

マーケットの視点

「投資環境」

吉川レポート：基軸通貨国の大規模緩和の威力

- 1 株価などのリスク資産は堅調に推移
- 2 背景には実質長期金利の大幅低下
- 3 リスク資産上昇継続に向けた3つのハードル

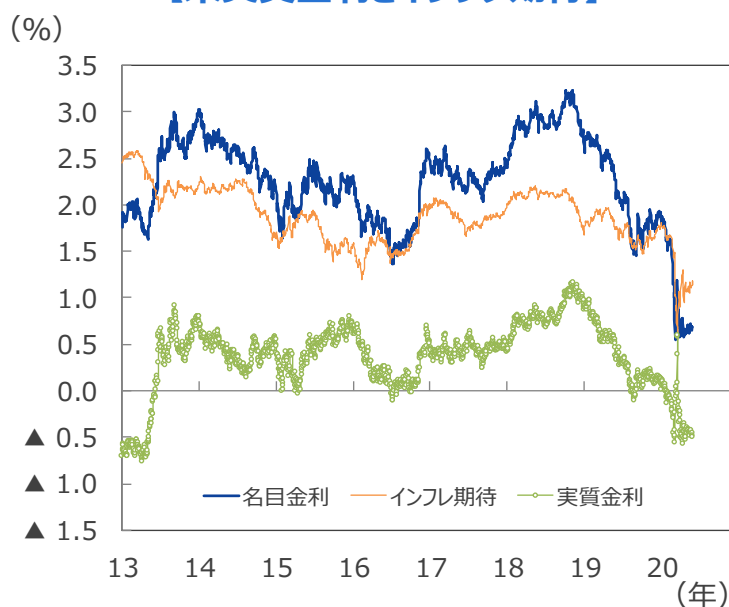
1 株価などのリスク資産は堅調に推移

- 欧米先進国でロックダウン（都市封鎖）の段階的緩和が始まりましたが、経済成長に関する先行き不透明感はなお強い状況にあります。それにも拘わらず、5月も株価などリスク資産価格の回復傾向が続いたのは、米連邦準備制度理事会（FRB）による大規模な金融緩和の効果が大きいためだと考えます。
- 今回のような新型コロナウイルス感染症抑制のための移動制限による経済悪化の場合、金利低下が耐久財消費や設備投資の増加を通じて景気を直接的に刺激する効果は限られます。しかし、FRBがゼロ金利政策に止まらず、債券購入や海外へのドル資金供給などを大規模に実施し、基軸通貨であるドルの実質長期金利を大きく押し下げていることが、資金フローと資産価格のサポートを通じてグローバルなデフレ懸念の広がりを食い止めていると考えます。

2 背景には実質長期金利の大幅低下

- 経済危機が続く中、米国でもデフレのリスクが意識されていないわけではありません。米国のインフレ期待（インフレ連動債市場におけるブレークイーブンインフレ率）は年初と比較して0.6～0.7%ポイントも低くなっています。しかし、FRBの大規模緩和により、それ以上に長期金利が低下しています。米財務省証券（10年）の利回りは、年初比で1.2～1.3%ポイントも下がりました。（年初の1.9%程度に対し5月末では0.6～0.7%）。この結果、両者の差（長期金利－インフレ期待）である実質長期金利は、年初には小幅プラスであったのに対し、足元では▲0.5%程度の大幅なマイナスになっています。

【米実質金利とインフレ期待】



(注) データは2013年1月1日～2020年5月29日。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に
 三井住友DSアセットマネジメント作成

- 米実質長期金利の低下は、配当利回りの魅力を維持し、主要国株式市場への資金流入を支えるだけでなく、幅広い資産価格のサポート要因となっています。最も象徴的なのが金価格です。金には金利が付きませんが、インフレ率に価格が連動するため、「実質金利ゼロの金融資産」という性格を持つと考えられます。今回、金のドル建て価格は、米実質長期金利が大幅なマイナスに低下すると共に、大幅に上昇しています。米国の量的緩和縮小によって米長期実質金利が大きく上昇、金価格が大幅に下落した2015-16年の中国ショック時とはきわめて対照的な動きとなっています。
- 新型コロナウイルスの感染抑制が遅れている新興国からは資金が流出していますが、米実質長期金利の低下がなければもっと激しいものになっていたはずで、新興国通貨の為替レートは対米ドルで下落しているとはいえ、比較的緩やかな国が多く（激しく低下しているのは一部の国に限られており）、新興国通貨の平均で見ると、対ドル為替レートは年初比で、5.6%に止まっています（MSCI新興国通貨指数ベース）。このため、新興国の多くでなお利下げを継続することが可能となっています。

3 リスク資産上昇継続に向けた3つのハードル

- 以上から、FRBの大規模緩和によって、景気悪化と資産価格下落が相乗的に進む悪循環は回避されたと考えられます。但し、資産価格の上昇傾向が継続するには、いくつかハードルがあります。
- 第一は、小規模な感染再拡大とその抑制のための一時的減速はあったとしても、趨勢としては景気回復が続くことです。新型コロナウイルスの感染収束状況（特に新興国）やワクチン・治療薬の開発状況によって、見通しが左右されることとなります。
- 第二は、景気を押し上げるための財政政策です。全人代で財政拡張が確認された中国や、財政刺激パッケージ第4弾が議論されている米国では、財政支出の積み増しが行われる可能性が高いと考えます。欧州で議論が本格化しはじめた復興基金が早期に実現するとすれば、プラスの材料となります。
- 第三は、米中関係です。米国は香港の高度な自治が失われたとの見方を公式に表明しており、香港に対する各種優遇措置の見直しや個別企業・一部政府関係者についての制裁を実施する可能性が高まっていますが、その影響は管理可能とみられています。問題はこれらを超えてどのような批判・制裁の応酬になるかです。両国とも、最終的には経済に大きな打撃となる事態は回避するとみられますが、不透明感の高まりを受けて、市場が一時的にリスク回避的になる可能性はあります。
- メインシナリオとしては、株式などリスク資産のレンジが徐々に切り上がる展開を予想しますが、これらのハードルがクリアされつつあるのか、夏場にかけて金融市場はチェックしながら進むことになると考えます。

（吉川チーフマクロストラテジスト）



主要国経済の動向と金融政策の見通し

	景気のイメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	個人消費の見通しを下方修正、2020年の成長予想を▲3.7%から▲5.9%に引き下げ。2021年は4.0%から4.9%に上方修正。州政府の大半は5月から準備を進め、6月から経済活動を再開する計画。小規模な感染再拡大をこなしながら段階的に経済活動再開に向かおう。追加の財政刺激について1兆ドルを超える第4弾が打ち出される見通し。	政策手段を総動員 <ul style="list-style-type: none"> FRBはゼロ金利、国債・公的MBSの無制限買取、CP購入・MMF流動性ファシリティの設置、財務省の保証を受けた社債や各種ローンの買取プログラムを決定。 資産買取拡大、フォワードガイダンスによる長期金利抑制が今後の注目点。マイナス金利が実際に導入される可能性は低い。2021年まで緩和を維持しよう。
日本	第2次補正予算によるGDP押し上げ効果を+0.8%と見込む。その結果、2020年度の成長率見通しを▲6.1%から▲5.8%に引き上げ。2021年度は3.5%と予想。緊急事態宣言が解除に向かう中、財政政策の効果もあり、7-9月期にはプラス成長に転ずると予想。但し、感染第2波リスクへの警戒から経済活動の回復ペースは緩やかになる。	資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充 <ul style="list-style-type: none"> 日銀は3月のETF・J-REITの買入れ枠額倍増に続き、4月会合で、CP・社債購入枠の3倍増、国債購入額の制限撤廃、企業金融支援オペ拡充を決定。 追加緩和策は引き続き、企業金融支援、資産買取強化が軸。為替の安定が続けば、マイナス金利深堀りの可能性は限られよう。
ユーロ圏	1-3月期の不振を受けて、2020年の成長率見通しを▲7.9%から▲9.0%に下方修正。2021年は5.0%と予想（前回予想2.0%）。2020年後半は回復に向かうが、①家計・企業行動に慎重さが残る、②現段階で計画されている裁量的な財政刺激措置はユーロ圏のGDP比3%程度で十分でない、等から米国と比較して緩やかなペースに止まろう。	資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充 <ul style="list-style-type: none"> ECBは3月の企業向け資金供給強化、QE拡大、大規模な資産買取スキーム設定に続き、4月の定例理事会で長期資金供給オペの金利の引き下げを決定。 資金供給オペの金利引き下げにより、マイナス金利深堀りの可能性は低下。追加緩和は企業金融支援、資産買取強化を軸に検討されよう。
中国	1-3月期の大幅落ち込みの影響で2020年の成長率は前年比3.6%に止まるが、財政刺激等により、2021年は同8.3%へ反発しよう。全人代（5月22日-28日）では成長目標設定を見送ったが財政出動方針を確認。雇用安定維持のためには3-4%の成長が必要であり、習近平政権は財政金融政策を総動員して成長率を回復させる方針。財政刺激により5%程度GDPを押し上げる方針と推測される。	利下げ・流動性供給・信用政策 <ul style="list-style-type: none"> 人民銀行は3月に預金準備率引き下げ、リバースレポ7日物金利の引き下げ等を実施したのに続き、4月20日に最優遇貸出金利（LPR）1年物を0.2%引下げ。6月にもそれぞれ0.1%の利下げを行う見込み。 利下げに加え、預金準備率の再引き下げ（財政ファイナンスのサポートを意識）、元利の返済猶予など、多様な金融政策ツールを活用する見通し。

（注）太字は注目点を示す。FRB=米連邦準備制度理事会。MBS=資産担保証券。ECB=欧州中央銀行。QE=量的緩和。
 （出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【当面の重要日程と政治リスク】

2020年 海外				2020年 日本		
6月	1日	チリ	大統領教書発表	6月	15-16日	金融政策決定会合
	2日	--	WTO一般理事会		17日	通常国会会期末
	4日	ユーロ	ECB理事会		30日	布野日銀審議委員の任期
	9日	--	OPEC定例総会		月末	キャッシュレスポイント還元終了予定
	9-10日	米国	FOMC（経済見通し）		月内	成長戦略・骨太方針公表
	12日	ユーロ	ECOFIN			
	18-19日	ユーロ	EU首脳会合			
	30日	英国	EU離脱移行期間延長の決定期日			
	月内	--	世銀世界経済見通し			
	下旬	--	ASEAN2020首脳会議			
7月	16日	ユーロ	ECB理事会	7月	5日	東京都知事選開票
	18-19日	--	G20財務相中銀総裁会議（サウジアラビア）		14-15日	金融政策決定会合（展望レポート）
	28-29日	米国	FOMC			
8月	17日の週	米国	民主党大会			
	24日	米国	共和党大会			
9月	10日	ユーロ	ECB理事会	9月	1日	マイナンバーカードのポイント還元
	15-16日	米国	FOMC（経済見通し）		16-17日	金融政策決定会合
	18-21日	韓国	ADB年次総会			
	9月中		G7+4			

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも
チェック！

2020年6月 4日 市川レポート「日経平均株価は長期上昇トレンドを回復か」
 2020年5月28日 日本株式市場～「情報技術」、「ヘルスケア」がけん引役

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。