情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 2020

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

経済活動再開への期待と感染第2波への警戒

l 主要国で2020年1-3月期の実質GDPが発表され、新型コロナウイルスが世界経済に甚大な打撃を与えていることが確認された。一方で、経済活動が再開されるなど、トンネルの先に光がみえてきた。

l 先行きのリスク要因は、感染第2波と米中関係の悪化。景気回復の織り込みと感染第2波への警戒等で一進一退の展開が想定されるが、政策サポートへの期待が市場を下支えすると見込む。

米国

経 … 足元で極端に悪化しているが、大規模な金融・財政政策で年後半は景気回復へ。
株 … 経済活動が徐々に再開も株価への織り込みも進展、感染第2波は懸念。
債 … 長期間に亘って利上げは見通せず、景気回復下でも長期金利の上昇は限定的。
リ … 新型コロナの影響は業態により明暗。今後は失業率の動向に注目。
為 … リスクオンは米ドル安要因だが、対中貿易収支改善が米ドル高要因に。

ユーロ圏

経 … 年後半は景気回復を見込むが、構造的な脆弱性で回復の勢いは相対的に緩やか。
株 … 経済活動は徐々に再開も国をまたいだ移動制限の影響が不透明。
債 … 金融政策は極端に緩和的なままで、ドイツの長期金利はマイナス圏での推移が継続。
為 … ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。

日本

経 … 雇用の維持が図られ、年後半は3四半期連続のマイナス成長を脱し景気回復へ。
株 … 首都圏の緊急事態宣言解除によるセンチメント改善に注目。
債 … 日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。
リ … 短期は不安定な推移。緩和的な金融環境の長期化で中期的な上昇を期待。
為 … 世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。

表の見方

…経済
…株式
…債券・金利
…リート
…為替

カナダ

経 … 原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
債 … 金融緩和策は出尽くし感も利上げは見通せず、長期金利は1%未満での推移。
為 … 原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。

豪州

経 … 足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。
債 … 長期金利の緩やかな上昇に対して、クーポンとロールダウン効果でおおむね相殺。
為 … 経済活動の再開と金融市場の安定化でもう一段の上昇へ。

中国

経 … 自動車、建設業を中心に経済活動が正常化しつつあり、速やかな景気回復へ。
株 … 与信拡大等景気支援策への期待と米中摩擦の綱引きの中、レンジ推移。
債 … 追加利下げや、主要インデックスへの組み入れにより、長期金利は低位推移。
為 … 輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。

ブラジル

経 … 新型ウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。
債 … 財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買い入れ期待が抑制。
為 … 大幅な通貨安が貿易収支の改善につながり、通貨安圧力は徐々に緩和。

シリーズ
世界の絶景
JUN. 2020

今月の一枚
オルチャ渓谷（イタリア）
トスカーナ州シエナの南東部に広がる渓谷。なだらかな丘に糸杉が並ぶ風景は、ルネッサンスの時代も今も多くの芸術家に愛されている。

世界経済・金融市場見通し

世界経済

経済への大ダメージを再確認

主要国で2020年1-3月期の実質GDPが発表され、米国で前期比年率▲4.8%、ユーロ圏では▲14.4%となるなど、軒並み大きな落ち込みをみせた。新型コロナウイルスがもたらした経済への影響が改めて確認された形。4-6月期には、さらに大きな落ち込みが想定される。もっとも、市場はそれを既に織り込み済みで、視線はその先に移っている。

トンネルの先に光がみえてきた

欧米で新型コロナウイルスの新規感染者数がピークアウトしたことが確認され、それに伴い経済活動の再開が始まっている。主要国における人々の移動量の動向をみると、緩やかながらも改善傾向がみられ、今後は新型コロナウイルスの新規感染者数とともに、アクティビティに関するデータなどが市場に与える影響が大きくなると考えられる。

金融市場

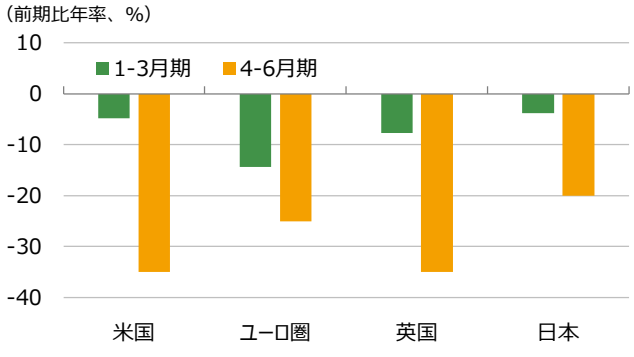
リスク要因は感染第2波と米中関係悪化

米国立アレルギー感染症研究所のファウチ所長が性急な経済活動再開に警鐘を鳴らすなど、経済活動の再開は段階的にならざるをえない。また、トランプ大統領が中国との断交に言及するなど、新型コロナウイルス禍による経済の落ち込みを、中国をスケープゴートとする動きも見られ、米中関係の悪化が経済・金融市場の重しとなるリスクもある。

景気回復は緩慢も、政策サポートに期待

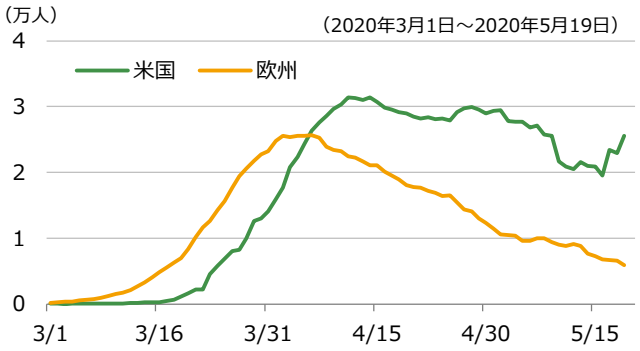
経済活動の再開は段階的にならざるをえないことから、経済の回復は緩慢なものとなることが想定される。しかしそれは金融市場にとって必ずしも悪いことではなく、それがゆえに追加的な財政・金融政策が期待できる。景気回復の織り込みと感染第2波への警戒で一進一退の展開が想定されるが、政策サポートへの期待が市場を下支えすると見込む。

主要国の実質GDP成長率（2020年）



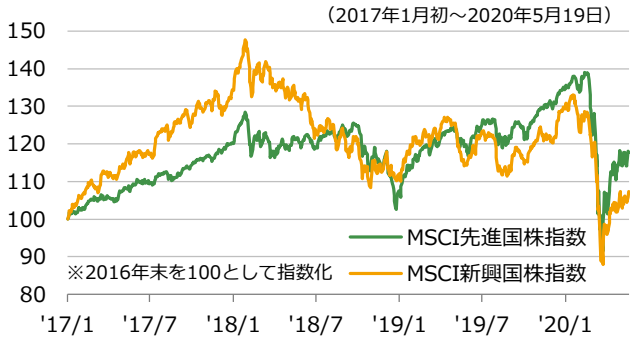
※4-6月期は大和アセット予想　（出所）ブルームバーグ、大和アセット

新型コロナウイルスの新規感染者数



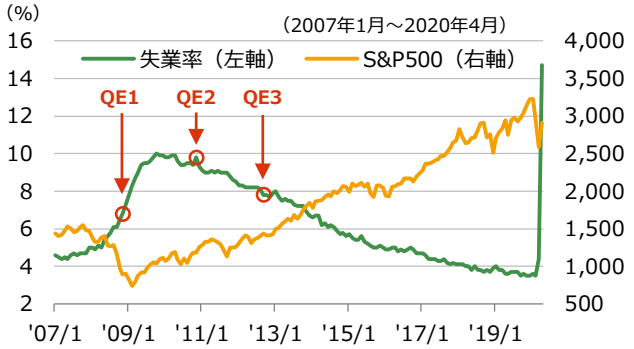
※7日移動平均
※欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の合計
（出所）WHO

世界株式



※米ドルベース　※配当なし　（出所）ブルームバーグ

FRBの金融政策（米国の失業率と株価）



※S&P500は月末値　（出所）ブルームバーグ

早見表　主要資産の見通し（今後1年程度）

表の見方
⋯ 見通し変更

		弱気	中立	強気	一言コメント
経済	米国				足元で極端に悪化しているが、大規模な金融・財政政策で年後半は景気回復へ。
	ユーロ圏		←		年後半は景気回復を見込むが、構造的な脆弱性で回復の勢いは相対的に緩やか。
	日本				雇用の維持が図られ、年後半は3四半期連続のマイナス成長を脱し景気回復へ。
	カナダ				原油価格の低迷が重荷だが、大胆な金融・財政政策が内需の回復を後押し。
	豪州				足元の一時的な下振れを経て、金融・財政政策を背景に成長率は持ち直す。
	中国				自動車、建設業を中心に経済活動が正常化しつつあり、速やかな景気回復へ。
	ブラジル				新型ウイルス問題で経済は低迷、未だ収束の目処が立たず景気回復は緩慢に。

※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		←		経済活動は徐々に再開も株価への織り込みも進展、感染第2波は懸念。
	ユーロ圏				経済活動は徐々に再開も国をまたいだ移動制限の影響が不透明。
	日本		→		首都圏の緊急事態宣言解除によるセンチメント改善に注目。
	中国				与信拡大等景気支援策への期待と米中摩擦の綱引きの中、レンジ推移。
	インド				割高なバリュエーションが解消され、景気対策も追い風で、反発余地あり。
	インドネシア				構造改革への期待が追い風で、反発余地あり。
	フィリピン				財政出動などの景気対策がポジティブ、バリュエーションも割安で、反発余地あり。
	ベトナム				新型ウイルス問題の早期の収束が追い風となり、買戻しが続こう。
債券	米国				長期間に亘って利上げは見通せず、景気回復下でも長期金利の上昇は限定的。
	ドイツ				金融政策は極端に緩和的なままで、長期金利はマイナス圏での推移が継続。
	日本				日銀のイールドカーブ・コントロールの下、長期金利はゼロ近傍でレンジ推移。
	カナダ		→		金融緩和策は出尽くし感も利上げは見通せず、長期金利は1%未満での推移。
	豪州		→		長期金利の緩やかな上昇を想定するも、クーポンとロールダウン効果でおおむね相殺。
	中国				追加利下げや、主要インデックスへの組み入れにより、長期金利は低位推移。
	ブラジル				財政悪化懸念による金利上昇圧力を中銀による国債買い入れ期待が抑制。
	英国				政策金利は実効的な下限に到達、中銀の国債購入で長期金利の上昇は抑制。
	インド				利下げ余地拡大も、景気減速による資金逃避との綱引きで、レンジ推移。
	インドネシア				リスク回避の流れが一服し、買戻しが進もう。
	メキシコ				利下げ余地が大きく、金利は緩やかな低下傾向を辿る。
	ロシア				金融市場の落ち着きとともに、緩やかな金利低下が続く。
	トルコ				相対的な金利の高さは魅力だが、資金流出懸念が金利低下を阻む。
リート	米国				新型コロナの影響は業態により明暗。今後は失業率の動向に注目。
	日本				短期は不安定な推移。緩和的な金融環境の長期化で中期的な上昇を期待。
商品	原油				需給バランスの改善が鮮明になり、原油在庫の減少とともに価格は緩やかに上昇。
	金				実質金利の低下余地が乏しいことやポジション調整による資金流出が重荷。

※現地通貨建ての期待リターン・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				リスクオンは米ドル安要因だが、対中貿易収支改善が米ドル高要因に。
	ユーロ				ドイツなど財政支出拡大なら、リスクオンのユーロ高も。
	日本円				世界経済減速懸念が緩和して円安に傾く可能性。
	カナダ・ドル				原油価格が持ち直すことで対米ドルで底堅く推移。
	豪ドル				経済活動の再開と金融市場の安定化でもう一段の上昇へ。
	中国人民元				輸入拡大のために購買力を維持すべく、緩やかな人民元高が容認されよう。
	ブラジル・レアル				大幅な通貨安が貿易収支の改善につながり、通貨安圧力は徐々に緩和。
	英ポンド				EU離脱の不透明感後退も、英景気減速と通商交渉未了がネック。
	インド・ルピー				景気減速幅が大きく、反発余地限定的。
	インドネシア・ルピア				リスク回避の流れが一服すると、買戻しの余地あり。
	フィリピン・ペソ				コロナショック前の水準まで回復したことで、増価余地は限定的。
	ベトナム・ドン				相対的に下落小幅な分、反発余地小だが、貿易黒字が支え。
	メキシコ・ペソ				金融市場の落ち着きとともに、実質金利の高さが意識される展開。
	ロシア・ルーブル				原油価格の上昇と当局による為替介入が支え。
	トルコ・リラ		←		相対的なインフレ率の高さと対外脆弱性の高さが通貨の重荷。

※通貨パフォーマンスの相対比較

早見表　主要国 – 予想値

表の見方
… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
米国	2.9	2.3	-5.4	5.0	2.25～2.50	1.50～1.75	0.00～0.25	0.00～0.25	2.69	1.80	1.0	1.0
ユーロ圏*	1.9	1.2	-6.6	3.5	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	0.24	-0.30	-0.3	-0.3
日本	0.3	0.7	-4.8	3.1	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.01	-0.10	-0.1	-0.1
カナダ	2.0	1.6	-6.2	5.2	1.75	1.75	0.25	0.25	1.97	1.70	0.9	0.9
豪州	2.7	1.8	-3.6	3.8	1.50	0.75	0.25	0.25	2.32	1.37	1.2	1.2
中国	6.7	6.1	2.3	7.2	3.30	3.25	2.65	2.65	3.10	3.14	2.4	2.8
ブラジル	1.3	1.1	-6.3	3.1	6.50	4.50	2.50	3.50	9.46	7.05	7.4	7.8

	株価指数				為替（対円）				
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末		実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NYダウ	23,327 -5.6%	28,538 22.3%	25,600 -10.3%	27,900 9.0%	米ドル	109.69円 -2.7%	108.61円 -1.0%	109円 0.4%	108円 -0.9%
米国 S&P500	2,507 -6.2%	3,231 28.9%	2,920 -9.6%	3,180 8.9%	ユーロ	125.83円 -7.0%	121.77円 -3.2%	121円 -0.6%	120円 -0.8%
欧州 STOXX 50	3,001 -14.3%	3,745 24.8%	2,970 -20.7%	3,200 7.7%	カナダ・ドル	80.41円 -10.3%	83.63円 4.0%	81円 -3.1%	80円 -1.2%
日本 日経平均株価	20,015 -12.1%	23,657 18.2%	22,500 -4.9%	24,500 8.9%	豪ドル	77.31円 -12.2%	76.24円 -1.4%	74円 -2.9%	73円 -1.4%
日本 TOPIX	1,494 -17.8%	1,721 15.2%	1,620 -5.9%	1,780 9.9%	中国人民元	15.97円 -7.7%	15.60円 -2.3%	16.0円 2.5%	16.6円 3.8%
中国 MSCI	71.2 -20.3%	85.7 20.4%	88 2.7%	95 8.0%	ブラジル・レアル	28.24円 -17.0%	27.0円 -4.5%	19.5円 -27.7%	18.6円 -4.6%

	リート			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
米国 NAREIT指数	15,997 -4.6%	20,156 26.0%	20,236 0.4%	21,896 8.2%
日本 東証REIT指数	1,774 6.7%	2,145 20.9%	1,750 -18.4%	1,800 2.9%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】
※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値
※単位は（%）
＊ユーロ圏の10年国債利回りはドイツ国債を使用

【株価指数・為替・リート】
※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）

【リート】
※NAREIT指数は配当込み、東証REIT指数は配当なし

（出所）実績値はブルームバーグ、予想値は大和アセット

早見表 その他の国々 – 予想値

表の見方
… 見通し引き上げ
… 見通し引き下げ

	実質GDP成長率				政策金利				10年国債利回り			
	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年	実績値 2018年	2019年	予想値 2020年	2021年
英国	1.3	1.4	-6.9	4.1	0.75	0.75	0.10	0.10	1.28	0.82	0.5	0.5
インド*	6.8	5.0	1.2	8.8	6.50	4.90	3.50	3.50	6.75	6.56	6.4	7.3
インドネシア	5.2	5.0	0.8	8.2	6.00	5.00	4.00	4.00	7.40	7.04	7.0	8.0
フィリピン*	6.2	5.9	1.6	9.0	4.75	4.00	2.50	2.50	2.75	2.71	3.0	3.3
ベトナム	7.1	7.0	2.8	9.4	6.25	6.00	4.00	4.00	-	-	-	-
メキシコ	2.0	-0.1	-7.3	2.2	8.25	7.25	4.00	4.00	8.66	6.91	5.4	5.0
ロシア	2.5	1.3	-5.3	3.9	7.75	6.25	4.50	4.50	8.78	6.41	5.4	5.2
トルコ	2.7	0.9	-3.7	3.2	24.00	12.00	8.00	9.00	15.99	11.72	12.0	12.4

	株価指数			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
インド	1,263	1,370	1,290	1,390
MSCI	-0.2%	8.5%	-5.8%	7.8%
インドネシア	7,075	7,288	6,260	6,980
MSCI	-5.9%	3.0%	-14.1%	11.5%

	商品			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
WTI原油 (米ドル/バレル)	45.41	61.06	42	42
	-24.8%	34.5%	-31.2%	0.0%
金 (米ドル/トロイオンス)	1,281	1,523	1,500	1,550
	-2.1%	18.9%	-1.5%	3.3%

	為替（対円）			
	実績値 2018年末	2019年末	予想値 2020年末	2021年末
英ポンド	139.87円	144.07円	141円	140円
	-8.1%	3.0%	-2.1%	-0.7%
インド・ルピー	1.57円	1.52円	1.43円	1.50円
	-11.0%	-3.1%	-6.0%	4.9%
インドネシア・ルピア*	0.761円	0.784円	0.752円	0.771円
	-8.3%	3.0%	-4.1%	2.5%
フィリピン・ペソ	2.10円	2.14円	2.10円	2.12円
	-7.2%	2.3%	-2.1%	1.0%
ベトナム・ドン*	0.473円	0.469円	0.464円	0.466円
	-4.8%	-0.8%	-1.0%	0.4%
メキシコ・ペソ	5.58円	5.74円	4.95円	5.02円
	-2.5%	2.8%	-13.7%	1.4%
ロシア・ルーブル	1.58円	1.75円	1.60円	1.64円
	-18.9%	10.7%	-8.8%	2.5%
トルコ・リラ	20.7円	18.2円	15.1円	14.4円
	-30.3%	-11.8%	-17.2%	-4.6%

【実質GDP成長率・政策金利・10年国債利回り】
※実質GDP成長率は前年比、政策金利と10年国債利回りは年末値
※単位は（%）
※2019年の実質GDP成長率について、インドは実績見込み
＊インドの実質GDP成長率は当該年4月から翌年3月まで
＊フィリピンの10年国債利回りはグローバル債を使用

【株価指数・為替・商品】
※下段は年間騰落率
＊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）実績値はブルームバーグ、実績見込みと予想値は大和アセット

経 済

GDPがコロナ前に復するのは2021年末

実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲4.8%と急減した。1、2月は堅調を保っていたが、3月後半から変調が生じた。4月はほぼ全土で行動制限が課され、5月中も解除は限定的なため、4-6月期は▲35%程度の極端な収縮を見込む。7-9月期は反動で急反発も、10-12月期以降は感染第2波が警戒され、回復の勢いは鈍化する。実質GDPが2019年10-12月期の水準に復するのは2021年10-12月期。

急上昇した失業率の低下はやがて緩慢に

4月は非農業部門雇用者数が前月から2,050万人も減少し、失業率は14.7%へ跳ね上がった。宿泊施設、飲食店は合計で633万人、率にして45%もの雇用が1カ月で失われた。ただし、一時解雇が大半で、景気の底は4月または5月の可能性が高いことから、失業率は6月以降、2020年末に10%を下回る程度には速やかに低下すると見込む。しかし、その後は「新常態」への構造変化で低下は緩やかに留まる。

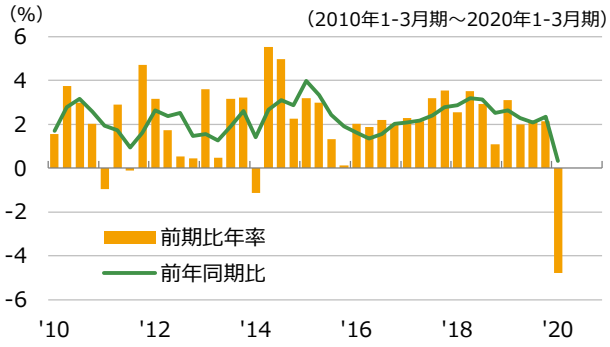
大規模な経済対策と政府債務の急増

政府は3月以降計4回、総額3兆米ドル弱の経済対策を打ち出した。中小企業向け融資、税還付、失業保険給付の拡大、FRBが創設した資金供給の枠組みへの拠出、感染対策などが含まれる。緊急措置が大半で、景気回復が遅れるようであれば、経済への長期的な損傷を回避するために追加の対策が求められる。政府債務残高は対GDP比100%を上回って急増する見通しで、将来的には財政政策の重石に。

消費者物価に下押し圧力

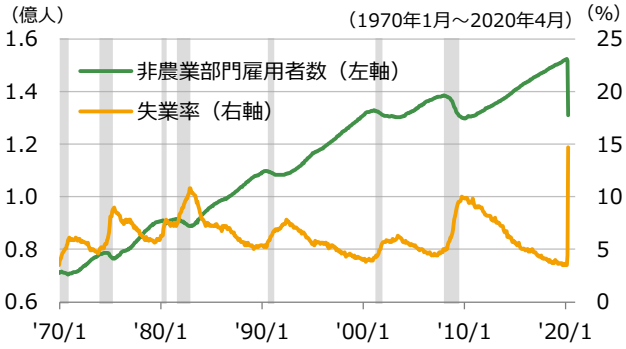
消費者物価指数は食品・エネルギーを除く系列で3、4月続けて前月比で低下し、4月は▲0.4%と1957年の調査開始以来最大のマイナスを記録した。衣料費、航空運賃、宿泊費など、行動制限による影響が大きい費目が主導している。当面は需要の急減で消費者物価に下押し圧力が働き続ける。行動様式の変化に鑑みれば、新型コロナウイルスが収束した後も消費者物価の上昇は抑制される公算が大きい。

実質GDP



（出所）リフィニティブ

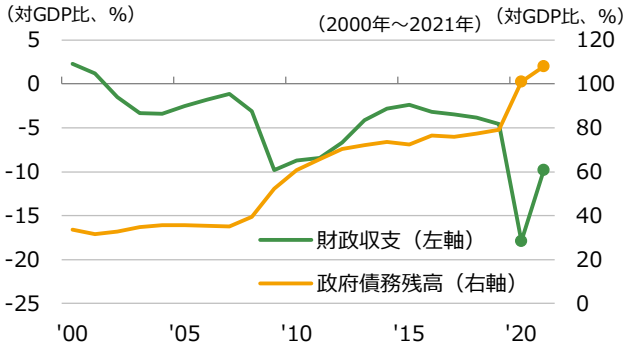
非農業部門雇用者数と失業率



※陰影部は景気後退局面

（出所）リフィニティブ、NBER

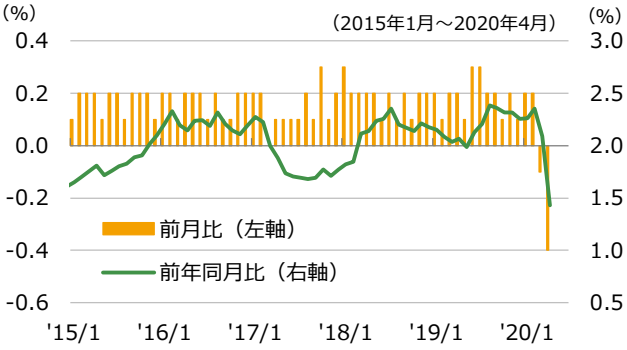
財政収支と政府債務残高



※横軸は財政年度（10月～9月）
※2020、2021年は米国議会予算局の見通し

（出所）米国議会予算局

消費者物価指数



※食品・エネルギーを除く系列

（出所）リフィニティブ

株式

株価は底堅く推移

新型コロナウイルスの影響により雇用を中心に各種経済統計の大幅悪化が目立つほか、米中関係悪化への懸念がマイナス要因となった一方、経済活動再開の動きが広がったことが好感され、直近1カ月で株価は上昇した。感染第2波による株価の揺り戻しリスクはあるものの、年末に向けた方向感としては改善にあることを評価し、S&P500の年末予想は2020年：2,920、2021年：3,180を据え置く。

リスクプレミアムは大きく低下

足元のリスクプレミアムは4.3%台と新型コロナウイルス発生前の水準に近付いた。株価は経済再開に対する期待が相当程度織り込まれていることに加え、新型コロナウイルスに対する薬やワクチンに対する期待も一部織り込まれているとみられる。今後は経済活動再開の進捗度合いや感染第2波の動向がより注目されることが予想され、目先の株価はややリスク含みと考える。

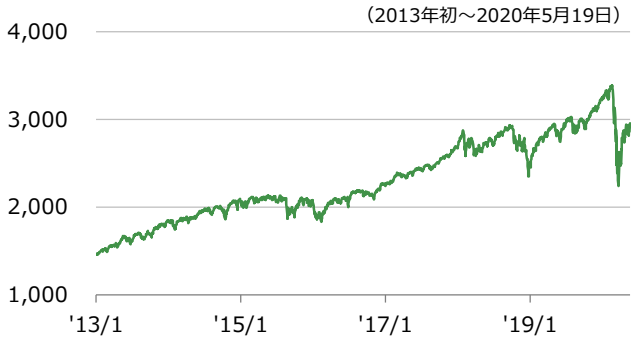
新規感染者数は頭打ちに

米国における新型コロナウイルスの新規感染者数は感染の中心となったニューヨーク州のピークアウトは鮮明化。それ以外の州はまちまちの状況で、NY州以外の合計としては頭打ちの状態にある。経済活動再開が複数州で進む中、感染第2波が発生し、これにより再び行動制限が行われれば株式市場のセンチメントは大きく低下することが見込まれ、早期に経済活動再開を行った州の動向は注視したい。

アクティビティデータの改善に注目

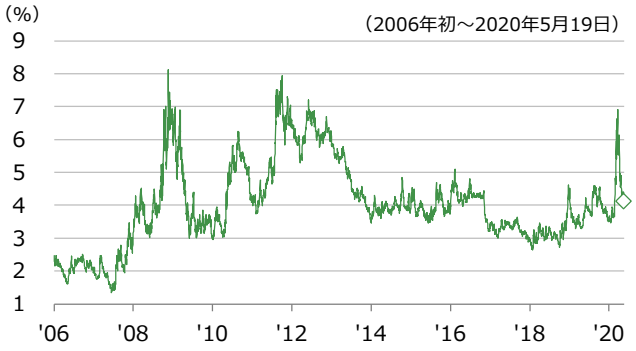
経済活動再開の効果確認ではビックデータに注目。右図はGoogleが公表している小売店や娯楽施設の訪問者数を新型コロナウイルス発生前と比較したもの。感染抑制に成功した台湾や、早期に収束を実現させた韓国では既に横ばい近くまで回復している。日米欧も底打ちしており、今後は更なる改善が期待される。コントロールされた感染第2波とアクティビティの改善が両立すれば株価の支援材料となろう。

S&P500の推移



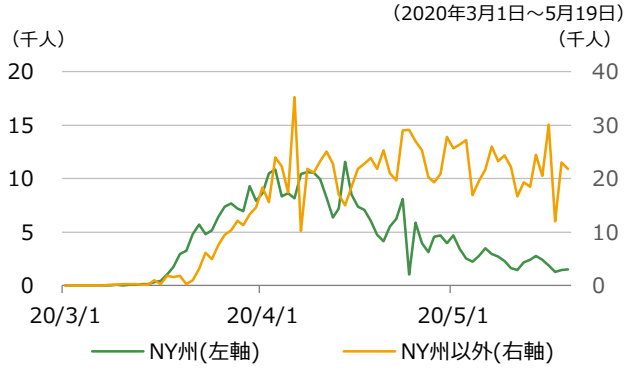
（出所）リフィニティブ

リスクプレミアムの推移（S&P500）



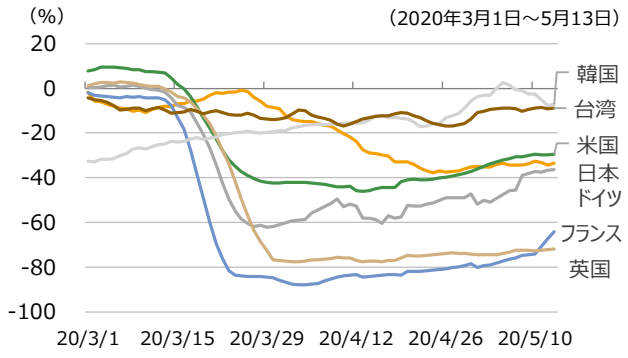
※益利回り（12カ月先予想EPS）と10年国債利回りとの差として算出
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

新型コロナウイルスの新規感染者数（米国）



（出所）CDC、NY州より大和アセット作成

訪問者数の動向（小売店・娯楽施設/主要国）



※1 新型コロナウイルス発生前の平均との対比
※2 "COVID-19 Community Mobility Reports"の7日移動平均値
（出所）Google より大和アセット作成

債券・金利

事実上のゼロ金利政策が長期化

FRBは3月中に計1.5%ポイントの利下げを実施し、政策金利を事実上ゼロへ引き下げた。FRBは「経済が最近の事象を乗り越え、最大雇用と物価安定を達成する軌道にあると確信できるまで」政策金利を据え置く方針を明示しており、2021年中のみならず、長期間に亘って利上げは見通せず。一方で、マイナス金利の導入は、金融市場の機能を阻害しかねず、FRBも一様に否定しており、現実的でない。

大規模な量的緩和と信用緩和

FRBは3月に量的緩和を再開し、現在は金額の定めなく実施しており、FRBの総資産残高は7兆米ドル近くに達している。特別目的会社を通じて社債や中小企業向け貸出債権を購入するなどの枠組みを創設し、投機的社債を購入対象に含めるなど、前例のない信用緩和も展開している。金融市場の安定にFRBはあらゆる措置を講じる構え。

リート

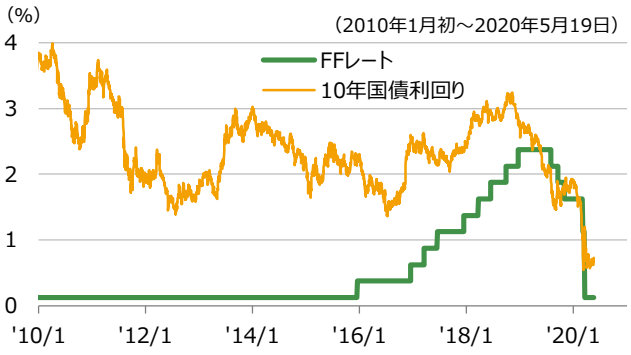
経済活動は徐々に再開へ

2020年1-3月期の決算が発表され、通信インフラやデータセンターなどの好調な業態と、ショッピングモールやホテルなど困難に直面する業態とで見通しも含め明暗が分かれた。今後は経済活動が徐々に再開される中で、失業率の動向に注目が集まると考える。特に2021年以降の雇用環境の回復度合いと住宅・オフィス市場への影響に注目している。

積極的な金融緩和政策

大手百貨店などの小売企業の破綻が相次いでいるが、連鎖的な信用リスクの拡大には至っていない。FRBは社債購入など積極的な金融緩和政策を実施しており、今後もその可能性は低いと考える。経済活動の再開とともに企業のキャッシュフローが改善すれば、信用リスクも落ち着きを取り戻そう。

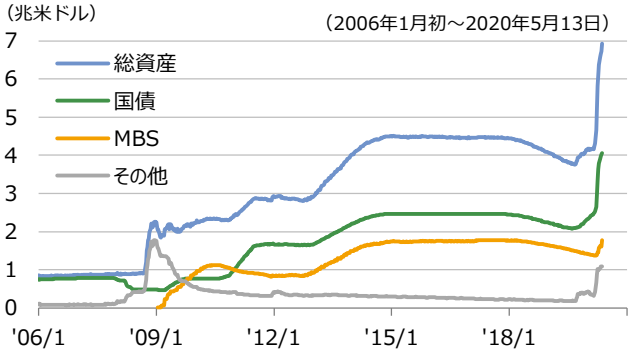
政策金利と長期金利



※FFレートは誘導レンジの中心を表示

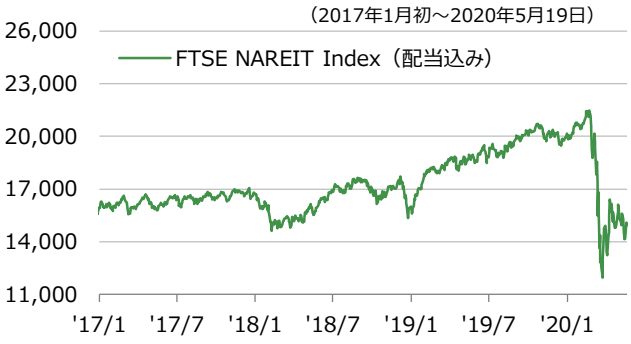
（出所）ブルームバーグ

FRBの資産残高



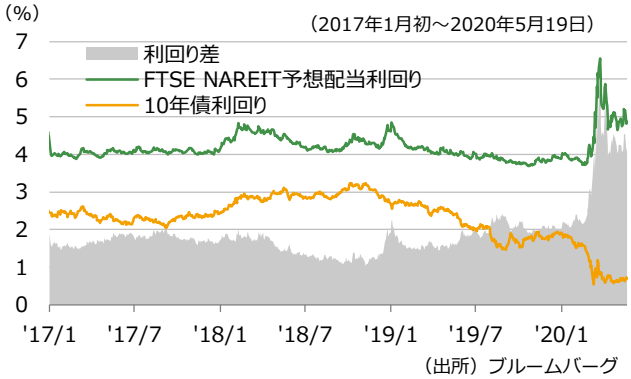
（出所）リフィニティブ

FTSE NAREIT Index推移



（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

米ドル調達コスト低下に歯止め

米ドルと円のベーシス・スワップ・スプレッドのマイナス幅（円保有者が米ドル調達時に日米金利差に上乗せされるコスト）が拡大後、急速に縮小した。主要中銀の米ドル・スワップ協定やFRBの量的緩和などを通じて米ドルの流動性が拡充されたうえ、リスクオフ環境下の米ドル需要が後退したためである。米ドル調達コストの低下は米ドル安要因だが、すでにコスト低下には歯止めがかかっている。

日米金利差と米ドル円の相関

2020年2月にはリスクオンと日本売りの円安で米ドル円が金利離れして112円台に上昇したが、その後はリスクオフと日米金利差縮小で米ドル円が下落。2019年3月以降の相関に従えば、日米10年国債金利差が0.5～1.0%の場合、米ドル円は106～108円程度が傾向値となる。リスクオフ局面では米ドル円はその水準を下回りやすく、リスクオン局面ではその水準を上回りやすいと考えられる。

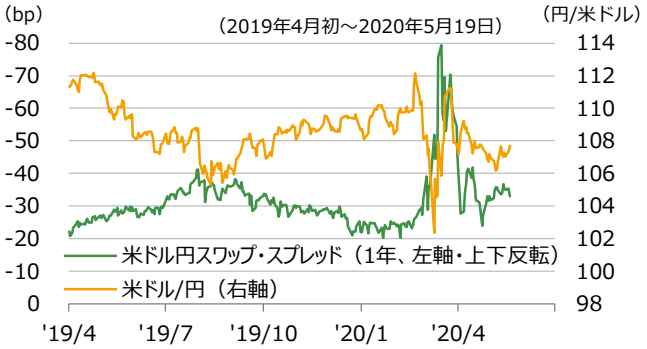
リスクオンの円安は持続するか

今年3月にかけて米10年国債利回りが急低下するとともに株価が急落した後、4月にかけては米株価の反発とともにリスクオンの円安圧力が生まれた。ただ、株価上昇や予想利益減少で株式益回りが大幅に低下し、株価の割高感が高まっている。先行きの景気回復期待はあるものの、株価上昇を抑える要因だ。予想利益減少に歯止めがかかることが、リスクオンの円安圧力持続のカギを握るだろう。

米ドルの実質実効為替は高水準

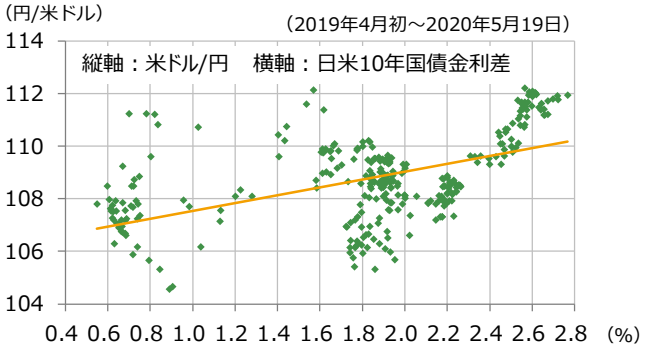
物価変動を除いた実質実効為替を見ると、米国は過去20年間の平均に比べ10%の米ドル高、ユーロ圏は4%のユーロ安、日本は15%の円安であり、トランプ米大統領が競争上不利として米ドルの高さに不満を示しやすい状況にある。中国は過去に人民元が上昇したために実質実効為替が平均より高いが、人民元が米中購買力平価に比べ40%以上も安い状況に変わりはなく、対米貿易黒字が大きい原因に。

米ドル円とスワップ・スプレッド



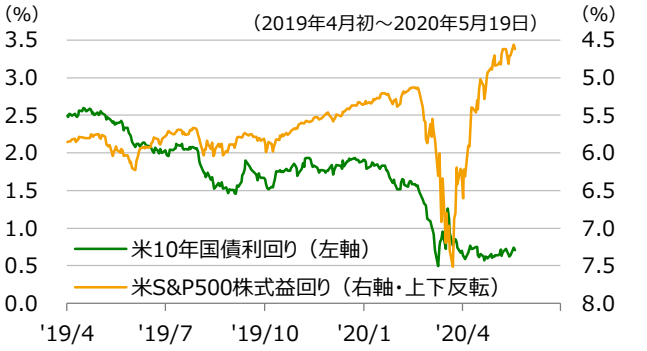
（出所）リフィニティブ

日米10年国債金利差と米ドル円



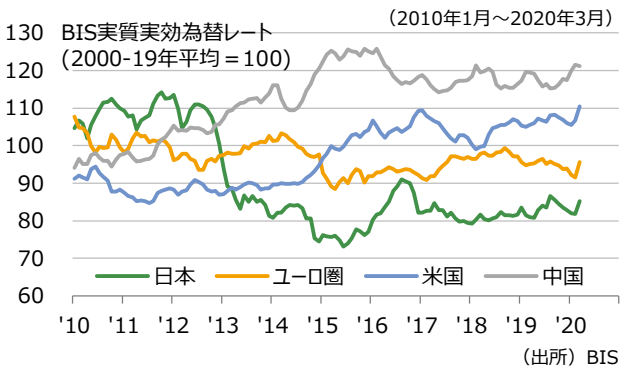
（出所）リフィニティブ

米10年国債利回りとS&P500株式益回り



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

実質実効為替レート



（出所）BIS

経 済

GDPは既にユーロ発足来最大の落ち込み

実質GDPは2020年1-3月期に急減し、前期比年率▲14.4%を記録した。既にリーマンショック時を上回る落ち込み。4月中も都市封鎖がほぼ継続していたことから、4-6月期は▲25%程度の一段の収縮を見込む。ユーロ圏主要国では新型コロナウイルスの新規感染者数が大幅に減少し、経済活動再開の動きも見られることから、7-9月期以降は回復を見込むが、構造的な脆弱性が回復の勢いを削ぐ。

感染第2波への警戒で経済活動は慎重に

企業の景況感は製造業、サービスとも2018年以降低下基調にあったが、サービスは比較的良好を保っていた。しかし、新型コロナウイルスに伴う都市封鎖の影響はサービスを直撃し、足元ではサービスの景況感の悪化がより顕著。経済活動の再開も感染第2波が警戒される中では慎重にならざるを得ず。金融政策と財政政策の協調が難しいため、米国と比較して景気回復は緩やかに留まる。

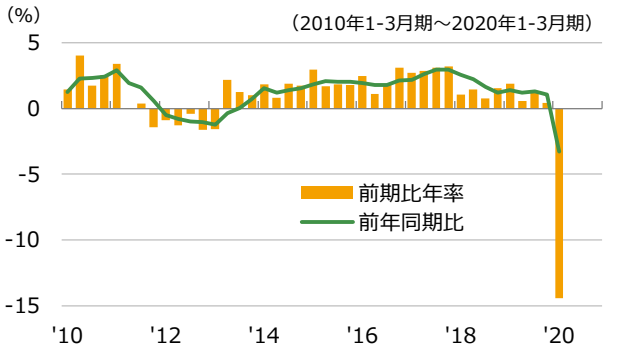
独仏が復興基金で合意

各国とも流動性支援を中心に大規模な財政政策を展開しており、ユーロ圏の財政赤字は2020年に対GDP比7.5%に達する見通し。ユーロ圏としての取り組みも、欧州投資銀行による中小企業向け融資保証や、欧州安定メカニズムによる2,400億ユーロの予防的な信用枠の設定など、総額5,400億ユーロの支援策が承認済み。5,000億ユーロの復興基金についてもドイツとフランスの間で合意された。

インフレ率の上昇は見通せず

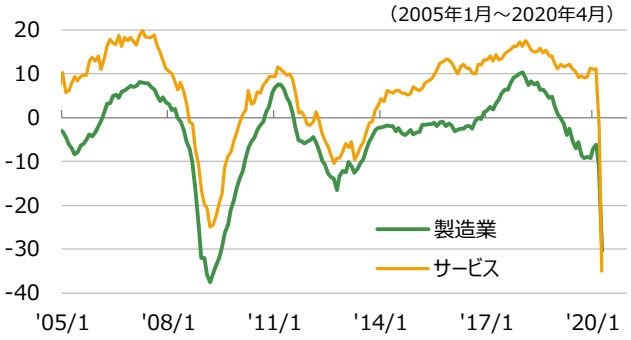
4月消費者物価指数は総合で前年同月比0.4%、コアで0.9%へ伸びが鈍化した。当面はエネルギー価格の下落やサービス価格の伸びの鈍化が、インフレ率を押し下げる。コアのインフレ率が数年に及び1%近傍で推移するなか、長期の期待インフレ率も同程度の水準まで低下してきており、新型コロナウイルスが収束した後も、インフレ率が2%へ向けて上昇する見通しを描くのは難しい。

実質GDP



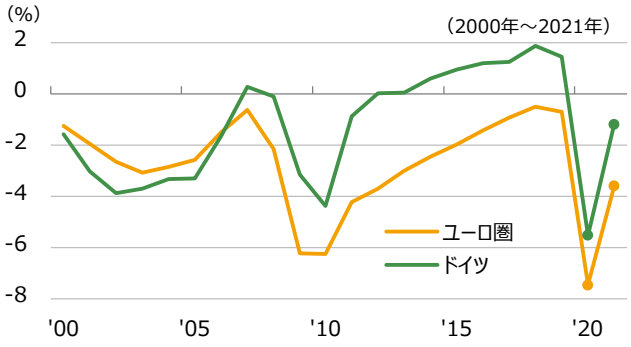
（出所）リフィニティブ

欧州委員会景況感指数



（出所）リフィニティブ

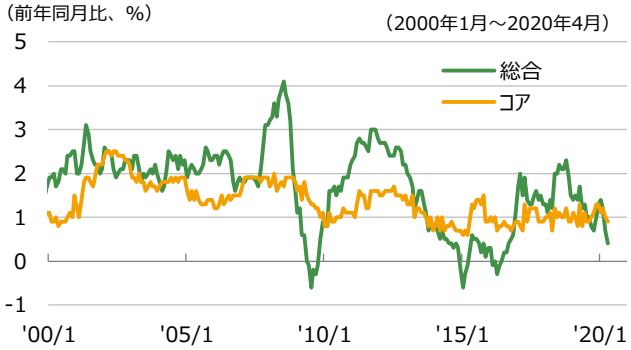
財政収支



※2020、2021年はIMF見通し

（出所）IMF

消費者物価指数



※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

（出所）リフィニティブ

株式

先進国株式の中で弱い動き

航空機や旅行関連、金融銘柄の下落率が大きく、直近1カ月は上値が重い展開。日米株に対して劣後して推移した。英国の新規感染者数が依然高水準にあるなど新型コロナウイルスの動向が欧州各国でまちまちであることが懸念材料であるほか、感染第2波への懸念はあるものの、徐々に経済活動再開は進むと考え、Euro STOXX50の年末値予想は2020年：2,970、2021年：3,200と前回予想を据え置く。

移動規制のリスクは総じて高い

ただし、欧州が多国籍連合である点は現下ではリスク要因。右図はOECDのレポートで示されている一時的移民労働者を各国の人口にて割ったものであり、欧州は総じて高い比率にある。経済活動再開後も当面は国をまたいだ人の移動は制限されると予想される中、経済活動再開を進めていく上での障害とならないかは注意したい。

債券・金利

ECBは流動性供給に万全を期す

ECBは新型コロナウイルスに対応して金融緩和を積極化しているが、政策金利は据え置いたまま。副作用に鑑みれば、中銀預金金利を▲0.5%から引き下げる可能性は低い。一方で、「インフレ率が目標値へ向けて確実に収斂する見通し」を要件としている以上、利上げも到底見通せず。新たな長期資金供給オペの創設やオペの条件の緩和など、流動性供給には万全を期しており、今後も政策の柱の一つに。

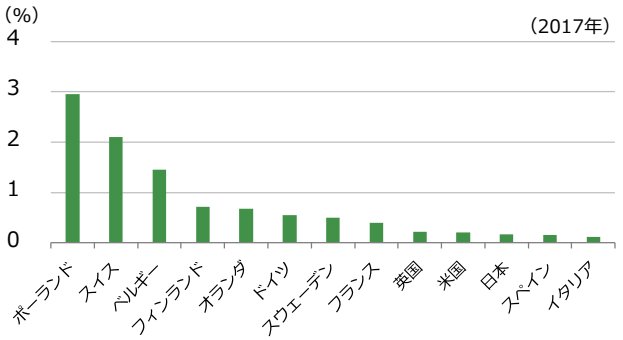
資産購入の柔軟化で周辺国に恩恵

ECBは昨年11月から再開している従来の資産購入プログラムに加えて、新型コロナウイルスに対応して創設した総額7,500億ユーロの新たな資産購入プログラムの下、より柔軟に資産購入を実施している。欧州安定メカニズムによる予防的な信用枠の設定が、ECBによる特定国の国債購入に繋がるとの期待もあり、周辺国国債の利回り上昇は抑制され易い。

Euro STOXX 50の推移

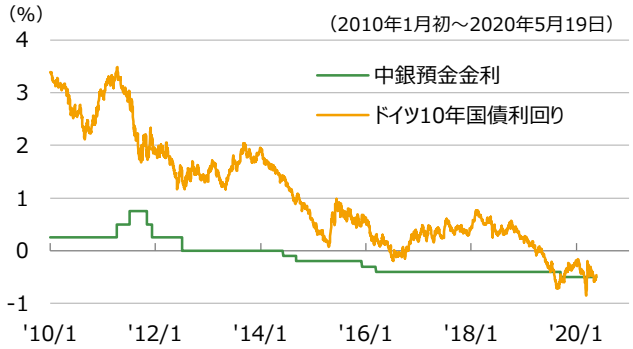
（出所）リフィニティブ

一時的移民労働者の対人口比（日米欧主要国）



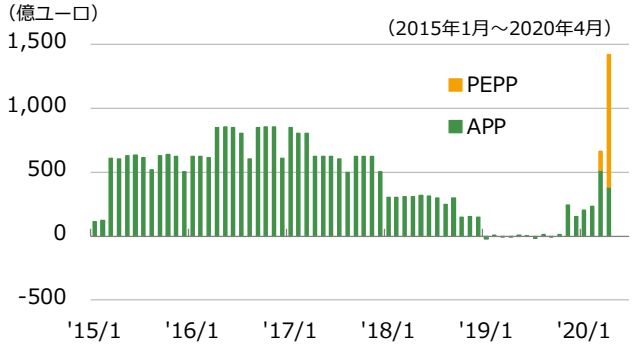
※移民労働者は2017年のフロー値、人口は2019年時点
（出所）OECD、国際連合より大和アセット作成

政策金利とドイツの長期金利



※中銀預金金利は銀行が余剰資金をECBに預ける際の金利
（出所）ブルームバーグ

ECBの新規資産購入額



※APPは従来の、PEPPは新型コロナウイルス対応の資産購入プログラム
（出所）ECB

為替

ユーロ円に反発の兆し

今年2月下旬以降の新型コロナウイルス懸念によるリスクオフ局面でユーロは円に対して下落したが、米ドルに対しては上昇。低金利通貨となったユーロが調達通貨や安全通貨としての性格を帯びたためか。3月には米ドル需要の高まりにより、ユーロは対米ドルで急反落したが、米ドル需給緩和でやや反発。リスクオンに傾きつつあるなかで、ユーロが対円で反発する兆しが見えてきた。

相対的に低下したドイツの長期金利

年初来の長期金利は相対的に日本、ドイツ、米国の順に上昇したが、通貨は円と米ドルがほぼ同じ強さで、相対的にユーロ安に。通貨が金利通りに動かなかったのは、需給ひっ迫が米ドル高に働いたためだ。ただ、米ドル需給が落ち着いてきたので、為替は金利差やリスク許容度を反映して動くようになりやすいだろう。4-5月はドイツの長期金利が米国や日本に比べ相対的に低下した。

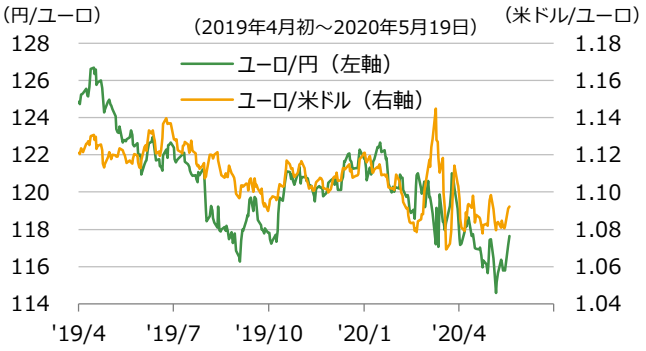
ユーロを左右する景気指標の動向

ユーロ圏の景気指標は、新型コロナウイルスの感染を抑えるためのロックダウンの影響により、市場予想を大幅に下回っており、米国や日本と比べても弱さが目立つ。ただ、新型コロナウイルスの新規感染者数の減少では、欧州が米国や日本に先行している。今後、ユーロ圏の景気指標がいち早く市場予想比で改善に向かうようであれば、米ドルや円に対するユーロ高要因となるだろう。

ユーロと円の通貨先物が買い持ちに

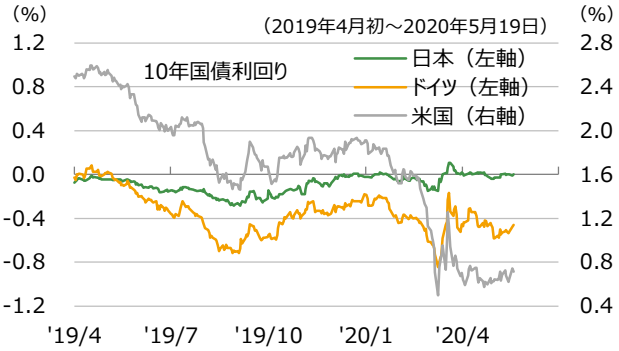
米ドルに対する通貨先物のネット・ポジションは、3月にユーロ売りからユーロ買いに、円売りから円買いに転じた。ユーロは低金利通貨となったため、円と同様、リスクオンで通貨安、リスクオフで通貨高になりやすくなった面はある。また、現物市場で3月に米ドル需要が強まり、米ドル高が進んだことが、先物市場での米ドル売り・ユーロ買いや米ドル売り・円買いを促した面もあるのかもしれない。

ユーロの対円相場と対米ドル相場



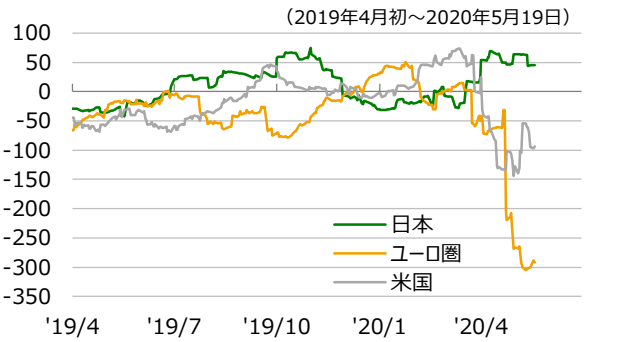
（出所）リフィニティブ

日・米・独の長期金利



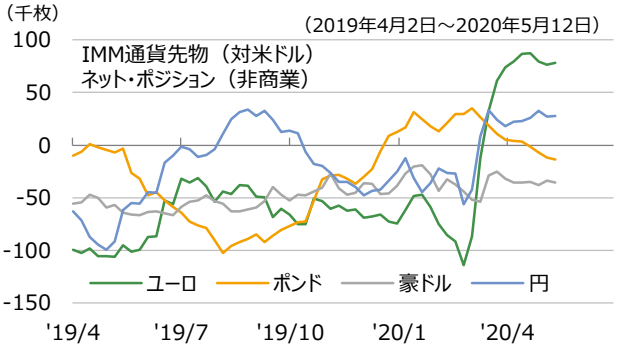
（出所）リフィニティブ

日・米・ユーロ圏のエコノミック・サプライズ指数



（出所）シティグループ、リフィニティブ

通貨先物のポジション



（出所）リフィニティブ

経 済

感染第2波やEUとの貿易交渉への懸念

実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲7.7%と急減した。ユーロ圏よりもマイナス幅が小さかったのは、都市封鎖のタイミングの遅れによる。その分、新型コロナウイルスの新規感染者数の減少も遅れており、4-6月期は▲35%程度の極端な収縮を見込む。7-9月期は反動で急反発も、10-12月期以降は感染第2波が警戒され、回復の勢いは鈍化する。EUとの貿易交渉への懸念も短期的な下押し要因。

インフレ率は低下基調が継続

インフレ率は2018年以降低下基調にあり、足元では2%を下回って推移している。当面は需要の急減で消費者物価に下押し圧力が働く。2016年6月の国民投票後にインフレ率は暫く上振れたが、大幅なポンド安と原油価格の強含みが要因であった。今回は往時と比べるとポンド安が限定的な上、原油価格が下落しており、状況は異なる。

為 替

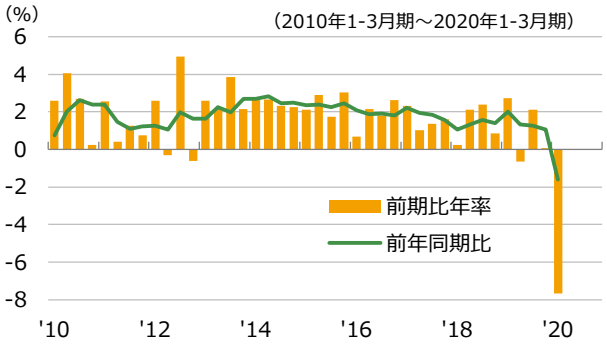
資産購入の増額で長期金利の上昇を抑制

BOEは3月中に計0.65%ポイントの利下げと資産購入残高の2,000億ポンドの増額を決定した後、定例の金融政策委員会で2回続けて政策を据え置いた。金融市場が落ち着きを取り戻しつつある証左だが、6月の金融政策委員会では資産購入残高の増額を見込む。政府が一時解雇者への給与補填措置を6月から10月まで延長するなど、財政負担が一段と増すなか、BOEが長期金利の上昇を抑制する。

ポンド高を抑制する要因も

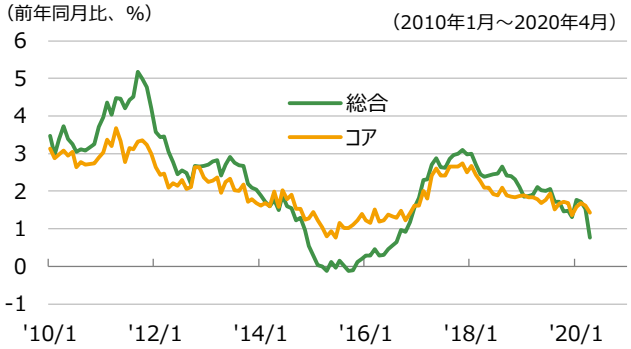
米ドル需給のひっ迫が緩和した影響で、ポンドは米ドルに対し下落から上昇に転じた。また、欧米の経済活動再開への期待がリスクオンに作用し、ポンドを円や米ドルに対して上昇させる要因となった。だが、年内に英国がEUとの貿易交渉を完了できないとの懸念や、欧州内で英国は新型コロナウイルスの新規感染減が比較的鈍いことが、ポンド高を抑制。

実質GDP



（出所）リフィニティブ

消費者物価指数



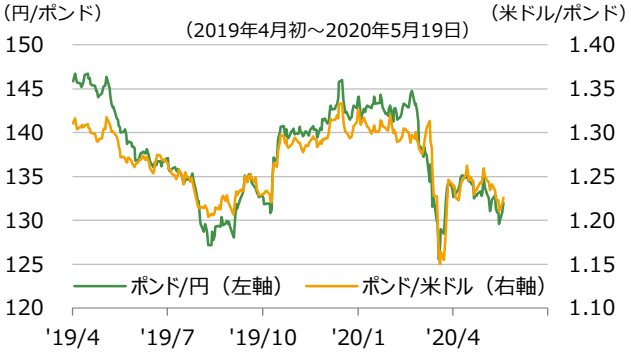
※コアは食品・エネルギー・アルコール・タバコを除く系列

（出所）リフィニティブ

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3四半期連続の減少へ

実質GDPは2020年1-3月期に前期比年率▲3.8%と、2四半期連続のマイナス成長に陥った。新型コロナウイルスにより、3月にサービス消費が大幅に落ち込んだことや訪日外客数が激減したことが大きい。4-6月期は緊急事態宣言下での行動制限により、▲20%程度の極端な収縮を見込む。7-9月期は反動で急反発も、10-12月期以降は感染第2波が警戒され、回復の勢いは鈍化する。2020暦年では▲4.8%。

街角景気の6月の改善に期待

4月景気ウォッチャー調査は現状が3カ月連続、先行きが5カ月連続の低下で、ともに過去最低を更新した。緊急事態宣言の発令、解除のタイミングから、経済活動は月次では5月が底になる可能性が高く、6月から回復に向かうと見込む。景気ウォッチャー調査の6月の改善がどの程度かが当面の景気を占う試金石。急低下の後だけに、変化の方向を尋ねる指数の特性上、一旦は急速な戻りが期待される。

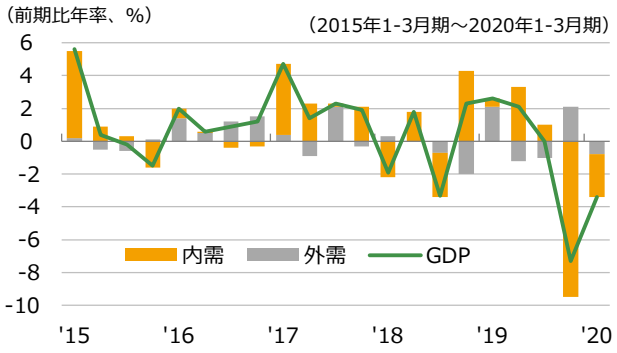
経済対策で雇用の維持と事業の継続

経済対策は昨年度中の総合経済対策と緊急対応策を含めて、事業規模117兆円、財政支出48兆円と過去最大に及ぶ。当面の対策の柱は雇用の維持と事業の継続で、4月30日には補正予算が成立した。第2次補正予算として雇用調整助成金の拡充、家賃補助、企業の資本支援なども議論されており、金額は10兆円程度との試算も。リーマンショック時の様な失業率、企業倒産の急上昇は当座回避されると見込む。

インフレ率は低下基調

消費者物価指数の伸びは生鮮食品及びエネルギーを除く総合で2016年以降緩やかに加速していたが、消費税率引き上げの影響も限られ、前年同月比1%に達することなく鈍化に転じた。供給要因での物価上昇圧力は限定的で、当面は需要の急減のみならずエネルギー価格下落の二次的影響もあり、インフレ率の低下は避けがたい。長期的にも構造的な物価抑制要因が働き続ける。

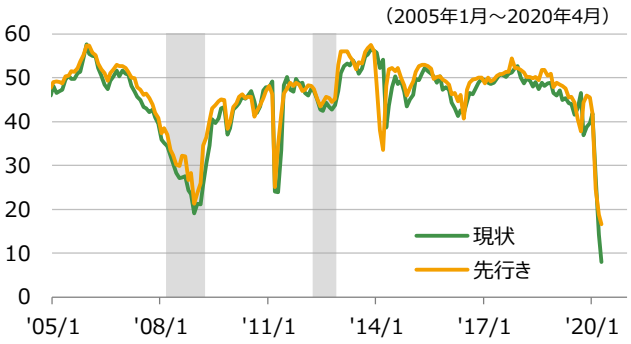
実質GDP



※内需、外需は寄与度

（出所）内閣府

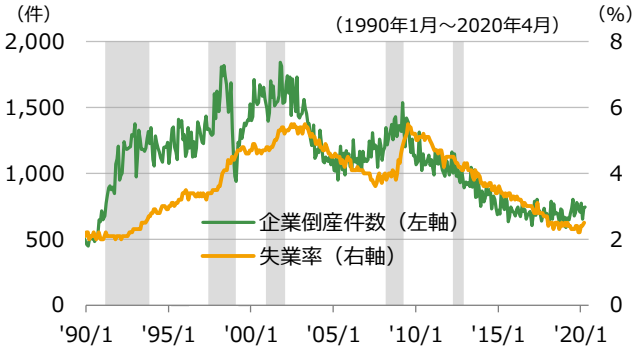
景気ウォッチャー調査



※陰影部は景気後退局面

（出所）ブルームバーグ、内閣府

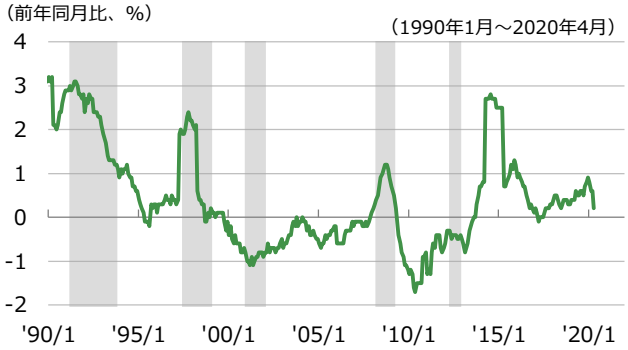
企業倒産件数と失業率



※失業率は2020年3月まで
※陰影部は景気後退局面

（出所）ブルームバーグ、内閣府

消費者物価指数



※陰影部は景気後退局面
※生鮮食品及びエネルギーを除く総合

（出所）総務省、内閣府

株式

株価は底堅く推移

緊急事態宣言の延長があった一方、その後の39県の解除、東京都の新規感染者数の減少もあり、新型コロナウイルスの動向は総じて改善した。株価も底堅く推移し、欧州株を上回り米国株に次ぐパフォーマンスとなった。感染第2波への懸念はあるものの、年末に向けた方向感としては改善にあることを評価し、TOPIXの年末値予想は2020年：1,620、2021年：1,780を据え置く。

PBRは1倍程度で推移

新型コロナウイルスへの懸念により一時0.8倍台に低下したTOPIXのPBRは4月以降は1倍台で推移。欧米において経済活動再開が進んだことに加え、国内においても緊急事態宣言の解除が進んだことが株価をサポートしている。現状の日本株は、過度な悲観と楽観の中間に位置していると考えられ追加的な状況変化に反応し易い状況にあるとみる。まずは緊急事態宣言の全面解除を待ちたい。

企業業績は悪化も赤字比率は急上昇せず

一方、国内企業業績は悪化。TOPIXの2019年度第4四半期の純利益は前年同期比で80%強減少した。ただし、直近四半期においても純損失となった銘柄比率は20%強に留まり、一部銘柄を除けば、株主資本の大幅な棄損は発生していないことを示している。感染第2波の顕在化で株式市場が下落したとしても、第1波の抑制成功に加え、PBRが支えとなり株価が底割れする可能性は低いと考える。

首都圏の緊急事態宣言解除に注目

目先の注目点は緊急事態宣言が継続している地域の解除タイミング。5月21日に決定した関西圏の解除により緊急事態宣言下にある地域のGDPウェイトは8都道府県時点の約50%から低下した。それでも首都圏が含まれるため約35%、第3次産業に限れば約40%が制約下にある。月内解除には一定の不透明感が残るものの、解除が実現すれば経済インパクトの大きさから株式市場はまずは好感しよう。

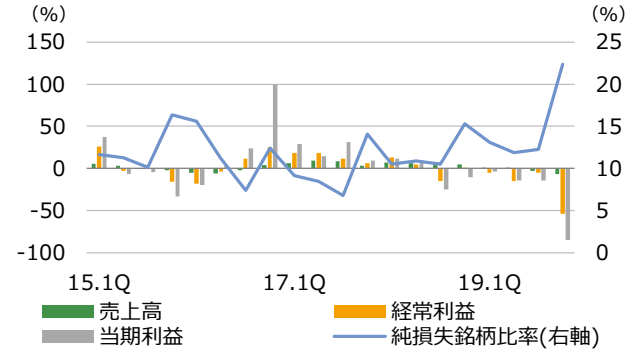
TOPIXの推移

（出所）リフィニティブ

PBRの推移（TOPIX）

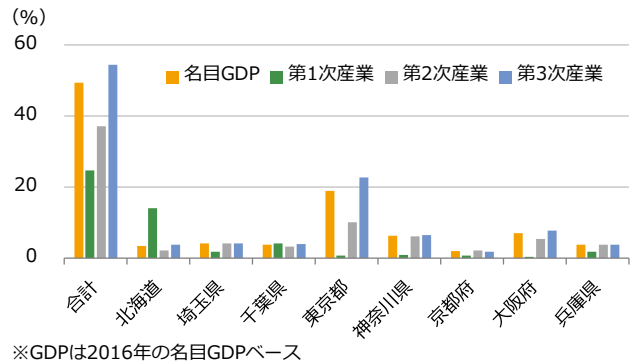
※PBR算出上のBPSは直近12カ月ベース
（出所）リフィニティブより大和アセット作成

国内企業の業績動向（TOPIX・前年同期比）



※対象は2月、3月が四半期・本決算期末のTOPIX銘柄
※IFRS及びUS-GAAP銘柄は経常利益の代わりに税前利益にて集計
※期間は15.1Q～19.4Q、直近四半期は2020年5月19日時点
（出所）QUICK Workstation等より大和アセット作成

緊急事態宣言が継続した8都道府県のGDP構成比



※GDPは2016年の名目GDPベース
（出所）内閣府より大和アセット作成

債券・金利

日銀は企業金融の支援措置を強化

日銀は3月に続き4月も金融緩和を強化し、CP・社債等の買入れの増額、新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、国債のさらなる積極的な買入れを決定した。本年9月までの時限措置である前2者は財政政策との連携を印象づける。3、4月の日銀の総資産の拡大に大きく寄与したのは米ドル資金供給オペ。国債買入れについては、形骸化していた年間約80兆円の増加額のめどを削除し柔軟性を確保した。

長期金利はゼロ近傍でレンジ推移

2%の物価安定の目標を掲げている限り、日銀の利上げは視野に入らず。欧米の長期金利が低位にとどまるなか、日本の長期金利の上昇も阻まれる。膨張する政府債務も日銀の国債買入れの積極化で吸収。一方、マイナス金利の深掘りは現実的でなく、長期金利の過度な低下への日銀のけん制にも鑑みれば、長期金利はゼロ近傍でのレンジ推移を見込む。

リート

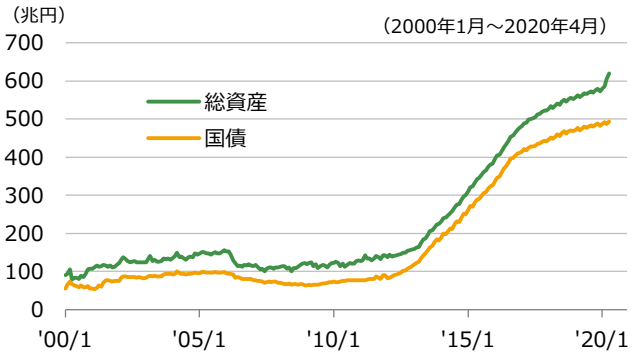
業績予想の下方修正はじまる

投資家が新型コロナウイルス問題の影響を見極めようとするなか、J-REIT市場は1カ月間ほぼ横ばい圏での推移だった。足元ではホテル系や商業系の銘柄を中心に賃料の支払い猶予や減免を織り込んだ業績予想が発表されはじめた。REITとして契約上賃料減額に応じる義務がない事例が多いものの、不動産オーナーも負担を負うべきという社会の声が高まっていることが足元の業績を読みにくくしている。

中期的に緩やかな上昇を見込む

短期的には、積極的な経済対策への期待はあるものの、業績への影響に未だ不透明な部分が多く、J-REIT市場は不安定な推移を想定する。一方で世界的に緩和的な金融環境の長期化が想定されるなか、相対的に高い配当利回りが安定的に期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的と考えており、中期的に緩やかな上昇を見込む。

日銀の総資産残高



※月末値

（出所）日銀

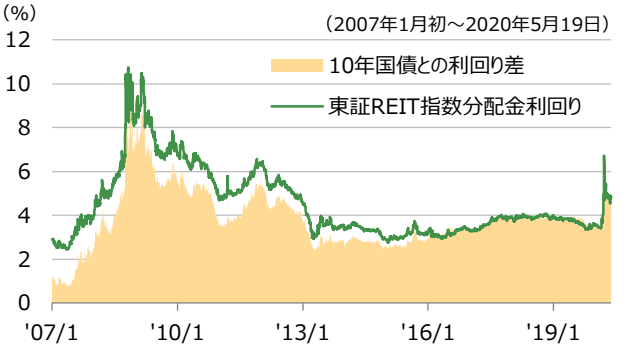
長期金利

（出所）ブルームバーグ

東証REIT指数の推移

（出所）ブルームバーグ

東証REIT指数の分配金利回りの推移



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

為替

クロス円と米ドル円に反発の兆し

今年3月以降、米ドル需給の緩和により米ドルが円以外の25通貨に対し下落（米ドル安）した一方、25通貨が円に対しやや下落（やや円高）。米ドル安と円高により米ドル円は下落した。ただ、米ドル需給が落ち着いて米ドル安が止まる一方、中国に続く欧米の経済活動再開への期待がリスクオンの円安に働き、クロス円や米ドル円に上昇の兆しがある。原油価格の反発も円安・米ドル高の要因に。

米ドル主導の相場展開に変化

3月から4月にかけて米ドル需給がひっ迫・緩和と変化するなか、米ドル主導相場となり、米ドル円はクロス円（25通貨対円）より米ドル（対25通貨）との相関が優勢に。リスクオンでクロス円が上昇（円安）しても、米ドル安により米ドル円が下落した。しかし、米ドル需給が落ち着いてきたため、米ドル円と米ドル（対25通貨）の相関は低下し、米ドル円とクロス円の相関が優勢となっている。

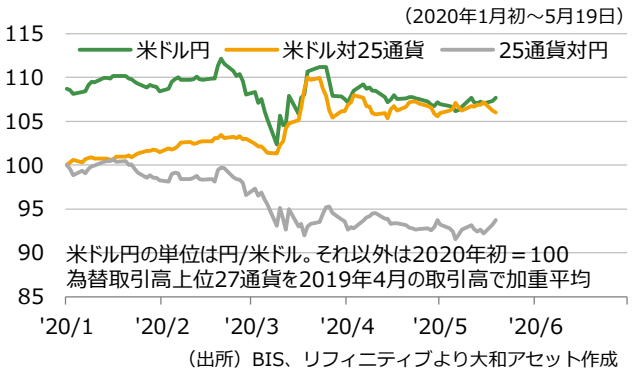
米金利と米ドルの逆相関に歯止め

4月は米金利と米ドル（対25通貨）が逆相関に転じ、米金利が上昇しても米ドル安という場面が増えた。これは、リスクオンで米株価が上昇すると米ドル安となる場面が増えたからだ。しかし、米金利と米ドルは逆相関から順相関に転じ、米金利上昇で米ドル高という場面が増えてきた。米金利が上昇するとクロス円が上昇（円安）するようになれば、米ドル円も上昇しやすくなるだろう。

米株高時の米ドル安と円安の優劣に変化

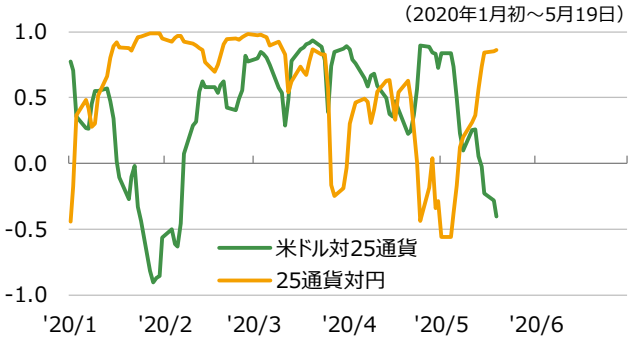
3月から4月にかけては米株価と米ドル（対25通貨）の逆相関が強まり、米株高では米ドル安が進み、米ドル円も下落する場面が増えた。しかし、米金利と米ドルの逆相関に歯止めがかかるとともに、米株価と米ドルの逆相関が弱まり始めた。一方、米株価とクロス円は順相関にあり、米株高では円安が進みやすい。米株高なら米ドル安より円安が優勢となり、米ドル円が上昇しやすくなりそうだ。

米ドル・円・他通貨の為替



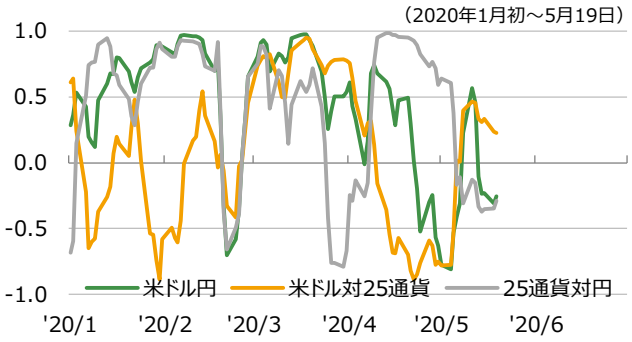
（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米ドル円との時系列相関係数（10日間）



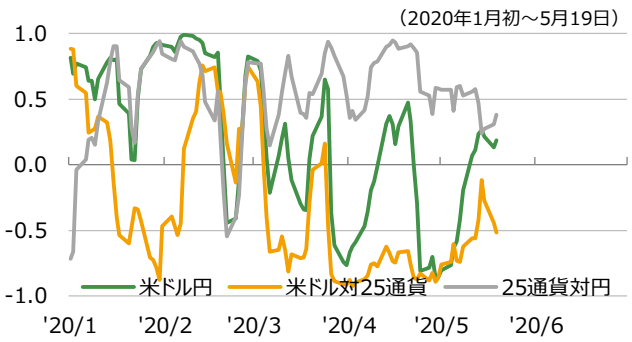
（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米10年国債金利との時系列相関係数（10日間）



（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

米S&P500株価との時系列相関係数（10日間）



（出所）BIS、リフィニティブより大和アセット作成

経 済

2020年7-9月期からプラス成長

新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための経済活動の制限や原油価格の低迷などにより、2020年前半は景気後退に。しかし、5月から経済活動が徐々に再開し始める中、大胆な金融・財政政策にも支えられ、四半期ベースでは7-9月期以降プラス成長へ。通年では、2020年に▲6.2%成長、2021年に+5.0%成長と予想する。実質GDPが元の水準まで回復するのは2022年前半になると見込む。

企業景況感は一時的な悪化から回復へ

カナダ銀行発表の企業景況感指数やマークイット発表の製造業PMIは2019年半ばから回復の兆しを見せていたが、新型コロナウイルス問題や原油価格の低迷を背景にいずれも好不況の節目を割り込んだ。さらに、マークイット製造業PMIは4月に記録的な低下を示した。ただし、5月から段階的に経済活動が再開されており、月次では4月が景気のボトムであった公算が大きい。

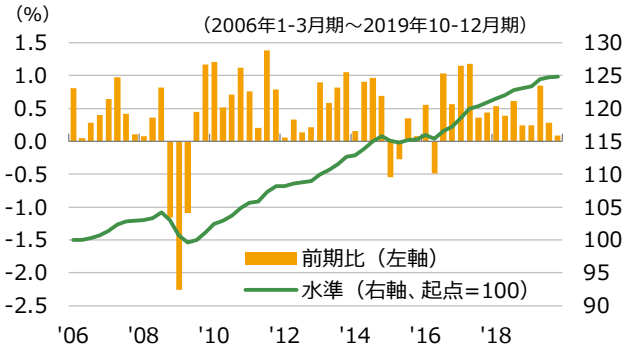
記録的な雇用減は一時解雇が主因

2020年2月から4月にかけて雇用者数が約300万人減少するなど、これまでの景気後退期とは桁違いの速度で雇用情勢の悪化が示された。失業率も過去2番目の高さ。ただし、一時的な解雇が多いため、新型コロナウイルス問題が収束に向かい、経済活動の再開に伴って、一定の水準までは急速に雇用者数が回復しよう。もっとも、雇用者数が元の水準に戻るためには数年を要するだろう。

インフレ率は低迷へ

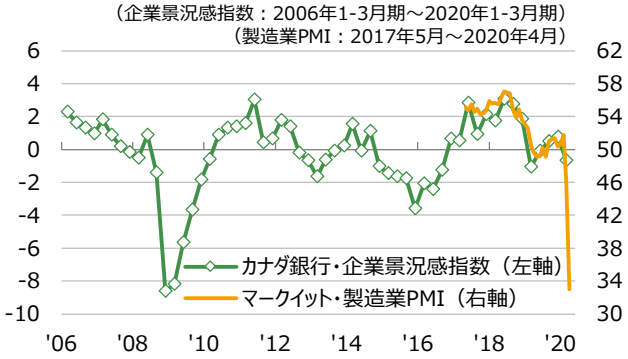
消費者物価指数は、過去数年にわたっておおむねカナダ銀行の目標レンジ内で推移してきた。しかし、原油価格の下落や需要の著しい落ち込みなどによって、総合指数は前年同月比マイナスに。今後、時間を追ってコア指数の伸びも鈍化してくる可能性が高い。当面、労働市場のスラックが残り、コア指数が2%近傍で安定的に推移する展開は見込めず、利上げを催促する指標にはならないだろう。

実質GDP



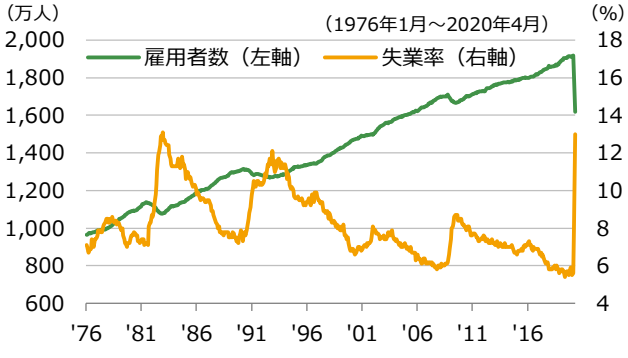
（出所）カナダ統計局より大和アセット作成

企業景況感



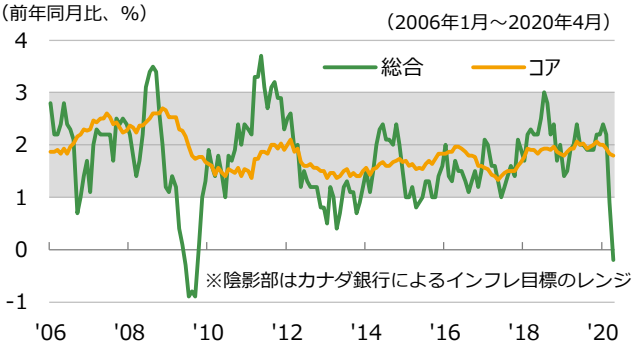
（出所）カナダ銀行、ブルームバーグ

雇用者数と失業率



（出所）カナダ統計局

消費者物価指数



※コアはカナダ銀行が重視する3つのコア指数の平均

（出所）カナダ統計局、カナダ銀行

債券・金利

金融緩和策はほぼ出尽くし

カナダ銀行は2020年3月だけで1.50%ポイントの利下げを実施し、さらに、CPや国債の購入プログラムを発表するなど、まさにできることは何でもやる姿勢を示した。その結果、カナダ銀行のバランスシートは過去に例を見ないペースで拡大した。実効的な追加の金融緩和措置が実施されるとは想定していないが、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

長期金利は1%未満での推移が継続

カナダ銀行は週あたり最低50億カナダ・ドルのペースで国債を購入する予定であり、金利上昇を抑える要因になる。一方、長期金利はすでに0%台半ばまで低下しており、さらなる低下余地も乏しい。年末にかけて景気回復が進行する中で、長期金利は緩やかに上昇すると見込むが、金融正常化への道筋が見えない中では、1%未満での推移が継続しよう。

為替

強烈な米ドル需要と原油安懸念が和らぐ

今年2月以降、新型コロナウイルス問題に伴う極端なリスク回避姿勢の強まりで米ドルの需要が強烈に高まり、また原油価格の急落がカナダ・ドルの重荷となってきた。しかし、FRBによる米ドルの流動性供給策やOPECプラスによる協調減産の再開、段階的な経済活動再開への期待などによって、これらの問題に対する過度な懸念が和らぎ、カナダ・ドルも下げ止まりの様相を見せている。

売られすぎの修正が期待される

半年から1年先を見通せば、新型コロナウイルス問題が収束することでリスク回避姿勢は一段と後退し、原油価格も現状より水準を切り上げている公算が大きい。基本的には対米ドルで大きなトレンドが出るとは想定していないが、売られすぎの修正により、現在の水準に比べればカナダ・ドル高の方に向かっている可能性が高いと考えている。

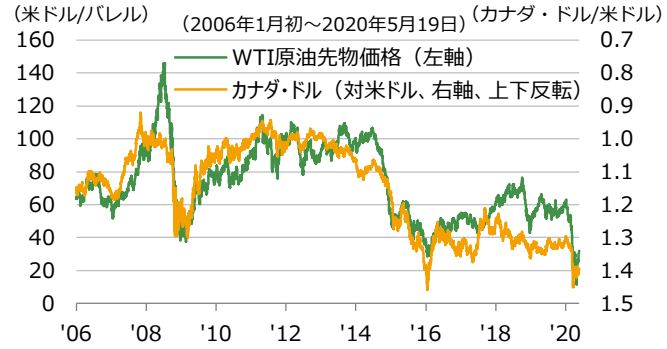
政策金利と10年国債利回り

（出所）ブルームバーグ

カナダ銀行の資産残高

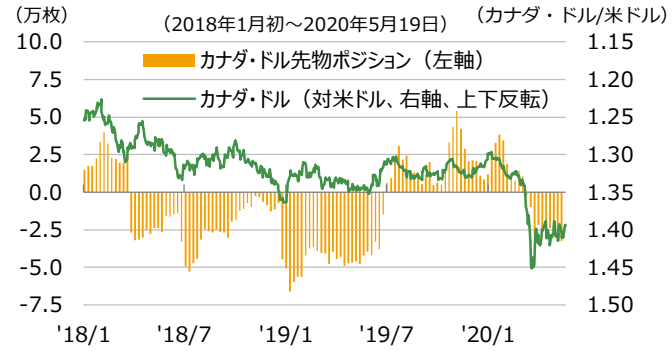
（出所）カナダ銀行

原油価格と為替レート



※WTI原油先物価格は第2限月を使用　（出所）ブルームバーグ

非商業部門のカナダ・ドル先物ポジションと為替レート



※先物ポジションは週次データ（2018年1月2日～2020年5月12日）
（出所）ブルームバーグ

経 済

2020年半ば以降に急回復

大規模な森林火災や新型コロナウイルス問題によって、2020年前半は大幅なマイナス成長に。しかし、政府は経済活動再開に向けた3段階の工程表を示し、7月までに国内経済を本格回復させる計画。四半期ベースでは7-9月期にプラス成長に転じよう。通年では、2020年に▲3.6％成長、2021年に+3.8%成長と予想する。実質GDPが元の水準まで回復するのは2021年後半になると見込む。

財政支出は雇用維持に重点

新型コロナウイルス問題に対して、政府はこれまで約1,900億豪ドル（名目GDP比10%）規模の経済支援策を発表したが、そのうち1,300億豪ドルは「雇用維持給付金（JobKeeper Payment）」が占めるなど、特に雇用を維持するための企業への支援が中心である。失業保険を充実させることで離職しやすくなっている米国に対して、豪州は雇用情勢の悪化を比較的抑制できる可能性が高いと考えられる。

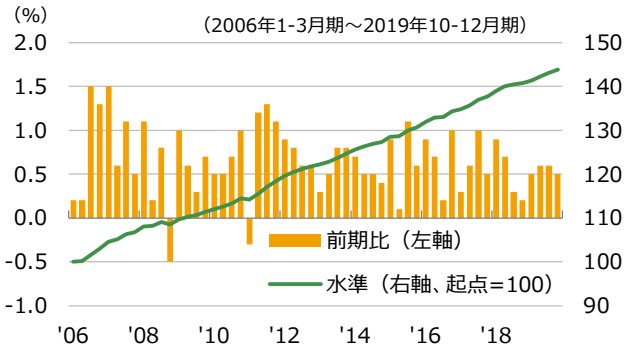
失業率の上昇抑制が景気回復に寄与

4月の雇用者数は前月比▲59万人（▲4.6%）と記録的な減少になったものの、米国やカナダに比べれば、これまでのところ雇用情勢の悪化を抑制できている。失業率の上昇を抑制することで、景気回復の初期段階では豪州経済の相対的な堅調さが目立つだろう。新型コロナウイルスの封じ込めにも成功し、相対的に感染第2波のリスクも小さい中、2020年の成長率は他国と比較してマイナス幅が小さくなろう。

インフレ目標の達成は見通せず

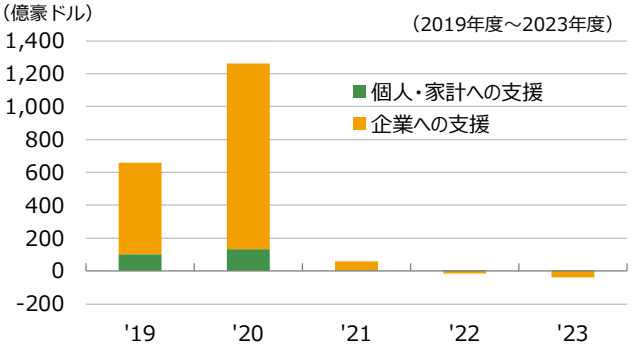
消費者物価指数の伸び率は1%台後半を中心に推移してきたが、新型コロナウイルス問題による需要の蒸発やエネルギー価格の下落で低迷へ。同問題が収束し経済成長率が加速しても、失業率が自然失業率まで改善するには相当の時間を要することが見込まれる。当面は賃金上昇率が緩慢で需要面からのインフレ圧力は乏しい状態が続き、インフレ率が目標圏内で安定的に推移する展開は見通せず。

実質GDP



（出所）豪州統計局より大和アセット作成

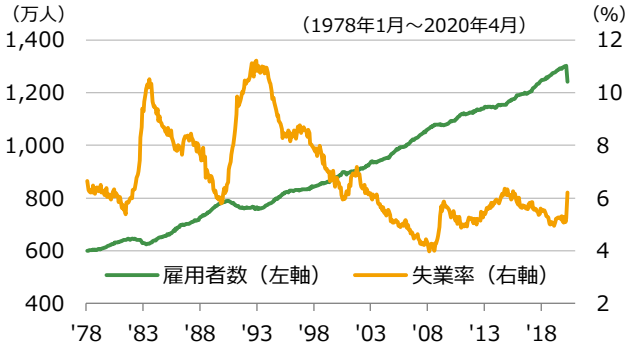
新型コロナウイルス問題に対する財政支出



※年度は7月から翌年6月まで

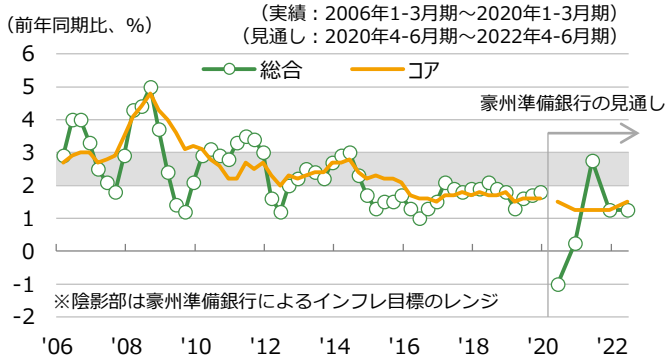
（出所）豪州財務省より大和アセット作成

雇用者数と失業率



（出所）豪州統計局、ブルームバーグ

消費者物価指数



※コアはトリム平均値

（出所）豪州統計局、豪州準備銀行

債券・金利

RBAによる危機対応は一巡

RBAは3月に2度の利下げ（計0.50%ポイント）を実施し、さらに3年国債利回りが0.25%近傍で推移するよう国債等を購入する、いわゆるイールドカーブ・コントロール政策を導入した。3月19日に同政策が発表されて以降、3年国債利回りは0.25%付近で安定的に推移している。3月20日からRBAは国債・準政府債の購入を開始したが、早くも購入額は縮小され、最近は購入しない日も多い。

他国に比べて長期金利の堅調さが目立つ

4月以降、金融政策スタンスの違いから、他国の長期金利が低迷する中、豪州の長期金利は緩やかに上昇。ただし、この状態が続くと想定するのは難しく、豪州の長期金利が水準を切り上げるためには、他国の長期金利も上昇に転じてくる必要があろう。米国の長期金利が年末に向けて1%近傍へ上昇する中、豪州の長期金利は1.2%程度への上昇を見込む。

為替

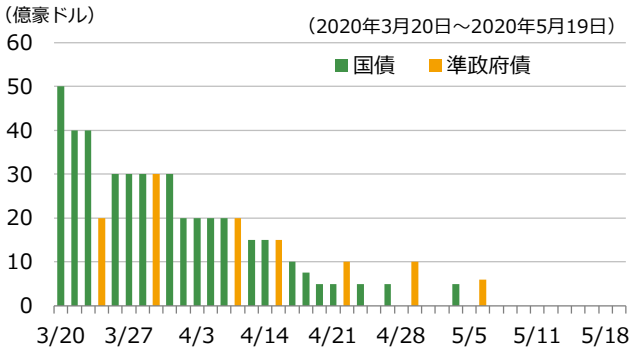
豪米金利差との順相関が復活

新型コロナウイルス問題によるリスク回避姿勢の強まりが米ドルや米国債の需要を高めたため、豪米長期金利差と豪ドル米ドルは逆相関になった。しかし、同問題に対する過度な懸念が後退し、足元では豪米長期金利差が緩やかに拡大する中で、豪ドルが米ドルに対して反発しており、金利差と為替の順相関が復活したと言える。当面、豪米長期金利差の縮小は見込んでおらず、豪ドルは底堅く推移しよう。

金融市場の落ち着きとともに豪ドル上昇

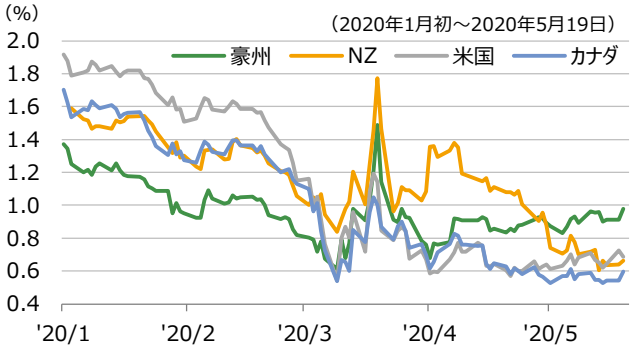
豪ドル米ドルは、その予想変動率と逆相関の関係にある。足元、金融市場が落ち着きを取り戻す中で予想変動率が低下し、豪ドルが反発してきたが、過去の推移からすれば予想変動率にはまだ低下余地がある。新型コロナウイルスの感染第2波への警戒などが和らげば、予想変動率がさらに低下し、もう一段豪ドルが上昇する可能性があると考える。

RBAによる国債・準政府債の購入額



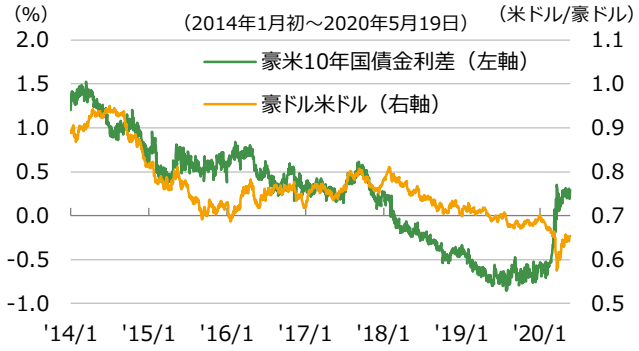
（出所）豪州準備銀行より大和アセット作成

各国の10年国債利回り



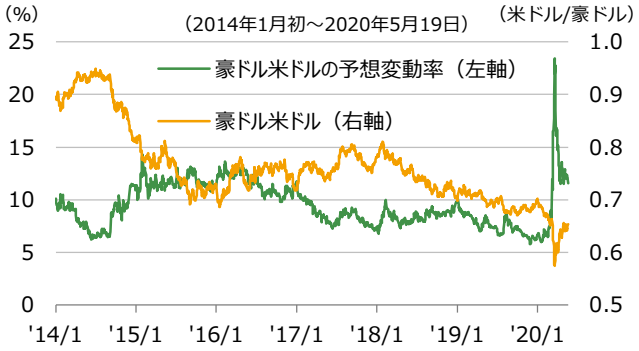
（出所）ブルームバーグ

豪米長期金利差と為替レート



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

豪ドル米ドルの予想変動率と為替レート



※予想変動率は3カ月先・年率換算値

（出所）ブルームバーグ

経済

生産、投資がけん引し、「V」字回復へ

4月の経済指標は総じては「V」字回復の見方を後押しした。セクター別では、自動車生産、インフラと不動産投資がコロナショック前の水準まで一歩先に回復する一方、サービス業の回復は鈍い構図となった。順調な景気回復にも関わらず、2020年の実質成長率は、1-3月期の大幅下振れに加えて、先進国の景気後退が回復ペースを緩やかにするリスクもあり、２%台前半にとどまると予想。

労働市場の安定維持が政策目標

政府当局が雇用の安定維持の重要性を訴えたこともあり、労働市場の状況に鑑みながら、当局が適宜に景気刺激策を打ち出すと予想。5月22日開幕の全人代で、2020年GDP成長率について目標設定を見送り、大規模景気刺激策の期待が後退したが、特別国債の追加発行は全人代以降もできるなど、機動的に財政支出を拡大する可能性は残っている。

株式

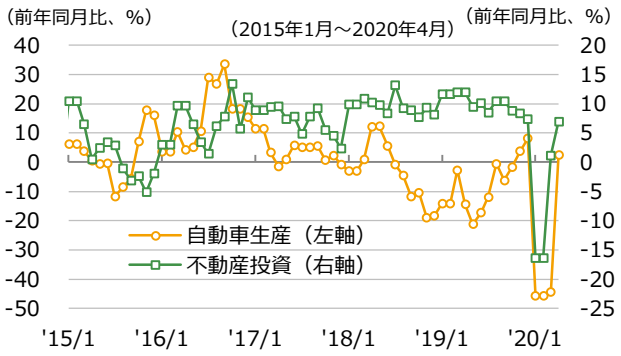
景気刺激策と米中摩擦の綱引きで横ばい

コロナショック後、本土株式市場は相対的に落ち着いた動きとなった。その後海外センチメント好転の場面では、割安感が薄いことから、買戻しは小幅にとどまった。19日時点のバリュエーションは過去10年の平均PERに対し1.2σ程度と依然として水準が高い。目先では、与信拡大への期待が支えの一方、米中摩擦がセンチメントに水を差す可能性があり、レンジ推移を見込む。

業績予想の下方修正は懸念材料

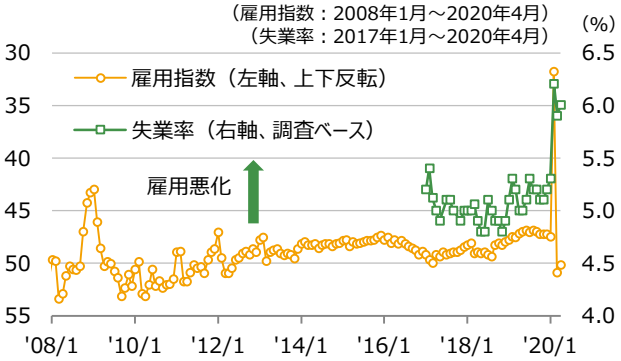
リビジョン指数が人民元ショック以来の水準まで急低下したことは株価の重し。景気減速が業績予想に十分織り込まれていいない可能性も引き続き残る。ただし、中国経済が世界で一歩先に回復し始めることや、MSCIチャイナインデックス企業の国内売り上げ比率が9割を超えることなどが支えとなり、株価の下落基調は想定しない。

生産・投資の回復状況



（出所）中国国家統計局より大和アセット作成

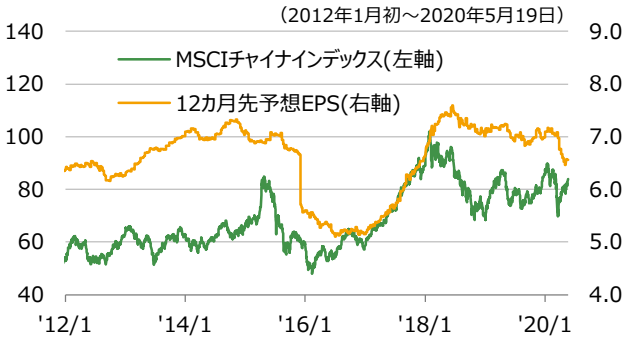
中国の労働市場



※雇用指数は、中国国家統計局発表の製造業PMIの構成項目

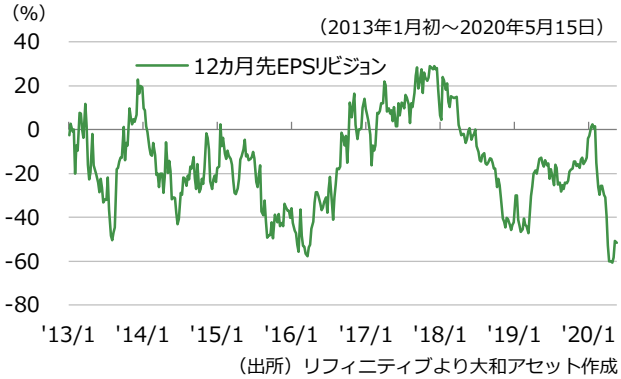
（出所）中国国家統計局、CEIC

中国株価指数およびEPSの推移



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

リビジョン指数



（出所）リフィニティブより大和アセット作成

債券・金利

中銀は、市中貸出金利の低下に注力

新型コロナウイルスの影響を和らげるために、中銀は追加金融緩和を継続すると見込むが、ディレバレッジの中長期方針は変わらず、今後の追加利下げ幅は、1年物MLF金利で0.30%ポイントにとどまろう。一方、市中貸出金利の低下を誘導するために、預金準備率やPSL、1年物預金金利などの引き下げを通じて、銀行のコスト低減を図り、貸出金利の低下を促そう。

国債金利はレンジ推移を予想

中銀の預金準備率引き下げ等による流動性供給拡大や、海外の金利低下を受け、10年国債金利は4月下旬に2002年以来の低水準を更新。足元は、景気回復期待が重しである一方、追加利下げの期待、中国本土の国債の主要インデックスへの組み入れ開始やその可能性などを支えに、レンジ推移を見込む。

為替

中期的には対米ドルで緩やかな上昇基調

世界的なリスク回避の流れの中でも、為替市場は底堅く推移し、人民元の実効レートが上昇する場面もみられた。目先では、米中摩擦を受け売り圧力が強まるだろう。しかし、中期的には、米国からの輸入を拡大するために購買力を維持すべく、中国政府は人民元の実効為替レートの上昇を容認する可能性が高いことなどから、対米ドルで緩やかな上昇を見込む。

クロスボーダーのフローは安定的

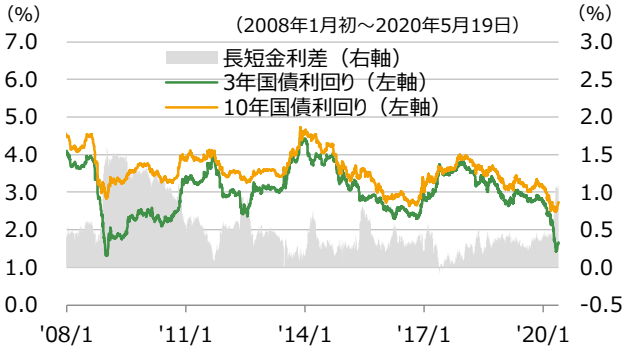
新型コロナウイルスによるリスクオフ場面でも、外国人投資家による本土の債券や株式の投資はおおむね資金流入が続いており、センチメントの大崩れは見られず。クロスボーダーのフローは安定しており、さらに中国本土株や本土債券市場のグローバルインデックスへの組み入れが証券投資の資金流入を後押しする可能性が高い。

主要景気支援策

発表日	政策内容
2月3日	公開市場操作で1.2兆元（対GDP約1.2%）を供給。
2月17日	準政策金利1年物MLF金利を引き下げ：3.25%→3.15%。
2月25日	中銀が2月1日発表の3千億元の再貸出枠に5千億元を上乗せ。
3月4日	中央政府が5G建設など7分野の新インフラ投資方針を発表。
3月16日	中銀が、銀行によって50-150bpsの預金準備率を引き下げ。
4月3日	中銀が超過準備適用の金利を引き下げ、市中金利の低下に注力。
4月17日	中央政治局会議で、「六つの確保」方針を発表。
4月24日	準政策金利1年物MLF金利を引き下げ：3.15%→2.95%。

（出所）各種資料より大和アセット作成

債券市場金利および長短金利差

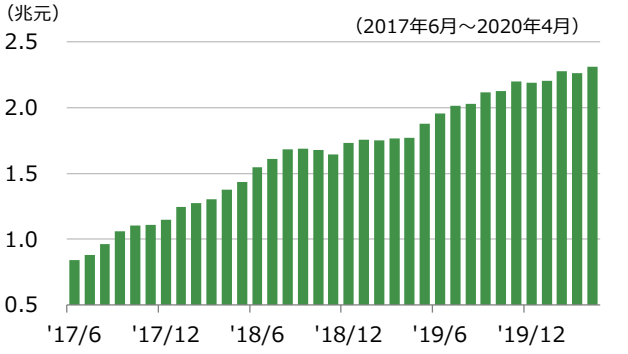


（出所）WINDより大和アセット作成

人民元の対米ドルレートおよび実効レートの推移

※2015年12月1日以前の実効レートは、大和アセットが推計したもの
（出所）CFETS、ブルームバーグより大和アセット作成

外国人の中国本土債券保有額



（出所）ボンドコネクト有限会社、CEIC

経 済

2020年は大幅なマイナス成長へ

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による国内外の需要低迷、ならびに商品価格の下落がブラジル経済の重荷となり、2020年は大幅なマイナス成長に陥る公算が大きい。経済活動は徐々に再開されているが、ブラジルにおける新型コロナウイルス問題は収束の兆しが見えておらず、当面、景気回復は緩慢なものにとどまるだろう。数年以内に実質GDPが過去の最高水準を回復することは困難。

個人消費と生産活動は低迷

2020年4月の自動車販売台数は5万5,735台（前年同月比▲76%）、生産台数は1,847台（前年同月比▲99%）と、経済活動はほぼ停止。5月から順次生産活動を再開させる企業が出ており、経済活動のボトムは4月であった公算が大きい。もっとも、ブラジルの新型コロナウイルス問題は収束の兆しが見えておらず、経済活動の再開も非常に緩やかなものになると想定せざるを得ない。

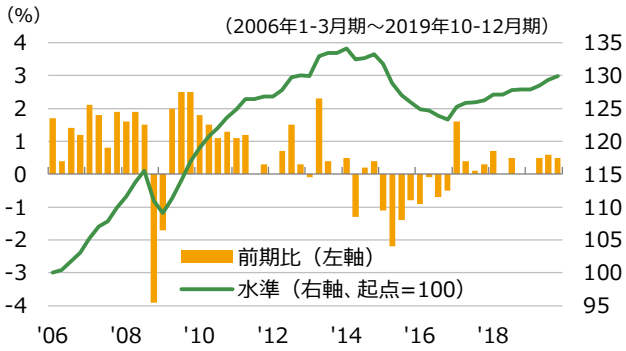
財政健全化は棚上げ

2019年10月に年金改革法が成立するなど、財政健全化への期待が高まっていたが、新型コロナウイルス問題から経済を支えるために財政支出の拡大を余儀なくされ、財政赤字は再び拡大へ。さらに、5月には戦時予算法が成立し、機動的な財政政策が可能になるなど、まずは経済の立て直しが優先される状況。新型コロナウイルス問題の収束後、一度緩んだ財政規律も回復するのか、要注目である。

インフレ懸念は乏しい

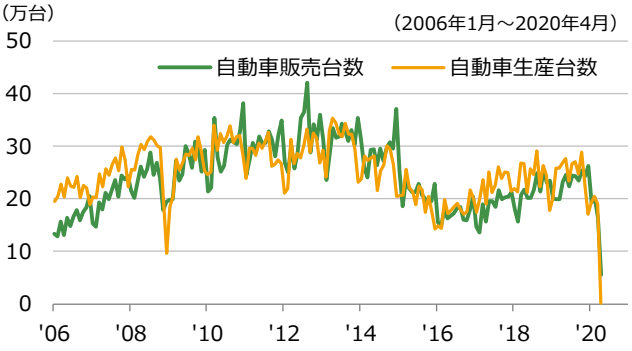
インフレ率は一時的にブラジル中銀の目標レンジ内を下回ると予想されている。年初からの大幅な通貨安やサプライチェーンの混乱によるインフレ圧力は、商品価格の下落や需要の低迷によって相殺された。足元で原油価格の底打ち感が鮮明になっており、前年の裏が出る来年の春ごろにはインフレ率が多少加速するだろう。それでも、景気回復が緩慢な中で、中銀の目標レンジを持続的に上回る可能性は低い。

実質GDP



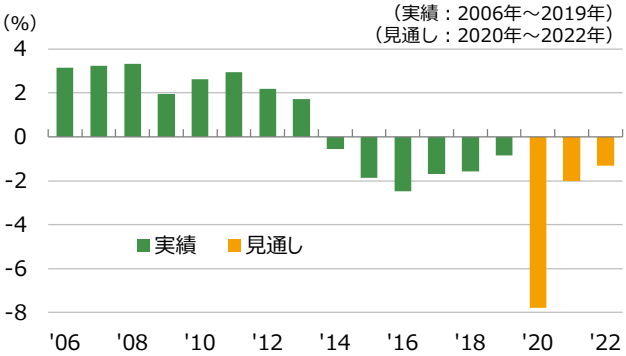
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

自動車の販売台数と生産台数



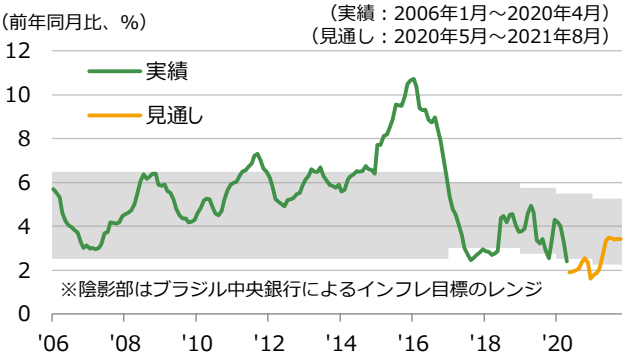
（出所）ブルームバーグ

基礎的財政収支（対名目GDP比）



※見通しはブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
（出所）ブラジル中央銀行、ブルームバーグ

IPCAインフレ率



※見通しはブラジル中央銀行によるエコノミスト調査に基づく
（出所）ブラジル中央銀行、ブルームバーグ

債券・金利

今回の危機対応として最後の利下げへ

政策金利は、市場予想の年末値が2.25%だが、当社では次回6月の金融政策会合で3.00%から2.50%へ引き下げられた後、年内は据え置かれると見込む。当面はインフレ率が前年同月比+2%前後で推移する予想であるため、実質政策金利は小幅なプラスが維持されるだろう。ただし、来年にはインフレ率が多少加速することに伴い、政策金利も小幅な引き上げを余儀なくされることになると見込む。

財政悪化懸念と中銀による国債購入

追加利下げへの期待と財政悪化への懸念から、この数カ月で長短金利差は拡大した。ただし、中銀による追加利下げは織り込み済みであり、短期ゾーンの一段の低下余地は乏しい。一方、戦時予算法により中銀が国債を売買することが可能になったため、長期金利の上昇を抑制するための介入が期待される。金利水準も加味すれば、長期ゾーンに投資妙味あり。

為替

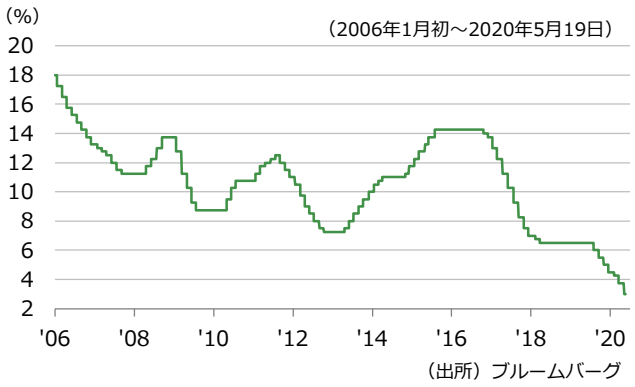
新型コロナウイルス問題で安値切り下げ

新型コロナウイルス問題やそこから波及したリスク回避姿勢の高まりによって、レアルは大幅下落を余儀なくされた。ブラジル中銀は外貨準備を取り崩しながら、米ドル売り・レアル買いの為替介入を実施してきたが、レアルの下落を緩和するにとどまっている。インフレ率の低位安定が見込まれる中では、通貨を押し上げるまでの介入には至らず、ファンダメンタルズの改善が待たれる状況。

売り圧力は徐々に緩和されるか

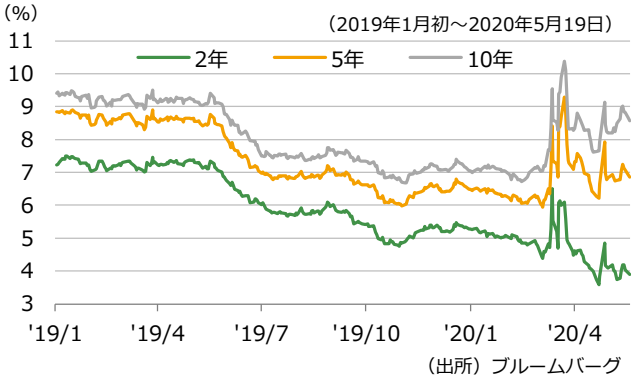
4月の中国向け大豆輸出が急増し、これまでの大幅な通貨安により輸出競争力が高まっている一端がうかがえた。経済活動の再開が本格化すれば、通貨安の効果が広範囲に波及することが想定される。もちろん、通貨安に支えられた輸出拡大であるがゆえに、レアルの反発材料としては乏しいが、一方的な通貨安にも徐々に歯止めがかかる期待が出てこよう。

政策金利



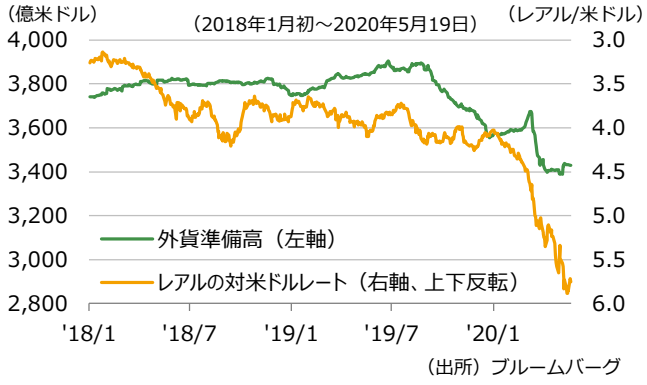
(出所) ブルームバーグ

国債利回り



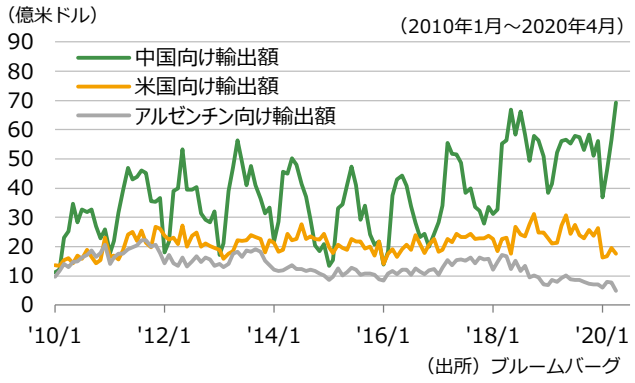
(出所) ブルームバーグ

外貨準備高と為替レート



(出所) ブルームバーグ

国別輸出額



(出所) ブルームバーグ

経 済

足元景気下振れも、年後半は景気回復へ

3月中旬以降の厳しい移動制限政策に加えて、資源価格の下落を受け、新興国の景気はリーマンショック時よりも悪化するリスクが強まった。特に、観光業の割合や、各主要国への依存度、資源価格の影響が大きい国では、実質GDP成長率がマイナス圏に落ち込む可能性が高い。一方で、年後半には景気回復に転じ、2021年には高い伸び率を記録する国が多いと予測される。

原油価格の下落は多くの新興国に有益

原油価格の下落は、原油を輸入に依存する多くの新興国にとって、経常収支と財政収支の改善につながる。インフレ圧力も抑制され、追加金融緩和への道を容易にするだろう。一方、産油国にとっては痛手になるが、悪影響を及ぼす国はロシアや、原油価格と連動するLNGの輸出が大きいマレーシアなどにとどまろう。

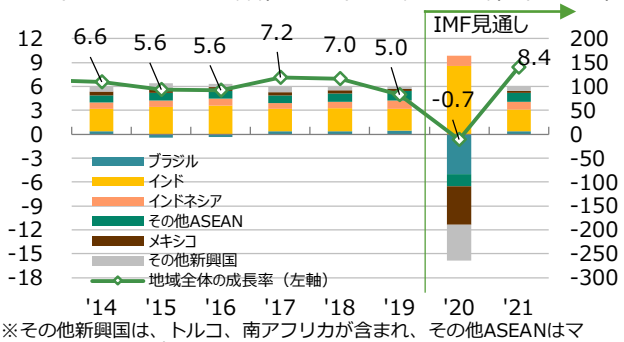
利下げ余地は残されている

新型コロナウイルスの景気への悪影響を和らげるために、主要新興国は軒並み利下げに動き出したものの、大半の国は米国より利下げ幅が小さい。先進国との金利差が維持され、資金逃避の圧力が抑制されていることに加えて、インフレ圧力も見られず、追加利下げ余地は残されている。景気状況に鑑みて、機動的に金融緩和政策を駆使可能であることは、セーフティネットとして評価できよう。

財政規律を重視する姿勢は変わらず

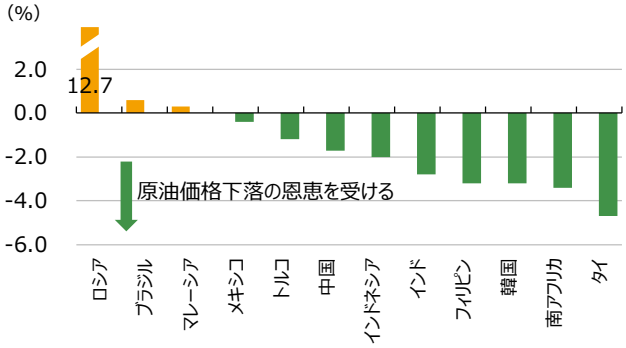
コロナショックに対処するために、主要新興国も財政支出を拡大したが、先進国に比べて規模は限定的。また、インドネシア等では、危機収束後は再び財政赤字削減に取り込む方針を明確に示したことで、財政規律を重視する姿勢は変わっていない。景気対策と中長期財政バランスの綱引きの中で、かじ取りは難しいものの、過度な財政支出とは一線を画すことはポジティブに評価できよう。

主要新興国（除く中国）の経済成長見通し



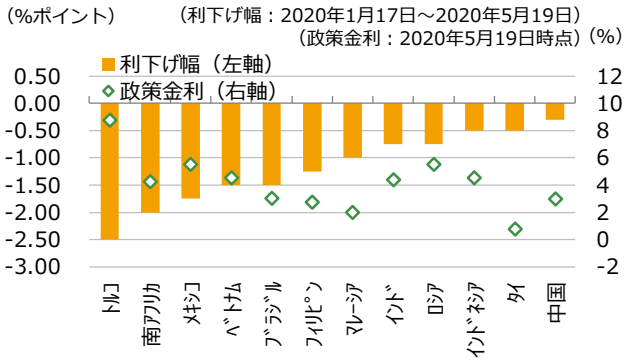
※その他新興国は、トルコ、南アフリカが含まれ、その他ASEANはマレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムが含まれる。
（出所）IMFより大和アセット作成

原油価格下落の影響



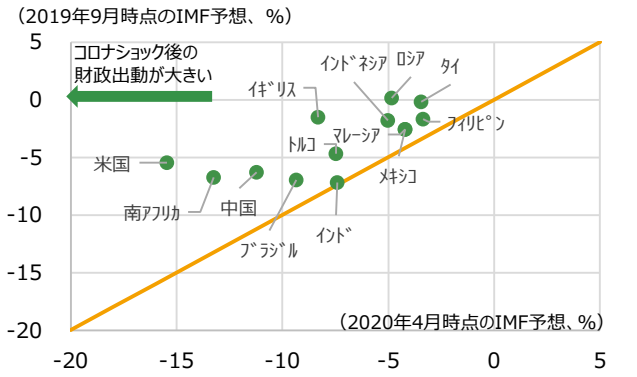
※2018年時点　（出所）UN Comtrade、IMFより大和アセット作成

新興国の金融政策



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の財政政策（財政収支／GDP比率）



（出所）IMF Fiscal Monitorより大和アセット作成

株式

全般的な小幅買戻し後は、選別化へ

世界的なリスク回避の流れが一服すると、新興国株式市場は軒並みリバウンドに転じるも、コロナショック前とは程遠い水準にある。目先は、各国の新型コロナウイルスの新規感染者数の推移と、移動制限の緩和状況、景気支援策等などで、国別の選別が進む段階にある。新型ウイルス問題がいち早く収束に近づいたベトナムは引き続き選好されよう。

大幅資金流出は一服

3月の新興国はかつての金融危機を全部凌ぐ資金流出に見舞われた。しかし、記録的な資金流出後の直近1カ月間は、さらなる大幅の資金逃避は見られず。資金流出の余地が限られてきたとも考えられる。新興国金融市場の外部ショックへの耐性が強まったことや、中銀等の市場安定化策が機能したことなどは、中長期的な新興国株式市場の投資魅力を高めた。

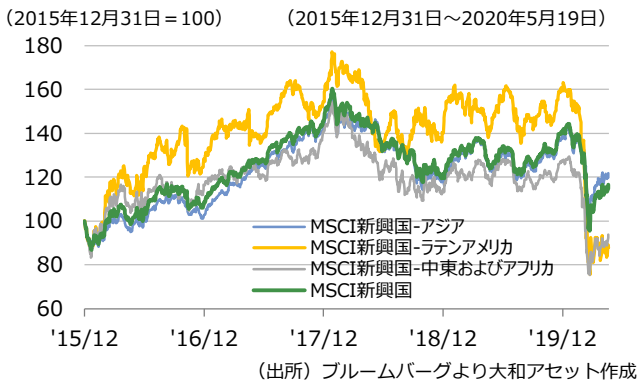
業績の下方修正がリバウンドの幅を縮小

新興国の企業業績に関して、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、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、急低下。足元進行しているマクロ経済見通しの下方修正をまだ十分に織り込んでいない可能性もあり、業績の下方修正が新興国株のリバウンド幅を狭める要因になりうる。

割安感が解消された国も少なくない

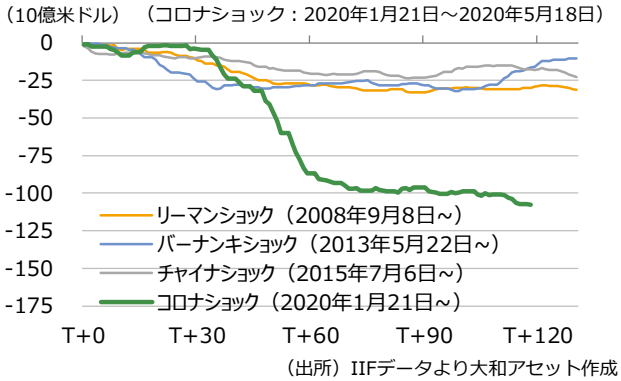
新興国株式市場は下に行って来い展開となったが、ブラジル、トルコを除き、EPS伸び率の変化は小さく、予想PERの急ピッチな切り下げとその後のリバウンドによるものである。その中で、マレーシア、タイ、ロシアなどの予想PERは、コロナショック以前よりも高い水準まで回復し、割安感は薄らいだ。一方、インド、インドネシアは、予想PERが顕著に切り下げられた状況が変わらず、割安感は残る。

新興国の株式市場の推移



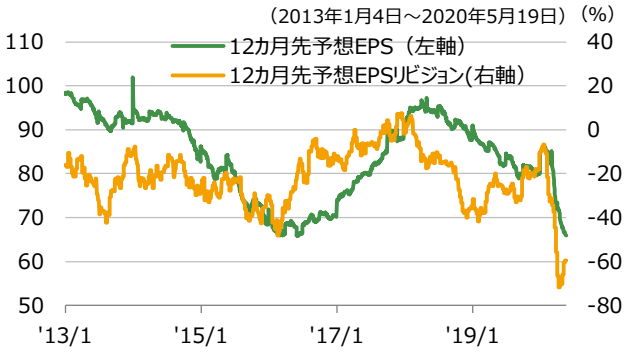
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国の資金流出規模（株＋債券）



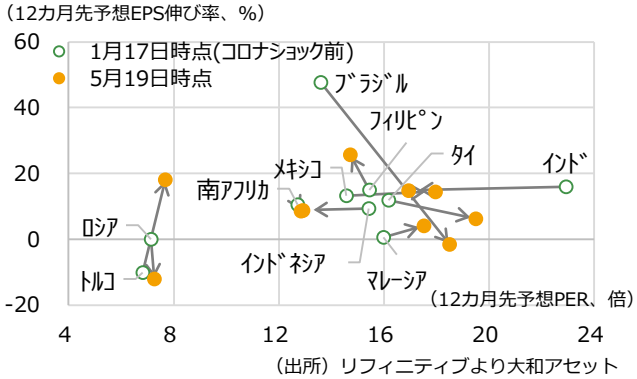
（出所）IIFデータより大和アセット作成

MSCI新興国の企業業績見通し



（出所） リフィニティブより大和アセット

主要新興国のEPS伸び率およびPERの状況



（出所）リフィニティブより大和アセット

債券・金利

金利低下余地はある

新型コロナウイルスによる世界的なリスク回避の動きの中でも、資源国を除いて、新興国債券は堅調に推移。かつてのようなリスク回避の流れに振り回される場面は見られず、株式等のリスク資産とは一線を画す展開。新興国での追加利下げ観測や、資金流出の一服などが支えとなり、金利低下余地は残されていると見込む。

堅調な推移見込むも、リスクも残る

新興国債券市場がおおむね堅調に推移すると見込む中、特に金利低下余地の大きいインドネシア、メキシコ、ロシアを選好している。但し、景気低迷が現在の想定より長引く場合は、財政やドル流動性など構造問題を再燃させる恐れがある。その場合は、非居住者の保有率の高い国を警戒する必要はある。

リート

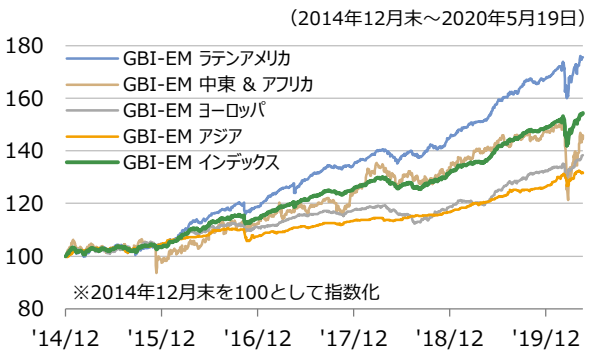
経済活動は徐々に再開へ

国によって新型コロナウイルスの感染状況は異なるものの、今後は徐々に経済活動は再開される方向に向かおう。行動制限の緩和により、国内需要は比較的速やかに回復しようが、外国人観光客の回復には時間を要しよう。日常生活に戻るために必要とされる業態や国内需要の回復の恩恵を受ける銘柄に注目している。

積極的な財政・金融政策

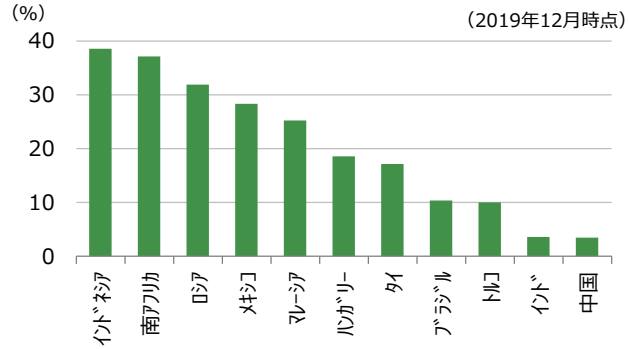
一部航空会社の経営破綻などは発生しているが、アジア・オセアニア地域では連鎖的な信用リスクの拡大には至っていない。各国政府及び中央銀行は積極的な財政政策や量的緩和を含む金融緩和策を実施しており、今後もその可能性は低いと考える。経済活動の再開とともに企業のキャッシュフローが改善すれば、信用リスクも落ち着きを取り戻そう。

新興国の債券市場の推移



（出所）JP Morganより大和アセット作成

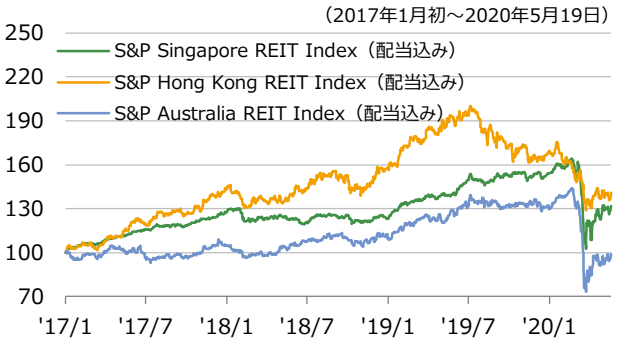
非居住者の新興国国債の保有比率



※タイは、2019年9月時点。

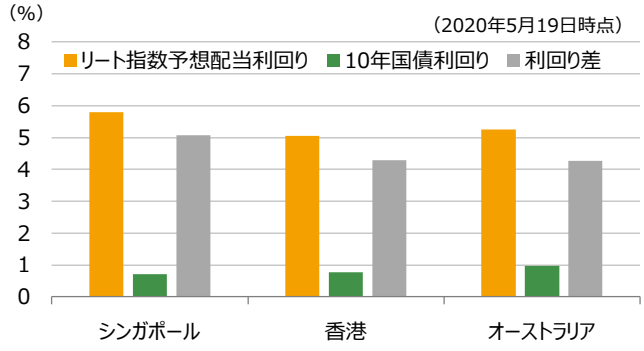
（出所）IIF

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

多くの通貨が近年の安値近辺で推移

新型コロナウイルスによるリスクオフの局面では、下落幅は限定的だったが、資源価格の急落を受け、資源国を中心に下落幅を拡大。今後の新興国通貨は、タイや、対外脆弱性が懸念されるトルコなどを除いて、近年の低水準から回復する余地は大きい。また、2020年は米ドルが小幅下落し、人民元が緩やかに上昇すると想定するなど、外部環境が良好と見込まれ、新興国通貨は徐々に下落を取り戻そう。

下落率はリーマンショック時より小さい

世界的リスク回避の流れの中、かつての金融危機を凌ぐ資金流出にも関わらず、主要新興国通貨の下落幅を見ると、コロナショック後は、おおむねリーマンショック後より小さい。直近1カ月も、下落幅拡大した国はトルコ、ブラジル、南アフリカに限定。かつてに比べて、経常収支が改善傾向にある国が多く、外貨準備高の積み増しも進んだことで、新興国通貨のショックへの耐性は強まったと考えられよう。

対外収支の状況はおおむね改善傾向

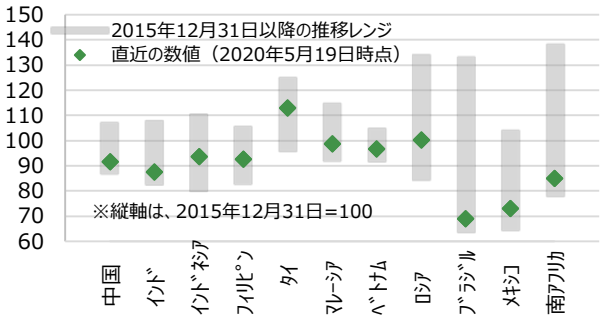
主要新興国の経常収支は回復傾向にある国が多い。特に、観光収入が顕著なタイや、直接投資が加速したベトナム、構造的な改善ではないものの、輸入が大きく減少したトルコ、などの国の改善が目立つ。経常収支改善を受け、外貨準備高の積み上げが進んだことから、グローバルなリスクオフなどの外部ショックへのセーフティーネットは強まっている。

資金流出の再加速時は、外貨準備に注意

3月の資金流出加速の場面では、市場安定化のために、外貨準備高を崩して介入する国もあるが、一般的に3カ月を超える輸入カバー率を持つ国では、セーフティネットが十分とみられる。ただし、3カ月に近い国では、対外環境の脆弱性が指摘されやすく、注意が必要である。一方で、ここ数年、主要国との通貨スワップを締結した国も多いことから、通貨危機に見舞われる事態は想定していない。

主要新興国通貨の推移

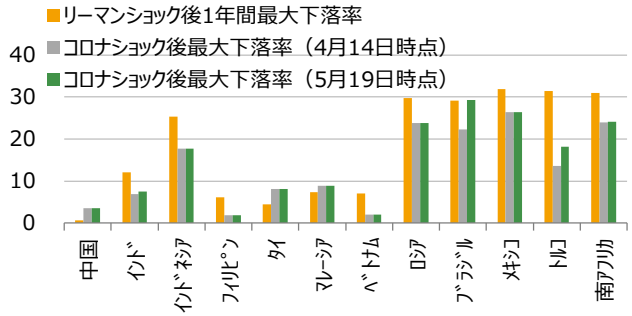
※縦軸は、2015年12月31日=100



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

リーマンショック時との下落率の比較

（%、対米ドル）（リーマンショック後：2008年9月14日～2009年9月14日）

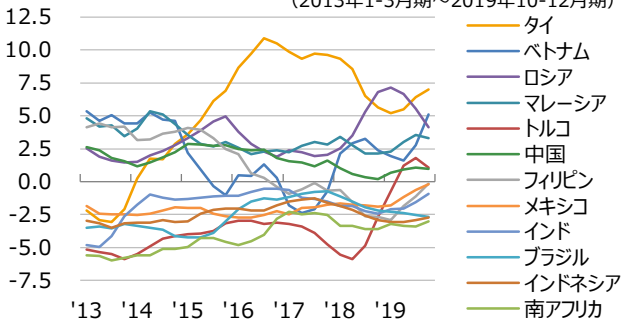


※リーマンショック後は2008年9月14日レートに対する下落率で、コロナショック後は、2020年1月17日レートに対する下落率。

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

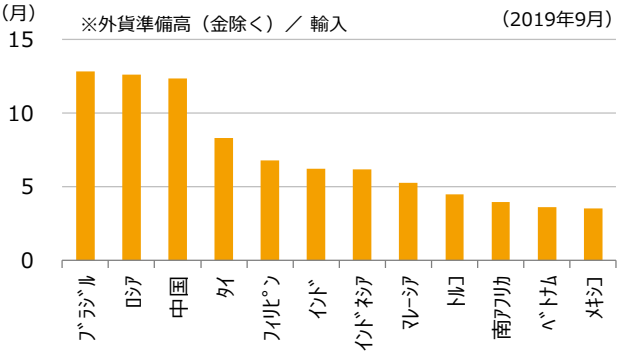
主要新興国の経常収支

（経常収支／GDP比率、％）　（2013年1-3月期～2019年10-12月期）



※4四半期累計の集計　（出所）CEICより大和アセット作成

外貨準備高（金除く）の輸入カバー率



※トルコ、マレーシアは、2020年3月時点。　（出所）IIF

原油

今年後半以降は需要超過の状態へ

EIAによると、世界の原油需給バランスは足元の供給超過の状態から今年7月に需要超過に転じ、その後も需要超過の状態が継続する見通しだ。新型コロナウイルス問題による需要の喪失やOPECプラスの決裂、原油貯蔵施設の空きがなくなることへの警戒などにより、不安定な相場が続いてきたが、需要超過の状態が継続する限り、原油価格暴落の可能性は低いと言えるだろう。

原油在庫の減少に伴い原油価格は堅調に

EIAによると、世界の原油需給バランスが需要超過に転じるのに伴い、OECD加盟国の商業用原油在庫は今年6月にピークを打ち、7月以降は減少傾向を辿る見通しだ。原油在庫と原油価格の連動性から考えれば、原油価格は堅調に推移することが込みまれ、直近の原油価格上昇は早くも在庫の減少を織り込み始めていると言える。当社は年末までにWTI原油先物価格で40米ドル/バレル台への回復を予想。

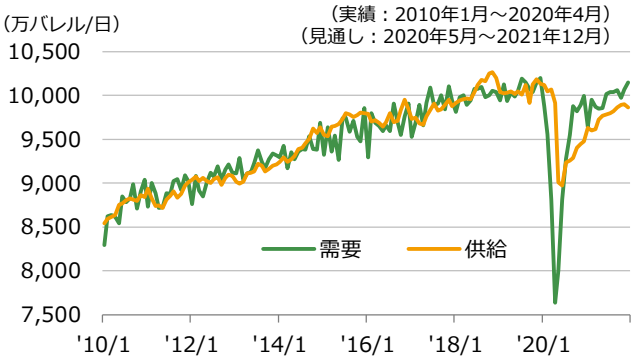
今後の原油価格上昇は一筋縄では行かず

世界の海上（タンカー）における原油在庫が3月から1億バレル程度増加するなど、OECD加盟国の商業用原油在庫に含まれない在庫が多く存在し、在庫の減少ペースはEIAの予想より緩慢になる公算が大きい。また、原油価格低迷時に原油ETFへ資金が流入し、投機筋も先物の買いポジションを拡大させた。これらの利益確定もこなす必要があり、今後は原油価格の上昇ペースが緩やかになると考えている。

ガソリンの回復とジェット燃料の低迷

外出制限が緩和される中、人との接触を避けるために公共交通機関ではなく車での移動が増え、経済に比べてガソリン需要の回復が先行。一方、ジェット燃料の需要は低迷したまま。今後、新型コロナウイルス問題が収束して航空需要が回復すれば、逆にガソリン需要の回復は鈍くなろう。以前に比べてビジネス旅行が減りテレワークが増えることを考えれば、原油需要が元の水準まで戻るのは容易ではない。

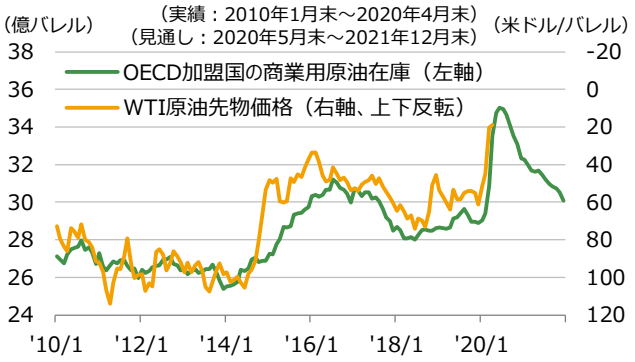
世界の原油需要と供給



※2020年5月以降はEIAによる見通し

（出所）EIA

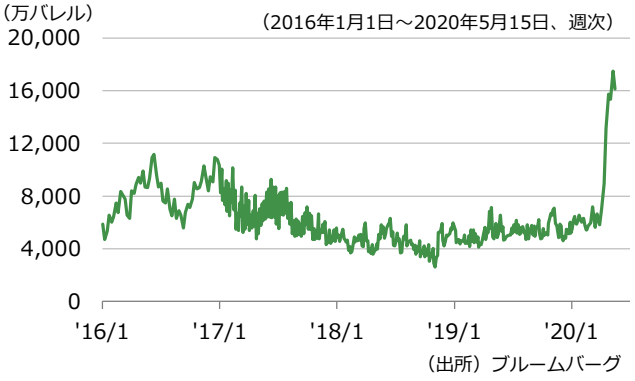
原油在庫と原油価格



※原油在庫の2020年5月末以降はEIAによる見通し

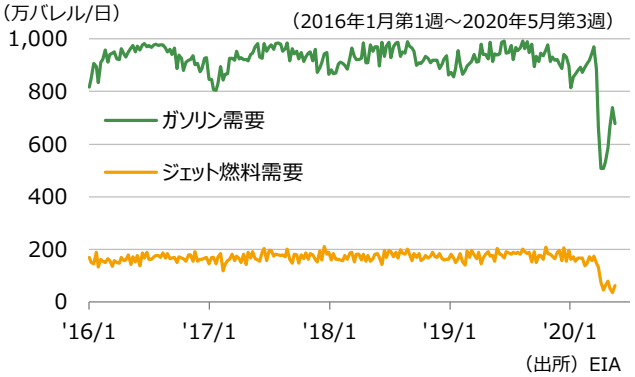
（出所）EIA、ブルームバーグ

世界の海上における原油在庫



（出所）ブルームバーグ

米国のガソリン需要とジェット燃料需要



（出所）EIA

金

米実質金利との連動性

金価格は米国の実質金利との連動性が高い。特に、昨年以降の金価格の上昇は実質金利の低下でほぼ説明できる。しかし、FRBはすでにゼロ金利政策と量的緩和政策を再開しており、長期金利の低下余地は乏しい。年末にかけて米長期金利が1%程度まで上昇するに伴い、実質金利はマイナス幅を縮小させる展開を想定している。そのため、金価格は下落リスクの方が大きいと考えている。

金ETFへの資金流入が継続

需給面では金ETFへの継続的な資金流入が金価格を押し上げている要因だ。ただし、年初からの世界的な株価急落や金価格上昇により、投資家のポートフォリオにおける金のウエイトは高まっていることだろう。株価下落のヘッジ手段としての役割を金に期待するのであれば、株価下落後に金を購入するのは手遅れであり、むしろポートフォリオのリバランスとして金を売却する動きが出ても不思議ではない。

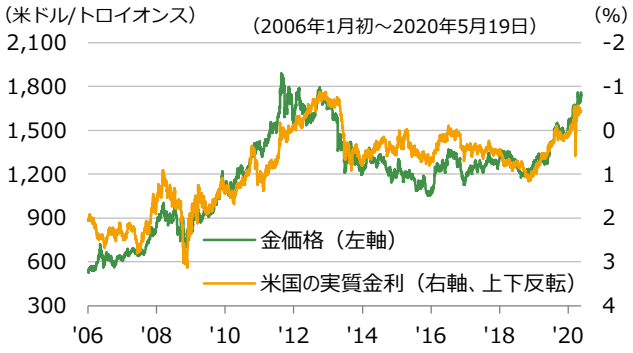
実需の低迷と供給の一時的な落ち込み

2020年1-3月期の需給バランスをみると、新型コロナウイルス問題を背景に実需と供給の減少が目立った。しかし、各国でロックダウンが解除されるに伴い、採掘活動は回復し始めている模様だ。一方、家計のバランスシートが悪化したことや金価格が高値圏で推移していることに鑑みれば、実需の回復には相当の時間を要するだろう。目先は、投資需要が金価格を支えるという危うい状況だと言える。

投機筋はポジションの解消を進める

年初からの金価格の上昇に対して投機筋（非商業部門）は追随しておらず、むしろ買いポジションを縮小させている状況だ。2018年には、投機筋が買いポジションを縮小させ、その後に金価格が下落したという経緯もある。金価格は長期的に上昇基調で推移するだろうが、年末にかけての実質金利の予想や実需・供給の動向、ETFや投機筋のポジションに鑑みれば、年内に調整局面が訪れると考えている。

金価格と米国の実質金利



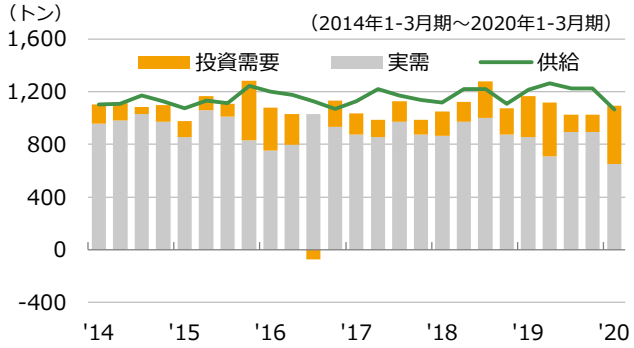
※実質金利=10年国債利回り－10年先期待インフレ率

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

金価格と金ETFの残高

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

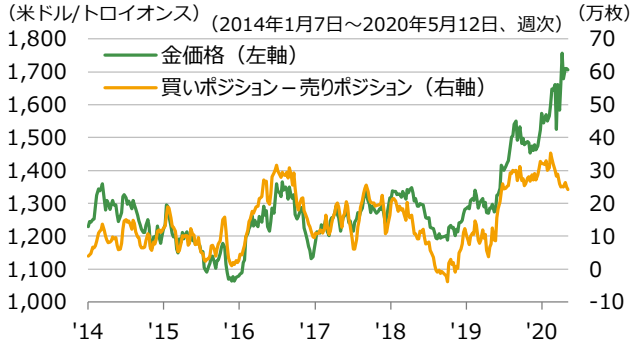
金の需要と供給



※投資需要：ETF、中央銀行などによる需要
※実需：宝飾品、産業用、金塊、コインなどによる需要

（出所）World Gold Councilより大和アセット作成

金価格と非商業部門の金先物ネットポジション



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

当面のリスク要因

リスク要因	生起確率	市場への影響		
		先進国	新興国	コメント
感染第2波の大規模な襲来	中	大	大	先進国では企業倒産が増大し、失業者数も一段と増加。政府の経済対策でも十分には抗しきれず。当面の需要消失だけでなく、潜在成長率が有意に低下する。世界的に不況の長期化を免れず。金融は極端に緩和的な状態が継続し、先進国の長期金利が軒並みマイナスに。新興国でも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さらなる下落圧力に晒され、ボラティリティが過去の金融危機を超える。先進国の株式市場は直近ボトムから反発しており、経済活動再開期待を一定程度織り込み済。感染第2波による行動自粛が大きくなれば株式市場のセンチメントは大きく悪化しよう。
米中対立の激化	中	大	大	新型コロナウイルスに係る米中の非難合戦、中国通信機器大手への米国の制裁強化などで、リスクが急速に増幅。外交面での対立の激化が貿易・投資の経済分野に跳ね返る。保護主義が一段と強まり、不況に拍車、或いは景気回復を阻害。世界が分断され、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。中国では供給網の中国離れが進み、中長期的に発展途上国の罠に落ち込む可能性が高い。一方、東南アジアやインドは直接投資の受け皿になりうる。先進国株式は企業業績への悪影響が再び意識され、下落で反応しよう。質への逃避の動きや、景気下押し圧力の高まりが懸念され、新興国は全般的に売られやすい。リスクオフの円高に。
原油価格の極端な変動	中	中	大	専ら供給要因での価格高騰であれば、不況下の世界経済に著しい打撃に。価格急落はエネルギー関連企業の信用不安を増幅。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。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と予想。ファンダメンタルズへの影響に加え、短期間での大幅な変動は金融市場のセンチメント悪化を通じて株式市場にもネガティブに働くと予想する。新興国では、原油輸出への依存度によって、選別が進み、原油安の局面では資源国のロシア、マレーシア、メキシコなどに売り圧力が強まる一方、原油の輸入依存度が高いインド、フィリピンなどの通貨安圧力は弱まろう。
米国の大統領・議会選挙後の政策の急変	中	中	ー	トランプ大統領が再選した場合、対中姿勢が一段と強硬化し、欧州を巻き込んで世界的に地政学的リスクが高まりかねず。民主党候補者が当選した場合、分配重視の政策に傾斜しがちで、トランプ減税の巻き戻しが意識される。大統領府、下院、上院が全て同一政党でなければ、極端な政策の実行は阻まれるが、同一政党であればその限りにはあらず。民主党に主導権が移れば、新型コロナウイルスの状況次第ではあるものの、トランプ減税の巻き戻しなどが意識されることとなり、株価は下落で反応しよう。為替はリスクオフの円高が進むことになろう。

※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

政策金利		直近値 5/19	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	FFレート（上限）	0.25%	0.00	-2.25	-0.75
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.50%	0.00	-0.10	-0.10
日本	一部当座預金への適用金利	-0.10%	0.00	0.00	0.00
カナダ	翌日物金利	0.25%	0.00	-1.50	-0.25
豪州	キャッシュ・レート	0.25%	0.00	-1.25	-1.25
中国	1年物MLF金利	2.95%	0.00	-0.35	-0.25
ブラジル	セリック・レート	3.00%	-0.75	-3.50	-8.25
英国	バンク・レート	0.10%	0.00	-0.65	-0.15
インド	レポ金利	4.40%	0.00	-1.60	-1.85
インドネシア	7日物借入金利	4.50%	0.00	-1.50	-0.25
メキシコ	銀行間翌日物金利	5.50%	-1.00	-2.75	-1.25
ロシア	1週間物入札レポ金利	5.50%	-0.50	-2.25	-3.75
トルコ	1週間物レポ金利	8.75%	-1.00	-15.25	0.75

10年国債利回り	直近値 5/19	期間別変化幅 1カ月	1年	3年
米国	0.69%	0.05	-1.70	-1.55
ドイツ	-0.46%	0.01	-0.36	-0.83
日本	0.01%	-0.02	0.06	-0.03
カナダ	0.60%	-0.05	-1.09	-0.88
豪州	0.98%	0.12	-0.66	-1.50
中国	2.74%	0.19	-0.53	-0.89
ブラジル	8.58%	0.97	-0.83	-2.77
英国	0.25%	-0.06	-0.79	-0.85
インド	5.78%	-0.57	-1.59	-0.94
インドネシア	7.65%	-0.26	-0.41	0.60
メキシコ	6.09%	-0.82	-1.97	-1.17
ロシア	5.64%	-0.76	-2.53	-2.01
トルコ	13.15%	-0.85	-4.91	2.52

株価指数		直近値 5/19	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NYダウ	24,207	-0.1%	-6.0%	16.4%
	S&P500	2,923	1.7%	2.2%	22.7%
ユーロ圏	STOXX 50	2,903	0.5%	-15.3%	-19.1%
日本	日経平均株価	20,433	2.7%	-3.8%	4.3%
	TOPIX	1,486	3.0%	-4.4%	-4.7%
中国	MSCI中国	83.62	4.0%	6.8%	18.3%
インド	MSCIインド	1,053	-2.8%	-18.7%	-5.5%
インドネシア	MSCIインドネシア	4,883	-4.0%	-24.0%	-28.6%

リート		直近値 5/19	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米国	NAREIT指数	14,948	-4.6%	-20.9%	-6.8%
日本	東証REIT指数	1,593	1.1%	-17.1%	-9.3%

商品		直近値 5/19	期間別変化率 1カ月	1年	3年
原油	WTI原油先物価格	32.50	77.9%	-48.2%	-35.4%
金	COMEX金先物価格	1,746	3.3%	36.8%	39.2%

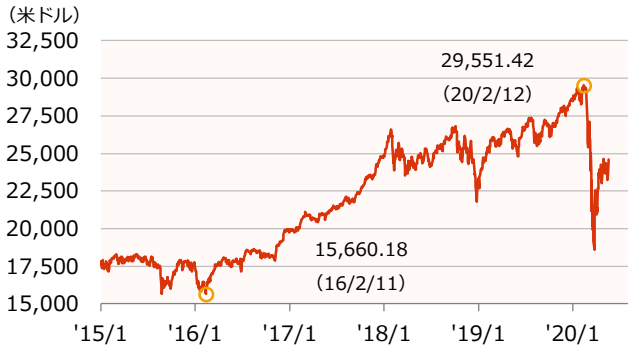
為替（対円）	直近値 5/19	期間別変化率 1カ月	1年	3年
米ドル	107.71	0.2%	-2.2%	-3.2%
ユーロ	117.67	0.6%	-4.2%	-5.6%
カナダ・ドル	77.25	0.6%	-5.6%	-6.2%
豪ドル	70.41	2.9%	-6.9%	-15.2%
人民元	15.14	-0.3%	-4.4%	-6.4%
ブラジル・レアル	18.72	-8.9%	-30.3%	-45.2%
英ポンド	131.97	-1.8%	-5.8%	-9.0%
インド・ルピー	1.42	1.2%	-9.2%	-17.3%
インドネシア･ルピア	0.73	5.3%	-4.1%	-12.6%
フィリピン・ペソ	2.12	0.1%	1.8%	-5.4%
ベトナム・ドン	0.46	0.7%	-2.1%	-5.6%
メキシコ・ペソ	4.56	0.6%	-20.6%	-23.3%
ロシア・ルーブル	1.49	2.1%	-12.7%	-24.2%
トルコ・リラ	15.88	2.3%	-12.6%	-49.0%

※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

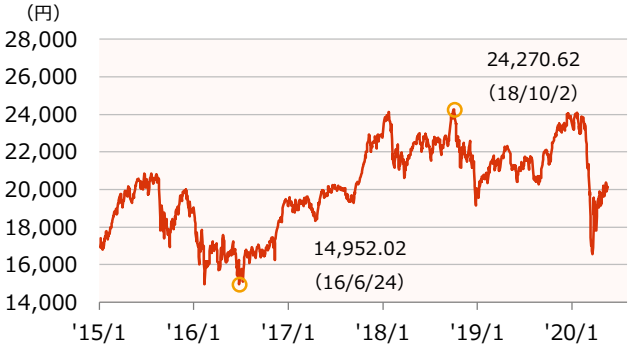
NYダウ



S&P500

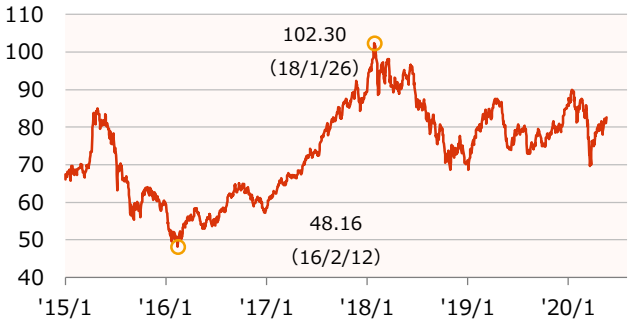
STOXX 50

日経平均株価



TOPIX

MSCI中国



NAREIT指数（配当込み）

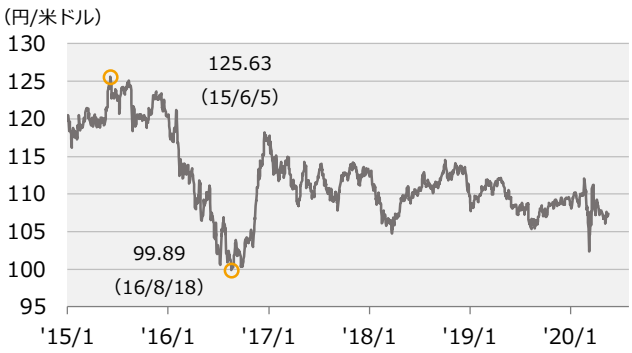
東証RETI指数（配当なし）

※グラフの期間は2015年1月初～2020年5月19日

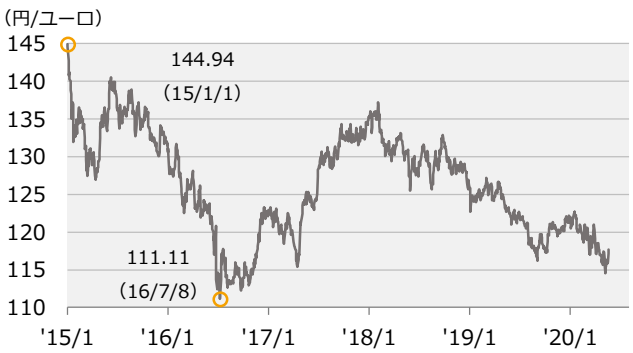
（出所）ブルームバーグ

為替レート・商品価格 - 推移

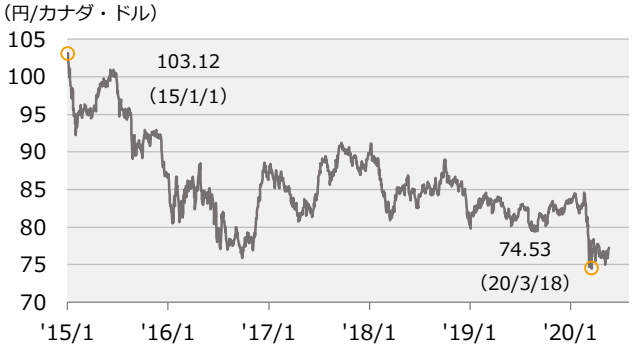
米ドル



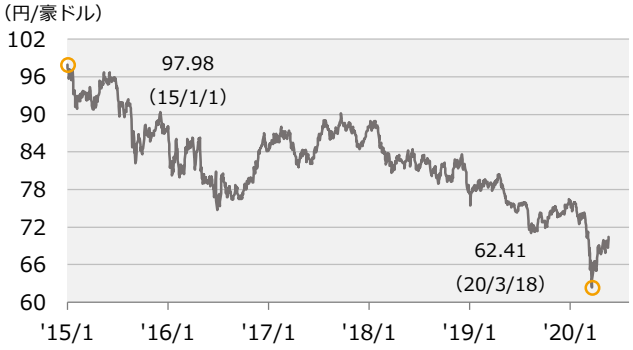
ユーロ



カナダ・ドル

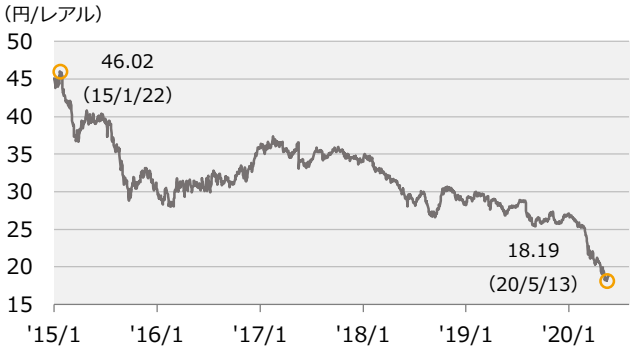


豪ドル

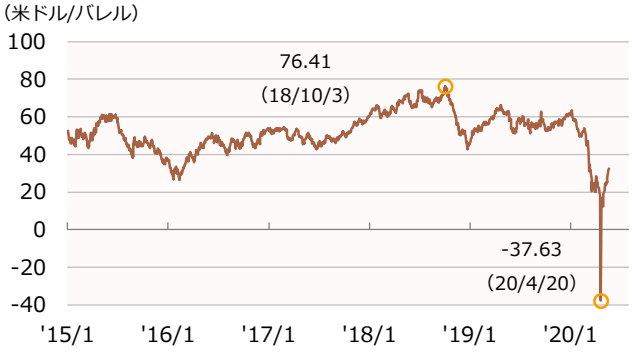


中国人民元

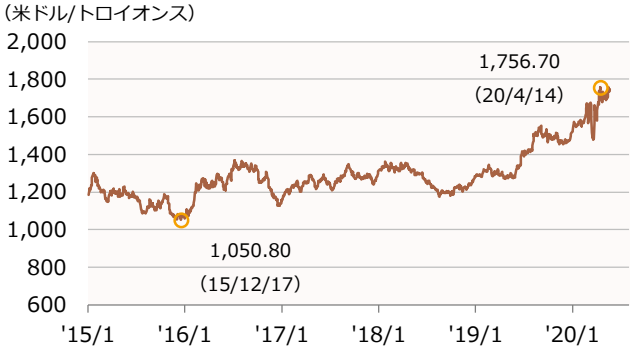
ブラジル・レアル



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～2020年5月19日

（出所）ブルームバーグ

経済指標 – 過去3年実績値

前年比

実質GDP成長率	2017年	2018年	2019年
米国	2.4	2.9	2.3
ユーロ圏	2.5	1.9	1.2
日本	2.2	0.3	0.7
カナダ	3.2	2.0	1.6
豪州	2.5	2.7	1.8
中国	6.9	6.7	6.1
ブラジル	1.3	1.3	1.1
先進国	2.5	2.2	1.7
新興国	4.8	4.5	3.7

前年比

消費者物価	2017年	2018年	2019年
米国	2.1	2.4	1.8
ユーロ圏	1.5	1.8	1.2
日本	0.5	1.0	0.5
カナダ	1.6	2.3	1.9
豪州	2.0	1.9	1.6
中国	1.6	2.1	2.9
ブラジル	3.4	3.7	3.7

年末値

政策金利		2017年	2018年	2019年
米国	FFレート（上限）	1.50	2.50	1.75
ユーロ圏	中銀預金金利	-0.40	-0.40	-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	1.00	1.75	1.75
豪州	キャッシュ・レート	1.50	1.50	0.75
中国	1年物MLF金利	3.25	3.30	3.25
ブラジル	セリック・レート	7.00	6.50	4.50

年末値

失業率	2017年	2018年	2019年
米国	4.1	3.9	3.5
ユーロ圏	8.6	7.8	7.4
日本	2.7	2.4	2.2
カナダ	5.8	5.7	5.6
豪州	5.6	5.0	5.1
中国	3.9	3.8	3.6
ブラジル	11.8	11.6	11.0

（出所）ブルームバーグ、IMF

各国金融政策

	米国 FRB	ユーロ圏 ECB	日本 日本銀行
政策目標	• 雇用の最大化 • 物価の安定：2%のインフレ率	• 物価の安定：2%弱のインフレ率	• 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
- 2020年末の予想値	0～0.25%	▲0.50%	▲0.10% ゼロ%程度
今後の展開 - 予想	• 2020、2021年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続 • 2021年は緊急対応の信用緩和の一部を巻き戻し	• 2020、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	• 2020、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
2020年	6月	●日銀金融政策決定会合（15-16日） ●布野日銀審議委員任期（30日）	●ECB理事会（4日） ●FOMC（9-10日） ●EU首脳会議（18-19日）	●カナダ銀行ポロズ総裁任期（2日） ●メキシコ地方選挙（7日） ●OPEC総会（9日）、OPECプラス会合（10日）
	7月	●日銀金融政策決定会合（14-15日） ●小池東京都知事任期（30日）	●英国のEU離脱の移行期限の延長要請期限（1日） ●（31日）ECB理事会（16日） ●FOMC（28-29日）	
	8月		●米民主党全国大会（17-20日） ●米共和党全国大会（24-27日）	
	9月	●日銀金融政策決定会合（16-17日）	●ECB理事会（10日） ●FOMC（15-16日） ●第1回米大統領候補者討論会（29日） ●米2021年度予算成立期限（30日）	●香港立法会議員選挙 ●ニュージーランド総選挙（19日）
	10月	●日銀金融政策決定会合（28-29日）	●第2回米大統領候補者討論会（15日） ●EU首脳会議（15-16日） ●第3回米大統領候補者討論会（22日） ●ECB理事会（29日） ●米財務省為替報告書（月内）	●ブラジル地方選挙（4日） ●中国五中全会開催の可能性
	11月		●米大統領選挙・議会選挙（3日） ●FOMC（4-5日）	●G20首脳会談（リヤド、21-22日） ●ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（ベトナム）
	12月	●日銀金融政策決定会合（17-18日）	●ECB理事会（10日） ●EU首脳会議（10-11日） ●FOMC（15-16日） ●英国のEU離脱の移行期限（31日）	●中国中央経済工作会議（月内） ●OPEC総会（月内）
2021年	1月	●通常国会召集	●米議会開会（4日） ●米大統領就任式（20日） ●ECB理事会（21日）	
	2月		●米大統領議会演説	●中華圏旧正月（12日）
	3月		●ECB理事会（11日） ●EU首脳会議（月内）	●中国全人代（上旬）
	4月		●英国地方選挙（7日） ●ECB理事会（22日） ●米財務省為替報告書（月内）	●ペルー大統領選挙（11日） ●ラマダン開始（13日）
	5月		●EU首脳会議（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のうえ、ご自身でご判断ください。

■当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。

■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらは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、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、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、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、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、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、TOPIX：東証株価指数、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WHO：世界保健機関

（作成基準日：2020年5月19日）
（発行日：2020年5月25日）