

前途多難の船出

～対照的な株式市場の活況さ

- ▶ ウィズコロナからアフターコロナへ
- ▶ 政権交代の可能性をはらむ米大統領選挙

SMBC Retail
Global Market View

2020

AUTUMN



株価はバブルか？

「バブルは崩壊して初めてバブルと分かる」ーこれはIT(情報技術)バブル崩壊後の2002年に当時の米FRB(連邦準備理事会)議長だったアラン・グリーンスパン氏の言葉です。コロナ後の急激に上昇した株価がバブルであれば、足元で起きている株価の調整はバブル崩壊の始まりになる可能性があります。そうであれば「健全な調整」が株価の上昇傾向を持続させる可能性もあります。コロナ後の株価の急上昇をどう解釈するかが大きな論点となっています。

私どもの解釈は、今回の株価上昇には各国の中央銀行による「じゃぶじゃぶのマネーの供給」が大きく関係していたというものです。いわゆる流動性相場による株価上昇です。景気とは対照的に急激な上昇をみせた株価に違和感を持つ向きが多いかもしれませんが、逆に経済が停滞しているからこそ、マネーは株式などの資産市場に行かざるを得ないとも考えられます。

また、PER(株価収益率)は高めですが、ITバブル時ほど高くはないという比較もよく見受けられます。しかし、ITやAI(人工知能)などのデジタル技術を活用してビジネスモデルの変革を図る「デジタルトランスフォーメーション(DX)」という大きな潮流を考えると、ITハイテク企業は飛躍的な成長をみせる可能性が高く、PERがもっと高くてもおかしくないとも考えることも可能かもしれません。

ところで、株式市場が過熱感を帯びてくると、それを正当化するような理屈がいろいろと出てきます。例えば、日本の平成バブル時には、Qレシオという考え方がありました。これは、企業の保有する不動産の価格が上がっているの、含み益を企業価値に上乗せすれば、株価は割高ではないというものでした。こうした理屈がバブルをミスリードしたことは今となっては周知の事実です。ここでもっともらしい理屈を並べて「今回こそ違う(This time is different)」と申し上げて、信ぴょう性は低いかもしれません。

しかしながら、過去のバブルでは、株価などの資産価格の上昇を背景に信用供与が膨張して、これが実体経済を大きく押し上げるという特徴がみられました。言い換えますと資産価格、信用供与、実体経済の三者がスパイラル的な上昇過程にあったともいえます。翻って現状は、過熱を招くような信用供与の伸びはなく、実体経済は停滞していることから、三者の間にスパイラル的な上昇過程はみられません。また、資産価格の上昇は株式だけにとどまり、不動産価格には波及していません。

こうした観点からは、コロナ後の株価の上昇はバブルとはいえず、回復を始めた世界経済が逆コースをたどらない限り、株価が大幅に下落する可能性は低いと考えられます。足元の株価の調整についても、それまでの楽観的な景気見通しの揺り戻しとみられます。むしろ、中央銀行の量的緩和が長期に及び、信用供与の膨張と景気の拡大をとまなう局面が到来すれば、その時こそ株価のバブルを警戒すべきときかもしれません。

2020年10月

株式会社 三井住友銀行

コンサルティング業務部長 毛利智樹

SMBC Retail Global Market View制作委員会

三井住友銀行 SMBC日興証券 SMBC信託銀行 プレスティア
三井住友DSアセットマネジメント 日本総合研究所

Global Market View

2020 AUTUMN

CONTENTS

はじめに

巻頭言.....01

目次.....02

マクロ経済環境

世界のマーケット動向および注目材料.....03~04

世界経済の現状.....05~06

トピックス

1. ウィズコロナからアフターコロナへ.....07~08

2. 政権交代の可能性をはらむ米大統領選挙.....09~10

マーケット動向

米国株式市場.....11~12

日本株式市場.....13~14

中国株式市場.....15~16

ドル円相場.....17

ユーロ円相場.....18

豪ドル円相場.....19

金相場.....20

為替コラム 為替レートの見方.....21

株式コラム 相場格言.....22

相場予想表.....23

当面の重要スケジュール.....24

注意事項

ご留意いただきたい点.....25

はじめに

マクロ経済環境

トピックス

マーケット動向

02

01

マクロ経済環境

世界のマーケット動向および注目材料

前途多難の船出

～対照的な株式市場の活況さ

景気見通し

財政出動が支えとなって景気は回復軌道へ

経済活動の再開を受けて、主要先進国では 2020 年 4-6 月期を底として景気は回復に転じました。ただし、回復は初期段階にあり、各国での大規模な財政出動が景気を下支えする状況です。

ロックダウン（都市封鎖）は解除されたとはいえ、人々の行動制限や飲食店・イベント等の営業制限が続きます。このため、経済活動の鍵を握るモビリティ（人の移動）の回復は低調で、景気の足かせとなっています。

今後、大規模な財政・金融政策と新型コロナウイルスのワクチン開発期待を背景に、景気は回復過程をたどると予想されますが、コロナ対策と社会経済活動の両立が続く間は、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられます。

ワクチンの開発は急ピッチで進行中ですが、不確実性が残ります。開発の遅れや副作用の表面化等でワクチンの普及が進まない場合、景気には下振れ圧力がかかる恐れがあります。

リスク要因

コロナ終息の行方には大きな不確実性があります。秋から冬にかけて本格的な第 2 波が到来するリスクは消えていません。ワクチン開発は急ピッチで進行中ですが、開発の遅れや副作用の表面化などのリスクは残ります。

また、実体経済の回復の遅れが信用悪化という事態をともしない、金融面でのストレスが市場を不安定化させるリスクもあります。その観点では、主要国で切れ目のない財政出動が必要になるとみえています。

主なリスクとしては以下を想定しています。

- ①新型コロナウイルスの終息の遅れ
- ②大統領選挙に関連した米国政治情勢
- ③米中対立の激化
- ④主要先進国での追加財政政策の見送り
- ⑤新興国経済の悪化をきっかけとした世界的な信用不安への発展
- ⑥協調体制の崩壊や中東情勢の悪化による原油相場の不安定化

マーケット動向

緩和的な金融環境が投資家のリスク選好を後押し

景気底打ちと各国中央銀行による量的緩和の拡大で、株式をはじめ各種リスク性資産の相場は急回復が続きました。主要国の株価は 3 月下旬を底に大きく切り返し、米国では S&P500 種株価指数やナスダック総合指数が過去最高値を更新するなど、大幅な株価の上昇がみられました。

一方で、株価の急上昇は、IT ハイテク銘柄を中心として株価の割高さへの警戒感を招きました。ただし、世界的な長期金利の低下や量的緩和による流動性供給がリスク性資産へのマネー流入を促したことを考慮すると、大幅な株価調整が起きる状況とはみていません。

こうした超緩和的な金融環境は、先行き不確実性の強さや景気水準の低さなどに照らして、景気回復が進展しても一定期間、継続すると予想されます。各種イベントに関連して相場が水準調整するリスクはあっても、投資家のリスク選好姿勢に大きな変化はないとみられます。

為替市場については、リスク選好環境でのドル安圧力と、不確実性を背景としたリスク回避的なドル高圧力が交錯するとみられます。主要先進国が軒並みゼロ金利となったことで、市場の注目が金利から経済成長率の先行き見通しに移るとの見方を維持します。

TOPICS

～市場の注目材料～

1

ウィズコロナからアフターコロナへ

- ロックダウンで約 1 割の経済活動の低下
- 急ピッチで進むワクチン開発

2

政権交代の可能性をはらむ米大統領選挙

- バイデン・リスク
- 連邦議会選挙への注目度が上昇

※市場の注目材料は 7～10 ページのトピックスをご覧ください。

はじめに

マクロ経済環境

トピックス

マーケット動向

マクロ経済環境

世界経済の現状

不確実性をともなうが、2021 年は高成長を期待

2020 年は主要国で大幅なマイナス成長が予想され、世界経済の成長率はマイナス 3.6% に低下する見通しです。ロックダウン（都市封鎖）解除後のモビリティ（人の移動）の低下等に照らして、見通しを前回対比で総じて下方修正しました。

主要先進国では、2020 年 4-6 月期を底として景気が回復を続けるとみられ、2021 年の世界経済は 5.9% のプラス成長に回復する見込みです。景気の先行きには不確実性がありますが、2021 年の中国経済が 9.3% となるなど、新興国での高めの成長が世界経済に好影響を与えるとみられます。

各国のインフレ率はややデフレ気味の推移が続くと予想されます。これは、景気は回復過程をたどるものの水準としては低く、マイナスの GDP ギャップが続くためです。

主要国の経済見通し

	実質GDP成長率(単位: %)			市場コンセンサス		消費者物価上昇率(単位: %)			市場コンセンサス	
	2019 年実績	2020 年予測	2021 年予測	2020 年 2021 年		2019 年実績	2020 年予測	2021 年予測	2020 年 2021 年	
世界経済	2.9 -	-3.6 ↓	5.9 ↑							
米国	2.2 ↓	-4.9 ↓	4.2 ↑	-4.5	3.7	1.7 ↑	1.3 ↑	1.3 ↓	1.3	1.5
ユーロ圏	1.3 ↑	-8.4 ↑	6.2 ↓	-8.1	5.7	1.2 -	0.4 ↑	1.0 -	0.4	1.0
日本	0.7 -	-5.9 ↓	1.7 ↓	-5.5	2.5	0.6 -	-0.2 ↑	0.1 ↑	-0.1	0.0
オーストラリア	1.8 -	-3.1 ↓	2.8 ↓	-3.9	3.0	1.6 -	0.7 ↑	1.5 ↓	0.6	1.6
中国	6.1 -	2.6 ↓	9.3 ↑	2.1	8.0	2.9 -	2.8 ↑	1.9 -	2.7	2.2

(注 1) 予測は三井住友 DS アセットマネジメント、矢印は前回予測（2020 年 7 月号）との比較で、↑は上方修正、-は変更なし、↓は下方修正を示す
 (注 2) 市場は 9 月 11 日時点での各社予想を Bloomberg が集計した各社予想の中央値
 (注 3) 米国と日本の消費者物価上昇率はコア（米国は消費デフレーター除く食品・エネルギー、日本は除く生鮮食品）
 (出所) 三井住友 DS アセットマネジメントの資料、Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

緩和姿勢を強めた米 FRB

米 FRB（連邦準備理事会）は緩和姿勢を強めるため、平均インフレ目標を導入し、短期的に 2% を超えるインフレ率を許容することを決定しました。

過去のインフレ率と政策金利との関係では、インフレ率が 2% を下回っている時期に利上げが始まっていることから、平均インフレ目標の導入でゼロ金利政策の長期化が予想されます。

9 月の会合では、FOMC（連邦公開市場委員会）参加者の 17 人中 13 人が 2023 年末までゼロ金利が続くと予想しました。

主要国の中央銀行による量的緩和の強化は、2-3 月の株価急落時の市場安定化策として導入されましたが、財政拡大による長期金利の上昇を抑制することも期待され、当面、現在の拡大ペースが継続する見通しです。こうした量的緩和の拡大はリスク性資産へのマネー流入を促すとみられます。

米FRB（連邦準備理事会）の中長期目標と金融政策戦略に関する声明
2020 年 8月27日発表

最大雇用について、雇用の最高水準からの下振れを考慮するとし、**雇用拡大を重視**

2%の物価安定について、平均2%のインフレ率を徐々に目指すとし、**短期的に2%を超えるインフレ率を許容**

政策金利が実効下限に制約されやすい環境にあるため、**景気や物価の下振れリスクをより意識**

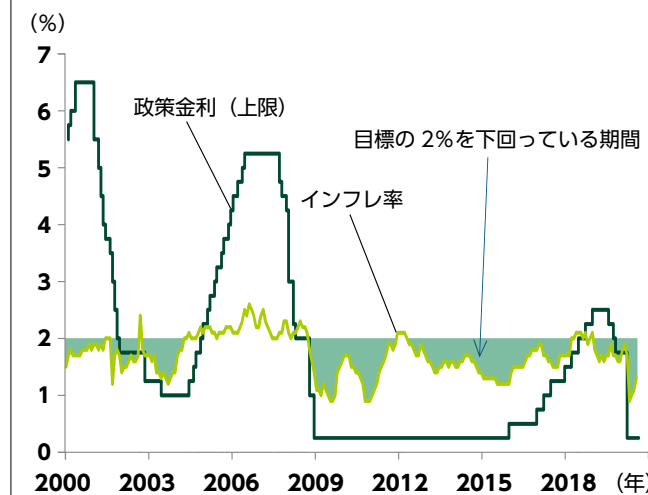
(出所) 米FRB の資料を基に三井住友銀行作成

米FRB の政策手段

項目	現在の政策
政策金利	FF（フェデラル・ファンド）金利の誘導目標を0-0.25%（ゼロ金利）
フォワード・ガイダンス（先行き指針）	インフレ率が平均で2%に達するまで、ゼロ金利政策を継続
資産購入	国債、社債等の購入
コミュニケーション	経済見通しでFOMC（連邦公開市場委員会）参加者のGDP、インフレ率、政策金利の予想を公表

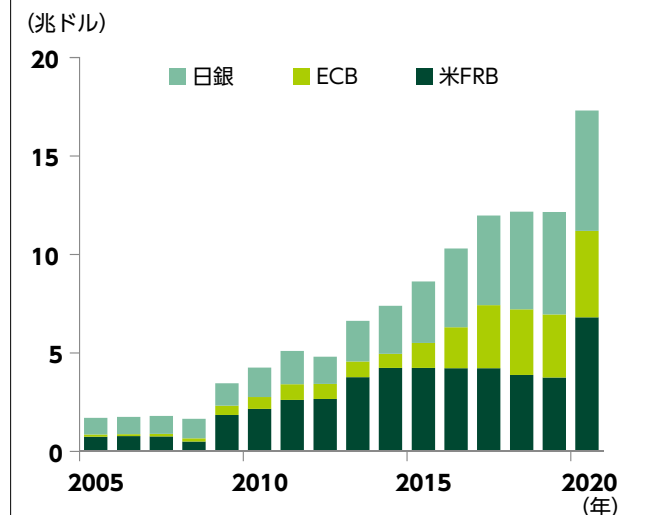
(出所) 米FRB の資料を基に三井住友銀行作成

米国の政策金利とインフレ率



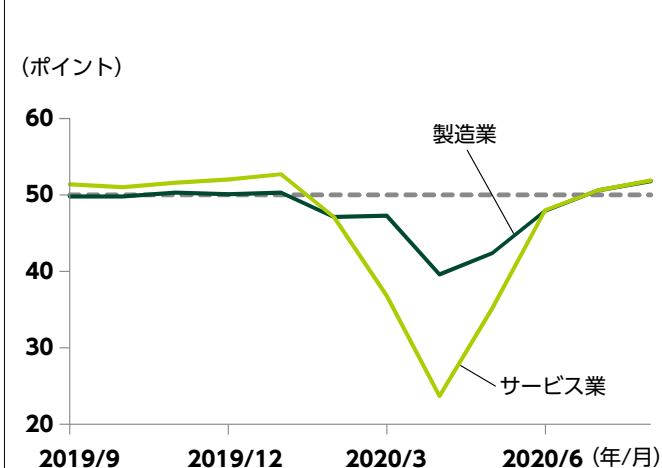
(注 1) インフレ率は個人消費支出デフレーターを除く食品・エネルギーの前年比
 (注 2) データ期間 2000 年 1 月～2020 年 8 月。
 ただしインフレ率は 2020 年 7 月まで
 (出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

日米欧の中央銀行の量的緩和規模

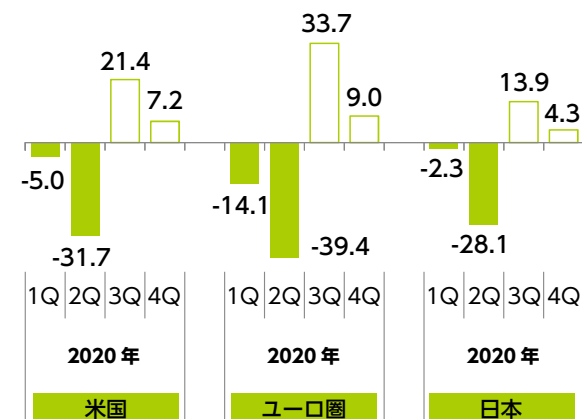


(注 1) 各年末値 (注 2) 国債や各種証券の保有残高
 (注 3) 2020 年は三井住友 DS アセットマネジメントの予測
 (注 4) データ期間 2005 年～2020 年
 (出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

グローバル PMI（企業景況感指数）



(注 1) PMI は JP モルガン、点線は良いと悪いの分岐点
 (注 2) データ期間 2019 年 9 月～2020 年 8 月
 (出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

米欧日の実質 GDP 成長率
（前期比年率、%）

(注) データ期間 2020 年 1-3 月期～2020 年 10-12 月期。
 2020 年 7-9 月期以降は三井住友 DS アセットマネジメントの予測
 (出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

トピックス

1. ウィズコロナからアフターコロナへ

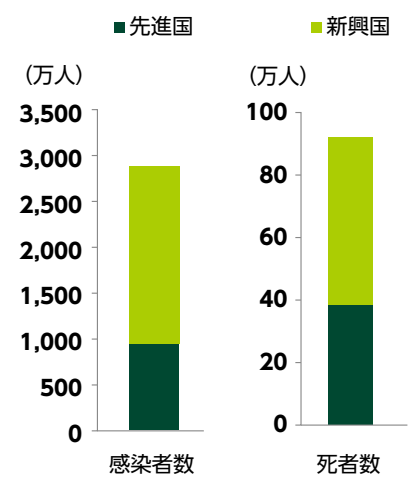
ロックダウンで約 1 割の経済活動の低下

新型コロナウイルスの世界的な大流行が続きます。世界全体の感染者は約 2,900 万人、死者は 92 万人に達しました（9 月 13 日時点）。先進国での感染拡大ペースは鈍り、死者数が減少傾向にあります。一方で新興国では感染者の急増が続くなど、情勢は楽観視できません。

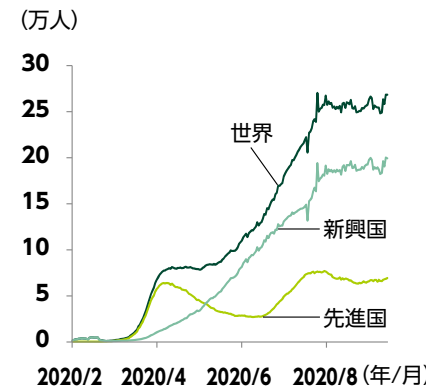
ロックダウン（都市封鎖）などの行動制限によって、各国ではおよそ 1 割の経済活動の低下がみられました。全土への感染拡大を防いだ中国では 4-6 月期にコロナ前の水準を取り戻しました。日米欧ではコロナ前の水準を取り戻すのは来年に持ち越される見通しです。

モビリティの低下（人の移動の減少）は労働集約的なサービス業に大きな打撃を与えました。サービス業の企業景況感指数は 4-6 月期に底打ちしましたが、経済活動量の前月からの増減をヒアリングした指数となっているため、足元の水準は回復の度合いを過大に評価している可能性があると考えられます。

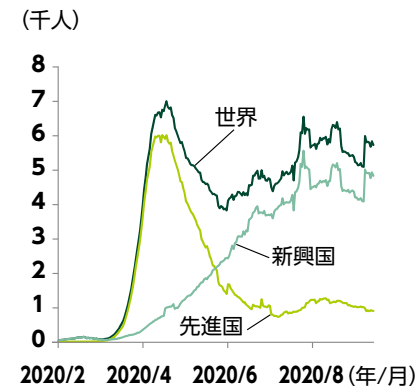
新型コロナウイルスの感染状況
（9 月 13 日時点までの累積）



新規感染者数

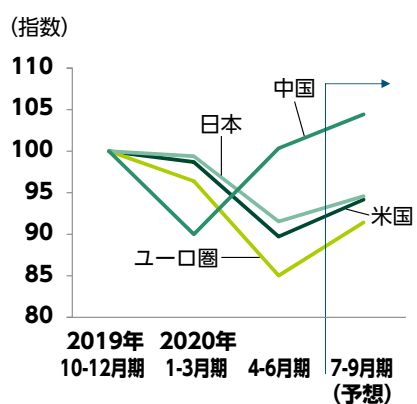


新規死者数



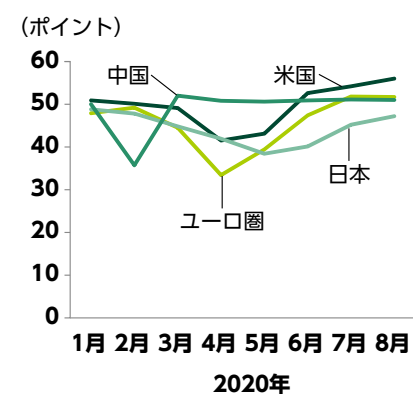
（注 1）新規感染者と新規死者数はいずれも 7 日間移動平均
（注 2）先進国は IMF の分類で合計 39 カ国
（注 3）データ期間 2020 年 2 月 1 日～2020 年 9 月 13 日
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

主要国の GDP 水準

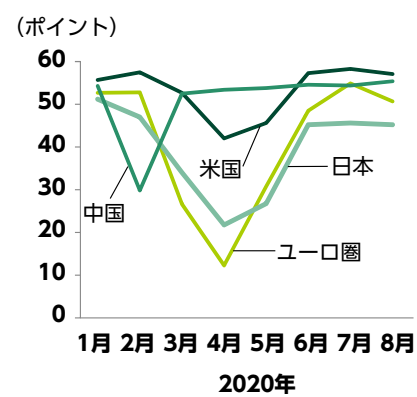


（注 1）GDP は実質 GDP で、2019 年 10-12 月期の水準を 100 として指数化。7-9 月期は三井住友 DS アセットマネジメントによる予想
（注 2）企業景況感は米国は ISM、ユーロ圏はマークイット、日本はじぶん銀行、中国は国家统计局の PMI
（注 3）企業景況感のデータ期間 2020 年 1 月～2020 年 8 月
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

主要国の製造業の企業景況感



主要国のサービス業の企業景況感



急ピッチで進むワクチン開発

ニューヨーク・タイムズ紙によれば、臨床試験の最終段階にあたるフェーズⅢにある候補薬は 6 つあり、条件付きの承認済みワクチンは 3 つあると報告されています。早ければ、年内にもワクチンの普及が始まる可能性があります。遺伝子工学の活用で開発期間の短縮や大量生産が可能になるといわれます。

一方、ワクチンには抗体依存性感染増強（ADE）などの副作用リスクも指摘されます。ADE は何らかの原因で抗体が感染・炎症化を促進してしまい、重症化を引き起こす現象です。ワクチン開発にはなお不確実性が残ります。

コロナ終息となれば、金融政策の緩和度合いは縮小すると予想されます。このため、株式市場では流動性相場から業績相場への移行がうまく行われるかどうかのポイントになりそうです。また、長期的にみると、反グローバル、反自由主義、地政学リスクの上昇といった潮流が予想されます。

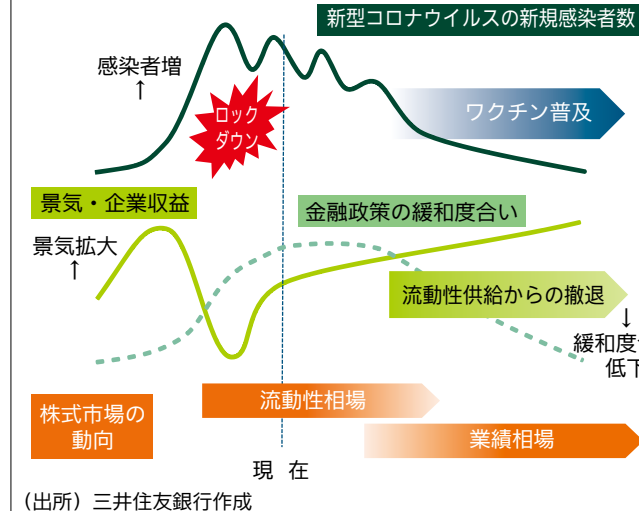
ワクチン開発のプロセスと開発企業

	前臨床試験	臨床試験			限定承認	承認
		フェーズⅠ	フェーズⅡ	フェーズⅢ		
目的	臨床試験に進むための試験・研究	有効性と安全性に関する予備的な探索	有効性と安全性の確認、接種量等の検証	本格的な臨床試験	先行または限定使用の条件付きでの承認	
候補薬の数	93以上	17	12	6	3	0
開発企業	【ベクター】カンシノ・バイオロジクス（中）/人民解放軍（中） 【ベクター】国立ガマレヤ疫学・微生物学研究所/ロシア国防省（露） 【不活性化】シノバック（中）					
フェーズⅢ	【DNA/RNA】モデルナ（米） 【DNA/RNA】ファイザー（米）/BioNTech（独）/Fosun Pharma（中） 【ベクター】AstraZeneca（英・スウェーデン合併）/英オックスフォード大学 【不活性化】武漢生物製品研究所（中） 【不活性化】シノファーム（中）/北京生物製品研究所（中） 【再利用】マードック小児医療研究所（豪）					

（注）複数のフェーズに分類された開発薬は高いフェーズにあるとしてカウント

（出所）The New York Times（コロナウイルス・ワクチン・トラッカー、9 月 13 日時点）と各種資料に基づき三井住友銀行作成

ウィズコロナからアフターコロナへの移行における投資環境の変化



（出所）三井住友銀行作成

アフターコロナで予想される大きな3つの潮流

反グローバル	保護主義的な通商政策 製造業での国内回帰（リショアリング）
反自由主義	成長より所得分配（＝格差縮小）の重視 大手IT企業によるITインフラ独占の見直し
地政学リスクの上昇	米国とその同盟国による中国封じ込め 中東でのイラン封じ込め

（出所）三井住友銀行作成

マーケット動向

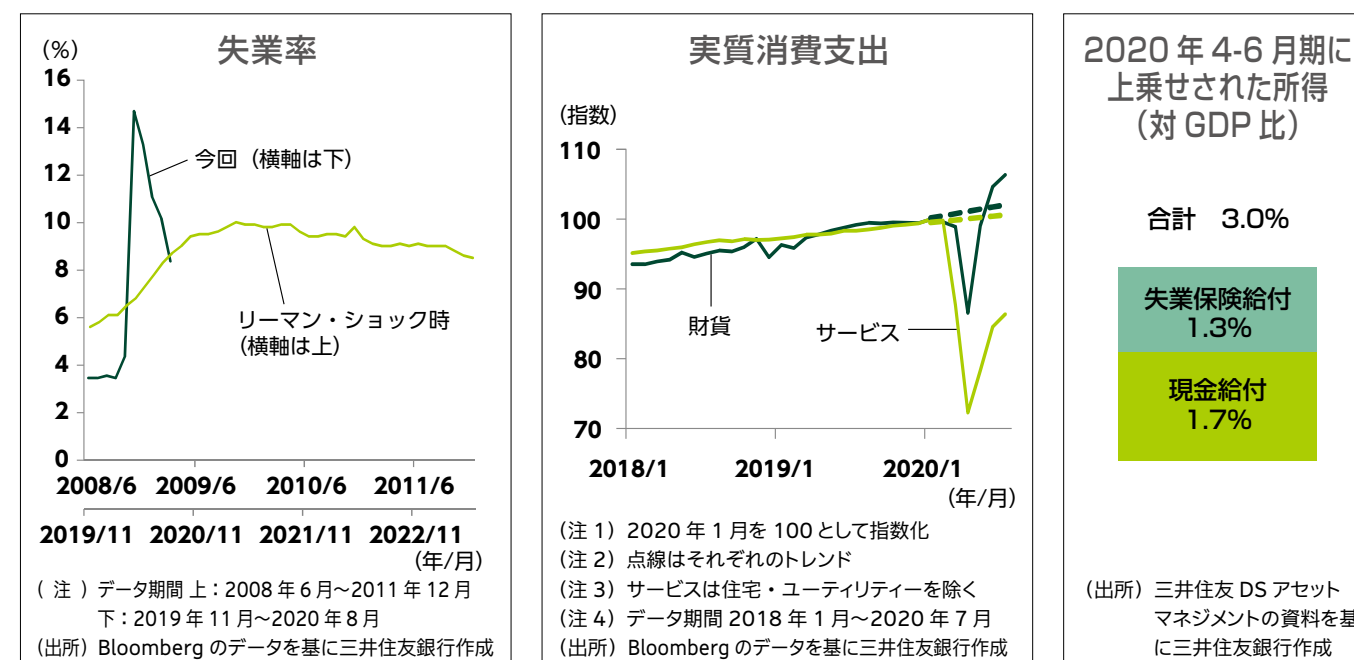
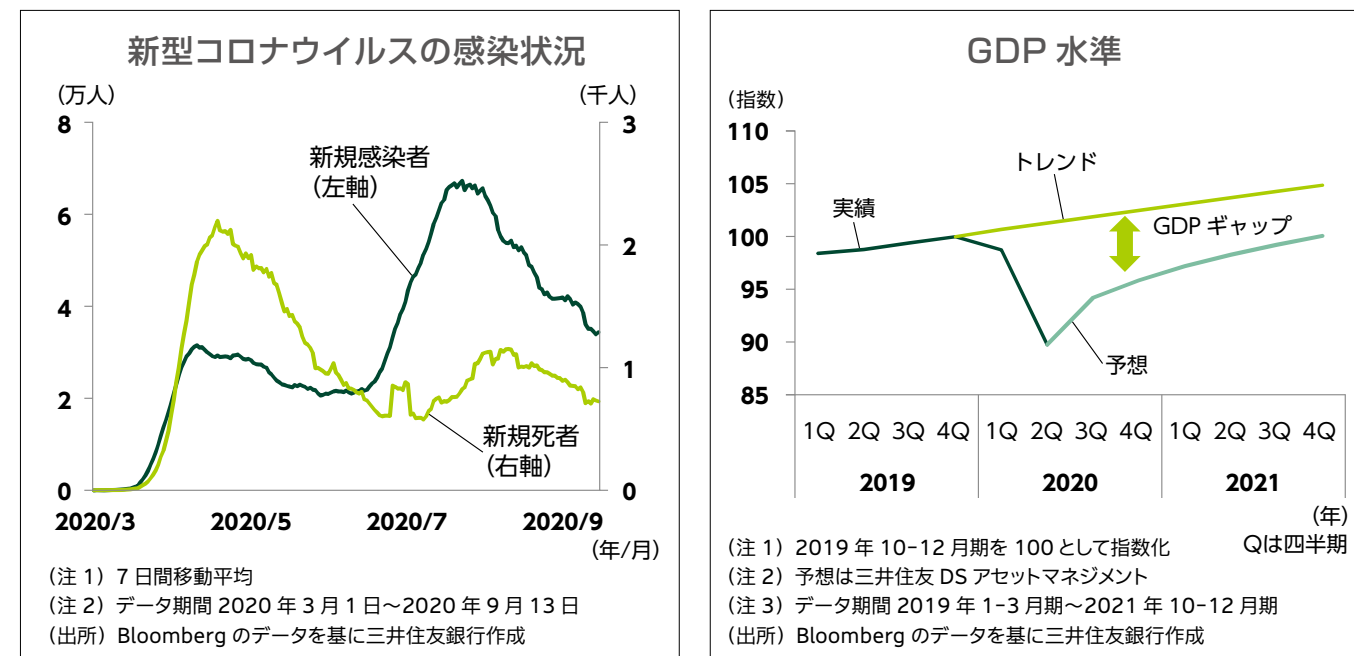
米国株式市場

経済：消費を左右するモビリティの回復と財政の追加対策

新型コロナウイルスの新規感染者数はピークアウトし、経済活動レベルの引き上げが景気回復を促しています。ただし、回復が続くなかでもコロナ前のトレンドと比較した GDP ギャップが残り、瞬間的に高くなった失業率がコロナ前の水準に低下する予測は難しい情勢です。

家計の消費行動は財貨（モノ）を中心に戻りつつありますが、モビリティ（人の移動）の低下でサービス消費の回復は遅れています。サービス消費は消費全体の 6 割強を占め、その回復の遅れが景気回復の足取りを緩やかなものにとみられます。

大規模な財政出動で 4-6 月期の所得が押し上げられ、今後はその反動減が懸念されます。議会での追加対策の協議は難航しており、財政による景気刺激策の息切れリスクには注意が必要です。

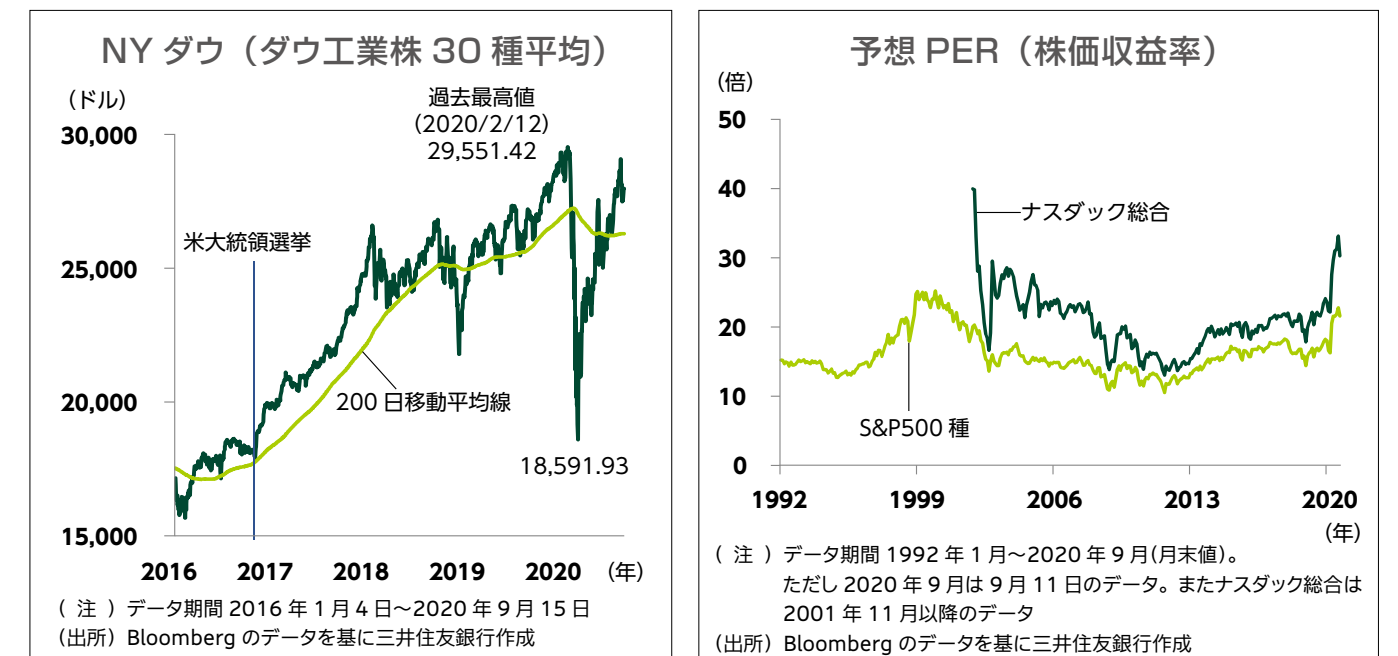


株価：割高感への警戒が浮上するほどの株価急上昇

米国株価は予想外の急回復をみせました。NY ダウは一時 29,000 ドル台を回復し、対象範囲の広い S&P500 種株価指数やハイテク銘柄の多いナスダック総合指数は、いずれも過去最高値を更新しました。

株価の急回復で予想 PER (株価収益率) は大きく上昇し、バリュエーション (企業収益) 面から株価の割高感が際立ちます。また、成長株で構成されるグロス指数は、割安株で構成されるバリュー指数と比べてかつてないほどの上昇をみせています。このため、割高感のある IT ハイテク銘柄を中心として株価の調整は免れないとの指摘もみられます。

一方、IT ハイテク銘柄への高い成長期待やバリュエーションの鍵を握る長期金利の安定観測から、割高感があっても直ちに大幅な調整には至らないとの見方もあります。長期的には、リーマンショック後の上昇トレンドは続いているとみられます。



マーケット動向

日本株式市場

経済：財政出動が大きな役割を果たした景気回復

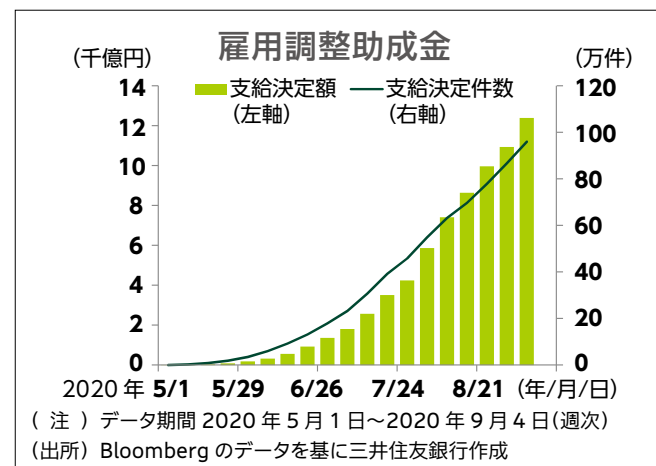
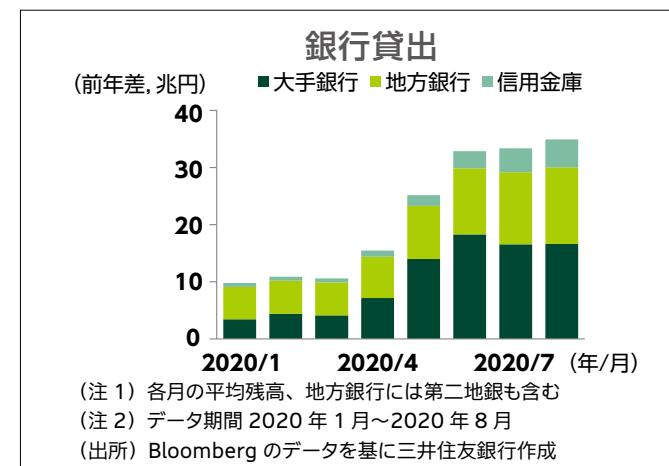
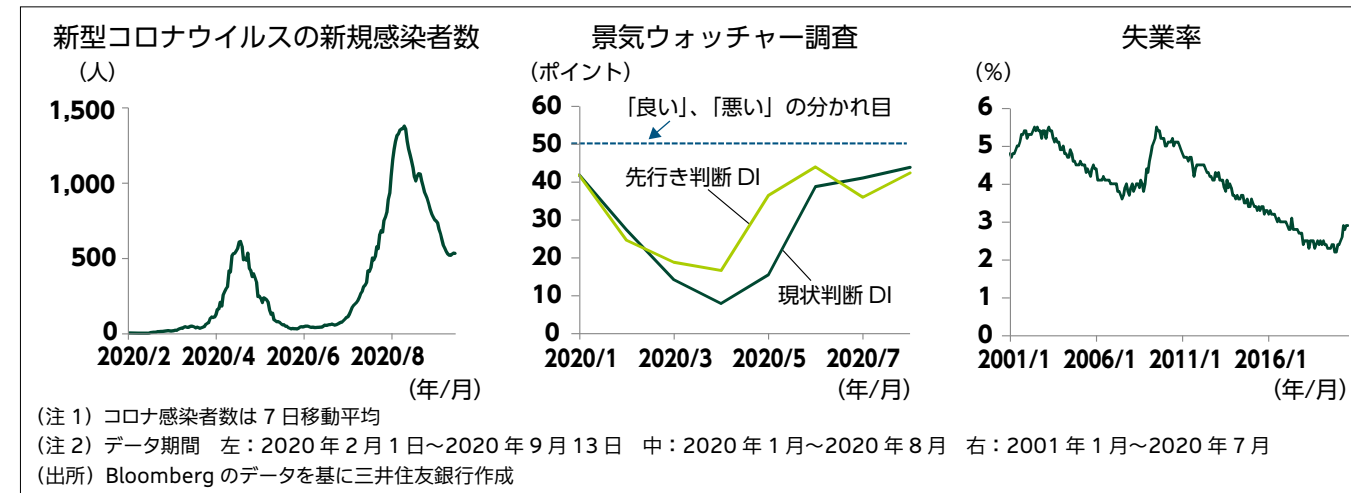
経済活動の再開にともない景気は最悪期を脱しました。一人 10 万円の現金給付、雇用維持や事業継続のための給付金などの財政出動が景気を下支えています。

雇用面では、雇用調整助成金の支給で失業率の上昇は抑えられています。ただ、休業者がなお 220 万人存在し、失業者の 197 万人を上回る状況となっていることを考えると、かなり厳しい雇用情勢が続いています。

金融面では、保守的な資金繰りへの対応を含めて企業の資金需要が急増しました。政府による公的保証の拡充も手伝い、銀行貸出は前年比で 30 兆円を超える増加となりました。

景気回復の初期段階にあたっては、事業規模で 200 兆円超、一般歳出規模で 50 兆円超に達した大型の経済対策の効果が極めて大きかったとみられます。今後は、コロナ対策と社会経済活動を両立させる環境下、追加財政への対応が焦点になるとみられます。

2020年	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
	外出等自粛、休校要請		緊急事態宣言		段階的な経済活動再開			
	26日	外出・イベント自粛要請	7日	緊急事態宣言	4日	延長	25日	全面解除
	27日	小中高への休校要請			14日	39県で解除		28日
								安倍首相辞任表明
								22日 「Go To トラベル」 開始 (東京都発着は除外)
								19日 全国移動許可



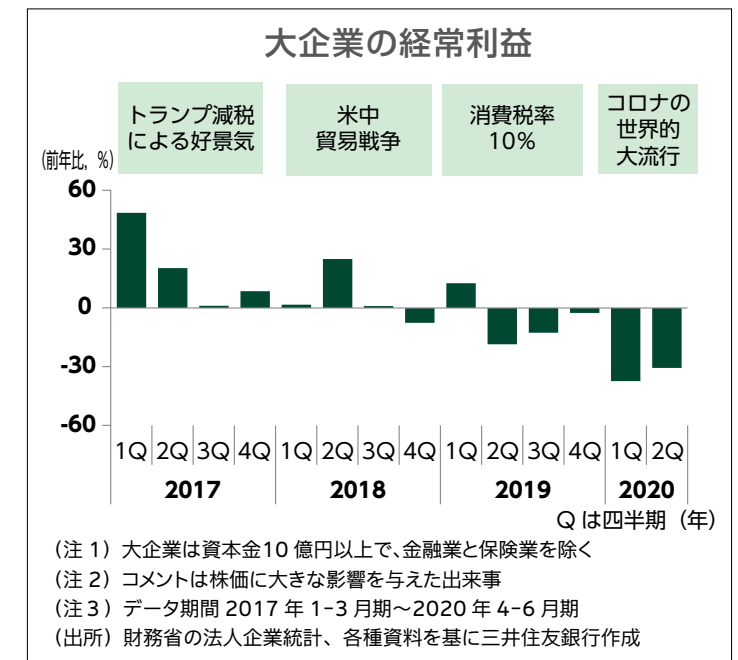
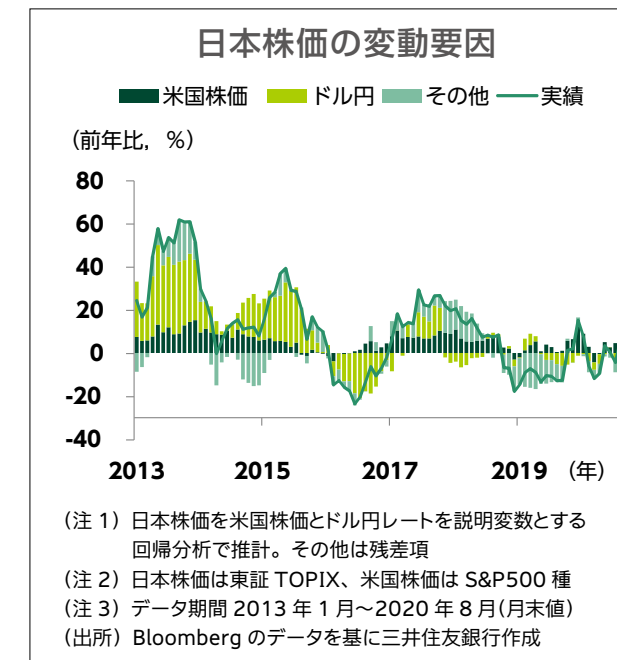
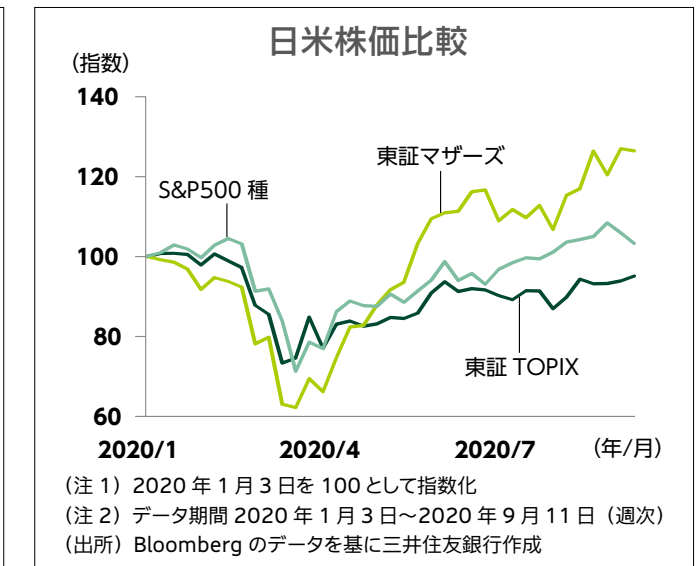
株価：強まる米国株との連動性

日経平均株価は 3 月に 16,000 円台へ急落後、①景気への回復期待、②ワクチン開発等を背景とするコロナ終息期待、③日銀の ETF (上場投資信託) 購入を背景に、米国株とほぼ同様、予想外の急回復をみせました。9 月入り後はおおむね 23,000 円台で推移しています。

海外勢の日本株投資が低迷するなかで、東証マザーズの新興企業銘柄には買いが集まるなど、個人投資家の投資意欲の強さがうかがわれました。

日本株の変動要因をみますと、ドル円相場よりも米国株からの影響力が大きくなっています。今後、米国株が業績相場に移行するなかでは、金利面からも円安の力がはたらきやすく、米株高と円安の組み合わせが日本株への上昇圧力になると期待されます。

企業収益面では、ここ数年、減益基調が続いており、コロナ後の株価の大幅上昇は将来の収益回復を先取りしたものと考えられます。



マーケット動向

中国株式市場

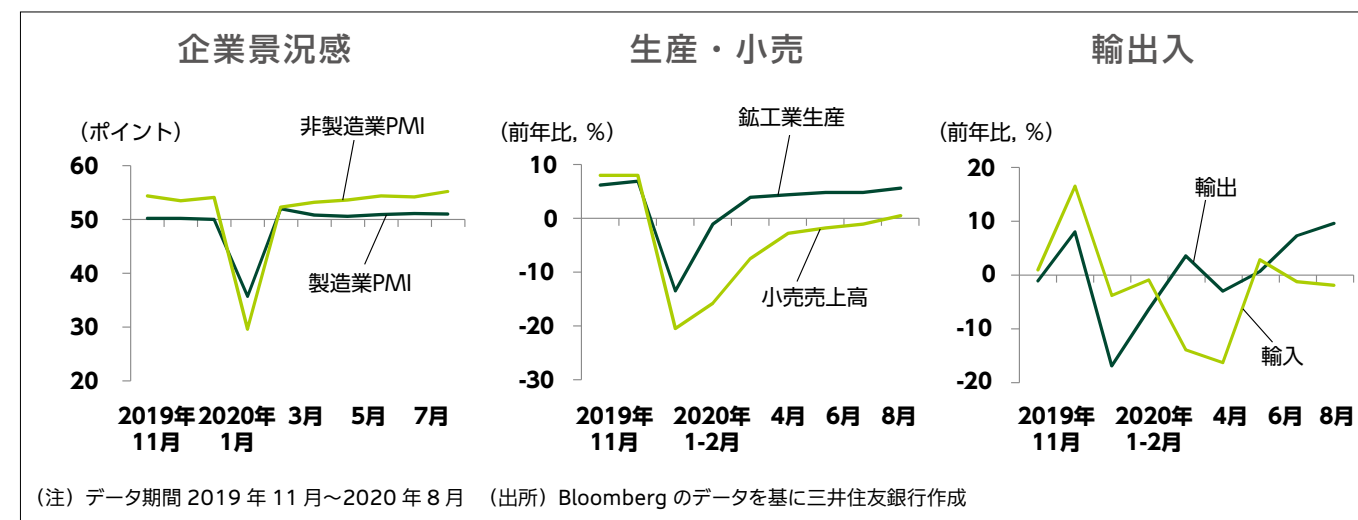
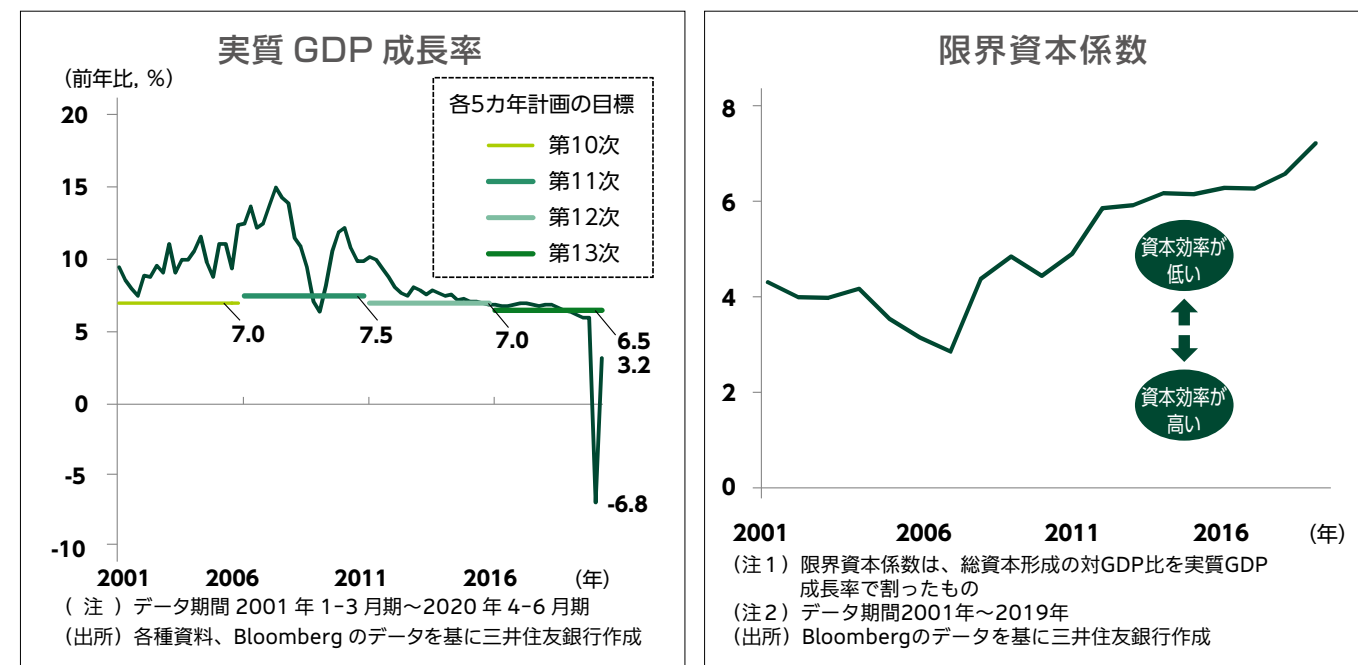
経済：いち早く安定成長路線へ

新型コロナウイルスの感染が拡大した2020年1-3月期のGDP成長率は前年比マイナス6.8%となりましたが、4-6月期には3.2%にプラス転換しました。コロナ封じ込めに成功し、景気が急速に持ち直した様子がうかがわれます。

ただし、景気の回復は製造業や輸出が中心で、雇用所得環境の回復の遅れから消費の回復は緩やかなものにとどまりました。

今後は、米中対立によるハイテク関連の製造業への影響が懸念されますが、緩和的な金融政策とやや拡張的な財政政策の下で、平均して6%前後の安定成長を続けると予想されます。

2020年は現行の第13次5カ年計画の最終年に当たりますが、目標成長率の6.5%は達成される見込みです。5カ年計画の成長率目標は前回（第12次）に続いて引き下げられましたが、これは資本の効率性が低下してきたことが関係しているとみられます。



株価：対米関係悪化の回避が株価上昇の鍵に

上海総合株価指数は7月にはコロナ前の高値を超え、2018年1月の高値を目指す動きとなりました。コロナ封じ込めに成功したことや景気的好調さが株価の上昇をもたらしたとみられます。

米中関係では、通商面では今年1月に第1段階の貿易合意にこぎつけました。コロナ感染拡大の影響で進捗にはやや遅れがみられますが、米国産農産物の輸入拡大など、合意事項の履行が行われています。

一方、香港や南シナ海などの外交や安全保障の面では、米国との関係悪化が進みやすい状況にあり、経済に与える影響が懸念されます。習近平政権は、共産党支配や一つの中国などの「核心的利益」とみなす分野で譲歩はないとの姿勢を崩していません。しかし過去を振り返ると、米中関係は対立と譲歩の繰り返しで、関係決裂は回避される可能性が高いとみられます。

2021年からの第14次5カ年計画については、科学技術の発展と対外開放をてこに、経済成長と国民所得の引き上げを目指すと考えられます。



2018年	
7月	【第1弾】340億ドル分の製品に制裁・報復関税
8月	【第2弾】160億ドル分の製品に制裁・報復関税
9月	【第3弾】米国は2000億ドル分、中国は600億ドル分の制裁・報復関税
12月	アルゼンチンで米中が首脳会談～米国は追加関税を90日間猶予し、協議再開
2019年	
5月	貿易協議が物別れに～米国が対中関税を25%に引き上げ
6月	G20・大阪で米中が首脳会談～協議再開で合意
9月	【第4弾】米国が残り2700億ドルのうちの1100億ドル、中国が750億ドルの制裁・報復関税
10月	米中が閣僚級の貿易協議で「部分合意」
2020年	
1月	第1段階の貿易合意
1月	中国で新型コロナウイルスの感染拡大
4月	中国、武漢封鎖解除
5月	全人代開催～財政拡大を決定
6月	香港国家安全維持法の成立・施行
7月	ポンペオ米務長官が対中政策の演説～中国共産党の批判
8月	米中両国が第1段階の合意の履行を再確認

(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

第13次5カ年計画 (2016-2020年)	第14次5カ年計画 (2021-2025年)	今後のスケジュール
GDPと一人当たり所得水準を 2010年対比で倍増 5年間の経済成長率を 年平均6.5%以上 技術発展の促進 産業の高度化 → 中国製造2025 都市・農村の地域格差の縮小 環境対策の推進 改革開放の深化 → 一帯一路 社会福祉の向上	成長率は5-5.5% ? 8月24日の習近平国家 主席の談話では、 経済発展、科学技術革新、 対外開放、社会福祉など 5つの課題が提示された	2021年 第14次5カ年計画スタート 共産党設立100周年 2022年 北京冬季オリンピック・パラリンピック 2023年 習近平国家主席の続投 ? (2期5年の任期制限を2018年に撤廃) 2025年 中国製造2025年の第1段階終了 2049年 建国100周年 中国製造2025 ITやロボットなど10分野を重点産業に指定し集中的に 支援することで、国を挙げて製造業の底上げを図る産 業政策。建国100年にあたる2049年まで3段階で進め られる予定。

(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

マーケット動向

ドル円相場

イベントに関連した円高リスクに注意

ドル円相場はコロナ感染拡大直後の乱高下を経て、次第に安定度を強め、足元ではおおむね 105 – 106 円のレンジでの推移となっています。

レンジ相場になった理由としては、主要先進国がいっせいにコロナ終息の見極めという局面に入り、景気や政策の方向性が各国で連動しやすいことが関係したとみられます。一方、レンジ相場ながらもやや円高方向に動いてきたのは、5 月以降の対ユーロでのドル安の流れがドル円相場にも波及したためとみられます。

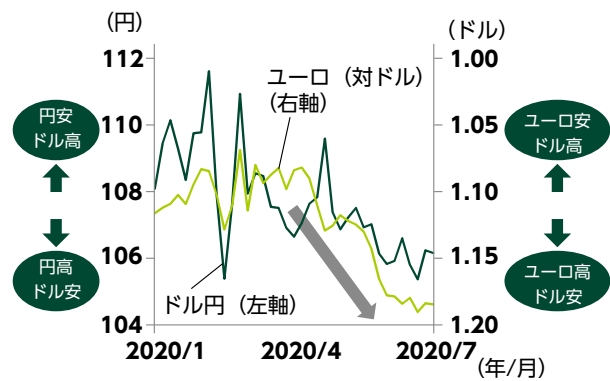
テクニカル・チャート上は三角持ち合いの状況にあり、イベントをきっかけに上下に大きく振れる可能性があります。今後のイベントに関連して、市場がリスク回避姿勢を強めれば円高水準を試す可能性がありそうです。しかしながら、その場合でも円高進行は一時的な水準調整にとどまるとみられ、長期的な方向性としては、米国経済の成長期待の高さや日本の低金利長期化を考えると、マネーが海外に流れて円安の力が働きやすいとみられます。

ドル円相場のローソク足推移



（注）データ期間 2020 年 1 月 3 日～2020 年 9 月 11 日（週次）
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

ユーロ高との連動性



（注）データ期間 2020 年 1 月 3 日～2020 年 9 月 11 日（週次）
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

予想されるイベントがドル円相場に与える影響

米大統領選挙	<ul style="list-style-type: none"> ・トランプ氏再選なら「株高・円安」、バイデン氏当選なら「株安・円高」が基本シナリオ。 ・ただし、バイデン氏が当選した場合でも、議会上下院ともに民主党が優勢とならない限り、相場影響は限られる見通し。 ・開票や結果確定に手間取れば、不確実性の上昇からリスク回避的な動きを誘発。ただし、一時的な動きにとどまる見通し。
米中対立	<ul style="list-style-type: none"> ・米中対立の深刻化は「株安・円高」のリスク回避的な動きに。 ・トランプ大統領は実利重視で、人権や香港情勢への関心は薄いと思われる。 ・一方、バイデン氏の場合、民主党の理念重視の姿勢が警戒され、リスク回避的な円買いを誘発する恐れがある。
コロナワクチン開発	<ul style="list-style-type: none"> ・ワクチン普及は流動性相場の終了を示唆する可能性がある。 ・緩和的な金融政策からの段階的な撤退が視野に入れば、株安や長期金利上昇に。 ・株安ならリスク回避の円買いだが、一方で長期金利の上昇はドル買いに。
日本の政治情勢	<ul style="list-style-type: none"> ・安倍政権の路線継続で相場影響は中立的。 ・新政権が財政拡大を目指す場合でも、日本売りへの連想からの円安は予想しにくい。 ・早期の解散・総選挙なら、政権安定期待から株高・円安の可能性もある。
新興国不安	<ul style="list-style-type: none"> ・リスク回避的な動きから円買いの可能性はあるが、限定的にとどまる見通し。 ・各国当局の連携で、一国の通貨危機がグローバルに波及するリスクは小さくなっている。

（出所）三井住友銀行作成

マーケット動向

ユーロ円相場

復興基金構想の稼働待ち

ユーロ円相場は、独仏による復興基金構想の発表をきっかけに上昇傾向が続きました。復興基金構想は 7 月の欧州首脳会議で総額 7,500 億ユーロ（約 92 兆円）規模で合意に達しました。現在は、欧州議会や加盟国での承認手続きが行われていますが、復興基金の稼働でユーロが一段と上昇傾向を強める可能性があります。

ユーロ高につれて投機筋のユーロ買い持ちポジションが積み上がりました。復興基金の稼働に遅れが予想される場合などは、短期的にポジション調整的なユーロ売りが先行する可能性があります。

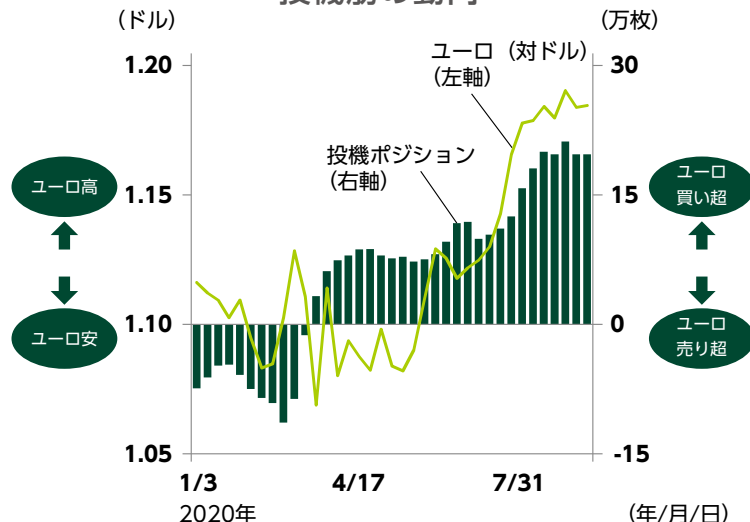
英国は EU（欧州連合）との離脱条件を具体的に決める移行期間にありますが、FTA（自由貿易協定）の協議は難航しており、関税等の取り決めがないままに離脱するリスクが浮上しています。ただし、その場合でも悪影響は欧州に限られ、金融面から各国市場に悪影響が波及する可能性は低いとみられます。

ユーロ円相場



（注）データ期間 2020 年 1 月 3 日～2020 年 9 月 11 日（週次）
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

投機筋の動向



（注 1）投機ポジションは CME（シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ）での対ドルのユーロのネットポジション
（注 2）データ期間 2020 年 1 月 3 日～2020 年 9 月 11 日（週次）
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

英ポンド相場（対ドル）



（注）データ期間 2016 年 1 月 8 日～2020 年 9 月 11 日（週次）
（出所）Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

今後のスケジュール

9 月 28 日 - 10 月 2 日	将来関係協議（第 9 ラウンド：最終）
10 月 15-16 日	EU 首脳会議（ジョンソン首相が定めた交渉期限）
11 月 26 日	年内批准に向けた欧州議会への自由貿易協定の提示期限
11-12 月	交渉妥結なら各国議会での承認・批准
12 月 10-11 日	EU 首脳会議
12 月 31 日	移行期間終了
	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 自由貿易協定（FTA）を結び、円滑な離脱へ ➢ 協議決裂で、関税等の取り決めのないままの離脱となり、経済活動に支障

（出所）各種資料を基に三井住友銀行作成

マーケット動向

豪ドル円相場

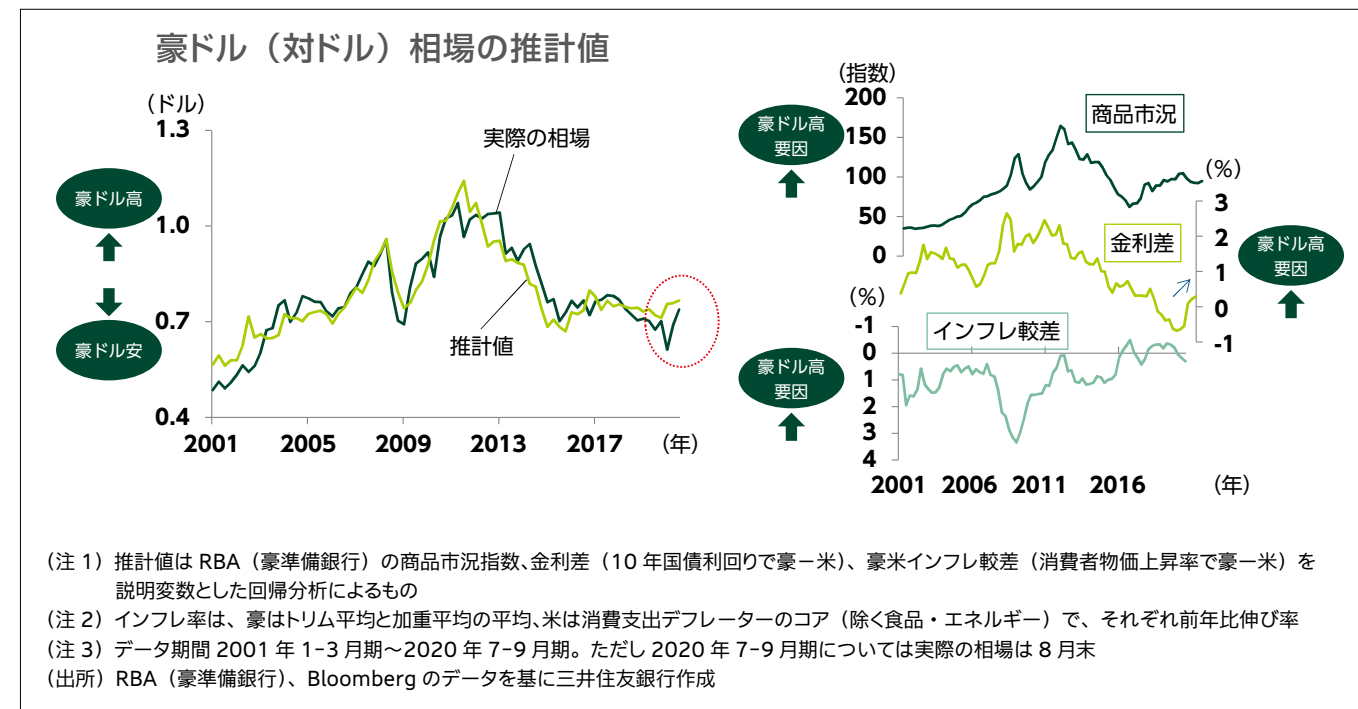
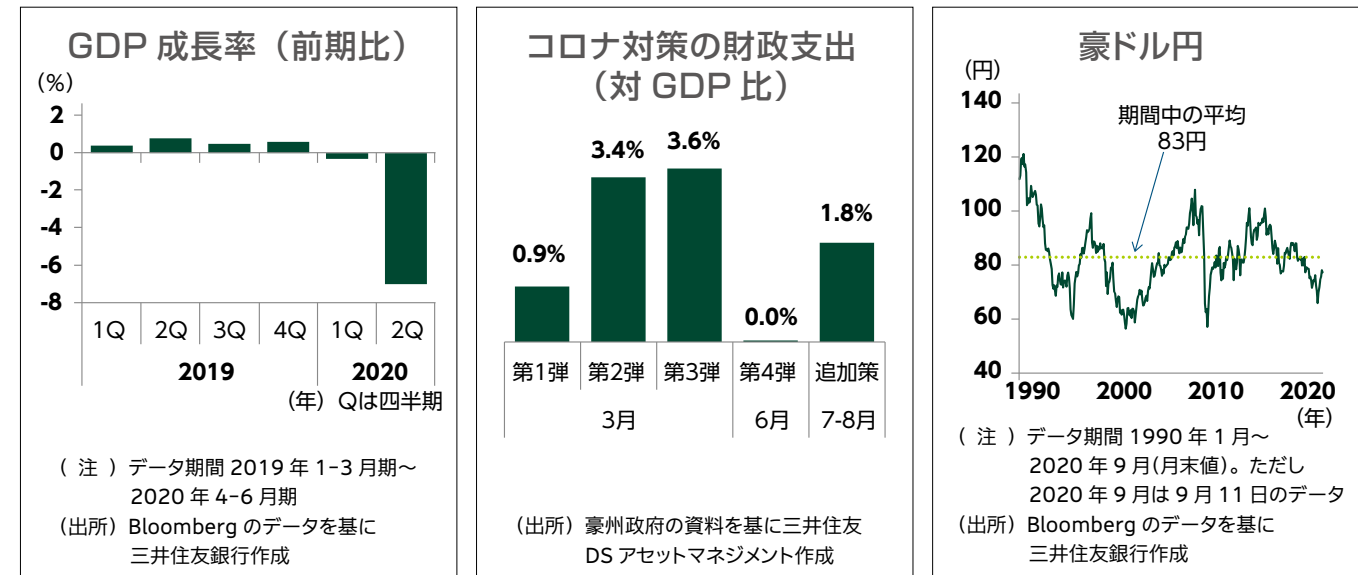
景気回復力の弱さが豪ドル安修正のブレーキに

オーストラリアの4-6月期のGDP成長率はマイナス7%となりました。2四半期連続でマイナス成長となり、1990年以降29年ぶりの景気後退局面に入りました。7-9月期以降、景気は回復過程にあります。財政による景気押し上げ効果の反動から、緩やかな回復にとどまる見通しです。

一方、コロナ感染拡大が再び問題化しており、人口が2番目に多い南東部ビクトリア州の州都メルボルンでは、コロナ感染拡大を受けて8月からロックダウン（都市封鎖）が継続しています。

豪ドル円相場では、歴史的な安値圏からの修正が続きました。背景としては、対ユーロでのドル安が豪ドル相場にも波及したとの見方が優勢ですが、オーストラリアの長期金利の水準が米国と逆転したことも関係した可能性があります。

世界経済が回復過程をたどれば、各種商品市況の上昇が豪ドル安の修正を後押しするとみられますが、当面はオーストラリア経済の回復力の弱さが安値修正にブレーキをかける可能性があります。



マーケット動向

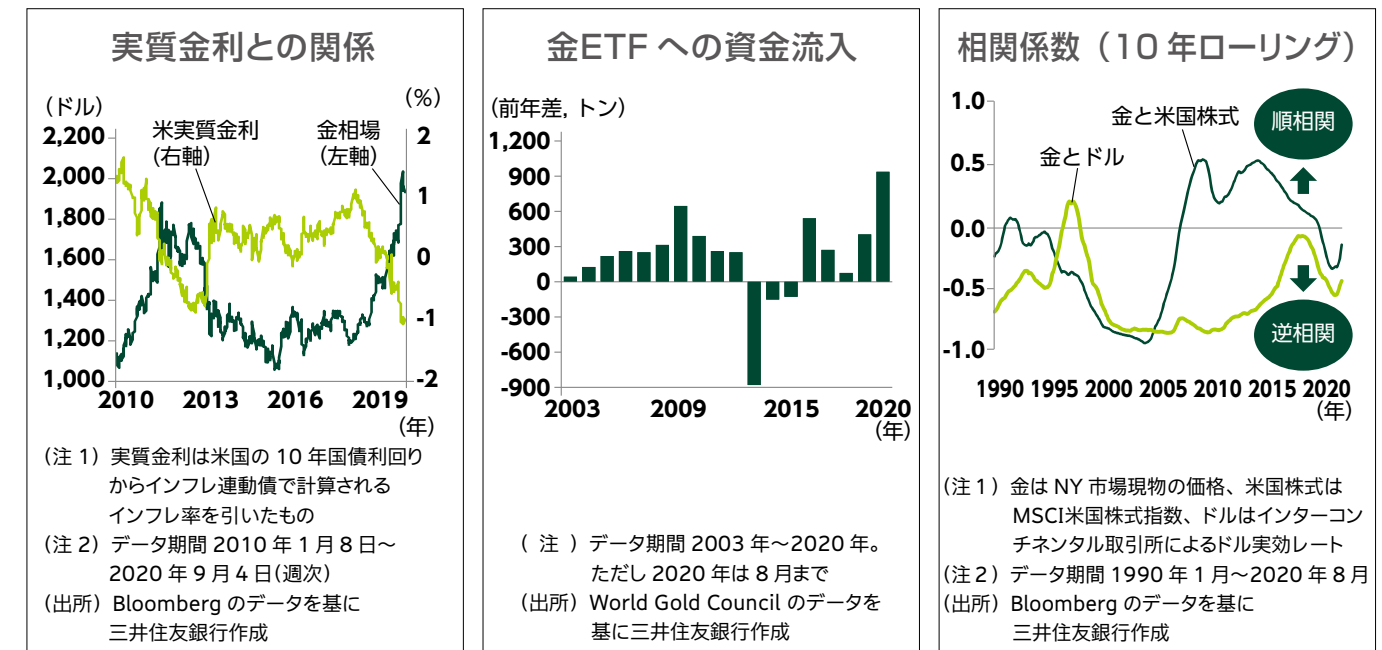
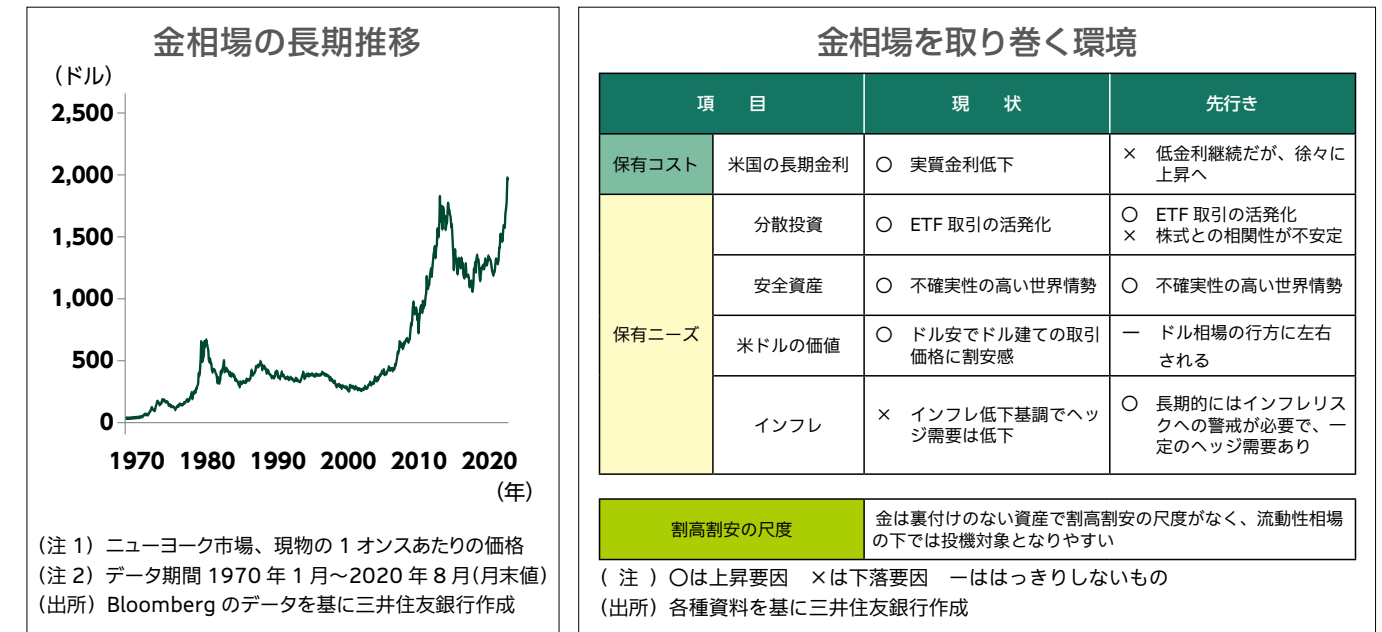
金相場

金は永遠の輝きか？

金相場は7月に過去最高値を更新し、その後も1オンス（約31グラム）＝2,000ドルを超える場面があるなど、上昇傾向を強めています。

相場上昇の背景には、①世界的な長期金利の低下、②ETF（上場投資信託）市場の拡大、③世界情勢の不確実性の増大、④インフレやドル安のリスクなどが考えられます。こうした観点からは、コロナ後の低金利と不確実性が高い投資環境では金は魅力ある投資先として位置付けることができそうです。

一方、①長期金利の低下余地はあまり大きくない、②金と米国株式の相関性は安定しておらず、分散効果が働かない可能性がある、③当面、マイナスのGDPギャップが続き、インフレよりはデフレが意識されやすいことから、相場上昇の持続性を疑う見方もあります。また、流動性相場の下で投機的な行動が強まった可能性もあり、今後の量的緩和政策の行方にも注意が必要とみられます。



為替

コラム

SMBC 信託銀行 PRESTIA

為替レートの見方

ドル円相場は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大にともなう金融市場の混乱（いわゆるコロナ・ショック）を受けて3月9日に101円台まで急落しましたが、約2週間後には112円台を回復しました。しかし、同26日を最後に110円台に乘せることはなくなったうえ、7月末には105円を割り込むなど、じりじりと水準を切り下げています。日本国内ではこうした状況を「円高」と呼ぶことが多いですが、文字通りに受け止めてしまうと、事実とは少々異なった印象を持ってしまいます。

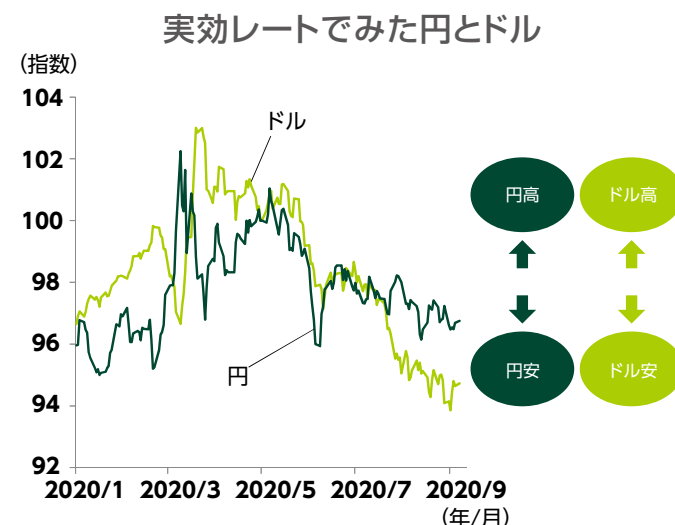
「1ドル=105円」といった我々が日常で目にする為替レートは、名目為替レートといいます。加えて、特定の2通貨間の為替レートをみているだけでは捉えられない、総合的な通貨の価値を示すものとして名目実効為替レート（NEER：Nominal Effective Exchange Rate）という指標があります。

具体的には、対象となる全ての通貨と当該国通貨との2通貨間為替レートを、貿易額などに応じて加重平均して算出されます。ここでは、国際決済銀行（BIS）が算出するNarrowベース（27通貨が対象）を参照しますが、円のNEERは9月7日時点で86.14と今年はおおむね85-90で横ばい推移となっており、3月からは僅かではありますが低下しています。他方、ドルのNEERは9月7日時点で114.91と今年の最低水準にあり、3月に125付近まで上昇した後は低下基調が鮮明になっています。

つまり、3月以降のドル円相場の切り下がりとは「ドル安」と表現すべきでしょう。「円高」というと、積極的に円が買われているような印象を受けますが、そうではありません。この2通貨間では円の方がドル

よりも強かったに過ぎず、主要通貨のなかでは「円安」であり「ドル安」でもあった、と認識する必要があります。したがって、足元のドル円相場が上昇基調に転じるためには、「ドル安に歯止めがかかる」、もしくは「ドル安を上回る円安圧力がかかる」、といった変化が必要となります。

日米両国の金融政策や経済状況などの様々な要因を踏まえ、そのような変化が実際に起こるかどうかを予測する。それがドル円相場の先行きを見通すということであり、「円高」「円安」といったように常に円を中心に考えていると、見通すことが難しくなります。また、「円高・ドル安」、「円安・ドル高」、という言葉も一般的に使われています。しかし、ひとくくりで捉えるのではなく、「円高」と「ドル安」、「円安」と「ドル高」といったように分けて考えると、為替レートが動いた要因をつかみやすくなり、為替相場に対する理解が深まると思います。



株式

コラム

SMBC 日興証券

相場格言

『^{もちあ}保合い放れにつけ』
『悪材料出尽くしは買い』

日経平均株価はここ3年ほど、24,000円を超えたあたりを上限に、下値は何度か20,000円割れを繰り返してきました。

そして再びここきて、24,000円に迫りつつある相場展開となってきました。S & P 500種株価指数やナスダック総合指数はハイテク中心に買われて過去最高値を付けましたが、米大統領選挙や米中対立激化などの不確実性の高まりを背景にいったん調整を余儀なくしています。

一方、日本の株式市場では、米国の調整ほど下落しない状況が続いています。これは、足元では新型コロナウイルスワクチンの開発が進んでいると報じられるなかで、ドル買い戻しの円安ベクトルが働いていることや、次期首相に菅氏が選ばれ、一部には解散総選挙の思惑が浮上する政治情勢が日本株式のサポート要因となっているからとみられます。

選挙はその後の政権運営に対する期待を先取りしたものと見え、過去のパフォーマンスをみても選挙は株価にプラスに寄与するという傾向がみられます。もし解散総選挙が行われ、日経平均株価が2018年10月の高値24,270円を超えるようであれば、『^{もちあ}保合い放れにつけ』という相場格言が指摘する通り、短期的に一気に上昇するシグナルとなります。

また、米ドル建てでみた日経平均株価は222ドルを超えてきており、およそバブル直後の30年ぶり水準まで上昇しています。この水準はここ数年の上値抵抗線を超えていることから、円建てでも同様に上値抵抗線を上げてくる可能性も否定できません。

米大統領選挙はどちらが勝つのか接戦状態ですが、選挙やそれにとともなう米中対立激化の流れは、市場参加者にとっては不確実性を予想させ、目先は株価が弱含みやすいと考えられます。

しかしながら、こうした材料についても結果が明確になれば、『悪材料出尽くしは買い』という格言通りになってくると考えられます。足元で投資が手控えられた分が、悪材料出尽くしとともに倍返しとまでは行かずとも、一定の買いとして現れ、相場を押し上げると期待されます。

ドル建ての日経平均株価



マーケット動向		相場予想表						
株価	単位	過去1年間		2020年 9月11日	2020年 12月末	2021年 3月末	2021年 6月末	2021年 9月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日経平均	円	24,083.51	16,552.83	23,406.49	23,800	24,000	24,000	24,000
NYダウ	ドル	29,551.42	18,591.93	27,665.64	28,000	28,400	28,800	29,200
ユーロストックス	ポイント	421.34	261.53	364.14	390	390	390	390
長期金利	単位	過去1年間		2020年 9月11日	2020年 12月末	2021年 3月末	2021年 6月末	2021年 9月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日本国債(10年)	%	0.08	-0.26	0.03	0.000	0.000	0.000	0.000
米国国債(10年)	%	1.94	0.51	0.67	1.000	1.000	1.000	1.000
ドイツ国債(10年)	%	-0.16	-0.86	-0.48	-0.200	-0.200	-0.200	-0.200
為替	単位	過去1年間		2020年 9月11日	2020年 12月末	2021年 3月末	2021年 6月末	2021年 9月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
ドル円	円	112.10	102.36	106.16	108.00	108.00	108.00	108.00
ユーロ円	円	126.41	114.54	125.76	130.00	132.00	135.00	135.00
豪ドル円	円	78.12	62.41	77.32	78.00	78.00	78.00	78.00
リアル円*	円	27.33	18.19	19.97	20.00	20.00	20.00	21.00
政策金利	単位	過去1年間		2020年 9月11日	2020年 12月末	2021年 3月末	2021年 6月末	2021年 9月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日銀 (10年国債ターゲット)*	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FRB (FFターゲット金利)	%	2.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
ECB (ユーロレボ)	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
豪州中銀 (Cashターゲット金利)*	%	1.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
ブラジル中銀 (Selicターゲット金利)*	%	6.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
商品	単位	過去1年間		2020年 9月11日	2020年 12月末	2021年 3月末	2021年 6月末	2021年 9月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
原油(WTI)	ドル	63.27	-37.63	37.33	35.0	35.0	35.0	35.0

(注 1) *がついた数値は参考値です。
(注 2) 原油価格 (WTI) は、三井住友 DS アセットマネジメントの経済見通し策定の際の前提値を掲載しています。
(出所) 三井住友 DS アセットマネジメント

マーケット動向		当面の重要スケジュール	
2020年	日本		海外
10月	下旬	臨時国会招集	14 日 G20（主要 20カ国・地域）財務相・中央銀行総裁会議 15 日 米大統領候補 TV 討論会（第 2 回） 15-16 日 欧州首脳会議 16 日 英国、EU との通商協定の協議期限 16-18 日 IMF・世銀年次総会（TV 会議） 22 日 米大統領候補 TV 討論会（第 3 回） 26-29 日 中国、五中全会 （中国共産党中央委員会第 5 回全体会議） 月内 IMF 世界経済見通しの発表 月内 米国、為替報告書
11月			3 日 米大統領選挙、議会選挙 21-22 日 G20（主要 20カ国・地域）首脳会議（TV 会議） 26 日 英国、EU との通商協定の提示期限 30 日 OPEC（石油輸出国機構）総会
12月	下旬	2021 年度予算案・税制改正大綱の決定	1 日 OPEC と非 OPEC との大臣級会合 4 日 APEC（アジア太平洋経済協力会議）首脳会議（TV 会議） 10-11 日 欧州首脳会議 31 日 英国、EU 離脱の移行期間終了 月内 中国、中央経済工作会議 年内 G7（主要 7カ国）首脳会議〔観測〕
2021年	1月	月内	通常国会招集
		月内	20 日 米大統領就任式 月内 IMF 世界経済見通し 改定
2月			月内 米国、予算教書 月内 パウエル米 FRB 議長 議会証言
3月			月内 中国、全人代（全国人民代表大会）
4月			月内 米国、為替報告書 月内 IMF 世界経済見通しの発表
金融政策決定会合の日程 日銀 10/28-29 ※ 12/17-18 2021 年 1/20-21 ※ 3/18-19 4/26-27 ※ 6/17-18 7/15-16 ※ 9/21-22 10/27-28 ※ 12/16-17 米 FRB 11/4-5 12/15-16 ※ 2021 年 1/26-27 3/16-17 ※ 4/27-28 6/15-16 ※ 7/28-29 9/21-22 ※ 11/2-3 12/14-15 ※ ECB 10/29 12/10 ※ 2021 年 1/21 3/11 ※ 4/22 6/10 ※ 7/22 9/9 ※ 10/28 12/2 ※ ※は、日銀は展望レポート、米 FRB は景気・物価・政策金利見通し、ECB はスタッフ経済見通しの発表がある会合を示す (出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成			

はじめに

マクロ経済環境

トピックス

マーケット動向

ご留意いただきたい点

【本資料の作成】

- 本資料は、三井住友DSアセットマネジメントが作成するマーケット情報、SMB C日興証券およびSMB C信託銀行(プレスティア)、日本総合研究所の作成協力に基づき、三井住友銀行が作成しています。

- 本資料に示すマーケット情報に関する意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三井住友DSアセットマネジメントの見解であり、三井住友銀行またはSMB C日興証券、SMB C信託銀行(プレスティア)、日本総合研究所、他関連会社の見解と異なる場合があります。

【重要な注意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、特定の証券その他の投資対象の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 本資料の内容は作成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。
- 本資料は、三井住友銀行(以下「当行」といいます)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。また、情報が不完全または要約されている場合があります。
- 本資料のデータ・分析等は過去の実績値、概算値、あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかるデータ・分析等は予告なしに変更することがありますので、あらかじめご了承くださいようお願いいたします。
- 本資料は、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではなく、本資料にある情報をいかなる目的で利用される場合におきましても、お客さまの判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、当行および当行の関連会社が責任を負うものではありません。
- 本資料は、本資料を受領される特定のお客さまの財務状況、ニーズまたは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料は、お客さまに対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。
- 投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書、各商品の説明書等を必ずご覧いただき、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。
- 本資料は、当行または当行の関連会社から配布しています。本資料に含まれる情報は、本資料を受領されるお客さま限りでご使用ください。本資料は当行または当行の関連会社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送を行わないようお願いいたします。
- 本資料に記載しているインデックス等の知的所有権その他の一切の権利は、その発行者・許諾者に帰属します。
- 本資料に掲載されている写真・画像がある場合、写真・画像はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

【リスク性商品について】

- 本資料は具体的な商品をご説明するものではないため詳細を記載しておりませんが、元本保証のないリスク性商品のご購入やご売却、保有にあたっては、手数料等をご負担いただきます。
- リスク性商品には、各種相場環境等の変動により、投資した資産の価値が投資元本を割り込む等のリスクがあります。
- リスク性商品中途解約する場合は、ご購入時の条件が適用されず不利益となる場合があります。
- くわしくは、各商品の説明書等を必ずご覧ください。

先が読めない
今の時代に。

つみたて、始めるなら。

三井住友銀行

SMBC Retail Global Market View制作委員会

【監修・作成】

三井住友銀行

登録金融機関 関東財務局長(登金)第54号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【マーケット情報の提供】

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

【作成協力】

SMBC日興証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社SMBC信託銀行

登録金融機関 関東財務局長(登金)第653号

加入協会:日本証券業協会、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

株式会社日本総合研究所

三井住友銀行

SMBC日興証券

PRESTIA
SMBC信託銀行

三井住友DSアセットマネジメント

日本総合研究所

本資料の作成基準日は、資料内に特に断りのない限り、2020年9月16日です。