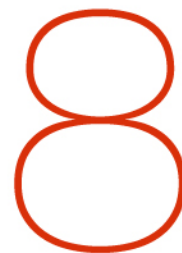




情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook



AUG. 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. その他の新興国等

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


想定より早い金融政策正常化が意味すること

- 1 過去1カ月の世界の金融市場での特徴を1つ挙げるとすれば、先進国長期金利の低下が継続したことだ。しかし、この間に各国の景気見通しが悪化したわけではない。むしろ、米国や豪州の中央銀行は、想定よりも早く金融政策正常化に踏み出した。
- 1 今回、当社は米国の10年国債利回りの見通しを引き下げた。米国長期金利はグローバルで投資を考える際のアンカー（錨）的な役割を果たしているため、ここが安定していないと金融市場全般も不安定になりがちだ。米国長期金利の安定は、株式やリートにとって比較的好ましい環境といえるだろう。




米国

- 経 … 経済活動の再開に連れて供給制約は漸次解消し、物価上振れは収まり景気は順調に回復。
- 株 … 金利安定はポジティブも増税政策の動向は注意。
- 債 … 利上げは十分に織り込み済みも、利上げ開始が近づくことで長期金利は緩やかに上昇。
- リ … 業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。
- 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 … 新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年央にコロナ前の水準へ。
- 株 … 欧州独自のリスク要因に乏しく、変異株への懸念からの揺り戻しも期待。
- 債 … ECBの努めて緩和的な金融政策姿勢の下、ドイツの長期金利はマイナスが長期化。
- 為 … 欧州復興への各国協調がユーロ高要因に。コロナ感染状況の改善もユーロを下支え。




日本

- 経 … ワクチン接種の進展で、実質GDPは2022年央に消費税率引上げ前の水準へ。
- 株 … 目先は材料難、ワクチン接種動向や国政選挙を控える中での世論調査の動向は注意。
- 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 … 短期的には公募増資増加による需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
- 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順調な普及により、景気下振れリスクは相対的に小さい。
 債 … 2022年前半の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利は緩やかに上昇。
 為 … 商品価格の変動には要注意だが、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再拡大が落ち着けば、個人消費主導の回復へ。
 債 … 2024年前半のYCC終了と利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに上昇。
 為 … 金融政策の正常化への期待や高水準の貿易黒字などを背景に上昇を見込む。



中国

経 … 目先は投資・生産等の経済指標が一時軟化すると予想し、今年の成長率を小幅下方修正。
 株 … 2022年以降の良好な業績見通しや、金融政策正常化面での優位性等を受け上昇を予想。
 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るだろうが、中長期的な上昇余地は大きい。



ブラジル

経 … 積極的な利上げが景気回復を抑制も、感染収束への期待と外需の強さが支え。
 債 … 当面の利上げは織り込み済みで、高いインカムゲインが期待できる中長期ゾーンに妙味。
 為 … 政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。

2021年8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 中国の中秋節

中秋節は中国4大伝統祝日のひとつで、韓国やベトナムでも非常に大切な行事です。中秋節の丸い月は団欒を象徴し、中秋節に必ず食べる丸い月餅もまた円満と幸福を表しています。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

想定より早い金融政策正常化

過去1カ月の世界の金融市場での特徴を1つ挙げるとすれば、先進国長期金利の低下が継続したことだ。例えば、3月に1.7%台まで上昇していた米国の10年国債利回りは、7月には一時1.2%台まで低下した。この間に、各国の景気見通しが悪化したわけではない。むしろ、米国や豪州の中央銀行は、想定よりも早く金融政策正常化に踏み出した。

将来の景気過熱やインフレのリスク

そうであれば（通常であれば）、長期金利は上昇するはずである。それを解く鍵は「それまで」にある。それまでの米国を初めとする中央銀行は、インフレ率を目標の2%に対して上振れさせることを目指していた。その場合、将来の景気過熱やインフレを制御できなくなるリスクが懸念される。それは、将来の長期金利が大きく上昇することを意味する。

金融市場

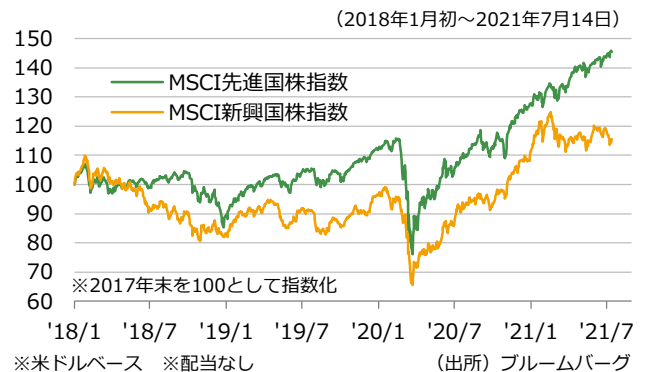
米・加・豪の長期金利の見通し引き下げ

今回、当社は米国の10年国債利回りの見通しについて、2021年末：1.5%（従来は1.7%）、2022年末：1.7%（従来は1.9%）へ、それぞれ引き下げた。同時に、米国の見通し引き下げに伴い、カナダと豪州の10年国債利回りの見通しもそれぞれ0.2%引き下げた。もっとも、先行きの長期金利は緩やかに上昇するという大枠は変わっていない。

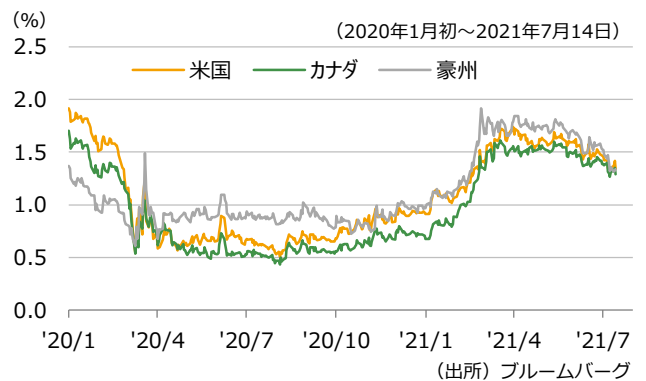
株式やリートにとって好ましい環境

変わったことは、各国の中央銀行が早めの金融政策正常化（量的緩和の縮小や利上げ）に動くことで、将来の景気過熱やインフレ上振れが抑制される点を考慮したためだ。米国長期金利はグローバルで投資を考える際のアンカー（錨）的な役割を果たしているため、ここが安定していないと金融市場全般も不安定になりがちだ。米国長期金利の安定は、株式やリートにとって比較的好ましい環境といえるだろう。

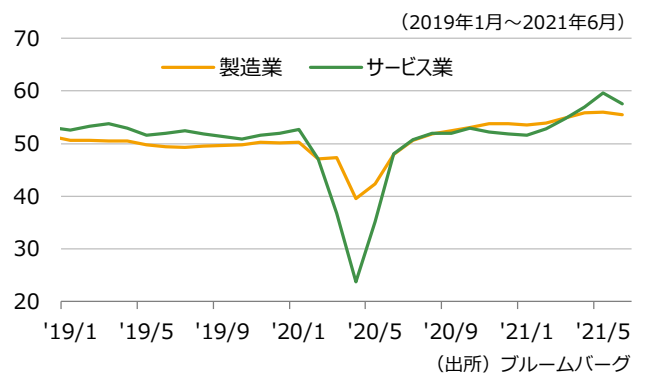
世界株式



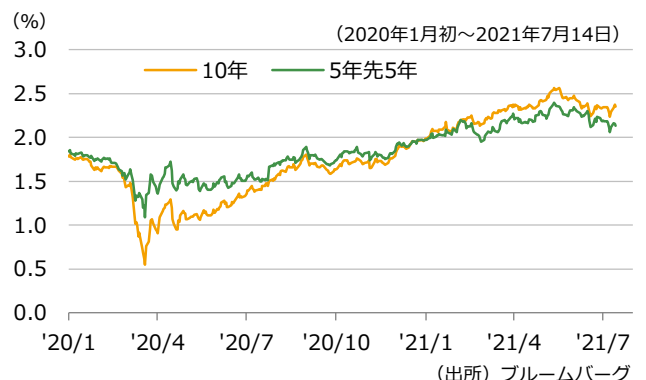
米・加・豪の10年国債利回り



グローバルPMI製造業・サービス業



米国の期待インフレ率



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				経済活動の再開に連れて供給制約は漸次解消し、物価上振れは収まり景気は順調に回復。 新型コロナウイルス問題の収束に連れて、実質GDPは2022年央にコロナ前の水準へ。 ワクチン接種の進展で、実質GDPは2022年央に消費税率引上げ前の水準へ。 感染第3波の収束とワクチンの順調な普及により、景気下振れリスクは相対的に小さい。 新型コロナウイルスの感染再拡大が落ち着けば、個人消費主導の回復へ。 目先は投資・生産等の経済指標が一時軟化すると予想し、今年の成長率を小幅下方修正。 積極的な利上げが景気回復を抑制も、感染収束への期待と外需の強さが支え。
	ユーロ圏				
	日本				
	カナダ				
	豪州				
	中国				
	ブラジル				

※潜在成長率との比較や景気モメンタムの変化等を基に総合的に判断

株式	米国				金利安定はポジティブも増税政策の動向は注意。 欧州独自のリスク要因に乏しく、変異株への懸念からの揺り戻しも期待。 目先は材料難、ワクチン接種動向や国政選挙を控える中での世論調査の動向は注意。 2022年以降の良好な業績見通しや、金融政策正常化面での優位性等を受け上昇を予想。 原油価格の上昇等の懸念材料と、金融引き締めの後ずれの綱引きの中で、当面レンジ推移。 目先は変異株等への懸念が重しになるが、中期的には構造改革等により上昇余地は大きい。 目先は変異株の感染拡大が懸念されるが、中期ではインフラ投資の加速等で上昇余地あり。 目先は変異株等への懸念、高値警戒感等を受け、一時的に調整する可能性がある。
	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				利上げ期待が今以上に高まることはなく、長期金利は2022年末にかけて緩やかに上昇。 ECBの努めて緩和的な金融政策姿勢の下、長期金利はマイナスでの推移が長期化。 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年前半の量的緩和終了やその後の利上げを織り込み、長期金利は緩やかに上昇。 2024年前半のYCC終了と利上げ開始が近づくことで、長期金利は緩やかに上昇。 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、高いインカムゲインが期待できる中長期ゾーンに妙味。 量的緩和は年末で終了も政策金利は据え置きが長期化し、長期金利は1%以下で推移。 原油価格の上昇や、物価上昇圧力を受け、金利上昇圧力は引き続き高い。 原油価格の上昇や、追加利下げも一度で打ち止めの可能性が重しとなり、金利上昇を予想。 インフレ率や米国の金融政策をにらみながら断続的な利上げへ。長期金利は横ばい推移。 利上げサイクルは年内に終了し、インフレが落ち着けば来年は利下げも。長期金利は横ばい。 金利水準が高く、また今年後半からは利下げが見込まれるためキャピタルゲインも期待できる。
	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				業績改善の見通しと長期金利の動向に注目。 短期的には公募増資増加による需給悪化に警戒もインカムゲインニーズから底堅い推移。
	日本				

商品	原油				短期的にはOPECプラス次第だが、いずれにしても年内には供給超過に転じて下落へ。 過度なインフレ懸念の後退と米長期金利の緩やかな上昇で金価格には下落圧力。
	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高要因に。コロナ感染状況の改善もユーロを下支え。 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。 商品価格の変動には要注意だが、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高水準の貿易黒字などを背景に上昇を見込む。 急速な上昇を受け短期的にはスピード調整があろうが、中長期的な上昇余地は大きい。 政治リスクはくすぶるものの、高水準の貿易黒字や利上げ期待が支え。 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ボンド高要因に。 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、一時調整する可能性も。 目先は変異株等の感染拡大を受け、一時的に調整する可能性に注意。 変異株への懸念は強いが、割高感が解消されたことで、おおむねレンジ推移を見込む。 米国の為替操作国認定が解除されるも、政府が通貨上昇をある程度容認する可能性は高い。 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り続ける。
	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		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2019年	2020年	2021年	2022年	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	-3.5	6.7	4.6	1.50 ~ 1.75	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	1.92	0.91	1.5	1.7
ユーロ圏*1	1.3	-6.5	4.2	3.4	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.57	-0.2	-0.1
日本	0.0	-4.7	2.5	3.4	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	0.02	0.0	0.0
カナダ	1.9	-5.3	6.0	3.7	1.75	0.25	0.25	0.25	1.70	0.68	1.4	1.6
豪州	1.9	-2.4	5.0	3.1	0.75	0.10	0.10	0.10	1.37	0.97	1.6	1.8
中国	6.0	2.3	8.5	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	5.0	2.2	4.50	2.00	6.50	6.50	7.05	7.31	9.5	9.5

	株価指数					為替 (対円)			
	実績値		予想値			実績値		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	30,606	32,000	33,000	米ドル	108.61円	103.25円	110円	111円
NYダウ	22.3%	7.2%	4.6%	3.1%		-1.0%	-4.9%	6.5%	0.9%
米国	3,231	3,756	3,900	4,000	ユーロ	121.77円	126.18円	132円	133円
S&P500	28.9%	16.3%	3.8%	2.6%		-3.2%	3.6%	4.6%	0.8%
欧州	3,745	3,553	4,150	4,300	カナダ・ドル	83.63円	81.13円	89円	91円
STOXX 50	24.8%	-5.1%	16.8%	3.6%		4.0%	-3.0%	9.7%	2.2%
日本	23,657	27,444	28,500	31,000	豪ドル	76.24円	79.47円	89円	91円
日経平均株価	18.2%	16.0%	3.8%	8.8%		-1.4%	4.2%	12.0%	2.2%
日本	1,721	1,805	1,930	2,080	中国人民元	15.60円	15.89円	17.0円	17.9円
TOPIX	15.2%	4.8%	6.9%	7.8%		-2.3%	1.8%	7.0%	5.3%
中国	85.7	108.58	123	135	ブラジル・リアル	26.98円	19.89円	22.9円	23.1円
MSCI	20.4%	26.7%	13.3%	9.8%		-4.5%	-26.3%	15.1%	0.9%

	リート			
	実績値		予想値	
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末
米国	20,156	18,543	22,500	24,300
NAREIT指数	26.0%	-8.0%	21.3%	8.0%
日本	2,145	1,784	2,100	2,200
東証REIT指数	20.9%	-16.9%	17.7%	4.8%

* 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

(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		予想値		実績値		予想値		実績値		予想値	
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末
英国	1.4	-9.8	5.8	4.1	0.75	0.10	0.10	0.10	0.82	0.20	0.7	0.9
インド*1	4.0	-7.3	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	6.1	-9.6	4.8	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	5.00	5.50	6.91	5.55	6.5	7.0
ロシア	2.0	-3.0	3.4	2.5	6.25	4.25	6.50	6.00	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		予想値			実績値		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
インド	1,370	1,600	1,800	1,820	英ポンド	144.07円	141.15円	153円	152円
MSCI	8.5%	16.8%	12.5%	1.1%		3.0%	-2.0%	8.4%	-0.7%
インドネシア	7,288	6,597	6,800	7,350	インド・ルピー	1.52円	1.41円	1.53円	1.50円
MSCI	3.0%	-9.5%	3.1%	8.1%		-3.1%	-7.1%	8.2%	-2.0%
ベトナム	961	1,104	1,340	1,400	インドネシア・ルピア*3	0.784円	0.739円	0.786円	0.771円
VN指数	7.7%	14.9%	21.4%	4.5%		3.0%	-5.7%	6.4%	-1.9%
					フィリピン・ペソ	2.14円	2.15円	2.16円	2.13円
						2.3%	0.1%	0.6%	-1.4%
					ベトナム・ドン*3	0.469円	0.447円	0.483円	0.498円
						-0.8%	-4.5%	8.0%	3.1%
					メキシコ・ペソ	5.74円	5.19円	5.50円	5.60円
						2.8%	-9.5%	6.0%	1.8%
WTI原油 (米ドル/バレル)	61.06	48.52	60	55	ロシア・ルーブル	1.75円	1.40円	1.50円	1.51円
	34.5%	-20.5%	23.7%	-8.3%		10.7%	-20.4%	7.5%	0.7%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,523	1,895	1,750	1,700	トルコ・リラ	18.2円	13.9円	12.9円	11.7円
	18.9%	24.4%	-7.7%	-2.9%		-11.8%	-23.8%	-7.2%	-9.3%

※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

(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

「財政の崖」は深刻化せず

実質GDPは昨年7-9月期以降、新型コロナウイルスが再拡大する中でも増加を続け、2021年4-6月期にコロナ前の水準を取り戻した公算が大きい。他国と比較して金融・財政政策が迅速、大規模に打ち出された結果と考えられる。変異株が広がっても、重症化が抑制されるとすれば、景気回復を阻害せず。多額の家計貯蓄がバッファとなり、「財政の崖」は深刻化せず、一両年の景気下振れリスクは小さい。

需要の上振れも供給制約が成長を抑制

ISM景況感指数は製造業、非製造業とも60を上回って推移しており、力強い景気回復を示唆する。しかし、供給面での制約が成長を抑制している構図は変わらず。受注に生産が追いつかず、入荷の遅れや仕入価格の上昇は極端なまま。経済活動が正常化するに連れて、需要の顕著な上振れが収まる一方、供給は増加してくると考えるが、需要に比して供給が遅れがちな点は否めず。

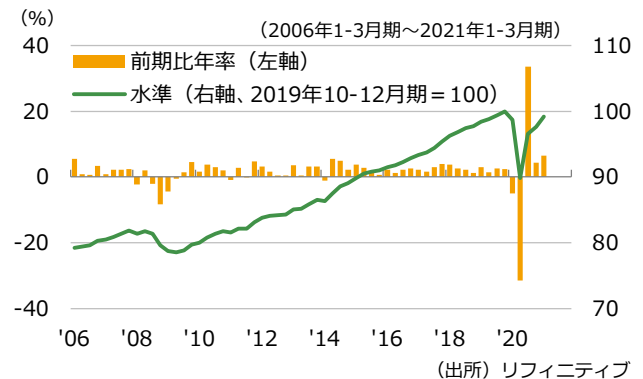
感染の収束に連れて人手不足は解消へ

非農業部門雇用者数は2020年3、4月に失った2,236万人の約7割を取り戻したが、コロナ前と比較して依然676万人も少なく、完全雇用へは程遠い。しかし、企業の手不足感は強く、求人数は急増している。新型コロナウイルスの感染が収束に向かうに連れて就労を阻む要因が低減し、雇用増を促そう。失業保険の上乗せ給付の打ち切りも就労意欲を高めると見込む。雇用面での供給制約は漸次解消へ。

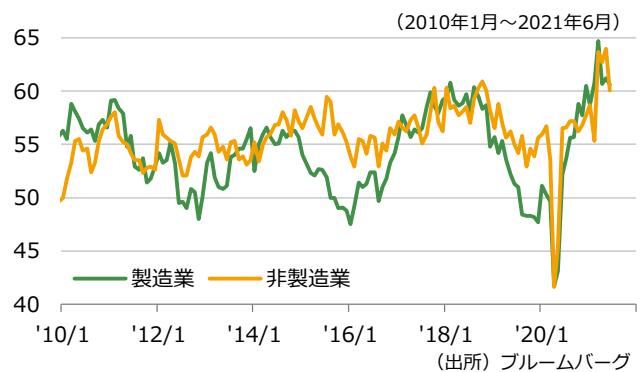
消費者物価の高騰は特定費目がけん引

消費者物価指数が4月以降急上昇しており、コアは6月に前年同月比4.5%に達した。新型コロナウイルスによる極端な下落からの正常化過程にある航空運賃、宿泊費、並びに供給制約の強まりを要因とする中古車、レンタカーの価格上昇で、コアの上昇の過半が説明され、上振れは多分に一過性と考えられる。しかし、住宅価格の高騰に連れた家賃の強含みは必ずしも一過性とは言えず、注意を要する。

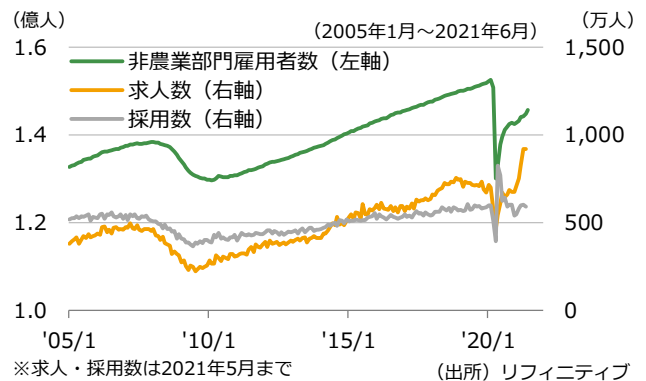
実質GDP



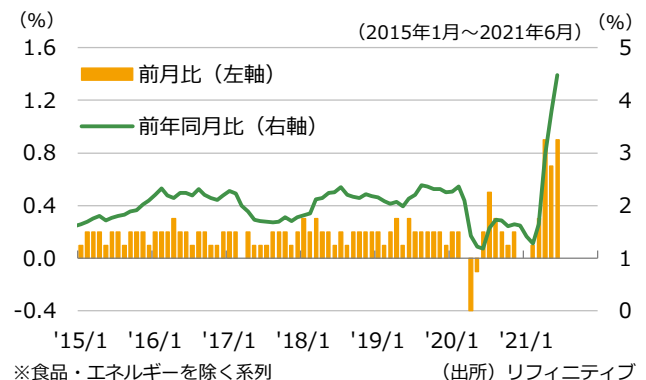
ISM景況感指数



非農業部門雇用者数と求人・採用数



消費者物価指数 (コア)





株式

やや弱気スタンスを継続

米国株の見通しはやや弱気を継続する。直近1カ月の米国株は先進国内で良好な動き。6月FOMC後の米金利の不安定な動きが落ち着くと、株式市場も底堅い動きに回帰した。利上げ時期への注目が集まる局面においても株価に大きな調整が生じなかったことはポジティブと考える。その一方、米国独自要因としてのバイデン政権の増税政策への不確実性は残っており、当面はこの動向に注意したい。

リスクプレミアムは小幅上昇

益利回りと米10年金利との差で見たリスクプレミアムは金利低下により足元で小幅上昇（割高感が低下）。我々は今回、米10年金利予想を2021年末で1.5%に修正。今後の金利上昇は緩やかなものになると考えており利回りの観点からは一息つけたとみる。PERの割高感是不変なもの、目先に米金利が大きく動くイベントも乏しく、バリュエーション調整のきっかけも乏しい状況にある。

経済活動再開の方向性は変わらず

ワクチン接種については最終的には市場がリスクと認識しないレベルまで接種が進むと引き続き考えている。足元の接種ペースの鈍化や共和党支持者のワクチン忌避率が高いことは事実であるものの、全体で見れば忌避率は高くはない。また、都市部は地方に比べて接種意向比率は高く、実際、人口上位の州の接種比率は高い傾向もみられる。経済活動再開の基本的方向性は今後も変わらないと考える。

増税政策の動向は注意

年後半の注意点は増税政策の動向。1987年と2013年のキャピタルゲイン増税実施時の米国株の動きをみると、その前年下期に一定の調整が起こるが、翌年は大きく上昇するなど、株式需給への影響がみられる。なお、バイデン政権は今回、キャピタルゲイン増税の遡及適用を議会に求めており、株式市場はこの遡及適用の有無に大きく影響されると考える。今後の議会審議の動向は注視したい。

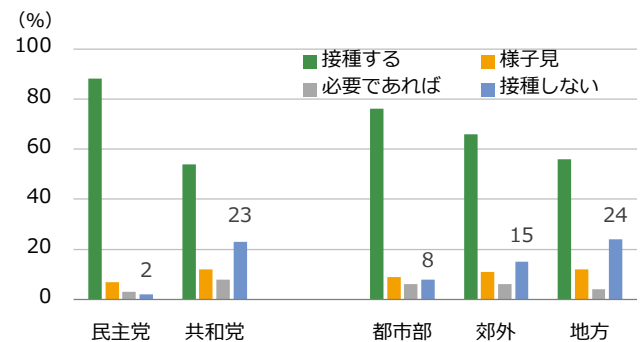
S&P500の推移



リスクプレミアムの推移 (S&P500)

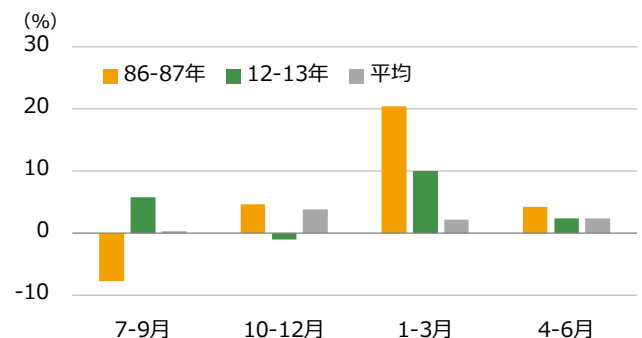


ワクチン接種に関する世論調査



※調査期間は2021年6月8日～21日
※民主党及び共和党はそれぞれの政党支持者を指す
(出所) KFFより大和アセット作成

キャピタルゲイン増税とS&P500四半期騰落率



※平均は1970-2020年の平均
※86-87年：86年7月～87年6月、12-13年：2012年7月～2013年6月
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

利上げ前倒しは長期金利の上昇を抑制

6月FOMCでは参加者の物価見通しが上方修正され、政策金利の見通しの中央値が、2023年末まで据え置きから、0.5%ポイントの利上げへシフトした。利上げ前倒しにより将来のインフレ上振れや景気過熱が抑制され、期待インフレ率、中立金利が低下するとの想定で、10年国債利回りは2021年末に1.5%、2022年末に1.7%と見込む。時間の経過に伴い長期金利は緩やかに上昇するとの方向感是不変。

量的緩和の縮小は十分に織り込み済み

量的緩和の縮小の要件である最大雇用と物価安定への更に顕著な進展にはなお距離があるとの見解を示しつつも、FRBは量的緩和の縮小の議論に着手しつつある。金融の安定への配慮もあり、2021年末か2022年初めに縮小を開始し、2022年中には新規の資産購入を終えると見込む。市場も十分に織り込み済みと考えられ、最早材料性は乏しい。

リート

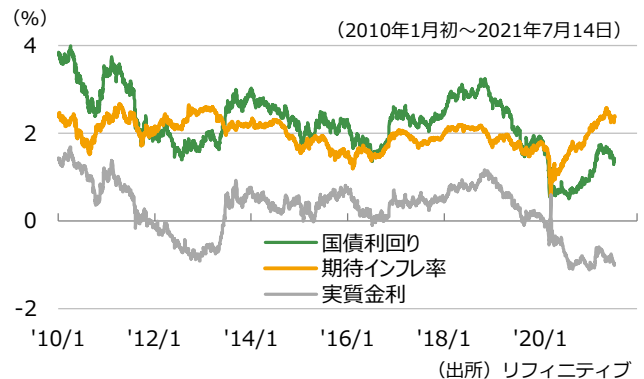
今後の業績動向に注目が集まる

米国リート市場は、これまで堅調に上昇を続けてきたこともあり上昇一服も再度上値を伺う展開。今後は、4-6月期の決算を確認しつつ、2021年後半から2022年にむけた業績動向に注目が集まろう。特に回復が遅れているオフィス市況が、景気回復やオフィス勤務の再開に伴い、改善に向かうか注目される。また経済活動の正常化に伴い、物件取得や企業買収なども活発化しており、動向が注目される。

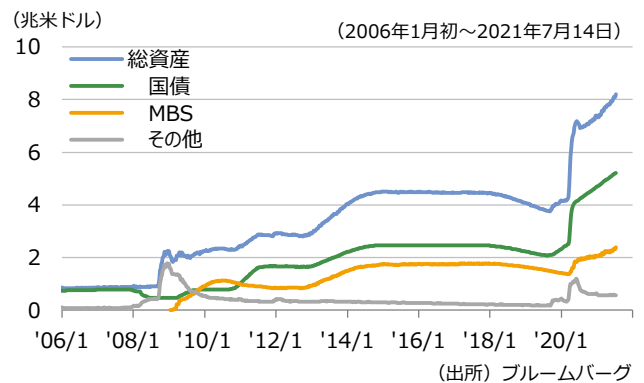
株価バリュエーションはコロナ前水準に

足元の消費者物価指数は上昇傾向だが、期待インフレは逆に軟調に推移しており、長期金利も低下傾向。社債の信用スプレッドは低位で推移しており、リートの投資環境としては望ましい状況だが、長期金利の動向には引き続き注意を払いたい。リート価格の上昇に伴い、株価バリュエーションはコロナ前の水準を回復。今後は業績改善の動向が鍵となろう。

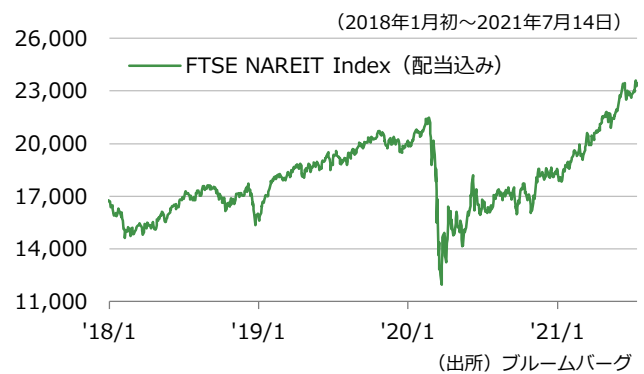
10年国債利回りの要因分解



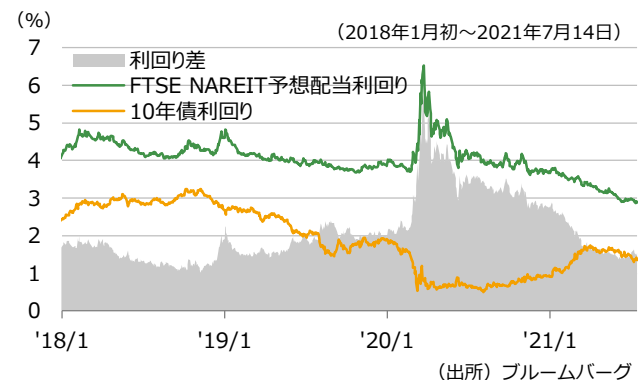
FRBの総資産残高と内訳



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中期相関

2020年8月以降に日米長期金利差の拡大が続き、2021年に入ると米ドル円も上昇に転じた。4月以降、日米10年国債金利差は1.2~1.6%程度、米ドル円は108~112円程度で推移してきた。ただし、最近2年間ほどの相関では、日米金利差1.2~1.6%に対応する米ドル円の傾向値は107~108円前後である。米長期金利が上昇して日米金利差が拡大しないと、米ドル円に下落圧力がかかる可能性がありそうだ。

米ドル円を左右する米実質金利の動き

今年1-3月は米国の財政支出拡大と新型コロナウイルス感染減を背景に景気回復期待が高まるにつれ、米実質金利が上昇し、米ドル円が上昇した。だが、4月以降は米実質金利が低下し、3月水準を下回る状況が続いている。短期的に米景気が回復しても、中長期的な経済成長期待が高まっていないために実質金利が高まりにくいのだろうか。米実質金利が上昇しないと米ドル円も上昇しにくいと考えられる。

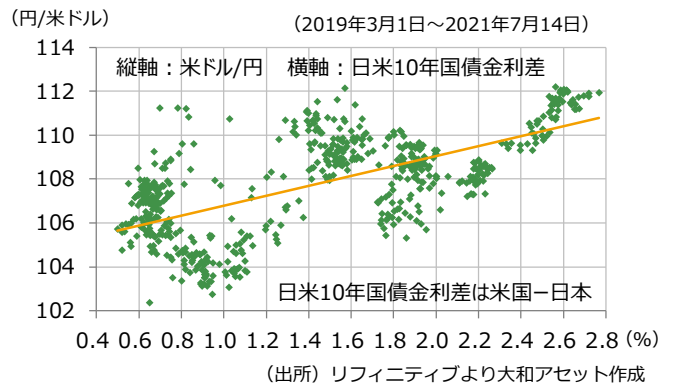
米経済成長期待が実質金利を左右か

米国の期待インフレ率の上昇が止まったのは、供給制約が薄れるにしたがい、インフレ率がピークアウトするとの見方が強まったためだろう。期待インフレ率が高まりすぎると経済成長期待を弱めやすいが、期待インフレ率が2%強の水準で安定化すれば経済成長期待も安定化しやすいだろう。今後、米国の中長期的な経済成長期待が高まるか否かが、米実質金利の先行きを左右する一因となりそうだ。

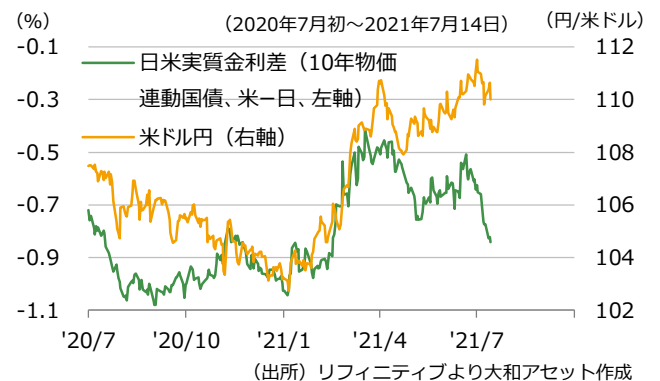
米長期金利に左右されやすい米ドル円

最近、米株価と米ドル円の逆相関（米株高・米ドル安、米株安・米ドル高の傾向）が弱まる一方、米長期金利と米ドル円の順相関（米金利上昇・米ドル高、米金利低下・米ドル安の傾向）が強まっている。米株価の変動とともに米ドル円が動きにくい一方、米金利の変動とともに米ドル円が動きやすいのだ。株価と金利の同調性の弱さが一因だが、当面の米ドル円は株価より金利に左右されやすいだろう。

日米名目金利差と米ドル円



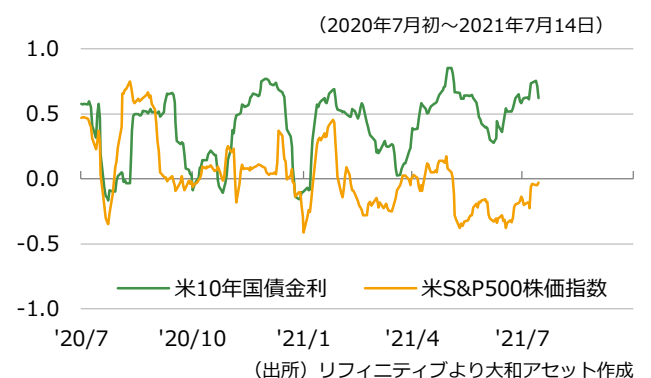
日米実質金利差と米ドル円



米国の期待インフレ率と実質金利



米ドル円との時系列相関係数 (25日間)





経済

GDPは2022年央にコロナ前の水準へ

新型コロナウイルスの感染拡大で、2020年1-3月期以降、実質GDPが増加したのは同7-9月期のみ。変異株の広がり懸念されるが、新型コロナウイルスの感染がこのまま収束に向かい不確実性が一段と低下すれば、4-6月期以降は景気回復が持続しよう。実質GDPの水準は2021年1-3月期時点でコロナ前を5%強下回っているが、2022年4-6月期にはコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

サービス業の景況感が顕著に改善

マークイットPMIは製造業、サービス業とも6月まで5カ月連続で上昇し、両者とも60前後の高水準に達している。新型コロナウイルスに因る行動制限の強化で大きく出遅れていたサービス業の回復が、経済活動の再開に連れて愈々本格化してきた。原材料・労働力不足と企業の価格決定力の強まりが指摘されるが、経済対策に因る需要の顕著な押し上げがない分、需給ひっ迫の程度は米国には及ばず。

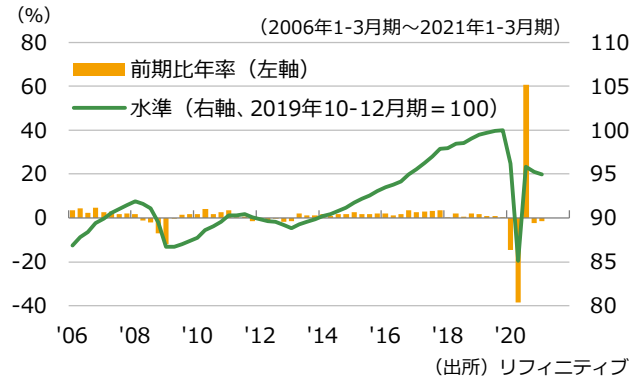
雇用情勢の改善と個人消費の増勢

失業率は政府の支援で上昇が比較的抑えられていたことから、低下も緩やかだが、経済活動の再開、ワクチン接種の進展に連れて、8%を下回ってきた。実質小売売上高はドイツでの付加価値税率の時限的引き下げとその後の引き上げで乱高下した後、2月以降は再び増加基調にあり、直近の5月は過去最高を更新した。雇用情勢の着実な改善と緩和的な金融環境を背景に個人消費は安定的な増加を見込む。

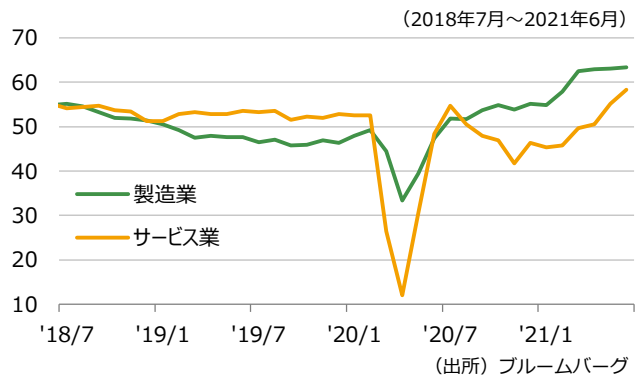
インフレ率は長期のレンジから逸脱せず

6月消費者物価指数は総合で前年同月比（以下同じ）1.9%、コアで0.9%と、共に5月から0.1%ポイントの鈍化で、結局、長期のレンジから逸脱せず。総合、コアとも、一時的にせよ極端に上振れている米国とは様相を異にする。7月以降は特殊要因で下振れた昨年の反動で上振れる可能性が高いが、正に一過性。ECBのインフレ見通しも2023年で1.4%と、基調として2%に達する時期は見通せず。

実質GDP



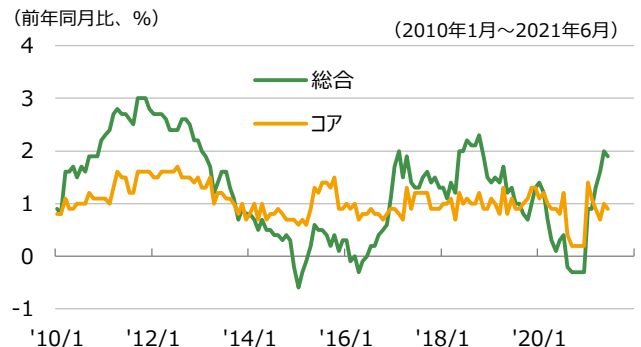
マークイットPMI



実質小売売上高と失業率



消費者物価指数





株式

不確実性は上昇もやや強気は継続

直近1カ月の欧州株は米国株に対して劣位な動き。新型コロナウイルス変異株により英国などにおいて感染再拡大が起こったことが影響したと考える。不確実性が高まったものの、変異株は早晚、先進国内共通の問題となり欧州独自のリスク要因ではなくなるとみている。欧州独自のリスク要因の少なさに加え、今後は変異株への警戒感からの揺り戻しも期待されると考え、欧州株の見通しはやや強気を継続する。

ワクチンの効果を各国で確認

右図は新型コロナウイルスの直近7日累計新規感染者数に対する新規入院者数の比率を見たもの。直近の低下は感染者数の増加に対して入院患者数の増加が抑えられていることを示しており、重症化予防の観点からワクチンは効果を発揮している。不透明感はあるものの、昨年のような大規模な行動制限措置が再導入される可能性は低いと考えている。

債券・金利

金融政策の枠組みの修正の影響は限定的

ECBは金融政策の新たな枠組みを発表し、物価安定の定義を2%弱から2%に変更した。2%から上下対称に目配りをし、下振れを避けるために強力な金融緩和を実施する際、インフレ率が一時的に2%を小幅に上回ることもあり得るとした。2%が上限でなくなることで、金融緩和がより強力化、長期化するとの期待を抱かせるが、政策手段が限られるなか、目標を変更しても政策の実効性が伴うかは疑問。

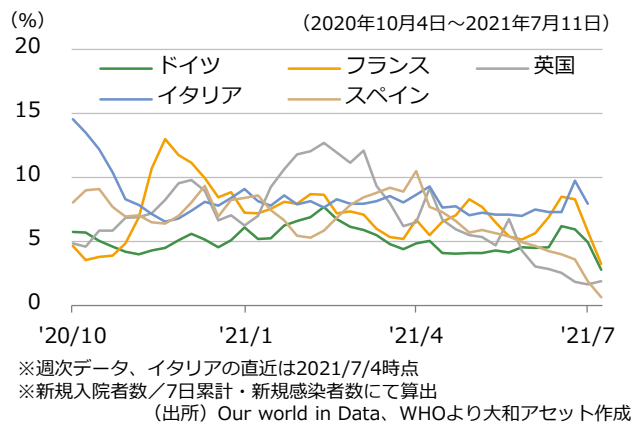
ドイツの長期金利はマイナスが長期化

ドイツの10年国債利回りは結局プラスに転じることなく、5月下旬以降低下基調にある。景気は新型コロナウイルスに因る危機的な状況から脱しつつあるが、2%のインフレ目標から程遠い状況はコロナ前と変わらず。ECBの努めて緩和的な金融政策姿勢の下、ドイツの長期金利は2019年半ば以降のマイナス圏での推移が長期化しよう。

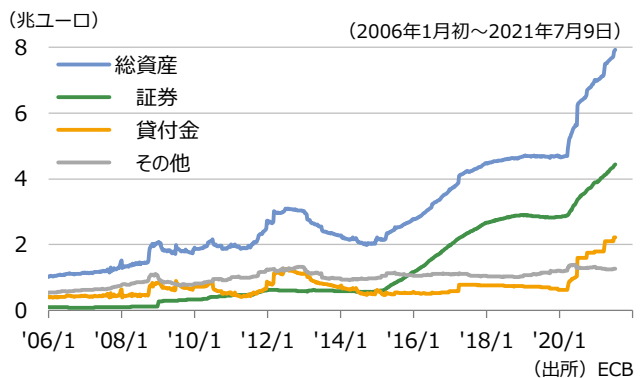
Euro STOXX 50の推移



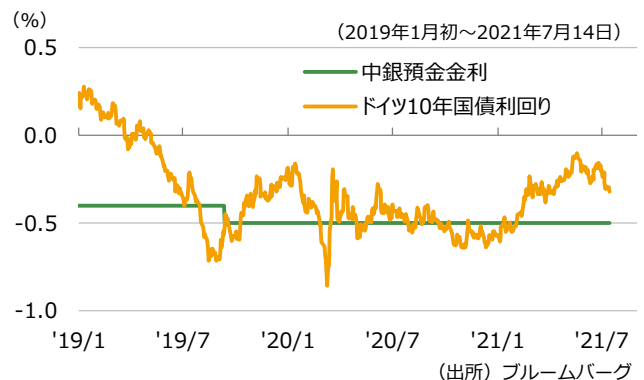
新型コロナウイルス・入院比率の推移



ECBの総資産残高と内訳



ECBの政策金利とドイツの長期金利





為替

ユーロは米ドルや円に対し反落

ユーロは6月に米ドルや円に対して下落に転じた。米利上げ期待の高まりによる米ドル高や、リスクオフの円高や米ドル高が原因だ。また、ECBがパンデミック対応の資産購入を年初より著しく高いペースで継続するとしたことも、ユーロ安の一因となった。ユーロ圏経済指標の堅調さはユーロを支える要因だが、新型コロナウイルス感染の再拡大がスペイン以外にも広がるとリスクオフのユーロ安が進むリスクはある。

感染再拡大への懸念は円高要因に

今年4-6月、欧州主要国と米国の新型コロナウイルスの新規感染者数はほぼ同様に減少した。またインドの新規感染が減少に転じたことで、欧米等の先進国を除く国々の感染ペースも大幅に鈍化してきた。だが、最近ワクチン接種が比較的進んだ英国で変異株の新規感染が増加し、スペインや米国でも感染が増えつつある。行動制限緩和で感染が再拡大するとの懸念が強まると、リスクオフの円高要因になる。

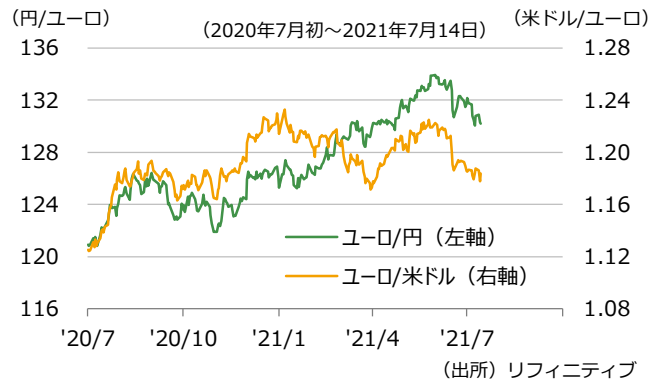
欧州経済指標はユーロ高要因に

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、ユーロ圏が高水準を維持する一方、日本が低下し、米国が低迷を続けている。相対比較からは、ユーロ高・米ドル安・円安に作用しやすい状況にある。ただし、先進国全般的には経済指標が市場予想を上回るケースは減る傾向にあるので、経済指標がリスクオフの円安・米ドル安・ユーロ高に作用するケースは減りつつある。

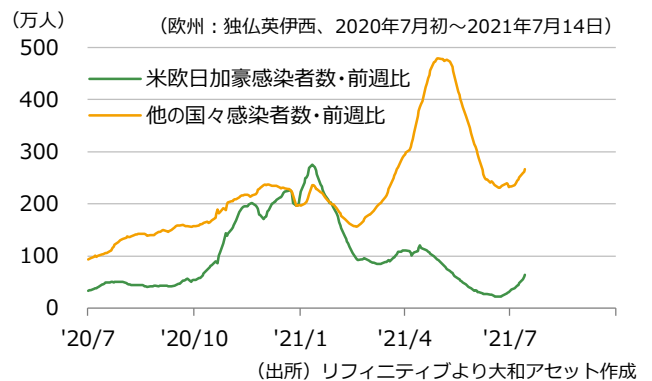
経済指標はリスクオフの円高にも作用

主要先進国G10のエコノミック・サプライズ指数が低下している一方で、新興国全体のサプライズ指数は高水準のプラスを維持している。ただし、中国のサプライズ指数はマイナスが拡大し、景気回復ペースの減速懸念を生む要因になってきた。今後も中国の経済指標が市場予想を下回るケースが増えると、リスクオフの円高・米ドル高や資源国通貨安・新興国通貨安に作用するケースが増えるだろう。

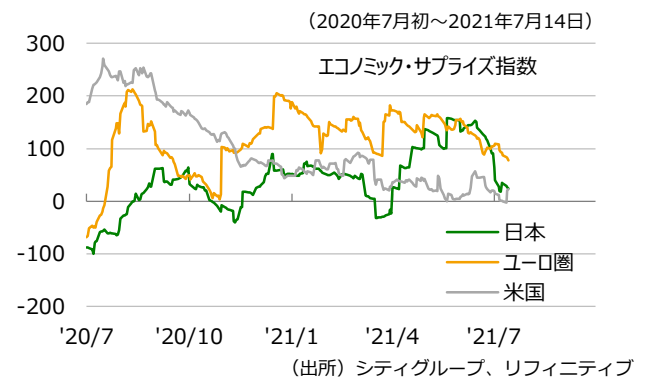
ユーロの対円相場と対米ドル相場



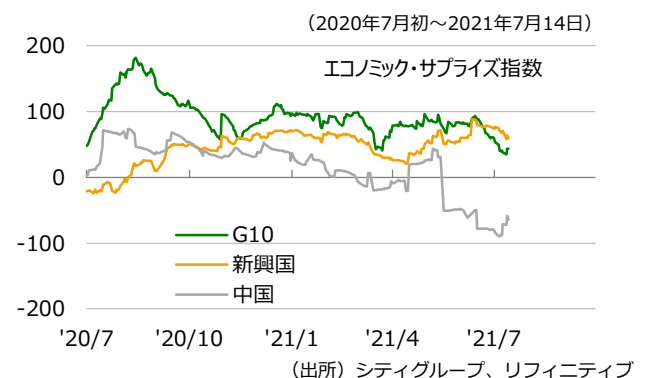
新型コロナウイルス感染者数の増加ペース



日・欧・米のエコノミック・サプライズ指数



G10・新興国・中国のエコノミック・サプライズ指数





経済

GDPは2022年末にコロナ前の水準へ

実質GDPは昨年前半の落ち込みが他国に比して大きく、その後の回復も一頓挫しており、その水準は2021年1-3月期時点でコロナ前を9%弱下回っている。しかし、4-6月期はPMIが製造業、サービス業とも各月で60を上回る高水準で、月次GDPの推移からも、4-6月期は前期比年率20%程度の高成長に達した可能性が高い。実質GDPは2022年10-12月期にコロナ前の水準を取り戻すと見込む。

感染者数の増加も経済活動を抑制せず

新型コロナウイルスの新規感染者数が6月以降急増し、1月前半のピークの過半にまで達している。感染力の強い変異株の広がりと考えられるが、新規死亡者数はほとんど増えておらず、イングランドでは7月19日に行動制限をほぼ全面的に解除する方針。ワクチン接種が重症化に効果的であるとすれば、新規感染者数が増加しても経済活動を抑制せず。

為替

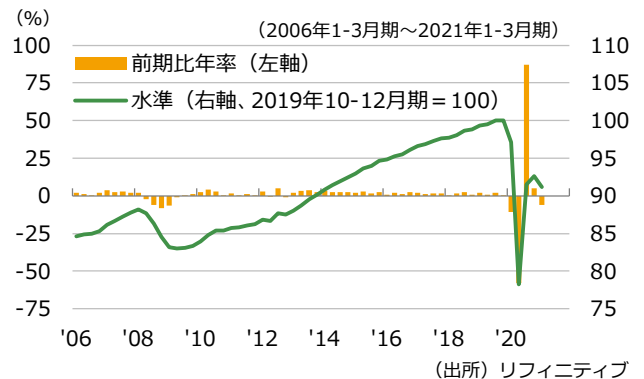
長期金利は1%が上限に

BOEは2020年11月の金融政策委員会で資産購入の枠を1,500億ポンド増額して以降、政策を据え置いている。BOEは景気見通しを上方修正しつつ、インフレの一時的な上振れも想定しており、現行の資産購入は予定通り2021年末に終える可能性が高い。しかし、需給ギャップは拡大したままで、財政刺激が縮小することもあり、利上げ期待は早晩後退しよう。10年国債利回りは1%が一両年の上限と見込む。

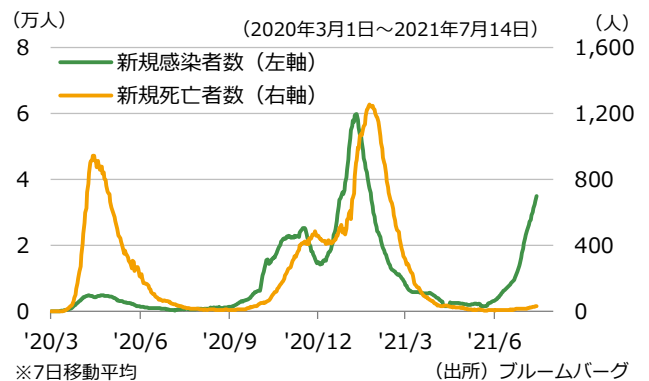
新型コロナウイルス感染次第でポンド安リスク

ポンドは米ドルや円に対して下落に転じた。英国における新型コロナウイルスの新規感染者数が増加に転じたことが一因だ。他国に比べワクチン接種が進む英国ですら、変異株「デルタ」の感染拡大を抑制できないようだと、行動制限緩和を進めにくくなる。今後の感染状況次第では、景気回復期待が後退してリスクオフのポンド安が進む可能性がある。

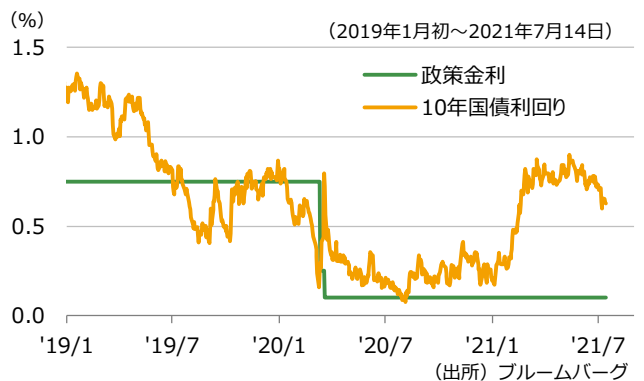
実質GDP



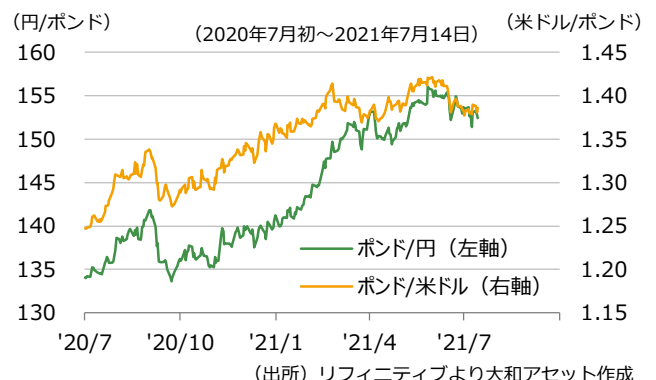
新型コロナウイルス

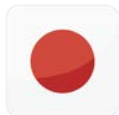


政策金利と長期金利



ポンドの対円相場と対米ドル相場





経済

GDPは2022年央に消費増税前の水準へ

緊急事態宣言の発出を伴う新型コロナウイルスの感染再拡大で実質GDPは2021年前半に減少したが、コロナ対応やワクチン接種の進展で、7-9月期以降は増勢が持続しよう。追加の経済対策も見込まれ、景気下支え要因として期待し得る。実質GDPの水準は2021年1-3月期時点で2019年10月の消費税率引き上げ前を4%弱下回っているが、2022年4-6月期には増税前の水準を取り戻すと見込む。

製造業の景況感が大幅に改善

6月調査日銀短観では大企業製造業の業況判断DIが3月調査の5から14へ大幅に上昇し、2018年12月調査以来の水準に達した。大企業非製造業も▲1から1へ小幅ながらも上昇し、2020年3月調査以来のプラスに。「先行き」は製造業、非製造業ともおおむね横ばいの見込み。ワクチン接種の進展で新型コロナウイルスの感染が抑制されれば、対個人向けサービスなど、非製造業の業況改善余地は大きい。

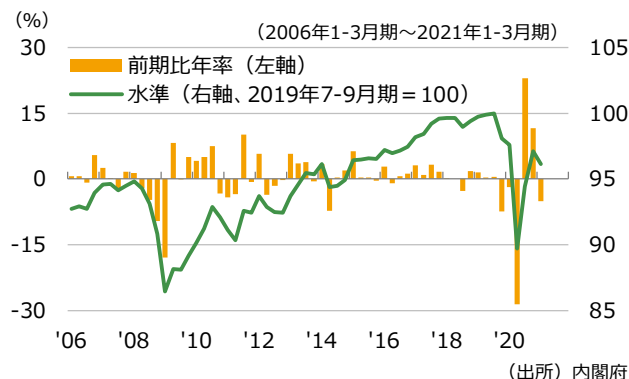
労働需要の強まりで失業率は今後低下へ

失業率は4、5月の上昇で再び3%に達した。新型コロナウイルスの感染再拡大が要因と考えられる。一方、企業の雇用判断は昨年4-6月期に「不足」超が一気に縮小した後は、じりじりと「不足」超が拡大している。労働需要の強まりの傍証で、経済活動の再開に連れて、失業率は再度低下に転じると見込む。なお、雇用調整助成金等により失業を免れている休業者の数もほぼコロナ前まで減少している。

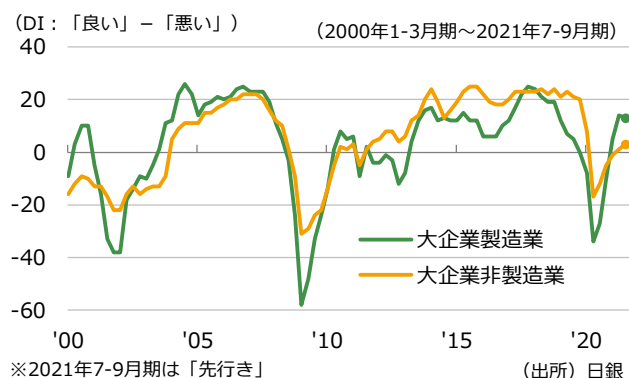
商品市況は高騰も消費者物価は軟調

消費者物価指数は前年同月比ゼロ%近傍で推移しており、一向に伸びが加速する様子はない。そもそも需給ギャップがマイナスで物価の基調が弱い上に、携帯電話通信料の値下げや消費者物価指数の基準改定など、一時的、制度的要因が折々に物価を押し下げる。商品市況が大幅に上昇しているにも拘らず、物価上昇が加速しない現実からは、インフレ率が基調として2%へ上昇する道筋は到底描けず。

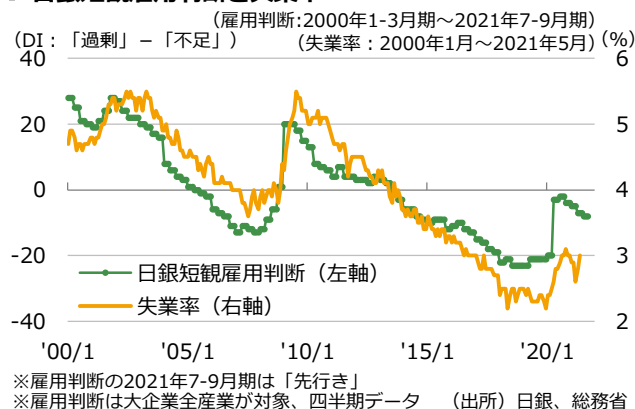
実質GDP



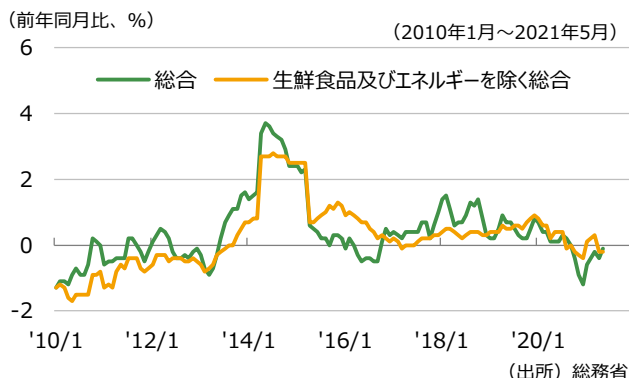
日銀短観業況判断

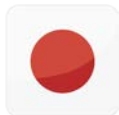


日銀短観雇用判断と失業率



消費者物価指数





株式

中立スタンスを継続

日本株の見通しは中立を継続する。直近1カ月は米国株に対して劣位な動き。6月FOMC後の米金利の不安定な動きが落ち着く中、米国株への選好が強まり、日本株は相対的に弱かった。PERなどバリュエーションに目立った割高感がない点は安心材料だが、足元の新型コロナウイルスの感染状況や、国内政治に対する不透明感の強まりなどの独自のマイナス要因もあり、当面はレンジ相場になり易いとみる。

バリュエーションは相対的に割安

バリュエーションに対する見方は変わらず。現在の株価水準は2022年予想EPSを基準としてPERで14倍強とほぼ過去平均水準。欧米株と比べて株価指標に割高感がない点は引き続き、日本株の優位点。先進国株式市場においてバリュエーションの修正に対する警戒が高まった際には、日本株の選好度が高まる局面が来やすいと考える。

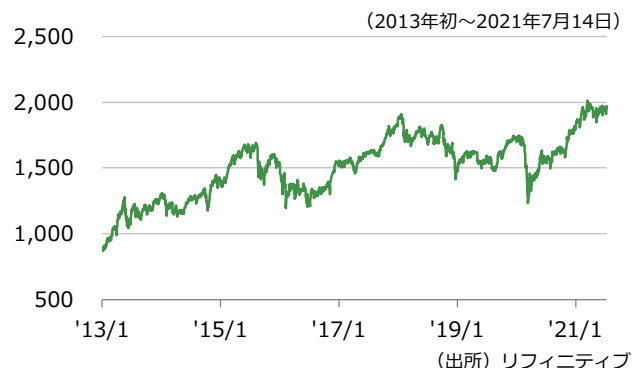
内閣支持率の低下はまだ懸念程度

今秋に衆議院議員選挙が予定されていることもあり、内閣支持率の低下が注目されることが増えている。右図は菅内閣と直近5内閣の発足時からの内閣支持率の推移をみたものであり、現政権は過去平均並みの推移。政党支持率に大きな変化は見られず、日本の政治的安定性への懸念により株式市場が大きく調整するリスクは現時点で低いと考えている。まずは東京五輪後の世論調査に注目したい。

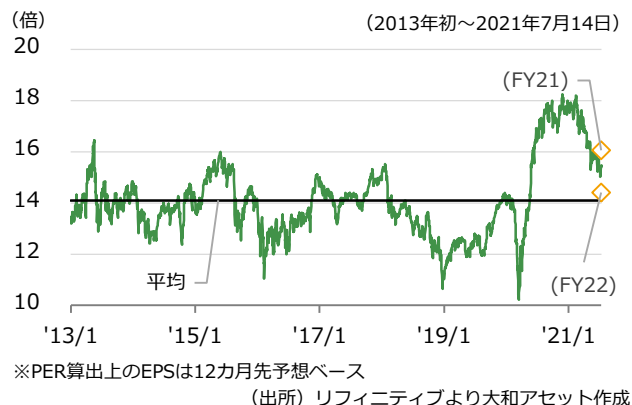
決算で着実な業績回復が確認出来るか

7月下旬から本格化する国内企業の2021年4-6月期決算は、市場の期待に沿った回復感のある内容となるかに注目。6月末時点の営業利益等のコンセンサス予想の対会社計画の銘柄分布を見ると、今期は会社計画を上回ると予想する銘柄が多い。期初計画はワクチン接種の不透明感などから保守的であった側面もある。着実な業績回復が確認出来る銘柄が多くなる決算になると考えている。

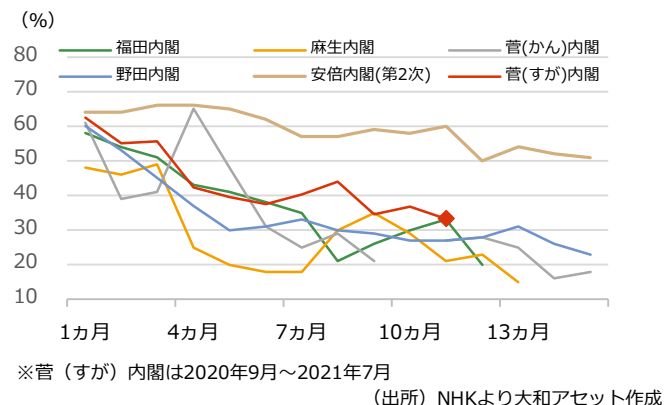
TOPIXの推移



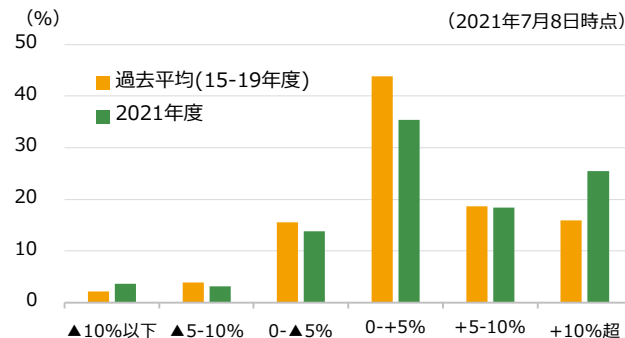
PERの推移 (TOPIX)



内閣支持率の推移 (発足からの月数比較)



TOPIX500・営業利益市場予想の会社計画対比





債券・金利

金融政策の枠組みは本質的に不変

日銀は6月の金融政策決定会合で新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムを2022年3月まで半年延長し、気候変動対応投融資を支援する新たな資金供給の仕組みの導入も決定した。しかし、日銀の金融政策の核となる長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みは本質的に不変で、3月会合での貸出促進付利制度の創設や長期金利の変動幅の明確化も、それ自体が市場に及ぼす影響は限られたまま。

長期金利は「ゼロ%程度」で安定推移

2月末にピークを打った長期金利は、1カ月遅れて低下に転じた米国の長期金利に連れて低下基調で推移しゼロ%に急接近している。長期国債の7-9月期の買入れ予定の減額も市場は淡々と消化した。金融政策運営上の技術的調整はあっても、緩和的な金融政策の長期化見通しは揺るがず、10年国債利回りは「ゼロ%程度」での安定推移を見込む。

リート

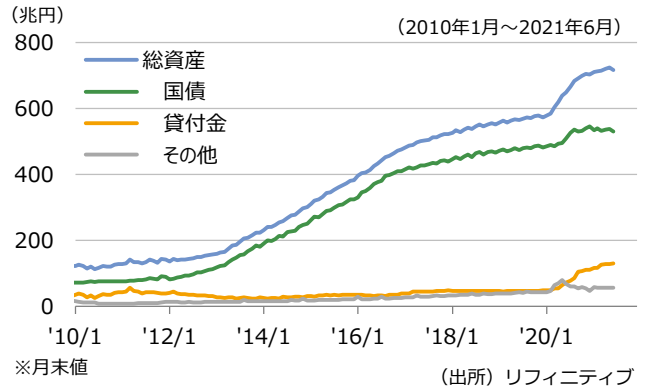
上昇継続

J-REIT市場は足元1カ月で上昇し、東証REIT指数はコロナショック前の2020年2月の水準を回復した。2020年9月からFTSEグローバル株式指数はJ-REITの組み入れを開始し、四半期ごとに4回に分けて組入比率を高めてきた。最後の組入比率引き上げとなる6月は指数連動ファンドの買いを含めた外国人投資家の買いが入り、J-REIT市場を押し上げた模様だ。

指数見通しを上方修正

米長期金利見通しの引き下げに合わせてJ-REIT市場に対する要求利回りを引き下げ、指数見通しを上方修正した。国内外で長期金利が低下するなか、投資家のインカムゲインニーズの高まりも修正の背景だ。短期的には公募増資の増加による需給悪化が懸念されるが、公募増資による配当金成長が期待され、中長期的にはJ-REIT市場の魅力が高めると考える。

日銀の総資産残高と内訳



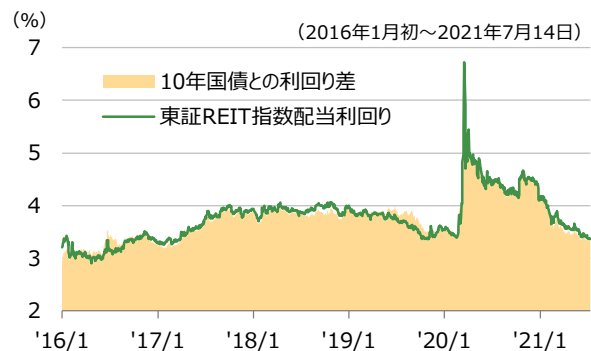
10年国債利回り



東証REIT指数の推移



東証REIT指数の配当利回りの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

円と米ドルの変動差は米金利動向次第

今年5月にはリスクオンの米ドル安より円安が優勢となり、米ドル円は上昇した。そして、6月にはリスクオフの円高より米ドル高が優勢となり米ドル円が上昇し、7月には米ドル高より円高が優勢となり米ドル円は下落している。リスクオン・オフによって円と米ドルは同じ方向に動きやすいだけに、米長期金利の動き次第で円と米ドルの変動に差が生まれ、米ドル円の方向性が決まりやすいと言える。

米ドル安の米経済指標改善効果が後退

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。今年4-6月に米ドルの実効為替が下落した影響から、5月以降に発表された米経済指標に改善効果が働き、米エコノミック・サプライズ指数が堅調に推移して米ドル円を支える要因となった。ただ、6月以降に米ドルの実効為替が上昇し、米経済指標の改善効果が後退しているため、指標の動向に注意が必要だ。

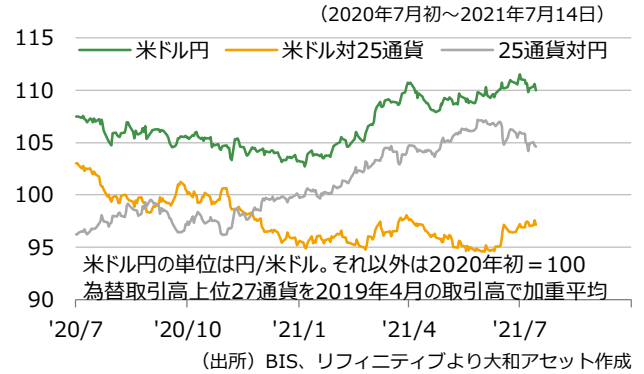
量的緩和ペースに連動する米長期金利

FRBの量的緩和局面を振り返ると、買入証券残高の増加ペースが上がるときに米長期金利が上昇し、ペースが下がるときに米長期金利が低下する傾向。買入による債券需給引き締めよりも景気刺激への期待が長期金利を左右しやすいということか。今後、量的緩和縮小期待が高まる局面で米長期金利が上昇する可能性はあるが、量的緩和縮小が始まると景気刺激期待の後退で長期金利が低下する可能性もある。

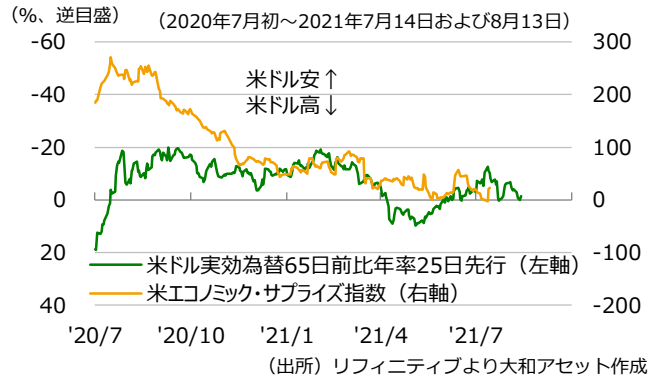
量的緩和縮小で米ドル円下落の可能性

FRBの量的緩和ペースが上がると米長期金利と米ドル円が上昇し、量的緩和ペースが下がると長期金利と米ドル円が下落しやすい。例外的に2014年の量的緩和縮小局面で米ドル円が上昇したのは、日銀が量的・質的金融緩和を拡大したことが円安を招いたためだ。米ドル円は米長期金利に連動しやすく、FRBが量的緩和の縮小を開始した後に経済成長期待が高まるか否かが、米金利と米ドル円のカギを握る。

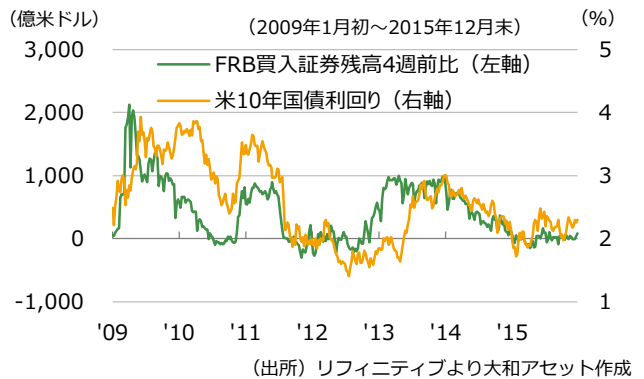
米ドル・円・他通貨の為替



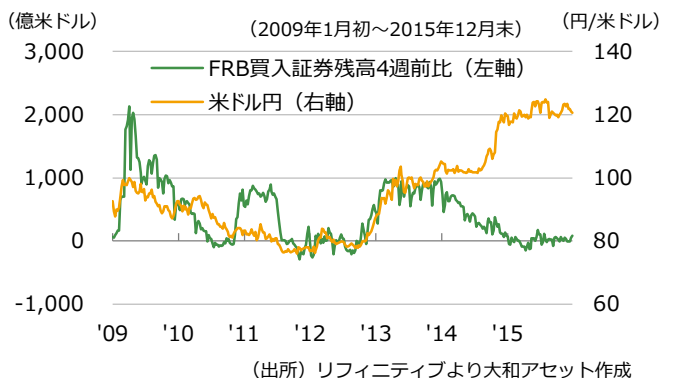
米ドル実効為替とエコノミック・サプライズ指数



FRBの資産買入ペースと米長期金利



FRBの資産買入ペースと米ドル円





経済

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第3波を乗り越え、7-9月期に個人消費主導で成長率が加速し、実質GDPは同期に新型コロナウイルス問題が発生する前のピーク（2019年10-12月期）を上回る見込み。他国に比べてワクチンが順調に普及しており、行動制限が再び強化される可能性は相対的に低い。10-12月期以降もプラス成長が継続し、通年の成長率は、2021年が6.0%、2022年が3.7%になると予想。

感染第3波の収束で労働市場は改善

新型コロナウイルスの感染第3波が沈静化し、行動制限が段階的に緩和される中、6月の雇用者数は前月比で23.1万人増加し、4月と5月に失った27.5万人の大部分を取り戻した。6月雇用統計の集計期間の後も行動制限の緩和は進んでおり、雇用者数は、7月に第2波と第3波の狭間であった2021年3月の水準を、7-9月期中には新型コロナウイルス問題発生前のピーク（2020年2月）を上回る可能性が高い。

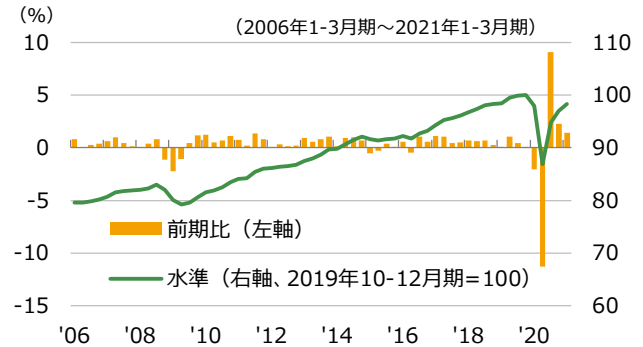
独自のワクチン戦略は順調に進展

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きた。ワクチンを1回以上接種した人数は人口の7割近くまで増えているが、接種を完了した人数も人口の半数に迫っている。また、接種されたワクチンの9割超をファイザー製とモデルナ製が占めているため、感染が再拡大するリスクは相対的に低いと言えそうだ。

インフレ率の上振れは一過性か

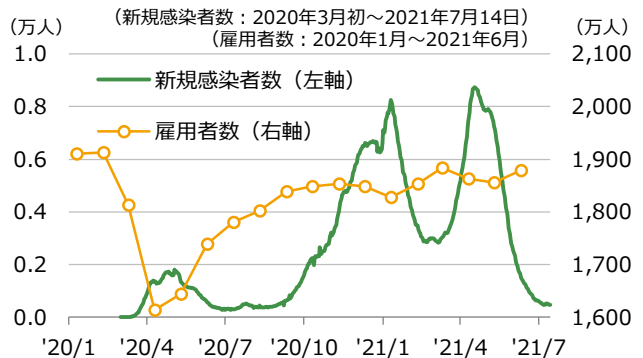
消費者物価指数（前年同月比）は、5月に総合で3.5%へ加速し、ガソリンを除いても2%を上回った。供給制約の解消には時間を要する中、経済活動の再開で需要が高まり、インフレ率は向こう数カ月で一段と加速する見込み。逆に供給制約の解消と原油価格の下落により、来年の夏秋は反動で下振れる可能性が高い。消費者の中長期のインフレ期待も安定しており、インフレ上振れは一過性との見方が優勢。

実質GDP



(出所) カナダ統計局より大和アセット作成

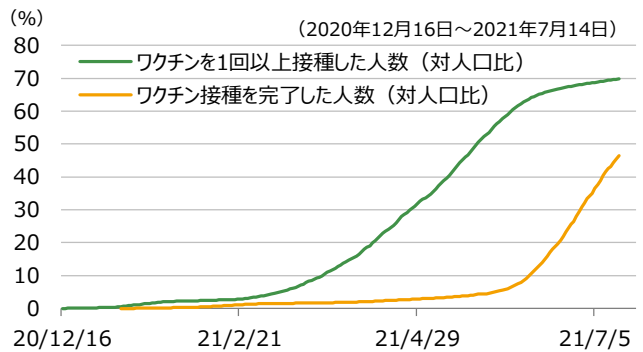
新型コロナウイルス新規感染者数と雇用者数



※新規感染者数は7日移動平均

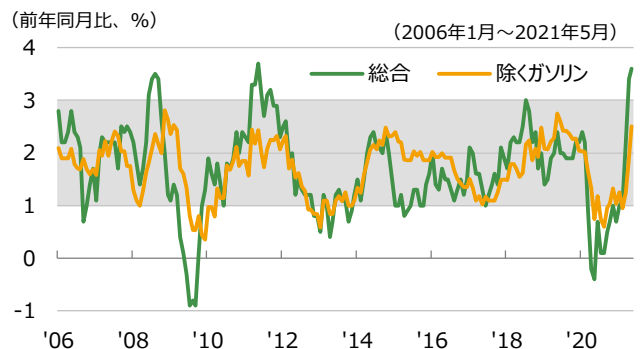
(出所) カナダ政府、カナダ統計局より大和アセット作成

新型コロナウイルスワクチンの接種人数



(出所) Our World in Data

消費者物価指数



※陰影部はカナダ銀行によるインフレ目標のレンジ

(出所) ブルームバーグ



債券・金利

国債買い入れペースは積極的に縮小

カナダ銀行は昨年4月に週最低50億カナダ・ドルペースでの国債買い入れを開始した。昨年10月に週最低40億カナダ・ドルに、今年4月に週30億カナダ・ドルに減額し、7月の金融政策決定会合では更に週20億カナダ・ドルに減額することを決定。新型コロナウイルスの感染が再拡大せず、労働市場の回復が続けば、今年10月に更なる減額、来年1月に新規の買い入れ終了を決定する可能性が高い。

長期金利の予想値を下方修正

今回、長期金利の予想値を米国と同幅の0.2%ポイントずつ引き下げ、今年末を1.4%、来年末を1.6%とした。市場は来年末までの複数回の利上げを織り込んでいるが、当社は米国の利上げ開始を2023年末と予想しており、カナダだけが利上げを進めることは困難。利上げ織り込みがはく落することで、長期金利は緩やかな上昇にとどまると予想。

為替

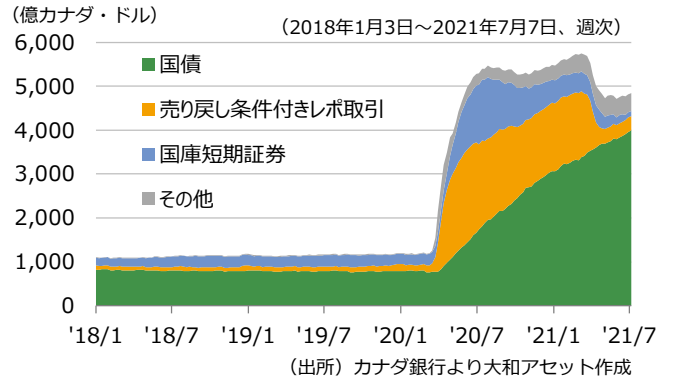
原油価格の上昇に反して下落

足元で原油価格の上昇が続いているにもかかわらず、カナダ・ドルは米ドルに対して反落した。主因は、6月FOMCで2023年末の政策金利見通しが引き上げられたことによる米ドル高。需給面では、積み上がっていたカナダ・ドル買いポジションの一部が巻き戻されたことも影響した。もっとも、カナダ・ドル高が一服したことで、カナダ銀行が金融政策の正常化を進めやすくなったことも確かだ。

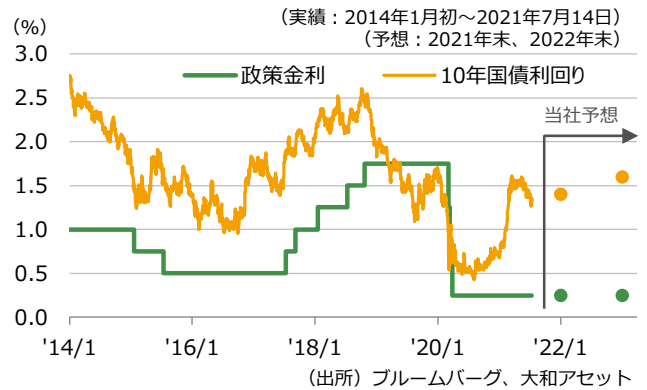
利上げ期待がカナダ・ドルを下支え

向こう1年程度を見通せば、当社は原油価格に対して弱気だが、WTIで60米ドル前後までの下落に収まれば、カナダ・ドルへの影響は軽微にとどまろう。利上げに対する市場の織り込みは行き過ぎ感が否めないものの、主要先進国の中でカナダがいち早く利上げを開始するという「順番」は変わらないと思われ、利上げ期待がカナダ・ドルを下支えしよう。

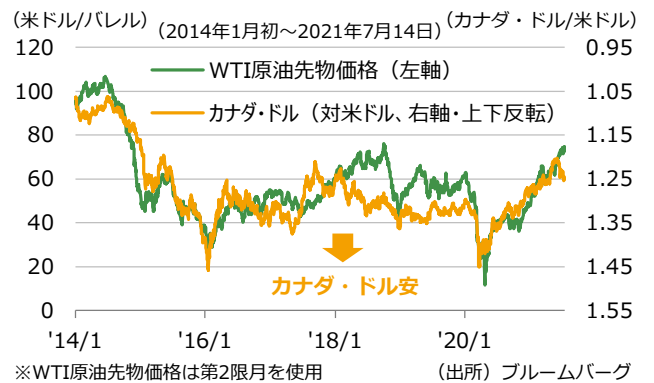
カナダ銀行の資産残高



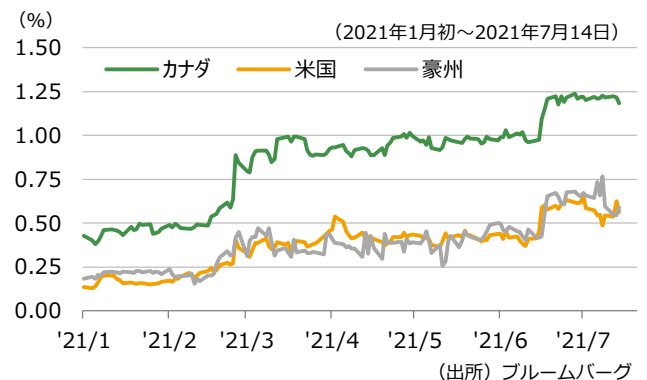
政策金利と10年国債利回り



原油価格とカナダ・ドル



市場が織り込む2年先の政策金利





経済

変異株への懸念が高まる

昨年の秋以降は、新型コロナウイルスの感染拡大を初期段階で抑えるためのロックダウンが奏功し、感染第3波を回避してきた。しかし、足元ではニューサウスウェールズ州（シドニーなどがある人口最多の州）で感染力の強い変異株「デルタ」によって感染が拡大している。ワクチン接種が欧米諸国に比べて遅れていることもあり、今後の感染状況には一層の注意が必要な状況となった。

感染再拡大がGDPに与える影響は限定的

実質GDPは、1-3月期に新型コロナウイルス問題が発生する前のピーク（2019年10-12月期）を上回った。目先は新型コロナウイルスの感染再拡大の影響が懸念されるものの、強力なロックダウンとワクチン接種によって、その影響は一時的なものにとどまると想定。これまでの経験則から感染収束後は挽回消費も期待できるため、通年の成長率は、今年が5.0%、来年が3.1%になるとの予想を維持する。

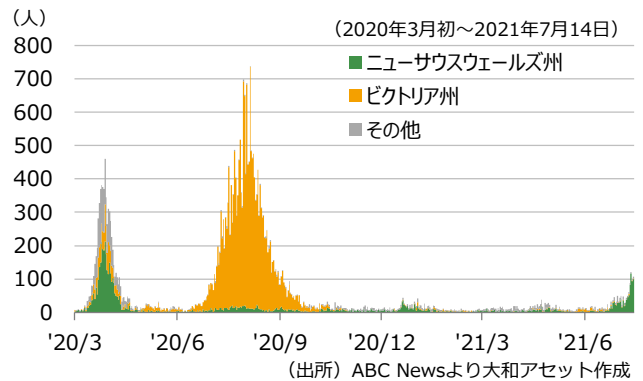
感染収束で労働市場は再び回復軌道に

新型コロナウイルスの感染再拡大は、これまで順調に回復してきた労働市場にも短期的な悪影響を及ぼすだろう。特に、回復が遅れていた宿泊・飲食サービスなどへの影響は長引く恐れがある。しかし、高水準の求人広告件数が示す通り、労働力に対する需要は強いいため、新型コロナウイルスへの警戒に起因する供給側のボトルネックが解消されれば、労働市場は再び回復軌道に復する可能性が高い。

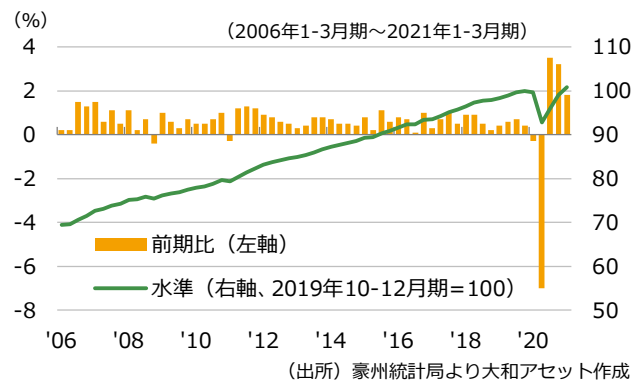
インフレ目標の達成には時間を要する

RBAは「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、その条件を満たすためには、賃金の伸びが安定的に3%を上回る必要があるとも述べている。また、自然失業率は4%前後と推計されており、失業率低下が賃金上昇を促し、更にインフレにつながるには時間を要する。供給制約によるインフレ率の一時的な上振れがRBAの利上げを促す要因にはなり得ない。

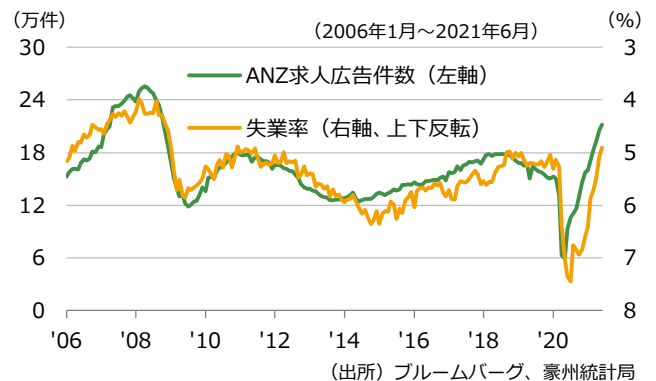
新型コロナウイルスの新規感染者数



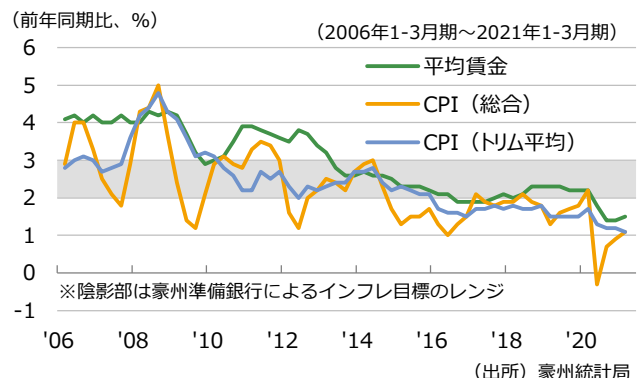
実質GDP



求人広告件数と失業率



賃金とインフレ





債券・金利

YCCの出口明確化とQEの縮小

RBAは7月の理事会で、YCCの対象債券を2024年4月償還債から切り替えないこと、QEによる国債・準政府債の購入ペースを週50億豪ドルから週40億豪ドルに減額することを決定した。前者の決定により、YCCの対象債券の年限が時間の経過とともに短くなり、2024年4月償還債が償還すると同時にYCCが終了することが明確になった。後者については、今年11月に更なる縮小が決定される公算が大きい。

長期金利の予想値を下方修正

今回、長期金利の予想値を米国と同幅の0.2%ポイントずつ下方修正し、今年末を1.6%、来年末を1.8%とした。RBAによる利上げのハードルは相当高いため、利上げ開始は米国の後になる公算が大きい。当社は米国の利上げ開始を2023年末と予想しており、少なくとも2022年までは豪州と米国の長期金利差に大きな変化は表れないと見込む。

為替

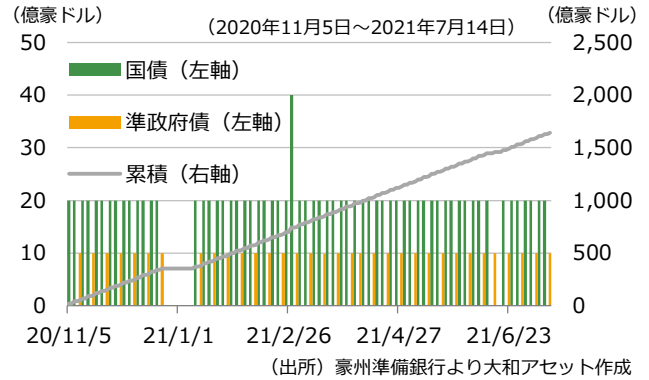
商品価格対比で豪ドルの割安感が強まる

足元で豪ドルは米ドルに対して軟調に推移している。背景には、6月FOMCを受けて全般に米ドル高が進んだこと、ロウRBA総裁が2023年中の利上げ開始を頑なに否定していること、豪州で新型コロナウイルスの感染拡大への懸念が高まったこと、などが挙げられる。結果的に、RBA商品価格指数と豪ドルの乖離が拡大しており、商品市況から見た豪ドルの割安感が強まったと言える。

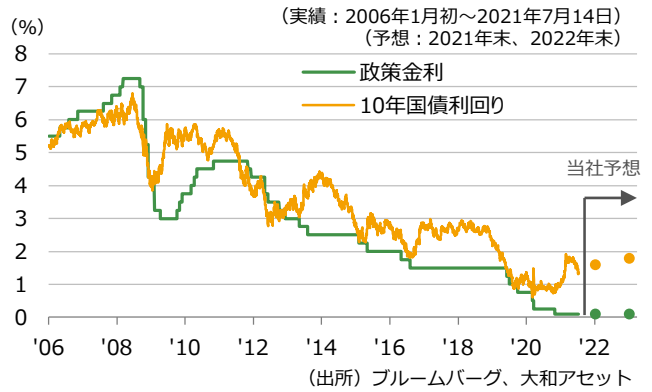
割安な豪ドルが貿易黒字の定着に貢献

2018年以降、商品価格に対して豪ドルが割安な状態が続いていることもあり、豪州は大幅な貿易黒字が定着した。当社の想定通り米国の利上げ開始が2023年末となれば、市場の利上げ織り込みは大きく後退することになるため、その時は米ドル安の受け皿としてファンダメンタルズが良好な豪ドルに見直し買いが入る可能性が高いと考えられる。

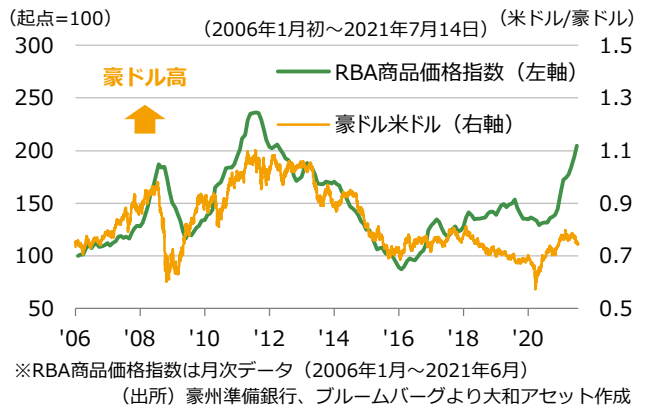
QEで購入された国債・準政府債



政策金利と10年国債利回り



商品価格と豪ドル



貿易統計





経済

GDP見通しを小幅下方修正

目先数カ月は、経済指標の鈍化のペースが一時的に市場予想より速い可能性が高く、2021年の成長率見通しを9.2%から8.5%へ下方修正する。地方政府のインフラ投資の遅延や、半導体不足による自動車生産の減速等が影響。但し、第4四半期以降はこれら不安要素の後退や、中銀の金融緩和、消費の回復等が支えとなり、景気モメンタムが再び強まると予想。

可処分所得の正常化で消費回復を期待

景気回復の裾野が消費に広がりつつあるものの、消費回復のペースは市場予想を下回っている。その背景としては、主要先進国のような個人給付金の配布がなかったことが挙げられる。足元は、可処分所得の伸び率が景気回復につれコロナ禍前の水準を上回ったことで、消費回復が加速する期待が高まっている。

株式

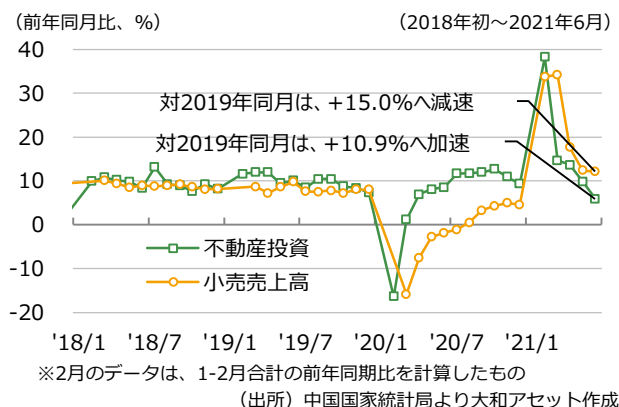
本土上場と海外上場の株価指数が乖離

7月上旬に米国上場の配車大手ディディが中国当局から規制を強化されたことを受け、海外上場のIT関連企業の株価が大きく下落。本土上場と海外上場の株価指数の乖離が一段と拡大。当面本土株が選好されやすいが、米国、香港上場の巨大IT企業に関する規制強化の逆風が徐々に弱まってくると予想し、海外上場の企業においても底値を固める局面と予想。

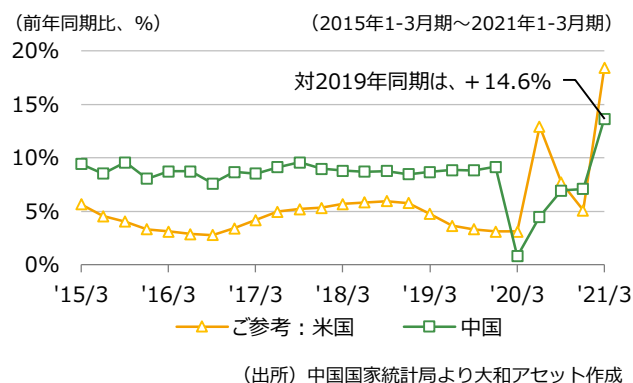
金融政策面での優位性が支え

一般に、株式市場が特に動揺するのは金融緩和から引き締めへと政策転換する局面であるが、中国ではその局面を通過したと言える。さらに、7月9日に中銀が預金準備率の引下げを発表し、金融緩和に転じたことで、センチメントと業績の両面での改善期待が株式市場を支えよう。金融政策面からは相対的に中国の株式市場に投資しやすい環境と予想する。

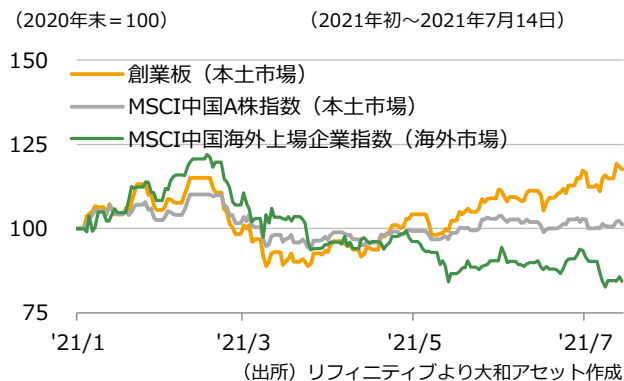
不動産投資と小売売上の推移



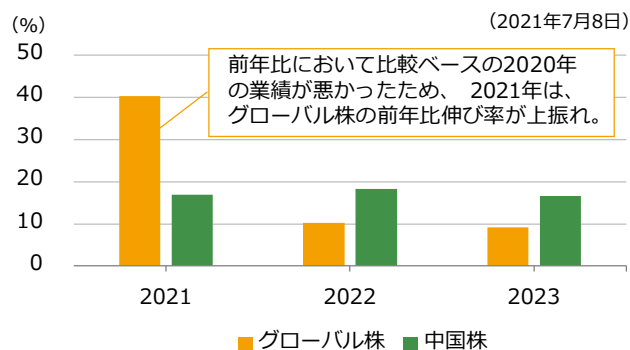
可処分所得の推移



本土上場と海外上場のハイテク株価の乖離



1株あたり当期純利益 (EPS) の成長率



※グローバル株はMSCI AC World Index、中国株はMSCI中国指数を参照
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



債券・金利

金融緩和政策へ転換

中銀は7月9日（現地）、預金準備率を0.5%ポイント引き下げ、金融緩和へ舵を切った。中国の金融政策がコロナ前の正常な状態まで回復し、インフレ圧力もピークアウトしつつあると見込まれる中で、金融緩和の余地が出てきた。今後は、経済指標を睨みながら、金融政策の微調整を行い、経済の巡航速度での成長を支える見込む。

米金利上昇局面でも底堅い推移

預金準備率の引下げがポジティブサプライズをもたらしたことを受け、10年国債利回りは約11カ月ぶりに3.0%を割り込んだ。今後の見通しに関しては、景気の下振れは一時的なもので、当面追加金融緩和の可能性は低いと予想し、引き続き3%前後でのレンジ推移を見込む。分散投資効果を狙う海外資金は流入傾向を継続しよう。

為替

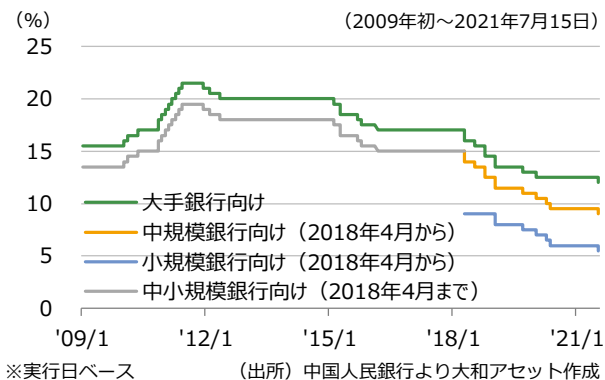
当局が人民元高抑制に動く可能性に注意

足元の人民元は、対米ドル、対円とも約3年ぶりの高値近辺で推移しているが、良好なファンダメンタルズを受け、人民元上昇の圧力はなお強い。実質実効レートが約5年ぶりの高水準まで上昇したことで、当局は個人の対外証券投資の規制緩和等、人民元高抑制政策を強化。目先は人民元の対米ドル、対円でのレンジ推移を見込む。

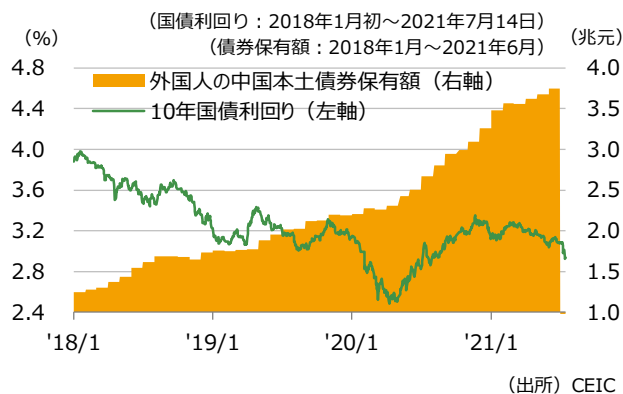
海外企業の直接投資は高水準を維持

米中摩擦が続いている中で、中国からの外資企業の撤退が懸念されているが、現段階ではむしろ外国企業の対中直接投資は加速。外資に対して製造業の参入規制をほとんど撤廃し、金融業の急速な開放のほか、相対的に高い中長期的な経済成長見通しが後押ししていると考えられる。高水準の海外企業の対中投資もあり、人民元高圧力が続くと予想。

各種預金準備率の推移



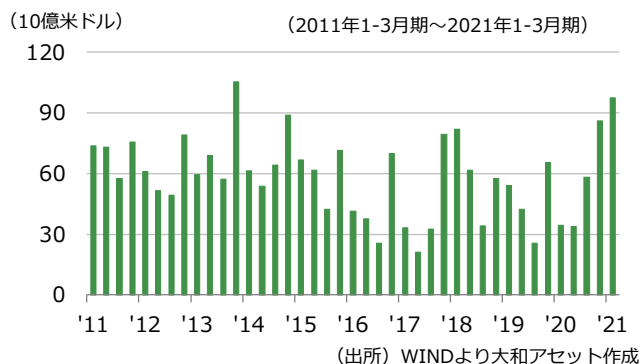
本土国債の金利および外国人投資家の債券保有額



人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移



海外企業の対中直接投資





経済

新型コロナへの懸念は一段と後退

新型コロナウイルスのワクチン普及に伴い、集中治療室の入院患者に占める高齢者の割合が顕著に低下し、新規死者数の減少傾向という結果に表れた。更に、足元では新規感染者数も減少傾向を示し、同問題に対する懸念は一段と後退している。また、希望する全ての成人が1回目のワクチン接種を終えると見込まれる今年10月まで、低所得者向け現金給付が延長されることも目先の景気を支える要因に。

景況感の底打ちが鮮明に

新型コロナウイルス問題に対する懸念が和らぎ、先送りされていた行動制限の緩和も徐々に進む中、FGVサービス業信頼感指数とFGV消費者信頼感指数が3カ月連続で改善するなど、景況感の底打ちが鮮明になっている。製造業の景況感は、高水準を維持したまま足元では反転上昇している。新型コロナウイルスの感染再拡大を乗り越え、今年半ば以降の順調な景気回復が実現する蓋然性が高まった。

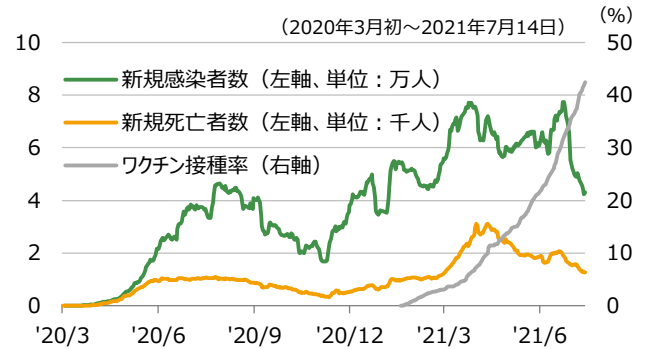
インフレ率は今秋から沈静化へ

前年の反動によるガソリン価格（「運輸」に分類）の上昇やダムの貯水率低下による電気料金（「住居」に分類）の引き上げなどが寄与し、インフレ率は6月に前年同月比+8.35%へ加速。電気料金の引き上げは7月にも実施されており、インフレ率の市場予想は上方修正が続いている。もっとも、今年8月をピークにして、その後は沈静化に向かうとの方向感は一変していない。

政治の不透明感が高まる

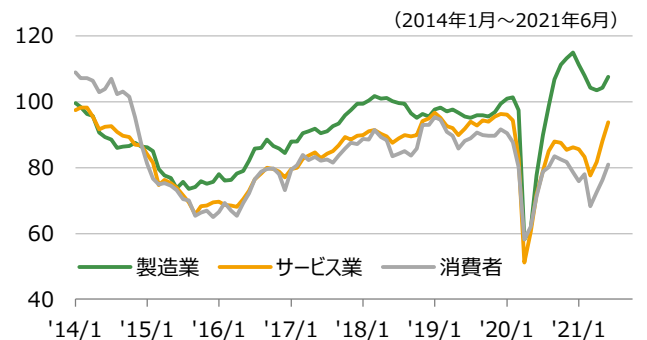
ダッタフォーリャによる最新の世論調査で、ボルソナロ大統領の不支持率が初めて50%を超えた。新型コロナウイルス問題への対応の悪さに加えて、ワクチン調達における保健省の汚職問題が発覚したことが影響した模様。更に、59%の人が来年の大統領選ではボルソナロ大統領に投票しないと回答しており、左派のルラ元大統領が当選する可能性が高まっている。政治リスクには今後も注意が必要。

新型コロナウイルス



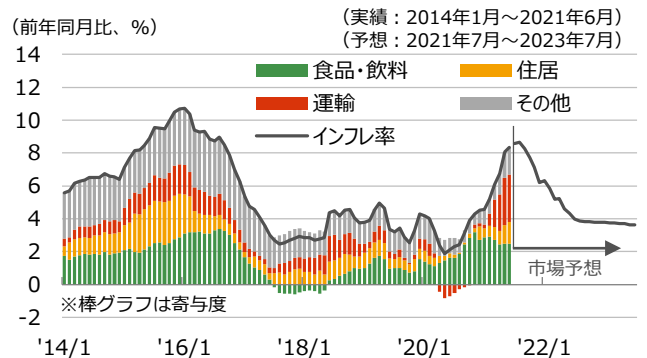
※新規感染者数と新規死者数は7日移動平均
 ※ワクチン接種率は、人口に対してワクチンを1回以上接種した人の割合
 (出所) CEIC、Our World in Dataより大和アセット作成

FGV信頼感指数



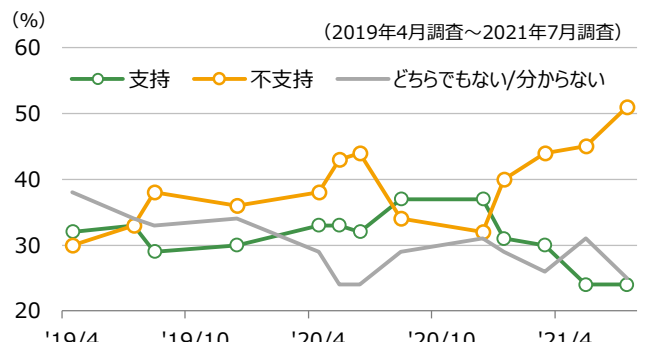
(出所) ジェットウリオ・ヴァルガス財団、ブルームバーグ

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) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

ボルソナロ大統領に関する世論調査



(出所) ダッタフォーリャより大和アセット作成



債券・金利

利上げサイクルは続く

インフレ懸念に対して、ブラジル中銀は積極的な利上げを進めている。3月、5月、6月と各0.75%ポイントの利上げを実施し、次回8月の金融政策決定会合でも同幅かそれ上回る幅の利上げが見込まれる。その後も利上げは続くが、インフレ率が今秋から沈静化に向かうことで、今回の利上げサイクルはいったん年内に終了し、政策金利は中立金利（6～6.5%）付近で落ち着くと予想する。

政策金利予想に上振れリスク

生産者物価指数は為替と連動しやすいが、足元では供給制約の影響が強く、通貨高にもかかわらず物価上昇が続いている。とはいえ、中銀としては、インフレ抑制のために通貨安を容認することはできず、通貨を支えるためにも利上げを続ける必要がある。仮にインフレ沈静化が後ずれすれば、一時的に中立金利を上回る水準まで利上げする可能性も高まる。

為替

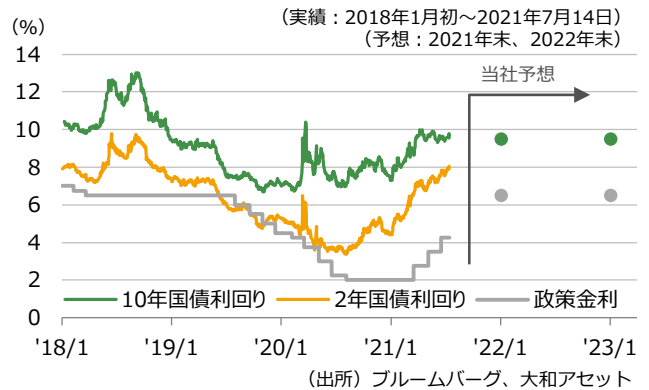
貿易黒字と利上げが通貨の下支え

大幅な貿易黒字やブラジル中銀の積極的な利上げがブラジル・レアルを支えている。昨年は輸入の減少が貿易黒字に寄与していたが、足元では輸出の増加が寄与しており、商品価格上昇の恩恵を受けていると言える。レアルは今年3月末から上昇したが、商品市況からみて割安な状態は続いている。当面は貿易黒字基調を維持できる可能性が高く、実需の資金フローがレアルを下支えする構図が期待できる。

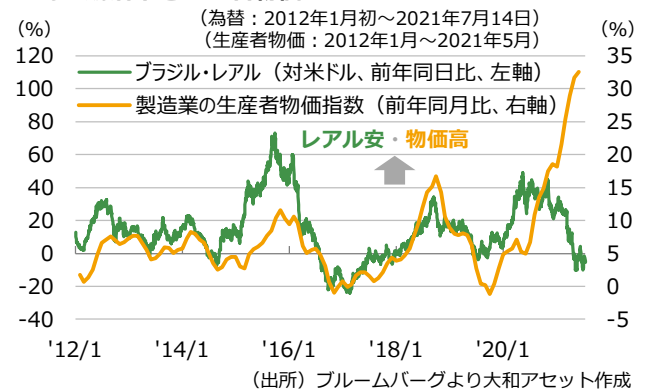
リスクは政治問題

来年に大統領選を控える中、ボルソナロ大統領の支持率低迷もあり、政治リスクは折に触れてレアル売り材料になる可能性が高い。実際、6月下旬から7月上旬にかけては政治問題が嫌気されてレアルは下落した。それでも先述の通り、インフレ抑制（≒通貨安回避）のための積極的な利上げがレアルの下落に歯止めをかけることになるだろう。

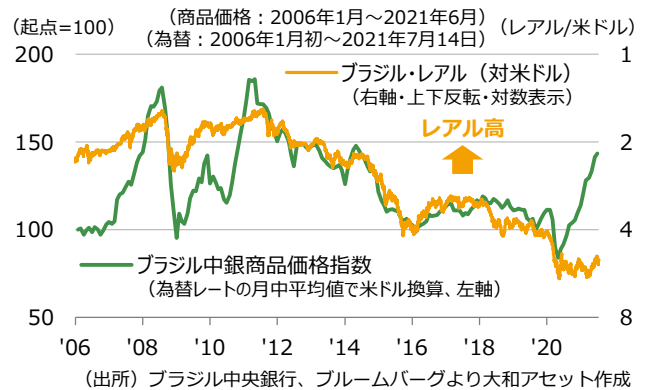
国債利回りと政策金利



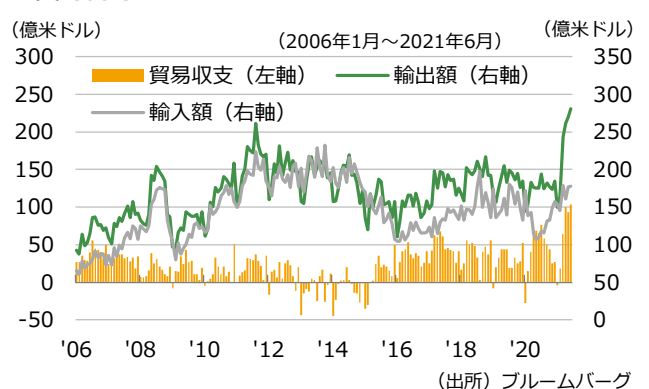
為替騰落率と生産者物価



商品価格とブラジル・レアル



貿易統計





経済

変異株の感染拡大が懸念材料

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、ブラジル等において感染拡大が減速する一方で、変異株への懸念が強まっている。新興国で広く接種されている中国製のワクチンが変異株に対して有効性が低下するとみられ、景気回復の後ずれ懸念に繋がりがやすい。モビリティ指数は、南アフリカ、ASEAN諸国を除き、概ねコロナ禍前の水準まで回復したが、再び低下する可能性に注意。

アジアへの逆風が一段と強まる

ブラジルやメキシコ、トルコ、ポーランド等において、ワクチン接種率が顕著に高まったことがポジティブ材料である。一方、ASEANではマレーシアを除き接種のペースは依然として緩慢である。変異株（特にデルタ型）の感染も一段と拡大する可能性が高く、一部地域で導入された都市封鎖が当面長引く可能性が高く、逆風が強い状況が続こう。

ワクチン接種状況が経済見通しに影響

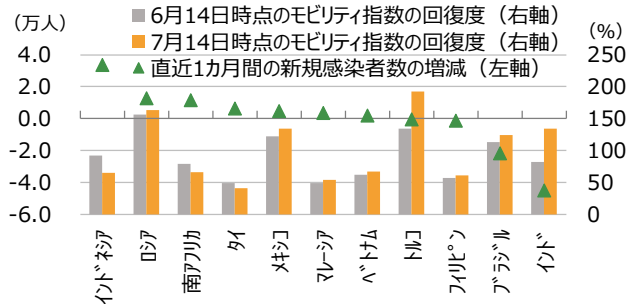
昨年末以降、新型コロナウイルスの感染抑制において優等生として評価されていたアジア地域だが、ワクチン接種の遅れが顕著で、景気見通しの下方修正を強いられている。4月に発表されたIMFの経済見通しにおいて、その傾向が鮮明化。ブラジルや東欧諸国が早い段階でコロナ前の水準まで回復するとみられる中で、ASEAN諸国は2022年後半とみられる。

インフレ懸念は後退すると予想

商品価格の影響を相対的に大きく受ける新興国では、CRBコモディティ指数が上昇し続けていることもあり、インフレ懸念はなお強い。ここで、中国のM2の前年比伸び率が同指標に対して先行性がみられることに注目。資源集約型の経済発展をしている中国のマネー指標が低下したことは朗報で、今後CRBコモディティ指数の低下およびインフレ懸念の後退に繋がると予想。

新興国の新型コロナの感染状況とモビリティ指数

(対2021年6月14日の増減) (対2020年2月1日の比率)



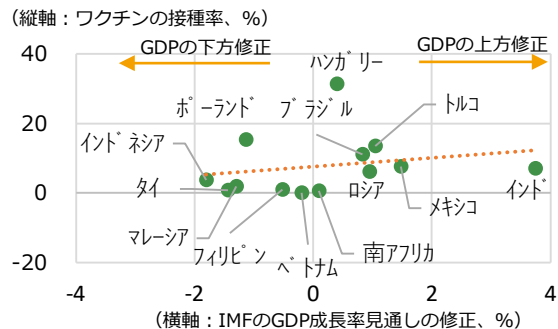
※新規感染者数の増減は、左から多い順に表示。※モビリティ指数の回復度は、WalkingとDrivingの平均。※各数値とも7日移動平均を掲載。
(出所) Apple Inc.、WHO、CEICより大和アセット作成

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	'21/7/14	22.72%	ハンガリー	'21/7/13	57.44%
ブラジル	'21/7/14	42.42%	ポーランド	'21/7/14	46.42%
ロシア	'21/7/14	20.63%	フィリピン	'21/7/13	8.92%
トルコ	'21/7/14	45.7%	マレーシア	'21/7/14	26.71%
インドネシア	'21/7/14	14.23%	ベトナム	'21/7/14	3.97%
メキシコ	'21/7/13	28.1%	タイ	'21/7/12	13.75%

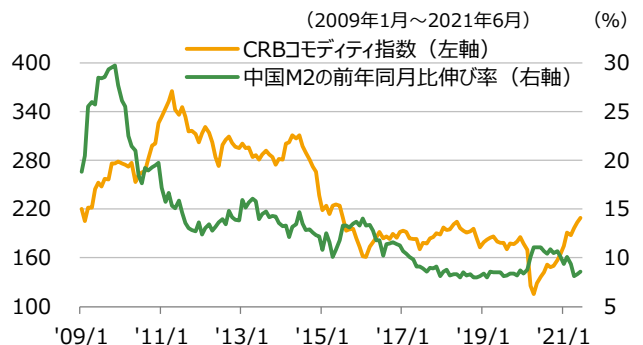
※ワクチンを1回のみ接種した場合も含まれる。
(出所) Our World in Dataより大和アセット作成

ワクチン接種状況とIMF2021年経済見通しの関連性



※ワクチンの接種率は、4月13日時点で、1回のみ接種した場合も含まれる。※横軸は、IMFの2021年4月時点と2020年10月時点の見通しの差。
(出所) Our World in Data、IMFより大和アセット作成

CRBコモディティ指数と中国M2



※CRBコモディティ指数は、月平均を掲載。
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

当面変異株の感染拡大懸念が重しに

海外のリスク回避の流れが強まる中、新興国株価は概ね下落。特に、新型コロナウイルスの感染拡大が加速したインドネシア、タイ、ベトナム等の下落幅が相対的に大きかった。目先は、変異株の感染拡大懸念が新興国株式市場全般の重しになり、当面調整色を強める可能性が高い。個別では、相対的な割高感が強く、感染拡大が懸念されるベトナム、南アフリカ、インド等が売られやすいと予想。

一部新興国の企業マインドが急速に悪化

6月の主要新興国の製造業PMIは、ラテン地域がやや上昇する一方で、アジアではベトナム、マレーシア、インドを中心に低下する国が増加。特に、マレーシアとベトナムでは、5月から10ポイント近く低下し、感染再拡大による経済の急速な冷え込みが懸念される。株式市場が企業マインドの悪化を十分に織り込んでいない可能性もあり、警戒が必要。

業績見通しは良好も、感染再拡大に注意

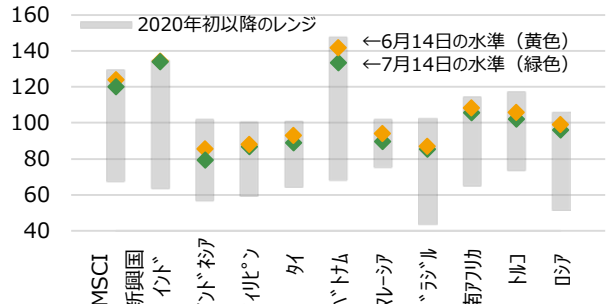
新興国の企業業績に関しては、指数構成銘柄のコンセンサスEPS予想が上昇、あるいは低下した銘柄数の比率で算出されるリビジョン指数が、足元は調整が一服し、おおむね高水準で推移。米金利上昇局面でも新興国株式市場を下支えしよう。但し、アジア地域においては、ワクチン接種率の低迷が景気回復を遅らせるリスクに警戒する必要がある。

中長期的上昇余地が大きいインドネシア

インドネシアの株式市場への逆風は、当面強い可能性が高い。変異株を含む新型コロナウイルスの感染拡大や、緩慢なワクチン接種の進展等が懸念材料である。目先のダウンサイドリスクの高まりを勘案して、2021年末のインドネシアの株価見通しを下方修正した。但し、中長期的には割高感がない中で、雇用の法改正などの構造改革が好感されやすく、上昇余地は大きいと見込む。

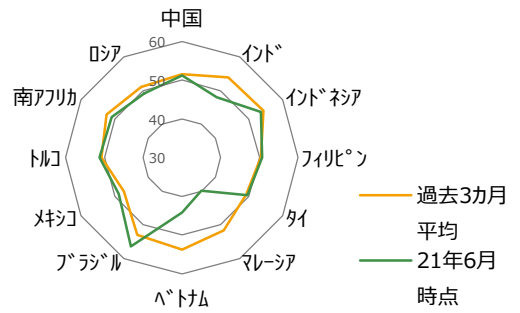
主要新興国の株価推移

※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

新興国の製造業PMI



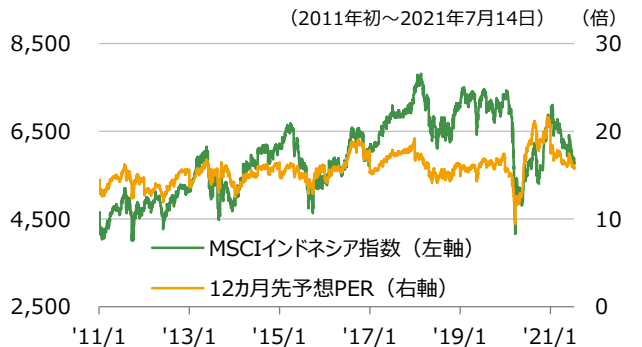
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

MSCI新興国インデックスの業績見通し



(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

インドネシアの株価指数およびバリュエーション



※12カ月先EPSに基づいて計算されたPER (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



債券・金利

一時的にリスクオフに繋がる可能性

過去1カ月の新興国の現地通貨建て国債市場は、米国債の金利低下にもかかわらず、おおむね小幅金利上昇。米国の金融正常化の議論が続いていることや、一部の国の利上げが影響したと考える。一般的に金利低下余地が限定的との見方が強い中、変異株の感染拡大、原油価格の一段の上昇等は、一時的にリスクオフに繋がる可能性がある。

利上げに動き出す新興国は限定的

ブラジル、トルコ、ロシア、メキシコが一步先に利上げに踏み出したが、個別要因でインフレ率が特に高い事情がある。夏季以降は、ベース効果によるインフレの高騰が一服すると予想され、その他新興国が利上げに追随する可能性は低い。むしろ、足元は変異株の感染拡大が新興国にもたらす影響が懸念され、低金利長期化が続く可能性が高まっている。

リート（アジア先進国含む）

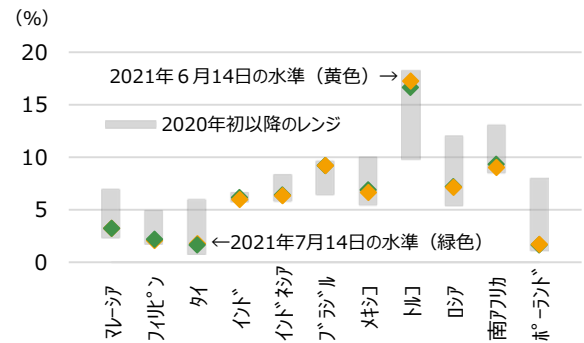
業績改善の余地は残存

アジア・オセアニアの国や地域では、一部で新型コロナウイルスの感染拡大も見られたが、おおむね落ち着いている状況。ただワクチン接種は現在進行中で、本格的な行動規制の解除は人口の大部分がワクチン接種を完了してからになる。言い換えれば、これら地域のリート銘柄は業績改善の余地を残しており、ワクチン接種や経済活動再開の進捗に引き続き注目が集まろう。

相対的に魅力的なバリュエーション

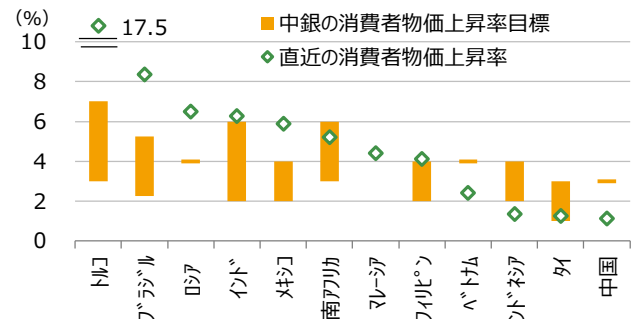
アジア・オセアニアの国や地域の長期金利については、米国の長期金利が低下傾向となったことを受けて先進国を中心にやや低下。引き続き低位で推移する社債の信用スプレッドとともに、リート市場を下支えする形に。相対的に高い配当利回りなど当地域のバリュエーション上の魅力は増しており、業績改善の進捗に注目が集まる。

主要新興国の国債利回り（現地通貨建て）の推移



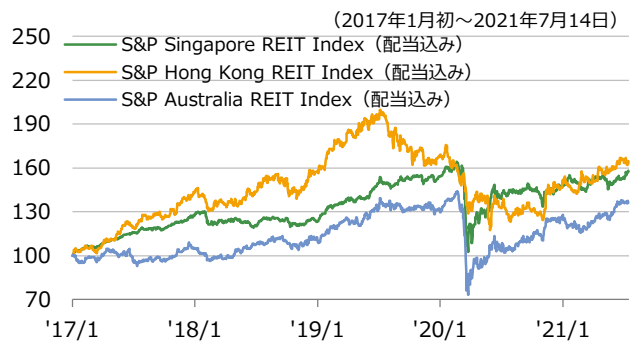
※フィリピンは米ドル建て、その他は現地通貨建て10年国債利回りを掲載 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国のインフレ動向



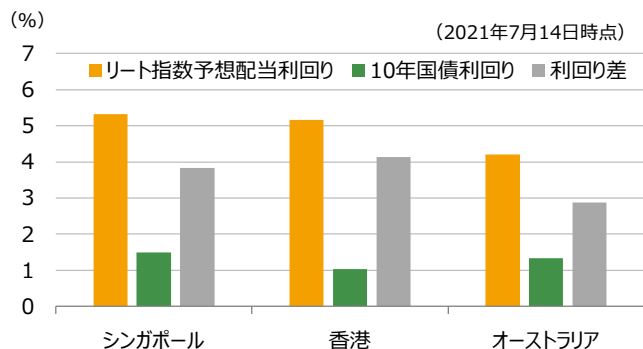
※中銀目標は、ベトナムが「4%未満」で、マレーシアはなし。
※直近の数値は、マレーシア、南アフリカが5月、その他は6月時点。
(出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

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



(出所) ブルームバーグ



為替

新興国通貨はおおむね下落

直近1カ月の新興国通貨は、米ドルインデックスの上昇や、リスク回避の流れ等を受け、概ね下落。特に、割高感の強いフィリピンや、政治不安が嫌気されている南アフリカ等の下落幅が大きかった。引き続き米金利や新型コロナウイルスの感染状況に振らされやすいが、中期的には米ドル高基調になる可能性が低いと予想される中、全般的に売り基調になる可能性は限定的と予想。

海外マネーの流入が限定的で売り手不在

昨年末以降、新興国への資金流入が加速したが、中国・インド株式市場への流入がけん引しており、その他の国への流入は限定的。新興国各国の株価上昇を支えたのは、海外マネーではなく、自国の金融緩和による個人投資家等の買いとの見方を裏付ける。今後、海外でリスク回避の流れが強まる場面においても、海外勢による売りは限定的で、悪影響は軽減されると予想。

国別選別では、原油価格の動向に注目

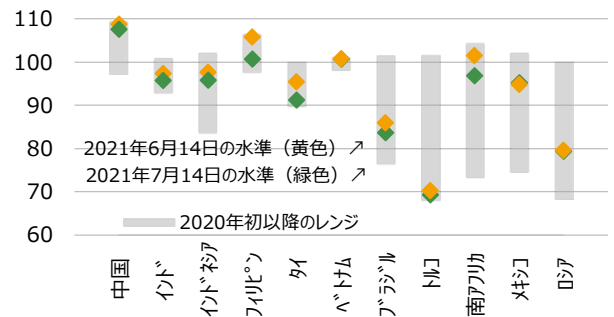
WTI原油先物価格（第1限月）が投資判断の分かれ目の一つの80（米ドル/バレル）近辺まで上昇したことで、資源国に海外資金が流入する可能性が高まった。特にロシアがその恩恵を享受し、天然ガス、パーム油の産出国等もつられて上昇しやすく、マレーシアやメキシコにも海外マネーが入りやすい。一方で、「双子の赤字」につながるインド、フィリピンが一時的に売られる可能性に注意。

米金利上昇局面では、経常赤字国に警戒

バーナンキショック時の動きをみると、為替騰落率と経常収支の間には相関がみられる。近年新興国通貨はセーフティネットの構築で外部ショックへの耐性は強まったが、今後米金利が再び急上昇する場面での強弱感に関しては、現在経常赤字で推移しているインドネシア、トルコにおいて売り圧力が強まりやすいことに注意が必要である。

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)

(2020年1月21日~2021年7月14日)



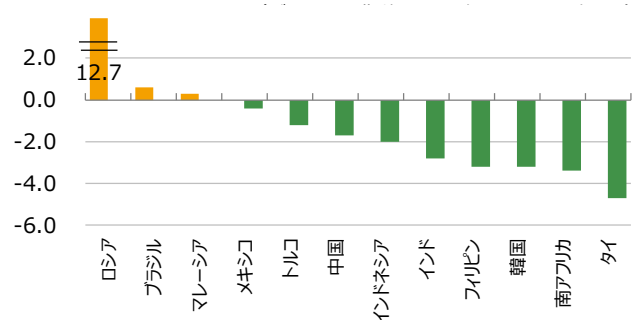
※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

新興国の原油、原油製品の純輸出入

(純輸出がGDPに占める割合、%)

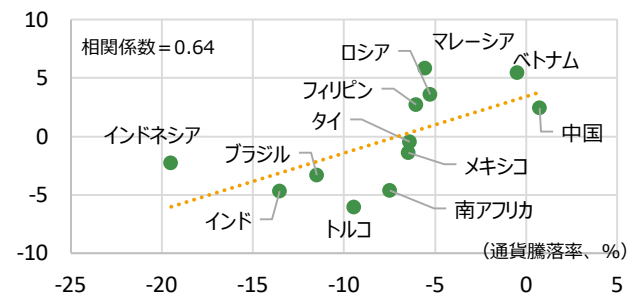
(2018年時点)



(出所) CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成

バーナンキショック時の新興国通貨の動き

(経常収支/GDP比、%)



※経常収支/GDP比は、2012年4-6月期から2013年1-3月期までの平均。
※通貨騰落率は、2013年11月20日対2013年5月20日の対米ドル騰落率。

(出所) CEIC、ブルームバーグより大和アセット作成



原油

年末から来年にかけて原油価格は軟調に

原油需要の回復とOPECプラスによる緩やかな増産により、今後数カ月の原油需給バランスは需要超過の状態（原油在庫は減少傾向）が続くことになりそうだ。しかし、イランや米国の増産などにより、年内には供給超過に転じる可能性が高い。そうなれば、現状の価格水準を維持することは困難であり、向こう1年程度を見通した場合には下落リスクの方が大きいと考えている。

OPECプラスの合意で数カ月は需要超過

7月のOPECプラス会合は交渉が難航したが、8月以降は毎月、日量40万バレルずつ減産幅を縮小（増産）することで合意した。ただし、足元では依然として日量100万バレル超の需要超過の状態にあり、更なる需要の回復も考慮すると、向こう数カ月は需要超過の状態が続く可能性が高い。すなわち、ペースこそ緩やかになるものの、原油在庫の減少傾向は続くため、原油価格は支えられやすいと言える。

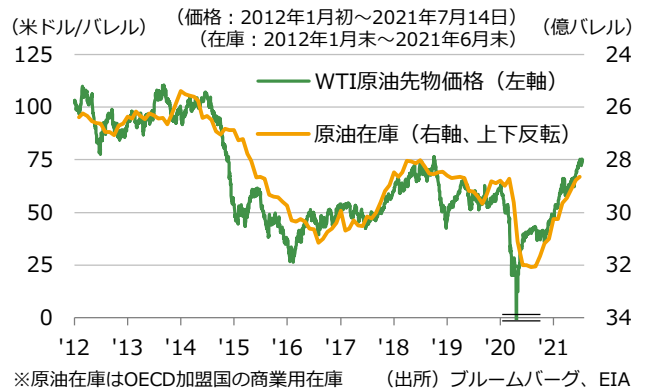
米国とイランの増産で年末には供給超過

今秋以降は米国とイランの増産が見込まれ、年末までには供給超過に転じる公算が大きい。イランでは8月にライシ氏が大統領に就任し、その後にイラン核合意の再交渉が再開される見込み。依然として交渉が成立する時期の不確実性は高いものの、合意に至れば日量100万バレル超の増産が早期に実施されるだろう。仮に交渉が長期化あるいは決裂すれば、原油価格が高止まる可能性もあり得る。

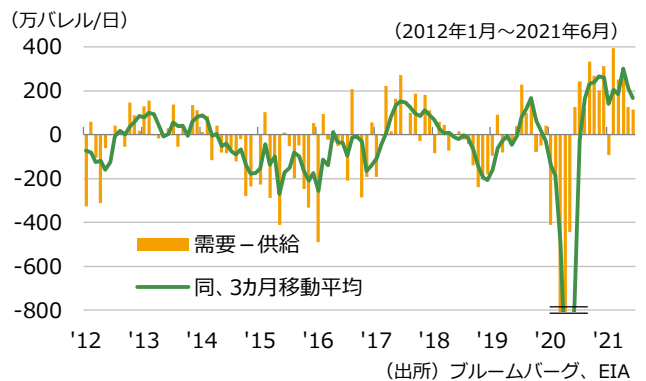
来年もOPECプラスの増産が続く

7月のOPECプラス会合では、UAEの主張が認められ、来年5月に協調減産の基準となる生産量が日量163.2万バレル引き上げられることになった（うち33.2万バレルがUAE）。これが同量の増産を意味する訳ではないが、UAEは積極的な投資により生産能力を増強させてきたため、原油価格の極端な下振れがない限りは増産を主張するだろう。需要の回復が鈍る中で、原油価格の上値は抑えられやすくなる。

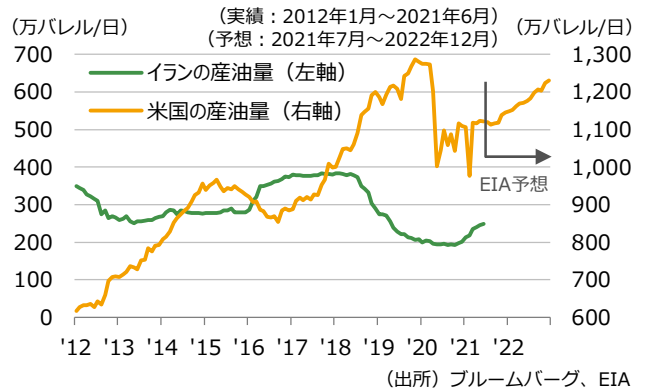
原油価格と原油在庫



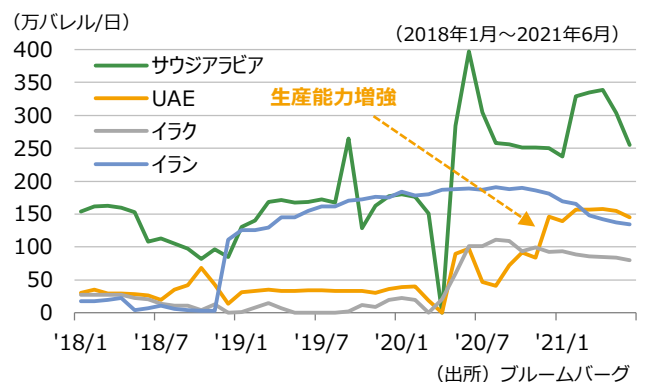
世界の原油需給バランス



イランと米国の産油量



OPEC主要国の増産余地





金

FOMCを受けて金価格は急落

6月FOMCで2023年末の政策金利見通しが引き上げられたことで、米国の実質金利が上昇するとともに金価格は急落した。その後、10年国債利回りが大きく低下したことで、実質金利はFOMC前より低位で推移しているが、金価格は値を戻せていない。これは、金価格が実質金利に対して割安と考えるべきではなく、将来の実質金利上昇を金価格が先取りしていると解釈すべきだろう。

金ETFへの資金流入は限定的

4・5月に金価格が上昇した局面では、中銀による金準備の積み増しと投機筋による先物買いが確認されているが、金ETFへの資金流入は小幅にとどまったことが分かる。今後も中銀による買い支えは期待できるものの、過去の経験則からいえば、金価格が明確な上昇トレンドを描くためには、金ETFへの継続的な資金流入が必要である。ただ、現時点では金ETFへの資金流入を促す材料は乏しい。

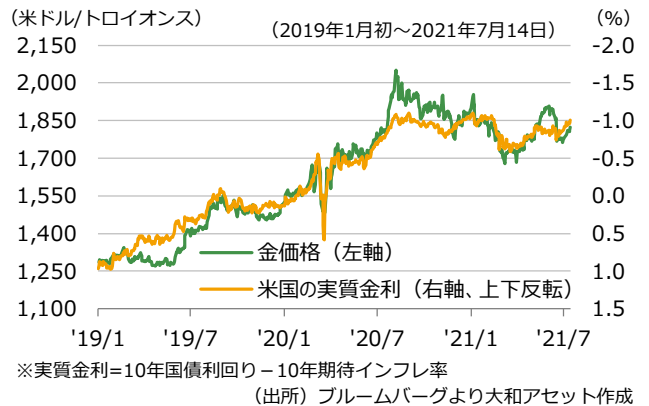
前回の正常化時は利上げ開始が大底

中長期的な視点で金ETFへの投資を躊躇させる主因は、FRBによる前回の金融政策正常化の局面で金価格が大きく下落した経験だろう。前回のQE縮小から利上げまでの局面では、QE縮小の決定後やQE終了後に金価格が反発する場面は見られたが、いずれも一時的にとどまり、下落トレンドが続いた。結局、利上げ開始ごろが金価格の大底であったことから、まだ金に投資しづらい局面にあると思われる。

前回よりも実質金利の上昇余地は小さい

NY連銀が試算する米国の自然利子率は、コロナショックのために公表が停止されている。ただし、現在の自然利子率は2010年台前半と比べて一段と低下しているというのが市場参加者の共通認識と思われる。つまり、理論的には米国の実質金利の上昇余地も小さくなっていると言える。FRBが金融政策の正常化に向かうことは金価格の逆風になるが、その下落率は前回の正常化時よりも小さくなるだろう。

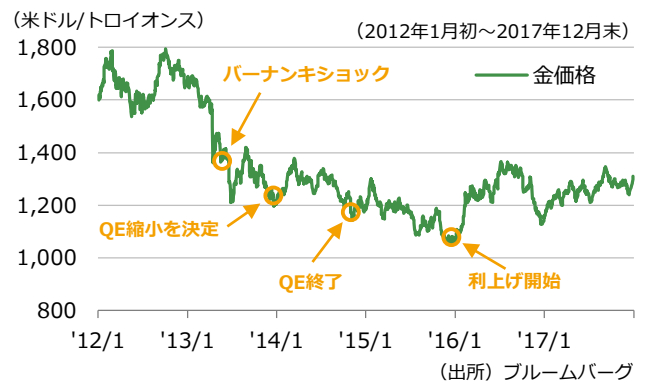
金価格と米国の実質金利



金価格と金ETFの残高



金価格と米国の金融政策



米国の自然利子率と実質金利



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
インフレ懸念の一段の高まり	中	大	大	足元の物価指標の上振れは新型コロナウイルス問題に起因する一過性の要因が大きいと考えられるが、物価指標の上振れが継続すれば、市場のインフレ懸念が一段と高まり、FRBの利上げ開始のタイミングの見通しが一段と前倒しされるなどで、長期金利の上昇は避けられず。為替は、海外金利上昇が通貨高・円安に作用する一方、リスクオフが通貨安・円高に作用も。株式市場にとっては、利上げの前倒しや長期金利の上昇により、PERなど過去平均と比べて高水準にあるバリュエーションの修正に繋がるかがポイント。これまでの低金利環境が株価を押し上げていた側面は否めず、一定の修正は起こり易いとみる。先進国よりもインフレの影響が深刻化しやすい新興国は株・債券・通貨が全般的に売られやすい。また、インフレを抑制するために、意図しない利上げに追い込まれる可能性が高く、構造的なインフレが問題となっているブラジルやインド、インドネシアなどが特に大きく売られよう。
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。世界的にも最適な資源配分が損なわれ、生産コストの上昇に繋がりやすい。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がエスカレートする場合は、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。
原油価格の極端な変動	中	小	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。
半導体不足の長期化	中	中	中	中国ではすでに自動車生産が抑制されている。問題の長期化は景気への下押し圧力となろう。新興国では、裾野の広い自動車産業の停滞は、主要生産拠点のインド、タイ、メキシコなどの景気回復を阻む要因になろう。株式市場にとっては、自動車やスマートフォンの生産見通しの下方修正で、関連サプライチェーン銘柄の業績見通しが幅広く切り下がる懸念が強まる。なお、半導体生産にとって重要な台湾の水不足問題は6月の降雨により一部を除きダム貯水率が回復し、懸念は後退した。
新型コロナウイルス問題が再び深刻化	小	大	大	新型コロナウイルス問題が再び深刻化した場合、改めて政府支援が打ち出されるにせよ、需要が一段と減少するなか、企業の対応にも限界が生じよう。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低下を免れず。経済活動停滞による企業業績への影響が懸念され先進国の株価は下落へ。しかし、既存ワクチンが効かない変異株の出現などが起こらなければ調整は一時的なものに留まろう。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し、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。為替はリスクオフと内外金利差縮小が円高要因となるだろう。

※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

		直近値 期間別変化幅						直近値 期間別変化幅			
		7/14	1カ月	1年	3年			7/14	1カ月	1年	3年
政策金利						10年国債利回り					
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	0.00	-1.75	米国		1.35%	-0.15	0.72	-1.48
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	0.00	-0.10	ドイツ		-0.32%	-0.07	0.13	-0.66
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00	日本		0.02%	-0.02	-0.01	-0.02
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	0.00	-1.25	カナダ		1.29%	-0.10	0.76	-0.84
豪州	キャッシュ・レート	0.10%	0.00	-0.15	-1.40	豪州		1.34%	-0.15	0.43	-1.29
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	0.00	-0.35	中国		2.94%	-0.21	-0.06	-0.56
ブラジル	セリック・レート	4.25%	0.75	2.00	-2.25	ブラジル		9.54%	-0.14	2.45	-2.24
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	0.00	-0.40	英国		0.63%	-0.11	0.48	-0.65
インド	レポ金利	4.00%	0.00	0.00	-2.25	インド		6.20%	0.20	0.37	-1.59
インドネシア	7日物借入金金利	3.50%	0.00	-0.75	-1.75	インドネシア		6.42%	0.06	-0.67	-1.07
メキシコ	銀行間翌日物金利	4.25%	0.25	-0.75	-3.50	メキシコ		6.89%	0.23	1.26	-0.89
ロシア	1週間物入札レポ金利	5.50%	0.00	1.00	-1.75	ロシア		7.24%	0.00	1.29	-0.41
トルコ	1週間物レポ金利	19.00%	0.00	10.75	1.25	トルコ		16.64%	-0.69	3.69	-0.91

		直近値 期間別変化率						直近値 期間別変化率			
		7/14	1カ月	1年	3年			7/14	1カ月	1年	3年
株価指数						為替（対円）					
米国	NYダウ	34,933	1.6%	31.1%	39.6%	米ドル		109.97	-0.1%	2.5%	-2.1%
	S&P500	4,374	2.8%	36.8%	56.2%	ユーロ		130.16	-2.4%	6.5%	-0.9%
ユーロ圏	STOXX 50	4,100	-0.8%	23.4%	18.7%	カナダ・ドル		87.93	-3.0%	11.6%	3.0%
日本	日経平均株価	28,608	-1.9%	26.7%	26.6%	豪ドル		82.26	-3.1%	10.0%	-1.4%
	TOPIX	1,963	0.2%	25.4%	13.5%	人民元		17.03	-0.9%	11.3%	1.6%
中国	MSCI中国	103.96	-4.4%	7.9%	20.4%	ブラジル・リアル		21.67	-0.3%	8.5%	-25.7%
インド	MSCIインド	1,835	-0.3%	48.0%	43.4%	英ポンド		152.41	-1.9%	13.2%	2.6%
インドネシア	MSCIインドネシア	5,765	-7.6%	-0.5%	-11.9%	インド・ルピー		1.48	-1.9%	3.8%	-10.0%
ベトナム	ベトナムVN指数	1,280	-6.0%	47.4%	40.7%	インドネシア・ルピア		0.76	-2.0%	2.8%	-2.8%
						フィリピン・ペソ		2.20	-4.1%	1.5%	4.4%
						ベトナム・ドン		0.48	0.3%	3.8%	-1.5%
						メキシコ・ペソ		5.53	0.3%	15.8%	-7.0%
						ロシア・ルーブル		1.48	-2.9%	-1.8%	-17.4%
						トルコ・リラ		12.80	-1.5%	-18.0%	-44.8%

		直近値 期間別変化率			
		7/14	1カ月	1年	3年
リート					
米国	NAREIT指数	23,461	0.1%	45.1%	37.0%
日本	東証REIT指数	2,184	1.2%	31.0%	23.4%

		直近値 期間別変化率			
		7/14	1カ月	1年	3年
商品					
原油	WTI原油先物価格	73.13	3.2%	81.5%	3.0%
金	COMEX金先物価格	1,825	-2.1%	0.6%	47.0%

※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）

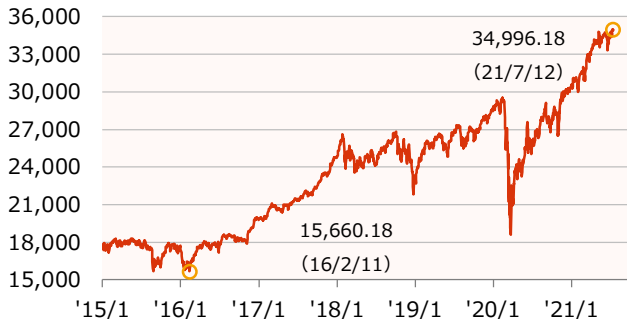
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）ブルームバーグ

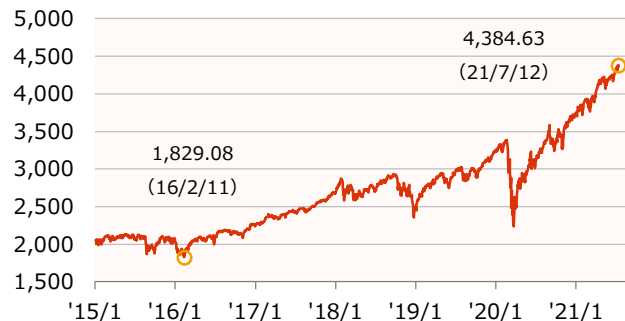
株価指数・リート指数 - 推移

NYダウ

(米ドル)



S&P500



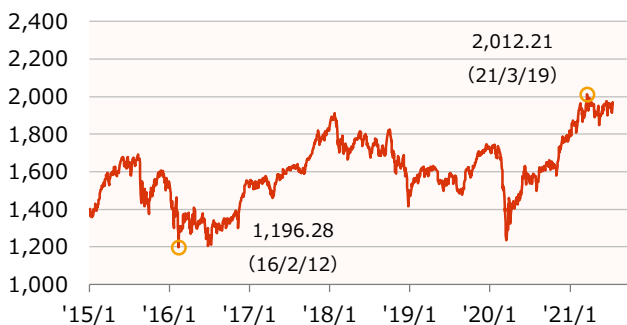
STOXX 50



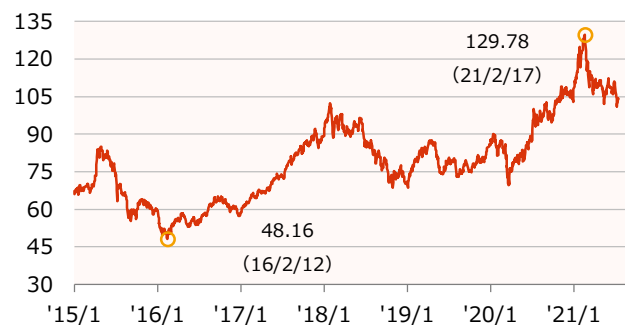
日経平均株価



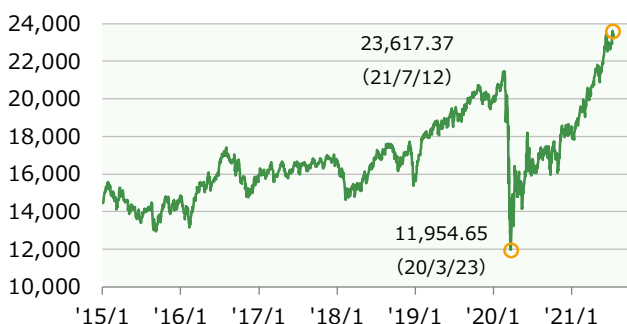
TOPIX



MSCI中国



NAREIT指数 (配当込み)



東証REIT指数 (配当なし)



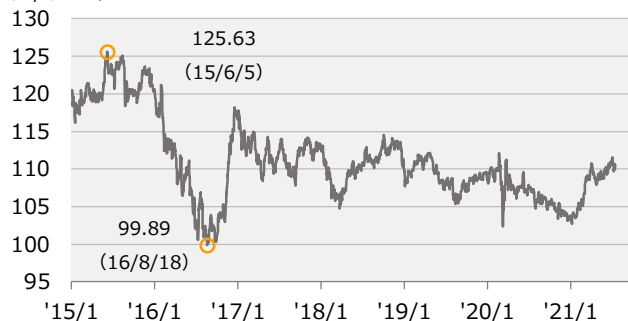
※グラフの期間は2015年1月初～2021年7月14日

(出所) ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

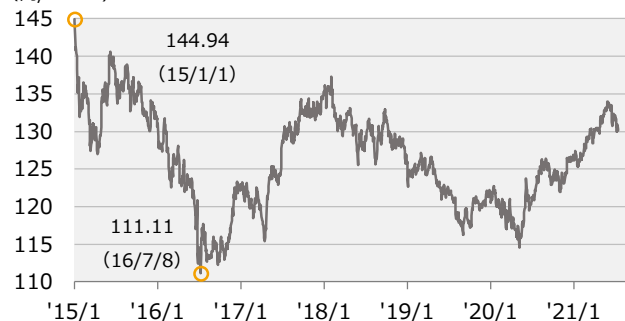
米ドル

(円/米ドル)



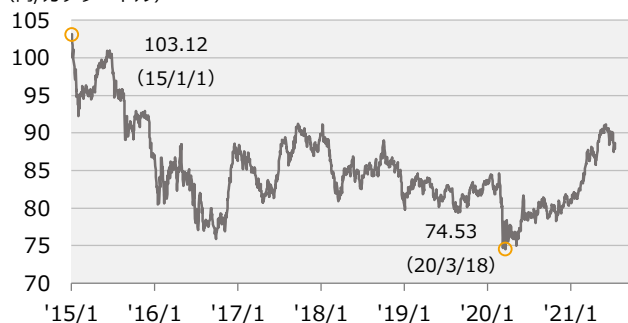
ユーロ

(円/ユーロ)



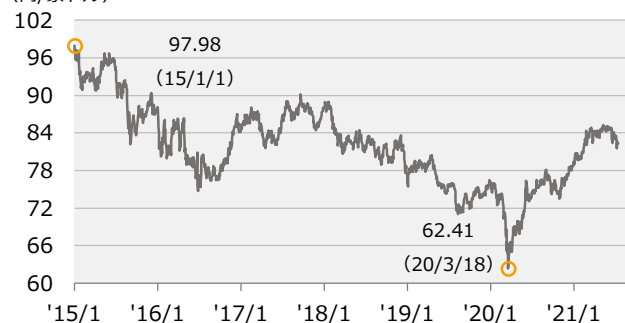
カナダ・ドル

(円/カナダ・ドル)



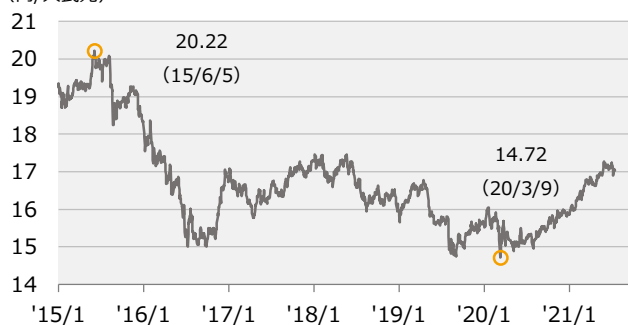
豪ドル

(円/豪ドル)



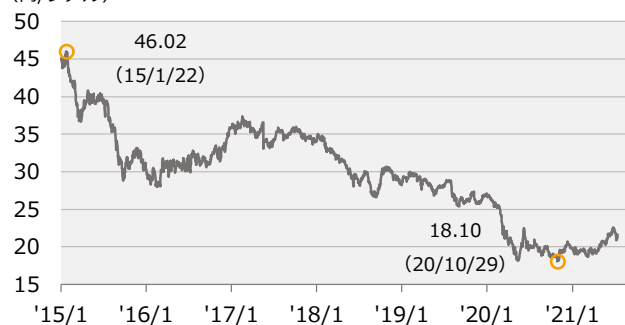
中国人民幣

(円/人民幣)



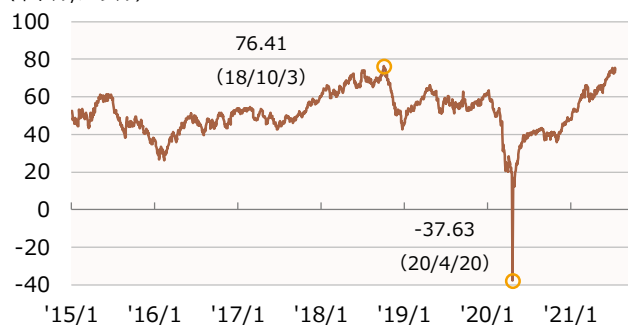
ブラジル・レアル

(円/レアル)



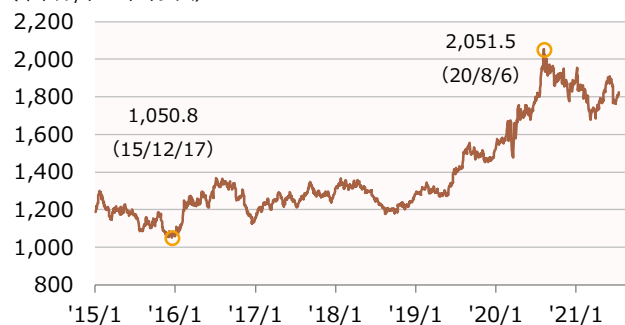
WTI原油先物価格

(米ドル/バレル)



COMEX金先物価格

(米ドル/トロイオンス)



※グラフの期間は2015年1月初～2021年7月14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	0.0	-4.7
カナダ	2.4	1.9	-5.3
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%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 2021年末か2022年初めに新規の資産買入れを減額し、2022年中には新規の資産買入れを終了 	<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	月	日本	欧米	その他地域
2021年	8月			<ul style="list-style-type: none"> ●RBA理事会 (3日) ●ブラジル金融政策決定会合 (4日) ●中国北戴河会議 (月内)
	9月	<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●衆議院議員任期満了 (21日) ●日銀金融政策決定会合 (27-28日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●クォールズFRB副議長任期 (13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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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) ●ASEAN首脳会議 (26-28日)
	11月		<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (2-3日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)
	12月	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀金融政策決定会合 (16-17日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (14-15日) ●ECB理事会 (16日) ●EU首脳会議 (16-17日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●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) ●香港立法会議員選挙 (19日) ●中国中央経済工作会議 (月内)
	2022年	1月	<ul style="list-style-type: none"> ●通常国会召集 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (20日) ●FOMC (25-26日) ●クラリダFRB副議長任期 (31日) ●米一般教書演説 (月内) ●伊大統領選挙 (月内)
2月			<ul style="list-style-type: none"> ●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) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ブラジル金融政策決定会合 (2日) ●北京冬季オリンピック、パラリンピック競技大会 (4-3月13日)
3月			<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (10日) ●FOMC (15-16日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●中国全人代 (上旬) ●韓国大統領選挙 (9日) ●ブラジル金融政策決定会合 (16日) ●香港行政長官選挙 (27日)
4月			<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (14日) ●米財務省為替報告書 (月内) ●仏大統領選挙 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン開始 (3日)
5月			<ul style="list-style-type: none"> ●FOMC (3-4日) ●EU首脳会議 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ラマダン終了 (2日) ●ブラジル金融政策決定会合 (4日) ●フィリピン大統領・議会選挙 (9日) ●イラク議会選挙 (月内)
6月		<ul style="list-style-type: none"> ●通常国会会期末 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (9日) ●FOMC (14-15日) ●G7首脳会議 (独、月内) ●仏議会選挙 (月内) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ブラジル金融政策決定会合 (15日)
7月		<ul style="list-style-type: none"> ●参議院議員任期満了 (25日) 	<ul style="list-style-type: none"> ●ECB理事会 (21日) ●FOMC (26-27日) 	

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7月14日)

(発行日：2021年7月20日)