

# 投資環境見通し

2020年秋号

野村アセットマネジメント

---

## 3 グローバル環境

経済規模の回復は遅れ、インフレ率の大幅な上昇は見込まず

---

## 5 リスクシナリオ

リスクバランスは均衡

---

## 6 景気循環

景気回復が確実となる中、今後は景気の持続性や地域間格差が焦点に

---

## 7 各国経済・市場見通し

---

## 9 米国

FRBは新たな政策の枠組みを導入

---

## 10 ユーロ圏

ECBに対する追加緩和圧力が高まる公算

---

## 11 日本

菅政権下でも財政拡張・金融緩和継続へ

---

## 12 中国

着実な景気回復が続く

---

## 13 新興国

新興国間の格差が大きい状況が続く

---

## 14 債券・為替市場

主要地域間の政策金利格差が縮小し、長期金利は上昇しづらい展開に

---

## 15 株式市場

成長株相場は一旦収まり、目先は米大統領選の動向などが焦点に

---

---

# 16 原油市場

新型コロナウイルスによる過剰在庫は年後半に向けて改善

---

# グローバル環境

## 経済規模の回復は遅れ、インフレ率の大幅な上昇は見込まず

### 主要中銀は景気・インフレに過熱感がない中で、緩和スタンス長期化

#### 現状：感染再拡大があっても全般的なロックダウンは回避

主要先進国・地域における新型コロナウイルス感染症の拡大は6月にかけて一旦収束した後、再拡大した国も多い。しかし、4-6月期のGDP急減にみられるように「ロックダウン」のコストの高さが認識されており、経済正常化ペースの大幅な巻き戻しは起こっていない。足もとの高頻度データの改善ペースは鈍化しており、景気回復は穏やかに進むと考えられる。

#### 経済見通しの前提：追加関税発動を回避、財政措置は景気を大幅に加速させるものではない

米中第一段階合意における中国の米国からの輸入額はコロナ禍の影響もあって目標未達ペースだが、追加関税発動等は回避されよう。一方で、米大統領選後も中国の一定の譲歩無しには関税引き下げは見送られる。主要先進国・地域ではコロナ禍対応として家計・中小企業サポート策を実行しているが、景気の大規模な押し上げには繋がらない。中国は雇用の安定維持に向けた財政措置を講じる。

#### 経済見通し：景気回復ペースは一旦加速した後、緩やかなものに落ち着く

経済活動制限が緩和され、挽回生産やペントアップ需要が出るため、2020年7-9月期には「変化」で見れば一旦強い回復を見るだろう。しかし、新型コロナウイルス感染再拡大リスクが残る下では、特に国境を超える移動、密集が不可避なサービス消費は慎重にならざるを得ない。こうした状況は労働市場の改善ペースを鈍らせ、人々は先行きの雇用・所得環境に不安を抱くかもしれない。そのため、個人消費の力強い回復は持続しないと予想する。一方、企業サイドについても、感染再拡大への警戒感に加えて米国大統領・議会選挙、米中関係の帰趨など先行き不確実性が高い中で、設備投資意欲の大きな改善は見込みがたい。こうした点を勘案し、経済規模の「水

準」がコロナ前の成長軌道に復するには相応の時間がかかると見ている。

#### 物価見通し：デフインフレが見込まれる

新型コロナウイルス感染拡大によるインフレへの影響は、供給制約による上昇圧力・需要減退による下方圧力が考えられるが、後者の影響の方が大きいと考えている。経済の基本シナリオの下で、マイナスの需給ギャップが当面続く見込みであり、家計や企業のインフレ期待が持続的に上昇を続けるのも難しいだろう。

#### 金融政策見通し：金融緩和長期化へ

8月27日、米連邦準備制度理事会（FRB）は、①実際の雇用と最大雇用との「乖離」を注視する姿勢から「下振れ」重視に変更し、②2%を下回るインフレ率が続いた後は、しばらくの間、2%をやや上回るインフレ率を目指すという柔軟な平均インフレ目標導入を発表した。当社の基本シナリオ通り、従来の成長軌道への回帰は容易ではなく、失業率も自然失業率と比較して高止まりし、インフレ上昇圧力も乏しい場合、主要国・地域の中央銀行は金融緩和スタンスを継続しよう。

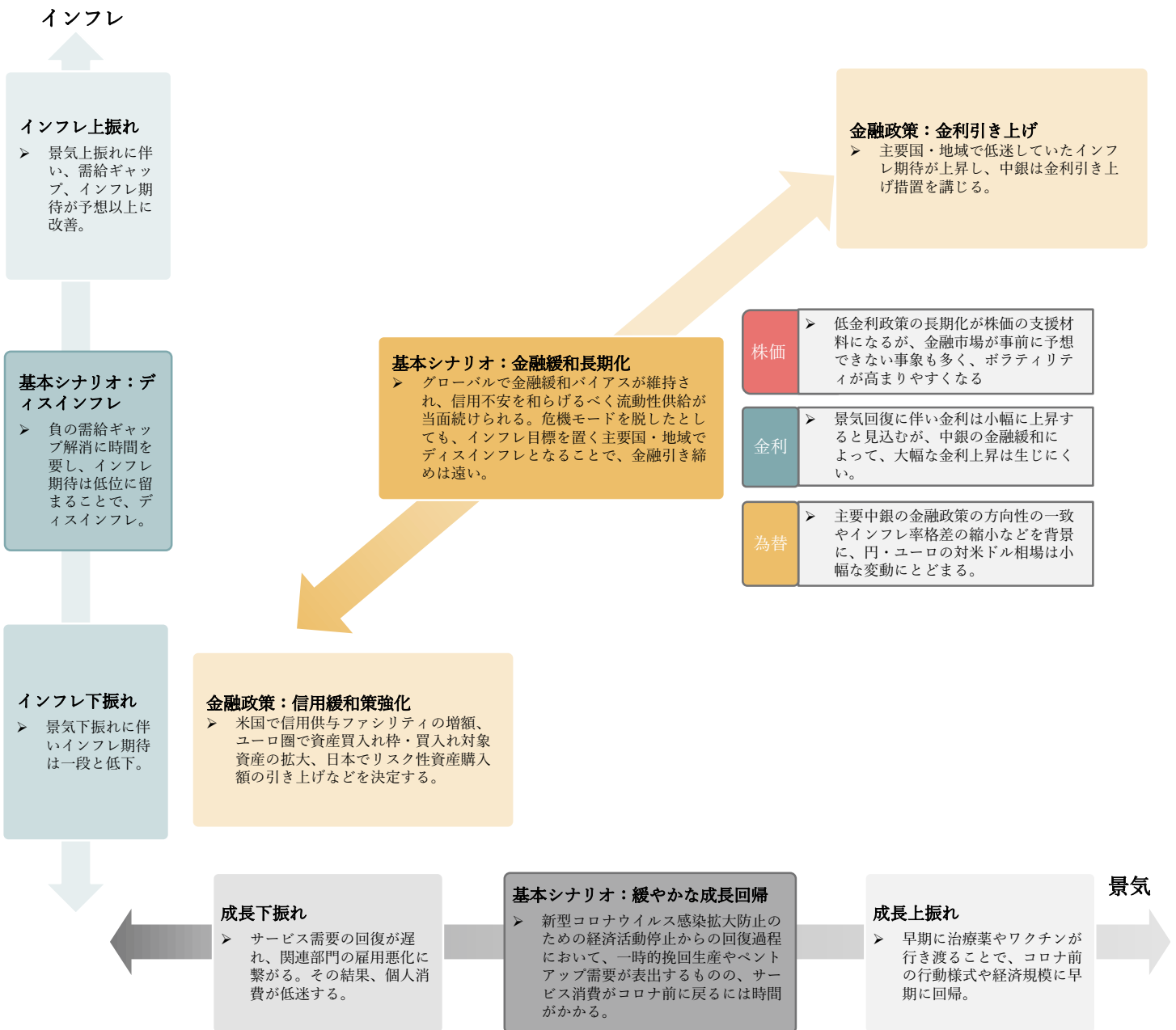
#### 金融市場：リスク資産は低金利に支えられる

景気回復やインフレ率の底入れに伴い、金利は小幅に上昇すると見込む。しかし、主要中銀が低金利政策の長期化にコミットし、資産買入れを通じて景気回復を妨げるような中長期の金利急上昇を阻止する可能性が高いことから、主要先進国国債利回りの大幅かつ持続的に上昇する可能性は小さいだろう。低金利政策の長期化によってリスク資産価格は支えられるだろうが、金融市場が織り込みにくい感染症の状況変化や政治イベントなどにより、株価のボラティリティは高まり易いと予想する。

経済見通しの前提

	ダウンサイド	基本シナリオ	アップサイド
通商政策	<b>緊張激化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>米中貿易摩擦が一段と加速し、更なる関税引き上げが行われる。</li> <li>米欧間の通商摩擦が加速し、自動車輸入関税導入を決定。</li> </ul>	<b>現状維持</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>米中間ではこのまま関税は据え置き。</li> <li>自動車輸入関税導入は先送り。</li> </ul>	<b>緊張緩和</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>中国の輸入拡大を履行しやすくするためこれまでに引き上げた関税を一部引き下げ。</li> <li>自動車輸入関税を公式に断念。</li> </ul>
財政政策	<b>米国で法人税増税の観測が高まる</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>米大統領・議会選の結果、トランプ減税の巻き戻し観測が高まる。</li> </ul>	<b>家計・中小企業をサポート</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>新型コロナウイルス感染症対応として、家計・中小企業をサポートを継続。</li> <li>需要喚起策も講じられるが、景気を大きく押し上げるには力不足。</li> </ul>	<b>米中で成長加速を促す財政措置</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>米国で多額のインフラ投資、あるいはキャピタル減税・給与税減税を実施。</li> <li>中国が成長率目標達成を最優先し、大型の財政出動を決定。</li> </ul>

経済見通しのリスクと想定される金融市場の動き



# リスクシナリオ

## リスクバランスは均衡

### アップサイドリスク

基本シナリオに対するアップサイドリスクシナリオとしては、各国の財政・金融政策が景気浮揚に寄与し、過去の成長経路の延長線上に早期に回帰する（V字型）ことなどが考えられる。特に米国で給与税減税やインフラ投資などが追加の財政刺激策として決定される場合、アップサイドリスクが表出する可能性が高まる。さらに、感染症への警戒感が和らぐと基本シナリオ以上の需要回復が生じることも考えられる。

### ダウンサイドリスク

基本シナリオに対するダウンサイドリスクシナリオとしては、①新型コロナウイルス感染再拡大により、再び行動制限による感染抑制策が採られる（W字型）、②新型コロナウイルス感染拡大長期化によって企業収益が悪化し、債務不履行や倒産が増加、クレジットサイクルが逆回転することで、深刻かつ長期的な景気後退に至る（信用収縮）、などが考えられる。さらに米中対立の激化が先行き不透明感を一層高める可能性もある。

### リスクバランス

「ロックダウン」と呼ばれた経済活動停止による感染症拡大抑止策はコストが高いとの認識が広がっており、感染再拡大地域でも全域に亘る強力なロックダウンは見送られている。ワクチン開発・普及に近付いていることは事実であり、政治リスクに注意しつつも、リスクバランスはダウンサイド重視から均衡に上方修正した。

図1：経済サプライズ指数

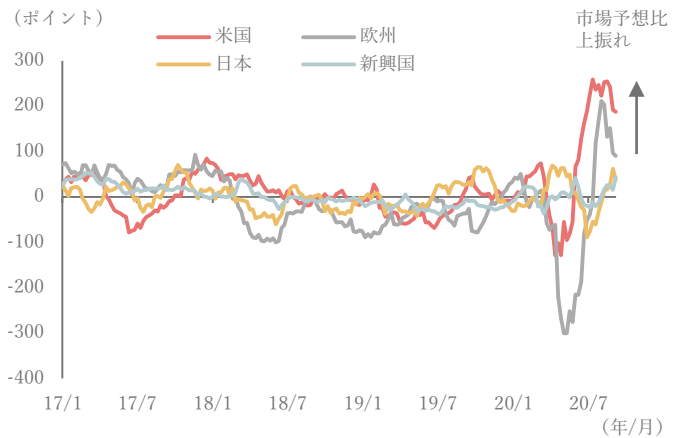


図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

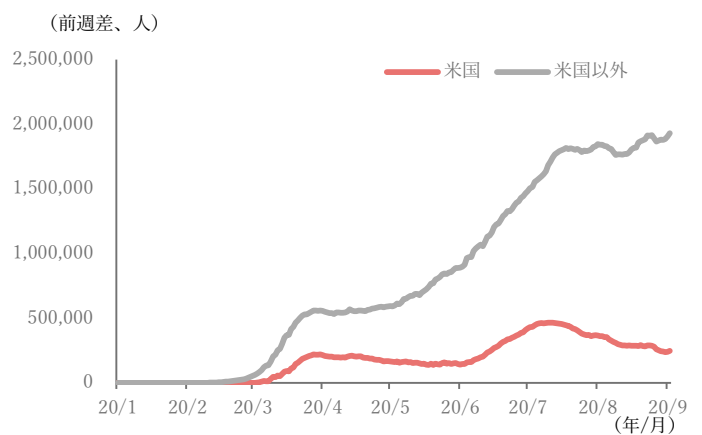
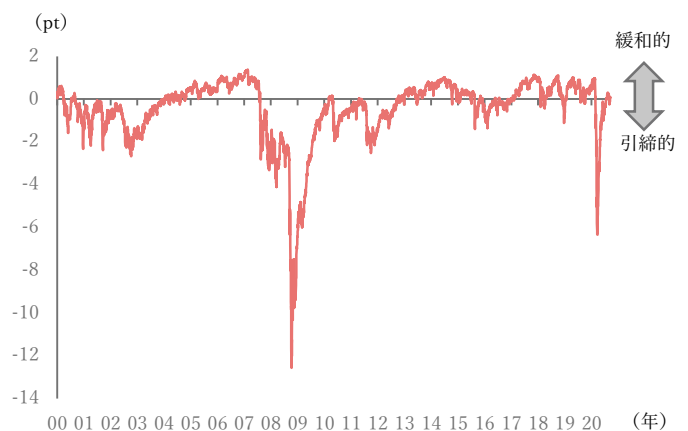


図3：Bloomberg米国金融状況指数



出所

図1：Bloomberg  
図2：WHO、Bloomberg  
図3：Bloomberg

# 景気循環

景気回復が確実となる中、今後は景気の持続性や地域間格差が焦点に

## 回復局面入り間近の世界景気

経済協力開発機構（OECD）の世界景気先行指数（CLI）は、4月を底に大きく反発してきた。足元は依然として景気停滞局面に位置するが、回復局面入りはもう間もなくだろう。世界CLIに対し2ヵ月先行して改善してきた中国CLIは、いち早く生産や輸出を再開し、優位な環境を確立したことで大幅な改善を達成した。他の国・地域も中国に後れを取ってきたものの、需要の持ち直しが全世界に広がってきたことで、当面は力強い景気回復が期待できるだろう。

## 回復の次の局面は株式市場に重要

景気回復局面への移行が確実となる中、今後はさらにその先の景気局面が焦点となっていくだろう。回復局面入りした後の景気が拡大局面に進むか停滞局面に逆戻りするかにより、株式の価格上昇率は強弱がはっきり分かれる傾向がある。これまで拡大局面に進んだ期は概ね、政策当局の積極的な対応と、企業業績などファンダメンタルズの安定した成長が共通していた。政策面の条件は十分クリアしているため、今後は実体面の安定した改善が重要になっていくだろう。

## 国・地域間の回復の格差に注意

MSCIワールド構成銘柄の12ヵ月先予想EPSは、最も悪化した5月末を起点に、8月までの3ヵ月でおよそ+7%回復した。2008-09年の金融危機時では同様の期間でおよそ+10%回復しており、今回の回復は若干遅れている。一因として挙げられるのは、国・地域間で改善度合いがまばらになっている点だ。英国や日本、また複数の新興国では、予想EPSは未だ低下傾向になっている。従来であればリスク資産価格に有利な環境が続くが、こうした格差が地域全体の回復を遅らせるリスクには注意が必要だ。

出所  
図1：OECD  
図2：OECD  
図3：Bloomberg

図1：世界景気先行指数

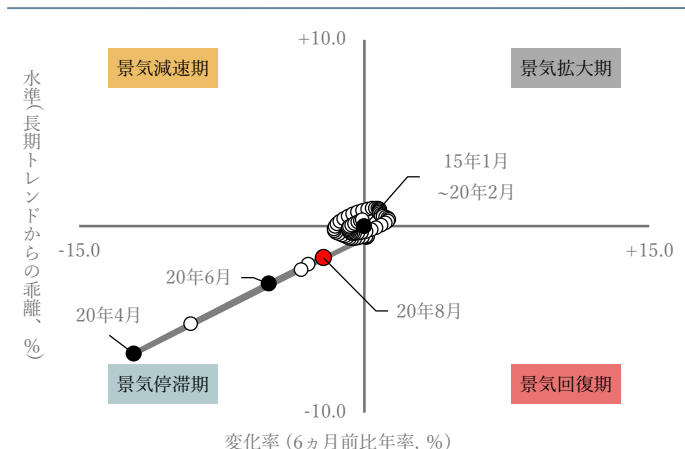


図2：各国の景気循環上の位置

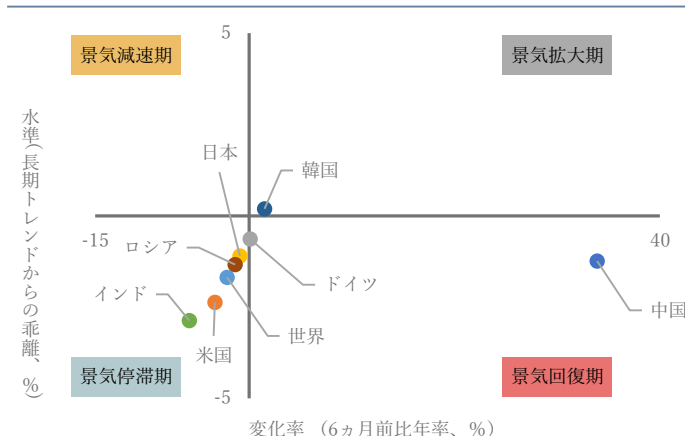
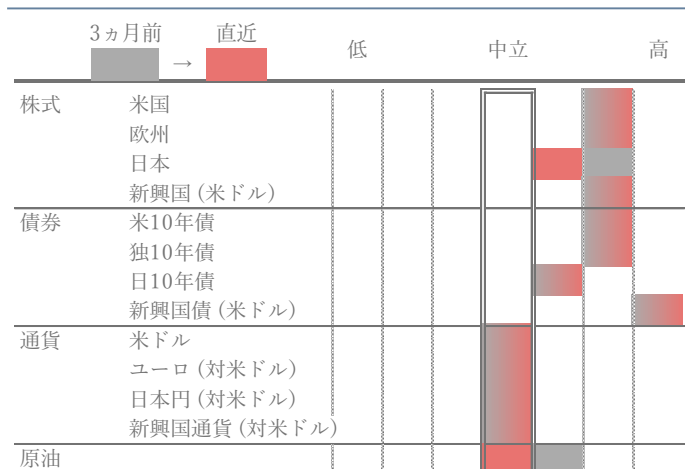


図3：過去のパターンに基づく資産別魅力度



注  
図2：2020年8月時点。  
図3：過去15年間を対象に6ヵ月間のリスク調整後リターンがプラスになる確率を基に、魅力度を7段階で示したもの。

## 各国経済・市場見通し

		2020				2021		2018	2019	2020	2021	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測	
				予測	予測	予測	予測					
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	-1.7	-9.1	-4.6	-3.0	0.5	10.1	3.3	2.7	-4.6	4.9
	先進国	*2	-7.6	-35.7	24.8	7.6	5.3	3.5	2.2	1.7	-6.4	3.9
	新興国	*1,*3	-2.7	-4.7	-0.6	0.9	5.5	10.2	5.1	4.4	-1.7	6.7
	米国		-5.0	-31.7	17.0	5.3	6.2	3.5	3.0	2.2	-5.1	3.3
	ユーロ圏		-14.1	-39.4	33.0	10.2	5.0	3.6	1.8	1.3	-8.3	4.5
	日本		-2.3	-28.1	17.2	4.6	2.8	2.0	0.3	0.7	-5.5	2.3
	中国	*1	-6.8	3.2	5.4	6.2	14.6	8.0	6.8	6.1	2.3	8.1
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.6	1.3	1.5	1.2	1.3	1.8	2.4	2.2	1.6	1.6
	先進国	*2	1.6	0.3	0.5	0.5	0.8	1.6	2.1	1.5	0.7	1.3
	新興国	*3	4.4	2.9	2.9	2.2	2.0	2.2	3.1	3.3	3.1	2.1
	米国		2.1	0.4	1.0	0.9	1.5	2.4	2.4	1.8	1.1	2.0
	ユーロ圏		1.1	0.2	0.2	0.3	0.5	1.2	1.8	1.2	0.5	0.9
	日本	*5	0.6	-0.1	-0.3	-0.6	-0.6	-0.2	0.9	0.6	-0.1	0.0
	中国		5.0	2.7	2.4	1.2	0.9	1.3	2.1	2.9	2.8	1.3
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25	0.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	4.05	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	...	4.15	3.85	3.70
10年債利回り (期末値、%)	米国		0.67	0.66	0.68	0.90	1.10	1.10	2.68	1.92	0.90	1.10
	ドイツ		-0.47	-0.45	-0.52	-0.40	-0.30	-0.30	0.24	-0.19	-0.40	-0.30
	日本		0.02	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,585	3,100	3,363	3,440	3,450	3,530	2,507	3,231	3,440	3,650
	ユーロ300		1,260	1,406	1,399	1,450	1,460	1,490	1,331	1,624	1,450	1,550
	TOPIX		1,403	1,559	1,625	1,630	1,640	1,690	1,494	1,721	1,630	1,760
	MSCI EM (\$)		849	995	1,082	1,120	1,140	1,170	966	1,115	1,120	1,210
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.10	1.12	1.17	1.20	1.20	1.20	1.15	1.12	1.20	1.20
	日本円/米ドル		107.5	107.9	105.5	103.0	103.0	103.0	109.7	108.6	103.0	103.0
	日本円/ユーロ		118.6	121.3	123.7	124.0	124.0	124.0	125.7	121.7	124.0	124.0
	人民元/米ドル		7.08	7.07	6.79	6.80	6.80	6.80	6.88	6.96	6.80	6.80

### 新興国為替市場・政策金利見通し

		2018	2019	2020	2021
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド <sup>1</sup>	69.6	71.2	74.0	74.0
	インドネシア <sup>2</sup>	14,417	13,846	14,400	14,400
	ブラジル <sup>3</sup>	3.9	4.0	5.4	5.4
	メキシコ <sup>4</sup>	19.7	18.9	21.0	21.0
	ロシア <sup>5</sup>	69.6	61.9	72.0	70.0
	トルコ <sup>6</sup>	5.3	5.9	7.8	8.5
政策金利 (%)	インド	6.50	5.15	3.75	3.75
	インドネシア	6.00	5.00	4.00	4.00
	ブラジル	6.50	4.50	2.00	3.00
	メキシコ	8.25	7.25	4.00	4.00
	ロシア	7.75	6.25	4.25	4.25
	トルコ <sup>6</sup>	24.06	11.43	12.00	12.00

(注) 見通しは2020年9月18日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート(2019年第3四半期より)、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント





# 米国

## FRBは新たな政策の枠組みを導入

### 景気回復ペースの減速を見込む

米国の主要経済指標は、全米規模でのロックダウンが採られた今年の4月に大きく落ち込んだ後、順調なペースで回復を続けている。中でも、小売売上高が既にコロナ禍前の水準を上回っているなど、コロナ禍の影響を相対的に受けにくい分野の経済活動は堅調に推移している。しかしながら、社会的距離を確保することが困難な娯楽産業等のサービス業では、需要・供給双方の要因により、回復の動きが足もとでほぼ停滞している状況だ。今後、ワクチン開発の進展によってこれらの業種の経済活動も回復へ向かうだろうが、そのペースは家計の不安心理などに制約され、緩慢なものに留まるだろう。さらに、これまでの景気回復を支えてきた財政刺激策は縮小されていくと見られ個人消費のダウンサイドリスクにも注意したい。

### FRBは新たな政策枠組みを導入

米連邦準備制度理事会（FRB）は8月末に金融政策の枠組みに関するレビューを完了し、「長期目標および金融政策戦略に関する声明文」を改訂した。改訂された声明文中には、「平均インフレ目標」の導入が明記されている。FRBがある程度の期間におけるインフレ率の2%目標からの上振れを容認する方針が改めて確認されたことで、現状の緩和的な金融政策が当面の間継続される公算は高まったと言えよう。政治動向では、市場に注目される大統領・連邦議会選挙を11月3日に控え、民主党候補のバイデン氏が現職のトランプ氏を支持率でリードする展開が続いている。しかしながら、新型コロナウイルスを巡る動向の不確実性や、バイデン氏に熱心な支持者が少ないとみられることなどを鑑みると、選挙行方には予断を許さない状況と言えそうだ。

出所  
図1：CEIC  
図2：Opportunity Insights  
図3：ビュー研究所

図1：失業率と小売売上高

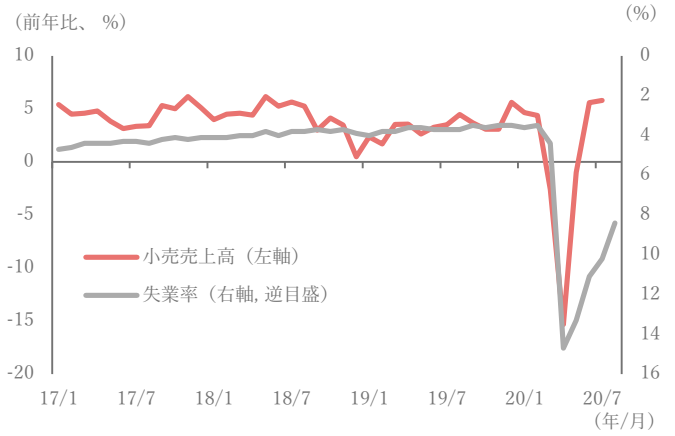


図2：クレジット・デビットカードの支出額推移

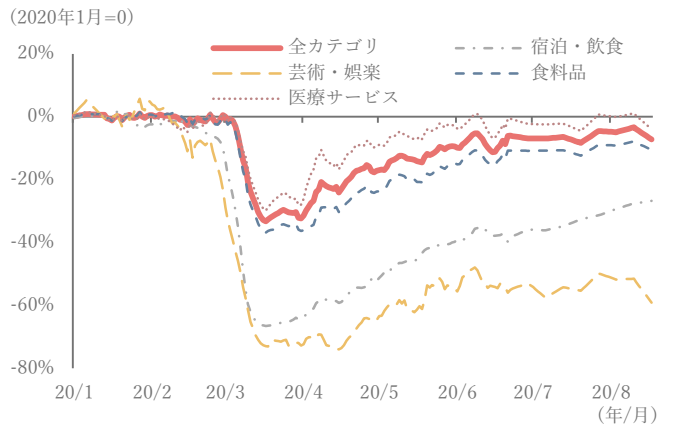
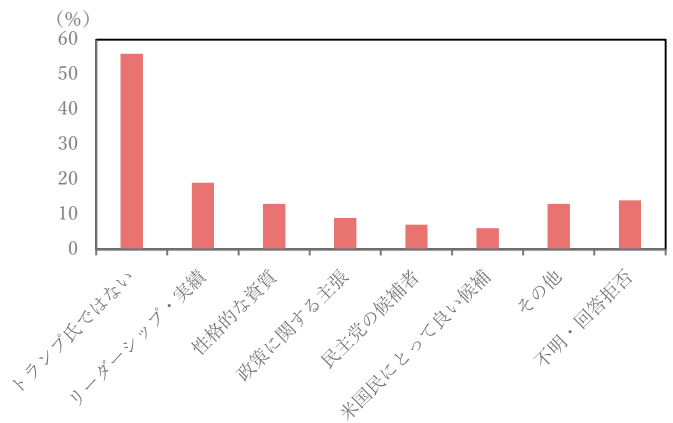


図3：バイデン氏支持者の支持理由



注  
図2：7日間移動平均の日次データ。  
図3：アンケートは今年7/27-8/2に実施されている。複数回答可のため、合計は100%を上回る。

# ユーロ圏

## ECBに対する追加緩和圧力が高まる公算

### 景気悪化が特に深刻な南欧諸国

ユーロ圏経済は、厳格なロックダウンを長期に亘って続けたことなどを背景に、2020年前半に他の主要国と比較しても大幅な減速を記録した。イタリアやスペインを始めとする南欧諸国は、新型コロナウイルスの感染拡大が特に深刻だったことに加えて、社会的距離を確保することが困難な観光業などのサービス業が経済に占める割合が高く、景気の落ち込み幅が大きくなっている。7月下旬に欧州連合（EU）首脳が復興基金の創設で合意に至ったことや、EUの財政ルールが少なくとも2021年中は適用されない方針となったことなどは、ユーロ圏経済にとって一定の安心材料だ。しかし、相対的に財政余力が乏しい南欧諸国は、独仏政府が発表したような大規模な追加財政刺激策を打ち出すことは難しいとみられる。また、各国の経済指標が景気回復ペースの鈍化を示唆する中、コロナ禍の影響が長期化することに伴う企業倒産の増加や労働市場悪化の可能性にも注意が必要だ。

### ECBは追加緩和を検討する公算

欧州中央銀行（ECB）は、2020年6月の理事会でパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の買入枠拡大を含む追加緩和策を決定した後、同7月および9月の理事会では主要な金融政策ツールの運営方針を維持した。しかしながら、ユーロ圏のインフレ率が目標から下振れ続けていることや、ユーロの為替レートが高止まりしていることなどを踏まえると、ECBは再び追加緩和の検討を迫られる可能性がある。ECBレーン理事は、ユーロ圏のインフレ率をコロナ禍前の軌道に戻すために追加緩和策が必要との見解を示している。尚、今秋には各国の予算案発表に加えて、英国・EU間の将来関係に関する協議が佳境を迎える。これらの政治イベントが金融市場に及ぼす影響にも目配りしておきたい。

出所

図1：CEIC

図2：Eurostat、CEIC

図3：ECB、CEIC

図1：ユーロ圏主要国のGDP変化比較

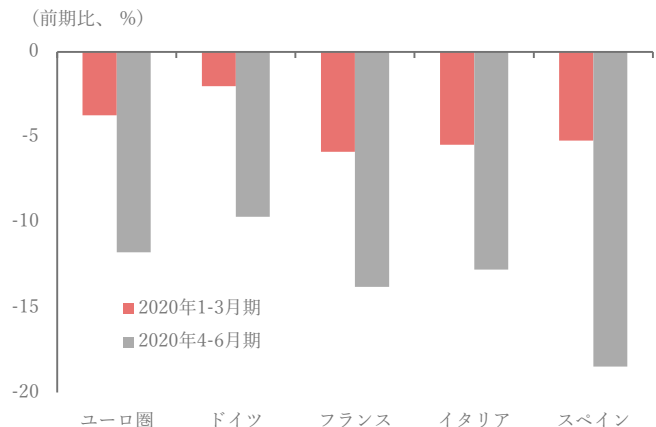


図2：欧州の雇用者数と一人当たり労働時間

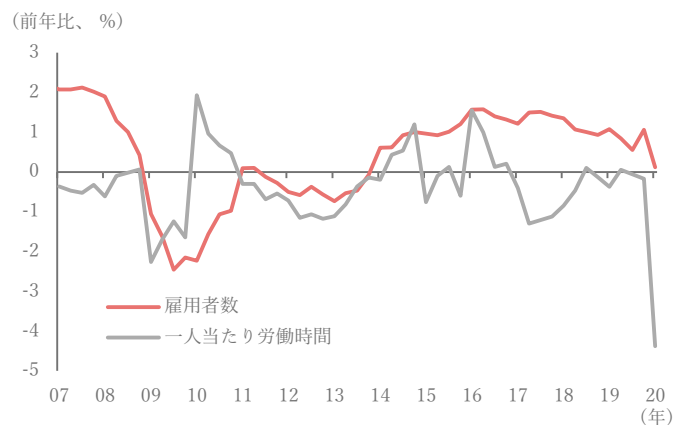
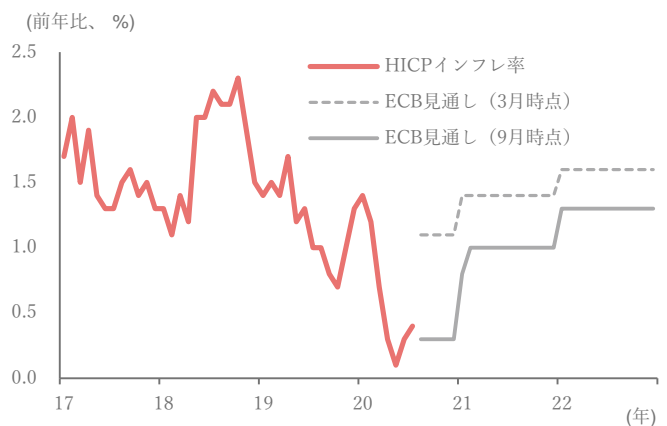


図3：ECBのインフレ率見直し



注

図3：ECB見直しは年間の平均値を表示。

# 日本

## 菅政権下でも財政拡張・金融緩和継続へ

### 緩やかな景気回復

緊急事態宣言の全国での解除、東京アラートの解除を受けて、6月半ばにかけて経済正常化ペースは加速した。その後の感染再拡大を受けてサービス消費の回復は鈍化したと見られるものの、世界的な経済正常化を受けて輸出・生産の改善が続いていることから、日本経済は緩やかな回復を続けると見込む。

ただし、雇用・所得環境の悪化によるセンチメントの下振れや個人消費を通じたコロナ禍の二次的な景気下押しリスクを注視している。雇用者数と賃金から算出した雇用者所得は前年比マイナス圏にある。中小企業調査では従業員判断が「過剰」超になっており、景気回復ペース次第では雇用削減や企業倒産が増えるリスクがある。

### 菅政権はアベノミクス継続へ

通算・連続在任期間が憲政史上最長となった安倍首相は、持病の悪化を理由に辞意を表明し、9月14日の自民党総裁選、16日の首相指名選挙を経て、菅内閣が誕生した。菅氏は総裁選に向けての公約の中で、①新型コロナウイルス感染症の対策と経済活動の両立を図る、②役所の縦割り打破、③雇用・事業継続の確保、④活力ある地方を作る、などを掲げており、②に関連してデジタル庁設置を最優先課題に位置付けている。

また、菅氏は日銀の黒田総裁について「手腕を大変評価している」と述べており、金融緩和の継続を支持している模様だ。

新政権の下でもアベノミクスは継続される見込みであり、首相交代が金融市場にもたらす影響は限定的であろう。

図1：訪問件数の変化

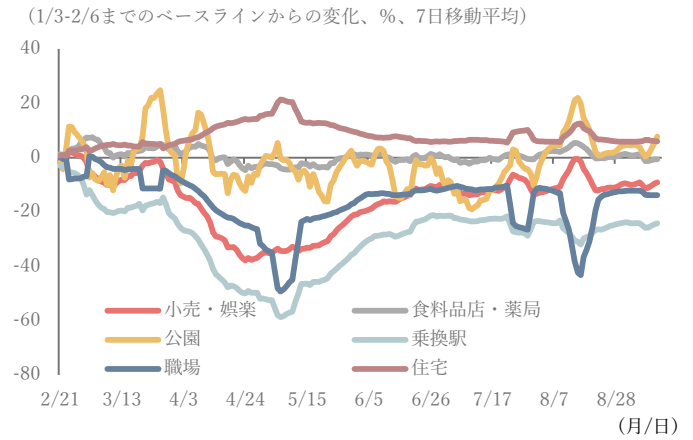


図2：日本の米欧中向け実質輸出

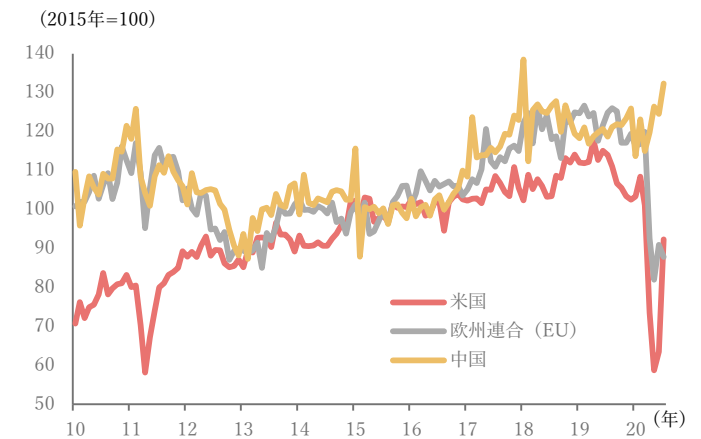
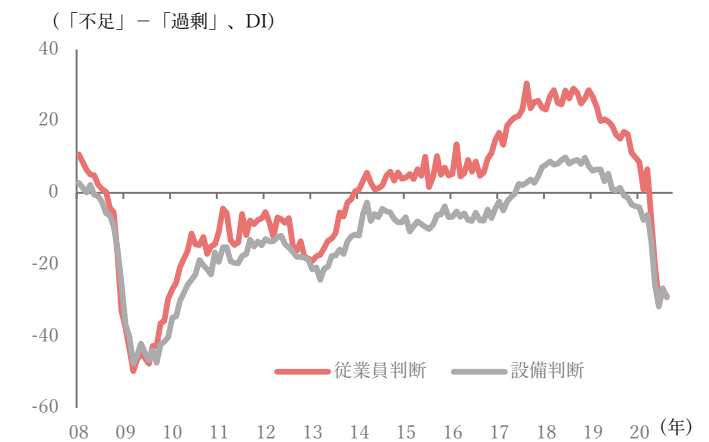


図3：中小企業景況調査



出所

図1：Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2020/9/18>.

図2：日本銀行

図3：日本政策金融公庫

# 中国

## 着実な景気回復が続く

### 投資と輸出が回復を牽引

新型コロナウイルス感染の抑制にいち早く成功した中国は、世界の中でも際立った景気回復を見せている。4-6月期のGDPは前年比+3.2%とすでにプラス成長に転じた。

景気の回復を牽引したのは、投資と輸出だ。投資は、政府支出拡大や金融緩和の恩恵を受け、不動産やインフラ部門が急回復した。地方政府は、債券発行を加速してプロジェクト資金を調達しており、投資の回復は今後も続く可能性が高い。輸出は、世界的な景気収縮にもかかわらず、非常に底堅く推移した。他国の生産がロックダウンによって急減する中、いち早く生産を回復した中国が輸出シェアを拡大したことが主な要因だ。中国は「世界の工場」として巨大な生産能力を抱えており、パンデミック発生に伴うリモートワーク・医療関連品など新たな需要の高まりにも対応することができた。もちろん、他国の生産正常化やパンデミック関連需要の一巡により、中国のシェアは今後低下すると見込まれる。しかし、世界需要全体が回復に向かうため、当面の輸出は底堅く推移しよう。一方、雇用・所得環境の悪化を反映し、消費回復の遅れは続くだろう。

### 政策は現状維持を予想

景気が順調に回復する中で、経済政策は現状維持が見込まれる。引き続き、地方政府は債券発行を拡大して投資を支え、中央銀行は緩和政策を続けることで信用の伸びを安定させていこう。弱さの見られる雇用・消費関連では追加の措置も検討されるだろうが、その規模は限定的となろう。政府は危機対応の正常化を視野に入れつつ、米中関係の一段の悪化などのリスクシナリオに備え、政策手段を温存していく可能性が高い。

出所

図1：CEIC、オランダ経済政策分析局（CPB）

図2：CEIC

図3：CEIC

図1：主要経済指標

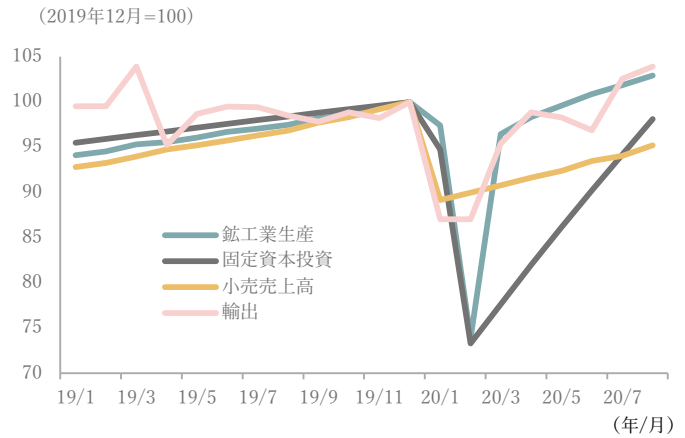


図2：セクター別の固定資本投資

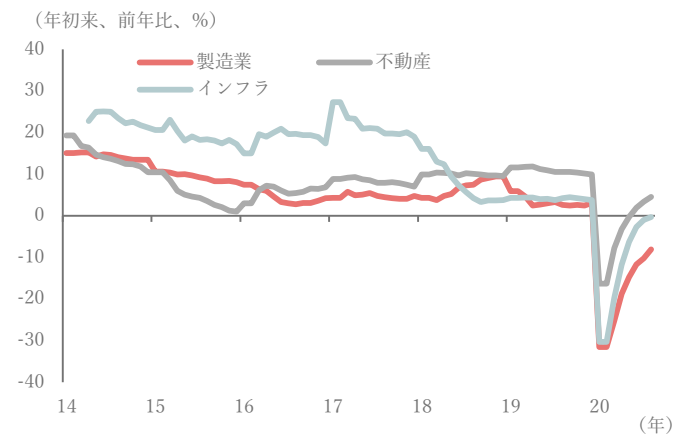
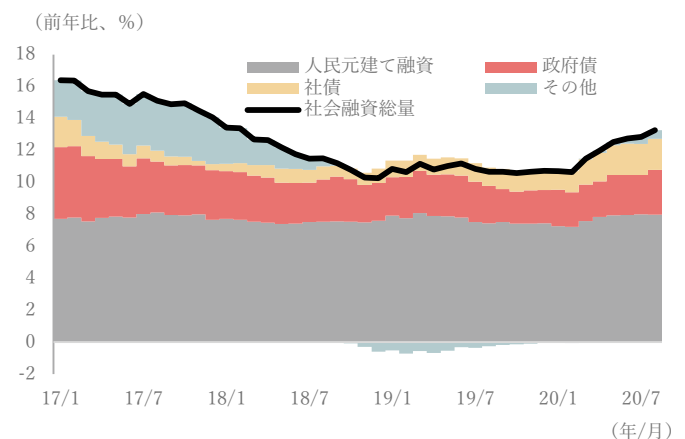


図3：社会融資総量



# 新興国

## 新興国間の格差が大きい状況が続く

### 回復のペースは大きく異なる

移動に関する高頻度データから判断すると、新興国の経済活動は4月頃を底に緩やかな回復に向かっている。

ただし、個別の国の状況を見ると回復軌道は大きく異なる。こうした差は、ロックダウンの度合い、経済対策の規模など複合的な要因によって生まれている。例えば、感染を上手くコントロールした台湾や韓国は落ち込みが相対的に小さかった。トルコやブラジルは、強力な景気刺激策を支えに「V字」で回復したが、他の大半の国は、ボトムからは回復したが、依然としてコロナ禍前の水準を大きく下回る。多くの国で感染は完全に収束していないが、すでにロックダウンは緩和されており、景気回復自体は今後も継続する可能性が高い。

### 追加の政策緩和余地は限定的

ただし、回復のペースは新興国間の格差が大きい状況が続くだろう。いくつかの国では感染が依然として拡大しており、再びロックダウンが強化される可能性は排除できない。また、危機後に導入された積極的な財政・金融緩和策は新興国の回復を後押ししてきたが、追加の緩和余地は限定的だ。財政政策は、政府債務の持続性を担保するため、高債務国を中心に緊縮に向かう可能性もある。金融政策は、インフレ率や通貨安定に不透明感がある中、中央銀行は追加の緩和に慎重姿勢を示している。多くの国では、据え置き、または限定的な追加利下げが見込まれるが、過度な金融緩和が不均衡を拡大させているトルコなどでは、利上げが検討されるだろう。

パンデミックは、債務、所得格差、脆弱な社会インフラなど、新興国にもともと存在した構造問題を浮き彫りにした。「コロナ後」の世界においては、こうした構造問題に対処する政治の意思と能力がより一層注目される。

図1：訪問件数（小売・娯楽、食料品・薬局）

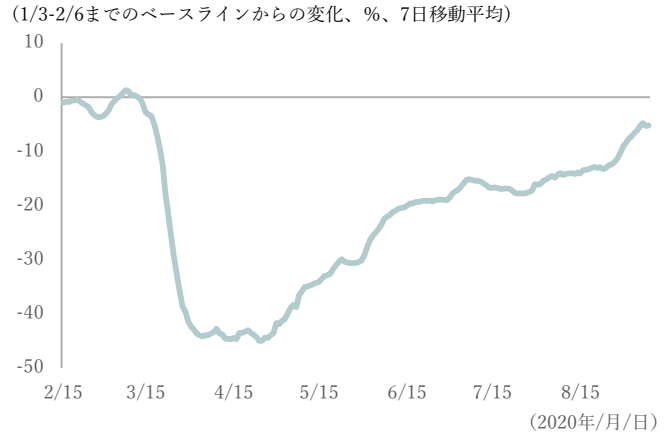


図2：鉱工業生産

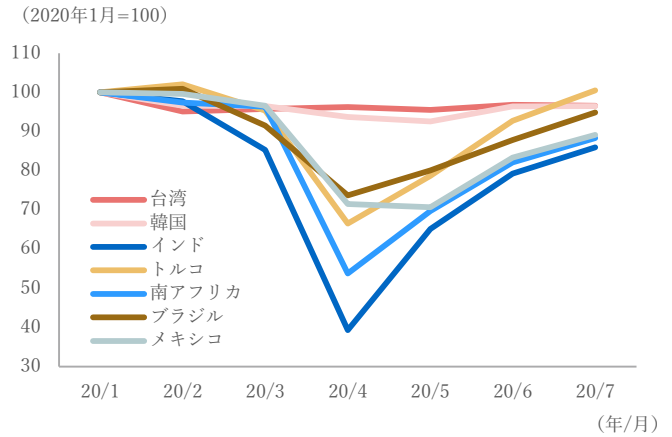
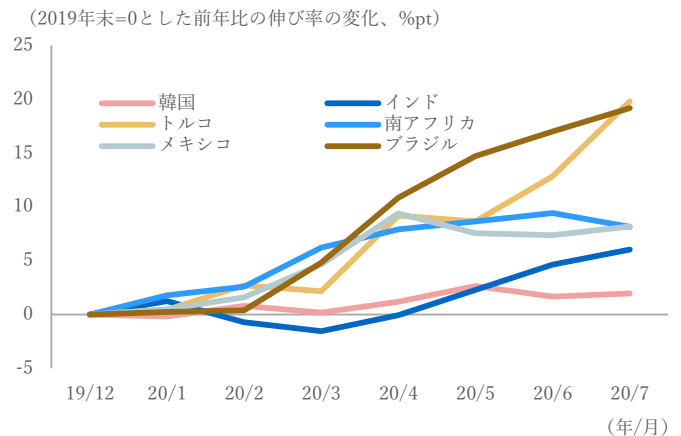


図3：マネーサプライ（M2）の変化



出所

図1：Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2020/9/14>.

図2：CEIC

図3：CEIC

注

図2：南アフリカは製造業生産指数

# 債券・為替市場

主要地域間の政策金利格差が縮小し、長期金利は上昇しづらい展開に

8月の米国のジャクソンホールで行なわれたパウエル議長の講演や9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）などを通して、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融緩和政策が長期化することを示唆してきた。政策金利の引き上げを判断する際のインフレ目標を「平均2%」としたことで、近年の傾向を踏まえると、目標達成のハードルは相当高くなったといえる。今後米国の長期債利回りは、経済が回復していく過程で上昇する場面もあるだろうが、年限の短い債券利回りの上昇が抑えられる中では限定的となるだろう。

米国の低金利の長期化は、これまで主要国・地域に対しプラスの金利差により強含んできた米ドルにも減価圧力としてはたらくだろう。ユーロ通貨は、8月に2年ぶりに1ユーロ=1.2米ドルの水準まで上昇した。米国との金利差縮小に加えて、経常黒字や域内の財政政策の結束への期待などが見直されたことが背景にある。一方で、今後の成長率が米国に比べてやや劣ると見られる点や、欧州中央銀行（ECB）による追加緩和策が取られる可能性なども鑑みると、下押し圧力が強まる展開も想定される。

図1：米国・ドイツ・日本の10年国債利回り

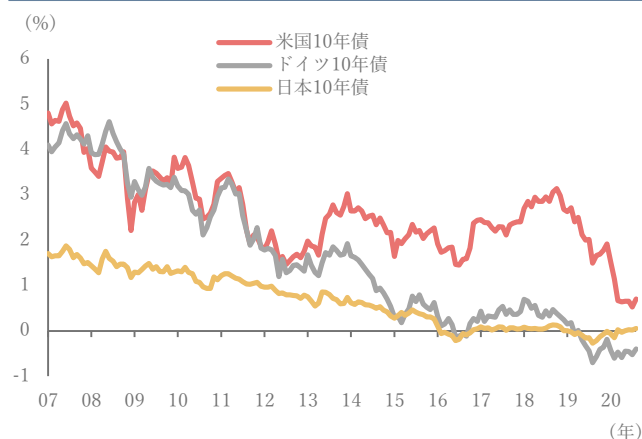


図2：新興国および社債の спреッド

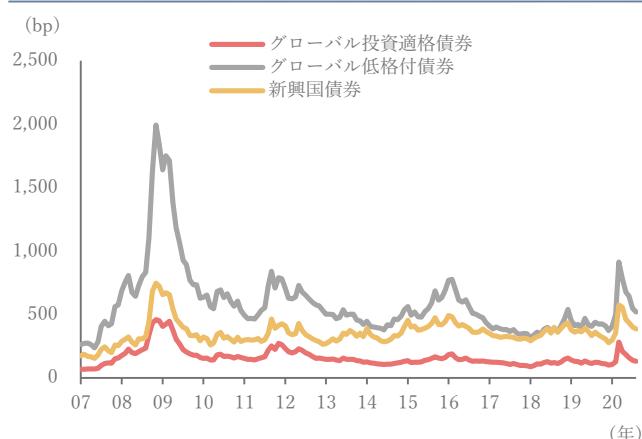
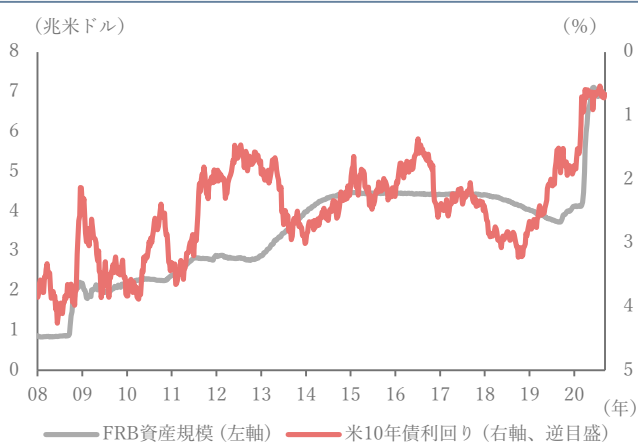
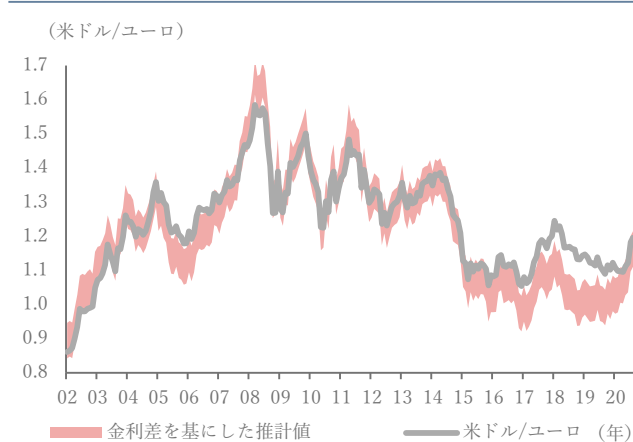


図3：FRBバランスシートと10年金利



出所  
 図1：Bloomberg  
 図2：Bloomberg  
 図3：Datastream  
 図4：Datastream

図4：金利差と米ドル/ユーロレンジの推移



注  
 図4：米ドル/ユーロレンジは、ドイツと米国の2年債利回り格差で回帰した値から、上下1標準偏差の範囲を取ったもの。

# 株式市場

成長株相場は一旦収まり、目先は米大統領選の動向などが焦点に

コロナショック以降、米国を中心に堅調に推移してきた世界株式市場は、9月に入り調整する場面が見られるようになってきた。ただし、これまでの上昇も牽引役はごく少数の大型ハイテクに限られており、他の多くはまだコロナ前の株価水準を回復していない。そうした中、これら大型成長株の過熱感の高まりが調整の主因となったが、一方で実体面ではさほど行き過ぎたものではないという見方もできる。企業業績がこれまで堅調に推移してきたことに加え、今後悪化していくという兆候も現時点では見られない。安定した業績が今後も継続することにより、再び見直されていく可能性もあるだろう。

目先は、これまでのバリューストックの構図は薄まり、米大統領選の動向などが重視されていくだろう。バイデン候補が有利になると、デジタル課税や格差是正に対する警戒により、大型ハイテク株が再び軟調になる可能性がある。一方、トランプ氏が有利になる場合には、4年前に見られた景気敏感株の活況が再び戻る展開も考えられる。

図1：日米および米大型IT株を除いた株価推移

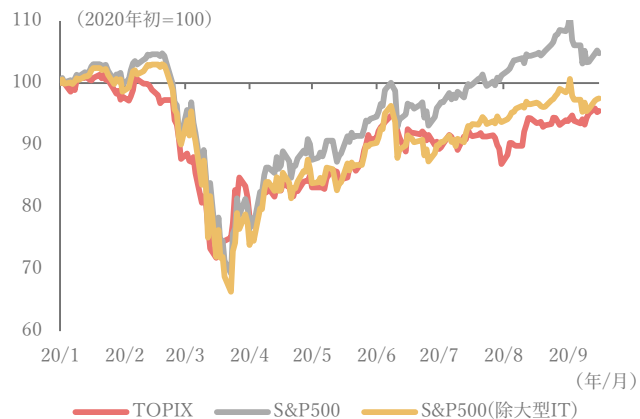


図2：株式スタイル別リターン

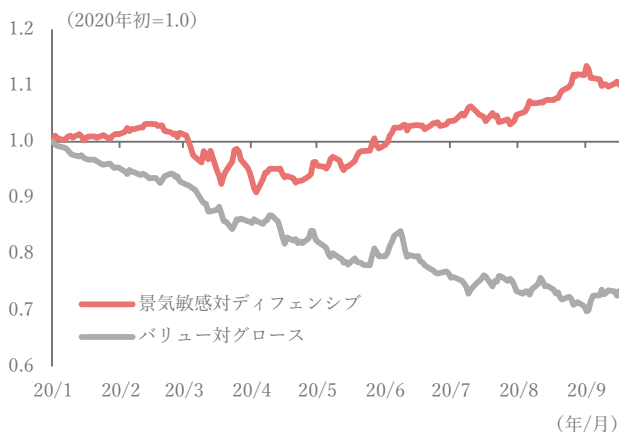


図3：主要市場の年初来騰落率および要因

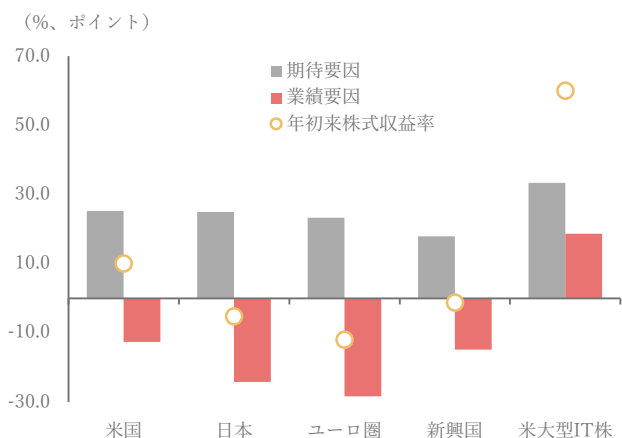
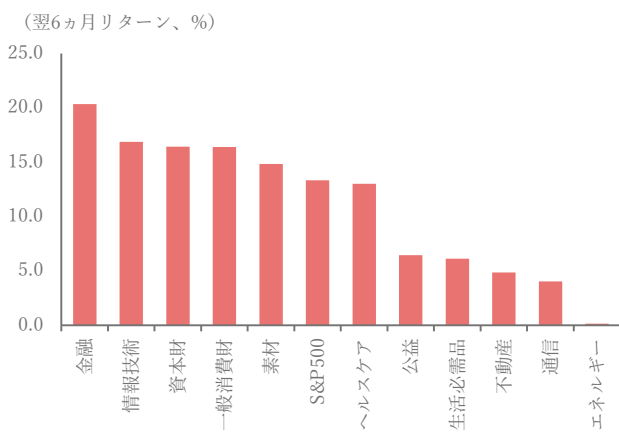


図4：2016年の大統領選後の業種別騰落率



出所  
図1：Datastream  
図2：Datastream  
図3：Datastream  
図4：Datastream

注  
図1：大型IT株は、アップル、マイクロソフト、アマゾン、グーグル、フェイスブックとした。  
図2：MSCIワールドのファクター指数。  
図3：8月末時点。米大型IT株は図1同様。  
図4：S&P500の業種別指数で、2016年10月末を起点としたもの。



# 原油市場

## 新型コロナウイルスによる過剰在庫は年後半に向けて改善

新型コロナウイルスにより原油需要の低迷が長引いている。2020年4-6月期の中国の原油需要は前年同期比3%増と回復傾向だが、直近週の米国の原油需要は前年同期比14%減であった。新型コロナウイルスの感染度合いが両国の差となっているのだろう。世界の原油需要のボトムは2020年5月であったが、回復ペースは鈍く、原油需給改善を遅らせている。

低迷する原油需要に対応して、供給量は調整されている。8月の世界の原油生産量の前年同期比減少率（10%減）は、需要の前年同期比減少率（8%減）を超えている。また、米エネルギー省の予測によると、10月の米国のタイトオイルの生産量は日当たり764万バレル（前月比1%減）であり、減少傾向にある。さらに、主要産油国の稼働リグ数も低水準にあり、今後増産される可能性は低い。

新型コロナウイルスによる需要急減および2020年3月の石油輸出国機構（OPEC）の増産等により、6月の経済協力開発機構（OECD）諸国の原油在庫は32億バレルと過去最高水準であった。この過剰在庫が原油価格低迷の主要因であろう。現在の抑制的な原油供給が続けば、過剰在庫は徐々に解消し、原油価格は上昇すると見込まれる。

図1：中国の原油需要

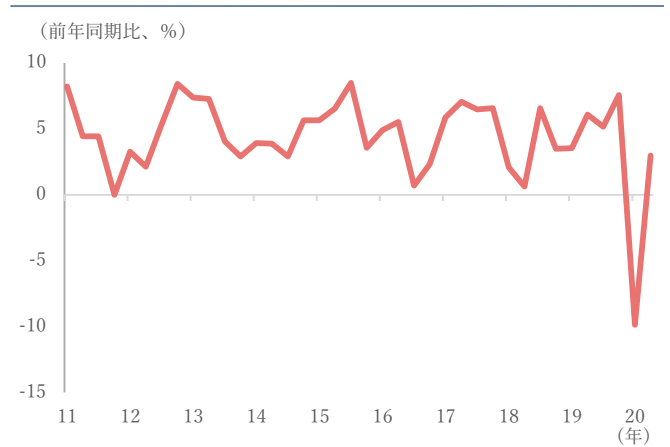


図2：米国の原油需要

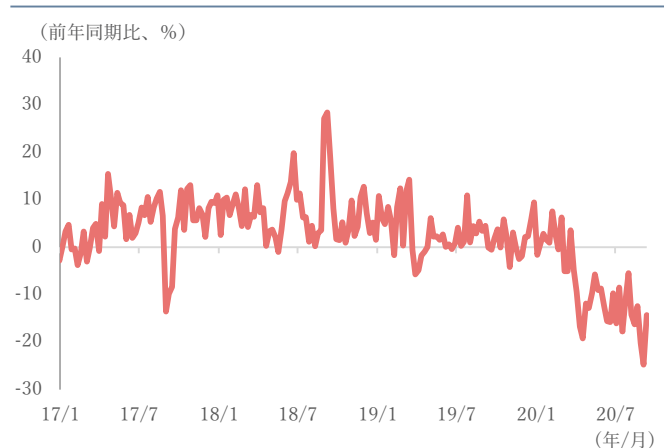


図3：世界の原油生産量

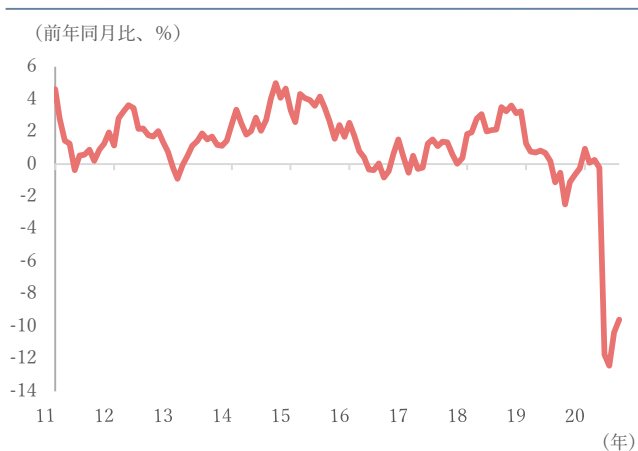
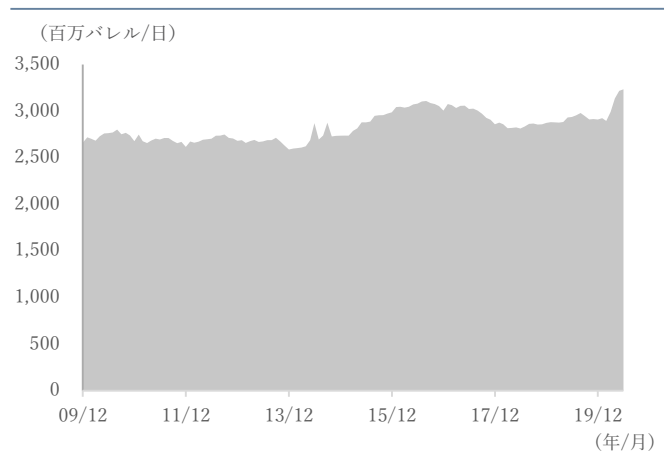


図4：OECD原油在庫



出所  
 図1：Bloomberg  
 図2：Bloomberg  
 図3：Bloomberg  
 図4：Bloomberg

## 当資料で使用しているデータについて

### 当資料で使用した指数

- S&P500株価指数、S&P500各セクター指数（エネルギー、素材、資本財・サービス、一般消費財・サービス、生活必需品、ヘルスケア、金融、情報技術、コミュニケーション・サービス、公益事業、不動産）
- MSCI ワールド・インデックス、MSCIワールド・シクリカルセクターインデックス、MSCIワールド・ディフェンシブセクターインデックス、MSCIワールド・バリュールインデックス、MSCIワールド・グロースインデックス、MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI USAインデックス、MSCI EMUインデックス、MSCIジャパン・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス
- ICE BofA Global Corporate Index SM/®、ICE BofA Global High Yield Index SM/®

### 当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」および「S&P500各セクター指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズファイナンシャルサービシーズエルエルシーに帰属しております。
- 「MSCI ワールド・インデックス」、「MSCIワールド・シクリカルセクターインデックス」、「MSCIワールド・ディフェンシブセクターインデックス」、「MSCIワールド・バリュールインデックス」、「MSCIワールド・グロースインデックス」、「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」、「MSCI USAインデックス」、「MSCI EMUインデックス」、「MSCIジャパン・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス」は、J.P. Morgan Securities LLCが公表しているインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「ICE BofA Global Corporate Index SM/®」、「ICE BofA Global High Yield Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ビーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

## 当資料に関するお知らせ

---

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

# 【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

## ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。

なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

## ■投資信託に係る費用について

2020年10月現在

<p>ご購入時手数料 《上限3.85% (税込み)》</p>	<p>投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。</p>
<p>運用管理費用 (信託報酬) 《上限2.222% (税込み)》</p>	<p>投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>上記の他に、「組入価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。</p>

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《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、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における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、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

## 野村アセットマネジメント

商号:野村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373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