

マーケットの視点

「投資環境」

ダイバージェンスからコンバージェンスへ（吉川レポート）

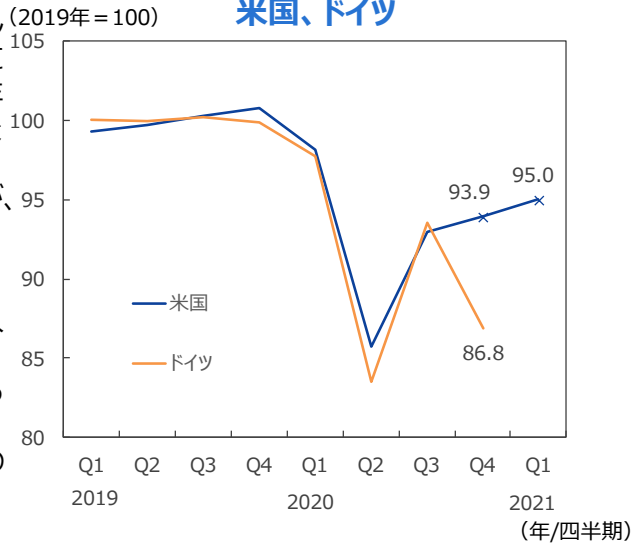
- 1 中国主導、米国先行を経て欧州のキャッチアップ
- 2 長期金利は上昇を再開へ
- 3 短期的にはリスクにも目配りが必要

1 中国主導、米国先行を経て欧州のキャッチアップ

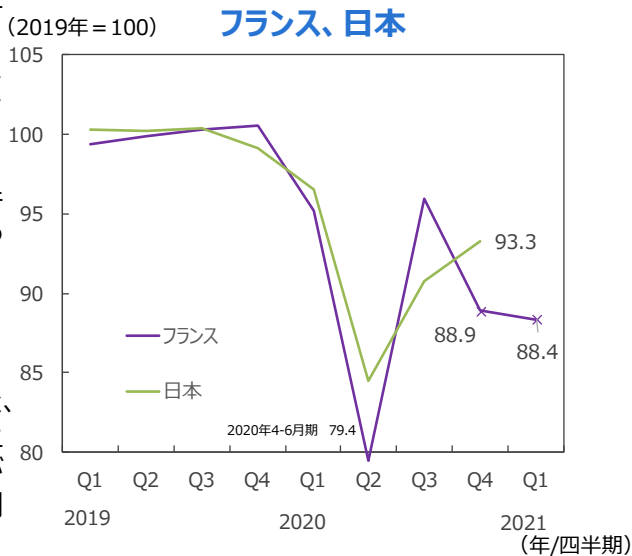
【主要国の実質サービス消費の動向】

- 世界経済を大局的に見ると2020年4-6月以降、世界経済を主導してきた中国は足元でも堅調さが続き、経済政策が段階的に正常化に向かう中で安定成長軌道へ移行し始めています。代わって2020年秋～2021年前半は米国経済の回復ペースが加速し、他地域との景況感の差（ダイバージェンス）が目立っています。特に2021年1-3月の成長率を見ると、米国は前期比年率6.4%の高成長となりましたが、ユーロ圏は2.5%のマイナスに落ち込み、日本においてもマイナス成長が予想されます。
- バイデン政権の追加コロナ対策（家計向け現金給付）を受けて耐久消費財の消費が急増したことが米国の成長加速の一因ですが、根底にあるのはワクチン普及によるサービス消費の立ち直りの差に違いがあるからといえます。サービス消費がGDPに占める割合は、米45%、日欧でも30%強となっています。コロナ前の2019年を100とすると、米国のサービス消費は2021年1-3月には95前後まで回復した一方、日欧では一時的な上下はあるものの、戻りが遅れているといえます。
- 米国の4月分の雇用統計は3月の特殊要因によって市場予想比で下振れましたが、米経済の実態は対面型サービス消費を中心に上振れが継続していることであるといえます。しかし、大陸欧州でも年央から夏場にかけてワクチン接種が進んでいけば、回復が遅れてきた分、サービス消費の回復余地が大きくなると考えられます。欧州連合（EU）共通財政である復興基金も夏場以降に始動することも考えると、年後半はユーロ圏経済が米国にキャッチアップし始め、地域間格差が縮小する（コンバージェンス）局面に移行していくと考えられます。

米国、ドイツ



フランス、日本



(注) データは2019年1-3月～2021年1-3月。
 ドイツ、日本は2020年10-12月まで。
 (出所) Datastream、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

2 長期金利は上昇を再開へ

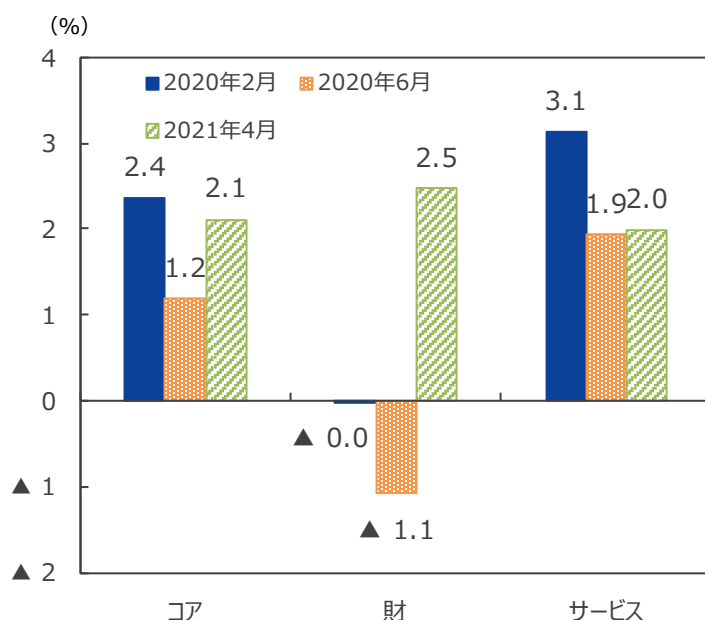
- 米10年国債利回りは3月末に一時1.75%を上回る水準をつけた後、4月以降は1.5～1.7%のレンジで推移しています。これは、①景気上振れや米連邦準備制度理事会（FRB）の政策変更の可能性等が一旦織り込まれたこと、②バイデン政権の財政刺激が想定より長期間にわたり緩やかに効く見通しになったこと、③日欧など経常黒字国から米債券市場に資金が流入したこと、などが米長期金利上昇を抑制しているためと考えられます。当面、米長期金利は一進一退となると考えられます。

■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。



- ゆくゆくはユーロ圏経済が米国にキャッチアップするコンバージェンス局面が金融市場で意識されていくと予想されます。欧州長期金利が緩やかに上昇し始めるにつれて米長期金利のレンジも再び上方シフトとなる可能性が高く、為替では対欧州通貨を中心にドルがやや軟化するとみられます。
- メインシナリオとしては、金利上昇のペースが緩やかに進行すると考えます。MMFなど流動資産に滞留している資金が高水準となっており、極端な市場の動きを抑える効果を持つと予想されます。FRBのテーパリング（債券購入額の減少）も、市場での織り込みが徐々に進んできたことに加え、潤沢な流動性を供給できることがショックアブソーバー的な動きになると考えられます。
- インフレは、焦点となる米国のGDPをみていくと、雇用が大きく落ち込む中で、生産性は上がっています。これは生産性上昇の大部分のうち、一部はデジタルトランスフォーメーション（DX）の進展などを反映している可能性があるといえます。また、経済再開に伴い一時的な賃金・価格上昇は起きますが、構造変化がインフレ圧力の一部を吸収するため、賃金、サービス物価の大幅上昇が長期間続く可能性は小さいと考えられます。FRBや欧州中央銀行（ECB）は、テーパリングは行っても政策金利は相当期間、維持していくと考えられます。
- 株式市場は、主要先進国の長期金利上昇が緩やかであれば、一時的な調整があっても持ち直すと期待されます。新興国は新型コロナ問題が収束するには先進国より時間がかかるため、ファンダメンタルズが堅実な国に限定して検討すべき環境と言えます。

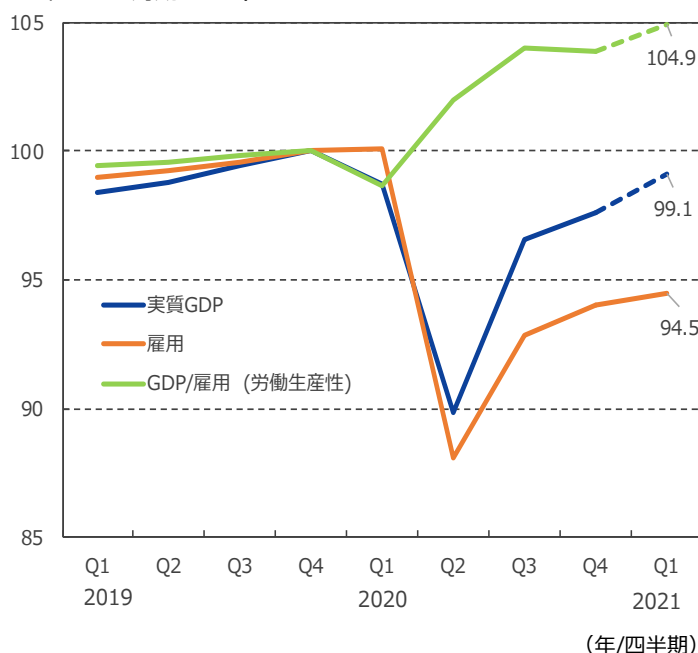
【米国の消費者物価（コロナ危機前後の財・サービス別前年比）】



(出所) Bloomberg、米労働省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【米国の実質GDP・雇用・労働生産性】

(2019年10-12月期=100)



(注) データは2019年1-3月～2021年1-3月。
雇用は米雇用統計の事業所調査の非農業部門雇用者数を使用。
(出所) 米商務省、米労働省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 短期的にはリスクにも目配りが必要

- 概ね、景況感の見通しは全体的に悪くありませんが、局面の転換期に差し掛かっているといえます。一時的に市場を動揺させる要因として目配りしておくべきものとしては、①新型コロナの変異株の広がりによる経済正常化プロセスの遅れや逆戻り、②住宅価格や仮想通貨などの上昇など金融環境の過剰な緩和に対する中央銀行からのけん制（コメントなど）、③供給制約（部品供給の遅れ、新型コロナで失職した労働者の復帰が鈍いなど）によるインフレの上振れないし企業マージンの圧迫、④バイデン政権の増税策、⑤米中対立、⑥強すぎる米国（米消費の想定以上の上振れ＝米家計貯蓄率の想定以上の低下）などを意識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)

■ 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。

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	ワクチンへの期待を背景に1-3月の消費が上振れたことを受け、2021年の見通しを6.0%から6.7%に上方修正。一方、バイデン政権のインフラ投資計画は8年間にわたり緩やかに執行される計画となったことから2022年の見通しは4.8%から4.5%にやや下方修正。バイデン政権の増税とインフレ関連指標に注目。	軟着陸に向けたプロセス ■ FRBはFFレートは長期間据え置き方針を明確にする一方、長期金利については当面市場の動きを静観する姿勢。雇用動向をにらみながら、6月ないし8月にテーパリングを検討し始め、2022年初より開始する可能性が高いが、長期金利の動向により時期などの議論を調整することはあり得る。
日本	半導体工場火災による自動車減産と感染拡大により2021年1-3月はマイナス成長、4-6月も影響は残るが、自動車以外の産業の増産などからプラス成長に転換。2021年後半は外需増加、ワクチン効果、自動車の挽回生産などから回復が持続しよう。成長率は、2021年4.2%（前年4.6%）、2022年は2.1%（変更なし）を予想。	金融緩和の継続性を意識 ■ 日銀は「総点検」を受け、2021年3月の決定会で、ETF、J-REIT購入の柔軟化、長期金利変動許容幅の明確化、マイナス金利政策の深堀り余地を残すための副作用対策などを決定。大枠では、現行の緩和政策を維持する見通し。
ユーロ圏	ワクチン接種の遅れ、ロックダウンの延長などにより2021年1-3月は前期比年率▲2.5%と10-12月期に続きマイナス成長となった。但し、製造業の回復、金融緩和、財政が下支えとなっており、21年半ば前後からはワクチン接種の効果もあり回復する見通し。2021年4.3%、2022年は4.6%成長を予測。	緩和的金融環境を維持 ■ ECBは長期金利上昇を警戒、3月の理事会でパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による債券購入を4-6月に増やす方針を表明。ECBはインフレ加速は一時的で2022年には反落すると予想しており、緩和的金融環境の維持を重視する姿勢を続けよう。物価の戦略レビューは秋にずれ込む見通し。
中国	2021年1-3月期は前年同期比18.3%増だったが、ベース効果（前年同期の落ち込みの反動）も大きく、2019年1-3月を起点とする2年の平均では5.0%成長。今後、サービスを含む消費の持ち直しが成長率押し上げ要因となり、2021年は8.9%成長の後、2022年5.5%と予想。財政金融政策は正常化方向だが、原材料高によるマージン悪化に対して政策対応が行われるか注目。	金融政策は微調整モード ■ インターバンク金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。財政金融共に正常化を意識。金融政策の先行きを見る上では人民銀行が設定する7日リバースレポレートに注目。人民銀行はレバレッジ安定を意識した政策運営に移行していることを反映し、マネー残高の伸びは鈍化。

（注）太字は注目点を示す。FRB：米連邦準備制度理事会。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	
6月	10日	ユーロ圏	ECB理事会	6月	
	11-13日		G7首脳会議（英国）	17-18日	日銀金融政策決定会合
	15-16日	米国	FOMC		
	24日		OPEC総会	月中	成長戦略（日本再興戦略）、骨太方針
	24-25日	EU	EU首脳会議		
	月内		世界銀行、世界経済見通し発表		
7月	1日	中国	中国共産党創立記念日（100周年）	7月	4日 東京都議会議員選挙
	9-10日		G20財務相・中央銀行総裁会議	15-16日	金融政策決定会合（経済・物価情勢の展望）
	22日	ユーロ圏	ECB理事会	23-8月8日	東京オリンピック競技大会
	27-28日	米国	FOMC	月末	高齢者の2回目の新型コロナワクチン接種完了目標
	29日	米国	第2四半期GDP発表		
8月	17-20日		世界経済フォーラム	8月	24-9月5日 東京パラリンピック競技大会

（注）ECB：欧州中央銀行。FOMC：米連邦公開市場委員会。EU：欧州連合。OPEC：石油輸出国機構。

（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5月10日 米雇用統計、27万人増にとどまるも米株式市場は最高値更新
2021年5月10日 市川レポート「米4月雇用統計下振れの解釈と市場への影響について」

■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。