

吉川レポート：世界経済と米長期金利上昇

- 1 加減速を繰り返しつつ回復
- 4 利回り追求型のフローが継続
- 2 小幅上昇した米長期金利
- 5 ポスト安倍政権に関するショートコメント
- 3 実質金利の押し下げは続く

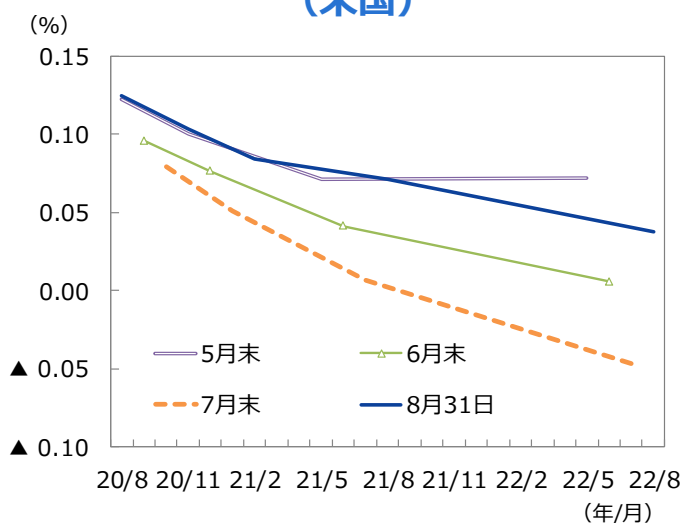
1 加減速を繰り返しつつ回復

- 日米欧の7月以降の景気回復ペースは、新型コロナウイルスの感染再拡大を受け、飲食業の営業時間制限の再強化などにより鈍化しています。しかし、感染が本格的に再拡大した米国では、大規模なロックダウンを経ずに、新規感染者がピークアウトし、モビリティ（交通量）も持ち直し始めました。遅れて感染再拡大が起こっている欧州の動向（特にスペイン）を注視する必要がありますが、世界経済は感染抑制と経済再開のバランスの中で加速・減速を繰り返しつつも緩やかな回復を続けるとの見方を維持してよいと判断しています。
- グローバルなサプライチェーンの再開に伴い主要国の製造業生産や国際貿易も循環的に底打ちする兆候がみられます。但し、生産・貿易の循環回復のモメンタムが緩やかで、かつ地域的にはバラつきが大きくなっています。先に述べた感染の再拡大を抑えるためのサービス業の営業制限などを合わせ、全体として景気回復の勢い・広がりが増してくるには時間を要すると考えられます。景気や株価などリスク資産の価格はなお低金利に依存する部分が大きいとみられます。

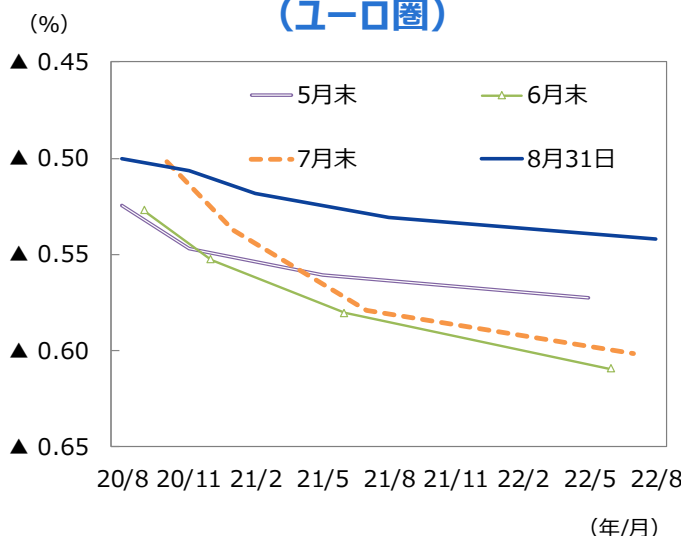
2 小幅上昇した米長期金利

- 米長期金利（財務省証券10年）は7月末～8月初旬にかけて0.5%前後まで低下しましたがその後上昇し、0.75%台前後まで戻っています。この金利上昇の直接の要因は米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策に関する見通しの変化です。商品市況や株価が上昇、デフレスパイラルに陥るリスクが和らぎ、FRBとして大規模な緩和措置を追加する緊急性が低下したことが背景にあります。実際、米国の政策金利であるフェデラルファンドレート（FFレート）についての市場の予想（インプライドFFレート）をみると7月末まではマイナス金利の可能性も織り込まれていましたが、8月中旬～下旬にかけてFFレートがさらに引き下げられるとの期待はほぼなくなっています。

【金融市場における政策金利の予測】
（米国）



【金融市場における政策金利の予測】
（ユーロ圏）



(注) データは2020年8月～2022年8月。
(出所) 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

■ 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。

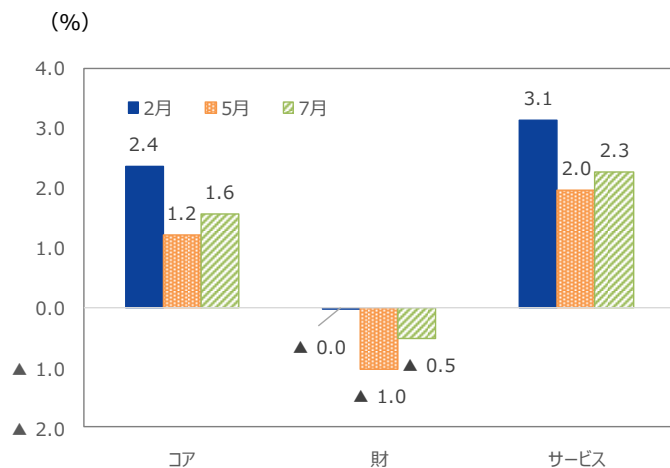
3 実質金利の押し下げは続く

- 問題は先行きです。第1に、主要国のインフレ率の趨勢を決めているサービス物価上昇率をみると、米国・ユーロ圏共に低位に止まっています。主要国のインフレ率がインフレ目標に近づくには相当の時間が必要と考えられます。第2に、企業売上げの大幅減少を受けて、米国・ユーロ圏共に金融機関の企業向け融資態度は厳格化しています。コロナショックの後遺症としてクレジットクランチ（信用収縮）を発生させないため、FRB、欧州中央銀行（ECB）は社債購入を通じて企業金融のサポートを継続せざるをえません。
- 以上から、FRB、ECB、日銀などは低インフレや、クレジットクランチの懸念が和らぐまで、大規模緩和の枠組みを維持するとみられます。主要国中銀はインフレ期待の持ち直しに伴う緩やかな長期金利の上昇は容認するとしても、（インフレ期待を差し引いた）実質金利については押し下げる政策を続けるとみられます。FRBが8月27日に導入した「平均インフレ目標」は、緩和を粘り強く継続することでインフレ期待を押し上げることを狙ったものであり、こうした見方（中央銀行がインフレ期待の上昇は歓迎するが実質金利は低位に維持するとの見方）を裏付ける動きといえます。

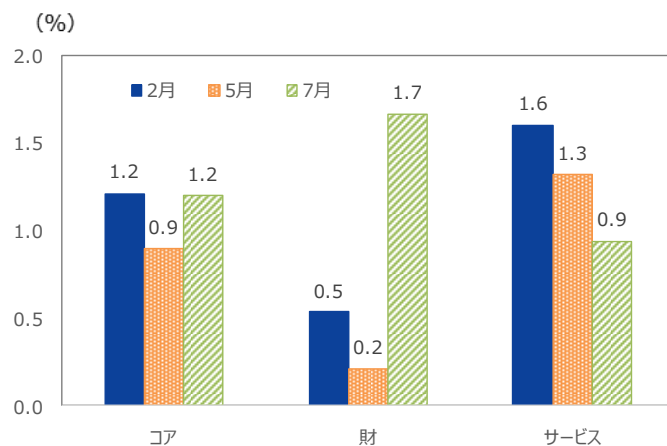
4 利回り追求型のフローが継続

- 基調としては実質金利が低い状態が続く中で、利回り追求型の資金フローが続く公算が大きいと考えます。社債のほか、ファンダメンタルズが良好な新興国債券などへの資金流入が増加し始めていますが、こうした流れはしばらく続くと考えられます。株式では循環的な底入れの兆候を受け、投資資金の流入先が若干広がる可能性があります。大きな構図としては地域やセクターを絞った投資機会を求めることが基本となると思われます。
- 主要国がそろって緩和措置を継続するため、為替市場では大きな動きは予想しませんが、FRBによる金融緩和の規模が日欧よりも大きいことや、ドル不足が解消に向かいつつあるため、緩やかなドル安局面とみられます。復興基金の合意によって財政政策がユーロ圏の景気を支える可能性が高まるなか、スペインなどが足元の新型コロナの感染再拡大をコントロールできれば、ユーロ高傾向が続くと予想されます。米金融緩和は対円でもドル安要因といえますが、日本の対米証券投資のフローが大きいことや日本の貿易黒字が縮小傾向にあることなどを考えると引き続きレンジ推移をみておきたいと思えます。

【米国：コロナ危機前後のコア物価の財・サービス別内訳】



【ユーロ圏：コロナ危機前後のコア物価の財・サービス別内訳】



(注) データは2020年2月、5月、7月。
(出所) Bloomberg、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

■ 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。

5 ポスト安倍政権に関するショートコメント

- 金融市場において、アベノミクスが最も評価されてきた最大のポイントは大規模金融緩和による円高是正（デフレからゼロ～小幅プラスのインフレへの移行）でした。首相交代に伴って、日本の金融政策の先行きについて議論が活発化し、金融市場は一時的に株安、円高に振れることはありえます。但し、黒田日銀総裁の任期は2023年4月8日まで残っている他、FRB、ECBなどが大規模金融緩和の枠組みを継続し実質金利を低位に抑える中で、日本だけが金融政策を変える余地は限られています。
- また、コロナ対応に追われる中で、財政緊縮に転換するのもしばらくは難しいとみられます。財政金融政策が大きく変更される可能性は低いことが確認されれば、金融市場は安定を取り戻す公算が大きいです。日本株はグローバルの景気循環にセンシティブなため、首相交代の影響もさることながら、グローバルな製造業生産の回復度合い（自動車生産など）の影響がより重要な注目材料とみておきたいと思います。
- 但し、投資家の観点から、（1）長期政権の安定感、（2）（成長戦略全体の評価は低かったとはいえ）女性の労働力化、働き方改革、コーポレートガバナンスの強化、規制緩和など成長志向的（プロビジネス）なスタンス、（3）外交力（特に最近4年間についてはトランプ政権との良好な関係）が一定の安心材料になっていた可能性が大きいとみられます。投資家の姿勢の変化により、従来よりも株価、為替共にややボラティリティが高くなることはありうるでしょう。投資家（特に海外）は、日本経済や金融市場への影響を判断するにあたり、①政権の支持率（政権の安定性）、②ビジネスへの姿勢（ICT化の推進、規制緩和、労働市場の改革を重視するのか、所得再分配、産業保護などを重視するのか）、③米国・中国に対してどのような外交姿勢をとるのか、などについて注目してくると考えられます。

（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	20年の成長予想を▲5.0%から▲4.9%に小幅上方修正。21年は4.2%を予想。 新規感染拡大は峠を越え、景気指標も改善傾向継続 。追加の財政刺激策については共和・民主両党間の交渉が想定よりも難航しているが、 大統領選前後までに部分的でも家計向け支援が合意されれば消費の大幅落ち込みは避けられよう 。	政策手段を総動員 <ul style="list-style-type: none"> FRBは6月に社債購入開始、6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で22年まで利上げしない方針を明示。8月27日に長期目標を改訂、平均インフレ目標（2%）を導入。 経済金融情勢によるが、先行き、資産買取の枠組みや、フォワードガイダンスを検討するとみられる。長期金利コントロールの可能性は低い。
日本	感染再拡大による消費鈍化などから、20年度予想を▲5.5%から▲6.1%に引き下げ 。21年度は2.9%を予想。一方、 外需の回復 と、財政がサポート材料。秋に第3次補正予算（5兆円程度）が編成される可能性。国内政局に注目材料。コア消費者物価の基調は前年比ゼロ前後。	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4月に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、6月会合で企業金融支援枠を拡大。 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	20年は▲8.4%のマイナスを予想。21年は復興基金（総額7,500億ユーロ）の効果もあり、6.2%成長を予想。 7月下旬以降の感染再拡大は景気抑制要因だが、重症・死者数が安定しており大規模なロックダウンは回避されると想定している 。外需の回復もあり、緩やかな回復が続く見通し。当面スペインの新規感染状況に注目したい。	資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充 <ul style="list-style-type: none"> 欧州中央銀行（ECB）は4月の長期資金供給オペ金利引き下げに続き、6月の理事会で資産購入枠を6,000億ユーロ拡大、期間も21年6月に延長。 12月頃に資産購入が延長・拡大される見通し。マイナス金利深堀りの可能性は低いと考えられる。
中国	2%台の成長でも雇用が安定する見通しとなったため、 20年の予想を3.6%から2.6%に修正 。21年は 消費回復を見込んで9.3%に上方修正 。習近平政権はハイテク分野のインフラ投資などを軸に景気を刺激するが、過熱のリスクにも配慮し、消費刺激策は当面手控える見通し。投資が景気回復を主導する一方、消費の回復は当面緩慢。米中関係、洪水の影響に注意。	利下げ・流動性供給・信用政策 <ul style="list-style-type: none"> 人民銀行は4月20日に最優遇貸出金利（LPR）1年物を0.2%引下げ。7月1日に再割引・再貸出金利を0.25～0.50%引き下げ。 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。年後半は銀行間金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。

（注）太字は注目点を示す。（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

2020年 海外			2020年 日本		
9月	10日	ユーロ ECB理事会（見通し）	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）		8日	自民党総裁選挙告示
	22日	-- 国連総会（ニューヨーク）		14日	自民党総裁選挙（両院議員総会）、投開票
	23日	インドネシア 地方首長選挙		16日	臨時国会召集 首相選出選挙実施
	24日	ユーロ ECB一般理事会		16-17日	金融政策決定会合
	29日	米国 大統領候補討論会（第一回）		中旬	次期政権閣僚人事発表
10月	15-16日	-- G20財務相中銀総会議（米国）	10月	28-29日	金融政策決定会合（展望レポート）
	16-18日	-- IMF世銀年次会合（米国）			
	26-28日	-- APEC財務相会合（マレーシア）			
	29日	ユーロ ECB理事会			
	月内	米国 半期為替報告			
11月	3日	米国 大統領選			
	4-5日	米国 FOMC			
	20-22日	-- 財務省・G20サミット（サウジアラビア）			
	30日	-- OPEC総会			
12月	1日	-- OPECプラス会合	12月	17-18日	金融政策決定会合
	10日	ユーロ ECB理事会（見通し）		月内	2021年度の税制改正大綱
	15-16日	米国 FOMC（経済見通し）		月内	2021年度予算案の閣議決定
	31日	英国 EU離脱移行期間終了			
	月内	中国 中央経済工作会議			

（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



2020年8月24日 新興国金融政策まとめ 新型コロナ感染拡大続く新興国、回復力弱く
 2020年8月12日 吉川レポート：マネーフローの現状と展望

■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。

