

マーケットの視点

「投資環境」

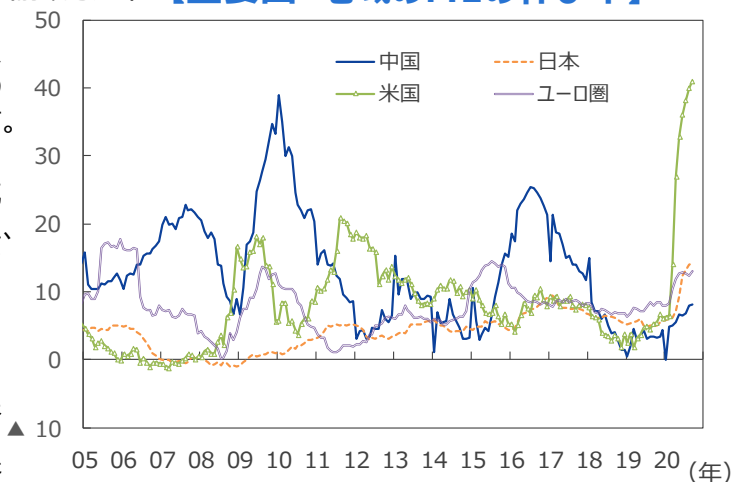
世界を支える強力なリフレ政策（吉川レポート）

- 1 二つの不確定要因
- 2 「リフレ的」ポリシーミックス
- 3 投資対象の範囲が広がる方向か

1 二つの不確定要因

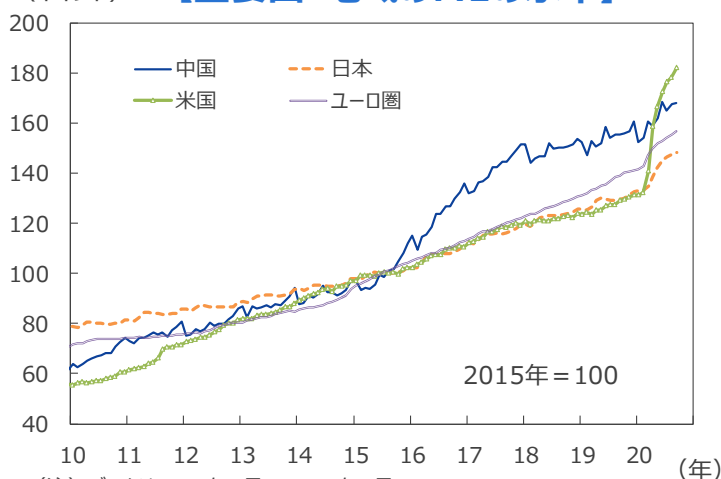
- 主要国の金融市場は10月以降、新型コロナウイルス感染が再拡大する中で世界経済の行方と、米国の政策見通しという二つの不確定要因を注視しています。
- 世界景気については、ユーロ圏が感染抑制のため11月から規制強化に踏み切り、10-12月に一旦マイナス成長になるとみられる一方、中国は製造業の好調に加え、感染が抑制されており、全般的に好調を持続しています。こうした中、グローバル経済の腰折れ回避は、米国経済が左右する構図となっています。米国では重症・死亡率が低目で推移しており、欧州対比で医療体制に余裕があるとみられる上、低金利のサポート効果（住宅投資・自動車消費の増加）もあります。米国経済が多少減速しても回復基調を維持し、世界経済全体の腰折れは避けられるというのがメインシナリオですが、金融市場が米国の感染状況を注視する状況はしばらく続くと思われます。
- 米国の選挙結果については流動的な要素が残っています（バイデン候補が過半数の選挙人を得たとの開票結果に関してトランプ大統領が訴訟をどこまで継続するかという点に加え、上院の多数党確定はジョージア州の2議席に関する1月初の決選投票まで待つ必要があります）。こうした中、選挙後の財政支出の規模、税制改革、巨大企業分割論の行方、対中政策、規制改革などが論点となっており、金融市場の判断が揺れる余地は残っています。しかし、新型コロナの影響が続く中、2年後に中間選挙を控え、新政府・議会の下での2021年経済政策の軸は財政刺激による景気サポートとなります。1月中旬に追加のコロナ対策が決定されれば、米景気の失速は避けられるとみられるため、1月初旬までに新政権・議会が経済政策を巡る議論を再開できれば、不透明感は低下すると考えられます。

（前年比、%） 【主要国・地域のM1の伸び率】



（注）データは2005年1月～2020年9月。
（出所）Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

（ポイント） 【主要国・地域のM1の水準】



（注）データは2010年1月～2020年9月。
（出所）Datastream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。

2 「リフレ的」ポリシーミックス

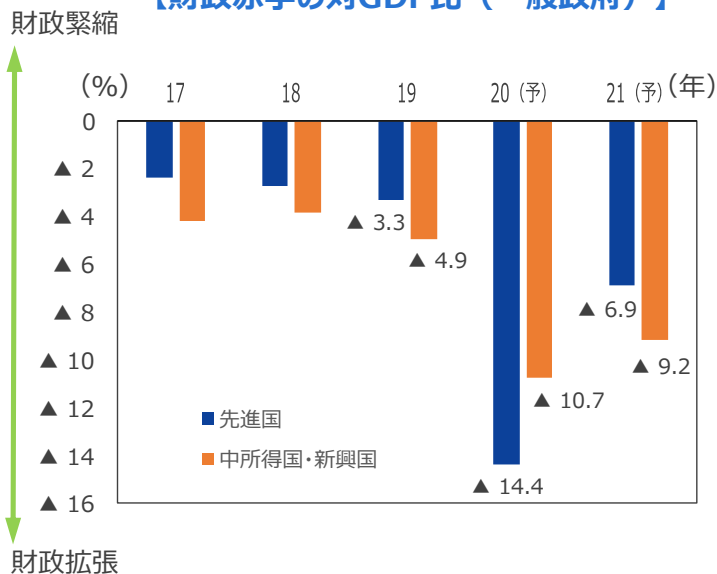
- 2020年末～2021年初の金融市場は、以上みてきた二つの不確定要因を巡り、リスクオン（選好）・オフ（回避）の両方向に振れる可能性があります。しかし、中央銀行の潤沢な資金供給の下で大規模な財政支出が行われる「リフレ的」ポリシーミックスが引き続き強力であり、ダウンサイドは限定されると考えます。3月にコロナ危機が発生して以降、米国など主要国の中央銀行が量的緩和によって長期金利を低位に押し下げ中、政府が債券発行によって資金を調達、その資金は給付や融資を通じて家計や企業に移転され、預金として積み上がっています。主要国のM1（家計・企業が保有する現金及び流動性預金の残高）は高い伸びを示しており、特に米国（2020年9月）は前年同月比41.0%、1.6兆ドル増となっており、当分の間、景気や金融市場の下支え要因となります。
- また、国際通貨基金（IMF）が10月に発表した財政モニター報告によると、先進国、新興国共に2020年は財政赤字が対GDP比で10%ポイント以上拡大しており、大規模な財政出動が行われたことがわかります。2021年について現時点では各国共に財政赤字を縮小させる見通しとなっていますが、米国の追加財政対策やユーロ圏の復興財政が具体化すると、高水準の財政赤字＝財政刺激が続く形になる可能性が高いと思われます。
- 金融緩和も強化される方向とみられます。主要国の中央銀行はインフレ期待を押し上げることの重要性を意識し始めており、豪州中銀（RBA）が11月に追加の金融緩和を実施したほか、欧州中銀（ECB）も11月の理事会後の声明文で12月の追加緩和実施を強く示唆しました。米連邦準備制度理事会（FRB）は、一時的なインフレ上振れを容認する平均インフレ目標を8月に導入しており、追加緩和（債券購入の拡大など）を検討する可能性があります。

3 投資対象の範囲が広がる方向か

- 大規模な財政支出が続く中、中央銀行の量的緩和維持（一部強化）によって長期金利の上昇を緩やかなものに抑えるというポリシーミックスは簡単には変わらないと考えます。利回り追求型の資金フローが基調となりますが、景気の不透明感低下、ないしはワクチン開発などに進展があれば、投資対象が米国以外の株式や債券などに徐々に広がる可能性があります。
- 為替面では米連邦準備制度理事会（FRB）の大規模緩和の浸透を受け、実効レートベースではドル安傾向と思われるかもしれませんが、欧州中銀（ECB）も金融緩和を強化する見込みであり、緩やかな動きとなりそうです。中国が金融緩和を一旦打ち止めとしているほか、日本は追加緩和の手段が限られるため、人民元や円が堅調に推移する可能性に注意したいと考えます。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

【財政赤字の対GDP比（一般政府）】



（注）データは2017年～2021年。2020年以降はIMF予想。
（出所）IMF, Fiscal Monitor Report（2020年10月）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

	景気のイメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	2020年の成長予想を▲3.8%から▲3.5%に上方修正。2021年は+4.5%と予想（前回+4.1%）。 COVID-19の感染再拡大は要警戒だが 、低金利の効果もあり、景気腰折れのリスクは限定的。 選挙後の政策決定過程には不透明な部分が残るが 、追加財政は2021年初めまでに決定できれば「財政の崖」の顕在化は避けられよう。	大規模緩和を維持する態勢 <ul style="list-style-type: none"> 8月に臨時FOMCを開催、2%の平均インフレ目標を導入。9月の定例FOMCで平均インフレ目標の達成を金利変更の要件とする形にフォワードガイダンスを変更、2023年までゼロ金利を維持する方針を明示。緊急対応から緩和維持に姿勢転換。緩和策としての資産購入の枠組みを導入するかに注目。
日本	外需の回復を受け2020年度予想を▲6.1%から▲5.8%に引き上げ。内需の動きは緩慢なため2021年度は+3.1%を予想。第3次補正予算は5兆円程度を予想しているが、総選挙を視野に規模拡大の可能性。コア消費者物価の基調は前年比ゼロ%前後。菅政権の構造改革が金融市場の期待に与える影響が注目される。	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7-9月の成長率は前期比+12.1%。しかし感染拡大により 10-12月は再びマイナス成長となり、2021年1-3月にプラス に戻る見込み。7-9月のGDP上振れを受け、2020年の成長予想を▲7.4%に上方修正。一方、10-12月のマイナス成長により2021年のスタート水準が下がるため2021年は+4.4%に下方修正（前回+6.4%）。	12月に金融緩和強化へ <ul style="list-style-type: none"> ECBは4月の長期資金供給枠金利引き下げ、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、長期資金供給枠の強化（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%成長を予想。2020年 7-9月GDPは予想比で下振れたが、在庫減が主因で問題はない 。投資、消費関連データは9月も好調で、10月分のPMIも非製造業中心に改善。習近平政権は過熱リスクにも配慮して政策を運営しよう。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"> 最優遇貸出金利（LPR）1年物は4月に0.2%引き下げられた後は、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、最優遇貸出金利（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。COVID-19 = 新型コロナウイルス感染症。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		
11月	3日	米国 米大統領選挙、議会選挙	11月		
	4-5日	米国 FOMC	上旬		菅首相が経済対策取りまとめを指示
	13-15日	-- ASEAN首脳会議・東アジア首脳会議（ハノイ）			
	20日	-- APEC首脳会議（議長国マレーシア、オンライン開催）			
	21-22日	-- G20サミット（議長国サウジアラビア、オンライン開催）			
	30日	-- OPEC総会			
	月中	-- G7首脳会議			
12月	1日	-- OPECプラス閣僚会議	12月		
	10日	EU ECB理事会（見通し）			
	10-11日	EU EU首脳会議			
	14日	米国 米大統領選挙（選挙人団による公式投票）	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			
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 1日		日英経済連携協定（EPA）発効予定
	6日	米国 上下両院合同会議で選挙人団による投票を開票（大統領・副大統領が正式に決定）			
	20日	米国 次期大統領・次期副大統領の就任式			
	21日	ユーロ ECB理事会	20-21日		金融政策決定会合（経済・物価情勢の展望公表）

（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11月 9日 バイデン新大統領の下、景気回復を確かなものに
 2020年10月29日 米国株式市場～好調な企業業績が下支え

■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。

