

# 投資環境見通し

2021年春号

野村アセットマネジメント

---

## 3 グローバル環境

ワクチン接種の進展と米財政出動の相乗効果を期待

---

## 5 リスクシナリオ

リスクバランスは均衡

---

## 6 景気循環

拡大局面に近づくも、モメンタムは低下

---

## 7 各国経済・市場見通し

---

## 9 米国

消費主導の力強い景気回復が見込まれる中、インフレ動向に注目

---

## 10 ユーロ圏

足踏みが続いた後、景気は改善へ向かう

---

## 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

政策は緩やかな正常化へ

---

## 13 新興国

今回は、2013年とは異なる

---

## 14 金融市場

米国経済と長期金利の動向が市場を左右する展開に

---

## 15 原油市場

慎重なOPECの市場見通し、堅調な原油需要

---



# グローバル環境

## ワクチン接種の進展と米財政出動の相乗効果を期待

インフレ加速懸念は増すが、中銀の警戒水準には至らない

### 現状：感染再拡大が落ち着く

2021年に入って新型コロナウイルスの新規感染者数が高止まりする国もあったが、これまでの教訓を活かすなどした結果、経済成長は底堅く推移している。

### 経済見通しの前提：米国の追加景気刺激策が奏功、インフラ・グリーン関連投資へ

3月に成立した「米国救済計画」の効果が年央にかけて表出する。主要先進国においてワクチン接種が進むことで、徐々にウイルスへの警戒感は緩和される。米国の対中強硬スタンスは維持されるものの、制裁ツールとして関税が果たす役割は低下し、追加の関税賦課は行われぬ。

### 経済見通し：米国経済の加速がある程度世界経済に波及

新型コロナがワクチン接種の進展等によって制御しやすくなる中、景気回復が続く。さらに米国の巨額の景気刺激策が米国経済の成長ペースを加速させ、米国のマクロ的な需給ギャップはこれまで予想していたよりも早期にプラスに転じる。米国の家計支援策は経済の正常化と相俟って、個人消費拡大に繋がると見られ、主要な貿易相手国は米国の需要増加から好影響を受ける。今後は、バイデン政権が重視するインフラ・グリーン関連投資を加速させる政策が本格的に議論されるだろう。他方で、コロナ禍で必要に迫られた企業は省人化を進め、これが定着する場合、雇用回復ペースは緩慢になり得る。米国の雇用者数はコロナ前よりも大幅に減少したままであり、一時的なレイオフではない恒久的な失業者数は高止まりしている。コロナ禍を経験した人々が慎重な消費行動を採る可能性にも留意したい。

### 物価見通し：基調としては低位にとどまる

特に米国において、インフレ率を規定するとされるマクロ的な需給ギャップとインフレ期待は共にインフレ加速を示唆している。ただし、需給ギャップからインフレ率への波及は一定の時間を要するとともに、近年では感応度が低下してきている。2020年4-6月期がコロナ禍によりインフレ率が低下した影響で、年央にかけてインフレ率は高まりやすいものの、賃金上昇とインフレ上昇の連鎖は生じにくく、その後はレンジ圏で推移するだろう。

### 金融政策見通し：緩和的な金融環境が続く

主要先進国の中銀は、インフレ目標未達長期化に対して、インフレ率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。インフレ率の「柔軟な平均インフレ目標」達成は困難であり、緩和的な金融環境の維持を見込む。他方で、緩和度合いの調整を図る可能性があり、景気加速を背景に労働市場の更なる改善が見込まれる米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）が資産買入れ額の縮小を検討するだろう。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。

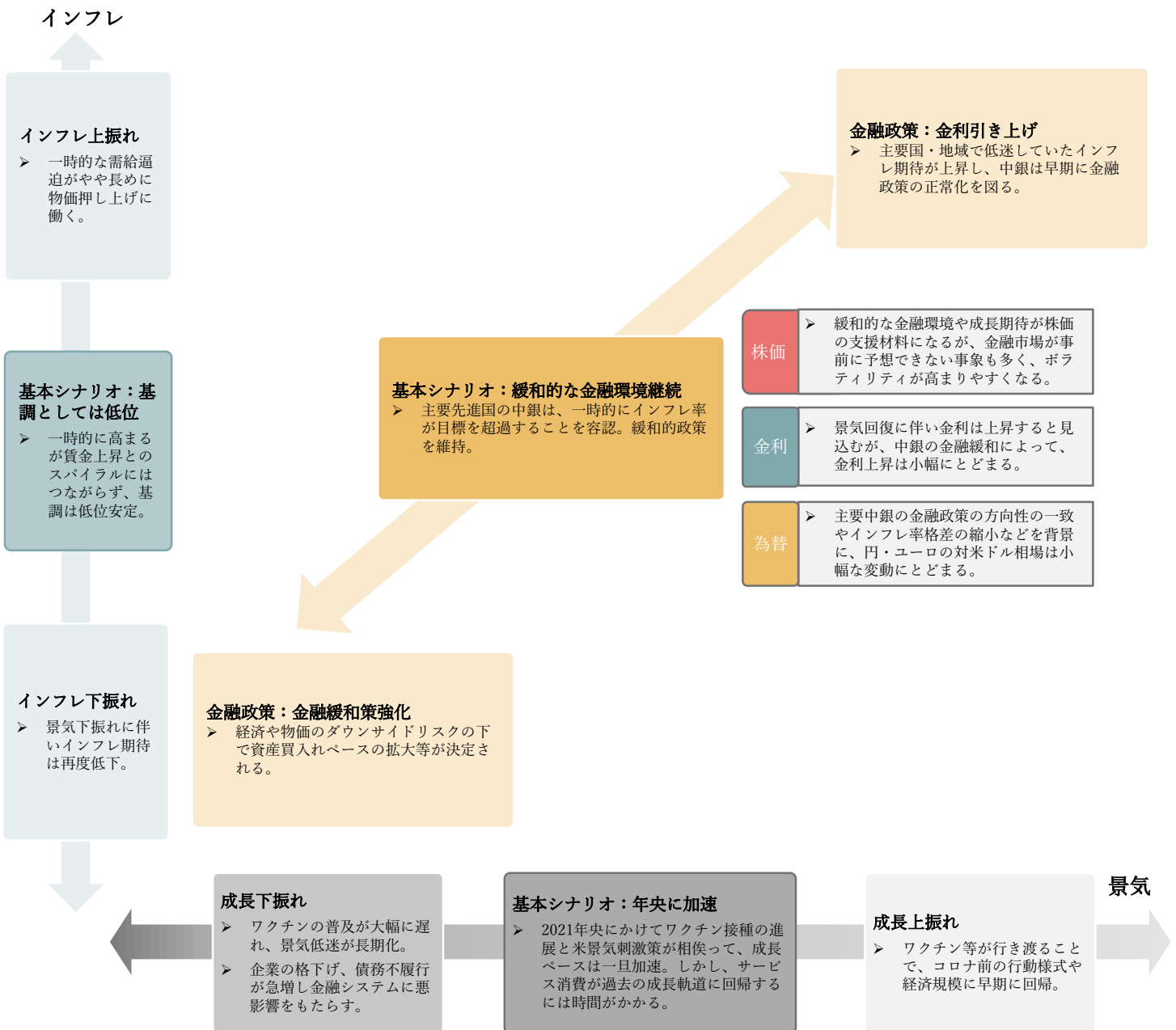
### 金融市場：小幅な金利上昇を見込むが、株価の調整は回避

FRBの資産買入れ額縮小観測や、一時的なインフレ加速等を背景に、年央にかけてもう一段の米長期金利上昇を見込む。その後は、FRBの低金利長期化スタンスが再確認できると予想しており、他の先進国対比での米国債の投資妙味等も勘案すれば、金利上昇が続くというよりはレンジ圏での推移になると考える。株式市場は、経済正常化に伴う企業業績の改善が上昇要因となろう。

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>関税引き上げ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>デジタル課税を巡って米欧対立が激化。</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>米国は同盟国と共に中国に貿易慣行、知的財産、国有企業等の改革を迫るが、短期的に大きな進展はない。</li> </ul>	<b>関税引き下げ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
財政・税制	<b>米国で大規模な大企業・富裕層増税</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>米国で財源獲得、格差是正のために、大企業や富裕層向け増税を決定。</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>米国で3月に決定された追加景気刺激策に続き、インフラ・グリーン投資のための措置が検討される。</li> </ul>	<b>米国で大規模なインフラ・グリーン投資</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>バイデン政権は数兆ドル規模のインフラ・グリーン投資をほぼ全て政府からの支出になる形で早々に決定する。</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活動水準を多数の国が取り戻す、②米国バイデン政権の下でインフラ・グリーン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ワクチンが効かない新型コロナの変異種が拡大し、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、再び経済が悪化する、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連鎖的に悪化する、などが挙げられる。

### リスクバランス

3ヵ月前と比較し、基本シナリオを上方修正した。その上で、先行き不確実性は依然として残ることから、リスクバランスは「均衡」と考える。

図1：経済サプライズ指数

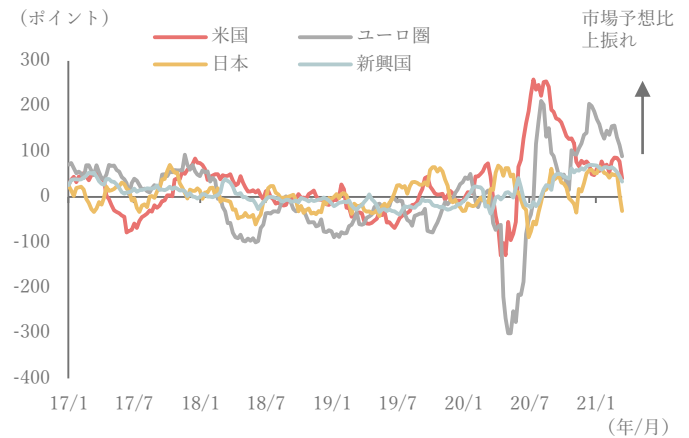


図2：新型コロナウイルス感染者数の推移

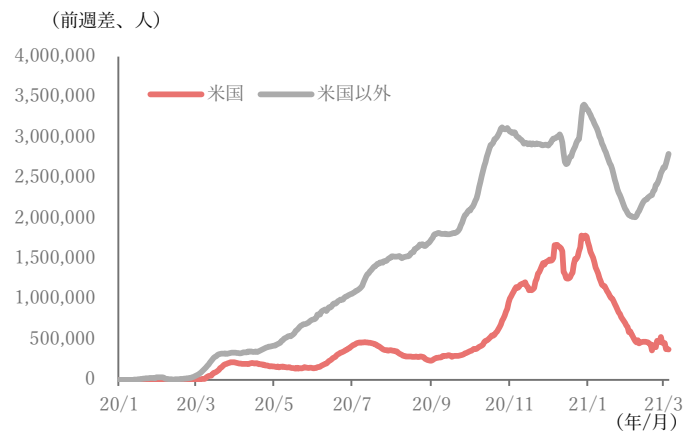
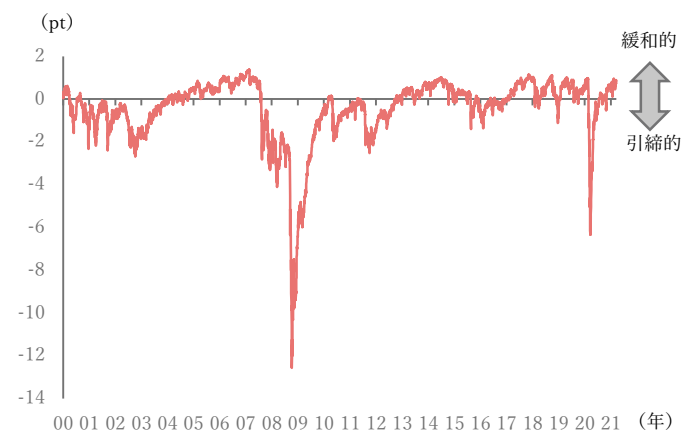


図3：Bloomberg米国金融状況指数



出所

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

# 景気循環

## 拡大局面に近づくも、モメンタムは低下

### 4年で一巡してきた世界景気

世界景気循環はコロナショックで大幅かつ急激に悪化したものの、その後の急速な回復により景気拡大局面に迫ってきた。足元の景気の位置は4年前と近く、米国大統領選挙の消化が一つの節目になったといえるだろう。他方、経済協力開発機構（OECD）の世界景気先行指数（CLI）の伸びは鈍化しており、足元の回復はコロナショックの落ち込みを吸収した程度だという見方もできる。今後はこうした伸びの鈍化をどの程度回避できるかが注目だ。

### 欧州の一部で回復の遅れが目立つ

個別では、中国やドイツ、日本をはじめ順調に拡大局面に進んできた国も多い。回復が遅れている国は少数で、英国やフランス、スペインなど欧州に集中している。構成指標の中の自動車販売の他、製造業購買者景気指数（PMI）の回復が他と比べて弱い。今後はワクチンの浸透や米国の牽引によりこれらの国の景気も改善していく可能性が高いが、既に先行している国との格差をどこまで埋めることができるかが注目される。

### 有利な環境の株式市場とリスク

景気局面と株式市場の関係は明確で、足元の景気拡大に差し掛かる位置は株式市場にとり最良の環境といえる。ただし、こうした中でも追い風にならなかったケースも振り返っておく必要があるだろう。米国で不正決算が表面化した2002年や、金融緩和縮小を突如発表した2013年（バーナンキショック）は、いずれも景気回復期の最中に起こった。平均的には高い株式収益率が期待できるものの、楽観的な期待にけん引されてきた足元の状況では、小さいショックに対しても大きな影響を受ける可能性がある。

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

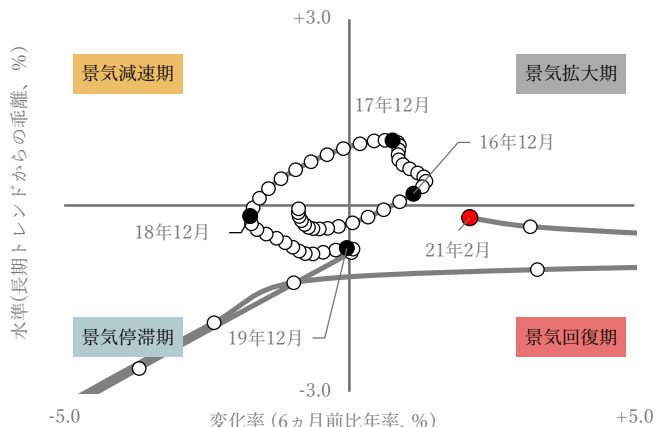


図2：各国の景気循環の位置

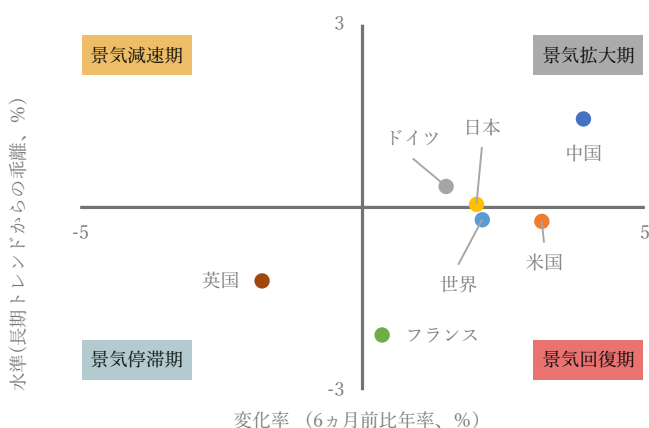
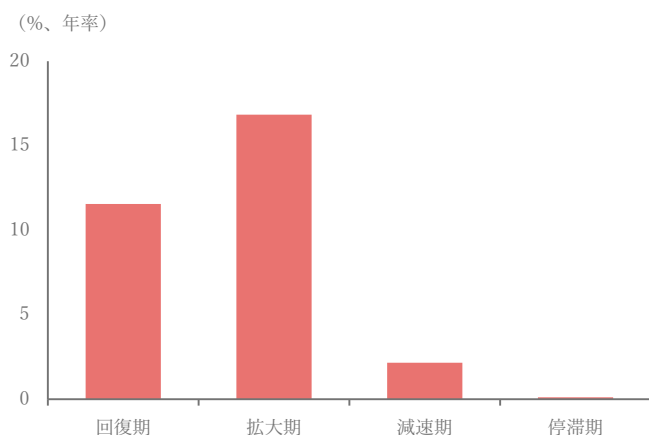


図3：景気局面別の世界株式の平均収益率



注  
図2：2021年2月時点。  
図3：2000年以降の世界景気と世界株式（MSCIワールド）の関係から算出。

## 各国経済・市場見通し

		2021				2022		2019	2020	2021	2022	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測	
		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	2.0	11.7	5.1	4.9	5.6	4.7	2.6	-3.5	5.8	4.5
	先進国	*2	0.1	8.7	6.5	4.9	3.6	3.1	1.6	-5.1	5.0	4.2
	新興国	*1,*3	8.1	10.7	5.9	4.9	5.3	5.1	4.3	-0.9	7.3	5.0
	米国		4.8	6.1	7.8	6.1	4.1	3.6	2.2	-3.5	5.7	4.8
	ユーロ圏		-1.6	9.5	4.6	3.9	3.1	2.9	1.3	-6.8	4.4	3.6
	日本		-5.7	6.7	4.2	2.9	2.1	1.4	0.3	-4.8	2.9	2.5
	中国	*1	18.1	8.1	6.1	5.3	5.7	5.4	6.0	2.3	8.8	5.4
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	1.6	2.7	2.4	2.5	2.0	2.1	2.2	1.6	2.3	2.1
	先進国	*2	1.4	2.4	2.1	2.0	1.5	1.5	1.5	0.8	2.0	1.5
	新興国	*3	2.1	3.2	3.0	3.3	2.8	2.9	3.3	3.0	2.9	2.9
	米国		2.1	3.5	2.8	2.6	1.9	1.8	1.8	1.2	2.7	1.9
	ユーロ圏		1.2	1.9	1.7	1.6	1.1	1.2	1.2	0.3	1.6	1.2
	日本	*5	-0.7	-0.9	0.3	0.5	0.4	0.7	0.6	-0.2	0.1	0.8
	中国		0.1	2.4	2.2	2.9	2.1	2.0	2.9	2.5	1.9	1.9
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25	0.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-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	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	4.15	3.85	3.85	3.85
10年債利回り (期末値、%)	米国		1.74	1.80	1.80	1.80	1.90	1.90	1.92	0.91	1.80	1.90
	ドイツ		-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.19	-0.57	-0.30	-0.20
	日本		0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	-0.01	0.02	0.15	0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		3,973	4,070	4,170	4,230	4,230	4,400	3,231	3,756	4,230	4,730
	ユーロ300		1,654	1,680	1,710	1,720	1,720	1,770	1,624	1,537	1,720	1,860
	TOPIX		1,954	2,050	2,070	2,080	2,080	2,140	1,721	1,805	2,080	2,250
	MSCI EM (\$)		1,316	1,410	1,480	1,540	1,550	1,610	1,115	1,291	1,540	1,730
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.17	1.20	1.22	1.22	1.25	1.25	1.12	1.22	1.22	1.25
	日本円/米ドル		110.7	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0	108.6	103.3	105.0	105.0
	日本円/ユーロ		129.9	132.0	128.0	128.0	131.0	131.0	121.7	126.2	128.0	131.0
	人民元/米ドル		6.55	6.40	6.25	6.25	6.25	6.25	6.96	6.53	6.25	6.25

### 新興国為替市場・政策金利見通し

		2019	2020	2021	2022
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド <sup>1</sup>	71.2	73.0	72.0	74.0
	インドネシア <sup>2</sup>	13,846	13,913	14,000	14,000
	ブラジル <sup>3</sup>	4.0	5.2	5.2	5.0
	メキシコ <sup>4</sup>	18.9	19.9	19.5	20.0
	ロシア <sup>5</sup>	61.9	74.0	70.0	72.0
	トルコ <sup>6</sup>	5.9	7.4	8.1	9.2
政策金利 (%)	インド	5.15	4.00	4.00	4.50
	インドネシア	5.00	3.75	3.50	4.00
	ブラジル	4.50	2.00	4.75	4.75
	メキシコ	7.25	4.25	4.00	4.50
	ロシア	6.25	4.25	4.75	4.75
	トルコ	11.43	17.03	14.00	12.00

(注) 見通しは2021年3月22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、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

## 消費主導の力強い景気回復が見込まれる中、インフレ動向に注目

### 力強い景気回復を想定

昨年末以降成立した追加経済対策やワクチン接種の進展により、今年の米国経済は力強い景気回復を続けるだろう。今後の景気回復のペースは、政府からの追加サポートを得た家計の行動に強く影響を受けそうだ。米国の家計貯蓄率は、追加経済対策法の成立前から既に高水準で推移している。ワクチン接種の進展に伴う消費機会の増加によって、家計が積み上がった貯蓄を直ちに切り崩す展開となれば、年央以降の米国景気は想定以上のペースで回復する可能性もある。一方で、旅行や外食といったサービス支出においては「繰越需要」が見込み難いことなどを鑑みると、個人消費は一時的に大きく押し上げられるというよりも、堅調な拡大ペースが長期間継続するシナリオを辿る可能性が高いと予想する。

### FRBは一時的な物価上昇を静観へ

力強い景気回復を背景に、米連邦準備制度理事会（FRB）は資産買入プログラムの段階的な縮小に向けた地均しを始めるだろう。一方で、政策金利の引き上げは少なくとも来年末まで行われないと予想する。米国のインフレ率は、コロナショックの影響で昨年の物価水準が大きく切り下がったことに伴う前年比効果などにより、高水準となることが想定されている。しかし、FRBはこうした要因によるインフレ上昇を一時的なもののみならず、これが持続的なものとならない限りは静観を続ける構えだ。インフレ上昇圧力が持続的なものとなるためには、労働市場の需給が十分に引き締まっている必要があると考えられ、これには相応の時間を要する。FRBはこうした背景を理由に、利上げが「当面先」であるとのコミュニケーションを続けよう。

図1：主要国・地域の経済対策規模比較

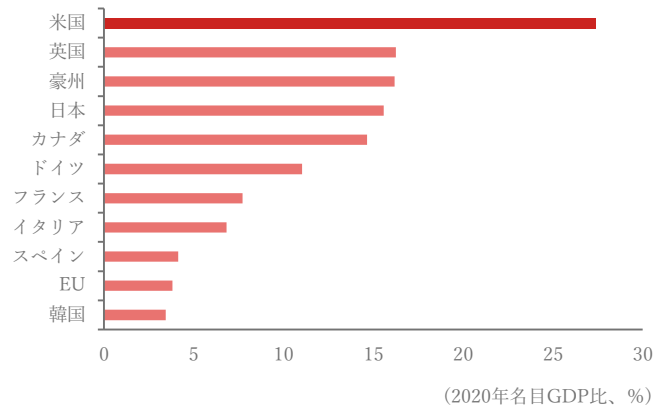


図2：家計貯蓄率の推移

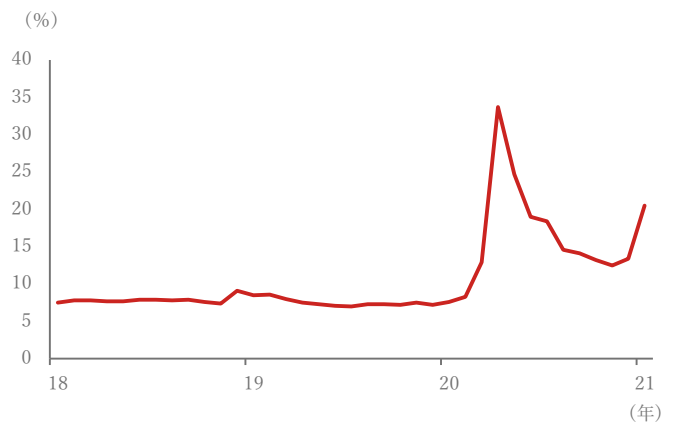
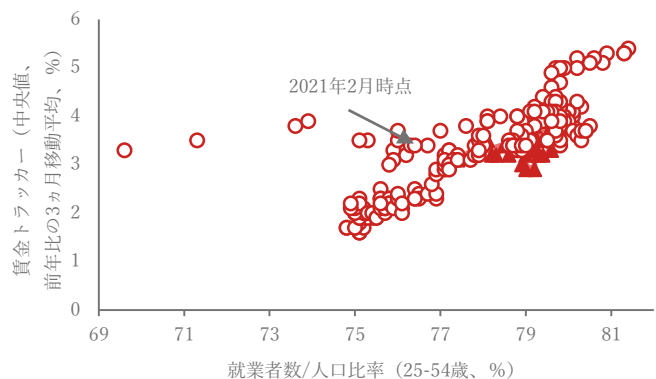


図3：利上げ局面における労働市場関連指標



出所  
図1：IMF、JETRO  
図2：CEIC  
図3：アトランタ連銀、CEIC

注  
図1：米国以外のデータは、2020年末時点の情報に基づく。  
図3：サンプル期間は2001年1月～2021年1月。▲印のプロットはFRBが利上げを行っていた局面のサンプルを示している。

# ユーロ圏

## 足踏みが続いた後、景気は改善へ向かう

### 景気は回復も、政策の終了に注意

新型コロナウイルスのワクチン接種の遅れや感染拡大などにより、ユーロ圏の景気回復は米国をはじめとする主要先進国に遅れを取っている。しかし、今後はワクチン接種の進展に伴う経済活動再開や、米国による巨額の経済対策の波及効果をはじめとする外需環境の改善などにより、景気は回復へ向かうだろう。製造業の企業活動は感染拡大の影響を受けにくく、輸出を起点とした景気改善の動きが内需の本格回復よりも早いタイミングで実現しそうだ。経済活動の正常化に伴い、各国政府はこれまでコロナ禍の緊急対応として行なってきた企業サポートの終了を検討するだろう。ユーロ圏の企業倒産件数や失業率がこうした企業サポートの存在によって大きく抑制されていたことを踏まえると、これらの指標は今後悪化することが見込まれる。特に、観光業を始めコロナ禍の影響が長引くとみられる産業の割合が大きい国については、企業倒産や失業の増加がより深刻になりやすいと予想され、景気への影響に注意を要する。

### ECBは資産買入ペースを加速へ

欧州中央銀行（ECB）は3月の理事会において、年初以降に見られた金利上昇による資金調達環境悪化への牽制を目的に、翌四半期におけるパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）に基づく資産買入のペースを加速する方針を示した。ECBは当面の間、資金調達環境を睨みながら資産買入ペースの調整を図る政策運営を続けるだろう。ECBによるインフレ見通しが2023年まで1.5%以下に留まっている現状を踏まえると、ECBが金融政策の「正常化」の議論を本格化させるような状況は当面の間想定し難い。

出所  
図1：Our World in Data  
図2：Eurostat  
図3：ECB、CEIC

図1：主要国のワクチン接種状況

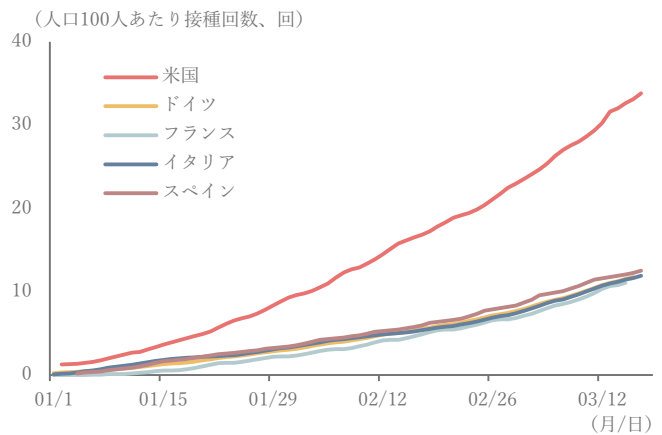


図2：ユーロ圏企業の開業および倒産件数の推移

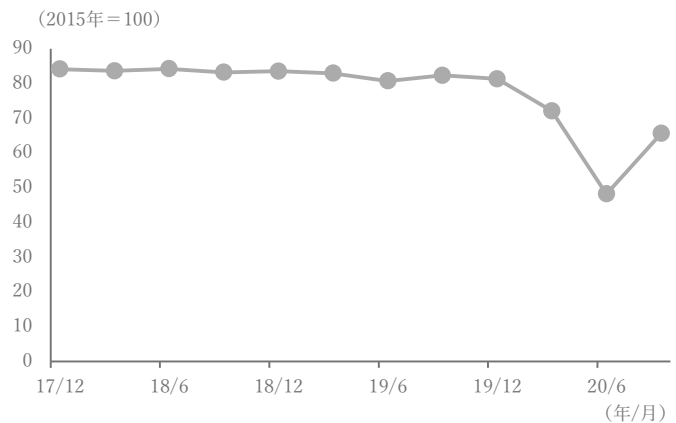
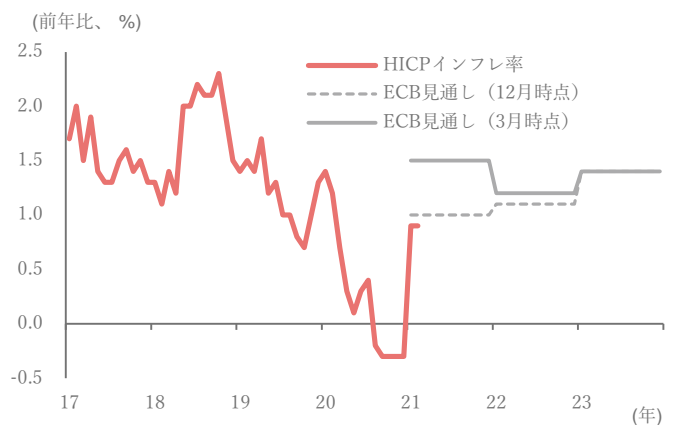


図3：ECBのインフレ率見直し



注  
図1：2021年3月18日までのデータを表示。  
図3：ECB見直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

### 米国経済加速の恩恵

この1年で2度の緊急事態宣言が発令された日本だが、雇用調整助成金の特例措置や各種の企業金融支援策によって失業や倒産は抑制されている。こうした政策は、経済へのショックがその後の成長への重石となる「履歴効果」の回避に寄与するものの、新常态に対応するための労働異動を妨げたり、いわゆるゾンビ企業の存続に繋がることで中長期的に生産性向上が抑制されかねない。新常态を見据えた企業・労働者支援に比重を移していく必要があるだろう。一方、外需環境は更なる改善が見込まれる。足もとではコロナ禍からいち早く脱した中国向け輸出の増加が目立つが、追加経済対策による米国経済加速の恩恵も年央に向けて表出するだろう。経済協力開発機構（OECD）は、米国の景気刺激策が日本のGDPを0.5%ポイント押し上げるとの推計を示した。

### 「より効果的で持続的」な金融緩和

コロナ禍によって2%の物価安定の目標達成が一層遠ざかり、金融緩和の長期化観測が高まる下、日本銀行は3月の金融政策決定会合で、貸出促進付利制度の創設、長期金利変動幅の明確化、ETF・J-REITの必要に応じた買入れなどを発表した。リスク資産の買入れは既に柔軟化されていたものの、それを改めて確認することとなった。

追加金融緩和が必要な場合、金融機関収益を圧迫し、金融仲介機能に悪影響を与えるため、マイナス金利の深掘りは困難であり、日銀の追加緩和手段は乏しいとの見方が多かった。貸出促進付利制度は利下げ時に金融機関収益への悪影響を緩和する措置である。追加緩和への「備え」をしたと言えようが、円高が加速しない限りにおいて、利下げは温存され続けるだろう。

出所  
図1：日本銀行  
図2：OECD  
図3：日本銀行

図1：実質輸出

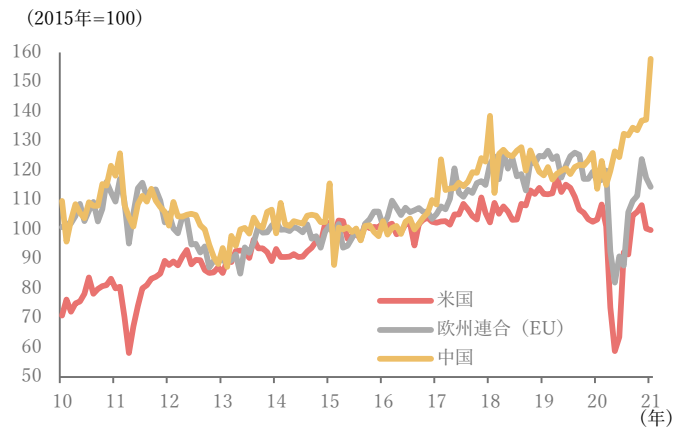


図2：米国の財政出動によるGDP押し上げ効果

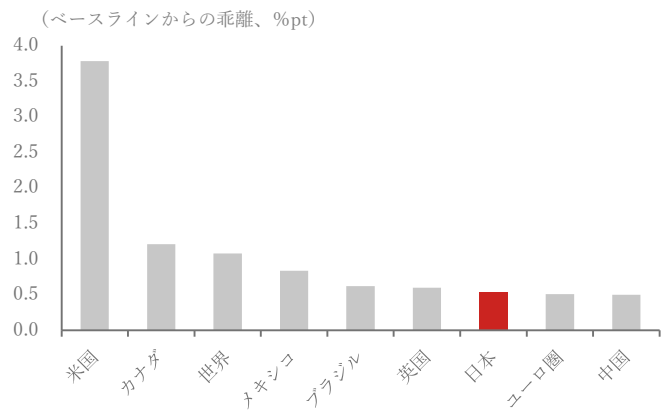
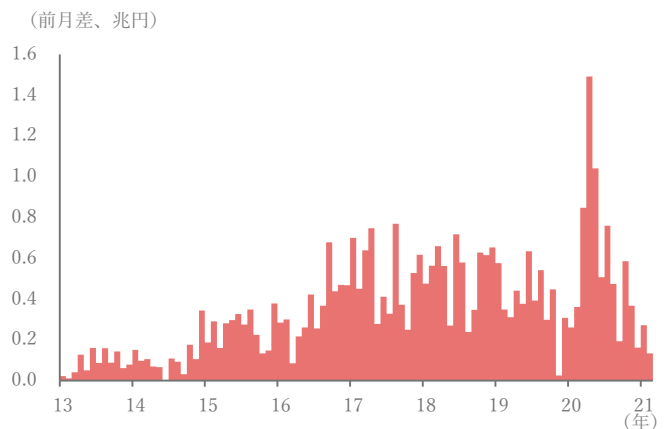


図3：日本銀行のETF保有



注  
図2：2021年4-6月期からの1年について、ベースラインからの乖離をモデルによって推計したもの。

# 中国

## 政策は緩やかな正常化へ

### 経済正常化を受け、政策も正常化へ

10-12月期のGDPは前年同期比+6.5%と、コロナ禍前の成長トレンドに回帰した。春節休暇前の新型コロナ感染再拡大を受けた行動制限措置は、経済活動に一時的な打撃を与えたものの、強い輸出が牽引し、景気の回復基調は維持されている。

こうした中、政策当局者はコロナ対応からの正常化に向けてすでに動き出している。政府は、全人代で信用の伸びを名目成長率程度まで減速させ、財政赤字も縮小する方針を示した。同時に、当局は政策の急転換を避けることも強調している。今後の成長は緩やかな鈍化に向かうものの、信用、財政ともに2019年に比べれば、拡張的な範囲を維持する見込みであり、景気の急減速は避けられるだろう。

政策の変化に伴い、景気の牽引役もシフトしていこう。財政や金融が引き締め方向となることで、これまで好調だったインフラ・不動産投資は減速に向かいやすい。一方、雇用・所得環境の改善やワクチン普及を背景に、出遅れていた個人消費が成長の牽引役に転じると見られる。世界経済の回復や米国の追加経済対策を受け、輸出は引き続き好調を維持するだろう。

### 米中の緊張は続く

米中の緊張は続くだろう。バイデン政権は、前政権の対中強硬スタンスを基本的に踏襲しており、両国関係の劇的な改善は期待できない。バイデン政権は、環境、感染症対策など、中国と利害が一致する分野では協力する姿勢を示しているものの、台湾・香港・ウイグル、南シナ海などの分野では、両国の主張は相容れず、偶発的な衝突の可能性も無視できない。

出所

図1：CEIC

図2：Bloomberg

図3：政府活動報告、各種報道、CEIC

図1：実質GDP

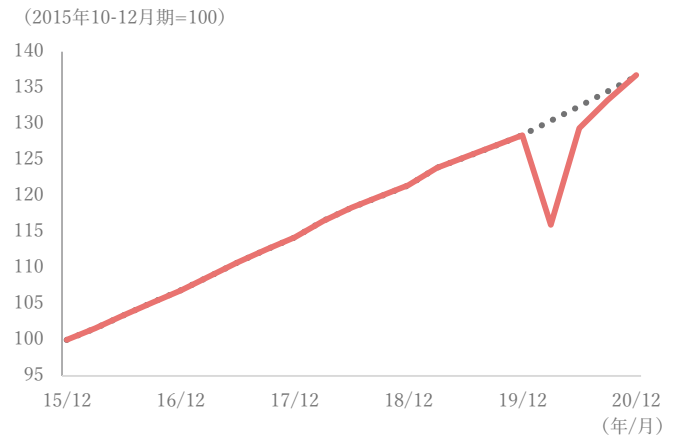


図2：社会融資総量と製造業PMI

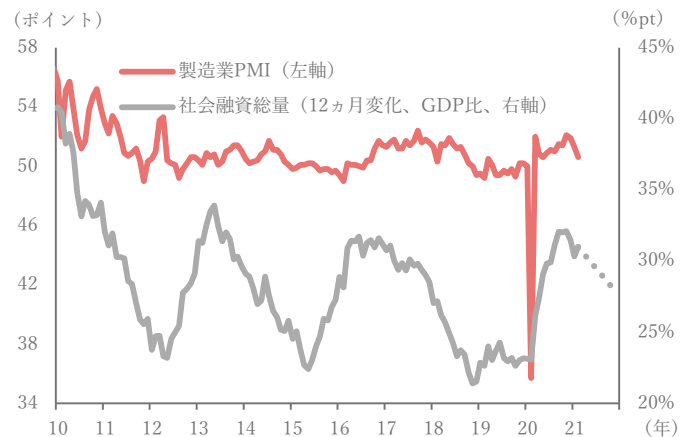
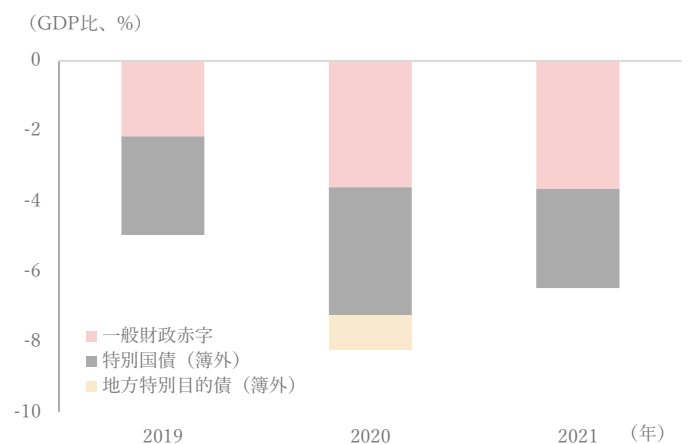


図3：広義の財政収支



注

図1：点線は、2018-19年の平均的な成長率をもとに野村アセットマネジメントが計算

図2：点線は、社会融資総量の伸びが名目成長率と同じになると仮定し、野村アセットマネジメントが計算

図3：2021年は政府の目標数値をもとに野村アセットマネジメントが計算



# 新興国

今回は、2013年とは異なる

## 米追加経済対策の2つの側面

新興国経済は、活動制限の緩和や強い外需に支えられ、着実な回復に向かっている。こうした中で米国で大型の追加経済対策が決定したことは、外需がさらに拡大するというプラスの側面と、米国の金融政策正常化への思惑が新興国からの資金流出を強めるというマイナスの側面を同時にもたらしめている。

実際、追加経済対策が決定すると米長期金利は大きく上昇しており、2013年のような新興国からの資金流出を招くのではないかとの懸念も見られている。しかし、2013年とは異なる点が2つある。一つは、景気循環上の位置の違いだ。2013年当時、米国は景気拡大に向かっていたが、新興国は景気が停滞していた。一方、足元では米国、新興国ともに景気回復局面から拡大局面に移ろうとしている。もう一つの違いは、新興国のマクロ不均衡の有無だ。当時は、インフレや経常赤字などの不均衡が蓄積しており、新興国経済は資金流出に脆弱だった。足元では、インフレは抑制されており、経常収支も概ね均衡している国がほとんどだ。こうした点から、米国の追加経済対策は新興国にとってプラス面の方が大きいと見ている。

## ワクチン接種等を巡ってリスクも

ただし、リスクもある。新興国のワクチン接種は遅れる見込みであり、感染が再拡大すれば、新興国と米国で景気が逆の方向を向く恐れはある。また、インフレや経常収支の不均衡が抑制されている一方で、政府債務は大幅に蓄積しており、脆弱な点がないわけではない。新興国は外部環境の変化に左右されやすい展開が続くだろう。

出所

図1：OECD、IMF

図2：CEIC、Bloomberg、IMF

図3：IMF

図1：世界景気先行指数の循環図

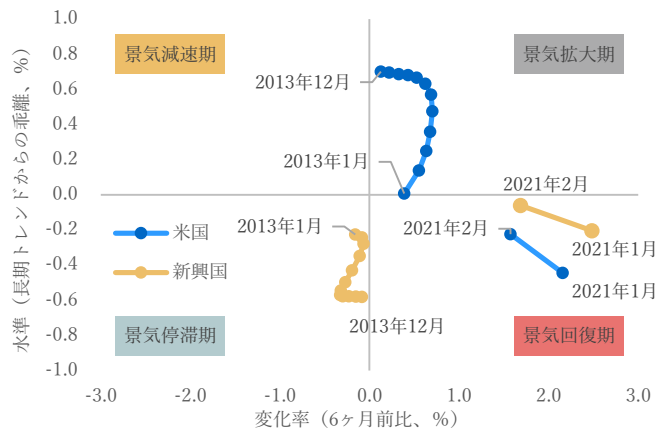


図2：経常収支

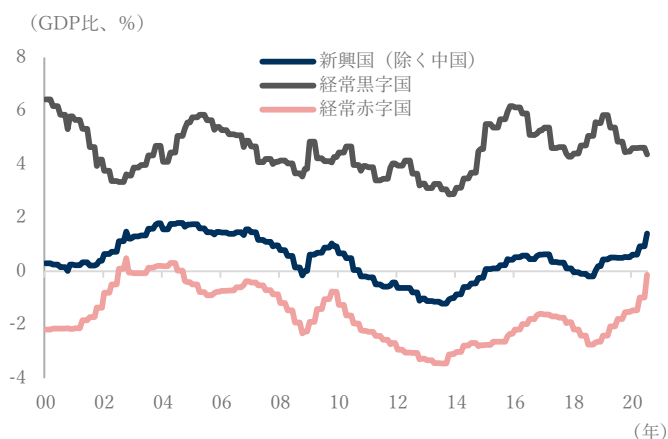
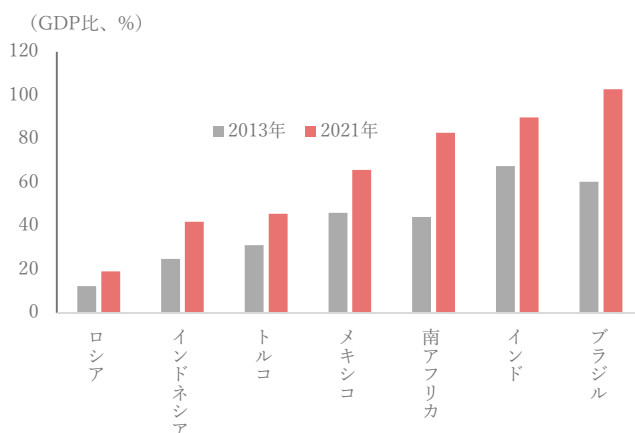


図3：政府債務残高



注

図2：経常黒字国、経常赤字国は過去5年の実績より分類

図3：2021年はIMF予想。

# 金融市場

## 米国経済と長期金利の動向が市場を左右する展開に

### 株式市場

昨年上昇が続いた世界株式市場は、今年初めに財政拡大を目指す民主党がジョージア州上院議員選で事実上の過半数を獲得したのを契機に、米国長期金利の動向に左右される展開へと変わっていった。株価上昇のけん引役はハイテクなどのグロース株から金融セクターなど金利上昇の恩恵を受けやすいバリュー株に変化してきた。金融当局の緩和政策の先行きに対する不透明感も強いことから、当面は引き続き長期金利を意識した展開となりやすいだろう。

### 債券市場

主要中銀の強力な金融緩和政策が依然として続いているにも関わらず、米国などの長期金利上昇は続いている。バイデン政権の財政拡張政策は着実に実現に向かっており、今後も上昇圧力はかかりやすいだろう。一方で、景気回復と財政拡張期待の環境が類似する4年前の2017年は、金利は同様に上昇したものの、実際に目立った上昇したのはごく短期間であった。こうした観点では、今後も金利上昇ペースは収まってくる可能性もあるだろう。

### その他の金融市場

米国の経済加速観測の余波は他の市場にも表れてきている。2020年はコロナショック以降米ドル安が続いたが、今年に入り一部の通貨を除き大半の通貨は対ドルで下落に転じている。社債市場では長期金利の上昇に沿う形で、年限の長いものほど弱い動きとなっている。低格付け社債は堅調を維持しているものの、足元はウエイトの高いエネルギーのみが押し上げている状況だ。景気見通しが改善する中、リスク資産の魅力度は依然として高いが、けん引役は今後出遅れてきたものに入れ替わっていく可能性もある。

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

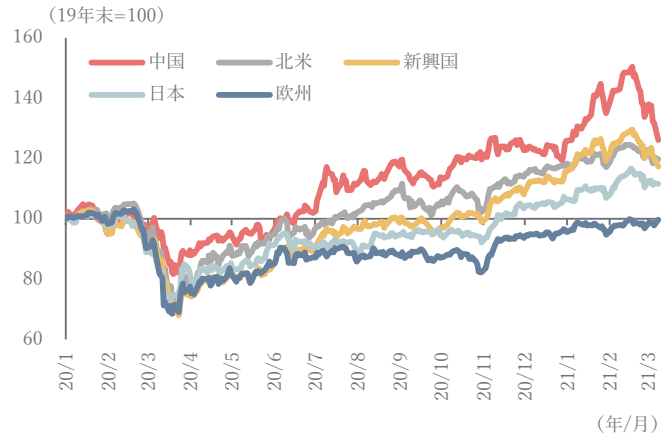


図2：10年債利回りの推移

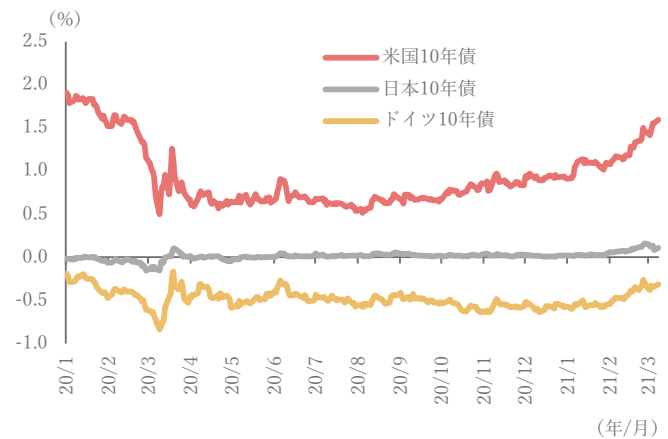
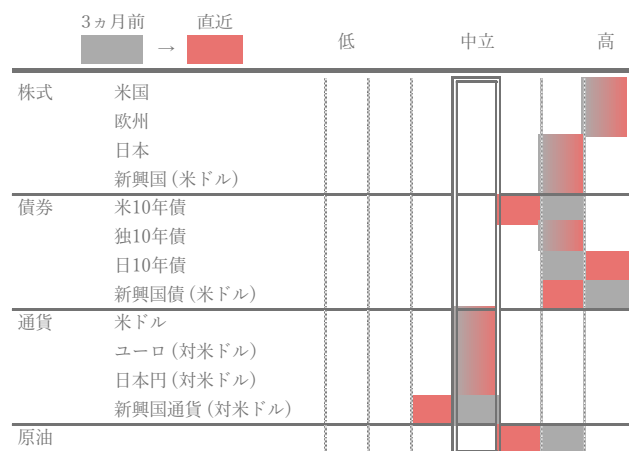


図3：各金融資産の魅力度



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カ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

## 慎重なOPECの市場見通し、堅調な原油需要

### イラン原油生産量に注意

石油輸出国機構（OPEC）は原油需給見通しに慎重である。3月4日、OPEC加盟国とロシアなどの非加盟国で構成するOPECプラスは、協調減産を4月まで1カ月延長することで合意した。また、サウジアラビアは2月1日から行っている自主的減産を4月まで継続する方針である。原油需要は徐々に改善しているが、新型コロナウイルスによる経済の不確実性を踏まえ、OPEC参加国は原油需要に対する警戒的な姿勢を崩していない。

原油価格は新型コロナウイルス以前の水準に回復したが、米国の原油リグカウントは回復していない。2020年に米国の原油開発企業は、原油価格低迷と多額の減損により赤字を計上し、財務体質が悪化した。米国の原油開発企業は、容易に設備投資を増加できない。

原油市場のリスクは、イランである。トランプ政権は、2018年11月からイラン産原油の輸入を禁止する経済制裁を発動し、イランの原油生産量は、ピーク時の日量400万バレルから200万バレルを下回る水準まで減少した。米国新政権によりイランへの経済制裁が解除されれば、イランの原油生産量が急増し、原油需給を悪化させる可能性がある。

図1：OECDの原油生産量

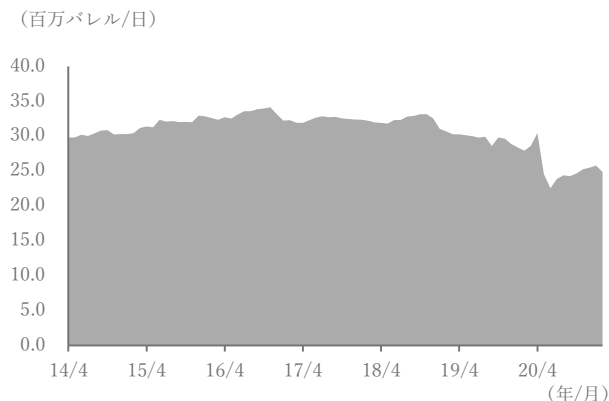


図2：世界の原油需要量

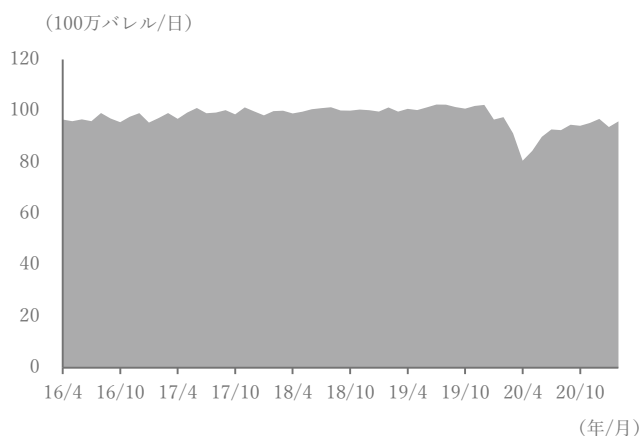


図3：米国の原油リグカウント

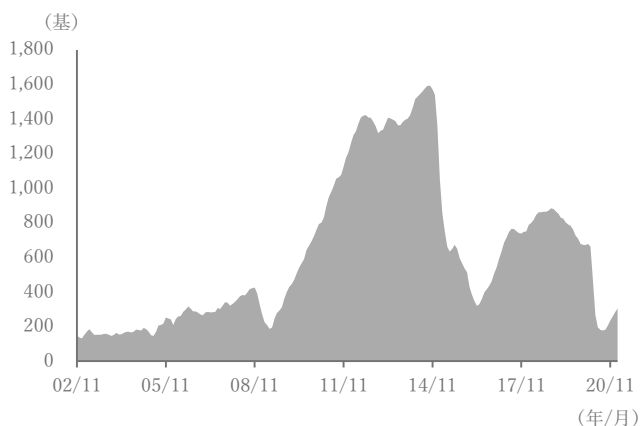
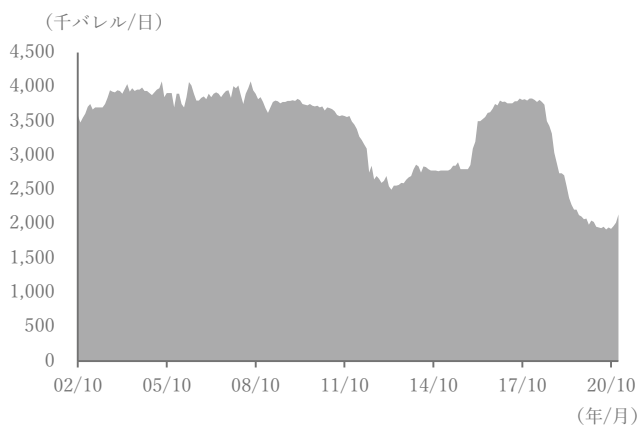


図4：イラン原油生産量



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」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 サービスズ 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4月現在

ご購入時手数料 《上限3.85% (税込み)》	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。
運用管理費用 (信託報酬) 《上限2.222% (税込み)》	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。
信託財産留保額 《上限0.5%》	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。
その他の費用	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。

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