

投資環境見通し

2021年新春号

野村アセットマネジメント

3 グローバル環境

感染症リスク払拭には至らないものの一定の安心感が生まれる

5 リスクシナリオ

リスクバランスは均衡

6 景気循環

景気の改善ペースが鈍化する中、拡大局面に進めるかに注目

7 各国経済・市場見通し

8 Box:2021年の世界の政治・金融政策決定会合日程

9 米国

FRBの金融政策スタンス変化に注意

10 ユーロ圏

ECBによる「危機対応」は一巡

11 日本

中期的には成長戦略の実現性と効果に注目

12 中国

力強い景気回復を受け、政策正常化へ向かう

13 新興国

外部環境は新興国にとって望ましいものに

14 金融市場

実体面の改善状況と米国の金融政策が今後の動向を左右する展開に

15 原油市場

徐々に改善しつつある原油市場

グローバル環境

感染症リスク払拭には至らないものの一定の安心感が生まれる

インフレ圧力は限られ、緩和的な金融環境は継続

現状：感染再拡大でモメンタムは悪化

主要先進国では再び新型コロナウイルスの感染拡大が起これ、一部で経済正常化ステップを調整する国・地域もあった。2020年前半に急速に落ち込んだ経済は7-9月にリバウンドした後、10-12月期はモメンタムが悪化したと見られるが、中国経済は底堅く、製造業関連は堅調となっている。

経済見通しの前提：米国の新政権は大規模な財政出動や税制改革を行えない

バイデン新政権の下、対中関税政策は維持される。米国は日欧などと共に中国に貿易慣行、国有企業等の改革を迫るだろうが、短期的に大きな進展はない。主要先進国・地域ではコロナ禍対応として景気下支えを一定期間続けるものの、乗数効果は高くない。米国は大規模なインフラ投資・減税、大企業・富裕層向け増税などを決定できない。2021年央にかけて新型コロナのワクチン接種がある程度可能になり、集団免疫には遠いものの、一定の安心感が醸成される。

経済見通し：過去の成長軌道への復帰は困難

新型コロナの終息には、集団免疫獲得が鍵になるが、グローバルでみてワクチン供給体制の整備に不確実性があること、ワクチンを接種する側の人々がワクチンに対する不安によって短期的には接種が期待されるほど進まない可能性があること、などを勘案すると、6-7割程度とされる集団免疫獲得ラインに短期的に到達するのは難しいだろう。ワクチンの実用化は景気にとって好材料ではあるが、過去の成長軌道に数年で戻るには高いハードルがある。その間、雇用・所得環境の改善は小幅にとどまり、財政のサポートは一定程度あるものの徐々に剥落していくと見られることから、経済成長は緩やかとなろう。企業の設備投資については、先行き不確実性の高まりがこれを抑制する方向に働くだろうが、一方で非接触・デジタル化の加速に伴う対応や、世界的な気候変動問題関連の規制対応等の投

資は必要となるであろうことは、投資の押し上げ要因となろう。

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の双方が考えられるが、後者の影響の方が大きいと考えている。基本シナリオの下では、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するのは難しいだろう。

金融政策見通し：金融緩和長期化へ

主要先進国中銀は、インフレ目標未達長期化に対して、インフレ率の実績値が目標を一時的に上回ることをむしろ望ましいとするスタンスをとっている。数年に亘ってマイナスの需給ギャップが想定される下で、フォワード・ルッキングなインフレ期待が急速に高まらない限り、インフレ率が2%を一定期間有意に上回る可能性は高くない。現状でフォワード・ルッキングなインフレ期待を高めるような要因も想定しにくく、金融緩和は長期化しよう。一方で、気候変動対応や成長分野への投資を促す成長戦略を政府が志向する下で、金融政策が一定の役割を果たす可能性もある。

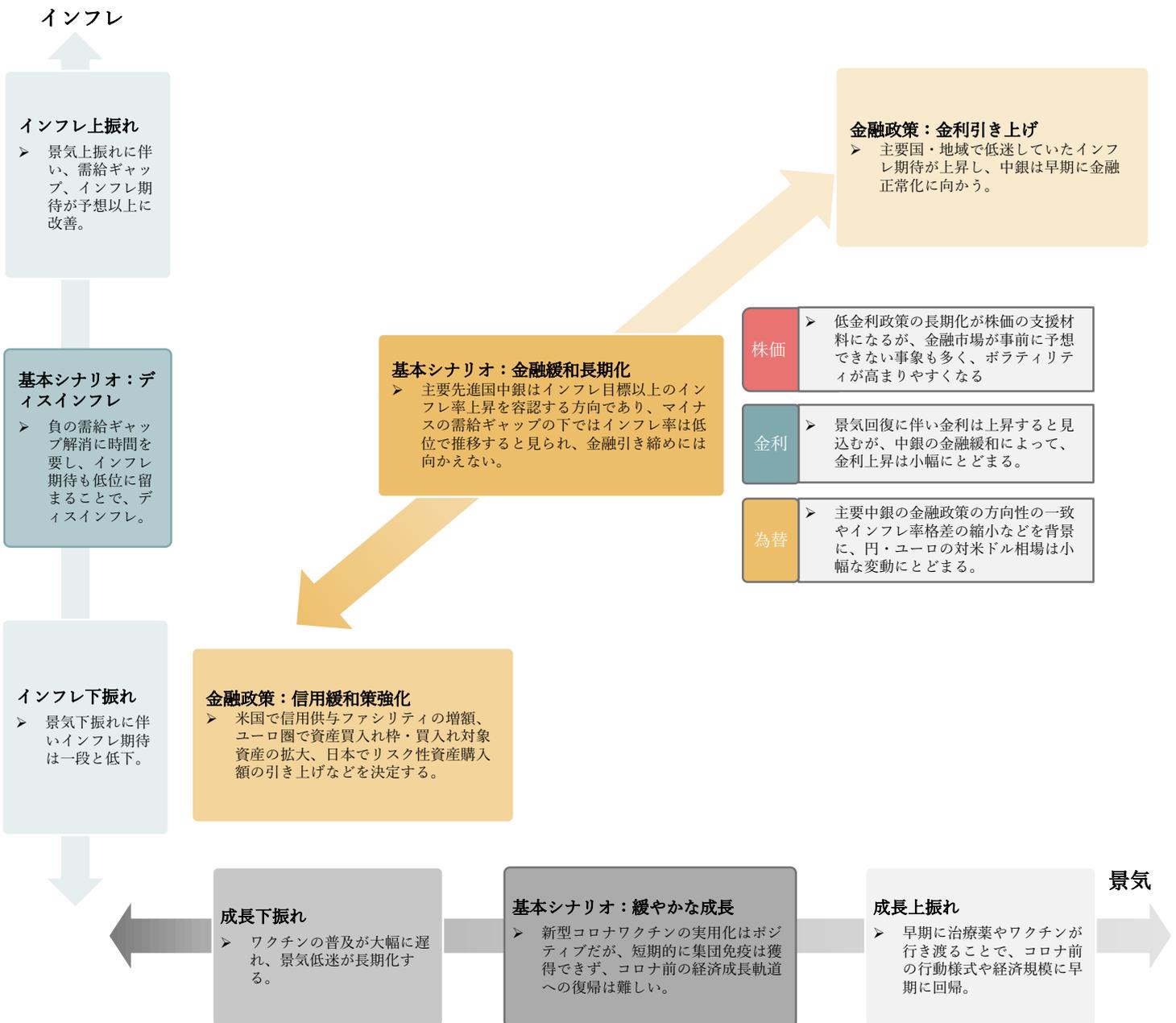
金融市場：リスク資産は低金利に支えられる

新型コロナによる景気や物価への悪影響の通減に伴い、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高くないだろう。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、過度に楽観的な見方が織り込まれる場合、その剥落による一定の調整はあり得る。

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	関税引き上げ <ul style="list-style-type: none"> バイデン政権下でも関税を主要な交渉ツールとし、対中関税を更に引き上げる。 デジタル課税を巡って米欧対立が激化。 	現状維持 <ul style="list-style-type: none"> 米中間ではこのまま関税は据え置き。 自動車輸入関税導入は先送り。 	関税引き下げ <ul style="list-style-type: none"> バイデン政権下で交渉ツールとしての関税の役割が低下、米中は相互にこれまでの追加関税を一部引き下げる。
財政政策	財政の崖 <ul style="list-style-type: none"> 景気が脆弱なうちにコロナ対応の財政出動が失効していき、大きな財政の崖が生じる。 	家計・中小企業をサポート <ul style="list-style-type: none"> 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。 米国で大規模な財政拡張・税制改革は行われない。 	米中で成長加速に繋がる財政出動 <ul style="list-style-type: none"> バイデン政権は上院共和党の支持を得て、インフラ・教育関連投資を決定。 中国が大型の財政出動を継続。

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としては、①早期に新型コロナウイルス感染症の治療薬・ワクチンが普及することで、コロナ前の行動様式や経済規模を取り戻す、②米国バイデン新政権の下で一定規模のインフラ投資等で両党合意がなされる、③米中間で特に環境分野などで協力体制が構築され、関税を巡る不確実性が後退することでセンチメントが改善する、などが挙げられる。

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としては、①新型コロナウイルス感染症のワクチン普及が遅れ、感染拡大が繰り返されることで企業や家計の成長期待が悪化する、②また、新型コロナの影響長期化で企業の債務不履行や倒産が増加、失業の増加にも繋がり、二次的に経済が悪化する、③企業の債務不履行の増加が金融システムに悪影響を及ぼし、実体経済と金融環境がスパイラル的に悪化する、などが挙げられる。

リスクバランス

現時点では少なくともワクチン供給体制の整備には進展があることから、先行き不確実性は高いものの、アップ・ダウン両サイドのリスクが同程度の確率で起こり得ると考えている。

図1：経済サプライズ指数

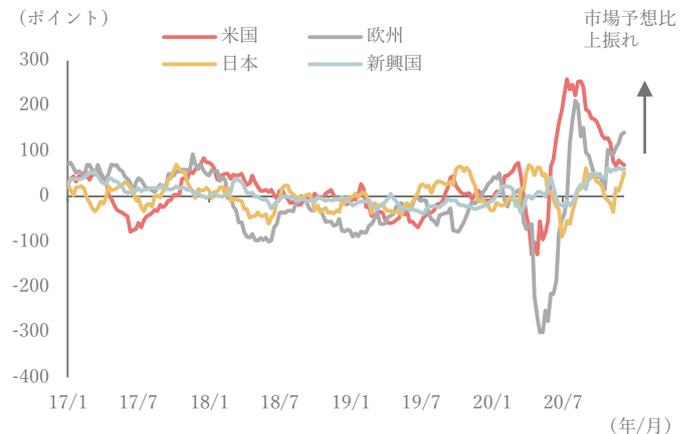


図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

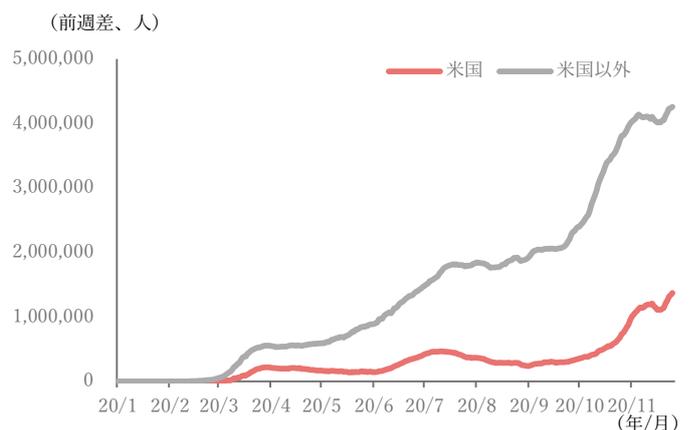
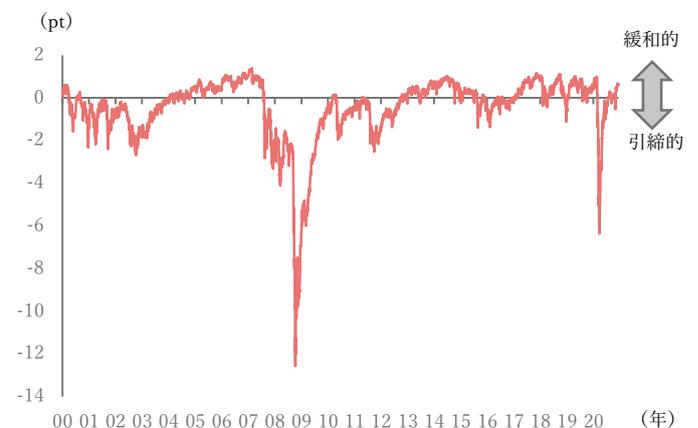


図3：Bloomberg米国金融状況指数



出所

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

景気循環

景気の改善ペースが鈍化する中、拡大局面に進めるかに注目

回復局面入りした世界景気

経済協力開発機構（OECD）の世界景気先行指数（CLI）は、2020年4月の底から急速に回復してきた。それまでの5年間の景気循環と比べても、コロナショック前後の推移がいかに異質なものであったかがわかる。他方、足元の世界CLIの改善幅は、底入れ直後と比較して著しく鈍化している。拡大局面入りするにはCLIの水準が長期平均を上回る必要があるが、足元のように上昇ペースが鈍化する状況が続くと、それまでの期間が長引く可能性もある。

多くの国も拡大局面前に留まる

各国のCLIによる景気循環も世界のものと同様だ。コロナショック以降も繰り返される感染拡大により本格的な経済活動再開に進みづらいことで、多くの国にとりCLIの長期平均水準は超え難い壁となっている。拡大局面に移った国は、ブラジルや中国など、依然として少数だ。回復局面に留まっている国との大きな違いは、製造業景況感の改善が際立っている点などが挙げられる。この点では、回復局面に留まっている主要国の中では、米国が欧州や日本と比べて優位な状況にある。

停滞への後戻りは金融市場にも不利

景気が回復局面入りするとリスク資産は概して堅調に推移しやすいが、次の局面が拡大に進むか停滞に戻るかにより、その傾向は異なる。過去、拡大局面に進んだ期間の株式市場は概ね底堅く推移してきた。一方、停滞局面に戻った期間の株式市場は対照的に弱い動きとなった。次の局面の方向づけを決定してきた一要因は企業業績だ。現時点では、2021年の企業業績がコロナショック前の水準に回復する国・地域はまちまちである。今後は期待先行で上昇したリスク資産に対し、実体面が追い付いていくかどうか注目される。

出所

図1：OECD

図2：OECD

図3：Datastream

図1：世界景気先行指数の循環図

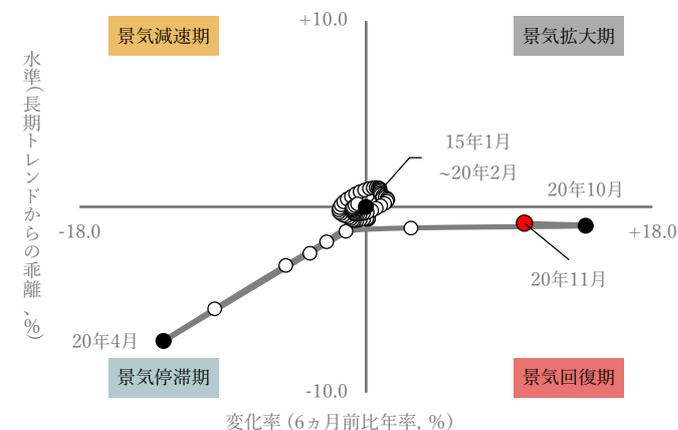


図2：各国の景気循環の位置

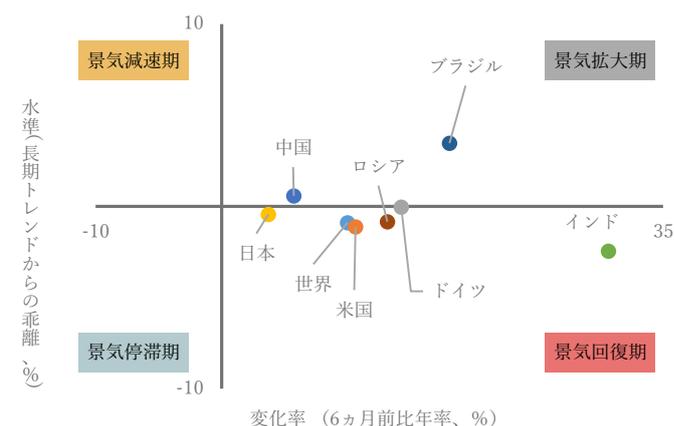
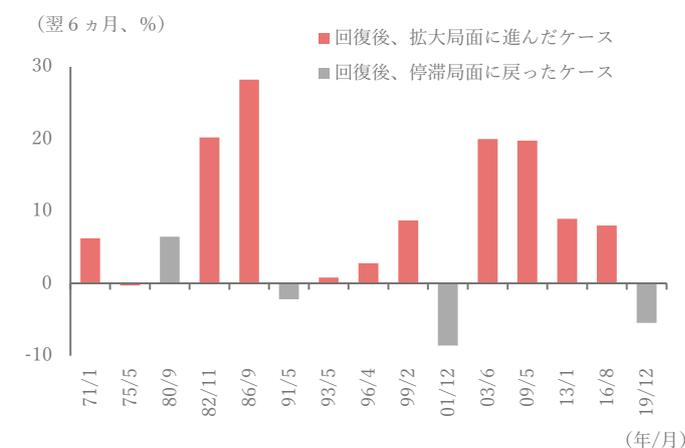


図3：過去の回復局面入り後の世界株式収益率



注

図2：2020年11月時点。

図3：過去の景気が回復局面に移った年月を取り出し、その後拡大、停滞のどちらの局面に移ったかを色分けした。世界株式はMSCIワールド指数。

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				
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	-1.7	-8.9	-2.4	-2.1	1.1	10.4	3.3	2.7	-3.7	4.7
	先進国	*2	-7.6	-35.5	41.1	-1.5	3.3	4.6	2.2	1.7	-5.4	3.5
	新興国	*1,*3	-2.7	-4.6	0.4	1.8	6.5	9.9	5.2	4.4	-1.1	6.5
	米国		-5.0	-31.4	33.1	2.0	3.1	3.1	3.0	2.2	-3.7	3.4
	ユーロ圏		-14.1	-39.2	60.0	-8.7	3.1	6.1	1.9	1.3	-7.2	3.4
	日本		-2.1	-29.2	22.9	4.9	1.8	1.8	0.6	0.3	-5.2	2.5
	中国	*1	-6.8	3.2	4.9	6.2	15.5	7.8	6.8	6.1	2.3	8.2
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.6	1.3	1.5	1.0	1.0	1.6	2.4	2.2	1.6	1.5
	先進国	*2	1.6	0.3	0.7	0.5	0.7	1.5	2.0	1.5	0.8	1.3
	新興国	*3	4.4	2.9	2.9	1.7	1.5	1.7	3.1	3.3	3.0	1.8
	米国		2.1	0.4	1.3	1.2	1.5	2.4	2.4	1.8	1.3	2.0
	ユーロ圏		1.1	0.2	0.0	0.0	0.5	1.2	1.8	1.2	0.3	0.9
	日本	*5	0.6	-0.1	-0.2	-0.8	-1.1	-1.0	0.9	0.6	-0.1	-0.4
	中国		5.0	2.7	2.3	-0.4	-0.9	0.2	2.1	2.9	2.4	0.5
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	3.85
10年債利回り (期末値、%)	米国		0.67	0.66	0.68	0.91	1.10	1.10	2.68	1.92	0.91	1.30
	ドイツ		-0.47	-0.45	-0.52	-0.57	-0.40	-0.40	0.24	-0.19	-0.57	-0.40
	日本		0.02	0.03	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.02	0.00
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,585	3,100	3,363	3,756	3,710	3,860	2,507	3,231	3,756	4,050
	ユーロ300		1,260	1,406	1,399	1,537	1,530	1,590	1,331	1,624	1,537	1,640
	TOPIX		1,403	1,559	1,625	1,805	1,790	1,870	1,494	1,721	1,805	1,960
	MSCI EM (\$)		849	995	1,082	1,291	1,300	1,370	966	1,115	1,291	1,450
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.10	1.12	1.17	1.22	1.25	1.25	1.15	1.12	1.22	1.25
	日本円/米ドル		107.5	107.9	105.5	103.3	103.0	103.0	109.7	108.6	103.3	103.0
	日本円/ユーロ		118.6	121.3	123.7	126.2	129.0	129.0	125.7	121.7	126.2	129.0
	人民元/米ドル		7.08	7.07	6.79	6.53	6.40	6.40	6.88	6.96	6.53	6.25

新興国為替市場・政策金利見通し

		2018	2019	2020	2021
		予測			
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド ¹	69.6	71.2	73.0	72.0
	インドネシア ²	14,417	13,846	13,913	13,800
	ブラジル ³	3.9	4.0	5.2	5.0
	メキシコ ³	19.7	18.9	19.9	19.0
	ロシア ³	69.6	61.9	74.0	69.0
	トルコ ³	5.3	5.9	7.4	8.4
政策金利 (%)	インド	6.50	5.15	4.00	3.75
	インドネシア	6.00	5.00	3.75	3.50
	ブラジル	6.50	4.50	2.00	3.00
	メキシコ	8.25	7.25	4.25	3.75
	ロシア	7.75	6.25	4.25	4.00
	トルコ ⁶	24.06	11.43	17.03	15.00

(注) 見通しは2020年12月14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利金利、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

Box:2021年の世界の政治・金融政策決定会合日程

	米国	欧州	日本	その他
1月	26-27日：FOMC <u>5日：ジョージア州上院議員選挙決選投票</u> 20日：大統領就任式	<u>1日：英国・EU間の新たな関係が適用開始</u> 21日：ECB理事会	20-21日：金融政策決定会合	
2月				
3月	16-17日：FOMC	11日：ECB理事会 17日：オランダ総選挙	18-19日：金融政策決定会合 31日：櫻井審議委員任期	上旬：中国全国人民代表大会開幕
4月	27-28日：FOMC	22日：ECB理事会	26-27日：金融政策決定会合	
5月		6日：英国スコットランド議会選挙		
6月	15-16日：FOMC	10日：ECB理事会	17-18日：金融政策決定会合 29日：政井審議委員任期	
7月	27-28日：FOMC	22日：ECB理事会 2021年後半：ECBが金融政策の枠組み見直しに関するレビューを完了予定	15-16日：金融政策決定会合 22日：東京都議会議員任期満了	23日：東京オリンピック開会（8/8まで） 23日：中国共産党創立100周年
8月				24日：東京パラリンピック開会（9/5まで）
9月	21-22日：FOMC	9日：ECB理事会 <u>26日：ドイツ連邦議会選挙</u>	21-22日：金融政策決定会合	5日：香港立法会選挙
10月	13日：クォールズFRB副議長任期	28日：ECB理事会	21日：衆議院議員任期満了 27-28日：金融政策決定会合	
11月	2-3日：FOMC			
12月	14-15日：FOMC	16日：ECB理事会	16-17日：金融政策決定会合	

出所
米連邦準備制度（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、各種報道

注
注目度が高いと考えられるイベントを下線で強調している。

米国

FRBの金融政策スタンス変化に注意

米国経済は緩やかな回復軌道へ

米国は、経済活動の再開などを背景に2020年半ば以降急速な景気回復を続けてきたものの、秋以降は感染再拡大に伴う行動制限措置の再導入などの影響から、回復ペースがやや鈍化した。足もとで導入されている行動制限措置は、適用範囲・厳格度合い共に春頃と比較して限定的であり、経済への影響は当時と比較して小さくなると思われる反面、感染抑制に時間を要することで、経済活動が抑制された状態が長引く可能性がある。感染が抑制された後は、ワクチン接種の進展などを背景にコロナ禍への懸念が後退し、米国経済は回復軌道へ復帰するだろう。ただし、旅行や外食といったサービス支出においては、いわゆる「繰越需要」が見込み難いことなどを鑑みると、先行きの景気回復のペースは比較的緩やかなものになると予想される。

FRBのコミュニケーションに注目

インフレ率が2%を上回って推移し続ける状況が今後数年間において想定されにくい中、米連邦準備制度理事会（FRB）は当面の間、緩和的な金融政策を維持することが見込まれる。ただし、ワクチン接種の進展などを背景に景気下振れ懸念が大きく後退すれば、資産買入プログラムの段階的な縮小などが示唆される可能性もあり、FRBからのコミュニケーションには注意が必要だ。

2020年の連邦議会選挙で上院の議席数が拮抗する結果となったことで、年初の決選投票（ジョージア州）は2021年以降の米国の政策を考える上で重要な意味を持ちそうだ。2議席共に民主党候補が獲得する結果となる場合には、大規模なインフラ投資などを含む追加財政刺激策への期待が高まりやすくなる可能性がある。

図1：非農業部門雇用者数の推移

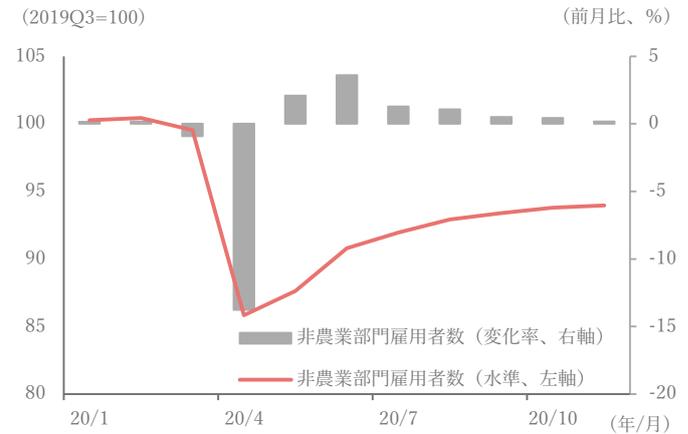


図2：クレジット・デビットカードの支出額推移

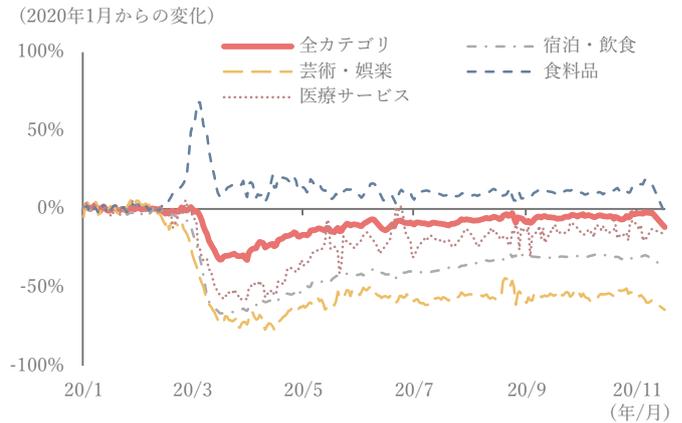
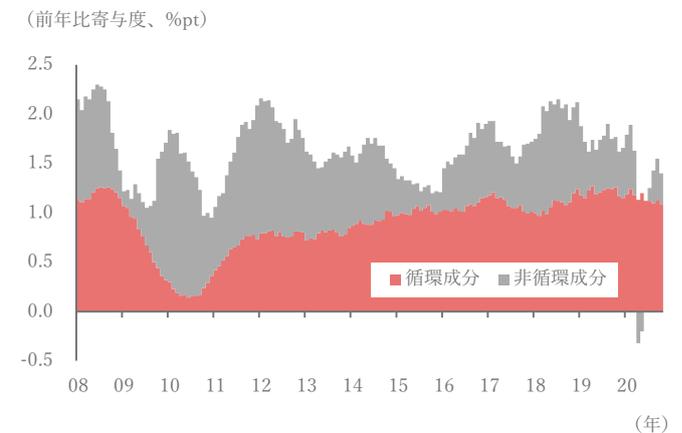


図3：PCEコアデフレーター要因分解



出所
図1：CEIC
図2：Opportunity Insights
図3：サンフランシスコ連銀

注
図2：7日間移動平均の日次データ。
図3：「循環成分」は、PCEコアデフレーター構成成分のうち、景気循環（GDPギャップ）に対する感応度が高いものを示している。

ユーロ圏

ECBによる「危機対応」は一巡

景気回復はやや出遅れる可能性

ユーロ圏経済は、2020年第3四半期にGDP成長率が前期比で+12.5%増加するなど急激な回復を見せたものの、その後はウイルス感染再拡大に伴う行動制限措置の導入によって、経済活動が再び落ち込んでいる。一部の国で導入されている行動制限措置は2021年に入っても継続することが見込まれており、ユーロ圏の景気回復の動きは、観光業などのサービス業が占める比率が高い南欧諸国を中心に、他の主要国・地域と比較してやや出遅れる可能性がある。

感染拡大が落ち着けば、ワクチン接種の進展などに伴いウイルスへの懸念が後退し、ユーロ圏の経済活動は再び回復に向かうだろう。2008年の金融危機以降の局面と異なり、足もとの局面では世界の貿易活動が順調に回復していることは、外需への感応度が高いユーロ圏経済の追い風となり得る。

ECBは現行政策を維持する見込み

2021年前半には、これまでユーロ圏各国の経済を下支えしてきた各種財政政策が次第に期限を迎える予定となっており、欧州の景気や銀行セクターへの影響には注意が必要だ。欧州中央銀行（ECB）は、2020年12月理事会におけるパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の再拡大や、貸出条件付き長期リファイナンスオペ（TLTROIII）の拡充および条件緩和を含む追加緩和パッケージ導入によって、2020年春以降の「危機対応」を一巡させたとみられ、今後当面の間は現行政策を維持することを図るとみられる。英国の欧州連合（EU）離脱問題について、移行期間終了に伴う両者の将来関係を巡る不確実性は、引き続き欧州経済および金融市場の重石となりそうだ。

出所

図1：Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2020/12/10>.

図2：オランダ経済政策分析局

図3：ECB、CEIC

図1：ユーロ圏主要国の移動傾向

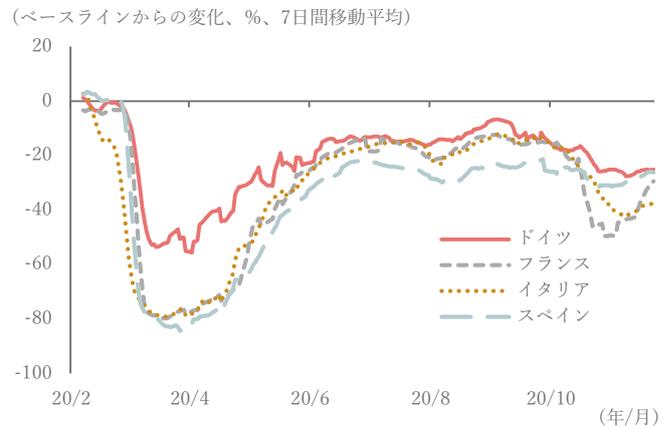


図2：世界貿易指数の推移

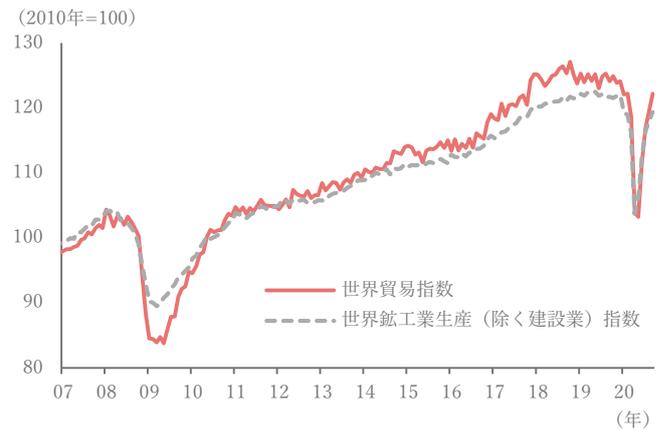
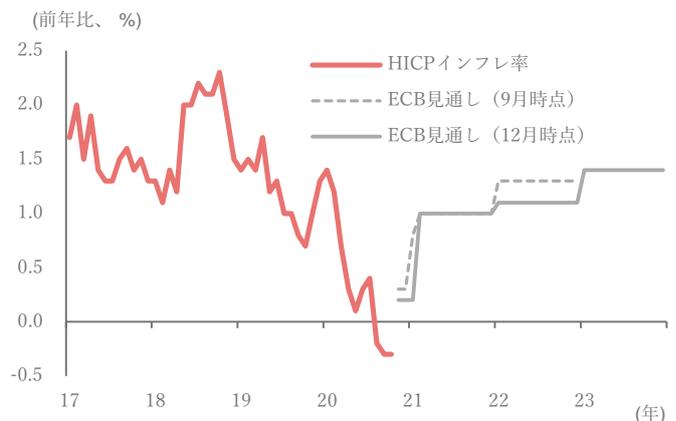


図3：ECBのインフレ率見通し



注

図1：1/3-2/6のベースラインからの変化を示している。各国の値は、「小売・娯楽」「職場」「公共交通機関」の3指数を単純平均したものである。

図3：ECB見通しは年間の平均値を表示。

日本

中期的には成長戦略の実現性と効果に注目

雇用・所得環境の悪化が重石に

2020年10月にGo Toトラベルに東京発着が追加され、Go Toイートが開始されるなど、サービス消費への需要喚起策が進んだものの、11月には感染再拡大によって経済活動のモメンタムは悪化した。先行きは新型コロナウイルス感染症が制御されていけば、経済活動も回復に向かうと見る。しかし雇用・所得環境の悪化は当面継続するだろうことから、特に勤労者世帯の消費の改善は遅れると見込む。他方、設備投資計画は下方修正が続くが、非接触・デジタル化あるいは気候変動問題対応のための投資は進捗していくと見られる。

菅政権の下で経済財政諮問会議・成長戦略会議を中心に生産性向上策が具体化されていくと見られ、中長期的な成長期待が高まるか否か注目される。

日銀は基本的に現行政策維持へ

日銀はコロナ危機対応を前面に打ち出して金融緩和を強化してきたが、危機収束後の焦点は、インフレ目標達成に戻る。その際に、追加的な政策手段が選択される可能性は低いと見られ、複数の日銀政策委員会委員からは目標達成は長期戦になるとの見方が示されている。

2020年11月には地域金融機関の経営基盤強化を促進するため、経営統合あるいは一定の経費/業務粗利益引き下げを行えば、当座預金に上乘せ金利を支払う措置を導入する方針を日銀は示した。これは菅政権の地域金融機関再編に沿ったものである。また、一部の政策委員会委員が成長戦略に寄与する金融政策に言及しており、成長分野・投資へのバックファイナンス等が考慮されている可能性もある。

図1：訪問件数の変化（2020年）

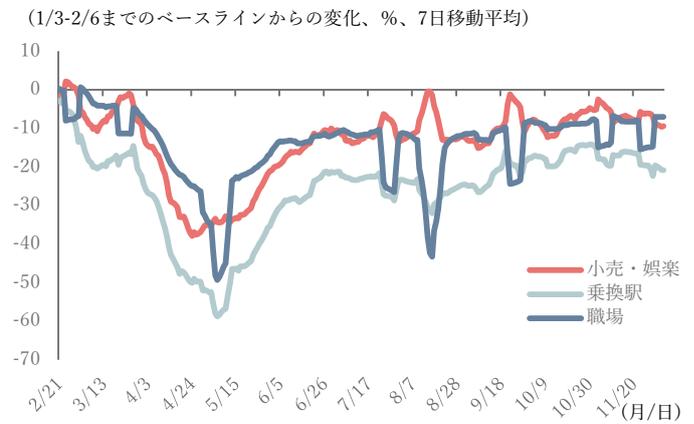


図2：実質雇用者報酬と景況感

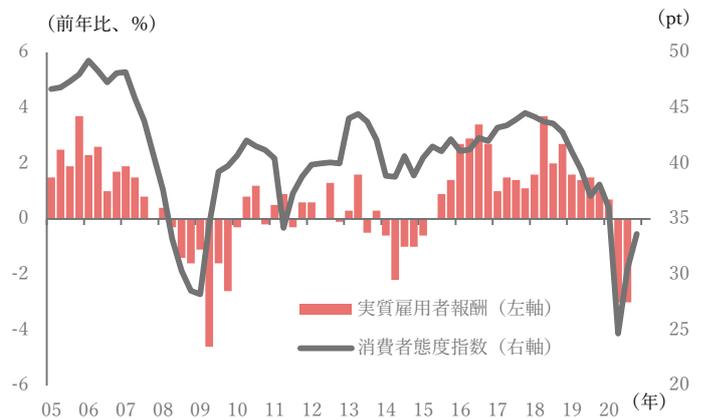


図3：実質輸出



出所
図1：Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports".
<https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2020/12/11>.
図2：内閣府
図3：日本銀行

中国

力強い景気回復を受け、政策正常化へ向かう

成長の牽引役は出遅れていた消費へ

輸出と投資に牽引され、中国景気は回復の勢いを増している。しかし、力強い景気の裏側で債務は大きく積みあがった。当局は債務増加に伴う金融リスクを懸念しており、景気が力強さを増す中で、政策正常化に向けた動きを開始した。中国人民銀行（PBOC）は7-9月期の金融政策報告書で、マクロレバレッジ比率を基本的に安定的に維持する意向を示した。これは、経済全体の信用を示す社会融資総量の伸びを名目成長率程度まで引き下げることが意味しよう。ただし、PBOCは中小企業の資金調達コストを引き下げようとしているほか、インフレ圧力も乏しい。したがって、政策正常化は柔軟に行われると見られ、2021年の政策金利引き上げは想定しない。

今後、緩和的な政策が正常化に向かうにつれ、信用依存度が高い投資は緩やかな減速に向かうと見られる。他方、輸出は世界景気の回復に支えられ、好調を維持しよう。出遅れていた個人消費は、雇用・所得環境の改善やワクチン普及を背景に、成長の牽引役に転じるだろう。

米中の緊張は続く

対中警戒論は米国の世論や議会のコンセンサスであり、米中の緊張はバイデン政権のもとでも続くだろう。高止まりする不確実性と中国からのサプライチェーン分散化の動きは、引き続き製造業の重石となろう。ただし、バイデン氏は制裁手段としての関税引き上げには否定的であり、仮に追加関税の引き下げが実現すれば、景気の上振れをもたらす可能性がある。また、景況感・金利の内外格差や中国金融市場の対外開放によって、人民元には上昇圧力がかけやすいと予想する。

図1：主要経済指標

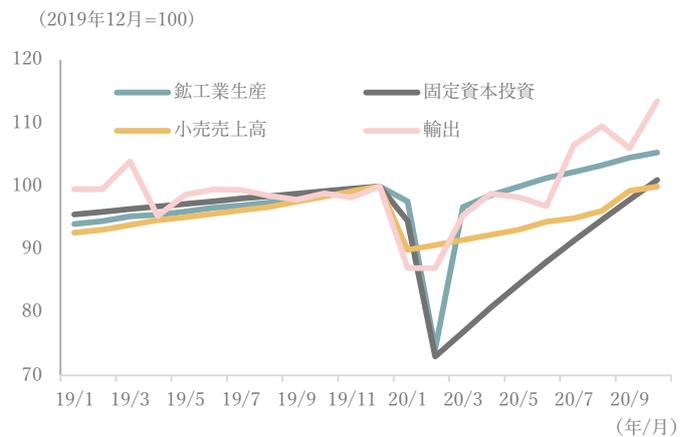
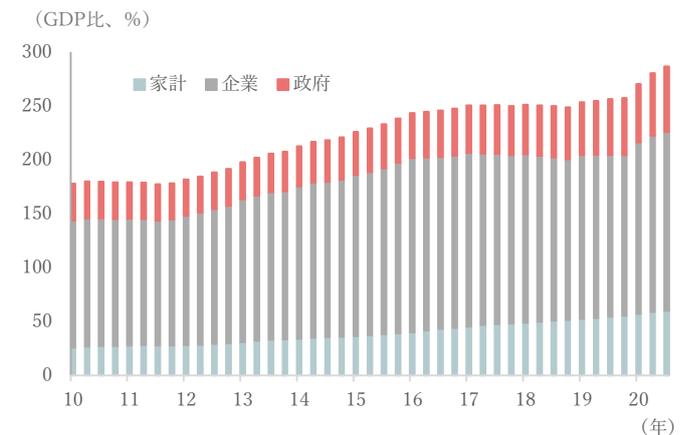


図2：製造業PMIと社会融資総量



図3：非金融部門債務残高



出所
図1：CEIC、オランダ経済政策分析局（CPB）
図2：Bloomberg
図3：IIF

新興国

外部環境は新興国にとって望ましいものに

回復継続を見込むが、財政が重石に

活動制限の緩和に伴い、新興国の経済活動は引き続き正常化に向かっている。新興国景気は、世界経済の回復基調に支えられ、2021年も堅調に推移するだろう。ただし、主に財政面の刺激策が正常化に向かうことで、景気回復ペースは制約されると見られる。金融政策は、多くの国で足元の緩和的な政策が維持されるだろう。もっとも、積極的な緩和策により、急速な景気回復を実現してきたトルコやブラジルなど一部の国では、金融市場安定やインフレのリスクから、金融政策を引き締める必要性が生まれている。

新興国通貨には上振れリスク

金融市場では、世界景気の回復期待やリスクセンチメントの改善等に伴う米ドル安の動きが、出遅れていた新興国通貨に上振れリスクをもたらしている。コロナ禍後の債務の積み上がり等を踏まえれば、新興国の脆弱性は増している。しかし、良好な外部環境の中、割安に放置されてきた新興国資産が選好される可能性がある。新興国への資金流入が加速すれば、それ自体が金融環境の緩和をもたらし、景気を上振れさせる好循環をもたらされるかもしれない。

一方、インフレと先進国の金融政策の動向には注意したい。活動制限に伴う供給制約で上昇したインフレは、やがてマイナスの需給ギャップを反映して低下に向かうと見られるものの、これまでの通貨安やインフレ期待の高まりによって、高止まりするリスクがある。その場合、中央銀行は早期の金融引き締めを求められるだろう。また、先進国で早期に金融政策正常化が行われるとの見方が強まれば、新興国からの資金流出を引き起こす恐れがある。

図1：鉱工業生産

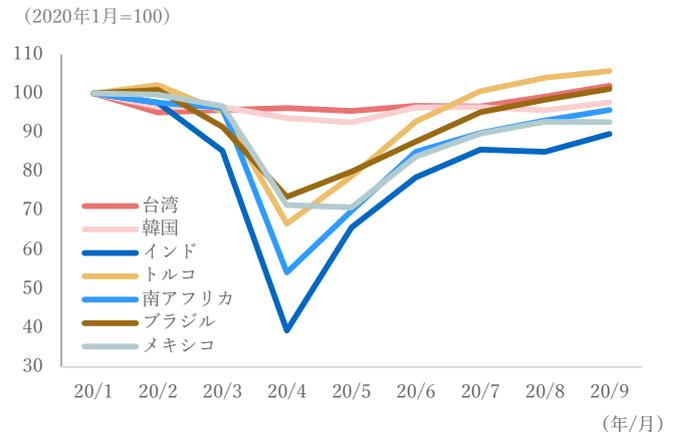


図2：マネーサプライ（M2）の変化

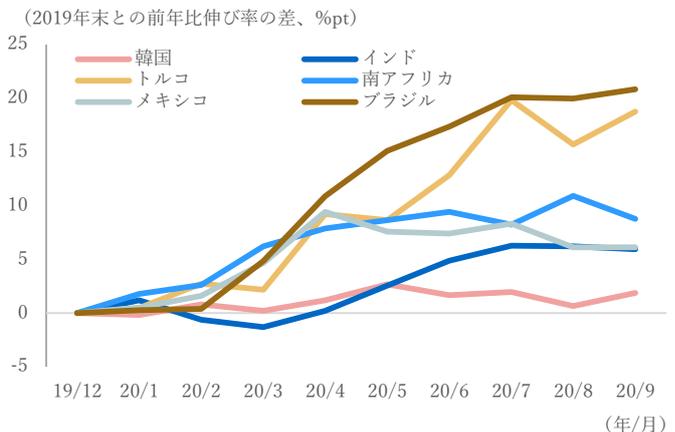
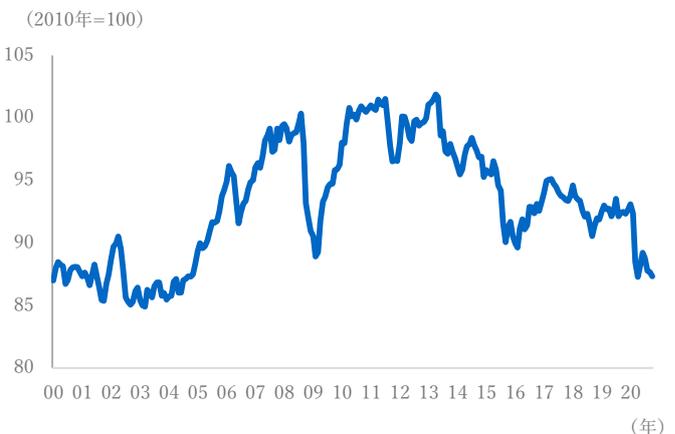


図3：新興国の実質実効為替レート



出所
図1：CEIC
図2：CEIC
図3：BIS

注
図1：南アフリカは製造業生産指数

金融市場

実体面の改善状況と米国の金融政策が今後の動向を左右する展開に

株式市場

米欧などの主要国・地域では、今後2021年の企業業績に注目が移っていく。これまで高水準だった一期先予想PERは、割高感が解消するとみられるが、それでもなお、過去の平均的な水準と比べて割高な状態は続くだろう。業績の上振れ期待が高い環境下で、金融緩和が当面継続していく可能性は濃厚で、株式市場にはいっそうの上昇圧力がかかる。半面、急ピッチな上昇により、大きな調整が起きやすくなるリスクも想定しておくべきだろう。

債券市場

米国長期金利は、大統領選の不透明感が払拭されたことや、ワクチン開発で経済正常化の期待が高まったことなどをきっかけに上昇圧力がかかってきた。しかし、日米欧の短期金利格差が生じにくい状況が続く中で、米国の長期金利だけが上昇を続ける環境は想定しづらい。また、拡張的財政政策を実施したトランプ政権下でも長期の金利上昇には結びつかなかった点などを踏まえると、足元の米国の金利上昇基調も緩やかなものになる可能性が高いだろう。

為替およびその他の金融市場

コロナショック以降、為替市場では米ドルの減価が目立っている。米ドルの名目実効為替レートは2020年3月下旬以降、ほぼ一貫して低下している。通常、ユーロや新興国通貨に対して米ドルが弱含みやすいのは、世界景気が回復局面に移る段階である。したがって今回は、そうした動きがやや早い段階から進んでいるといえる。同様の傾向は、低格付け債券や一部の商品市場などでも見られる。これらの資産は当面は堅調な地合いに支えられるだろうが、実体経済の改善が思うほど進まなくなった時には注意する必要がある。

出所

図1：Datastream

図2：Datastream

図3：Bloomberg、OECD

図1：各主要国・地域の株価推移

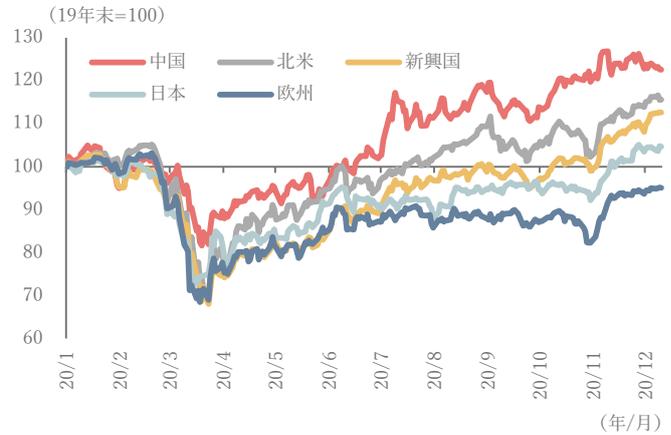
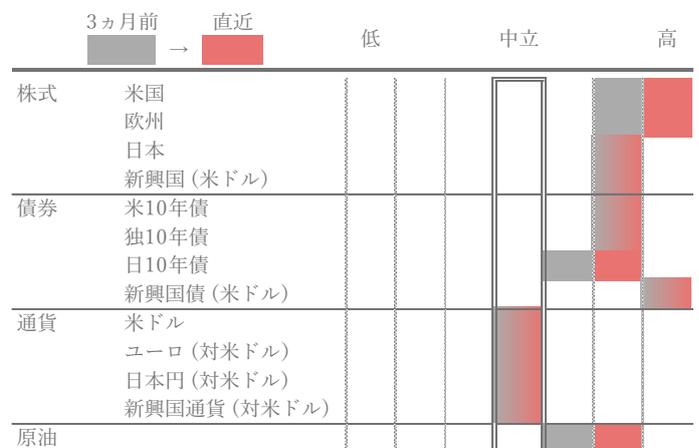


図2：10年債利回りの推移



図3：各金融資産の魅力度



注

図1：新興国は米ドルベース、他はいずれも現地通貨建てベース。
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。

原油市場

徐々に改善しつつある原油市場

イランやリビアの原油生産量に注意

原油市場の需給は改善しつつある。需要面からみると、経済協力開発機構（OECD）加盟国の原油在庫はピークアウトしたと言えるだろう。石油輸出国機構（OPEC）の減産解除や新型コロナによる原油需要減により4月に32億バレルまで急増したOECDの原油在庫は、その後のOPECの減産合意や米国原油開発企業を中心とした原油生産量減により、足元で減少に転じた。また、米国の原油在庫も減少傾向である。原油在庫だぶつきは最悪期を脱したと言っていいだろう。さらに2020年12月3日、OPECにロシアなど非加盟産油国を加えたOPECプラスは、2021年1月から減産規模を1日当たり50万バレル縮小し、同720万バレルとすることで合意した。当初の計画に比べると減産規模は拡大している。

今後のリスクは、OPECプラスの減産合意に含まれていないイランやリビアの原油生産量である。今後、政治や地政学的な混乱要因が改善し、原油生産量が増加した場合、原油価格の下落要因となる可能性がある。

図1：OECD加盟国の原油在庫

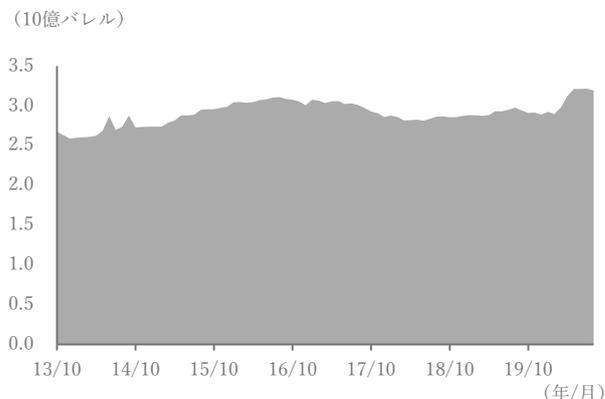


図2：OPEC原油生産量

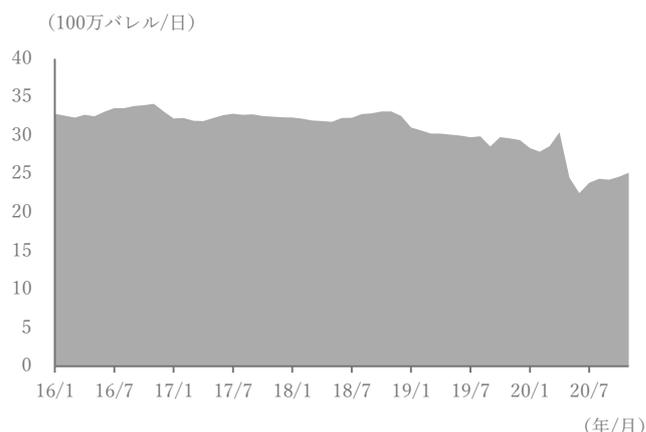


図3：リビア原油生産量

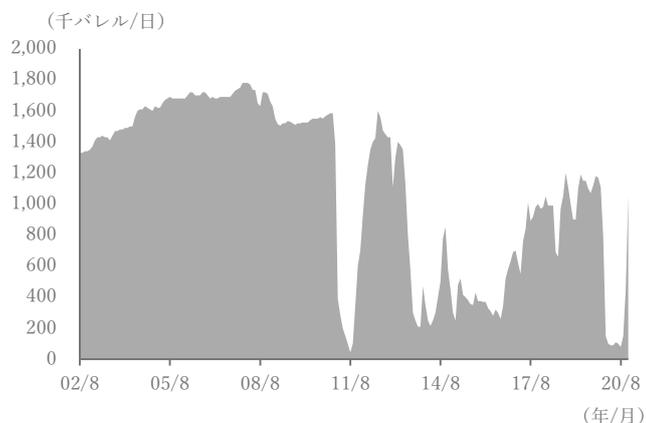
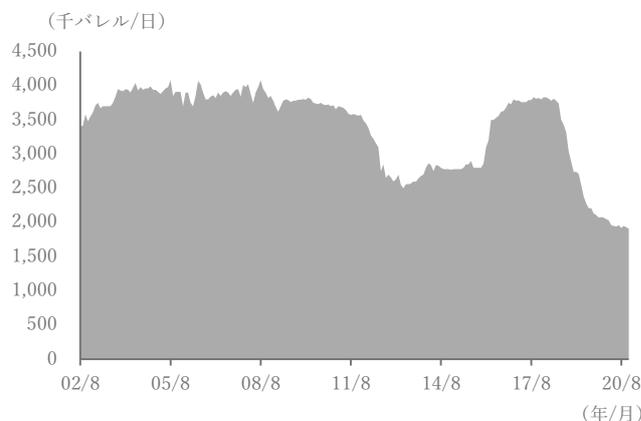


図4：イラン原油生産量



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
- MSCIワールド・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北米インデックス、MSCIヨーロッパ・インデックス、MSCIジャパン・インデックス、MSCIチャイナ・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- FTSE米国債インデックス、FTSEドイツ国債インデックス、FTSE日本国債インデックス

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エマージング・マーケット・インデックス」、「MSCI北米インデックス」、「MSCIヨーロッパ・インデックス」、「MSCIジャパン・インデックス」、「MSCIチャイナ・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。
- 「FTSE米国債インデックス」、「FTSEドイツ国債インデックス」、「FTSE日本国債インデックス」は、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
- 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・ピ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

2021年1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、「組入有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