

マーケットの視点

「投資環境」

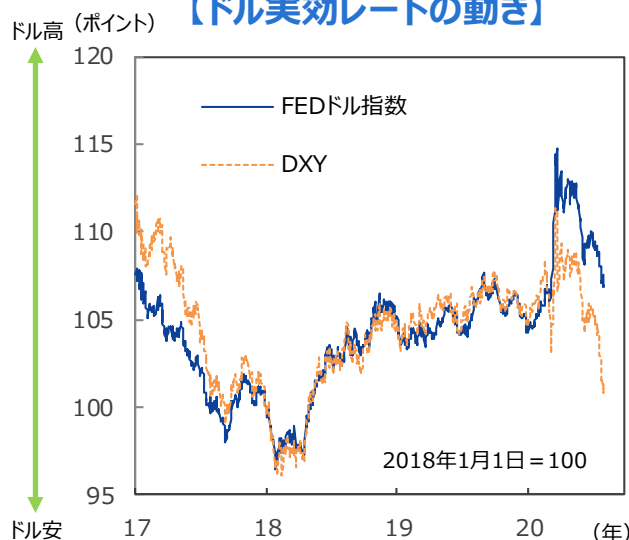
吉川レポート：マネーフローの現状と展望

- 1 マネーフローの3つの特徴
- 2 中銀の大規模緩和政策が鍵
- 3 リスクは上下、両方向に

1 マネーフローの3つの特徴

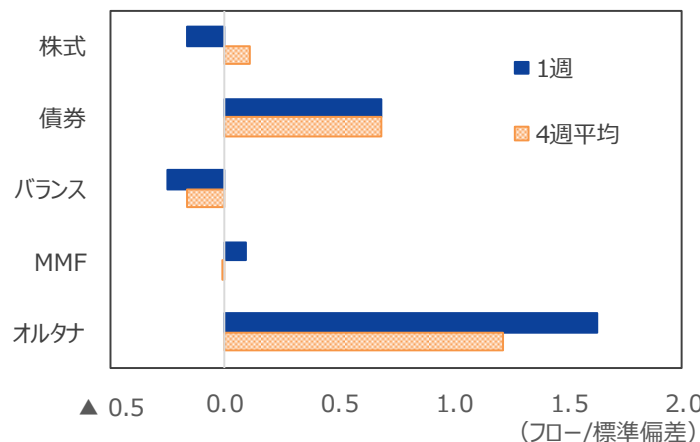
- EPFRグローバル（主要国の投資信託経由の資金フローデータベース）により、グローバルな視点から最近のマネーフローの動向をみると、3つの特徴が指摘できます。
- 第1に、現預金に近い性格をもつマネー・マーケット・ファンド（MMF）への資金流入が縮小、週によっては資金が流出する動きが出始めました。コロナ危機が深刻化した3～5月には、主要国の家計・企業は不測の事態に備え、債券や株式などを売却し、現預金・MMFなどを大幅に積み上げる動きがみられました。しかし、6～7月になり、経済金融市場が徐々にではありますが落ち着きを取り戻す一方で、民間企業や家計の手元流動性が潤沢になってきたことから、その動きが一巡してきたものと推測されます。
- こうした手元流動性の積み上げはグローバルにみられましたが、最も顕著だったのは貿易・金融取引で圧倒的なシェアをもつ米ドル資金への需要急増です。上で述べた現預金・MMFの増勢鈍化（一部は減少）はドル資金に対する需要がピークをうったことを示唆しています。6月中旬から7月にかけて米ドルが下落傾向に転じた重要な背景と考えられます。
- 第2に、新たな資金の行き先として、株式に関しては全体としてみると資金の流出、流入が短期間で変化する不安定な状況となる一方、金と債券に安定的に資金が流入しています。感染再拡大が景気・企業収益の不透明感になっているなかで、全面的なリスクオンになり切れない状況が資金フローにも明確に表れています。ただ、ITなど中長期的に成長が見込めるセクターに加え、首脳会議で「復興基金」が大筋合意され、2021年以降の成長に明るい材料がみえ始めた欧州については株式に資金が流入し始めており、ユーロが堅調となる一因となりつつあるとみられます。

【ドル実効レート動き】



(注1) データは2017年1月1日～2020年8月3日。
 (注2) FEDドル指数はFRBが算出し、DXYはNY商品取引所が提供するドルインデックス。
 (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

【投信経由の資金流出入（資産タイプ別）】



(注1) 2020年7月29日時点での集計（直近1週間、4週平均）。
 (注2) 金などの商品に直接投資するファンドはオルタナ（代替資産）ファンドに分類されている。
 (注3) 標準偏差は過去1年間で算出。
 (出所) EPFRグローバル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。

■ 第3に、主要先進国の中央銀行が政策金利をゼロに引き下げただけでなく、量的・質的緩和を強化するなかで、ゼロないしマイナス金利の債券の割合が増加した結果、利回りを求める動き（ハント・フォー・イールド）がより鮮明になってきています。投信経由の債券投資の国別内訳をみると、低下したとはいえなおプラスの利回りを提供している米国（特に社債）への資金流入が続いています。「危機時のドル需要」が峠を越えたことで、ドル安基調に転換しましたが、プラスの利回りを求める資金流入が続くため、ドルの急落は避けられる可能性が高いとみられます。加えて、7月に入ってから新興国債券にも資金が流入し始めており、新興国の株式や通貨に与える影響が注目される局面となってきました。

2 中銀の大規模緩和政策が鍵

■ こうしたタイプのマネーフローが継続するかは中銀が大規模緩和をどの程度維持するかにかかっています。コロナ危機以降の主要国の財政金融両面からの景気対策は異例の大規模、かつ民間の信用リスクもカバーするものとなっているだけに、FRBをはじめとする主要中銀が金融政策の先行きについて、どのような指針を示してくるかは常に注意しておく必要があります。

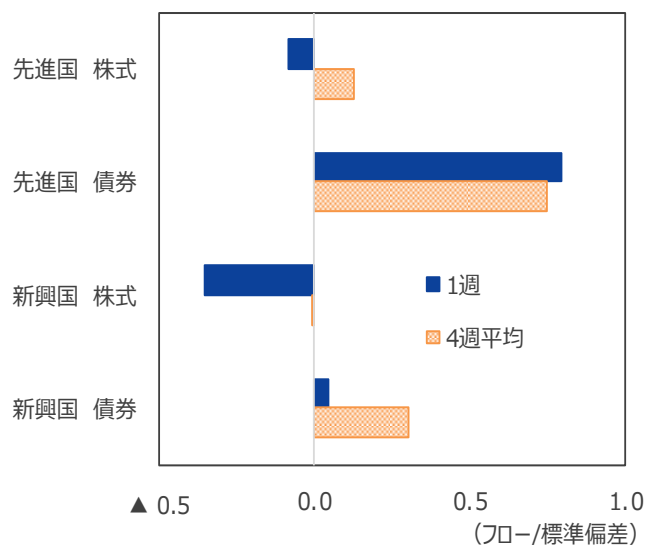
■ しかし、各国ともに需給ギャップが拡大し今年から来年のインフレ率が下振れる可能性が高いだけでなく、景気回復に時間がかかれば家計や企業の将来の見通し（期待成長率や予想インフレ）が低下し始めてしまうリスクが無視できないと思われます。これらのリスクを考慮すると、FRBをはじめ主要中銀が政策転換に関する議論を始めるまでにはまだかなりの時間があると考えられます。2020年後半については、大規模緩和の下、ドルの緩やかな下落・ユーロの反発、低金利の持続と利回り追求型資金フロー（新興国債券含む）、テーマをフォーカスした株式投資、といった傾向が継続する可能性が高いとみられます。

3 リスクは上下、両方向に

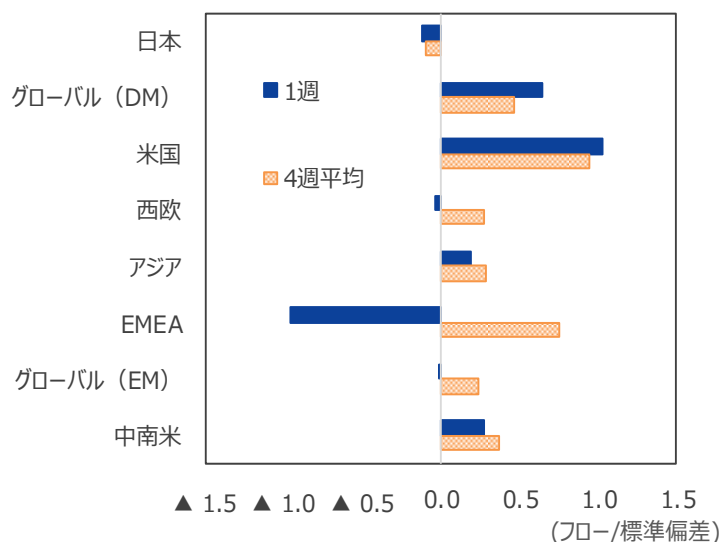
■ 株式などリスク資産への資金流入が増加し、株価、金利が上振れるケースとしては、新型コロナウイルスに対するワクチンや、肺炎の治療法の開発の進展が考えられます。一方、ダウサイド（金利・株価の下振れ）について、米中の感染第2波の拡大への警戒に加え、11月に米大統領選挙が迫ってきたことから、米国を軸とする政治情勢の重要性が高まりつつあります。トランプ政権が対中国で想定以上の強硬姿勢を示し、米中対立がエスカレートする、ないバイデン氏の優勢のみならず、議会選挙でも民主党勝利の公算が高まり、法人増税や規制強化への警戒感が市場の変動要因になり始める、などのケースが考えられます。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

【投信経由の資金流入（先進国・新興国別）】



【投信経由の資金流入（債券・国別）】



(注1) 7月29日時点での集計（直近1週間、4週平均）。
 (注2) 標準偏差は過去1年間で算出。EMEA：ヨーロッパ、中東及びアフリカ。
 DM：先進国市場、EM：新興国市場。
 (出所) EPFRグローバル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】

	景気イメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	20年の成長予想を▲4.6%から▲5.0%に下方修正したが 技術的な修正 。21年は3.9%から4.2%に上方修正。一部州の感染再拡大に対し、全面的ロックダウンではなく、地域ごとの規制の部分強化の下、経済活動は加速・減速を繰り返しながら、段階的に再開に向うと予想。財政刺激策第4弾は 1.5～2.0兆ドル 規模となる見通し。	政策手段を総動員 ■ FRBはゼロ金利だけでなく、多様な資産買入れを決定、順次実施。 6月は社債購入を開始し、信用緩和策を強化した。6月のFOMCでは22年まで利上げしない方針を明示。 ■ フォワードガイダンスと資産買取りの枠組みが導入されよう。長期金利コントロールの可能性は低い。
日本	緊急事態宣言解除直後の景気回復が強めてあったこと を受け、20年度の成長率見通しを▲5.7%から▲5.5%に引き上げ。ただ、 感染再拡大、設備投資のストック調整等から急回復は一時的 。21年度は3.7%から3.4%に下方修正。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 ■ 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▲9.0%の大幅マイナスの見込み。 感染リスクへの警戒から家計・企業行動に慎重さが残るため 20年後半の回復は緩慢だろうが、復興基金（総額7,500億ユーロ）が合意され、21年にかけて 財政面から景気をサポートするため 、21年は6.5%のプラス成長を予想する。	資産買入れと企業金融支援を大幅に拡充 ■ 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 。 ■ 追加策として、低格付け債購入が検討される可能性。12月に資産購入が延長・拡大される見通し。マイナス金利深堀りの可能性は限られよう。
中国	GDPは1-3月期に大幅マイナスの後、 4-6月期は19年10-12月期を超える水準に回復 。年次では20年3.6%、21年8.3%の成長を予想。投資回復が順調な一方、消費に不透明感が残る。習近平政権はハイテク分野のインフラ投資などにより雇用安定に必要な3-4%成長を目指す一方、景気過熱のリスクにも配慮して、景気対策を調整しよう。米中関係、洪水の影響に注意。	利下げ・流動性供給・信用政策 ■ 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。7月1日は再割引・再貸出金利を0.25%（金融安定関連は0.5%）引き下げた。 ■ 今後どの程度緩和を強化するかは景気次第。年後半に金利低下、預金準備率引き下げを予想。

（注）太字は注目を示す。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】

2020年 海外		2020年 日本	
8月 17-20日	米国 民主党全国大会		
24-27日	米国 共和党全国大会（キャンセル）		
27-28日	-- ジャクソンホール会議（オンライン）		
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）	16-17日	金融政策決定会合
22日	-- 国連総会（ニューヨーク）		
23日	インドネシア 地方首長選挙		
24日	ユーロ ECB一般理事会		
29日	米国 大統領候補討論会（第一回）		
10月 15-16日	-- G20財務相中銀総裁会議（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）		
30-1日	-- OPECプラス会合		
12月 10日	ユーロ ECB理事会（見通し）	12月 17-18日	金融政策決定会合
15-16日	米国 FOMC（経済見通し）	月内	2021年度の税制改正大綱
31日	英国 EU離脱移行期間終了	月内	2021年度予算案の閣議決定
月内	中国 中央経済工作会議		
月内	-- OPEC総会		

（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7月14日 世界の「投信マネー」（2020年6月）引き続き米国債券ファンドへの流入続く
2020年7月 8日 吉川レポート：分岐点か踊り場か

■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。■当資料にインテックス・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。

