料待ち

その一方、バリュエーションは欧米対比で割高感に乏しく、金利上昇によりバリュエーション修正が警戒される局面となっても下値は相対的に小さいと考える。また、企業業績のコンセンサス予想の改善余地も相対的に大きいとみられる点も優位点。FRBなどの政策変更に対する思惑の高まり及びその市場反応に注意しつつ、現在は国内のワクチン接種における時間軸の明確化を待つタイミングと考える。

日本のワクチン接種は欧米対比で低位

そのワクチン接種は米国、英国が順調な一方、日本は低位。欧州大陸国との対比でもペースが鈍い。また、日本は承認されたワクチンが1種類だけであることもあり、政府が示すワクチン供給の見通しも限定的なものに留まっている。5月には2種類目の承認が下りるとの報道もあり、今後、政府が示す供給数量はより明確化され、水準も高まることが予想される。まずは2種類目の承認を待ちたい。

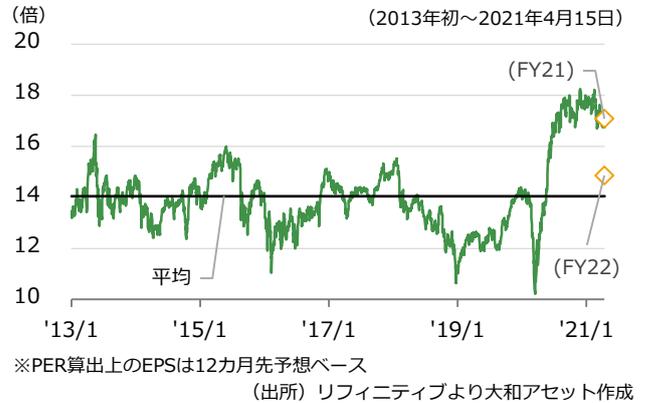
ガイダンスリスクは注意

4月下旬から本格化する国内企業の決算発表の注目は2021年度の会社計画。外需系企業を中心に回復感のあるものになることが予想されるものの、ガイダンスリスクは通常より高いと考えている。日銀短観の事業計画と各企業が発表する連結業績計画は一定の差異が生じるものであるが、短観の利益計画はやや物足りない。市場は保守的な会社計画と評価すると考えるものの、発表当初の反応は注意したい。

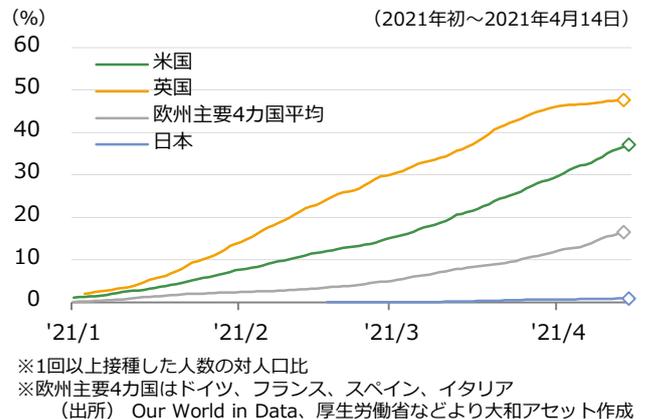
TOPIXの推移



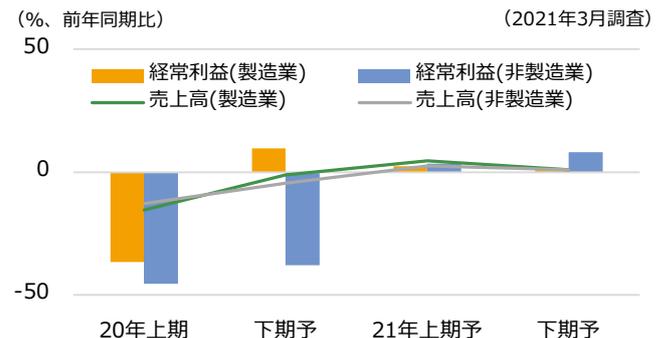
PERの推移 (TOPIX)



新型コロナウイルスワクチン接種の動向



売上・収益計画 (日銀短観)





債券・金利

金融政策の大枠は「点検」後も不変

日銀は3月の金融政策決定会合で「より効果的で持続的な金融緩和」のために、貸出促進付利制度の創設、長期金利の変動幅の±0.25%程度での明確化、連続指値オペ制度の導入等を決定した。金融機関収益へ及ぼす悪影響を和らげマイナス金利の深掘り余地を確保すると共に、利回り曲線のスティープ化を促しつつ、長期金利の上限を画する措置だが、政策の大枠は不変で、市場への影響は限定的と見込む。

長期金利はゼロ%程度で安定的に推移

長期金利の変動幅拡大の思惑から、10年国債利回りは2月末にかけて0.1%台後半へ急上昇したが、日銀の方針は変動幅の明確化であり、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みの下、結局はゼロ%程度での安定推移に落ち着こう。但し、超長期金利の過度な低下をけん制しており、長期金利のレンジの中心は0%からやや切り上がると見込む。

リート

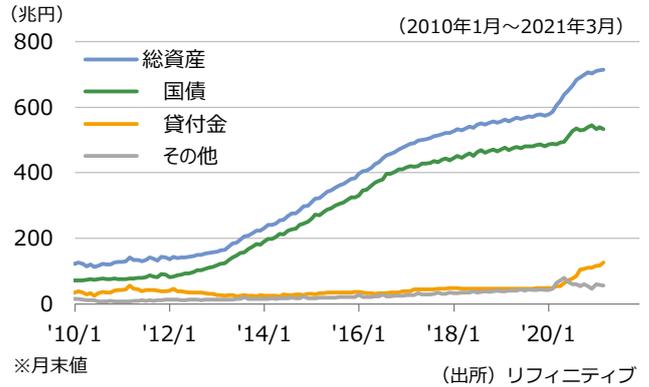
緩やかに上昇

J-REIT市場は足元1カ月で上昇した。3月中は期末に向けて国内金融機関の益出しのための売却が懸念されていたものの、FTSEグローバル株式指数のJ-REITの組入比率引き上げ関連を含め、外国人投資家の買いが指数を押し上げたとみられる。年明け以降の公募増資の規模が小さく、需給が良好だったことも上昇に寄与した。

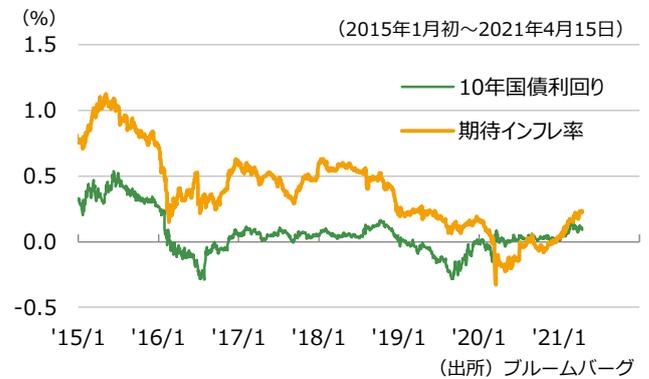
指数見通しを上方修正

低ボラティリティ環境の継続が想定されるなか、J-REIT市場に対する要求利回りを一段引き下げ、指数見通しを上方修正した。また4月に米投資ファンドがオフィス系J-REITに対して公開買付を開始するなど資産価値の割安感に注目する動きもある。中長期的に安定した配当が期待でき、相対的に割安感のあるJ-REITは魅力的と考える。

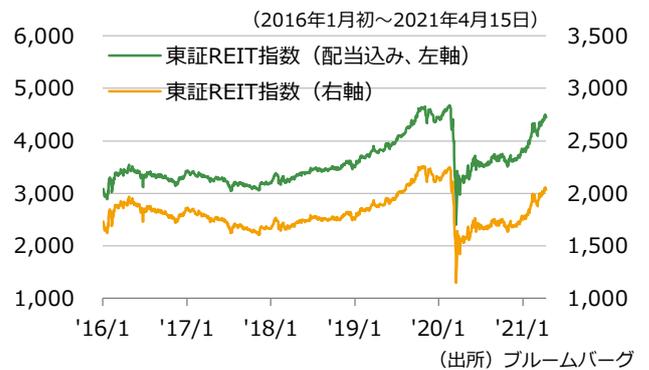
日銀の総資産残高と内訳



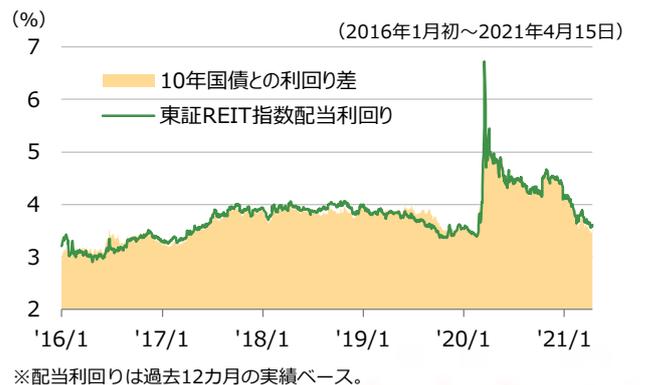
長短金利と期待インフレ率



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移





為替

米ドル安が後退して米ドル円が上昇

米大統領選挙から昨年未まではリスクオンの円安と米ドル安が進むなか、米実質金利の低下が米ドル安に作用したため、米ドル円が下落した。だが、今年はトリプルブルーでの財政拡張期待により名目と実質の米長期金利が上昇したため、米ドル安が後退して米ドル円が上昇するようになった。リスクオンが円安に働いた面もあるが、米国に連動した世界的な長期金利上昇が円安に働いた面もある。

米ドル円の上昇が続きにくくなる可能性

米長期金利から米株式益回りを差し引いたイールド・スプレッドは▲2.6%台まで上昇し、株価の割高感が強まっている。2009年以降のイールド・スプレッドの上限は▲2.6%程度であり、さらに米長期金利が上昇すると、株価が下落することでイールド・スプレッドがピークアウトする可能性がある。すると、リスクオフの円高や米金利低下の米ドル安に傾き、米ドル円が下落するリスクが高まる。

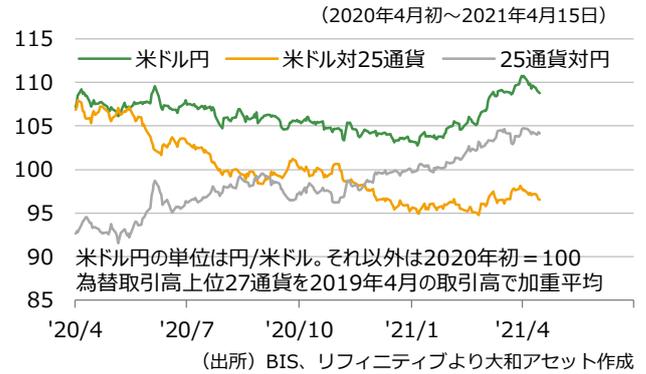
米ドル高で米経済指標が弱まる可能性

米ドル高になるとやや遅れて米経済指標が弱まり、米ドル安になると米経済指標が強まる傾向にある。昨年までは下落していた米ドルの実効為替が今年に入り上昇しているため、この影響により4月中旬以降に発表される米経済指標が市場予想を下回る可能性が出てきた。米エコノミック・サプライズ指数が明確な下落傾向となると、米ドル円が下落しやすくなるので注意が必要である。

円売り・米ドル買いは高水準に

通貨先物の対米ドル・ネットポジションを見ると、ユーロ、ポンド、豪ドルは買いが縮小し、円は売りが高水準をキープしている。全体的には、リスクオンの弱まりと米ドル買いの拡大を示している。ユーロ買い・米ドル売りの縮小は、相対的にユーロ圏よりも米国の景気回復期待や長期金利が高まったことを反映か。円売り・米ドル買いはさらに増えにくく、円安・米ドル高が鈍化しやすいのではないかと。

米ドル・円・他通貨の為替



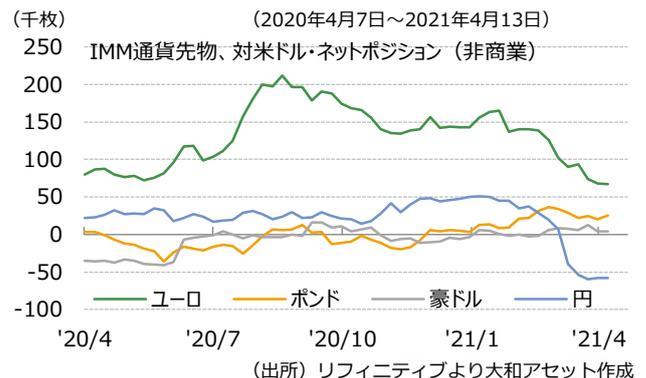
米国のイールド・スプレッド



米ドル実効為替とエコノミック・サプライズ指数



通貨先物の対ドル・ネットポジション





経済

2021年7-9月期にコロナ前の水準へ

2021年1-3月期は、新型コロナウイルスの感染第2波の影響が懸念されたが、外需主導でプラス成長を維持した模様。4-6月期は、第3波が景気回復を抑制するものの、行動制限は第2波よりも局所的にとどまり、プラス成長を維持できる公算が大きい。感染収束とワクチン普及により、7-9月期に個人消費主導で成長率が加速し、同時点でコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ると予想する。

感染第3波が発生も学習効果が働こう

新型コロナウイルスの感染第2波が鎮静化し、雇用者数は2月に前月比25.9万人増、3月に同30.3万人増となり、コロナ前のピーク（2020年2月）を29.6万人下回る水準まで回復。目先は感染第3波の影響が懸念されるものの、第1波に比べて第2波による雇用者数の減少が限定的であったことやワクチン普及によりコロナ禍の出口が見え始めていることに鑑みれば、第3波の影響はより軽微にとどまろう。

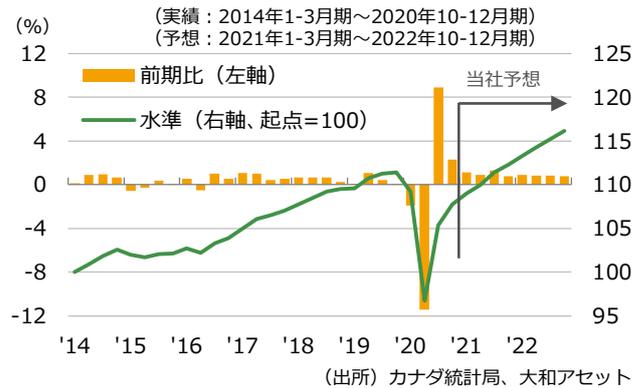
独自のワクチン戦略が奏功するか

カナダでは、新型コロナウイルスワクチンの供給不足に対応して、まずはできるだけ多くの国民が1回ずつ接種を受ける戦略をとっている。ファイザー製のワクチンが大部分を占めるため、1回の接種でも十分な効果が得られる可能性は高そうだ。6月末までに希望する全ての成人が少なくとも1回の接種を受ける計画であり、この戦略が奏功すれば、7-9月期以降の景気見通しは一段と明るくなる。

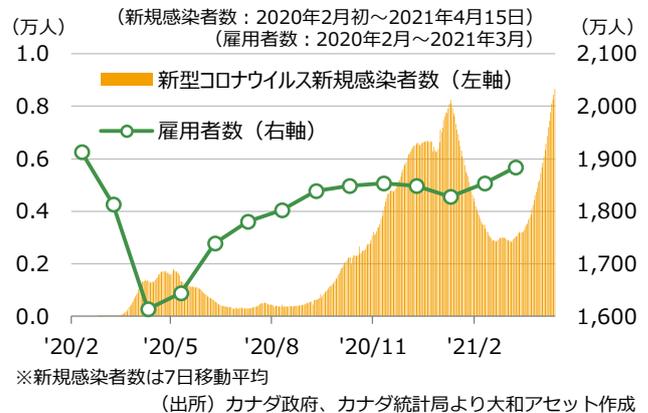
好調すぎる住宅市場が懸念材料に

歴史的な低金利環境や生活スタイルの変化、高水準の家計貯蓄を背景に、住宅市場の好調が続いている。住宅着工件数は昨年夏から高水準で推移しているが、旺盛な需要を補いきれず、中古市場では売りに出せばすぐに買い手が見つかる状況だ。住宅価格は上昇の勢いを増しており、カナダ銀行からは投機的な売買を警戒する声も聞こえる。好調すぎる住宅市場が懸念材料になっており、今後の動向は要注視。

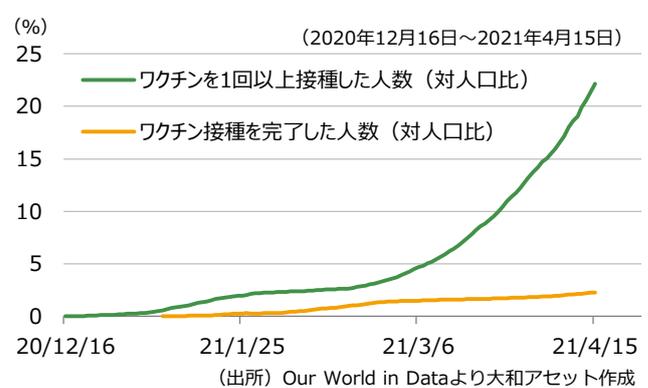
実質GDP



新型コロナウイルス新規感染者数と雇用者数



新型コロナウイルスワクチンの接種人数



住宅着工件数と住宅価格指数





債券・金利

2023年前半の利上げ開始が視野に

カナダ銀行は政策金利のフォワード・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」としている。同行は経済の弛みが吸収される時期を1月時点で「2023年前半」と予測していたが、少なくともこれが後ずれする可能性は低い。2023年前半の利上げ開始が視野に入っており、時間の経過とともに長期金利には上昇圧力がかかり続けよう。

国債買い入れペースの更なる縮小へ

カナダ銀行は昨年10月に国債買い入れペースを週最低50億カナダ・ドルから週最低40億カナダ・ドルに縮小させた。それでも、国債発行残高に占める中銀の保有割合の上昇ペースが他国に比べて早く、4月会合では週最低30億カナダ・ドルに縮小させるとの見方が優勢だ。経済の回復がより明らかになる年後半に更なる縮小、そして来年中の終了を見込む。

為替

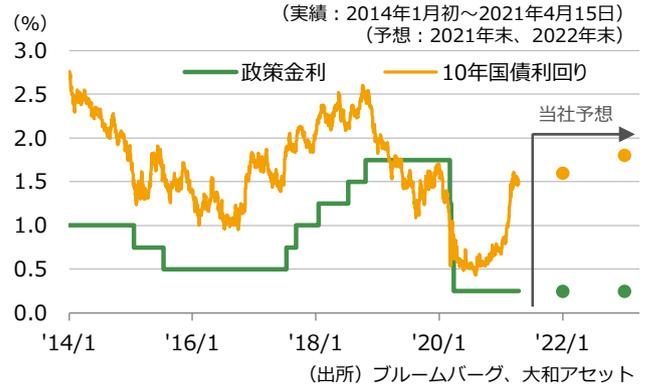
金融政策の正常化期待が下支え

この1カ月では、新型コロナウイルスの感染第3波や原油価格の下落に見舞われたものの、カナダ・ドルは底堅く推移した。感染第3波による経済の下押しは限定的との見方が優勢で、カナダ銀行による金融政策の正常化期待が崩れていないことが背景にある。カナダは米国よりも早期に量的緩和の終了に向かう可能性が高いため、引き続きカナダ・ドルは米ドルに対して底堅く推移すると見込む。

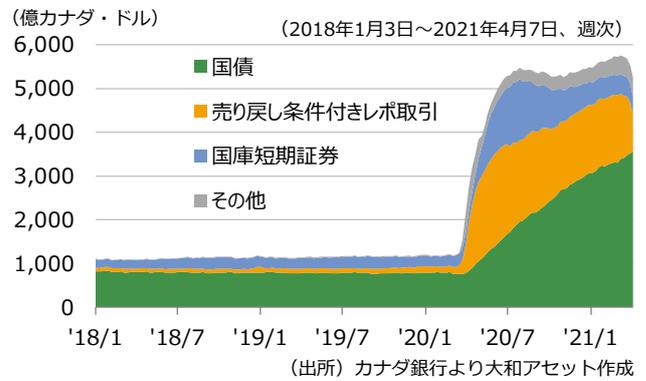
長期金利差拡大で円に対して上昇へ

カナダ・ドル円はカナダと日本の長期金利差と同方向に動くことが多い。今後数年は、カナダの長期金利が上昇傾向で推移する公算が大きい一方、日本の長期金利は0%近傍での推移が見込まれ、緩やかながらも長期金利差が拡大することで、カナダ・ドル円も上昇しやすい環境が続こう。カナダ・ドル円は、2022年末までに90円をめざす展開を想定する。

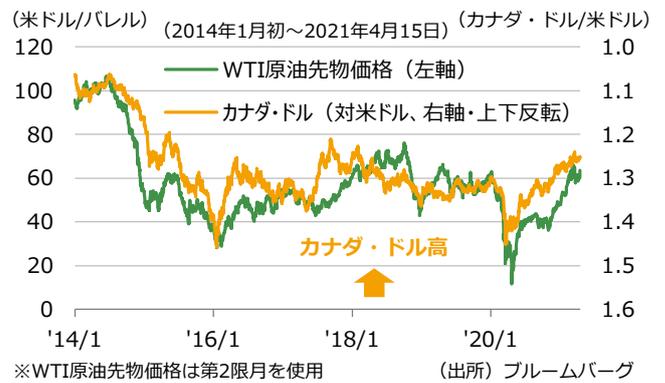
政策金利と10年国債利回り



カナダ銀行の資産残高



原油価格とカナダ・ドル



長期金利差とカナダ・ドル





経済

2021年4-6月期にコロナ前の水準へ

雇用維持給付金制度が3月に終了したことによる影響で、2021年4-6月期は成長率が一時的に鈍化するも、実質GDPは同時点でコロナ前の水準を上回ると予想。同制度終了の影響が一巡し、また新型コロナウイルスのワクチンが普及することで、7-9月期に成長率が加速し、その後もプラス成長が継続すると見込む。通年の成長率は、2021年が+4.1%、2022年が+2.7%と予想する。

消費者・企業の景況感是一段と改善

消費者と企業の景況感是一段と改善した。ウエストパック消費者信頼感指数は2010年8月以来の高水準まで上昇し、NAB企業景況感指数は統計開始以来の最高を記録した。豪州は主要先進国に比べてワクチンの普及が遅いため、感染第3波が発生するリスクには引き続き注意が必要だが、過去数カ月は感染拡大を初期段階で抑えるために短期間のロックダウンを実施することで、感染抑制に成功している。

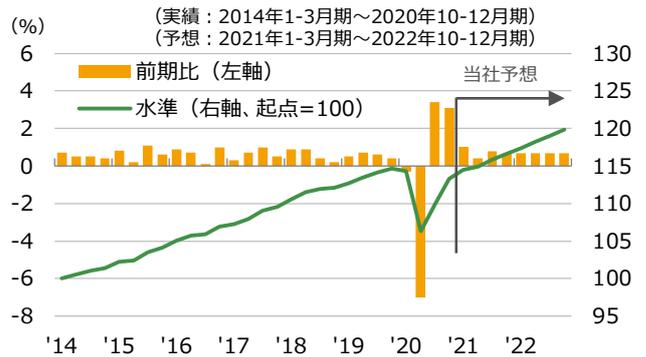
労働市場の順調な回復

各種経済対策に支えられて、雇用者数は直近でコロナ前のピーク（2020年2月）を上回った。雇用維持給付金制度が3月に終了したことで解雇者が増える可能性がある点には留意が必要だが、求人広告件数の急増や景況感の強さなどを考慮すれば、労働市場の軟化は一時的かつ限定的にとどまる公算が大きい。7-9月期以降は、雇用者数の増加と失業率の低下が順調に進むと見込む。

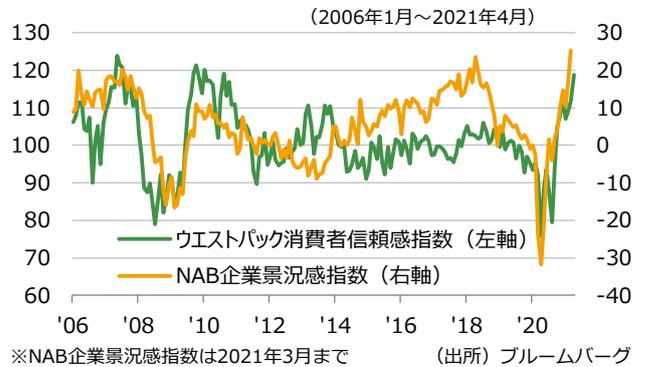
住宅市場の過熱は要注視

足元では、住宅価格の上昇や新規住宅融資額の増加が顕著だ。当局は投資目的の融資が比較的抑制されている点を強調し、まだ規制強化には動いていないが、それも時間の問題と思われる。少なくとも金利を大きく上昇させることによって住宅市場の鎮静化を図ることはないにせよ、RBAがYCCを通じて住宅ローン金利の指標となる3年国債利回りを極端に抑え込む動機は後退しつつあると考えられる。

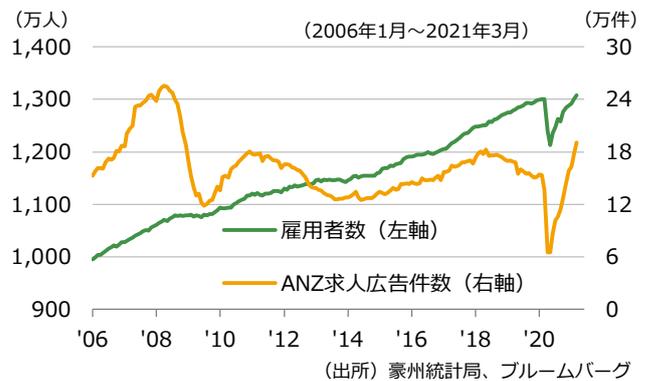
実質GDP



消費者信頼感指数と企業景況感指数



雇用者数と求人広告件数



住宅価格指数と目的別の新規住宅融資額





債券・金利

YCCの出口戦略と量的緩和の継続

雇用維持給付金制度が終了した影響を乗り越え、改めて順調な景気回復を確認できる7月か8月のRBA理事会で、YCCの目標となる債券を2024年4月償還債から2024年11月償還債に切り替えないことが決定されると見込む。同時に8月末前後に買い入れ枠の上限に達する量的緩和の延長を発表することで金融政策スタンスのバランスを取り、相対的に豪州の長期金利が大きく上昇する事態は回避されよう。

中期的には長期金利に上昇圧力

YCCの目標となる債券が2024年4月償還債から切り替わらないことにより、同債券の償還とともにYCCが終了する道筋が明確になるだろう。YCCの終了から程なくして、また米国よりも少し遅れて、RBAは利上げを開始すると見込む。長期金利は、時間の経過とともに上昇圧力がかかり、徐々に下値を切り上げる展開を見込む。

為替

足元は上昇一服も年後半に期待

今後数年は、世界経済が回復に向かうことや電気自動車等の普及に伴う商品需要の変化により、豪州の主要輸出品目の価格は高水準で推移する公算が大きく、貿易黒字の継続が豪ドルを支えよう。足元では、雇用維持給付金制度の終了による短期的な景気減速やワクチン普及の遅れなどが懸念されているが、この懸念が和らぐであろう年後半に向けて、市場センチメントの改善を待ちたい。

長期金利差拡大で円に対して上昇へ

豪ドル円は豪州と日本の長期金利差と同方向に動くことが多い。数年以内に豪州の長期金利は2%を超える公算が大きい一方、日本の長期金利は0%近傍での推移が見込まれ、緩やかながらも長期金利差が拡大することで、豪ドル円も上昇しやすい環境が続くと考える。豪ドル円は、2022年末までに90円をめざす展開を想定する。

償還まで3年程度の国債の利回りとYCCによる誘導目標



長期金利と政策金利



商品価格指数と豪ドル



長期金利差と豪ドル





経済

景気回復の裾野が個人消費に広がろう

昨年2月以降、コロナ禍を受け中国全土が徐々に都市封鎖に踏み切ったことで、足元の経済指標は前年同期比で上振れしやすい。ただし、2019年に比べて伸び率は高く、力強い景気回復が予想されている。4月連休から観光業の顕著な回復が観測されるなど、個人消費の回復が本格化する可能性は高く、景気回復の裾野が広がると期待される。

米景気回復の恩恵を受ける

2020年以降、中国の好調な輸出が景気回復のけん引役の一つとなったが、当面この構図は変わらないと予想する。足元米国の景気回復が加速すると見込まれる中で、中国はその恩恵を受けることなどにより、2021年上半期の実質GDP成長率は前年同期比で二桁の伸び率、2021年通年は+9.2%と予想。

株式

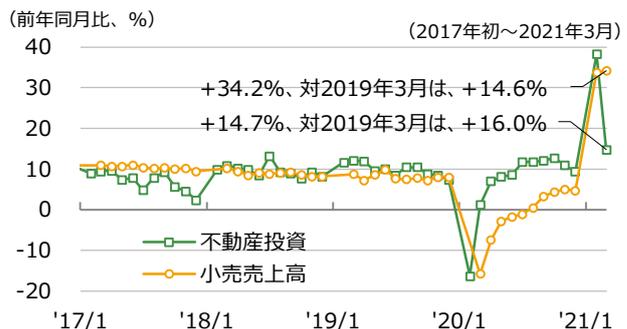
悪材料の出尽くし感が広がりやすい

MSCI中国指数は年初からの1カ月半で約2割急騰し、過熱感が強まった。しかしその後、国内外の要因が重なり、昨年末の水準近辺まで調整。今後は、米金利上昇の一服に加え、中国国内におけるハイテク企業への規制がソフトランディングしていくと予想する。悪材料出尽くし感が広がりやすく、センチメントは徐々に改善すると見込む。

個人投資家のポジション解消はみられず

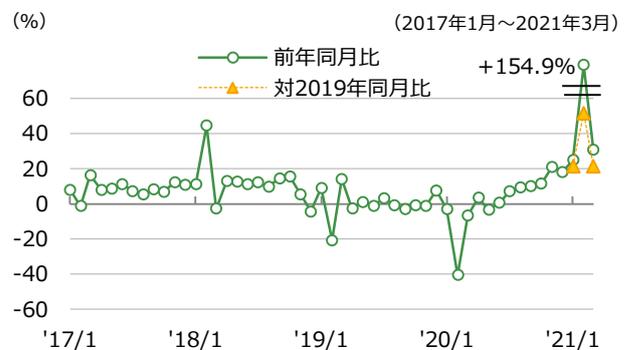
足元の株価の下落については、政府の経営支援金の株式市場への不正流用や、レバレッジをかけること等の違法行為について、当局が調査したことが影響。これら措置は金融緩和の副作用を和らげ、株価バブルの防止に寄与。本土株式市場の約半分を占める個人投資家のポジションも底堅く、資金流入が徐々に再開すると期待される。

不動産投資・消費の回復状況



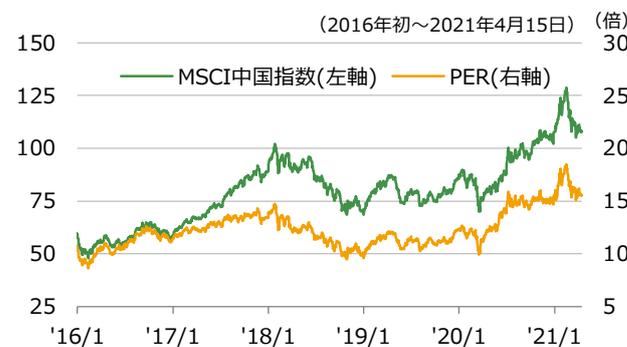
※2月のデータは、1-2月合計の前年同期比を計算したものの
(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

輸出額の状況



(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

MSCI中国指数およびPER



※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

上海総合指数および信用取引残高の推移



(出所) CEICより大和アセット作成



債券・金利

当局が金融引き締めへ転じる懸念は杞憂

4月に入り、中銀が商業銀行に向けて、今年の新規貸出額を昨年と同じ規模にするように窓口指導を行った模様である。市場では金融引き締めと受け止める向きがあったが、過度に懸念する必要はない。1-2月の新規銀行貸出の上振れを背景に、与信拡大の一段の加速を未然に防止し、緩やかな「金融正常化」の軌道を継続するための措置と考える。

米金利上昇局面でも底堅い推移

2月半ば以降、米国の10年国債金利が大幅上昇した局面でも中国国債市場はほとんど動じず、分散投資の効果が期待できることを再確認した。また、社債市場においてはデフォルトが増加したものの、秩序あるデフォルトにとどまっている。「暗黙の保証」の打破が期待され、中長期的な健全な発展に寄与すると予想。

為替

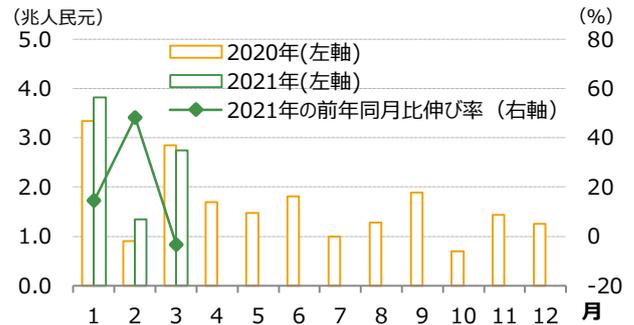
目先はスピード調整の可能性に注意

昨年5月末から年末まで人民元は対米ドルで約10%増価した。足元は、実質実効レートも約3年ぶりの高水準まで上昇したことで、当局が人民元上昇のスピード調整に本格的に動き出す可能性が高まった。具体的には、個人の対外証券投資の規制緩和や、個人に対する年間5万米ドルの外為購入上限規制の撤廃などが考えられ、短期的に人民元高圧力を軽減すると見込む。

中長期的上昇余地は大きいと予想

コロナ禍の中でも、過去最高の月次の貿易黒字を記録するなど、輸出は好調。加えて海外旅行の停滞を受け、経常収支は3四半期連続で過去最高に並ぶ黒字を記録。大幅な経常黒字や、人民元国際化への期待など、ファンダメンタルズの強さを示す要素は多く、中長期的に人民元対米ドルレートの上昇をけん引すると予想する。

月次の新規銀行貸出



(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

本土債券市場の利回り



※AAA格付社債の利回りは、企業債を参照

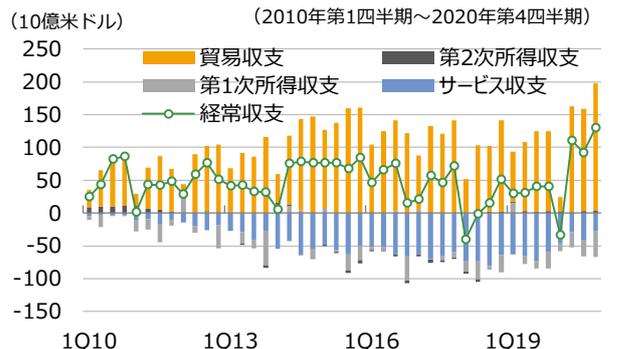
(出所) CEIC

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

経常収支およびその内訳



(出所) 中国国家外貨管理局



経済

2021年半ばから再び成長軌道に

低所得者向け現金給付の昨年末での終了や新型コロナウイルスの感染再拡大により、年明け以降の景気減速は明らかで、1-3月期はマイナス成長に転じた公算が大きい。先行きの不確実性は依然として高いが、現金給付の部分的な復活や新型コロナウイルスの感染が鎮静化することで、今年半ばから再び成長軌道に復し、2022年半ばに実質GDPがコロナ前（2019年10-12月期）の水準を上回ると見込む。

景気は二番底から回復の兆しを探る

新型コロナウイルスの感染再拡大と行動制限の再強化により、サービス業と消費者の景況感は明確に悪化。絶好調だった製造業についても、サプライチェーンの混乱や感染抑制のための一時的な操業停止などが影響し、回復の勢いが鈍化している。景気が二番底に向かっていることは明らかだが、昨年春に比べれば落ち込みは限定的にとどまろう。今後、先行性のある同指標で景気再浮上の兆しを探りたい。

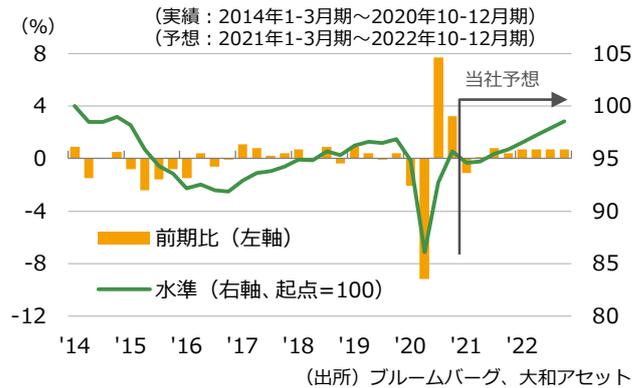
感染抑制策とワクチンに期待

医療体制のひっ迫を受け、新型コロナウイルスの感染抑制のために各地で最高レベルの行動制限が取られた。また、ワクチン接種のペースは、3月の1日平均35万回に対して、4月（15日まで）は1日平均91万回に加速している。人口の多さに鑑みれば、集団免疫の獲得には相当の時間を要することが見込まれるため、短期的な感染抑制策と中期的なワクチン普及の両輪による感染収束が期待される。

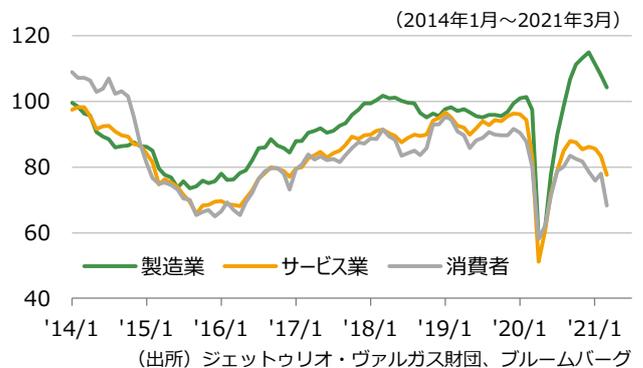
インフレ率は年後半に鎮静化へ

インフレ率は3月に前年同月比+6.1%に加速し、ブラジル中銀の目標レンジ（2.25~5.25%）を上回った。原油価格の上昇などにより今後数カ月は「運輸」の上昇が寄与して、インフレ率は一段と加速する見込み。一方、「食品・飲料」の伸びが緩やかながらも減速していることは好材料。積極的な利上げにより通貨とインフレ期待の安定が維持されれば、年後半以降はインフレ率の鈍化が期待できる。

実質GDP



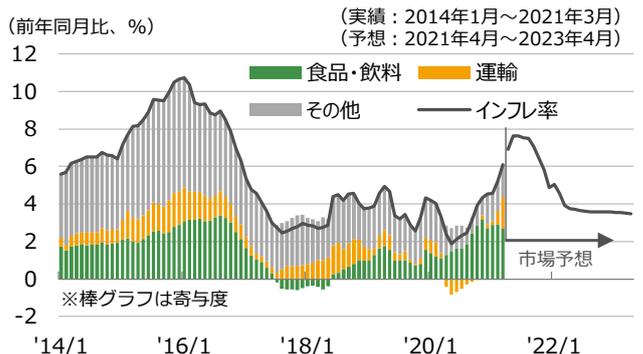
FGV信頼感指数



新型コロナウイルス



インフレ率と項目別寄与度





債券・金利

インフレ懸念の高まりに迅速な対応

この数カ月で今年のインフレ率の市場予想が急速に切り上がったことが象徴的なように、インフレ懸念が高まった。ブラジル中銀は3月に0.75%ポイントの利上げを実施し、次回5月会合でも同幅の利上げを示唆しており、市場が想定していたよりも前倒しで利上げを進める構えだ。一方、来年のインフレ率の市場予想は目標の中心付近で安定しており、インフレ率の上昇は一時的との見方が優勢。

極端な低金利政策は解消へ

ブラジル中銀の利上げに積極的な姿勢を考慮し、当社は政策金利の予想値を今年末：5.5%、来年末：6.0%へ上方修正した。足元のインフレ率の上昇は専ら供給要因であり、来年には中銀の目標付近に回帰する公算が大きいことに鑑みれば、中立金利（6.0～6.5%）を上回るほど利上げを進める可能性は低いと考えている。

為替

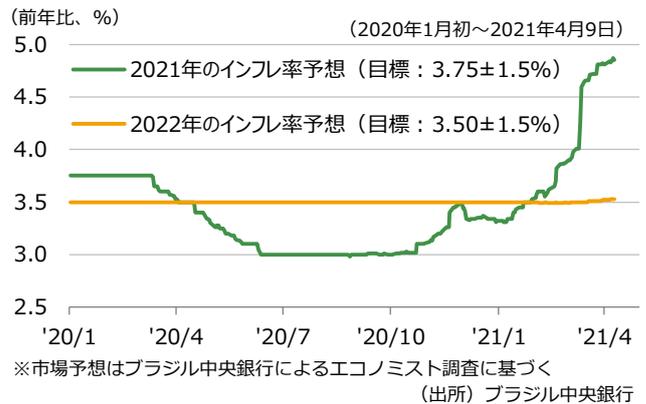
レアルはレンジの中でも弱含み

ブラジル・レアルは、引き続き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いるが、その中でも年初からは下落基調。低所得者向け現金給付の復活による財政悪化懸念や政治リスクの高まりなどにより、海外からの株式投資が流出傾向に転じたことが背景にある。経常収支が赤字基調に転じたこともレアル安要因だったが、こちらは特殊要因もあったため、今後数カ月で改善する公算が大きい。

積極的な利上げが通貨の下支えとなるか

昨年前半は、インフレ懸念が乏しかったために、ブラジル中銀は通貨安を容認して利下げを進めることができたが、現在は、反対にインフレ懸念が台頭しているため、通貨安を容認できなくなっている。ブラジル中銀が景気回復よりもインフレ抑制に重点を置き、積極的に利上げを進める意向を示していることは、レアルの下支え要因になると考えられる。

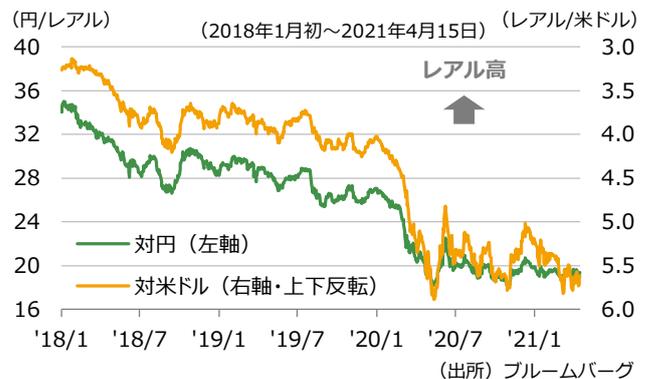
インフレ率の市場予想の変化



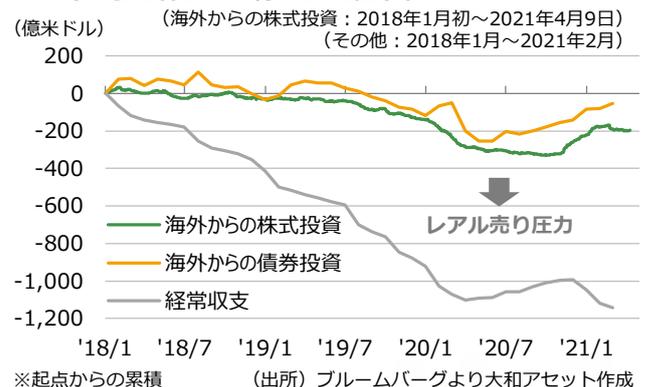
国債利回りと政策金利



ブラジル・レアルの対円・対米ドルレート



海外からの株式・債券投資と経常収支





経済

一部新興国の感染再拡大に注意

新興国の新型コロナウイルスの感染状況に関しては、インド、トルコ、フィリピンにおいて感染再加速が目立つも、多くの新興国では改善傾向にある。モビリティ指数の低下も一部感染再拡大の国にとどまる。但し、インドの一部地域での医療ひっ迫により移動制限が再導入される可能性や、ラマダンシーズン入りによるイスラム系国の感染再拡大のリスクなどに注意が必要。

新興国のワクチン接種のペースは加速

多くの新興国では、一日当たりのワクチン接種件数が1カ月前に比べて2-3倍になる国が多く、接種ペースは順調に加速。但し、接種加速に伴い、変異株への有効性や、中国製ワクチンの有効性などの新たな問題が提起され、コロナ禍からの脱却は一筋縄ではないとの懸念が強まりやすく、注視する必要がある。

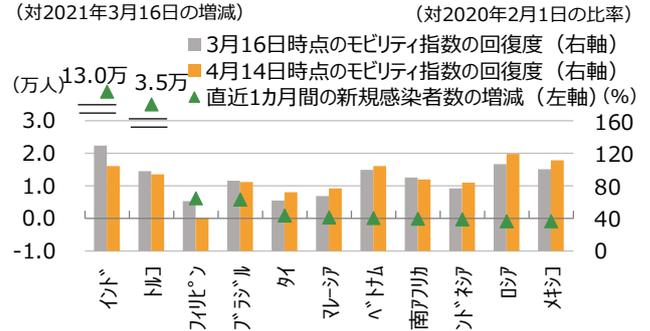
米経済と関わりの深い新興国に注目

足元米景気回復への楽観論が広がる中で、メキシコ、ベトナムなど、米経済と関わりの深い国が米景気回復の恩恵を受けよう。直接投資や証券投資においても、これら国が選好されやすい。一方で、証券投資においては、欧州景気が相対的に弱いことや、中国景気的好調さがすでに市場に織り込み済みと考えられることで、これら経済主体と関係の強い国のアセットは、当面注目度が低下しやすい。

インフレへの懸念は依然として限定的

CRBコモディティ指数の前年同日伸び率が急速に加速したことに伴い、商品価格の影響を相対的に大きく受ける新興国のインフレを懸念する声がある。但し、前年比の加速に対しては2020年の比較ベースが低かったことが影響し、CRBコモディティ指数の一段の上昇はみられず。経済規模が新型コロナ前まで回復した国は限定的で、ダイヤモンド型の物価上昇が起きるリスクは限定的と考える。

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



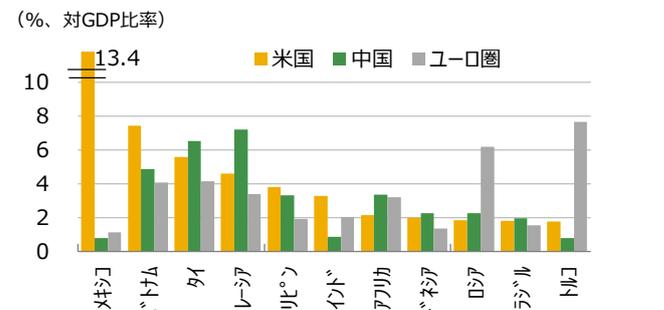
※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。
(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

新興国の新型コロナウイルスのワクチン接種状況

国	日付	接種率 ※	国	日付	接種率 ※
インド	'21/4/15	7.42%	ハンガリー	'21/4/14	32.00%
ブラジル	'21/4/15	11.67%	ポーランド	'21/4/15	16.48%
中国	'21/4/15	12.75%	フィリピン	'21/4/13	1.00%
ロシア	'21/4/15	6.49%	マレーシア	'21/4/13	2.02%
トルコ	'21/4/15	13.88%	ベトナム	'21/4/9	0.06%
インドネシア	'21/4/14	3.82%	タイ	'21/4/15	0.73%
メキシコ	'21/4/15	7.38%			

※2回接種が必要なワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。
(出所) Our World in Dataおよび各種資料より大和アセット作成

新興国の最終消費国に対する付加価値輸出



※2018年基準 (出所) OECD TIVA2018、IMFより大和アセット作成

CRBコモディティ指数の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

米金利上昇も、新興国株価はまちまち

新興国株式市場（MSCIベース）は、過去1カ月の米金利上昇局面において、おおむね下に往って来いの展開となり、国別ではほぼ横ばいの着地となった国が多い。新型コロナウイルスの感染再拡大等懸念材料はあるものの、米国の景気回復や金利上昇一服が支えとなり、新興国への資金流入が徐々に再開すると見込む。

米ドル高の一服が支えになろう

直近1カ月間のMSCI新興国指数の下落は、米ドル高の影響が大きい。米ドル高進行時は新興国株式市場から資金が流出しやすく、バリュエーションが抑制される傾向がある。米ドルインデックスの予想に関しては、米ドル高が一服する可能性が高いとみられ、新興国株式市場にとって大きな懸念材料が一旦後退したと考えられる。

原油価格上昇局面、新興国が選好される

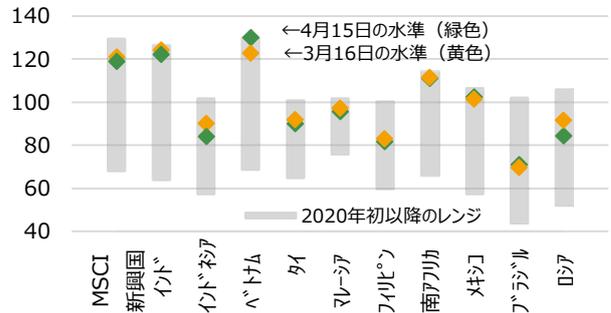
新興国株式市場の対米株のパフォーマンスを見ると、長期に渡って原油価格と概ね同じ方向で推移する傾向がある。これは、新興国に資源国が含まれることだけではない。原油価格が上昇しやすい米国の好景気の局面では、新興国も高成長を遂げ、株式市場のパフォーマンスが米国等の先進国を上回りやすい。2021年は米景気回復が加速すると期待され、引き続き新興国が選好されやすいと見込む。

ベトナムの株価指数が過去最高値を更新

4月上旬にベトナムのVN指数が過去最高値を更新。2020年のプラスの経済成長に加え、米国向けの輸出加速、国内においても新しい政治体制の発足で改革期待がなお強いことなどが支え。国内の金融緩和を背景に個人投資家が買い支えた面があり、その動向に注視する必要はあるが、相対的に閉鎖された「特性」が緩衝材となり、米金利上昇局面での忍耐力を見せたことも特筆に値する。

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

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響

※MSCI新興国株価指数ベース (2017年初~2021年4月15日) (倍)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国のパフォーマンスと原油価格の関係

(2001年初=100) (2001年初~2021年4月15日) (米ドル/バレル)



※MSCI新興国指数、NYダウ平均株価の騰落率で計算。
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ベトナムVN指数

(2016年初~2021年4月15日)



(出所) ブルームバーグ



債券・金利

中期的には金利上昇が進むと予想

過去1カ月は、米金利上昇を睨みながら新興国の現地通貨建て国債は上に往って来いの展開となり、ほぼ横ばいの着地となった。相対的に金利上昇幅が大きかったのは、個別要因によるブラジルやロシア。アジアで金利上昇幅が相対的に小幅であることも注目に値する。但し、金利低下が進む余地は限られており、米量的緩和縮小の議論開始などにおいては、再び金利上昇が進む可能性がある。

新興国では政策金利の低位推移が続く

ブラジル、トルコ、ロシアが一步先に利上げに踏み出したが、インフレ率が特に高い事情がある。夏場以降ベース効果によるインフレの高騰が一服すれば、その他新興国が利上げに追随する可能性は低いと見込む。但し、インド、メキシコなど、追加利下げが見込まれていた国では、利下げサイクルを終了した可能性が高まろう。

リート

金利上昇一服により堅調な展開

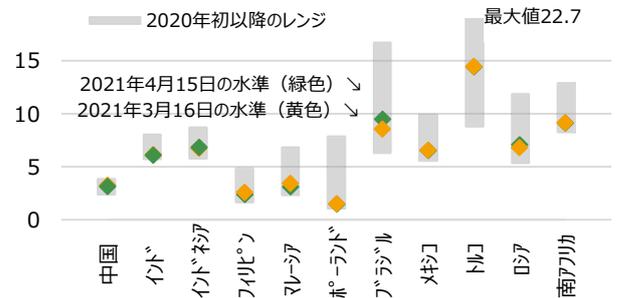
アジア・オセアニアの国や地域では、おおむね新型コロナウイルスの感染拡大は落ち着いており、経済活動の再開も徐々に進んでいる。また長期金利の上昇が一服したこともあり、リート市場は堅調な展開。ただワクチン接種の進捗には国や地域ごとに濃淡があり、今後の本格的な経済活動の再開時期に差が出てくる可能性があることには注意したい。

先進国中心に長期金利の上昇は一服

アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の金利上昇が鈍化したことなどを背景に先進国を中心に上昇一服。今後も消費者物価や雇用情勢などのマクロ経済および各国中央銀行の動向には注意が必要だが、長期金利の急上昇等がなければ基本的には各リーートの業績動向に注目が集まる展開となろう。

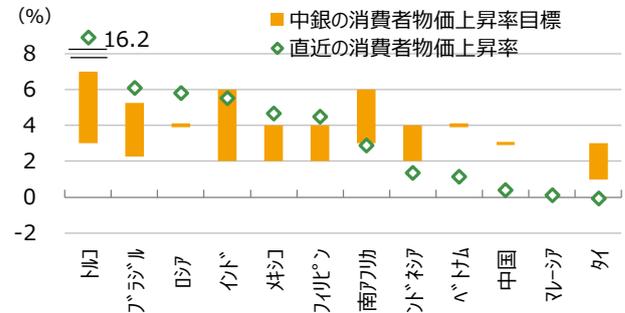
主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）の推移

(%ポイント)



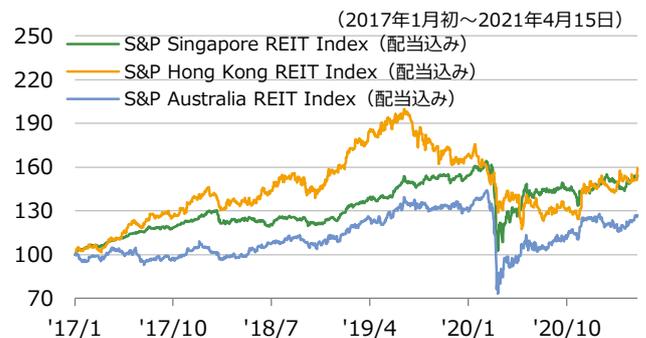
※フィリピンは米ドル建て、トルコは7年、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



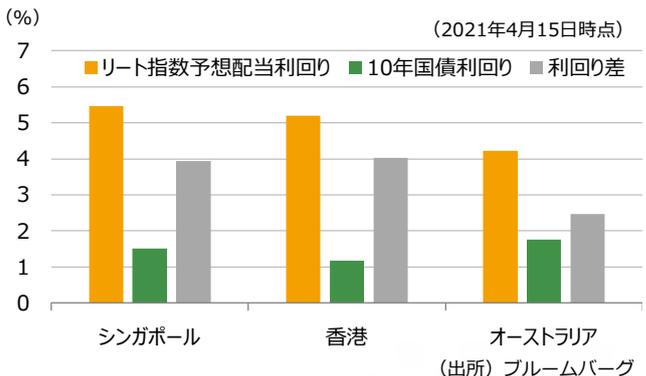
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。 ※直近の数値は、マレーシア、南アフリカが2月、その他は3月時点。 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

アジア・オセアニアリート指数推移



※2016年末を100として指数化 (出所) ブルームバーグ

予想配当利回りと長期金利の利回り差





為替

新興国通貨はまちまちな動き

直近1カ月の米金利上昇局面では、新興国通貨はまちまちとなった。個別要因を受けトルコやロシアが大幅下落し、相対的に堅調であったアジア通貨も新型コロナウイルスの感染拡大が嫌気され、やや軟調に推移。新興国通貨は、引き続き米金利に振らされやすいが、米ドル高の一服が予想される中で、一段と全般的に売られる可能性は限定的と見込む。

中期的には新興国に資金が再流入しよう

足元は、米金利上昇を受け新興国が資金流出に見舞われたが、年初来の流入が解消されたものにとどまっている。過去のバーナンキショック後の資金フローを見ても、米国の良好なマクロ環境を背景に、資金流出は約1カ月半程度で一服し、おおよそ4カ月後には資金流入に転じるなど、いち早く回復に向かった経緯がある。今般のマクロ環境も類似し、中期的には新興国への資金流入が再開すると見込む。

IMFの追加拠出は新興国にポジティブ

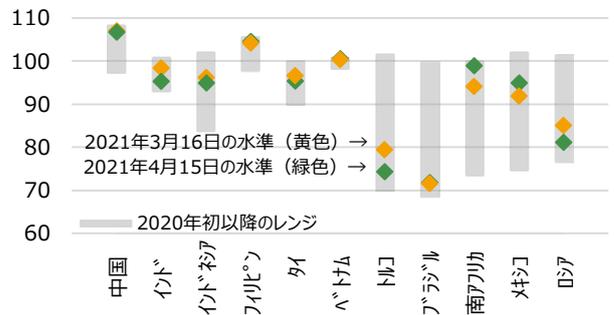
今後数カ月以内には、IMFのSDRへの追加拠出が進展する可能性があり、新興国には朗報になろう。追加拠出の規模は6,500億米ドル規模とみられ、新興国に割り当てられるクォータが増額することになる。トルコにおいては外貨準備高が約16%増加するなど、対外脆弱性のある新興国にとっては、セーフティネットの増強が見込まれる。

目先の新興国投資は、財政状況に注意

新興国への投資、特に債券投資においては、当面米金利の動向に振らされやすいが、財政状況によって新興国への選別が進む可能性がある。コロナショックに対処するための財政支出をみると、ブラジル、インド、トルコ等においては、政府総債務の対GDP比が高く、ポストコロナを見据える中では、中長期的な財政規律への道筋を示すことが求められるよう。

主要新興国通貨の推移（対米ドル）

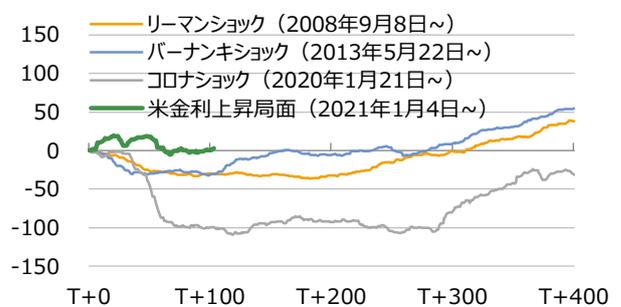
※縦軸は、2019年末=100



（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）

（10億米ドル）（米金利上昇局面：2021年1月4日～2021年4月14日）



※累積ベース

（出所）IIFより大和アセット作成

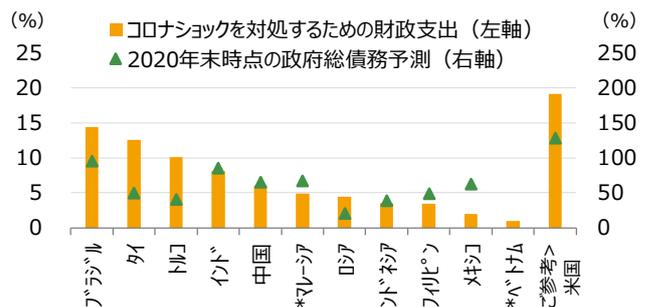
IMFのSDR追加拠出による新興国への配分増加額

※追加拠出の規模が6,500億米ドルの場合を計算

国	IMFのクォータ	配分増加額 (億米ドル)	配分増加額対外貨準備高の比率
トルコ	0.98%	63.7	12.5%
南アフリカ	0.64%	41.6	8.2%
メキシコ	1.87%	121.6	6.2%
インドネシア	0.97%	63.1	5.0%
マレーシア	0.76%	49.4	4.5%
ブラジル	2.32%	150.8	4.3%
インド	2.75%	178.8	3.1%

（出所）IMF、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。 *ベトナムの政府総債務予測は掲載されず。

**マレーシアには、株、ローンおよび各種保証は含まれていない。

（出所）IMF 「Fiscal Monitor 2020年10月号、2021年1月号」



原油

過熱感はやや後退もまだ下落余地を残す

WTI原油先物価格は、3月6日の68米ドル前後をピークに反落し、短期的な過熱感がやや後退したため、見通しを「弱気」から「やや弱気」に引き上げた。EIAは当面の原油在庫が横ばい圏で推移すると予想しており、原油価格の安定が示唆されるが、この予想にはイランの増産が完全には含まれていないため、当社は原油価格にまだ下落余地が残されていると考える。

足元の需要下振れと年後半の需要上振れ

OPECの月報によると、足元4-6月期の原油需要見通しは下方修正が続いている一方、年後半の見通しは上方修正が続いている。年後半の需要は新型コロナウイルスのワクチン普及やその効果次第であり、依然として不確実性が高い。ただ、10-12月期の需要見通しがすでに過去のピークである2019年10-12月期の水準に近づいていることを考慮すれば、需要見通しの上振れ余地は乏しいと言えるだろう。

上値はOPECプラスの協調減産次第

需要の回復に沿って、OPECプラスは4月1日の会合で4月から7月までに日量214万バレル増産することを決定。年末にかけて更なる需要の回復が見込まれるも、OPEC加盟国やロシアの増産余地は潤沢で、2018年のような供給不足が懸念される状況ではない。4月1日の決定はインドや米国などの増産要求に応じた格好であり、今後こうした配慮が続けば、需要が回復しても原油価格の上昇余地は限られよう。

下値はコロナとイラン核合意の動向次第

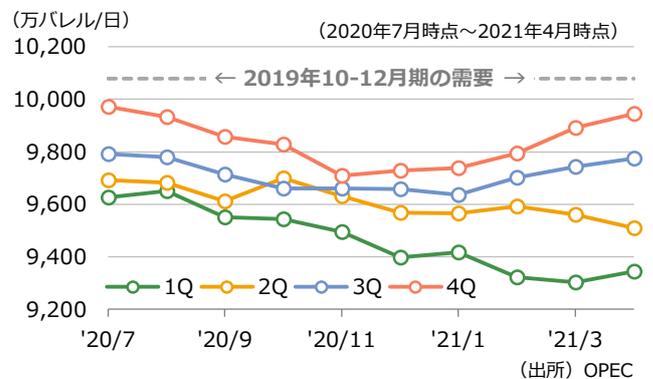
新型コロナウイルス問題が長引き、需要が想定通り回復しないことは原油価格の下落リスクだが、OPECプラスの対応である程度は吸収できよう。市場が織り込んでおらず、かつ影響が大きいのは、イランの増産だ。時期は不透明だが、米国がイラン核合意に復帰し、短期間でイランの産油量が急増する可能性が高い。もっとも、すでに増産を進めているため、原油価格の「急落リスク」は低下しつつある。

原油価格と原油在庫

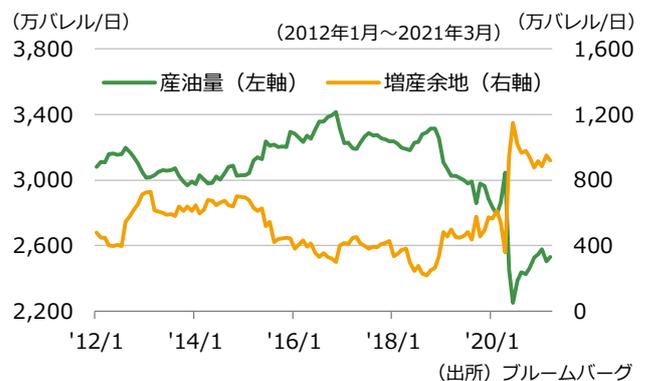


※当社の原油価格予想は2021年末と2022年末
※原油在庫はOECD加盟国の商業用在庫 (2021年4月以降はEIAの見通し)
(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

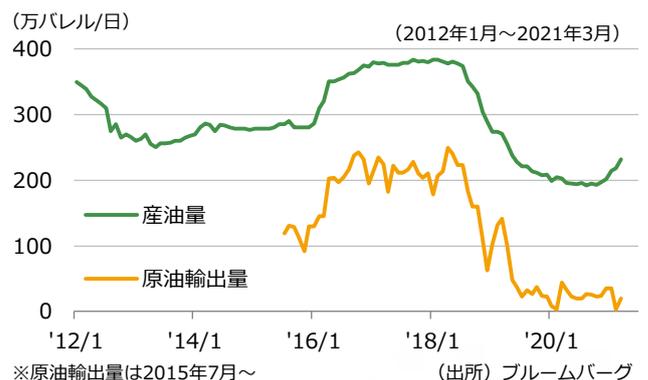
OPECによる世界の原油需要見通し (2021年) の変化



OPEC加盟国の産油量と増産余地



イランの産油量と原油輸出量





金

金融政策の正常化期待が重荷

年初から米実質金利の上昇に歩調を合わせて金価格も下落したが、足元では実質金利の上昇が一服したこともあり、金価格は1,700米ドル前後で底堅さを見せている。今回、当社は米10年国債利回りの予想値を引き上げ、実質金利も一段と上昇する公算が大きくなったことを考慮し、金価格の予想値も今年末を1,950米ドルから1,750米ドルへ、来年末を1,950米ドルから1,700米ドルへ下方修正した。

宝飾品需要の回復は下支え要因

コロナショックの発生した昨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幅に安くなる場面があった。しかし、足元ではそのスプレッドが解消されている。これは、金の国際価格が下落したことに加えて、現地の宝飾品需要が回復していることを示唆する。世界経済が回復に向かう2021年以降は宝飾品需要などの実需による下支えが期待される。

中央銀行の売買はまちまち

中銀の売買は全体としてまちまち。国際収支動向を考慮すれば、当面はトルコが金準備高を積極的に積み上げられる環境ではない。ウズベキスタンの買いは昨夏に売却した分の買い戻しに過ぎず、2019年まで買い主体として存在感を示していたロシアは購入停止を続けている。一方、ハンガリーが3月に63トン購入したと発表されており、こうした動きが広がれば、金価格の下値は支えられやすくなる。

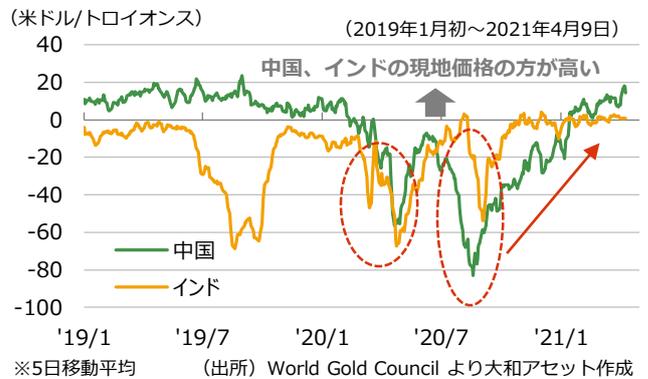
投資資金は流出傾向が続く

宝飾品需要や中銀の売買はあくまでも金価格の下支え要因であり、金価格が再び上昇基調に復するためには投資資金の流入が必須な状況と言える。しかし、ETFからの資金流出や投機筋（非商業部門）による先物買いポジションの圧縮は続いている。暗号資産の需要拡大や実質金利の上昇懸念が金への投資をとどまらせていると考えられ、これらの外部環境が変化しない限り、金価格の上値は抑えられよう。

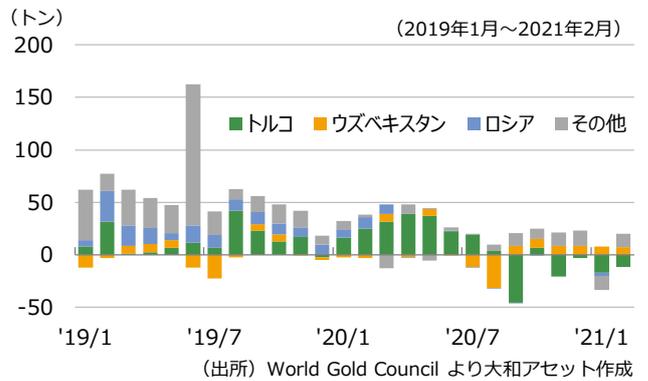
金価格と米国の実質金利



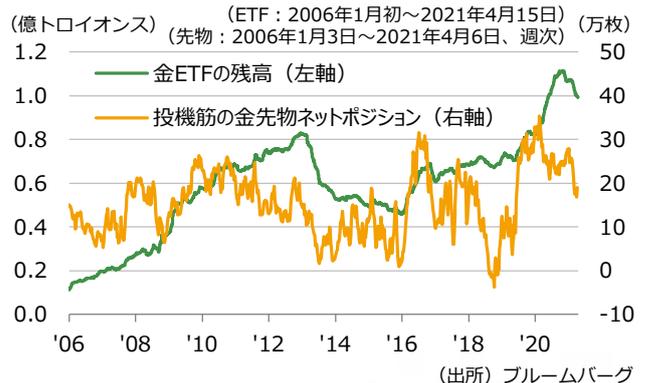
金の現地価格と国際価格のスプレッド



中央銀行による金購入量



金ETFの残高と投機筋の金先物ネットポジション



当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
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、株式市場が全般的に買われやすい。一方で、債券市場は名目金利の高い新興国を中心に金利が上昇しよう。中国製ワクチンの有効性は注視する必要がある。リスクオンと内外金利差拡大が円安要因となるだろう。2021年以降の企業業績の市場予想は新型コロナウイルスからの回復を相当程度織り込み済とみられるものの、早期収束となれば業績予想の切り上げに繋がり、株価上昇を促す余地は残るとみる。
米中対立の激化	中	中	大	バイデン新大統領が西側諸国と協調し、対中圧力を強めれば、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。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。また、人権問題による対立がさらに高まれば、先進国の公的資金などが中国への投資を避ける動きに繋がるリスクも想定される。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振れやすいだろう。
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、原油の海外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、フィリピンなどの売り圧力は弱まろう。
東京五輪の開催中止	中	小	小	マクロ的には新型コロナウイルスの影響の方が圧倒的に大きく、東京五輪は開催中止の可能性が現実的に取り沙汰されているため、実際に中止されても直接的な影響は限定的と思われる。新興国への影響に関して、開催される場合は2032年オリンピックの開催に候補するインド、インドネシアなどが好感される一方、開催中止の場合の直接的な影響は小さいだろう。インバウンド需要が消失している現在では企業業績に対する開催中止のマイナスの影響は特定産業に留まると予想。このため、株式市場がネガティブに反応しても期間は限定的で、その程度も小幅なものになろう。
新型コロナウイルス問題が再び深刻化	小	大	大	財政刺激が改めて打ち出されても、企業の対応には限界があり、当面の需要が消失するだけでなく、潜在成長率も有意に低下する。金融は極端に緩和的な状態が継続し、先進国の長期金利は再び大きく低下。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。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、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。
米国の長期金利の一段の上昇	小	大	中	FRB高官が量的緩和の早期縮小や早期利上げに不用意に言及するなど、2013年に見られた様な長期金利の大幅な上昇が生じる可能性は排除できず。新興国市場の初動としては、一時的な資金流出に見舞われ、株・債券・為替がともに売られよう。しかし、外貨準備の積み上げ等でセーフティネットが構築されてきたことや、米国の財政刺激による景気回復期待等が支えとなり、買戻しも進みやすい。米金利上昇は米ドル高に働くが、リスクオフを誘発した場合は米ドル高のほかに円高も招きやすい。先進国株式市場は実質金利の低さがバリュエーションを切り上げていた側面があることは否めず、金利の急速かつ大幅な上昇ではバリュエーションの修正が意識され易く、株価にはネガティブに働こう。

※生起確率は向こう1年程度を目安に、大（30～50%）、中（10～30%）、小（10%以下）。

資産別 - 直近値・期間別変化幅/率

政策金利		直近値 期間別変化幅			
		4/15	1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-1.50
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	0.00	-1.00
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.15	-1.40
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.30
ブラジル	セリック・レート	2.75%	0.75	-1.00	-3.75
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.40
インド	レポ金利	4.00%	0.00	-0.40	-2.00
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-1.00	-0.75
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.00%	0.00	-2.50	-3.50
ロシア	1週間物入札レポ金利	4.50%	0.25	-1.50	-2.75
トルコ	1週間物レポ金利	19.00%	2.00	9.25	11.00

10年国債利回り		直近値 期間別変化幅			
		4/15	1カ月	1年	3年
米国		1.58%	-0.03	0.94	-1.25
ドイツ		-0.29%	0.04	0.18	-0.80
日本		0.09%	-0.02	0.08	0.05
カナダ		1.48%	-0.06	0.83	-0.77
豪州		1.77%	-0.02	0.85	-0.97
中国		3.18%	-0.10	0.64	-0.54
ブラジル		9.93%	0.99	1.97	-0.26
英国		0.74%	-0.06	0.44	-0.70
インド		6.13%	-0.07	-0.30	-1.30
インドネシア		6.83%	0.07	-1.11	0.26
メキシコ		6.51%	0.13	-0.43	-0.84
ロシア		7.27%	0.24	0.41	-0.27
トルコ		17.33%	3.51	3.42	4.67

株価指数		直近値 期間別変化率			
		4/15	1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	34,036	3.3%	44.8%	39.7%
	S&P500	4,170	5.1%	49.8%	57.0%
ユーロ圏	STOXX 50	3,993	4.3%	42.2%	15.8%
日本	日経平均株価	29,643	-0.4%	51.6%	36.1%
	TOPIX	1,959	-0.5%	36.6%	13.3%
中国	MSCI中国	108.79	-2.6%	37.2%	18.6%
インド	MSCIインド	1,679	-1.3%	60.0%	34.9%
インドネシア	MSCIインドネシア	6,324	-3.7%	24.2%	-11.7%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,247	5.3%	60.5%	7.8%

為替（対円）		直近値 期間別変化率			
		4/15	1カ月	1年	3年
米ドル		108.76	-0.3%	1.2%	1.3%
ユーロ		130.15	0.0%	11.1%	-1.7%
カナダ・ドル		86.72	-0.9%	13.9%	1.8%
豪ドル		84.30	-0.4%	24.2%	1.1%
人民元		16.66	-0.8%	9.7%	-2.6%
ブラジル・リアル		19.37	-0.3%	-5.5%	-38.3%
英ポンド		149.92	-1.2%	11.4%	-1.9%
インド・ルピー		1.45	-3.6%	3.3%	-11.8%
インドネシア・ルピア		0.74	-1.8%	8.5%	-4.6%
フィリピン・ペソ		2.25	-0.1%	6.2%	8.5%
ベトナム・ドン		0.47	-0.4%	2.8%	0.0%
メキシコ・ペソ		5.45	3.2%	21.8%	-8.3%
ロシア・ルーブル		1.42	-5.0%	-0.8%	-17.8%
トルコ・リラ		13.55	-6.4%	-12.8%	-48.3%

リート		直近値 期間別変化率			
		4/15	1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	21,100	2.5%	37.0%	38.4%
日本	東証REIT指数	2,035	4.6%	32.2%	20.1%

商品		直近値 期間別変化率			
		4/15	1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	63.46	-3.0%	219.4%	-5.8%
金	COMEX金先物価格	1,765	2.1%	2.2%	31.3%

※直近値と期間別変化幅/率は現地通貨ベース

※NYダウの単位は（米ドル）、日経平均株価の単位は（円）、WTI原油先物価格の単位は（米ドル/バレル）、

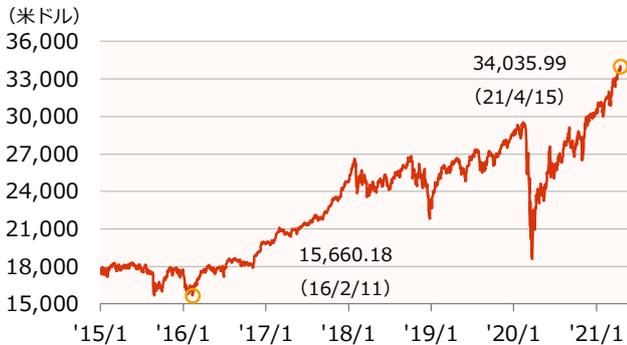
COMEX金先物価格の単位は（米ドル/トロイオンス）

※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ



S&P500



STOXX 50



日経平均株価



TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)

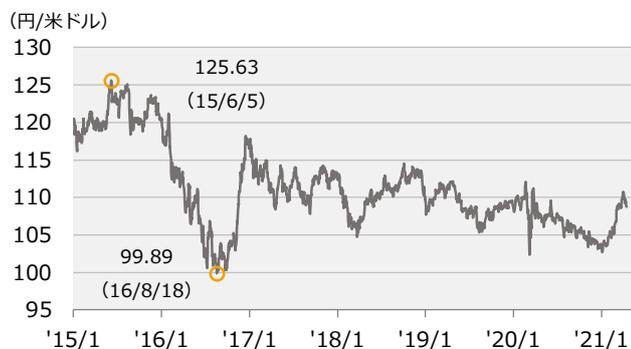


※グラフの期間は2015年1月初～2021年4月15日

(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



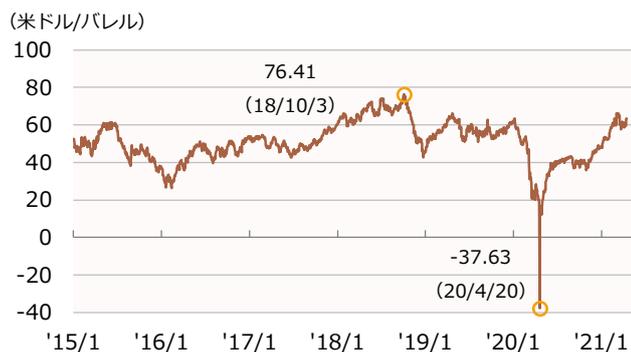
中国人民幣



ブラジル・レアル



WTI原油先物価格



COMEX金先物価格



※グラフの期間は2015年1月初～2021年4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		
	2018年	2019年	2020年
米国	3.0	2.2	-3.5
ユーロ圏	1.9	1.3	-6.6
日本	0.6	0.3	-4.8
カナダ	2.4	1.9	-5.4
豪州	2.8	1.9	-2.4
中国	6.7	6.0	2.3
ブラジル	1.8	1.4	-4.1
先進国	2.3	1.6	-4.7
新興国	4.5	3.6	-2.2

消費者物価	前年比		
	2018年	2019年	2020年
米国	2.4	1.8	1.2
ユーロ圏	1.8	1.2	0.3
日本	1.0	0.5	0.0
カナダ	2.3	1.9	0.7
豪州	1.9	1.6	0.9
中国	2.1	2.9	2.4
ブラジル	3.7	3.7	3.2

政策金利		年末値		
		2018年	2019年	2020年
米国	FFレート (上限)	2.50	1.75	0.25
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.50	-0.50
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10	-0.10	-0.10
カナダ	翌日物金利	1.75	1.75	0.25
豪州	キャッシュ・レート	1.50	0.75	0.10
中国	1年物MLF金利	3.30	3.25	2.95
ブラジル	セリック・レート	6.50	4.50	2.00

失業率	年末値		
	2018年	2019年	2020年
米国	3.9	3.6	6.7
ユーロ圏	7.8	7.4	8.2
日本	2.5	2.2	3.0
カナダ	5.8	5.7	8.8
豪州	5.0	5.1	6.6
中国	3.8	3.6	4.2
ブラジル	11.6	11.0	13.9

(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
- 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"> 2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 資産購入も現状維持で、拡大・縮小とも見送り 	<ul style="list-style-type: none"> 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"> 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

年	日本	欧米	その他地域	
2021年	5月	●EU首脳会議 (8日)	●インド地方選挙開票 (2日) ●RBA理事会 (4日) ●ブラジル金融政策決定会合 (5日) ●ラマダン終了 (12日) ●ベトナム議会選挙 (22日)	
	6月	●通常国会会期末 (16日) ●日銀金融政策決定会合 (17-18日)	●ECB理事会 (10日) ●FOMC (15-16日) ●EU首脳会議 (24-25日) ●G7首脳会議 (英国、月内)	●RBA理事会 (1日) ●メキシコ下院選挙 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (9日) ●ASEAN首脳会議 (14-17日) ●ブラジル金融政策決定会合 (16日) ●イラン大統領選挙 (21日)
	7月	●東京都議会議員選挙 (4日) ●日銀金融政策決定会合 (15-16日) ●東京五輪 (23日-8月8日)	●FOMC (27-28日) ●米連邦政府債務上限到来 (31日)	●RBA理事会 (6日) ●カナダ金融政策決定会合 (14日) ●イスラムハッジ (17-22日) ●中国共産党創立100周年 (23日)
	8月			●RBA理事会 (3日) ●ブラジル金融政策決定会合 (4日)
	9月	●日銀金融政策決定会合 (21-22日) ●菅自民党総裁任期満了 (30日)	●ECB理事会 (9日) ●FOMC (21-22日) ●独総選挙 (26日) ●米2022年度予算成立期限 (30日)	●RBA理事会 (7日) ●カナダ金融政策決定会合 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (22日)
	10月	●衆議院議員任期満了 (21日) ●日銀金融政策決定会合 (27-28日)	●EU首脳会議 (14-15日) ●ECB理事会 (28日) ●G20首脳会議 (ローマ、30-31日) ●米財務省為替報告書 (月内)	●RBA理事会 (5日) ●カナダ金融政策決定会合 (27日) ●ブラジル金融政策決定会合 (27日) ●中国6中全会 (月内)
	11月		●FOMC (2-3日)	●RBA理事会 (2日) ●インドディワリ祭り (4日) ●中国第4回国際輸入博覧会 (5-10日) ●ASEAN首脳会議 (月内)
	12月	●日銀金融政策決定会合 (16-17日)	●FOMC (14-15日) ●ECB理事会 (16日) ●EU首脳会議 (16-17日)	●香港立法会議員選挙 (19日) ●RBA理事会 (7日) ●カナダ金融政策決定会合 (8日) ●ブラジル金融政策決定会合 (8日) ●中国中央経済工作会議 (月内)
	2022年	1月	●通常国会召集 (月内)	●米一般教書演説 (月内) ●中国旧正月休暇開始 (31日)
		2月		●パウエルFRB議長任期 (5日) ●米予算教書 (月内) ●独大統領選挙 (月内)
		3月		●EU首脳会議 (月内) ●中国全人代 (上旬)
		4月		●仏大統領選挙 (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。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、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、IPO：新規株式公開、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、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、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：2021年4月15日)

(発行日：2021年4月21日)