

マーケットの視点

「投資環境」

先行きを占う、3つのシナリオ（吉川レポート）

1 不透明材料を織り込みながらの展開

2 金融市場を支えるクッション

3 先行きの変化：3つのシナリオ

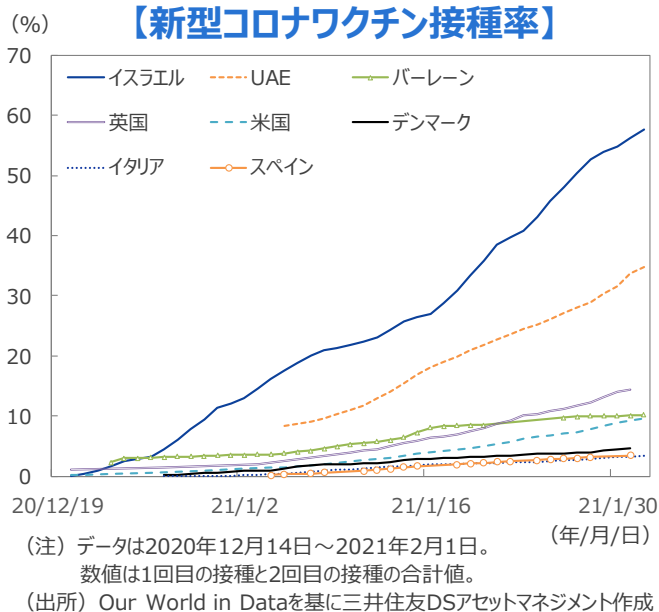
1 不透明材料を織り込みながらの展開

- 内外の金融市場では、1月下旬に一旦踊り場的な動きとなりましたが、概ねリスクオン（選好）の状態が続いています。2021年に入ってからの環境変化をみると、米国では大統領・議会の上下院いずれも民主党となり、バイデン政権の財政支出拡大によるリフレ政策強化への期待が高まる一方で、米長期金利上昇によりドル安に歯止めがかかった他、民主党の増税・規制強化への警戒感が浮上しました。
- 新型コロナウイルス感染が景気に与える影響（短期悲観、中期楽観）は変わっていません。しかし、変異株の広がりへの影響は一定の先行き不透明感を生じさせています。
- 加えて、SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）での呼びかけに応じた個人投資家グループが一部企業の株式、商品を買上げ、売り持ちポジションを膨らませた一部のヘッジファンドに損失が発生し、米国を中心に株式市場が不安定な動きを示しました。広い意味でみて金融市場の過熱感への警戒と解釈できます。

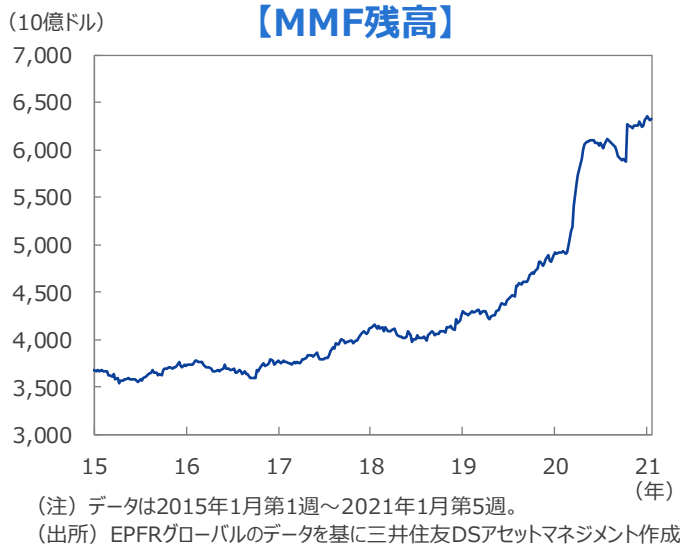
2 金融市場を支えるクッション

- 1月下旬には上述の不透明材料が意識されました。ただし、タイプの違う複数のワクチンが実用化されつつある上、米国を中心に先進国ではコロナ対策の財政支出が積み増される見通しで、4-6月期以降、景気を刺激し始めます。マネーサプライの増加やMMFの残高が高水準で推移していることが示しているように、主要国の家計・企業は潤沢なキャッシュを保有しています。
- また、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の会見で、①資産買取減額の議論は時期尚早、②金融市場の過熱は規制・監督で対応するべき、と述べています。基軸通貨国である米国の金融政策は、緩和的な姿勢が続く公算が大きいです。以上がクッションとなり、金融市場で一方向的なリスクオフ（回避）傾向が長期化する可能性は小さいと考えます。

【新型コロナワクチン接種率】



【MMF残高】



■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。

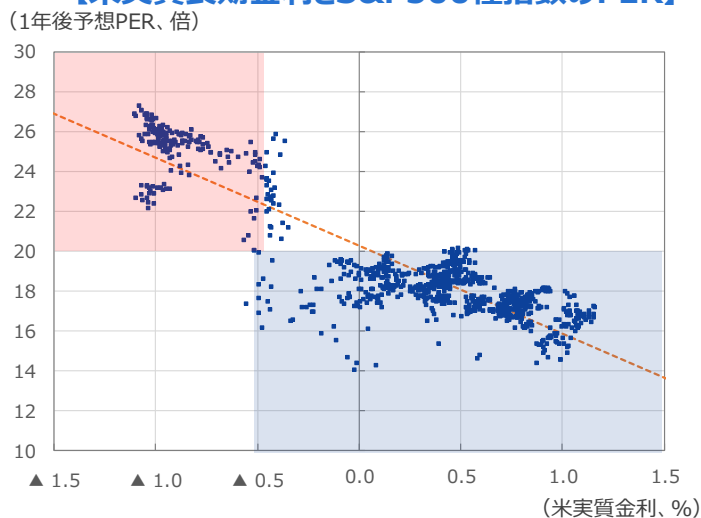


3 先行きの変化：3つのシナリオ

- 先行きは、米英が先行する形でワクチンの接種が進む年央前後に、金融環境に変化が起きそうです。メインシナリオはコロナショックによる構造変化から雇用回復やインフレ率の上昇が緩慢に進む中、FRBが長期金利の上昇を緩やかに止める政策をとるケースです。米長期金利は1.3～1.5%に止まり、低金利（10年物実質金利は0.5%程度のマイナス）が続きます。ドル安基調の下、景気回復を受けたセクターローテーションや、日本、新興国の株式等に資金の分散が起こるとみられます。
- リスクシナリオは上下にあります。コロナウイルスの収束を受けて先進国の消費が想定以上に増加する（家計貯蓄率が下がる）場合、景気が上振れします（アップサイドリスク）。特にFRBが大きな長期金利上昇を容認すれば、メインシナリオよりもドルが堅調となり、新興国は成長力の強弱によって選別されます。株価は収益上振れと金利上昇に伴うバリュエーション低下のバランスにより明暗が分かれることとなります。ダウンサイドリスクは変異型ウイルスの感染が拡大し、景気回復が遅れ、低金利下の利回り追求型資金フローが続きます。
- 3つのケースを考える上で、カギとなるのは米家計の支出・貯蓄行動です。米家計の金融資産における株式比率は2020年9月末で36.0%（間接保有分含む）と歴史的に高水準ですが、主に株価の値上がりによるものです。コロナ禍で米政府が行った家計向け現金給付が貯蓄され、米家計の金融資産の取得（値上がり益ではなく新規取得）は2021年1-9月で年率3.6兆ドルと2019年（2.2兆ドル）から大幅に増加しました。このうち株式の取得は4,040億ドルである一方、現預金・MMFを3.2兆ドルも積み上げています。株式保有比率が上昇する中で、現預金保有比率も上昇しています。
- 米家計が「予備的貯蓄」として金融資産を多めに持つ傾向が続き、消費が緩やかに増加する中、米株価は好材料を十分織り込んだ水準に上昇しているため、米家計の金融資産が海外を含めて分散投資され、ドル安傾向となるのがメインシナリオです。一方、予想以上に消費支出に向かうケースがアップサイドシナリオ、感染継続を受けて現預金を積み上げてしまうケースがダウンサイドシナリオにあたります。
- リスクファクターとしては、コロナウイルスの感染力、ワクチンの効果・副反応・普及スピード、欧州政治情勢などに加え、個人投資家の金融市場での行動による一層のボラティリティの高まりやそれに対する規制論の動向などがあり、注意しておく必要があります。

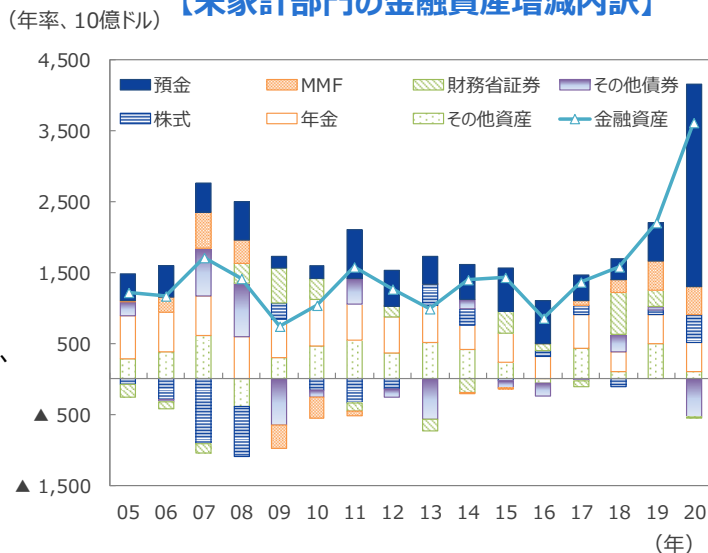
（吉川チーフマクロストラテジスト）

【米実質長期金利とS&P500種指数のPER】



(注1) データは2017年1月1日～2021年2月2日。
 (注2) 米実質金利 = 名目10年金利 - BEI10年金利。
 (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

【米家計部門の金融資産増減内訳】



(注) データは2005年～2020年。
 (出所) FRBのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



主要国経済の動向と金融政策の見通し

	景気のイメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	感染拡大で2021年1-3月の成長は下振れるが、4-6月以降、ワクチン普及や財政刺激効果などから成長ペースが回復、取り戻す見通し。上院でも民主党が多数となり、財政の規模が拡大する見通しとなったことから、2022年の見通しを4.8%に上方修正。バイデン政権の左派的政策（増税・規制強化）に一応注意したい。	経済の正常化をにらむ展開 <ul style="list-style-type: none"> 12月の公開市場委員会でフォワードガイダンスを変更したが、買入れ対象債券の満期構成については現状維持。議事録等から判断して緩和強化は一巡、経済正常化の進展をみながらどの程度緩和を維持するかを検討する局面に移行しつつある。
日本	緊急事態宣言などを受け、2020年度は▲5.8%に下方修正（従来▲5.2%）。2021年度は4.1%成長を予想。緊急事態宣言の2020年度成長率への影響は11都府県・2カ月で▲0.51%と推定。2021年度入り以降、緊急事態宣言の影響の反動、経済対策効果、ワクチン普及などからプラス成長への回帰を予想。	企業金融支援を延長 <ul style="list-style-type: none"> 日銀は12月の金融政策決定会合で、企業金融支援のための「特別プログラム」を6カ月延長した。 各種施策の「点検」については、ETF購入や長期金利の変動幅などが議論対象か。いずれにせよ金融緩和の持続性を高めることが主眼とみられる。
ユーロ圏	感染拡大をうけドイツなどでロックダウン的な措置が3月迄続く見通しで、 1-3月はマイナス成長 。2021年の成長見通しを5.8%から4.3%に下方修正。但し、ワクチン効果と財政支出で21年半ば以降は堅調になると予想。2022年は4.7%と若干上方修正。コアインフレは1%を下回る状況が継続。イタリア政局に一応注意したい。	緩和的金融環境を維持 <ul style="list-style-type: none"> ECBは12月の理事会で緩和政策を延長拡大、1月は現行維持。緩和的金融環境を維持することが主眼に置かれており、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）については弾力的に運営する方針。 6月に向けて実施されている戦略再検証の結果にも注目しておきたい。
中国	2020年10-12月期のGDPは前年比6.5%に加速。ハイテク生産増加に加え、消費も回復。2020年は2.3%成長にとどまったが、2021年は消費回復から8.9%と加速する見込み。景気正常化をうけ、習近平政権は2021年の経済政策について過度な景気支援からの正常化を図ろう。12月のマネー統計は鈍化した。金融政策の正常化を反映した動き。人民元に上昇余地。	金融政策は微調整モード <ul style="list-style-type: none"> 7月末の中央政治局会議で景気対策の重点は緊急対応から中長期の安定にシフト、金融政策は微調整モードに移行。銀行間金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。 一部の社債デフォルトに対しては銀行市場への資金供給を潤沢にすることによって対応。 元高に対する人民銀行の姿勢に注目。

（注）太字は注目点を示す。ECB：欧州中央銀行。

（出所）各種報道等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【当面の重要日程と政治リスク】

2021年 海外			2021年 日本	
2月	11-17日	中国 旧正月休暇	2月	
	27日	G20財務大臣・中央銀行総裁会議		
	下旬	米国 バイデン大統領施政方針演説		
3月	5日	中国 第13期全国人民代表大会第4回全体会議開会	3月	
	11日	ユーロ ECB理事会		
	16-17日	米国 FOMC（経済見通し）	18-19日	金融政策決定会合
	25-26日	EU EU首脳会議	31日	桜井日銀審議委員の任期満了
4月	7-8日	G20財務大臣・中央銀行総裁会議	4月	
	22日	気候変動サミット		
	22日	ユーロ ECB理事会		
	27-28日	米国 FOMC	26-27日	金融政策決定会合（経済・物価情勢の展望）

（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！

2021年2月3日 好業績を背景に日本株式市場の上昇基調が続こう
 2021年2月2日 急落したが、米国株式市場は上昇基調を維持しよう

■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。

