

マーケットの視点

「投資環境」

新たな均衡点に向かう金融市場（吉川レポート）

1 成長期待主導の長期金利上昇

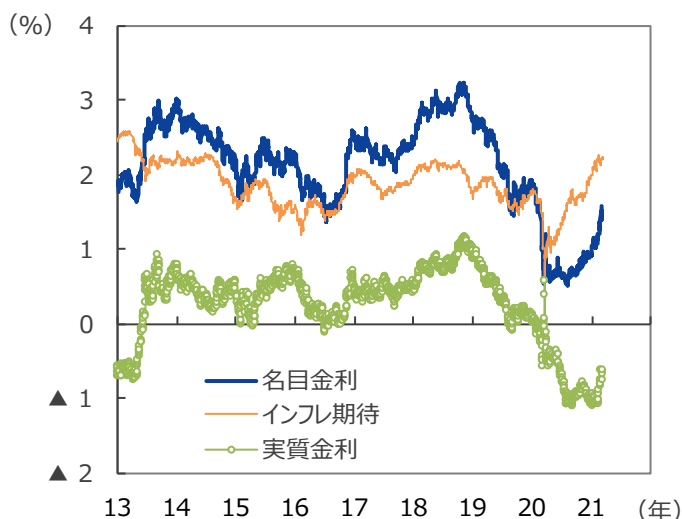
2 インフレと金融政策

3 選別色を伴うリスク選好

1 成長期待主導の長期金利上昇

- 米10年国債利回りは3月初旬にかけて一時1.6%を上回り、年初から0.6～0.7%上昇しました。米国の2021-22年の成長見通しが上方修正されたことが主因ですが、これには二つの要因があります。第一に、イスラエルなどの事例でワクチンが実際に感染を抑制することが示唆され、ワクチン接種で先行する米英で4-6月以降、経済が正常化するとの期待が高まりました。第二に、バイデン政権の1.9兆ドル規模となる追加コロナ対策が、ほぼ減額されずに実施されることとなりました。民主党が上下両院で多数を占めていることもあり、バイデン政権の最初の2年間の財政政策が想定よりも拡張的になることを示唆していると思われます。
- 米10年国債利回りの上昇をインフレ期待（ブレイクイーブンインフレ率）と実質金利（10年国債利回り－インフレ期待）に分けると、2013年5月の「テーパータム」時の長期金利上昇は米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和縮小が背景だったため、インフレ期待が低下する中、実質金利が大幅に上昇したことによるものでした。今回は景気上振れ（それに伴う緩やかなインフレ率上昇）が主因のため、実質金利（年初来約0.4%）、インフレ期待（同0.2～0.3%）共に上昇したと考えられます。
- 金融市場では景気の堅調さを背景に株価や景気と連動する商品価格（原油、銅など）は年初比で上昇、社債や新興国債のスプレッドも引き続き縮小した状態を維持しています。但し、ドルの小幅反発、金価格反落やグロース株の調整・バリュー株の上昇などの変化が起こっており、米成長軌道と米長期金利レンジの上方シフトを反映した新しい均衡点に動きつつあります。

【名目金利、インフレ期待と実質金利（米国）】



【名目金利、インフレ期待と実質金利（ドイツ）】



(注) データは2013年1月1日～2021年3月8日。
実質金利 = 名目金利 - インフレ期待。

(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。



2 インフレと金融政策

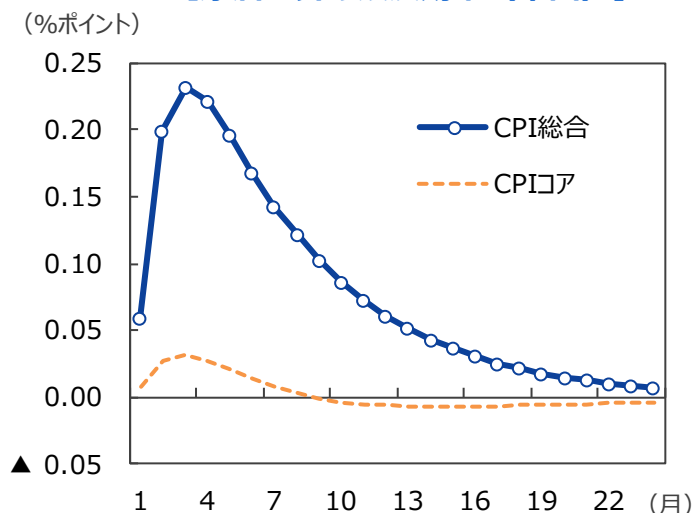
- 米長期金利上昇が一層のリスク回避につながるとすれば、インフレ加速とFRBの引き締め前倒しとなりますが、そのリスクは限定的と判断されます。
- 商品・素材市況の上昇に加え、今後の経済再開に伴う一時的物価上昇（ホテル料金など）も考えられ、米国のインフレ率（個人消費デフレーター、食品・エネルギー除くコア）は年央にかけ一旦2%超に加速するとみられます。しかし、過去10年程度のデータを分析すると原油など「モノ」の価格上昇が「コア」物価全体に与える影響は小さいことが分かります。また、米国の雇用者数は直近（2月）でもコロナ危機直前の水準をなお6%強下回り、労働市場には大きなスラック（需給ギャップ）が残っています。賃金上昇を通じてサービス物価全般の継続的な上昇につながる可能性は低いと思われる。
- また、パウエルFRB議長の発言から判断すると、所得格差の政治的な重要性が高まる中、FRBは単なる雇用増・失業率低下だけでなく、インフレが大幅に加速しない限り、粘り強く金融緩和を続けることで、低所得者層にも雇用回復効果が得られるように意識していると考えられます。政策金利（FFレート）は相当期間、ゼロ近辺（0.00～0.25%）に保たれる公算が大きくなります。景気上振れに伴う長期金利の上昇は容認する姿勢ですが、金融環境が引き締まること（更なる株安や社債スプレッドの拡大）が起るようであれば、テーパリング開始の時期などについて市場との対話を工夫し、事態の鎮静化を図ることが考えられます。
- 欧州中央銀行（ECB）など他の主要中銀とFRBのずれも注目されます。例えばECBはユーロ圏のインフレ率が低位で推移する中で、長期金利上昇に対して警戒感を示し、必要であれば債券購入額を柔軟に変更して金利上昇を抑える姿勢を示しています。米欧金利差拡大を受けて、米債市場への資金流入が増加すれば、米長期金利の上昇をある程度抑制する可能性も考えられます。

3 選別色を伴うリスク選好

- インフレ期待が2.2%前後で推移しているため、米10年国債利回りが1.5～1.6%でも実質ではマイナス0.6～0.7%と、歴史的にはなお低く、利回りが重要な環境は大枠としては続きます。但し、基軸通貨国である米国の長期金利のレンジが上方シフトしたことから、投資対象についてやや選別色を伴うリスク選好が見込まれます。日欧などハードカレンシーを持っている国の株式などは米金利上昇には抵抗力を示すと思われる。新興国は経常収支などファンダメンタルズで選別化されると考えられます。

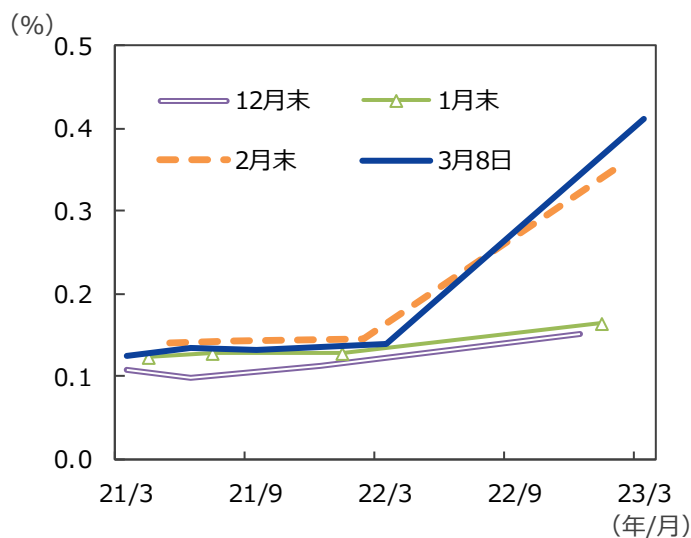
（吉川チーフマクロストラテジスト）

【原油上昇の波及効果（米国）】



（注）2010年1月～2020年1月までのデータにより推計。
原油（米ドル建て）価格10%上昇の消費者物価への影響。
2期ラグを伴うVARモデル。
（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

【金融市場における政策金利の予測（米国）】



（注）データは2021年3月～2023年3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

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	コロナ第3波の収束につれ経済活動は底打ちへ。4-6月以降、消費のペントアップデマンドの顕在化や追加財政の効果により、米景気は上振れ傾向を見込む。2021年は5.0%、2022年は4.8%成長を予想。バイデン政権の左派的政策（増税・規制強化）とインフレ関連指標の動向に注意したい。	経済の正常化に5月展開 <ul style="list-style-type: none"> FRBは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。但し、2月のパウエル議長の議会報告のように雇用回復や金融市場安定のため、FFレート据え置きへのコミットメント、きめ細かいコミュニケーションなど、長期金利上昇を緩やかに止めるかじ取りを行うだろう。
日本	2020年10-12月の成長率は消費や輸出が堅調に推移したため上振れ。しかし、2021年1-3月は緊急事態宣言（解除後の蔓延防止等重点措置）の影響からマイナス成長。2021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、プラス成長へ回復。設備投資の持ち直しが続くが注目材料。	総点検の内容に注目 <ul style="list-style-type: none"> 1月の金融政策決定会合は変更なし。 各種施策の「点検」については、ETF購入や長期金利の変動幅拡大のほか、マイナス金利の副作用軽減策などが議論対象か。いずれにせよ金融緩和の持続性を高めることが主眼。
ユーロ圏	製造業の回復継続で、ロックダウン下でも経済がある程度持ちこたえており、2021年の成長予想を4.3%から4.5%に上方修正する一方、2022年は4.5%と若干下方修正した。1-3月のマイナス成長後、21年半ば以降はワクチン効果と財政支出で堅調になってくるとの基本的な見方は変わらず。	緩和的金融環境を維持 <ul style="list-style-type: none"> ECBは12月の理事会で緩和政策を延長拡大、1月は現行維持。緩和的金融環境を維持することが主眼に置かれている。長期金利上昇傾向に対してPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）をどの程度弾力的に運営するか、注目される。
中国	2021年1-2月の景況感（PMIなど）はやや低下したが、高成長となった2020年10-12月からやや鈍化するの想定範囲内、景気持ち直しは続いている。2020年は2.3%成長にとどまった後、2021年は消費回復から8.9%と加速、2022年は5.5%と潜在成長率近辺に戻る見通し。習近平政権は2021年の経済政策について過度な景気支援からの正常化を図ろう。	金融政策は微調整モード <ul style="list-style-type: none"> 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。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。人民銀行のレバレッジ安定を意識した政策運営を反映し、1月のマネー統計は総じて鈍化。 人民元の対米ドルレートには上昇余地。中銀のスタンスに注目したい。

（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。

（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	
3月	5日 中国 第13期全国人民代表大会第4回全体会議開会 11日 ユーロ圏 欧州中央銀行（ECB）理事会 16-17日 米国 連邦公開市場委員会（FOMC）（経済見通し） 25-26日 EU 欧州連合（EU）首脳会議	3月	18-19日 金融政策決定会合 31日 桜井日銀審議委員の任期満了
4月	5-11日 国際通貨基金（IMF）春季総会→世界経済見通し公表 7-8日 G20財務大臣・中央銀行総裁会議 22日 気候変動サミット 22日 ユーロ圏 ECB理事会 27-28日 米国 FOMC	4月	26-27日 金融政策決定会合（経済・物価情勢の展望）
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 ユーロ圏財務相会議・EU財務相会議 5月中 石油輸出国機構（OPEC）総会	5月	

（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3月9日 市川レポート「米長期金利上昇に対するFRBの真意を探る」
2021年3月1日 グローバル株式市場の見通し～業績がカギ

■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。

