

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

### 「マルチスピード」型の回復と金融市場

#### 景気回復の特徴

金融市場では、引き続き世界成長見通しの上方修正が長期金利上昇につながっている。これは、①主要国・地域で製造業生産や貿易の堅調が持続、②ワクチン接種の進展が経済再開につながるとの期待が継続、③バイデン政権の下での米国の財政政策規模が拡大、の3点が景気見通しの上振れ要因となる構図が続いているためだ。

製造業生産の回復はグローバルな要素だが、ワクチン接種は米国および英国が先行、財政刺激では米国の規模拡大が大きい。結果的に、2021年の景気回復は、米英が内需主導で先行、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る。

#### インフレ圧力と金融市場

年初来、米国を中心に長期金利が上昇しているが、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・オン

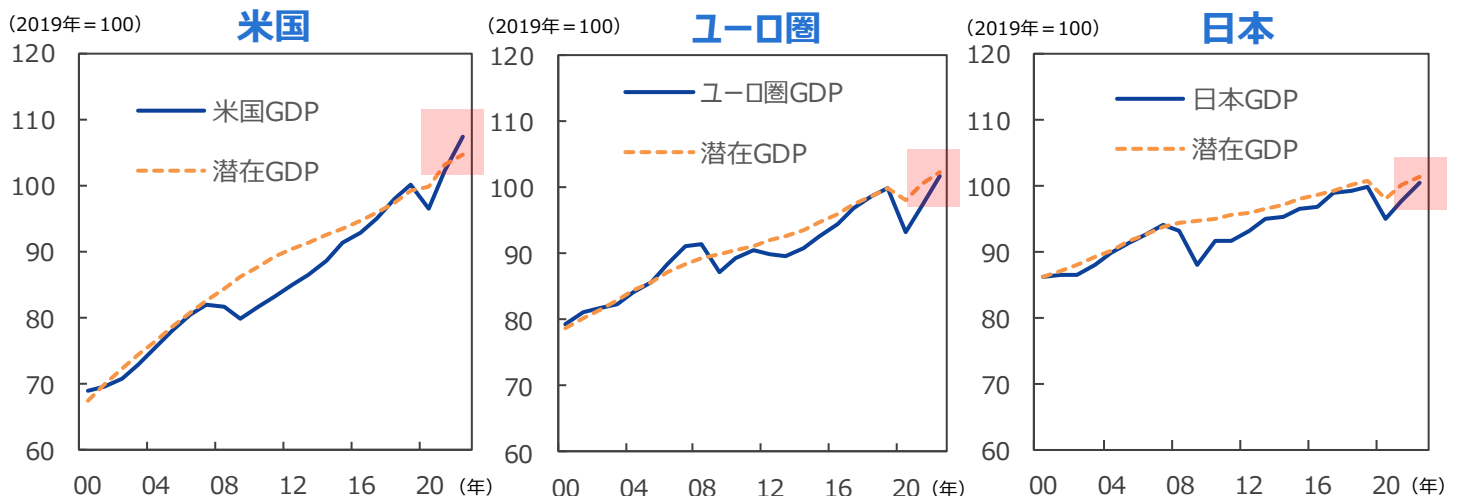
的な金融環境は崩れていない。こうした展開が継続できるかどうかは、インフレが中央銀行の許容範囲内に収まり、金融引き締めの前倒し避けられるかにかかっている。

昨年4-6月にインフレ率が下振れた反動、経済再開に伴うサービス価格の一時的上昇により、米国のインフレが4-6月に上振れるのは確実で、一時的に市場が神経質になる局面はありえる。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、年後半に向けて落ち着いてくると予想している。

米国は2021年は6%成長になった後、2022年も4%を超える成長となる見通しであり、2022年にはGDPが供給力（潜在GDP）を超える「需要超過」になる可能性が高い。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2つある。

第1に構造変化である。米国では2018-2019年にも需給バランスが逆転したが、インフレはほとんど加速しなかった。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

## 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

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

今月の注目点

# 「マルチスピード」型の回復と金融市場

ている。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る。

第2に「マルチスピード型」回復の下で、米国の経常収支赤字、他国の黒字が拡大することでインフレ圧力を吸収する、とみられる。ユーロ圏や日本では今後の回復を考えても2022年にかけて供給超過状態が続く見通しである。そのため、米国で需要超過になっても、他地域が供給することでインフレ圧力を部分的に和らげるとみられる。

## 長期金利・株価へのインプリケーション

4-6月に米インフレが加速しても、7-9月以降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。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2-3回利上げするところまで織り込んでいる。つまり、4-6月のインフレ上振れにある程度備えている。

以上から、米長期金利はしばらくナーバスな動きとなるとしても、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を予想したい。米長期金利が2%程度への

上昇に止まれば、インフレ期待を押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考えたい。

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懸念があろう。しかし、株価調整を受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。

## 当面のチェックポイント

大枠はリスクオン継続とみているが、米国を中心に当面のチェックポイントとして3点指摘したい。第1に今後1カ月程度について、新型コロナウイルスの変異株がどの程度米国で広がるか（ワクチン効果によって欧州と比べて限定的で済むか）。第2にその後の米景気拡大のペースである。特に積み上がった家計貯蓄がどの程度消費に向かうかにより、景気・金利がメインシナリオよりも上振れる可能性はある。第3は夏場以降のインフレ指標が予想通り落ち着いてくるかが重要な注目点になる。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きたい。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

## 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

	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

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

# 世界経済・国際金融情勢

## 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。	<b>軟着陸に向けたプロセス</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>FRBは低所得層の雇用回復を視野にFFレートを長期間据え置く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。</li> </ul>
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、プラス成長へ回復すると予想。半導体不足による自動車減産の影響に一応注意。	<b>金融緩和の継続性を意識</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
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。	<b>緩和的金融環境を維持</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
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。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。	<b>金融政策は微調整モード</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>

（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 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

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# メインシナリオとリスク

## 各種リスクファクターに関するメインの想定（メインシナリオ）とリスク

リスク項目	ポイント
新型コロナウイルスのリスク(1) 変異株の感染力	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： ロックダウン、ワクチン普及などで年央にかけてピークアウト。消費の回復要因に。</li> <li>■ リスク： 感染力上昇で集団免疫のハードル上昇。感染拡大長期化、消費回復後ずれ。</li> </ul>
新型コロナウイルスのリスク(2) ワクチン・治療薬の開発	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 2021年前半にかけ普及が始まり、経済活動の再開に部分的に寄与。</li> <li>■ リスク： 2021年前半に広く普及（アップサイド）、副反応の発現、開発遅れ・抗体の早期減少（ダウンサイド）。</li> </ul>
バイデン大統領の政策運営	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 税制・規制変更は緩やか。インフラ投資増について民主穏健派にも配慮。</li> <li>■ リスク： 想定より左派的閣僚人事、規制強化、増税策を打ち出す。</li> </ul>
主要国の家計貯蓄率	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 雇用の回復が鈍いことなどから、家計貯蓄率の低下（消費のリバウンド）は緩やか。</li> <li>■ リスク： 米国を中心に家計貯蓄率が想定以上に低下、消費・景気・金利が上振れ。</li> </ul>
長期金利上昇と金融市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 景気改善に沿った金利上昇。ローテーションはあるが全面リスクオフは回避。</li> <li>■ リスク： 実質金利が大幅上昇、レバレッジの巻き戻しで金融市場はリスク・オフモードに。</li> </ul>
新興国経済・金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 経常収支・インフレなどにより差別化されるが全面的資金流出は回避される。</li> <li>■ リスク： 先進国へ資金回帰し新興国の多くで金融環境が悪化。金融機関に悪影響。</li> </ul>
商品市況	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： レンジ相場に移行し、賃金や消費者物価全体への影響は限定的。</li> <li>■ リスク： 上昇継続（インフレ・企業収益圧迫）ないし、大幅反落（ミニ・デフレショック）。</li> </ul>
半導体部品などの供給制約	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 一部産業の減産・在庫減で一時的な減速要因となるがその後リカバー。</li> <li>■ リスク： 供給（企業収益）・需要両面（価格上昇などにより）の抑制が継続。</li> </ul>
米中対立	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 批判の応酬、外交的措置、個別企業・個人への制裁・投資制限は行われるが、経済・通商に広く影響する措置は回避。</li> <li>■ リスク： サプライチェーン、投資フローを通じ景気に影響する措置、偶発的衝突など。</li> </ul>
失業や設備投資停滞の長期化	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： ワクチン開発（経済再開期待）、政策効果により雇用・投資は基調としては回復。</li> <li>■ リスク： 企業の期待成長率低下などから、失業や設備投資問題の低迷が長期化。</li> </ul>
中国の政策正常化と経済・金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： マネーの伸びを徐々に鈍化させ、財政も平時モードに移行するが急速な転換はない。</li> <li>■ リスク： 想定よりも引き締めのなり金融市場（商品市況など）の変動要因に。</li> </ul>
一次産品などの供給ショック （特に穀物等）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 局地的なものに止まり、市況変動はマクロ経済の攪乱要因にならず。</li> <li>■ リスク： 供給不足による市況上昇がマクロ経済・金融市場の攪乱要因となる。</li> </ul>
北東アジア・中東などの地政学リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： マドルスルー。</li> <li>■ リスク： エスカレーション。</li> </ul>

（注）太字は注目点を示す。

（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

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。



# マーケット動向の見通し（1年程度）

## 主要資産の投資魅力度判断

21年 4月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券
21年 3月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券

資産		上段が今月、下段が先月			コメント	
		弱気	中立	強気		
株式	日本	弱気	中立	強気	・世界景気・企業業績回復を前倒して織り込んできたこと、金融政策の先行きに関する警戒感などから一進一退となるが見込まれる。2021年後半以降は長期金利の上昇がバリュエーションの抑制要因となるが、2022年度の収益改善を見据えて上昇局面が再開しよう。	
	米国	弱気	中立	強気	・財政・ワクチン普及を受けた景気上振れ見通しが企業収益の改善期待につながっている。2022年にかけての景気回復を先んじて織り込んで上昇するパターンが当面継続する見通し。但し、金利上昇・法人税増税が増益効果を相殺してくるため、ペースは徐々に緩やかになってこよう。	
	欧州	弱気	中立	強気	・バリュエーション面では遅れを取り戻しており、今後の上昇は緩やかになる。米以外の地域対比で優位性が薄れていること等から、やや出遅れる展開か。中国景気の上振れ、新興国のコロナ収束、独財政拡大などが上振れ要因。景気回復（コロナ収束）の遅れ、対中関係悪化が下振れリスク。	
	豪州	弱気	中立	強気	・環太平洋の他市場と比べ割高との評価だが、新型コロナの感染抑制が奏功している主要都市で経済再開が期待され、企業・消費者心理に加え、雇用関連指標が改善傾向。鉄鉱石や銅の市況の回復など鉱山は堅調な見通し。豪中関係に引き続き注意。	
	アジア	先進国 (HK, SG)	弱気	中立	強気	・香港は業績見通しが安定化から上方修正の動きがみられる一方、予想PERや米10年金利からみた割安度がやや低下してきた。シンガポールは感染拡大一巡から経済が再開に向かう中、時価総額の4-5割を占める3大銀行に関し、景気回復期待やバリュエーションシカルの物色がプラス材料。
		新興国	弱気	中立	強気	・バリュエーションは米10年債利回りに対するリスクプレミアム縮小を示唆するも、業績予想は上方修正基調を継続、2021年は上値を試す展開を見込む。中国景気拡大、ワクチン普及、ハイテク企業的好業績などが上振れ要因、米中関係悪化、世界的な金利上昇観測拡大が下振れリスク。
	新興国	弱気	中立	強気	・景気・業績の回復基調は継続。主要国長期金利上昇の影響は全体として限定されている模様だが、一部の国で通貨安・インフレーション懸念から利上げの可能性はある。他地域と比較してアジアを好む。景気上振れ（ワクチン普及）がアプサイド、米中関係悪化、政治リスクがダウンサイドリスク。	
リート	日本	弱気	中立	強気	・オフィス・ホテル市況は先行き不透明だが、商業施設や住宅には正常化の兆候。各社の配金安定努力、日銀の緩和政策等がサポート材料。現状は価格反発後の根拠面面で動きが鈍いが、出遅れ訂正余地は残る。リスクプレミアム低下・イールドハンティング傾向が出てくれば水準切り上げの余地がある。	
	アジア	弱気	中立	強気	・長期金利が上昇する中、緩やかな回復基調を見込む。経済再開期待を背景にディスカウントが解消に向かう商業施設リートの堅調を見込む。シンガポールは感染抑制と度航制限緩和の動きに注目。豪州は内需主導回復の恩恵に期待。香港は中国との往来再開を協議中で商業施設が注目される。	
債券	日本	弱気	中立	強気	・日銀は政策の点検を実施、利下げ余地を確保するための副作用対策、長期金利の許容変動幅の明確化を実施したが、低インフレ下で緩和政策を続け、金利を低位に抑制する方針は変わらず。海外金利の影響で変動がやや大きくなる局面は考えられるが長期金利は総じて低位で推移しよう。	
	米国	弱気	中立	強気	・FRBは短期金利をゼロ近辺に保ちつつ長期金利上昇は容認。財政やワクチン期待、テーパリングの可能性もあり、長期債利回りは年末に向け上昇方向。但し、長期金利の上昇と共に金利と株式のバリュエーションのバランスが崩れてくるため、長期金利の上昇ペースは鈍ってくる見通し。	
	欧州	弱気	中立	強気	・感染再拡大による景気回復の遅れ、ECBの長期金利上昇への警戒（債券購入拡大）等から、当面は米国と比べ金利上昇は抑制されやすい。但し中期的にはEU復興基金への期待、ワクチン普及効果などから米国に追従する形で緩やかに水準を切り上げへ。	
	豪州	弱気	中立	強気	・2021年3月の決定会合では金融政策は現状維持。インフレが目標を下回る中、豪ドルも堅調なため、RBAは債券購入を一時的に加速するなど長期金利上昇をけん制する動きもみせているが、景気回復傾向などを考え、量的緩和の枠組拡大には慎重な模様。長期金利は大枠では米国に連動。	
	新興国	弱気	中立	強気	・主要国長期金利上昇の影響は警戒材料。但し、①景気見通し改善が金利上昇の背景、②米欧中銀は当面現行の緩和姿勢を維持、③実質利回りの魅力、④ワクチン普及・世界経済回復は新興国にポジティブ、等考えると、国・地域による選別を強めつつも資金流入が続くとみている。	
クレジット	投資適格	弱気	中立	強気	・長期金利上昇により社債市場への資金流入も減速気味だが、景気回復を受けた金融機関の融資基準緩和など社債の金融環境が改善している面もあり、国債ほど需給は緩んでいない。底堅い投資家の需要と景気回復期待を映した発行増の綱引きの中、スプレッドは一進一退の推移となる。	
	ハイ・イールド	弱気	中立	強気	・長期金利上昇により資金流入は減速気味だが、景気回復が金融機関の融資基準緩和など社債の金融環境改善につながる面があるため、国債ほど需給は緩んでいない。発行も高水準なため、もみ合い推移を予想。財務リスクは要注意だが市場全体への影響は限定的と想定。原油価格にも注目。	
通貨	米ドル	弱気	中立	強気	・ワクチン普及や大規模財政はドルにプラスだが、米経常赤字が拡大、FRBがゼロ金利政策を継続することから上値も抑制されよう。米景気の上振れが見込まれるため、円高リスクは後退しており、円/米ドルレートは100~115円を想定する。米国での感染動向に一応注意したい。	
	ユーロ	弱気	中立	強気	・当面は感染拡大・景気回復の停滞が上値を抑制。しかし、今後半年~1年では、市場のリスク許容度改善、EU復興基金・ワクチン普及による景気回復（米経済へのキャッチアップ）などから緩やかにレンジ切り上げと予想している。	
	豪ドル	弱気	中立	強気	・米長期金利の上昇を受け、対米ドルでの豪ドル高は当面抑制される可能性。しかし、実質ベースであれば米長期金利はなお低いことや世界経済の回復・商品市況堅調が豪ドルをサポートしよう。対米ドルでは高めの予想レンジ（1米ドル0.72~0.82豪ドル）を維持。変異株の感染拡大と豪中関係がリスク。	

(注) 2021年3月26日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# マーケット動向の見通し（着地・レンジ）

## 主要資産の市場見通し

	2021/4-2021/6見通し			2021/7-2021/9見通し			2021/10-2021/12見通し			2022/1-2022/3見通し			2022/4-2022/6見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>															
TOPIX	1,800	2,100	2,000	1,930	2,230	2,080	1,980	2,280	2,130	2,000	2,300	2,150	2,000	2,300	2,150
日経平均株価	27,000	31,500	30,000	29,000	33,500	31,300	29,500	34,500	32,000	30,000	34,500	32,500	30,000	34,500	32,500
東証小型株指数	3,190	3,720	3,540	3,420	3,950	3,680	3,510	4,040	3,770	3,540	4,070	3,800	3,540	4,070	3,800
<b>国内債券</b>															
10年国債金利	0.00	0.25	0.10	0.00	0.25	0.10	0.00	0.25	0.10	0.00	0.25	0.10	0.00	0.25	0.10
<b>外国株式</b>															
S&P500	3,500	4,350	4,100	3,550	4,400	4,150	3,600	4,500	4,200	3,600	4,500	4,200	3,600	4,500	4,200
NY DOW	28,800	35,800	33,700	29,200	36,200	34,100	29,600	37,000	34,500	29,600	37,000	34,500	29,600	37,000	34,500
NASDAQ	11,900	14,800	13,950	12,100	15,000	14,120	12,300	15,300	14,290	12,300	15,300	14,290	12,300	15,300	14,290
EURO Stoxx	380	450	430	390	460	440	390	460	440	390	460	440	390	460	440
MSCI (¥)	3,006	4,223	3,810	3,133	4,368	3,936	3,178	4,446	4,039	3,198	4,466	4,059	3,198	4,466	4,059
<b>外国債券</b>															
米国10年金利	1.30	2.10	1.80	1.40	2.20	1.90	1.50	2.30	2.00	1.50	2.30	2.00	1.50	2.30	2.00
独10年金利	▲0.40	0.10	▲0.20	▲0.40	0.10	▲0.20	▲0.30	0.20	▲0.10	▲0.30	0.20	▲0.10	▲0.20	0.30	0.00
英国10年金利	0.60	1.20	0.90	0.70	1.30	1.00	0.80	1.40	1.10	0.80	1.40	1.10	0.80	1.40	1.10
<b>為替</b>															
ドル/円	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	111.00	100.00	115.00	112.00	100.00	115.00	112.00	100.00	115.00	112.00
ユーロ/ドル	1.15	1.25	1.20	1.16	1.26	1.21	1.17	1.27	1.22	1.17	1.27	1.22	1.17	1.27	1.22
ユーロ/円	120.00	140.00	132.00	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	137.00	125.00	145.00	137.00	125.00	145.00	137.00
ポンド/円	145.00	165.00	154.00	145.00	165.00	156.00	150.00	170.00	160.00	150.00	170.00	160.00	150.00	170.00	160.00
豪ドル/円	75.00	95.00	87.00	80.00	100.00	88.00	80.00	100.00	89.00	80.00	100.00	89.00	80.00	100.00	89.00
<b>短期金利</b>															
CALL	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>															
米FFレートの	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25
ユーロレポレートの	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00

(注) 2021年3月23日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

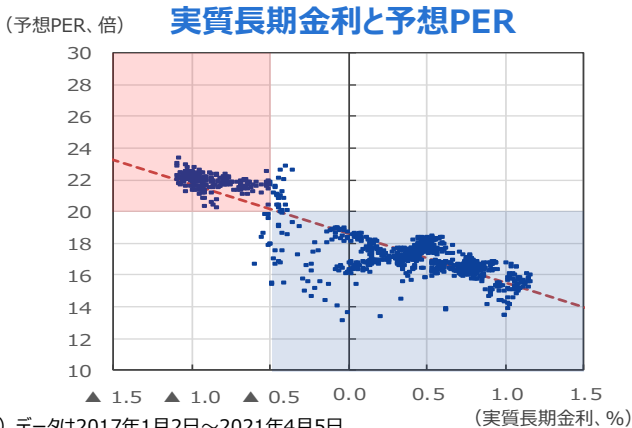
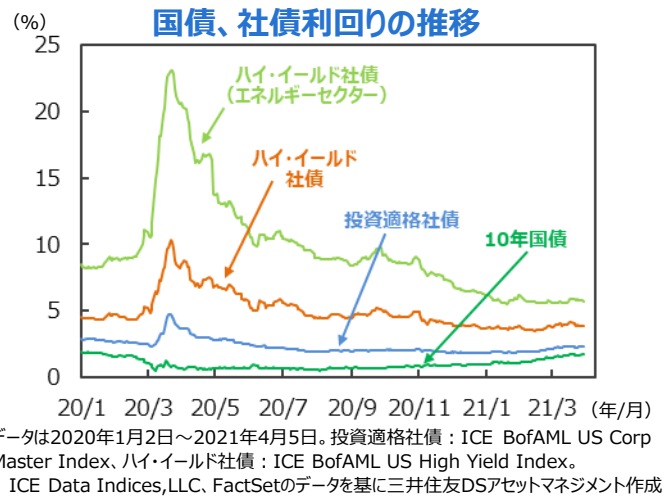
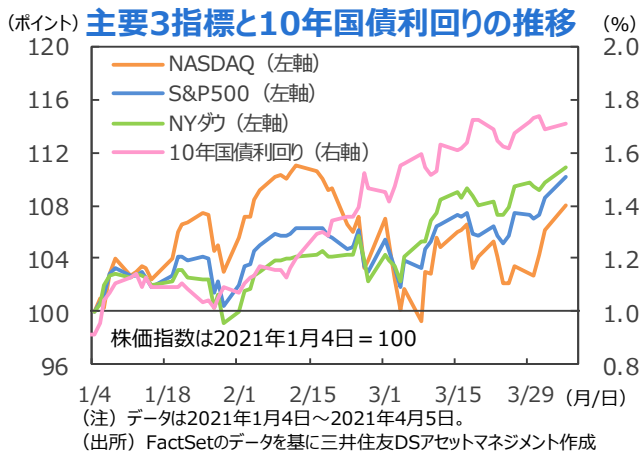
# 海外市場 (米国)

## <株式市場> 上昇基調継続、ペースは徐々に緩やか

- 3月31日にバイデン大統領が発表した米国雇用計画は、今後8年間で約2兆2,500億ドルを輸送インフラや高速通信網などの整備に充てるとした。月内には米国家庭計画も発表され、大型経済対策の規模は4兆ドルに達する見通し。財源は3兆ドルが法人と富裕層への増税で賄うとみられる。財政赤字の割合が低下することで景気浮揚効果はやや低下するものの、金利の上昇は穏やかになると予想される。ワクチン接種も順調に進んでおり、コロナ対策にメドが立ち始めた。米国はいよいよ成長戦略へと舵を切ることになる。
- 引き続き懸念されるのは長期金利の動きだろう。米国の実質長期金利と予想株価収益率（PER）の関係性を見ると、実質長期金利が▲0.5%よりマイナス幅が小さくなり、ゼロに近づくと予想PERが20倍を割る傾向がある。足元の10年国債利回りは1.6～1.7%、実質長期金利が▲0.7%程度なので、10年国債利回りが2%を大きく上回らなければ、バリュエーションを維持することは可能と考えられる。利益成長予想が加速しても、実質長期金利の上昇が一定の範囲に止まれば、米国株式市場は、次第に安定を取り戻すと期待される。

## <債券市場> 長期金利は緩やかに水準を切り上げる見通し

- 国債：ワクチン接種の進展、追加経済対策、追加的なインフラ法案、FRBの金利上昇容認姿勢が金利上昇要因となる。但し、FRBは23年までゼロ金利政策を継続する姿勢で、短中期金利は下支えられる一方、長期金利は上昇しやすい。こうした状況下、年末に向けて緩やかな金利上昇を見込むが、金利の一段の上昇は株式との相対的なバリュエーション比較で正当化されにくく、後半は金利上昇が鈍くなる展開を予想する。
- 投資適格、ハイ・イールド社債：現在の社債市場のバリュエーションは、クレジットの財務内容から見てやや割高だが、直近の経済指標からは金融環境の緩和が示されており、割高度は修正されつつある。足元で長期金利が上昇傾向にあるから、社債市場への資金流入は減速気味ではあるが、社債市場以上に国債市場の需給は緩和傾向にあり、国債利回りとのスプレッドはレンジ圏でもみ合い推移を予想する。ハイ・イールド社債は、不透明感が残るものの、企業業績が改善傾向にある点が支えとなる。



## S&P500種指数採用企業の業績見通し

(前年同期比、前年比、%)

セクター\年月期	2021				2022	2021	2022
	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)	1-3月 (予想)		
<b>S&amp;P500全体</b>	24.2	54.0	19.5	13.4	16.7	25.9	15.3
一般消費財	99.0	237.4	14.9	28.5	54.5	57.7	37.4
生活必需品	0.3	9.0	5.9	6.0	10.2	5.2	8.8
エネルギー	▲ 5.1	196.1	923.2	2,101.2	85.8	795.2	36.1
金融	68.9	82.1	5.7	▲ 10.5	5.1	24.7	10.7
ヘルスクエア	17.9	10.5	9.6	12.8	6.5	14.1	6.5
資本財・サービス	▲ 13.4	512.8	80.8	69.9	78.8	76.3	35.9
素材	47.0	85.5	40.3	13.8	6.0	42.9	10.0
不動産	0.2	12.5	7.9	7.9	5.5	7.2	9.6
情報技術	24.3	20.3	16.3	7.6	11.1	16.1	12.9
コミュニケーション・サービス	13.6	29.4	11.8	5.2	16.5	13.8	17.6
公益事業	2.6	2.8	3.8	14.3	6.3	4.6	6.5

(注) データは2021年1-3月～2022年1-3月。2021年～2022年。2021年4月1日発表。 ( ) は2桁以上の増益を示す。  
(出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。



# 海外市場（ユーロ圏）

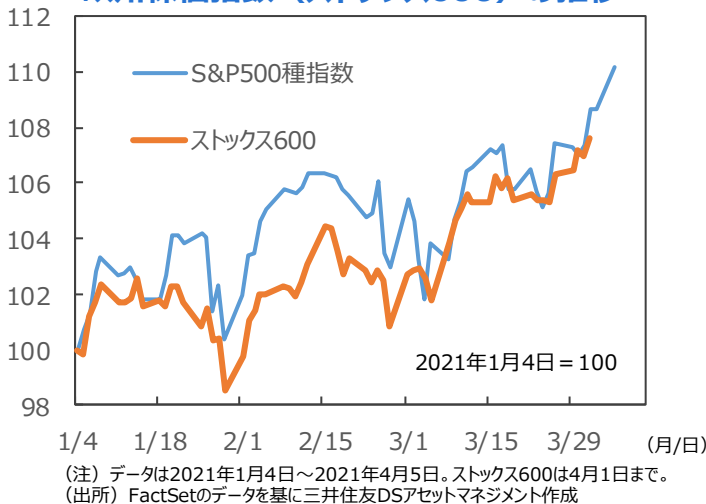
## <株式市場> 財政政策による下支えの構図が続く

- 欧州株式（ストックス600）は、バリュエーション面での出遅れを取り戻しており、今後の上昇は緩やかなものとなる。米国以外の地域対比でも欧州株価の優位性が薄れており、欧州株式市場はやや出遅れる展開が予想される。引き続き、中国景気の上振れ、新興国のコロナ収束、ドイツの財政拡大などが上振れ要因となる。一方、景気回復（コロナ収束）の遅れや対中関係の悪化が下振れリスクとして想定される。
- 欧州では、再びロックダウンの動きが強まっているが、財政政策が景気を支える構図に変化はない。21年後半には、EUの復興基金による投資拡大も見込まれ、欧州株式市場を下支えすると考えられる。21年の財政措置はロックダウンの長期化を背景に追加で増額される可能性が高い点も引き続き注目されよう。ワクチンは接種が段階的に進むが、普及率が大きく上昇するには時間がかかろう。経済正常化を可能とする集団免疫状態に達するのは22年以降と想定する。

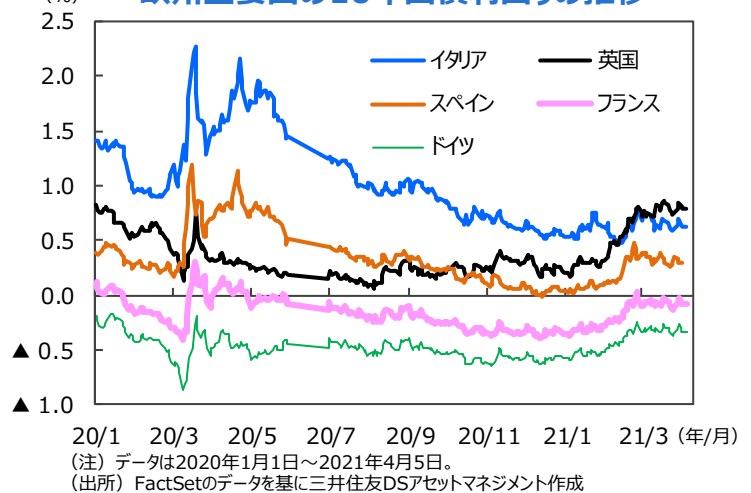
## <債券市場> 長期金利は次第に安定を取り戻そう

- ユーロ圏の長期金利は、当面、米国に比べると上昇が抑制されやすいと考えられる。新型コロナウイルスの感染再拡大による景気回復の遅れ、ECBの長期金利上昇への警戒（債券購入拡大）等が背景だ。但し、中期的にはEU復興基金への期待、ワクチン普及効果などから米国に追随する形で、長期金利は緩やかに水準を切り上げると予想する。
- 金融政策について、ECBは昨年12月の理事会で条件付き長期リファイナンスオペ（TLTRO）とパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の規模拡大・期間延長を決定している。資産購入策の柱であるPEPPは毎月の購入額を設定せずに弾力的に運営されており、ECBは金融コンディションの安定にコミットしている。PEPPが22年3月で終了した後も、コロナ前のQEである資産買取プログラム（APP）が存続することで、緩和的な金融政策が続くと予想する。

(ポイント) 欧州株価指数（ストックス600）の推移



(%) 欧州主要国の10年国債利回りの推移



ドイツの実質・名目金利とインフレ期待



ストックス600の業績見通し

(前年同期比、前年比、%)

年 セクター\月期	2020		2021		
	10-12月 (実績・予想)	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)
ストックス600全体	▲ 14.5	47.0	80.4	25.2	24.8
素材	74.4	85.4	173.3	63.7	16.5
一般消費サービス	35.4	800.5	-	19.5	5.6
生活必需品	4.2	76.8	6.7	▲ 2.2	8.3
エネルギー	▲ 57.4	48.3	-	404.6	129.2
金融	▲ 37.0	54.5	43.2	8.2	51.2
ヘルスケア	▲ 3.4	▲ 11.9	▲ 2.1	3.6	9.8
資本財/サービス	▲ 33.6	370.2	506.0	132.8	25.5
情報技術	▲ 8.6	29.0	23.7	▲ 0.6	11.2
不動産	61.1	60.6	▲ 44.2	30.2	▲ 19.5
公益事業	13.0	7.9	10.3	▲ 7.5	0.2

(注) データは2020年10-12月期～2021年10-12月期。  
2021年3月30日発表。■は2桁以上の増益を示す。  
(出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。



# 海外市場 (アジア)

## <中国市場>

### ○基調は業績相場、構造的成長企業は依然魅力的

・米長期債利回りの上昇に加え、フィンテックや教育産業に対する規制が強化されるとの観測を背景に、過度な楽観が後退するかたちで調整した。ハイテク製造業、インターネット関連などは多くの投資家に選好されているため、成長株から割安株へのローテーションが起こる場合は利益確定売りから不安定な動きが続く可能性がある。企業業績の上方修正トレンドが続いており、調整一巡により過熱感が払拭された後は、業績に沿った上昇に回帰すると考えられる。

## <香港市場>

### ○ワクチン接種の進展と渡航制限緩和が待たれる

・中国ニューエコノミー企業の香港上場が続いている。短期的には成長株への売り圧力が逆風となる可能性があるが、金融センターとして香港の地位を高める戦略に沿ったものと言えよう。

・香港政府は、市民に対し積極的なワクチン接種を呼び掛けるとともに、複数の国・地域と渡航制限の緩和を協議中と報じられている。今後、中国本土との往来が再開されれば、小売り、不動産にとって朗報となり、出遅れ銘柄の見直しも本格化すると期待される。

## <韓国市場>

### ○循環物色を伴いながら上昇トレンドを持続

・半導体市場は好調を維持したが、成長株への利益確定売りの流れが韓国にも波及し、主力のテクノロジー銘柄は小幅に調整した。一方、歴史的な割安圏にあった銀行や鉄鋼などが軒並み大幅高となり、指数全体では5カ月続伸となった。2021年の増益率は+50%超が見込まれる。増益率はアジア域内でも特に高く、株式市場は再び堅調な動きとなろう。

## <インド市場>

### ○コロナ感染再拡大も海外投資家の買いは衰えず

・インドでは、一旦鎮静化していたコロナ感染者が再び増加に転じたが、市場心理への影響は比較的限定的だった。株式市場は、バリュエーションに割安感が乏しく、また、潜在的なルピー安リスクもあるものの、堅調を維持している。需給面では、海外機関投資家による買いの継続が株価を支える要因となっている。ファンダメンタルズ面では、幅広い業種で収益改善が進んでおり、コロナ禍からの回復にとどまらない、設備投資主導による持続的な景気拡大への期待感が高まっている。

## <ベトナム市場>

### ○OVN指数は史上最高値更新をうかがう

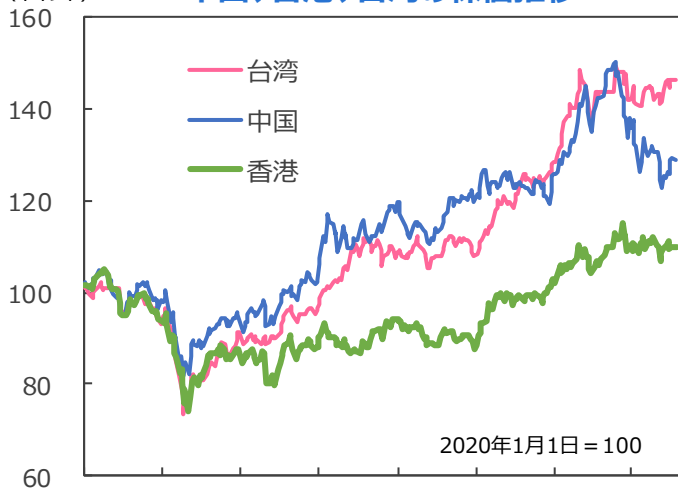
・株式市場は、2月の急反発後を経て、海外投資家の継続的な売り越しで上値が抑えられたものの、3月も小幅続伸、VN指数は心理的な節目である1,200ポイントを一時上回った。不動産、素材などを中心に企業業績は堅調を維持している。また、台湾において同市場で初となるベトナム株ETFが設定されるなど、海外投資家の関心が改めて高まる機運もある。指数が約3年ぶりに最高値を更新する可能性もありそうだ。

## <インドネシア市場>

### ○米金利上昇の悪影響と投資拡大の綱引き

・株式市場は、海外投資家が売り越しに転じたことで、3月末にかけて下落した。株式市場は海外からの資金動向に左右されやすい傾向があり、米国債利回り上昇に対して脆弱である点は否めない。一方、オムニバス法のもとでソブリンウェルスファンドとして設立されたインドネシア投資公社（INA）にアラブ首長国連邦（UAE）が100億米ドルを投じることが報じられた。日本の国際協力銀行に続くもので、インフラ投資が前進する動きとして評価されよう。

中国、香港、台湾の株価推移



アジア主要各国の株価推移



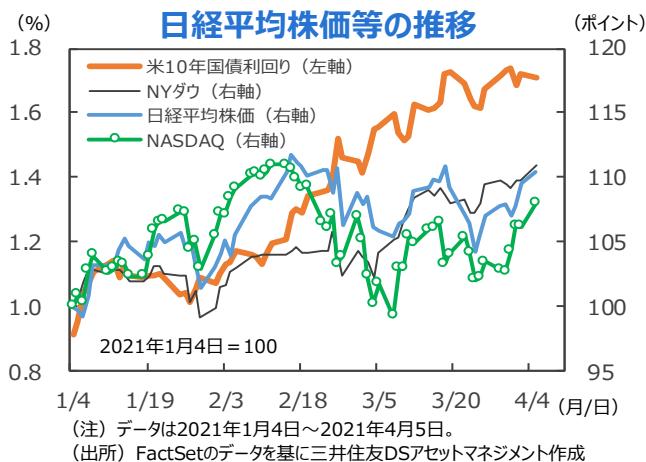
(注) データは2020年1月1日～2021年4月5日。MSCI、現地通貨ベース。(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 日本市場

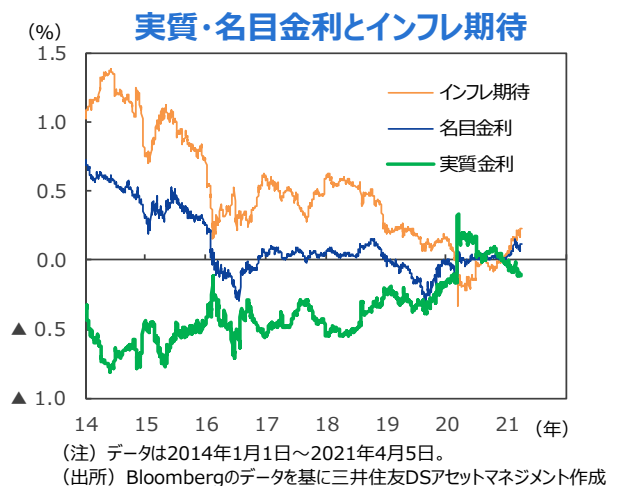
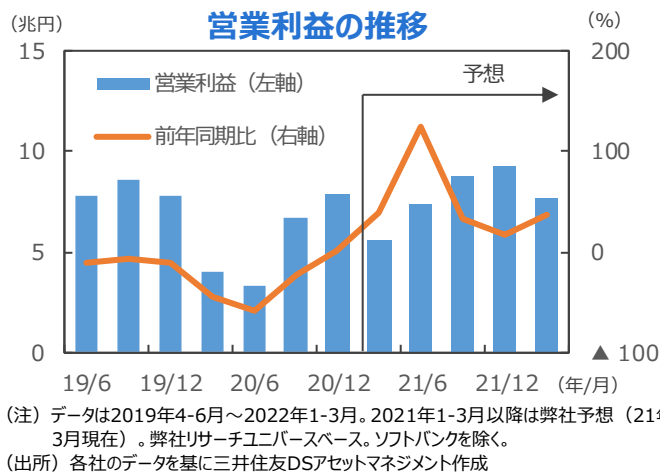
## <株式市場> もみ合うも、7-9月以降堅調に

- 日本株式市場は、もみ合う展開を予想する。世界景気は、金融・財政面での政策対応が続く中、ワクチンの普及効果による経済活動が正常化へ向かう中、回復基調は続く見通し。世界経済の回復期待が奏功し、日本株式市場も業績回復を前倒して織り込む形で21年1-3月まで上昇した。今後はワクチン普及による経済正常化が進む中で、金融政策の先行きに対する警戒感の高まりなどから、次第に上値が重くなろう。
- 21年度の企業業績は、製造業が先行する形で回復を辿り、2桁増益を予想する。非製造業の回復が相対的に鈍いものの、ワクチン効果を背景に徐々に回復すると見ている。円安・ドル高基調で推移している点は業績にプラスだが、20年度に抑制した変動費などの経費増や、原材料価格上昇などの影響を見極める必要がある。21年度の通期ガイダンスの発表前後では保守的なガイダンスへの警戒や業績回復テンポを見極める動きとなろう。
- 7-9月以降、日本株式市場は再び上昇局面に入ると想定する。7月下旬から始まる4-6月決算を踏まえ、業績の回復基調を確認しながら、22年度の過去最高益更新を見据えて、さらに業績回復期待が強まろう。



## <債券市場> 長期金利は低位での推移が継続

- 日銀は3月に政策の点検を実施した。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は想定されたメカニズムに沿って効果を発揮していると判断。その上で、2%の「物価安定の目標」の実現のために、持続的な金融緩和を継続するとともに、情勢変化に対して機動的かつ効果的な対応をすることが重要である、との見解を示した。
- 今後も、低インフレ下で緩和政策を続け、金利を低位に抑制する方針は変わらず。海外金利の影響で変動がやや大きくなる局面は考えられるが、長期金利は総じて低位で推移しよう。
- 21年1-3月期の実質GDPはマイナス成長に陥る公算が高い。しかし、21年4-6月期以降については、緊急事態宣言の反動、外需の持ち直し、経済対策効果、ワクチン普及などを背景に、プラス成長へ回帰する動きを強めよう。一方、物価 (全国コアCPI) は21年度は+0.6%、22年度は+0.5%と引き続き低位で推移する見通し。しかも、需給バランスは緩和的であり、季節的なインフレ圧力の高まりは限られよう。したがって、物価が長期金利の恒常的な上昇要因になる公算は小さいと判断される。



※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

# リート市場

## <米国リート>

- 中長期で緩やかな上昇を想定する。
- 景気は緩やかな回復基調が続こう。新型コロナ新規感染者数は減少傾向にあるとともに、ワクチン接種数は増加している。変異株の広まりを受けた感染再拡大のリスクはあるが、景気回復への見方を変えるものとはならないだろう。追加財政政策、インフラ法案などが景気を下支えしよう。リートは他のアセットクラスに比べて出遅れが目立ち、中期的に株式市場をキャッチアップする展開を想定する。安定的なキャッシュフローが期待できるグロース銘柄が選好されると予想する。

## <大陸欧州・英国リート>

- 中期的で緩やかな上昇を想定する。
- 欧州では、変異株を中心とした新型コロナの感染者数の増加により、再度ロックダウンの措置がとられている。ワクチン接種が始まったが、域内消費などの回復は4-6月期以降となろう。ただし、中国等外需の回復による域内の製造業を中心とした景気回復はプラス材料といえる。中長期では業績の底打ちと、相対的に高い配当利回りが株価をサポートすると予想する。

## <シンガポールリート>

- 底堅い推移を想定する。
- 新型コロナ感染抑制措置はフェーズ3が継続する中で、出社やイベント開催時の制限がさらに緩和される。引き続き、小売売上などの内需の回復が期待できる。
- 業績面では、産業施設セクターが引き続き堅調と見込まれる。

## <香港リート>

- 横ばいからやや上向きの推移を想定する。
- 追加経済対策は個人消費を下支えする見込み。新型コロナ感染抑制のためのソーシャルディスタンスが緩和され、政府は21年中に全市民へワクチンを提供する方針。また、政府は中国との国境開放の見通しを示しており、感染再拡大のリスクはあるものの、景気回復への期待が高まろう。
- 大手リテールリートは決算で自助努力により配当を維持した。配当への信頼度の高まりから、景気回復の遅延によるさらなる株価下落の可能性は小さいと考える。

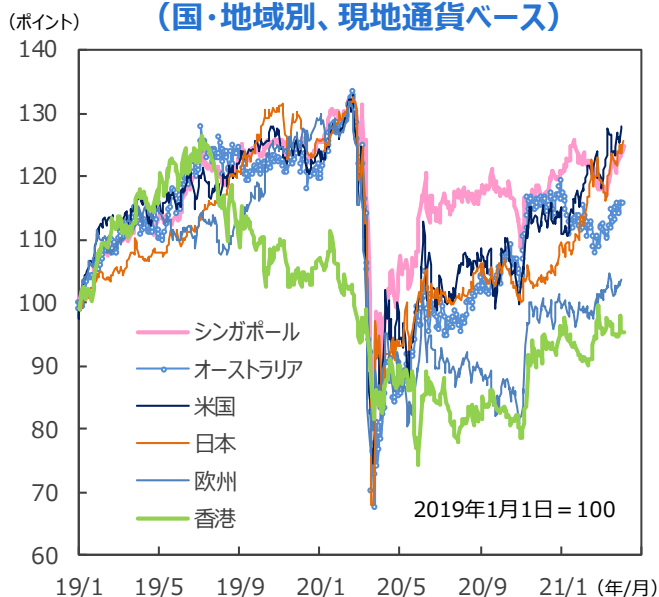
## <豪州リート>

- 横ばいからやや上向きの推移を想定する。
- 国内の新型コロナの感染は抑制されている。財政政策や豪州準備銀行（RBA）の追加緩和策が景気を下支えしよう。セクターでは、世界的な需要拡大を背景に産業施設が引き続き選好されよう。商業施設は感染抑制による内需回復期待、住宅は低金利、財政政策のサポート、などを背景に底堅く推移しよう。

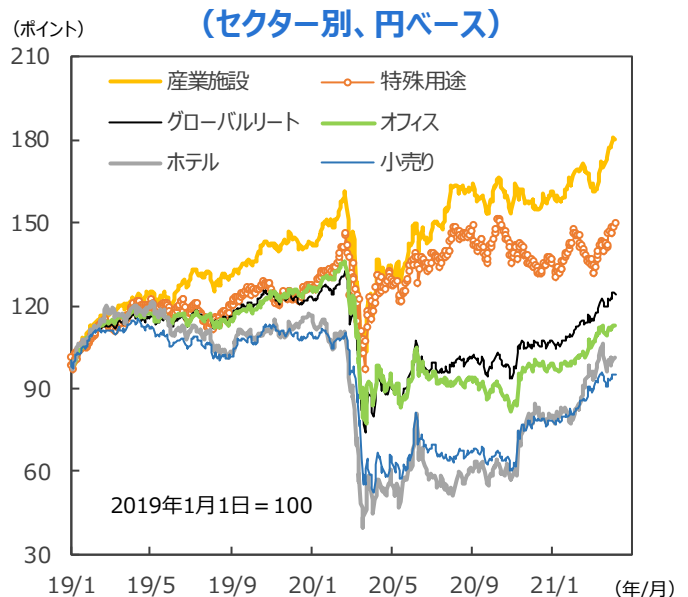
## <日本リート>

- 値固めプロセスを経た後、ポジティブな展開を想定する。
- 変異株リスクが煽るなど、依然としてコロナ禍の中にあるが、景気は緩やかに持ち直しの方向にある。こうした中、不動産売買市場は活況で、リーートの自助努力も機能し、利回りの魅力とリスク資産間での出遅れが下支え要因といえる。感染動向に留意しつつも、値固めが進んだ後には、ポジティブな展開へ移行すると考える。

主なリート・インデックスの推移  
(国・地域別、現地通貨ベース)



グローバルリート・インデックスの推移  
(セクター別、円ベース)



(注) データは2019年1月1日～2021年4月5日。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。



# 通貨

## <円/米ドルレート>

- ワクチン普及や大規模財政は米ドルにプラス。しかし、米経常赤字の拡大が見込まれ、また、FRBがゼロ金利政策を継続することから、上値も抑制されよう。今後、米景気の上振れが見込まれるため、円高リスクは後退しており、円/米ドルレートは100～115円を想定する。米国での感染動向に一応注意したい。

## <円/ユーロレート>

- 当面は感染拡大・景気回復の停滞が上値を抑制しよう。しかし、今後、半年～1年では、市場のリスク許容度の改善やEU復興基金・ワクチン普及による景気回復（米経済へのキャッチアップ）などから、緩やかにレンジを切り上げると予想する。

## <円/英ポンドレート>

- 株価の上昇など、リスク選好の動きが強まる一方で、足元はEUとの貿易問題が懸念されている。ただ、ワクチンの普及への期待や景気回復が徐々に英ポンドの支援材料となっていく見通し。

## <円/豪ドルレート>

- 米長期金利の上昇を受け、対米ドルでの豪ドル高は当面抑制される可能性が高い。しかし、実質金利ベースでみれば米長期金利はなお低いことや、世界経済の回復や堅調な商品市況が豪ドルをサポートしよう。対米ドルでは高めの予想レンジ（1米ドル0.72～0.82豪ドル）を想定する。変異株の感染拡大と豪中関係がリスクとなろう。

## <人民元レート>

- 中国景気の持ち直し及び低インフレの見通しに変更はないものの、米長期金利の水準訂正を受けて、米ドルが上昇しやすい状況にある。人民元の対米ドルレートは、下落しやすい状況と言える。

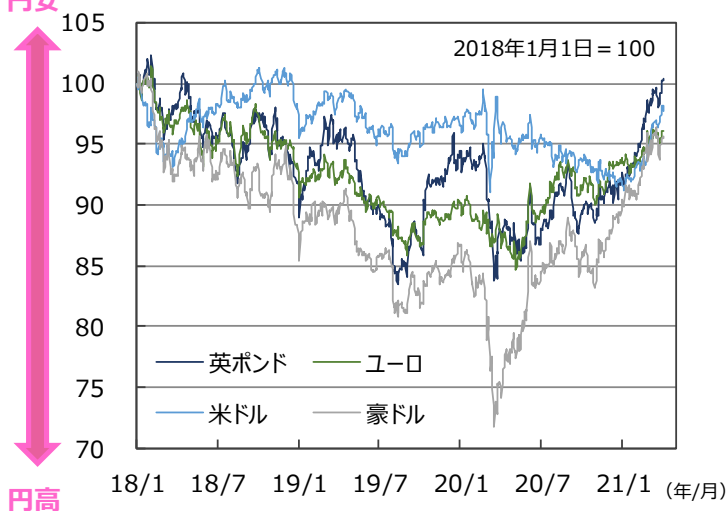
## <ブラジルリアルレート>

- 米長期金利が上昇傾向となる中、ファンダメンタルズなどで新興国が選別化されやすい環境に入った。ブラジルは政策金利が実質ベースで依然マイナスで、政府債務残高が大きく、財政運営に関する市場の警戒感が残っていることが、レアルの上昇を抑制しよう。ブラジル中銀がインフレ抑制にコミットし、利上げに動いていることから大幅な下落は見込まれないが、実質政策金利がゼロ近辺にまで改善する年末までは、1米ドル5.5レアルを中心としたレンジで一進一退になる展開を想定する。

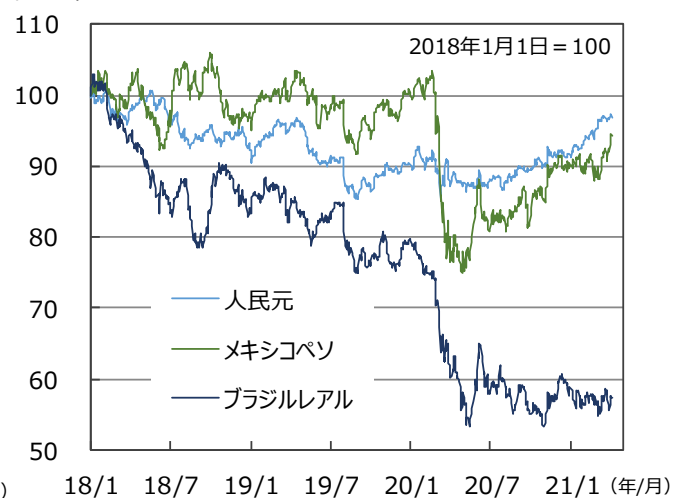
## <メキシコペソレート>

- メキシコ銀行（中銀）は3月会合で政策金利を4.00%に据え置いた。今後数カ月はインフレ率の上昇が続くと予想され、利下げ余地は乏しく、政策金利は当面据え置かれよう。
- ただし、世界経済の回復期待が続く中、成長性の高い新興国への資金流入は続く予想される。メキシコは20年10-12月の経常黒字が過去最高となるなど対外的な脆弱性は解消されつつあり、また、相対的に金利水準が高いことなどから、ペソは底堅く推移すると予想される。

円安 (ポイント) 先進国・地域の為替市場 (対円)



(ポイント) 新興国・地域の為替市場 (対円)



(注) データは2018年1月1日～2021年4月5日。(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 今月のトピック

## 見えない温暖化ガスを見える化、『カーボンプライシング』

『カーボンプライシング』とは、二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）など地球温暖化につながるガス（以下、温暖化ガス）の排出量に価格を付け、排出した企業や家庭にお金を負担してもらう仕組みです。世界的に「脱炭素」が求められる中、『カーボンプライシング』を導入する国が増えてきていますが、日本では一部の導入にとどまっています。政府は、2050年の温暖化ガス排出量実質ゼロ目標に向け、より本格的に活用し排出削減につなげたい考えです。

### 温暖化ガスの社会的費用を見える化する『カーボンプライシング』

『カーボンプライシング』とは、CO<sub>2</sub>など温暖化ガスの排出量に価格を付け、排出した企業や家庭にお金を負担してもらう仕組みです。価格を付けることによって温暖化ガスに伴う社会的費用を「見える化」することができ、価格による経済合理性から、よりエネルギー効率の良い技術・製品の普及や排出量削減の効果が期待されます。代表例としては炭素税、排出枠取引、国境調整措置が挙げられます。

日本では、炭素税の1つである「地球温暖化対策のための税」CO<sub>2</sub>排出量1トン当たり289円が石油石炭税に上乗せされる形で課税されており、平均すると1世帯当たり1か月100円程度と試算されています。各国の課税水準は1,000円以下から10,000円以上と様々ですが、日本が非常に低い水準にあることは問題視されています。成長につながる『カーボンプライシング』の導入に向けて年内に一定の方向性が示される予定です。

### 排出枠取引は世界的に拡大

排出枠取引は、温暖化ガスの排出枠を定め、企業間で排出権利を取り引きする仕組みで、排出削減を促し市場メカニズムによって全体の排出量を削減する制度です。国境調整措置は、輸入品に対しその製品が作られた際のCO<sub>2</sub>排出量に応じて課税するもので、温暖化対策が十分でない国に対し、対策を促す効果が期待されます。

欧州ではCO<sub>2</sub>排出枠取引が普及しており、気候変動対策強化を背景に昨年12月、約15年ぶりに高値を更新し、足元1トン40ユーロ台となっています。CO<sub>2</sub>排出量トップの中国では2月から排出枠取引の運用が開始されました。

### グリーンリカバリー（緑の復興）のもと『カーボンプライシング』による新たな経済の成長が期待される

地球温暖化対策の国際的枠組み「パリ協定」の昨年12月会合では、各国からコロナ禍で落ち込んだ経済の回復と成長を、環境政策の強化でめざす「グリーンリカバリー」を進める動きが報告されました。米国では4年間で2兆米ドル、欧州連合（EU）では10年間で官民合わせ1兆ユーロなどの環境への投資が計画されており、環境政策という視点が新たな資金の流れや需要を呼ぶことが期待されます。また、欧米では国境調整措置の導入が検討されており、その動向が注目されます。

# The Topic of This Month

## “Carbon pricing” can visualize greenhouse gasses

“Carbon pricing” is a mechanism to pass the cost of emitting on to emitters such as businesses and households by putting a price on carbon dioxide (CO<sub>2</sub>) pollution. While de-carbonization is desired globally and more and more countries started to adopt this mechanism, Japan has introduced only a part of its elements. The Japanese government aims to achieve a goal of net zero carbon emissions by 2050 by using this mechanism on a full scale.

### What is “carbon pricing”

“Carbon pricing” is a mechanism to pass the cost of emitting on to emitters such as businesses and households by putting a price on carbon dioxide (CO<sub>2</sub>) pollution. Given the system’s feature to “visualize” social costs triggered by greenhouse gasses and the economic rationality for businesses, we can expect businesses to develop more energy-efficient technologies/products with bigger effects on emission-reduction. There are mainly three types of carbon pricing: emissions trading systems (ETS), carbon taxes and the Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM).

In Japan, JPY289 per ton of CO<sub>2</sub> emissions is added to the Petroleum and Coal Tax as a tax for “global warming countermeasures.” According to a test calculation, the average cost for each household is JPY100 per month. The level of taxation is seen as a problem because it is much lower than those of other countries which range from JPY1000 or below to JPY10000 or over. The government is supposed to show a certain direction for growth toward a launch of “carbon pricing” later this year.

### ETS is expanding globally

The ETS is a market-based approach to facilitate emission reductions where businesses trade emission allowances each other to meet the fixed upper limits on emissions, while the CBAM is a mechanism that puts a carbon price on imported goods and imposes taxes on them. The latter is expected to promote countries without sufficient anti-warming measures to make genuine efforts

The ETS has already taken hold in Europe where the price of carbon permits hit a peak in approximately 15 years last December, now trading at the EUR40 level per ton, while the system started its operation in China this past February.

### Green recovery should boost economic growth

At the 2020 Paris climate summit held last December, each member country unveiled its plan to strengthen environmental policies, so called the “green recovery” plan, through which it tries to boost its respective economy after the coronavirus pandemic took a heavy toll on the worldwide economy. The US will pour USD2 trillion in 4 years while the EU will invest EUR1 trillion with public and private sectors combined in 10 years. Environmental policies are likely to attract new funds or demand from now on. On the other hand, we should keep an eye on movements in Europe and the US where each enforcement organization is considering the introduction of CBAM.



## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されています。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされています。

### ○登録の意義について

金融商品取引法第66条の27に基づき信用格付業を行う法人として登録を行った信用格付業者は、同法に基づき、概要以下の規制に服するとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### 1. 誠実義務

#### 2. 業務管理体制の整備義務

専門的知識・技能を有する者の配置等、業務の品質を管理するための措置、投資者と自己又は格付関係者の利益相反を防止する措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置

#### 3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

#### 4. 禁止行為

①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること

②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること

③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

#### 5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務

#### 6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務

#### 7. 事業報告書の提出義務

#### 8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

### ○格付会社グループの呼称等について

①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号

②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第5号

③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社

金融庁長官（格付）第7号

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ ([https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ ([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」 ([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/regulatory/unregistered](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered)) に掲載されております。

③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

信用格付を行うための十分な質及び量の信頼しうる情報が入手できていることが前提となります。但し、格付業者は監査又は独自の検証を行うものではなく、利用した情報の正確性、有効性を保証することはできません。信用評価の基礎となるものは、債務不履行の蓋然性、債務の支払の優先順位、債務不履行時の回収見込額、信用力の安定性等です。

2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

3. 信用格付の限界

信用評価の対象には、市場流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスクなど、信用リスク以外のリスクに関する事項は含まれません。また、信用格付は、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。

# <重要な注意事項>

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2) 投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用※等

(3) 投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラステイ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

#### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認下さい。



## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

#### ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限1.25%

#### ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年3.905%（税込）

◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法等を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

### 【ご注意】

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友DSアセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

〔2020年5月29日現在〕

- 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。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 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株式会社  
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会、  
一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準日：2021年4月5日