

マーケットの視点

「投資環境」

「マルチスピード」型の回復と金融市場（吉川レポート）

- 1 景気回復の特徴
- 2 インフレ圧力と金融市場
- 3 長期金利・株価へのインプリケーション

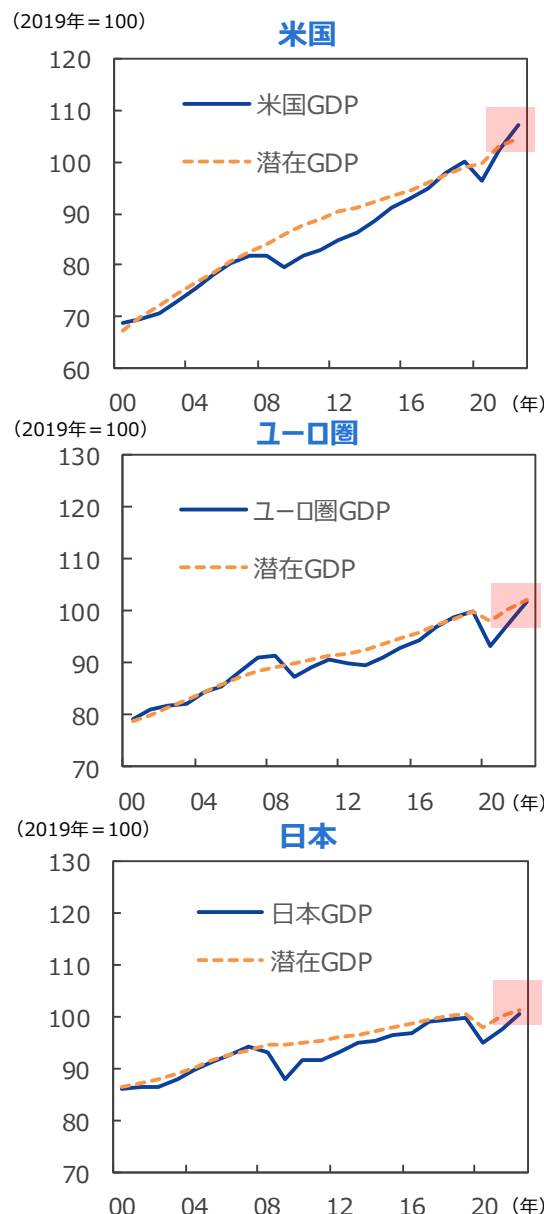
1 景気回復の特徴

- 今年に入って世界の経済成長見通しが上方修正されています。これは、①主要国・地域で製造業生産や貿易の堅調さが持続していること、②ワクチン接種の進展が経済再開につながるの期待が継続していること、③バイデン政権の下での米国の財政政策規模が拡大すると期待が高まっていること、の3点のためです。
- 製造業生産の回復はグローバルな要素ですが、ワクチン接種は米国および英国が先行し、米国の財政刺激策の規模が拡大しています。結果的に、2021年の景気回復は、米英が内需主導で先行し、ユーロ圏、日本、新興国などが遅れて回復に向かう「マルチスピード型」になる見通しであり、当面先行する米国の経済金融情勢がグローバルに大きな影響を与える状況といえます。

2 インフレ圧力と金融市場

- 景気見通しの改善に伴い、米国を中心に長期金利が上昇しています。一方、多少の調整やローテーションを伴いながらも株価は堅調、社債のスプレッドも縮小した状態が続くなど、リスク選好的な金融環境は崩れていないと考えられます。こうした展開が継続できるかどうかは、インフレが中央銀行の許容範囲内に収まり、金融引き締めの前倒しが避けられるかにかかっています。
- 2020年4-6月にインフレ率が下振れた反動や、経済再開に伴ってサービス価格が一時的に上昇することにより、米国のインフレが2021年4-6月に上振れるのは確実で、一旦は市場が神経質な展開になるとみられます。しかし米国のインフレの高まりは一時的なものに止まり、2021年後半に向けて落ち着くと予想されます。
- 弊社では、米国のGDP成長率が2021年の6%成長の後、2022年には4%を超えると見込んでおり、実際のGDPが供給力（潜在GDP）を超える「需要超過」になる可能性が高まっていると見込んでいます。それにもかかわらず、インフレ加速が限定的と考える理由は次の2つです。

【潜在GDPと実際の実質GDP】



(注) データは2000年～2022年。潜在GDPはIMFの2020年10月時点推定を使用。
(出所) IMF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1に構造変化があげられます。米国では2018-2019年にも需給バランスが逆転しましたが、インフレはほとんど加速しませんでした。世界金融危機後の約10年の間に企業や家計の行動に変化が起こったものとみられ、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は「企業が賃金コストを価格転嫁しなくなった」ことなどを指摘しています。

■ 第2にあげられるのは、米国が需要超過であっても他国はそうではない「マルチスピード型」と呼ばれる回復からくるものです。すなわち米国で需要超過が発生しても、ユーロ圏や日本では2022年にかけて供給超過状態が続く見通しで、米国に対して物品を多く輸出する事が可能です。言い換えると、米国の需要超過は、経常収支の不均衡拡大の形を取って吸収されると見られます。

**【主要国・地域の経常収支と変化
(2019年～2020年)】**

	2019年 ①	2020年 ②	変化 ②-①
先進国			
米国	▲ 2.3	▲ 3.0	▲ 0.7
ユーロ圏	2.5	2.3	▲ 0.2
英国	▲ 3.3	▲ 3.0	0.3
日本	3.8	3.4	▲ 0.4
カナダ	▲ 2.2	▲ 2.0	0.3
オーストラリア	0.7	2.6	1.9
新興アジア			
中国	1.0	2.0	1.1
インド	▲ 1.1	2.0	3.1
インドネシア	▲ 2.8	▲ 0.4	2.3
マレーシア	3.6	4.4	0.8
タイ	7.5	4.7	▲ 2.8
フィリピン	▲ 0.1	3.5	3.6
香港	6.4	9.3	2.9
韓国	3.8	4.7	0.9
シンガポール	15.8	17.8	1.9
台湾	10.3	14.8	4.6

3 長期金利・株価へのインプリケーション

■ 米国で2021年4-6月にインフレが加速しても、次の7-9月以降に低下してくるとすれば、FRBは利上げを急がず、2023年ごろまではゼロ金利政策を維持する（利上げするとしても1回程度）公算が大きいと考えられます。一方、先物市場などをみると、金融市場はFRBが2022年に1回、2023年には2～3回の利上げを織り込んでいることが分かります。つまり、2021年4-6月のインフレ上振れに、ある程度備えていると考えられます。

■ 以上から、米長期金利はしばらく神経質な展開になると予想されますが、2021年2-3月のような急上昇は一服し、今後は上下を繰り返しつつ徐々に2%に向かって強含む展開となることが予想されます。米長期金利が2%程度への上昇に止まれば、インフレ期待を指し引いた実質金利ではまだマイナスであり、S&P500種指数ベースの予想株価収益率（PER）は20倍台を維持、株価は堅調を維持できるとみられます。

■ リスクケースとして、長期金利が2%を超える場合は株価が一旦調整すると考えられるため、株価調整をうけてインフレ懸念やFRBの早期利上げ論が緩和すれば結果的に米長期金利は1.5～2.0%のレンジに押し戻される公算が大きいと思われます。

■ 最後に、米国を中心に当面のチェックポイントをあげると、今後1カ月程度の新型コロナウイルスの変異株の広がりやワクチン効果の欧州との比較、家計消費の先行きなどで変わる景気拡大ペース、夏場以降のインフレ指標が予想通り落ち着くかどうか、などが重要な注目点と考えられます。このほか、政治的イベントリスクとして米中対立と中東情勢・原油価格についても注意しておく必要があります。

	2019年 ①	2020年 ②	変化 ②-①
中南米			
アルゼンチン	▲ 1.0	1.4	2.5
ブラジル	▲ 3.7	▲ 0.9	2.8
チリ	▲ 4.5	1.0	5.4
コロンビア	▲ 5.4	▲ 3.4	2.0
メキシコ	▲ 0.4	2.6	3.0
ペルー	▲ 1.8	0.5	2.3
新興欧州等			
チェコ	0.4	3.7	3.3
ハンガリー	▲ 0.3	0.9	1.2
イスラエル	3.5	5.2	1.7
ポーランド	0.5	3.6	3.1
ロシア	4.5	2.2	▲ 2.2
南アフリカ	▲ 3.8	2.4	6.2
トルコ	1.0	▲ 5.7	▲ 6.7

(注) データは2019年、2020年。対GDP比、%。
(出所) Bloomberg、各国統計を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(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	追加コロナ対策など財政刺激策が拡大する見通しを受けて、21年の成長見通しを5.0%から6.0%に上方修正。4-6月以降、消費回復や財政の効果により、米景気は上振れ傾向。対面型サービス消費の戻りが景気の強さを左右。バイデン政権の増税・規制強化とインフレ関連指標に注意したい。	軟着陸に向けたプロセス ■ FRBは低所得層の雇用回復を視野に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。22年初以降、債券購入ペースの減額（テーパリング）を開始する可能性があるが、長期金利の動向によりタイミングについては議論を調整する可能性がある。
日本	輸出と設備投資の堅調を考慮し、21年度の成長見通しを4.3%から4.6%に上方修正。21年1-3月は緊急事態宣言の影響などからマイナス成長だが、21年度入り後は緊急事態宣言の影響の反動、経済対策、ワクチン普及などから、プラス成長へ回帰すると予想。半導体不足による自動車減産の影響に一応注意。	金融緩和の継続性を意識 ■ 日銀は「総点検」を受け、21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から21年に入ってもロックダウンなどが実施されており、21年1-3月は前期に続きマイナス成長。但し、製造業の回復、金融緩和、財政が下支え。21年半ば以降はワクチン効果と財政支出で回復するとの見方は維持。これらを考慮、21年の成長見通しを4.5%から4.3%に下方修正。22年は4.6%と若干上方修正。	緩和的金融環境を維持 ■ ECBは昨年12月の理事会で、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）とパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の規模拡大・期間延長を決定。3月理事会で長期金利上昇を警戒、4-6月以降PEPPによる債券購入の増額を表明。
中国	ハイテク生産が鉱工業生産をけん引。需要面では、1-2月は不動産開発投資が堅調だが先行きは製造業投資が回復しよう。消費は自動車などが堅調だが、今後はサービスも持ち直しへ。21年の成長見通しは消費回復から8.9%と予想。全人代では21年の成長目標を6%以上に設定したが、実際は9%程度の成長を視野に入れている模様。経済政策は徐々に正常化を進めよう。	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。

（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。全人代：全国人民代表大会。

（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	
4月	7-8日	G20財務相・中央銀行総裁会議	4月	
	22日	気候変動サミット	16日	日米首脳会談
	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）
	月内	IMF春季総会→世界経済見通し発表		
5月	2-3日	ASEAN ASEAN+3財務相・中央銀行総裁会議	5月	
	8日	EU EU首脳会議		
	13-16日	世界経済フォーラム		
	17-18日	ユーロ圏財務相会議・EU財務相会議		
	月内	OPEC総会		
6月	10日	ユーロ ECB理事会	6月	
	11-13日	G7首脳会議（英国）		
	15-16日	米国 FOMC		
	24-25日	EU EU首脳会議		
	月内	世界銀行、世界経済見通し発表		

（注）IMF：国際通貨基金。ECB：欧州中央銀行。FOMC：米連邦公開市場委員会。ASEAN：東南アジア諸国連合。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4月 7日 再度上方修正されたIMFの世界経済見通し

2021年3月29日 市川レポート「実質金利から考える今後の相場展開」

■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。



三井住友DSアセットマネジメント