

マーケットの視点

「投資環境」

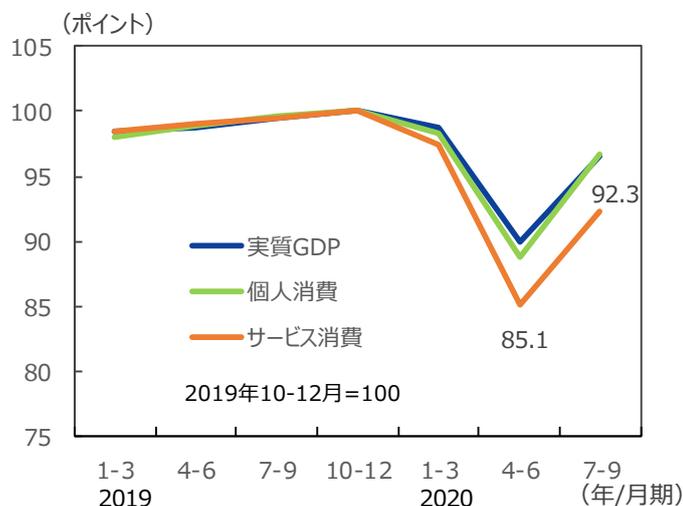
「リスクオン」は続くのか（吉川レポート）

- 1 リフレを意識した相場上昇
- 2 当面のリスクファクター
- 3 大局的には2021年の視界は悪くない

1 リフレを意識した相場上昇

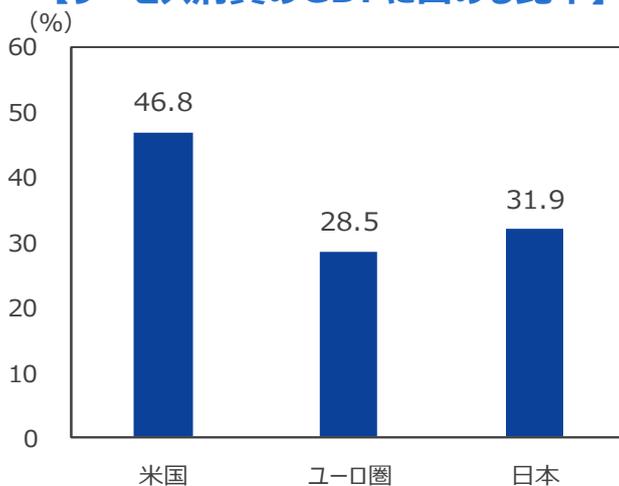
- 金融市場では11月以降ドル安傾向が続く中で、株式などリスク資産の価格が上昇しました。今回は、主要国の株価だけでなく、新興国への資金流入が増加するなど、広がりをもったリスクオン（リスク選好）傾向となったことが特徴です。
- 主要国中銀の大規模緩和の下で長期金利が歴史的低水準で推移するとの見通しが続く中、景気見通しが改善し、「リフレ」的な状況が鮮明になってきたことがリスク選好の広がりにつながっています。背景として3つの要因が考えられます。
- 第1に米選挙の結果です。2021年1月5日のジョージア州上院決選投票の結果次第ですが、「バイデン大統領 + 上院共和党 + 下院民主党」となる可能性が高いとみられます。上院を共和党が押さえば、増税、規制強化、巨大企業分割などの左派的な政策の実現可能性が非常に小さくなります。米中対立は続くものの、バイデン氏はトランプ流の関税引き上げを疑問視しており、米国の一方的な措置が国際貿易を縮小させる懸念は緩和されるでしょう。増税が困難になる分、インフラ投資など財政支出は縮小しますが、景気が失速するほどではありません。「良いとこ取り」ですが、蓋然性が高いシナリオであることは否定できません。
- 第2に複数のコロナウイルス・ワクチン候補に関し良好な治験結果が報告され、ワクチン普及による経済活動の正常化が早まるとの期待が高まりました。感染抑制のための移動・営業制限の悪影響が大きいのはサービス消費です。サービス消費は米国のGDPの45%強、日本やユーロ圏でも30%前後を占めます。弊社では、ワクチンの普及が早まることで2021年のサービス消費が従来想定より2-3%上振れる（早めに回復する）とみて、日米欧の成長見通しを1%前後上方修正しました。

【実質GDPと個人消費・サービス消費（米国）】



(注) データは2019年1-3月期～2020年7-9月期。
 (出所) 各国の国民所得統計データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【サービス消費のGDPに占める比率】



(注1) データは2019年。
 (注2) ユーロ圏のサービス消費は、データが利用可能な11カ国について集計、個人消費に占めるサービス消費の比率を計算し、それをユーロ圏全体の個人消費にかけて作成した試算値。
 (出所) 各国の国民所得統計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に欧州に続き日米でも感染が再拡大し、雇用やサービス関連の経済指標には陰りが出ているものの、製造業は総じて堅調を維持しています。ネットで購入できる「モノ」の消費が堅調であること、完全なロックダウンでなければ工場での生産活動は可能なことなどから、製造業の生産は増加を続けており、サプライチェーンを通じて国際貿易も活発化しています。このため、主要先進国の景気は減速しつつも、一定の安定感をキープしています。

2 当面のリスクファクター

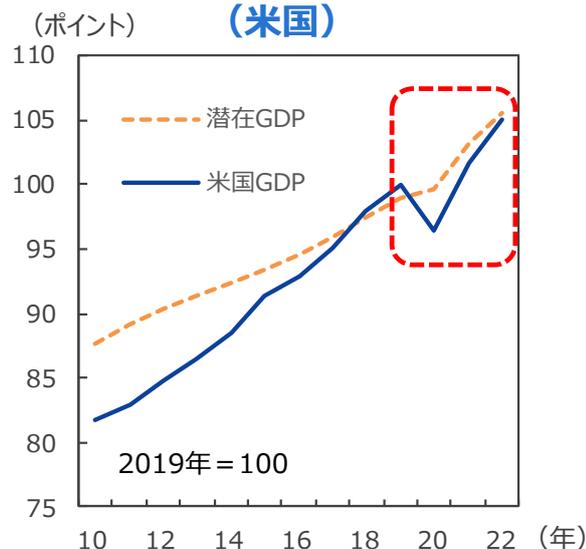
- 11月のリスク資産の上昇は広範かつ急速なものであっただけに、20年末～21年初頭にかけて一時的なスピード調整はありえます。デリバティブを含めたポジションの偏りの調整、ワクチンの副作用に関する情報、原油価格の変動、中東情勢などのイベント、在庫積み増しの一巡による製造業の一時的減速（それを示すデータ）、欧州の復興基金を巡る欧州連合（EU）内の対立継続・激化などに注意する必要があります。
- また、可能性は小さいですが、1月5日のジョージア州上院決選投票で2議席共に民主党が獲得した場合、上院も民主党多数になります。バイデン政権が穏健な政策路線をとることが確認されるまで金融市場の変動性が高まるケースに一応の留意が必要かもしれません。

3 大局的には2021年の視界は悪くない

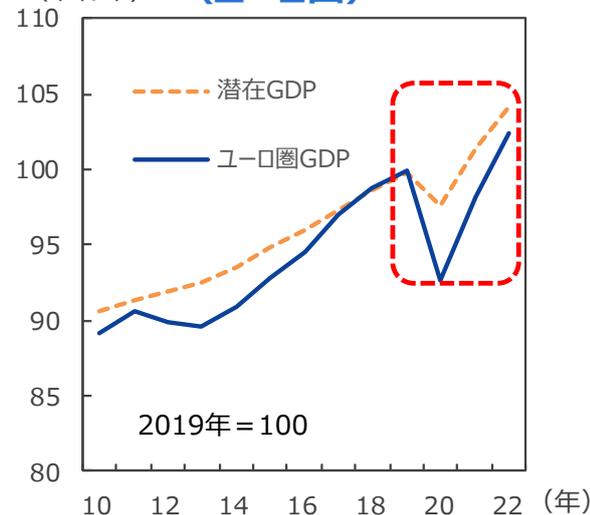
- 一時的な揺れ戻しに注意は必要ですが、マクロ環境から趨勢を判断すると、21年の金融市場の視界は悪くありません。コロナショックによる20年の大幅マイナス成長により、グローバルに需要と供給のギャップが拡大しました。21～22年はこのギャップを徐々に埋める期間と位置付けられます。ワクチン開発の効果を考慮しても、21～22年は主要国で需給ギャップが残るため、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が金融緩和からの出口に関して議論するとしても、あくまで長期的な課題としての議論になるでしょう。21年の世界経済は低インフレ・低金利の下、経済正常化と財政政策のサポートによって潜在成長率を上回る成長を示す可能性が高いと思われます。
- 長期金利の上昇が緩やかに留まる中、世界経済が回復に向かうとすると、コロナ禍で積み上がったドル建てキャッシュ（それに近いMMFや預金）から、米国債券、米国株式、他の先進国株式、さらには新興国債券、株式など、資金シフトの範囲が広がるでしょう。為替市場では対新興国通貨を中心に緩やかにドル高の修正の継続が予想されます。コロナショックを受けた構造変化としてはデジタルトランスフォーメーションを軸に議論されてきましたが、より広範なテーマが意識され、資金の流れに影響する可能性も検討しておくべきだと考えています。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

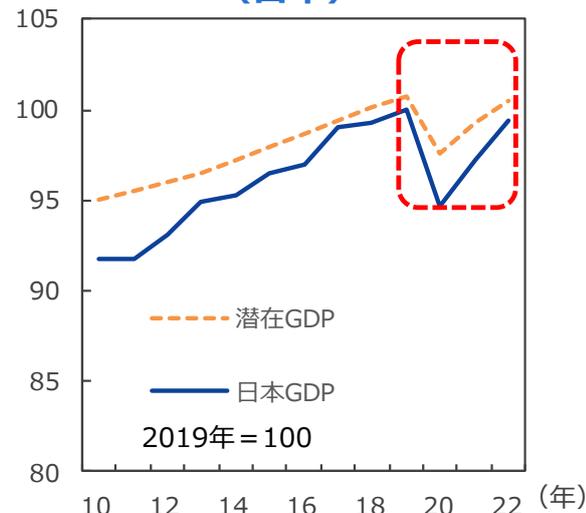
【潜在GDPと実際のGDP】
（米国）



（ユーロ圏）



（日本）



（注1）データは2010年～2022年。2020年以降の実質GDPは三井住友DSアセットマネジメントの予測値で延長。
（注2）アウトプットギャップはIMFの数字を使用し、潜在GDPを算出。
（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。

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	成長見通しは2020年を小幅下方修正、2021年は ワクチン期待を考慮し4.5%から5.4%に上方修正 。2022年は3.4%と予想。選挙結果は、「バイデン大統領+上院共和党+下院民主党」となる見通し。追加財政の規模は縮小するが、一定規模の家計支援は行われよう。感染再拡大により回復ペースは鈍化するがプラス圏を維持。	資産買入れが次の焦点 <ul style="list-style-type: none"> 11月のFOMC議事録で資産買入れに関する検討状況が示された。12月のFOMCでフォワードガイダンスを修正、2021年3月にかけて購入対象を見直そう。議事録の内容から、購入規模拡大の可能性はやや低下したが、対象債券の満期構成の変更等により、長期金利を低位に抑える政策は続く。
日本	外需回復をうけ2020年度は▲5.4%を予想（従来▲5.8%）。2021年は年後半のワクチン普及を織り込んで4.0%に修正（従来3.1%）。第3次補正予算はコロナ感染の再拡大などもあり、規模が拡大する方向だが、複数年にわたる政策等が含まれるとみられ短期的な成長押し上げ効果が緩やかとみられる。コア物価の基調はゼロ近辺。	資産買入れと企業金融支援を継続 <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、6月に企業金融支援枠を拡大した後は現状維持。 追加緩和策が必要になった場合、企業金融支援、資産買取強化が軸。為替の安定が崩れなければマイナス金利深堀りの可能性は低い。
ユーロ圏	2020年は▲7.4%となった後、2021年6.0%成長と予想。感染拡大で2020年10-12月は再度マイナス成長となるが、2021年1-3月にはプラス成長に復帰、ワクチンの効果と財政支出で 21年半ば以降は堅調になってくると 予想。消費者物価の基調は当面前年比1%を下回る状況が続こう。復興基金を巡る交渉難航がリスク。	12月に緩和強化へ <ul style="list-style-type: none"> ECBは4月の長期資金供給オペ金利引き下げ、6月に資産購入を延長・拡大。 10月の理事会声明からみて12月の追加緩和はほぼ確実。資産購入の延長・拡大、長期資金供給オペの強化(延長、利率引き下げ)の可能性大。 戦略再検証の結果にも注目しておきたい。
中国	2%台の成長でも雇用が安定する見通しの下、政府は追加の財政刺激を見送ろう。2020年2.2%成長、2021年は消費回復から8.9%と加速、2022年は5.5%を見込む。景気指標は好調で11月分PMIは製造業・非製造業共に改善。習近平政権は過熱リスクにも配慮して政策を運営。 五中全会では内外需のバランスの取れた成長を目指す方針を明示 。人民元に上昇余地。	金融政策は微調整モードに転換 <ul style="list-style-type: none"> 最優貸出金利（LPR）1年物は4月に0.2%引下げられた後は、据え置きが継続。 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。年後半を通して銀行間金利、最優貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。 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。FOMC=米連邦公開市場委員会。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】

2020年 海外			2020年 日本		
12月 3日	--	APEC閣僚会合	12月 17-18日	金融政策決定会合	
4日	--	APEC首脳会合	月内	2021年度の税制改正大綱	
10日	ECB	ECB理事会（見通し）	月内	2021年度予算案の閣議決定	
10-11日	EU	EUサミット			
14日	米国	大統領選挙人団による公式投票			
15-16日	米国	FOMC（経済見通し）			
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			
2021年 海外			2021年 日本		
1月 1日	EU	EUが復興基金に関する債券発行可能に	1月 20-21日	金融政策決定会合（展望レポート）	
20日	米国	大統領・副大統領就任式	月内	通常国会召集	
21日	ECB	ECB理事会			
26-27日	米国	FOMC			
3月 16-17日	米国	FOMC（経済見通し）	3月 18-19日	金融政策決定会合	
11日	ECB	ECB理事会	31日	桜井日銀審議委員の任期満了	

（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！

2020年12月 3日 間もなく接種開始、新型コロナ『ワクチン実用化』へ
 2020年11月25日 3万ドル乗せとなったダウ工業株30種平均

■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