

経済正常化への道

～ワクチン接種拡大と財政出動

- ▶ 過去の株価バブルの振り返りと今の状況
- ▶ ドル安論の検証

SMBC Retail
Global Market View

2021

SPRING



持続的な景気回復への期待

2021年の景気見通しについては、徐々に明るさが増しています。3月にOECD(経済協力開発機構)が発表した最新の世界経済見通しでは、今年の世界の予想GDP成長率が4.2%から5.6%に上方修正され、主要国では日本が2.3%から2.7%に、米国は3.2%から6.5%に大幅上方修正されました。いずれもマイナス成長となった2020年からの回復が見込まれています。けん引役となるのは、各国で実施が見込まれている大型財政政策と、ワクチン接種の拡大による行動制限の解除です。

しかし、予想に見合う形で経済成長が実現するか、そしてその成長が持続するかには今なお不確実性が存在します。先行きの景気動向を読み解くには2つのポイントがあると考えています。

1つは、ワクチン接種の広がりを受けて、サービス業が改善に向かうかどうかです。3月に入って欧米を中心に世界各国では、新型コロナウイルスに対するワクチン接種のペースが加速してきました。米国では、当初4月末までの達成を目指していた国内での延べ1億回のワクチン接種を3月12日に前倒しで達成、英国では3月20日時点で成人の半数以上が接種を終えたと報じられました。日本はワクチン接種が欧米対比で遅れているものの、3月21日には1都3県に発出していた緊急事態宣言を解除しました。

ワクチン接種の拡大とコロナ感染者の減少は、物理的な行動制限の解除のみならず、人々の新型コロナウイルスに対する恐怖心の減退に前向きな影響を与えることが予想されます。今まで長い間抑えられていた外出や消費に対する欲求、いわゆるペントアップ・ディマンド(抑えられていた需要)が大きく持ち上がってくることが期待されます。実際、ワクチン接種の普及や行動制限の緩和を受けて、レストランの予約件数や航空便の予約状況に大幅な改善が見られ始めており、この動きは今後加速していくと思われます。

もう1つは、このような景気回復の持続性です。消費の拡大は生産・投資の回復につながり、雇用の増加につながります。一方で、コロナの影響によるインターネット関連の巣ごもり需要や自動車などの耐久消費財需要は、需要先食いの側面もあり、今後も需要が持続するかどうかには不確実性があります。よって、ペントアップ・ディマンドに依存するだけでなく、同時に持続的な経済成長につながるイノベーションと経済構造の転換を進めていく必要があります。

菅政権が打ち出している「デジタル」と「グリーン」において、デジタル化はコロナ禍の影響もあって急速に進んでいます。となると、今後はグリーン、すなわち脱炭素の動きを本格化させ、これを軌道に乗せていくことが注目されそうです。4月の米国での気候変動サミットや6月の英国でのG7など、世界各地で脱炭素化の議論が進む可能性があり、日本が世界の脱炭素化に積極的に関与していくことで、経済活動にプラスの効果が見込まれます。

2021年4月

株式会社 三井住友銀行

コンサルティング業務部 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

2021 SPRING

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. 過去の株価バブルの振り返りと今の状況	07~08
2. ドル安論の検証	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
ドル円相場	15~16
ユーロ円相場	17
豪ドル円相場	18
人民元相場	19
商品相場(金、原油)	20
為替コラム ポンドはどこまで上昇するか	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
------------	----

経済正常化への道

～ワクチン接種拡大と財政出動

景気見通し

3つの支援要因が景気を回復に導く

2020年の終盤から2021年の年始にかけては、欧米を中心に新型コロナウイルスの感染者が再拡大し、各地でロックダウン（都市封鎖）が導入されたことから経済活動が鈍化しました。しかし、昨年の春のロックダウン時と比較すると、経済活動の減速は小幅なものにとどまり、また、足元ではコロナワクチンの接種率の上昇から、先行きの景気回復への期待が高まっています。

今後の景気動向を展望すると、①コロナワクチンの接種拡大とそれにとまなうサービス部門の経済活動の改善、②米国など主要国での追加経済対策の実施、③各国での緩和的な金融政策の継続、が景気を回復に導くとみられます。

景気回復が予想通り、あるいは予想以上のペースで進んだ場合、金融緩和の早期の巻き戻しがあるのではないかと観測が台頭する可能性もありますが、当局者は早期の緩和縮小で景気が腰折れすることを避けたいと思うはずで、間違えるなら景気刺激をやりすぎの方がよいという考えが共有されており、経済政策サイドから景気が腰折れする可能性は小さいとみてよさそうです。

リスク要因

景気回復の可能性が見えてくるなかで、経済活動のリスク要因は上下両方向に存在します。最大のリスクは今なお下方向で、コロナ感染の再拡大が懸念されます。一方、上方向としては、急速な景気回復とインフレの上昇が挙げられます。

経済およびマーケットのリスクとしては、以下を想定しています。

- ①新型コロナウイルス：ワクチン普及の遅延、変異株増加による感染の再拡大
- ②米長期金利の急激な上昇：金利上昇は景気と株価にマイナス
- ③商品価格上昇とインフレ：景気過熱と需要増観測からインフレが上昇する可能性も
- ④金融政策：景気が過熱気味に推移した場合の各国中央銀行の対応
- ⑤米中問題：米バイデン政権の対中スタンス次第で米中摩擦が高まる恐れも
- ⑥政府債務問題：コロナ対策などによる政府債務の急増が将来のリスクとなる恐れ

マーケット動向

景気回復がリスク性資産上昇の支えに

これまで、積極的な金融緩和政策が株高を支えてきましたが、一段の株価上昇のためには企業の業績改善が必要となってきます。この、いわゆる流動性相場から業績相場への移行は、多少でこぼこしながらもおおむね円滑に進んでいきそうです。

ワクチン接種の広がりや追加経済対策の実施によって景気回復が力強く進むことから、企業業績には一段の改善が期待でき、これが株式などリスク性資産の上昇を支えるとみられます。この流れのなかでは、超低金利に支えられながら上昇を実現してきたグロース株（成長株）よりも、経済成長にとまなう業績回復によって上昇が期待できるバリュー株（割安株）に注目が集まりそうです。

為替市場では、経済活動の正常化によってドル円相場での緩やかな円安が予想されます。米国の長期金利がゆっくりと上昇しながら、株高との共存が可能となることで、円安トレンドが続く可能性がありそうです。対外投資スタンスの積極化もこの流れを支えるとみられます。

TOPICS

～市場の注目材料～

1 過去の株価バブルの振り返りと今の状況

- ITバブル崩壊およびリーマン・ショック時の熱狂とその反動
- 株高トレンドは持続可能

2 ドル安論の検証

- 基軸通貨としてのドルの地位は揺らぐ
- 米FRBの緩和長期化はドル安につながるか

※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。

コロナ第3波を乗り越えて景気は力強い回復へ

2021年の世界経済の成長率は5.9%と、前年のマイナス3.4%からV字型の回復になると予想します。2020年の成長率が予想を上回ったことから前回対比で下方修正となりましたが、力強い回復をみていることに変わりはありません。2022年は4.6%と高い成長率が続くものとみえています。

昨年終盤には世界各地で新型コロナウイルス感染が再拡大しましたが、その後は各国でワクチン接種が進み、感染者増加に歯止めがかかってきています。今後は、ワクチン接種の広がりによるサービス業の活動回復と各国での追加の財政刺激を追い風に、力強い景気回復が期待されます。

足元での米国の長期金利上昇やインフレ懸念には注意を払う必要がありますが、全体としては、金利やインフレの過度な動きは抑えられ、成長を妨げるものにはならないとみられます。外交面では米中対立の行方に目を配る必要がありそうです。

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	
	2020年実績	2021年予測	2022年予測	2021年 2022年		2020年実績	2021年予測	2022年予測	2021年 2022年	
	世界経済	-3.4↑	5.9↓	4.6↑						
米国	-3.5↑	6.0↑	4.8↑	5.5	3.8	1.4-	1.9↑	1.9-	1.8	1.9
ユーロ圏	-6.8↑	4.3↓	4.6↑	4.2	4.1	0.3-	1.6↑	1.4-	1.4	1.2
日本	-4.8↑	2.7↑	2.9↑	2.7	2.1	-0.4-	0.3↑	0.6↑	0.0	0.4
オーストラリア	-2.4↑	5.4↑	3.2↓	3.9	3.3	0.8-	1.9↑	1.9↑	1.7	1.7
中国	2.3↑	8.9-	5.5-	8.4	5.5	2.5-	1.3↓	2.3↑	1.6	2.3

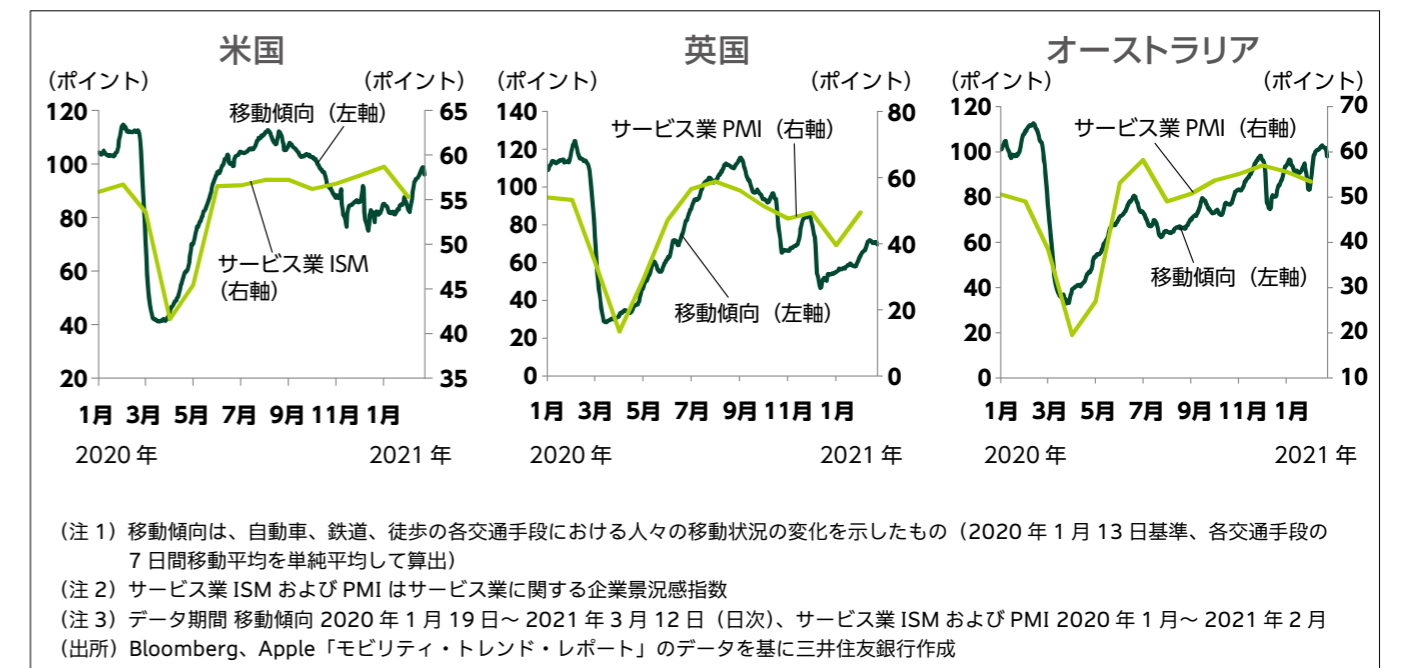
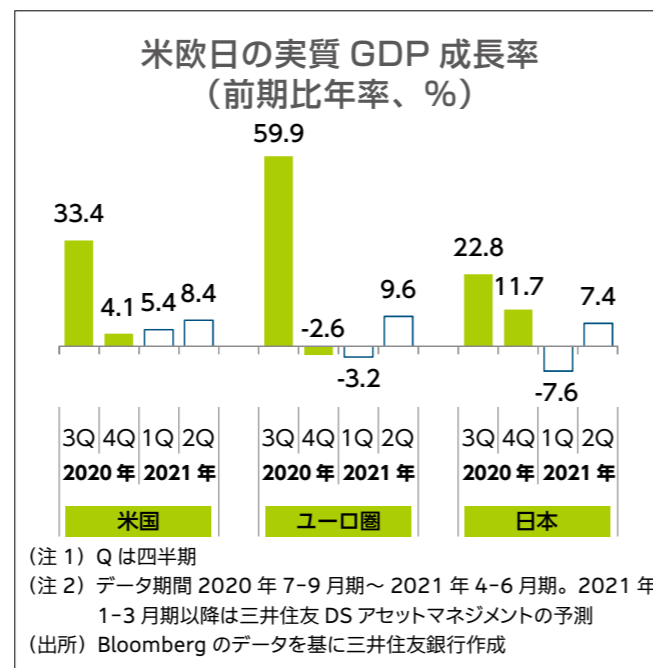
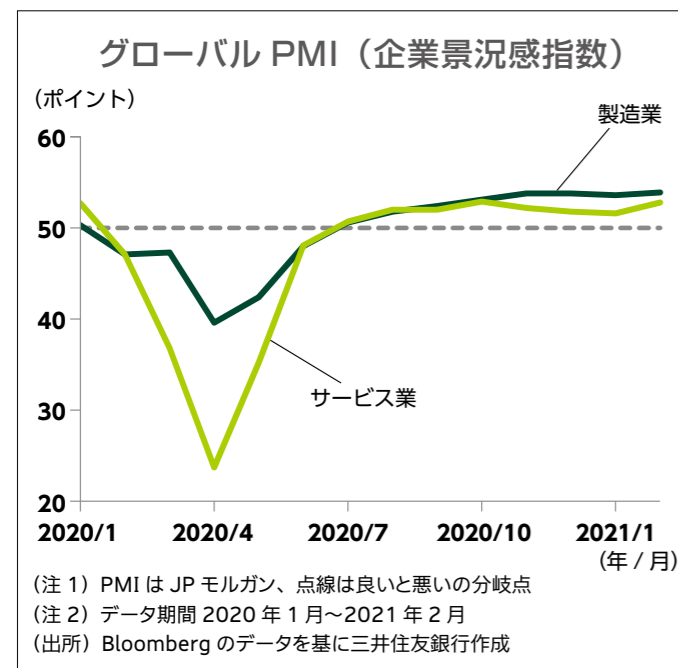
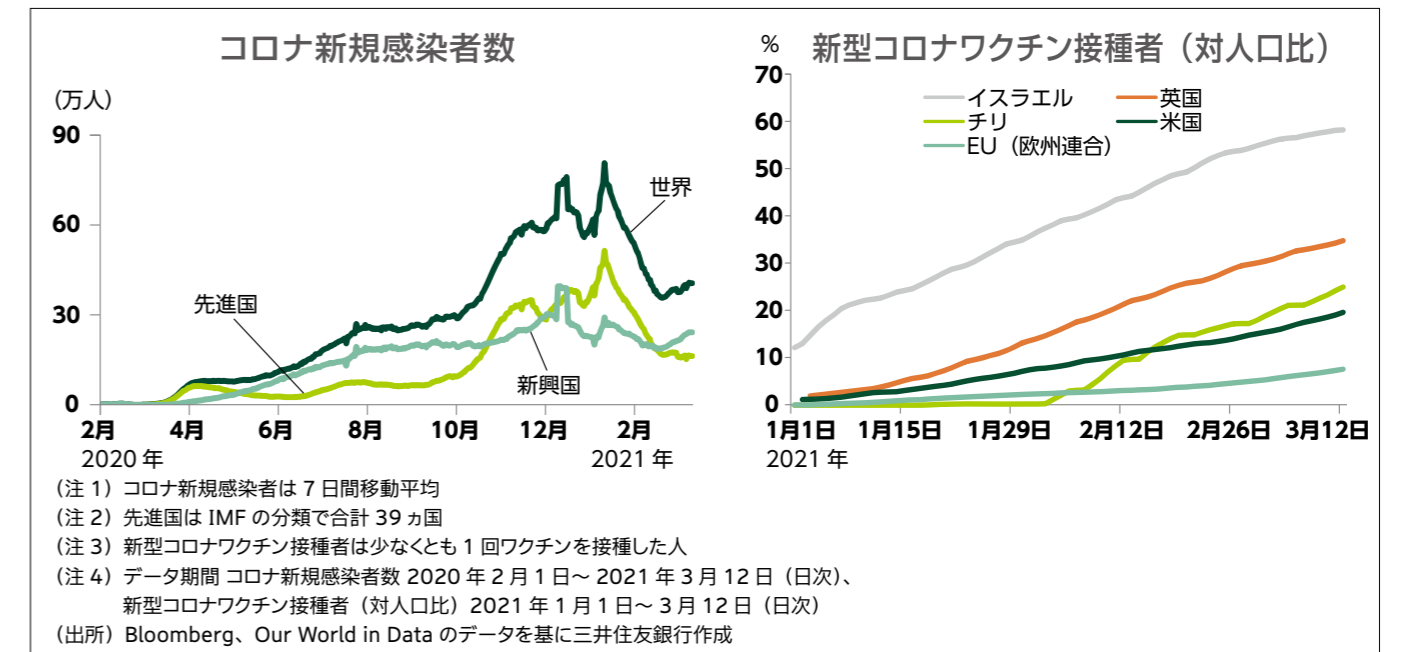
(注1) 予測は三井住友DSアセットマネジメント、矢印は前回予測(2021年1月号)との比較で、↑は上方修正、-は変更なし、↓は下方修正を示す
 (注2) 市場は3月12日時点での各社予想をBloombergが集計した各社予想の中央値
 (注3) 米国と日本の消費者物価上昇率はコア(米国は消費デフレーター除く食品・エネルギー、日本は除く生鮮食品)
 (出所) 三井住友DSアセットマネジメントの資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

鍵を握るのはサービス部門の正常化

コロナ禍の中でも、デジタル関連や巣ごもり関連など、財への需要は比較的早期に回復の動きがみられました。しかし、国境を越える往來の規制および外出や大人数での集まりに関する制限が導入されたことで、航空、鉄道、ホテル、飲食店、などのサービス業は厳しい環境が続いています。

一方、各国政府によるロックダウン(都市封鎖)などの外出規制とコロナワクチンの接種拡大を受けて、新規コロナウイルス感染者は減少傾向にあります。今後、一段とワクチン接種が広がり、感染者数が減少を続けられれば、外出規制が緩和され、サービス業の回復が期待できるようになります。

各国の人々の外出行動とサービス部門の景況感指数の間には一定の相関がうかがわれます。今後、コロナ感染を抑え込み、外出規制を緩めることができるようになった国から順に、サービス部門の経済活動の回復が進んでいくとみられます。



はじめに
 マクロ経済環境
 トレックス
 マーケット動向

トピックス

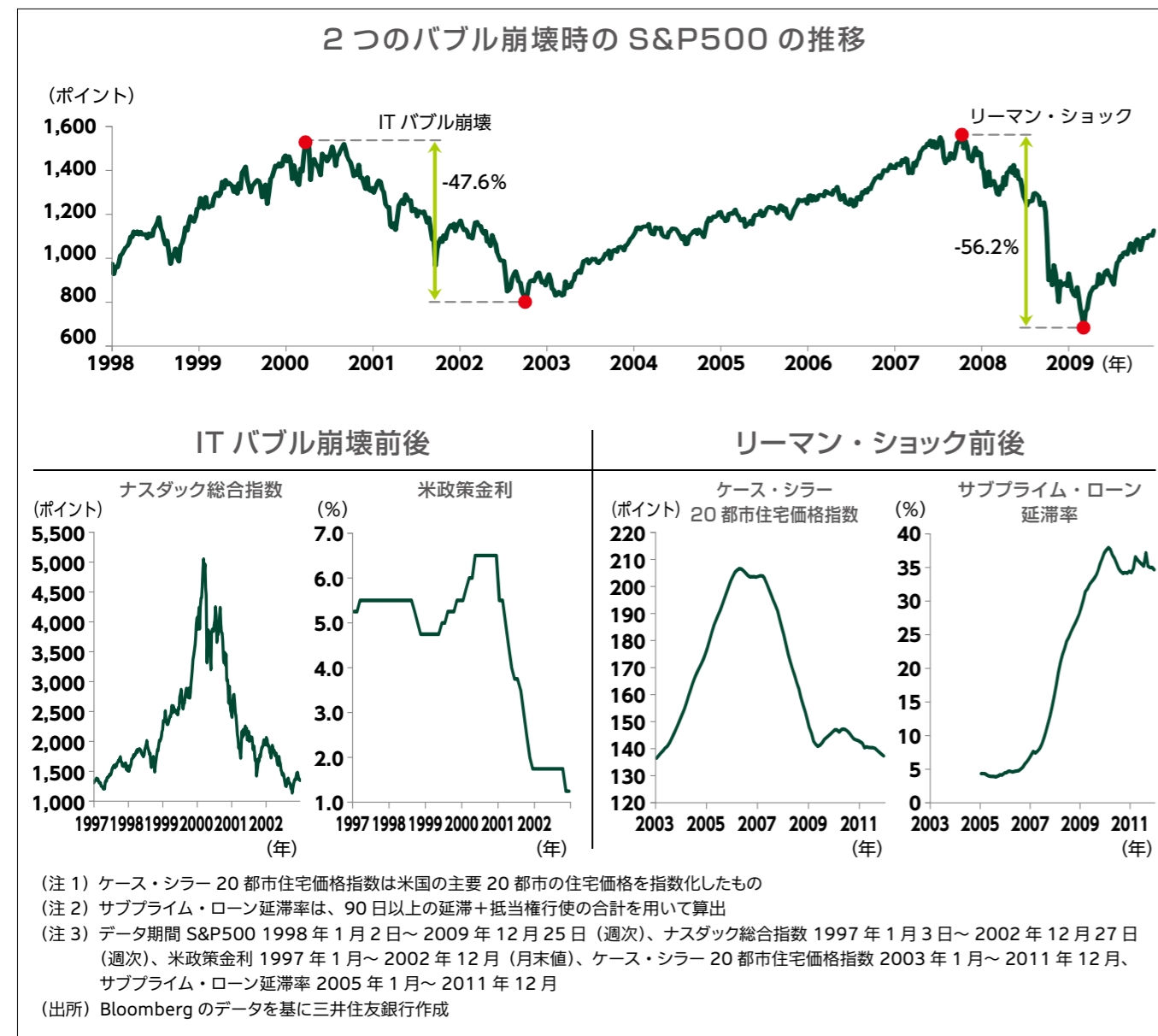
1. 過去の株価バブルの振り返りと今の状況

IT バブル崩壊およびリーマン・ショック時の熱狂とその反動

2000 年前後に米国で起こった IT バブル崩壊と 2008 年のリーマン・ショックは、それぞれ株価が高値から半分強、半分弱まで下落する壮絶な展開となりました。

IT バブルでは、ニューエコノミーと呼ばれる低インフレ高成長のなか、インターネットブームで IT 銘柄を中心に株価が高騰しました。ナスダック総合指数は 3 年で 4 倍以上になりましたが、最終的には米 FRB(連邦準備理事会)の利上げで相場が反転、9.11 テロもあって株価は大幅下落しました。

リーマン・ショック前は、住宅価格の大幅上昇を受けて、サブプライム・ローンと呼ばれる信用力の低い住宅ローンが数多く実行され、それを証券化したものが投資対象としてもてはやされていました。しかし、返済能力に劣る同ローンの延滞率が急上昇すると、証券化市場が機能不全に。関連証券に大きく投資をしていた欧米金融機関が巨額の損失を被る事態となり、株価が暴落しました。

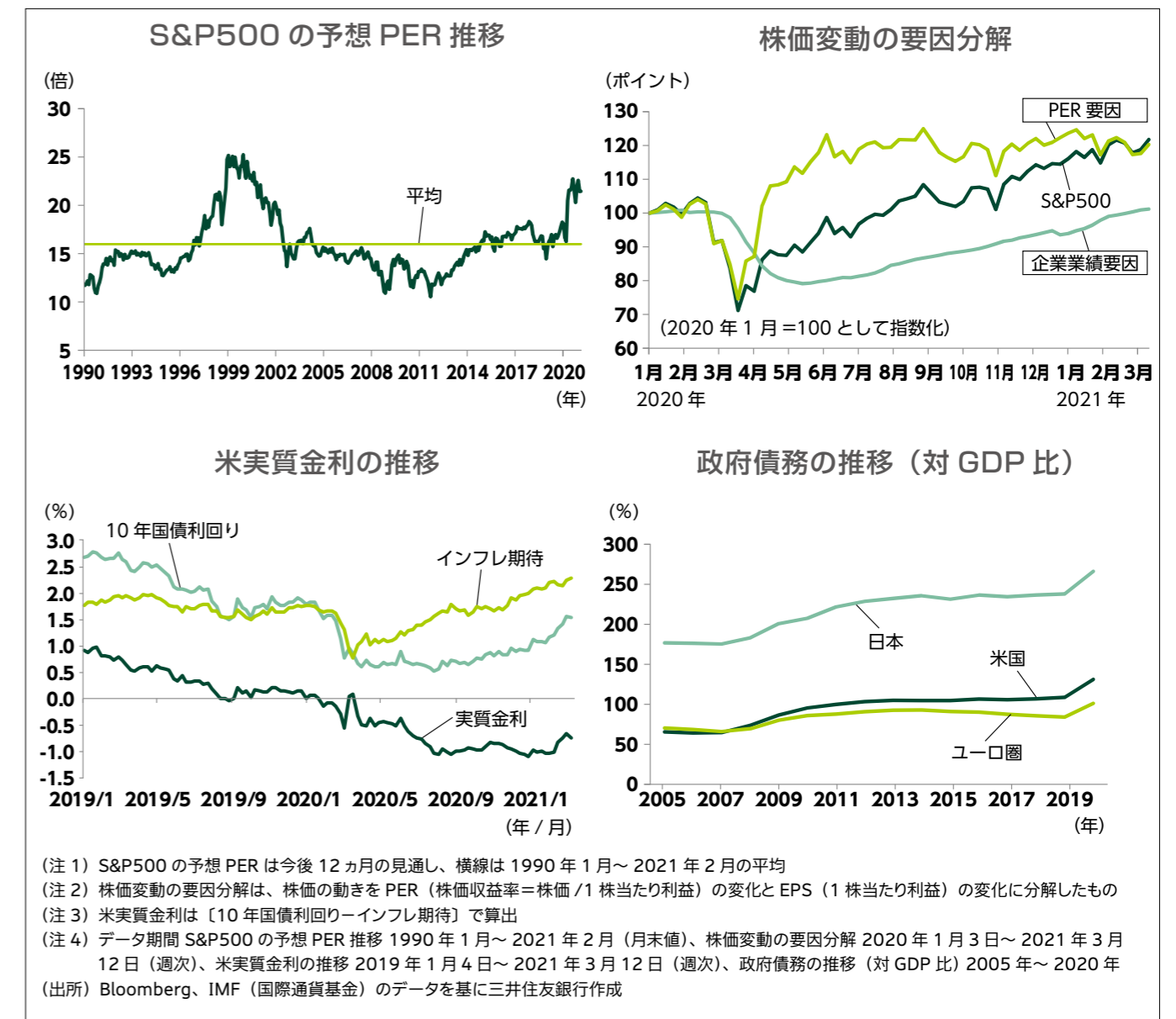


株高トレンドは持続可能

現在の米国の株式市場では前述のような熱狂は見あたりません。ただし、S&P500 の予想 PER (株価 / 1 株当たり利益: 数字が高いと割高、低いと割安) は 22 倍と過去平均の 16 倍を上回っており、やや割高感があります。

しかし、企業業績が一段と改善していけば、PER の分母である 1 株当たり利益が増加するため、割高感は薄まっていきます。企業の業績改善によって株価の上昇トレンドは維持されるとみられます。

市場では米長期金利の上昇を懸念する声もありますが、米 FRB(連邦準備理事会)の金融緩和の継続姿勢によって実質金利はマイナス圏にとどまり、株高を支援し続けることが予想されます。また、拡大を続ける政府債務という過剰リスクを指摘する向きもありますが、現時点では、市場は積極的な財政支出を評価しているため、当面、問題視されることはなさそうです。

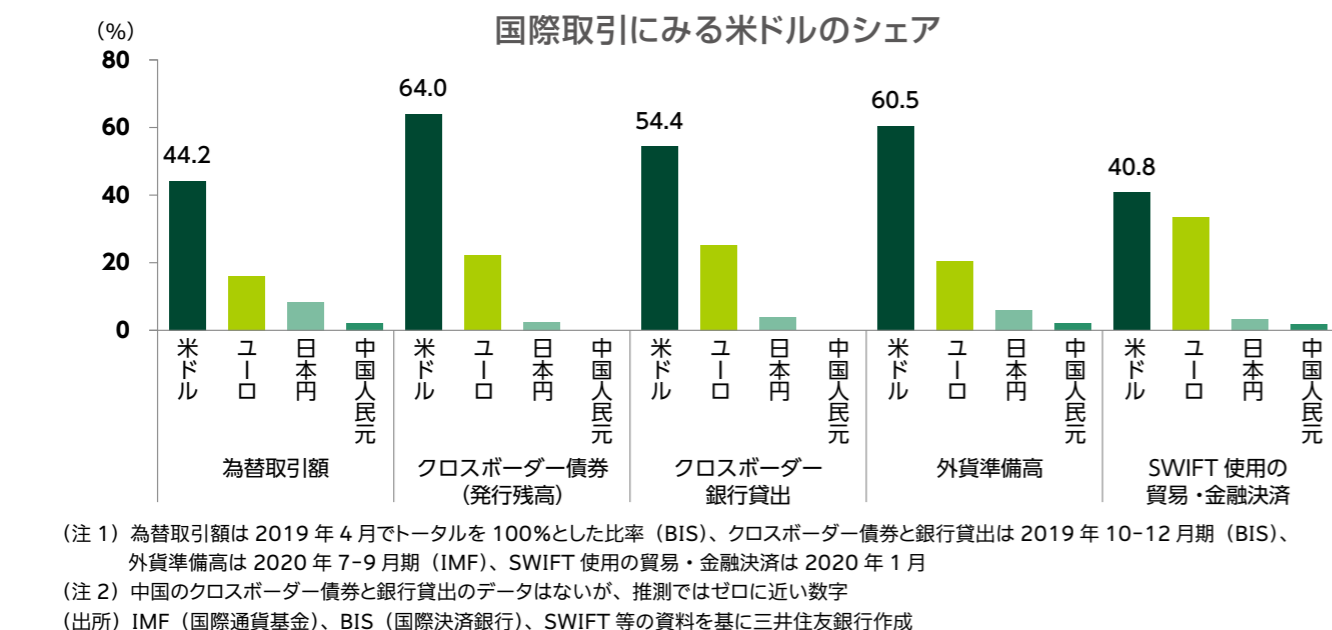
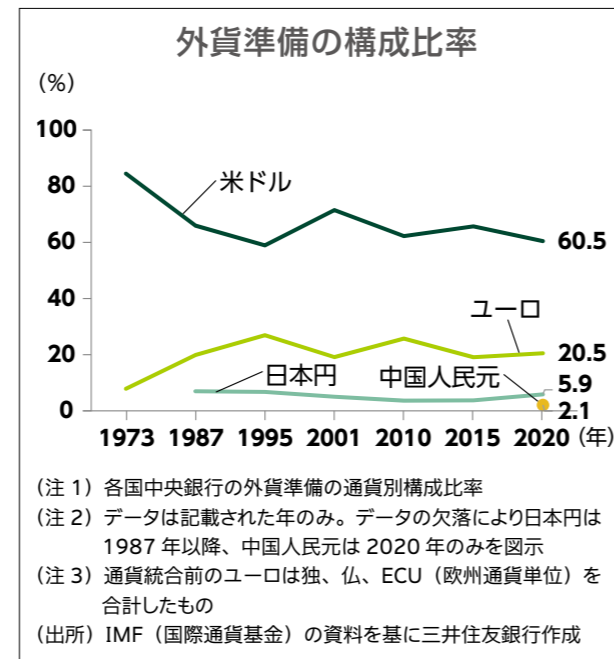
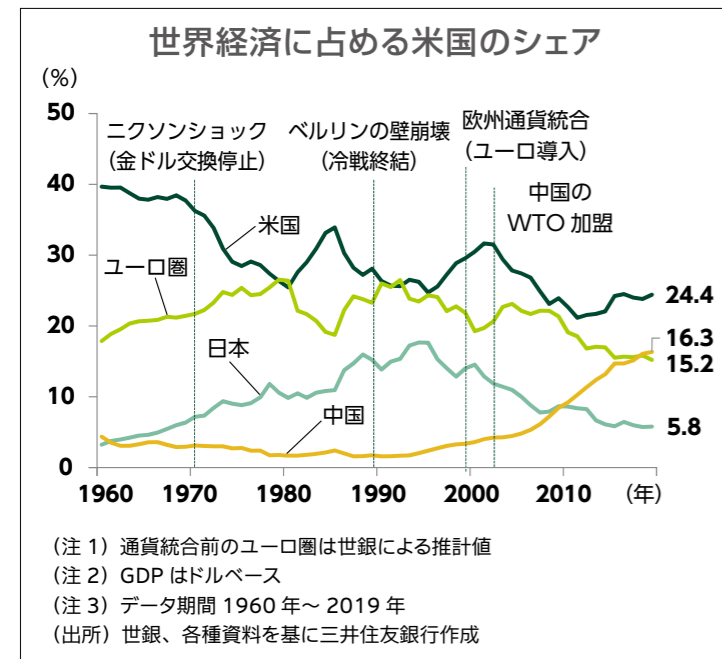


基軸通貨としてのドルの地位は揺らぐか

中国等の新興国の台頭で米国経済の世界シェアは低下傾向にあります。世界の中央銀行の外貨準備に占める米ドル（以下単にドル）の構成比率は約 60%と、高水準で安定して推移しています。

外貨準備以外の国際的取引をみても、為替取引、国際的な債券や銀行貸出の面では、ドルのシェアが圧倒的です。貿易・金融面の決済でこそユーロ圏での域内取引を担うユーロのシェアは高いものの、それでもドルの優位性は変わらず、世界の基軸通貨としてのドルの地位に揺らぎはみられません。

基軸通貨には、使い勝手から継続使用の法則が働きやすいことは事実ですが、経済力だけでなく軍事力、技術力、国際的な政治力なども含めた総合的な国力の高さが評価されているとみられます。ドルが基軸通貨としての地位を失えば、長期的なドル安局面が予想されますが、そうした懸念は杞憂とみられます。

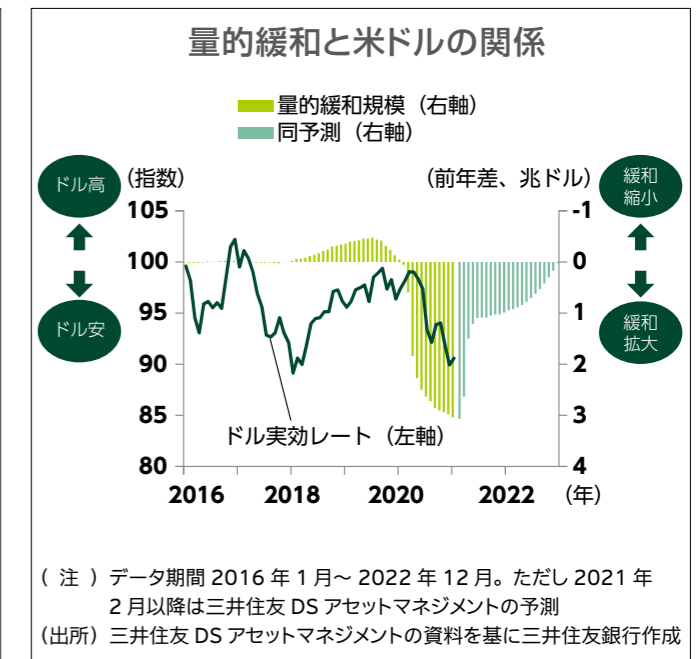
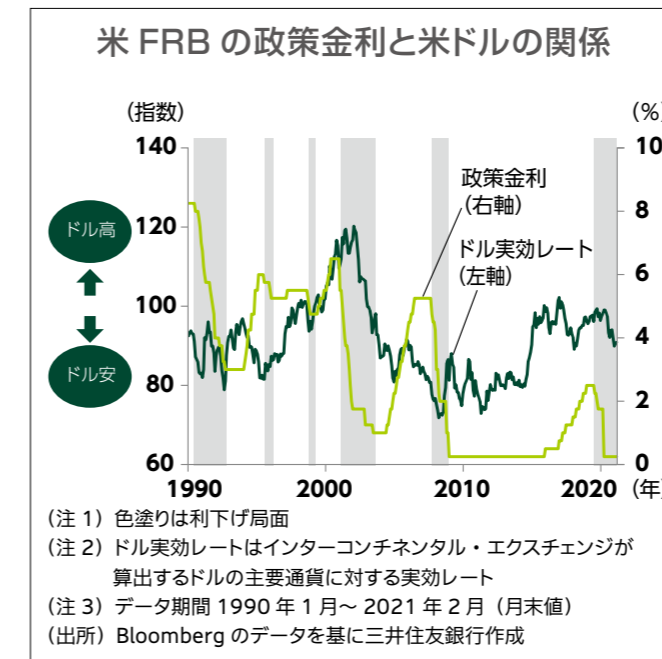


米 FRB の緩和長期化はドル安につながるか

米 FRB (連邦準備理事会) の金融緩和はドル安につながる傾向があります。ただし、2000年代初頭の利下げ局面の初期や2007年以降の利下げ局面の終盤は、利下げにもかかわらずドル高が進んでおり、例外的な動きもみられます。

ゼロ金利からの利上げは早く2023年とみられますが、2022年には量的緩和の縮小が始まるとみられます。緩和縮小に先立ち、米 FRB による事前告知が予想されますので、量的緩和の縮小が意識されれば、ドル高の動きも予想されます。

他方、中長期的には米国経済の優位性の低下が予想され、この観点からはドル高が進みにくい環境が予想されます。人口成長率の評価は難しい問題ですが、人口の高めの伸びは1人当たりの GDP 成長率、すなわち労働生産性を引き下げます。



主要国の GDP と人口の成長率見通し (期間平均)

国	GDP 成長率 (単位: %)				人口成長率 (単位: %)	
	2010-2019年実績	2020年見込み	2021年予測	2022-2025年予測	2010-2019年実績	2020-2025年予測
米国	2.3	-3.4	5.1	2.2	0.7	0.4
ユーロ圏	1.4	-7.2	4.2	2.1	0.2	0.1
日本	1.3	-5.1	3.1	1.1	-0.1	-0.4
中国	7.7	2.3	8.1	5.7	0.5	0.2

(注) 2020年10月時点の世界経済見通し。ただし2020年と2021年の GDP 成長率は2021年1月時点の改定値
 (出所) IMF (国際通貨基金) の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

経済：ワクチン接種と財政出動で大幅回復の見込み

今冬のコロナ感染の再拡大を受けて、経済活動はサービス業を中心に減速しました。しかし、コロナワクチンの接種の広がりを受けて、この先は対面での業務をとまなうサービス業の活動が戻ってくるとみられます。

また、3月には1.9兆ドルの追加経済対策が成立しました。現金給付については、昨年3月の1,200ドル、昨年12月の600ドルに続いて、今回は支給該当者に1,400ドルが配られます。家計の可処分所得は一段の増加が予想され、消費に回せる資金が積み上がりそうです。

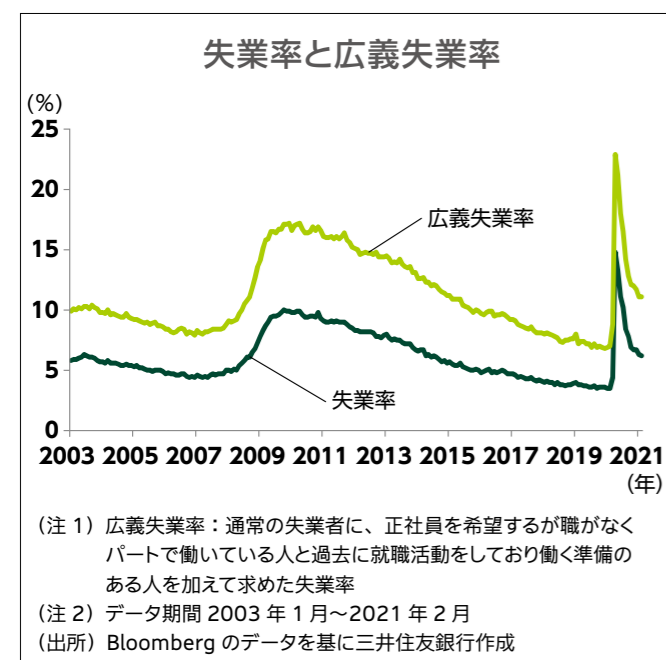
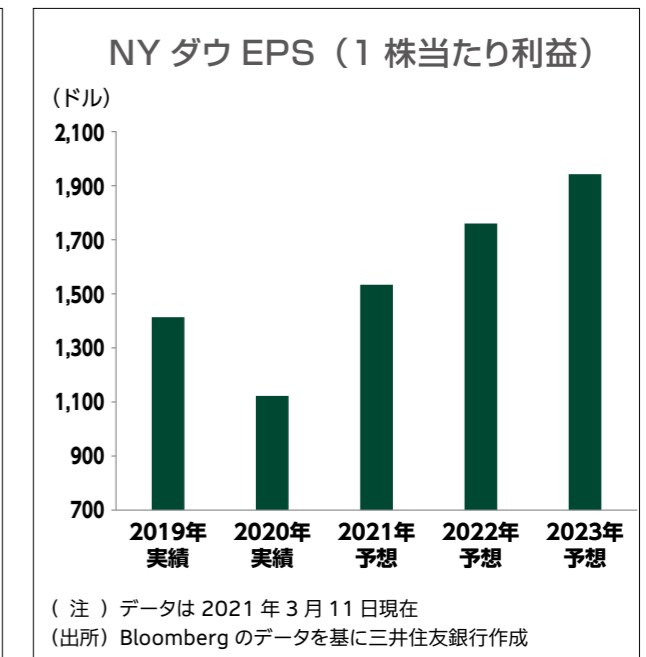
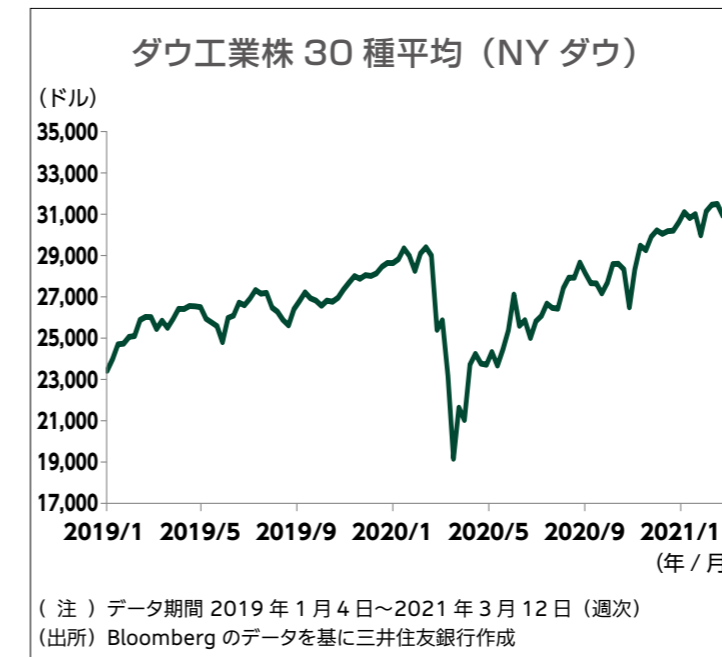
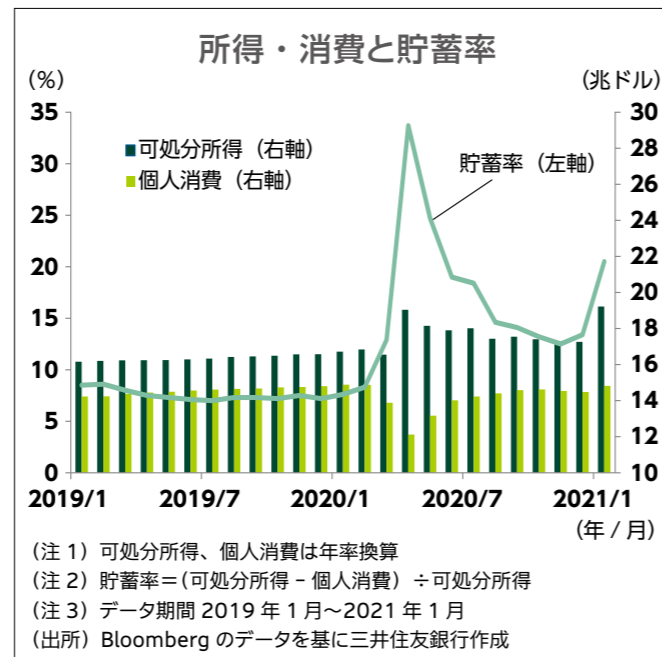
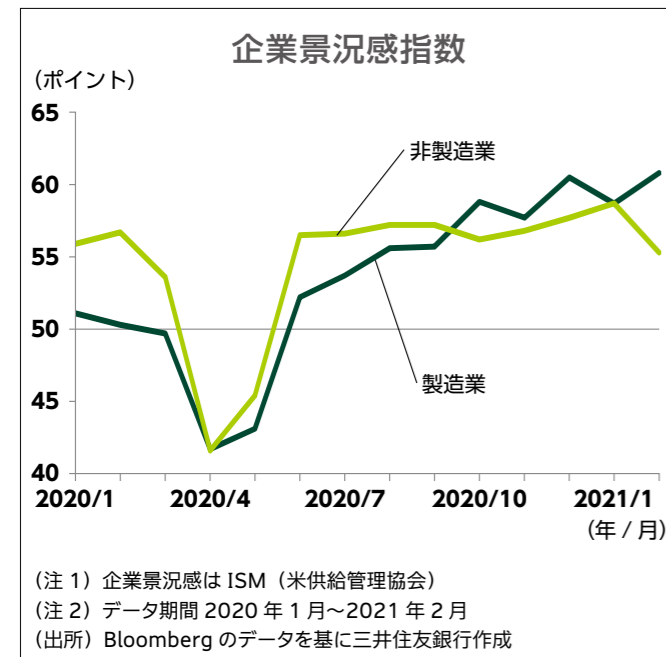
コロナ懸念が後退すれば、抑えられていた需要（ペントアップ・デマンド）が一気に出てくるのが予想され、消費が大きく増加するとみられます。また、消費の拡大は生産・投資の回復につながり、雇用の増加を生み出すことから、今なお高水準にある失業率の低下に寄与しそうです。

株価：流動性相場から業績相場へ

これまでは、じゃぶじゃぶのマネーが株高を支えてきました。米FRB（連邦準備理事会）の金融緩和姿勢は維持されますが、株価上昇が続くためには景気回復と企業業績の一段の改善が重要なポイントとなります。

ワクチン接種の広がりや追加経済対策の実施によって景気回復が力強く進むことから、株式相場は今後も堅調な値動きが期待できますが、今まで超低金利に支えられながら株価上昇を実現してきたグロース株（成長株）は上昇ペースが鈍化してくる可能性があります。

一方、今まで出遅れ感のあった素材関連や消費関連などのバリュー株（割安株）は、経済成長にともなう業績回復によって株価の上昇が期待できます。NYダウなどの主要株価指数はグロース株からバリュー株への主役交代によって上昇を継続するとみられます。



昨年12月と今年3月の米追加経済対策

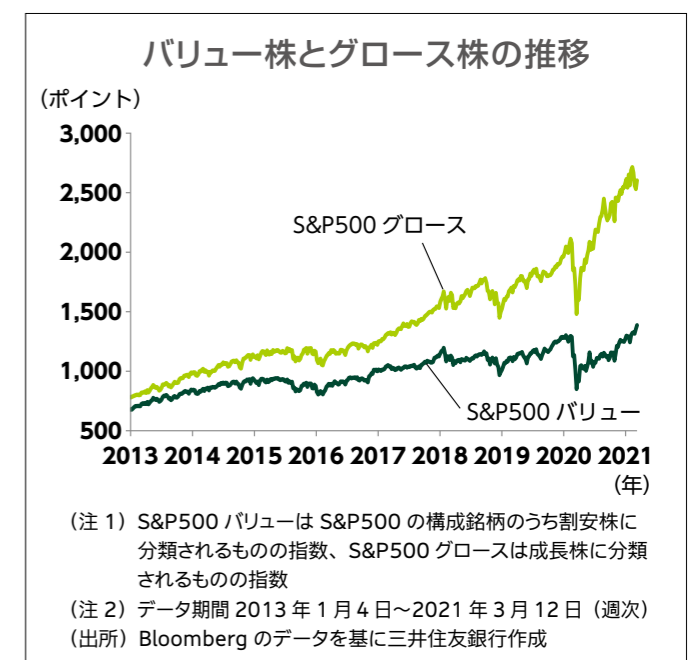
時期	主な内容	金額	対GDP比
2020年12月	現金給付 (1人600ドル) 失業給付 (週300ドル加算) コロナ対策 中小企業支援、その他	0.9兆ドル	4.3%
2021年3月	現金給付 (1人1,400ドル) 失業給付 (週300ドル加算の延長) コロナ対策 中小企業支援、その他	1.9兆ドル	9.1%

(出所) 各種報道より三井住友銀行作成

米FRBの経済見通し (単位:%)

	2021年	2022年	2023年
GDP	今回	6.5	3.3
	前回	4.2	3.2
失業率	今回	4.5	3.9
	前回	5.0	4.2
インフレ率	今回	2.2	2.0
	前回	1.8	1.9
政策金利	今回	0.1	0.1
	前回	0.1	0.1

(注1) 米FRB (連邦準備理事会) の予想は米FOMC (連邦公開市場委員会) 参加者の予想中央値、前回は2020年12月時点、今回は2021年3月時点
(注2) インフレ率は消費デフレーター (除く食品・エネルギー) の前年比上昇率
(出所) 米FRBの資料を基に三井住友銀行作成



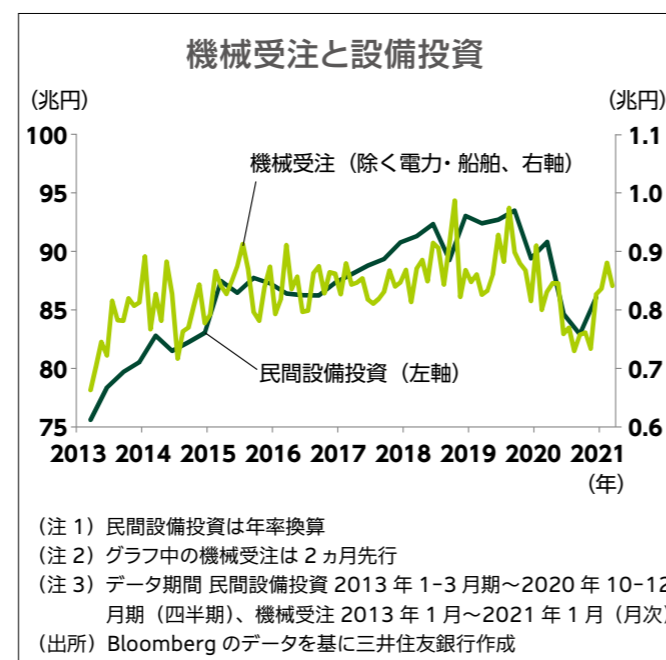
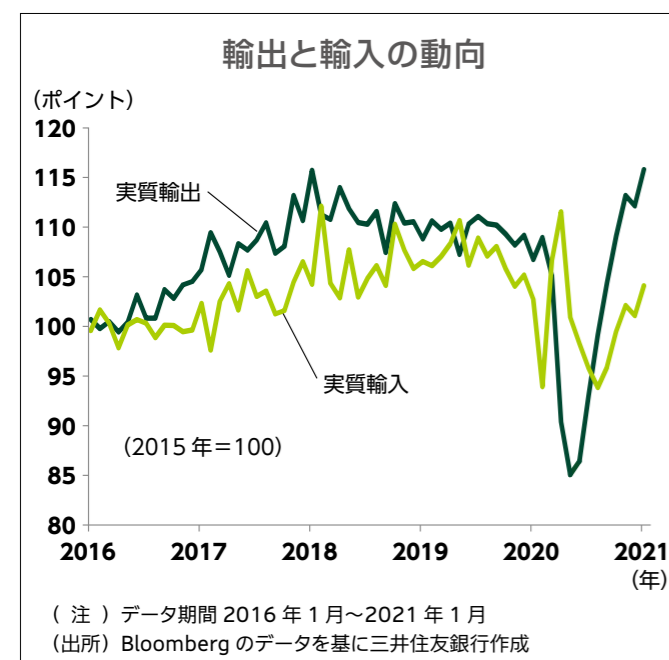
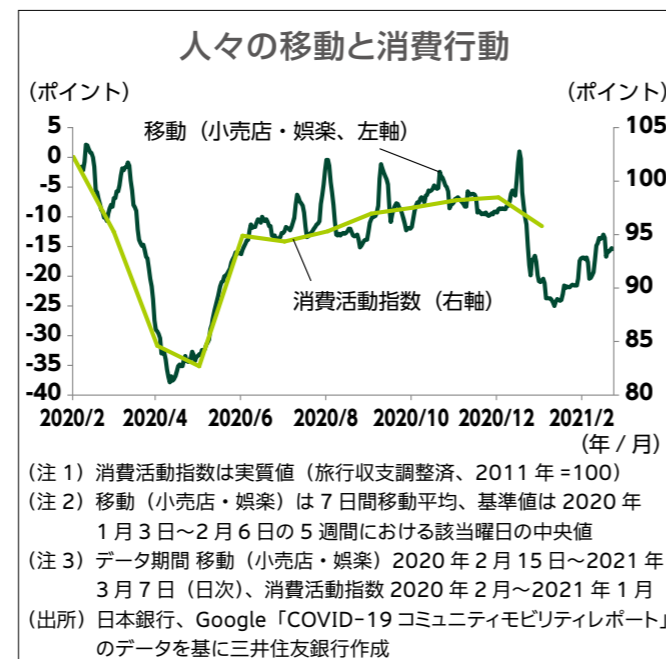
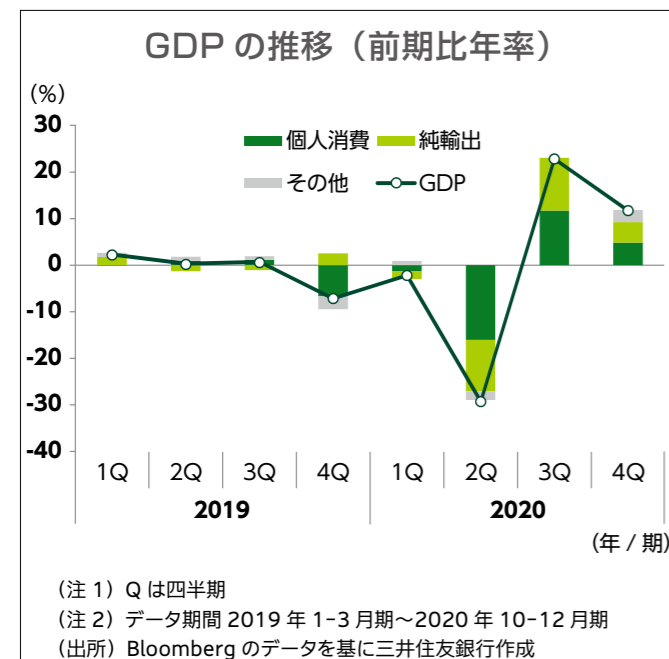
はじめに
マクロ経済環境
トピックス
マーケット動向

経済：先行きは楽観的要因が待ち構える

人々の移動と消費行動には一定の相関が存在します。1都3県で1月8日から始まった2回目の緊急事態宣言を受けて、1-3月期の消費は大幅な落ち込みが見込まれていますが、新規コロナ感染者の減少と宣言の解除が実現し、人々の外出行動が再び活発化すれば、4-6月期には消費の反発が期待できます。

輸出活動については、世界のなかで中国がいち早く回復に向かったこと、財への需要はサービスよりも回復が早かったこと、などから大幅な改善をみせています。今年の世界経済の成長は大幅拡大が予想されており、輸出にも一段の増加が期待できます。

消費の回復と輸出の増加を受けて、今年は設備投資の動きが活発化してきそうです。政府の掲げるデジタル化と脱炭素化の成長戦略も、新規投資の増加に寄与する可能性があります。

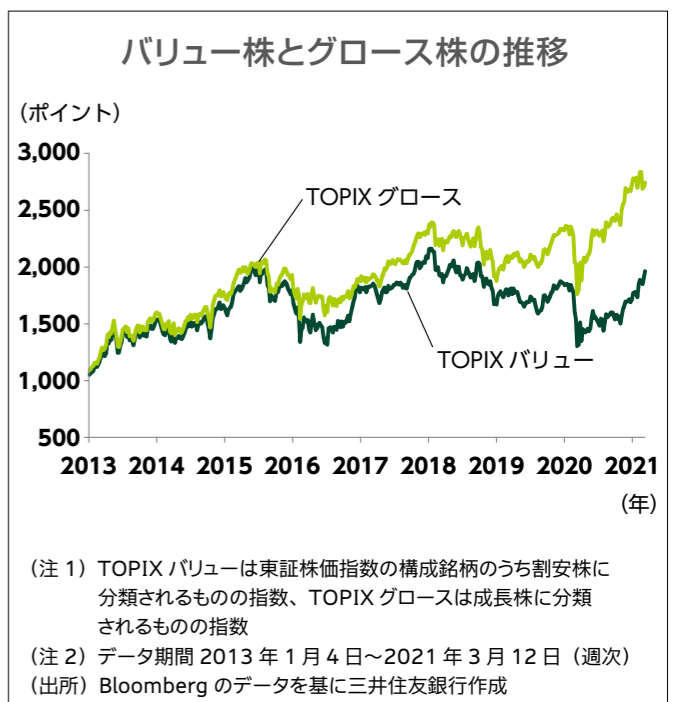
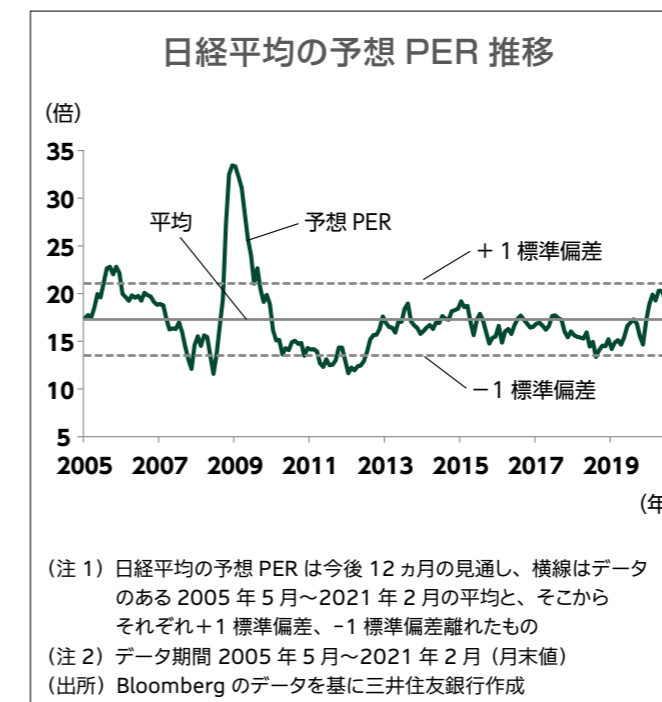
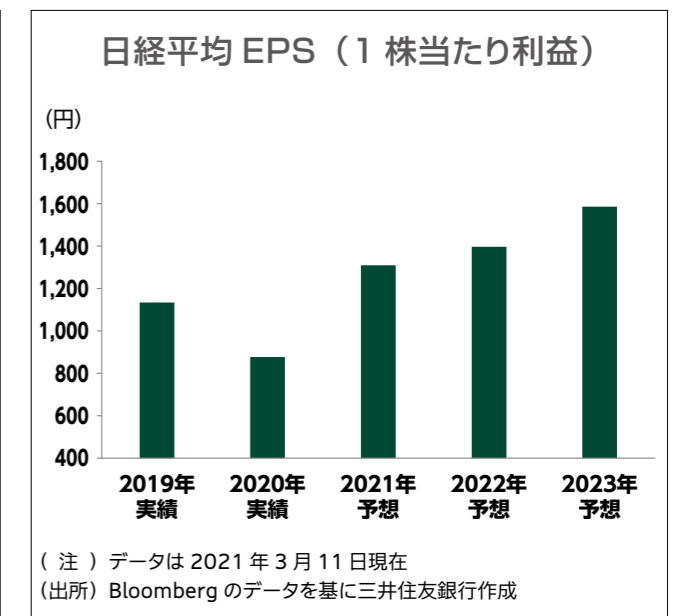
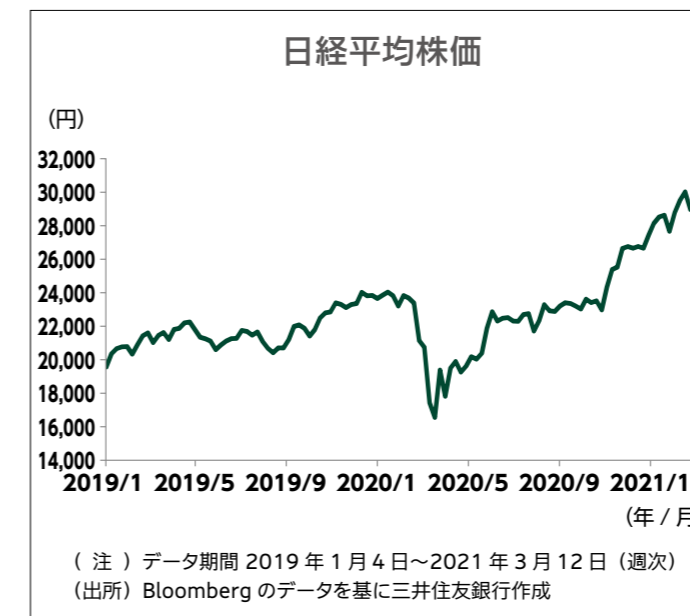


株価：本格的な景気回復で株価は上値を追う展開に

2021年に入ってから株式市場は堅調な値動きが続いており、日経平均は3万円台乗せを実現するなど、1990年以来の高値圏まで戻ってきました。経済成長の回復にしたがって、今後も株価の上昇が見込まれます。

PER（株価収益率＝株価/1株当たり利益）は過去平均と比較してやや高水準となりつつありますが、バブルを心配させるような状況にはありません。ただし、ここからのPERの上昇余地は徐々に限られてくることから予想されるため、株価の上昇は主に企業業績の回復に沿ったものとなりそうです。

今までの期待先行から本格的な景気回復のステージに入ってくることから、企業業績の改善はより広範なものとなっていきます。それによって、相対的に今まで出遅れ感のあったバリュー株（割安株）や景気循環株が、この先の株価上昇のけん引役となることが期待されます。

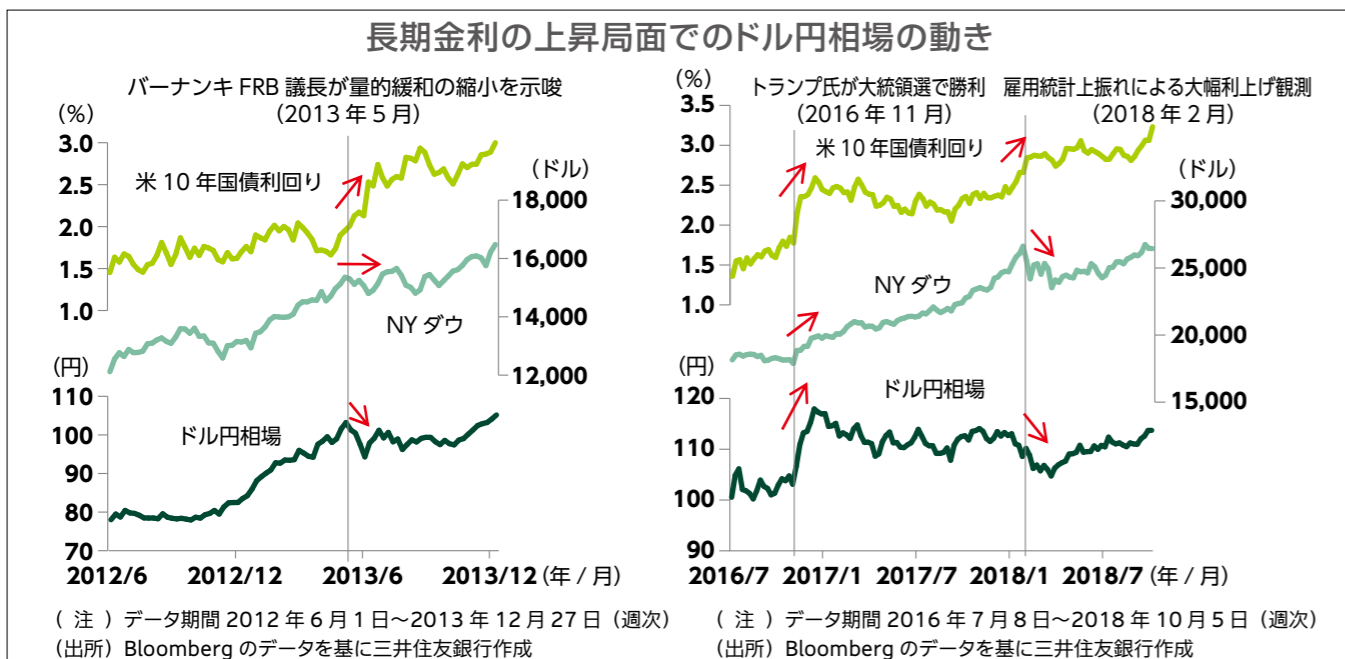
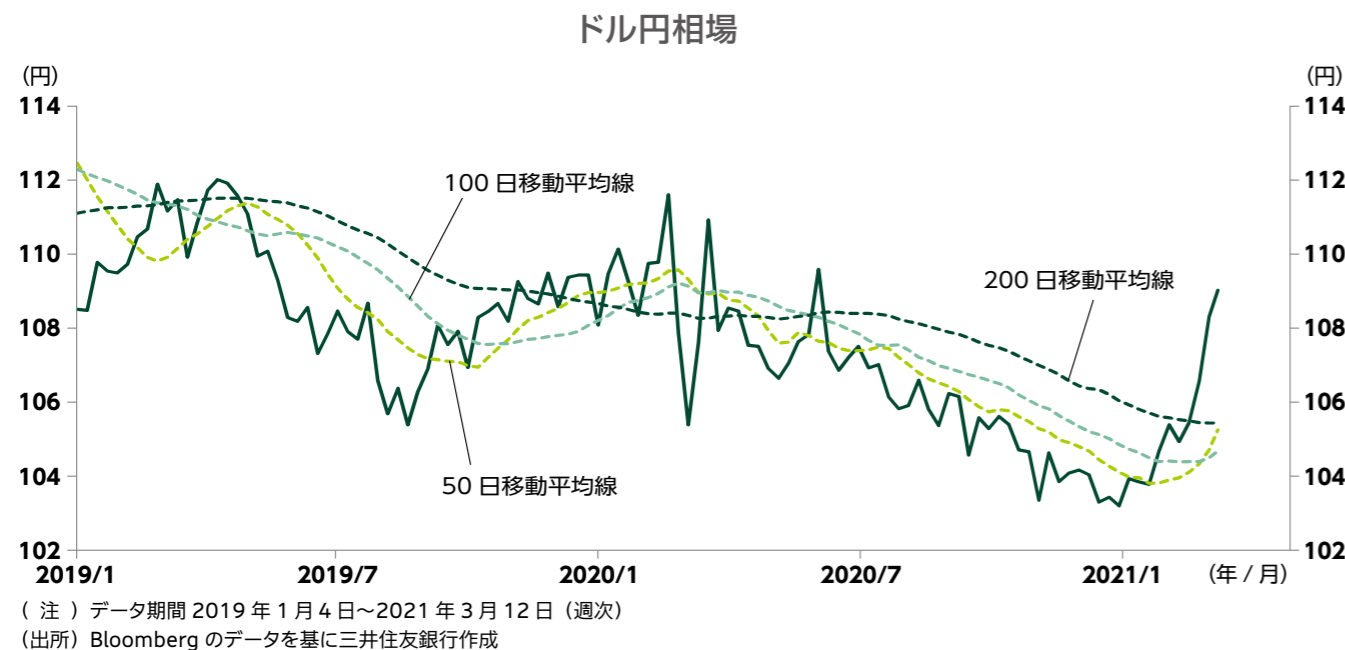


ゴールドクロスが示唆する円安

米国の長期金利の上昇とほぼ連動して、ドル円相場では急ピッチでの円安が進行しました。経済活動の正常化が相場のテーマとすれば、ドル円相場はコロナ前の水準に戻る動きと考えられます。

移動平均線から当面のトレンドを推測すると、足元では50日線が100日線を上抜けし、200日線の上抜けは時間の問題とみられます。いずれ100日線による200日線の上抜けも視野に入るとみられ、短期の移動平均線が長期の移動平均線を上抜けする、「ゴールドクロス」といわれるチャート局面が続くことで、相場には上向きのトレンド、すなわち円安トレンドが期待できそうです。

米国の長期金利との関係では、金利上昇が株価の調整を招く場合は、円安が進まないようにみられます。その意味では、金利水準がゆっくりと上がりながら、株高との共存が可能になる場合は、円安トレンドが続く可能性がありそうです。

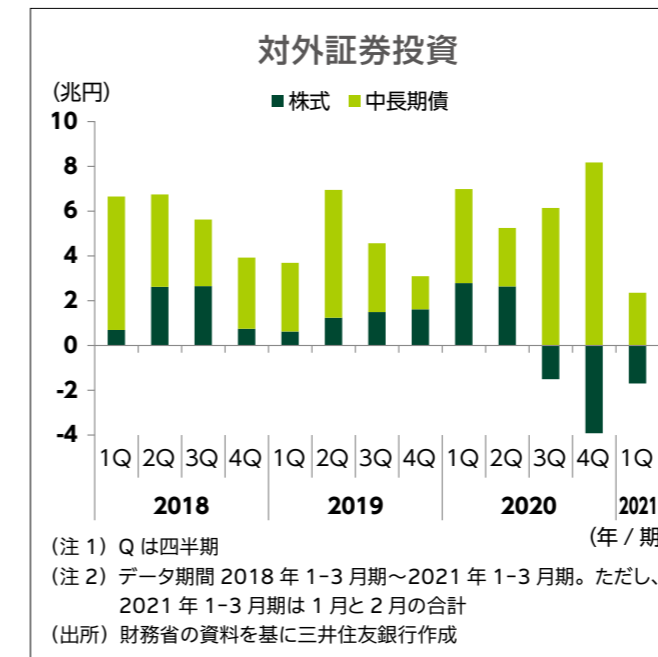


期待される対外証券投資の活発化

需給面では、対外証券投資に関連した円売りドル買いの為替フローはやや低調です。日本の低金利環境を反映して債券投資は活発ですが、株式投資ではマネーを引き上げる動きが優勢となっています。新年度入りすれば、対外投資スタンスが積極化すると予想されます。

相場のテーマ面では、金融緩和の撤退 (= 出口) 時期に焦点があたる場合、米 > 豪 > ユーロ > 円という順番で通貨の強さが意識される可能性がありそうです。日銀については、量的緩和の弾力運営を緩和縮小開始と受け止める見方は少ないとみられます。

過去の円高局面はリーマン・ショックをはじめ何か大きな経済・金融面のショックが市場を襲い、投資家がリスク回避姿勢を強めた場合に多く観察されます。



金融緩和政策からの出口時期

	量的緩和縮小開始時期	金利政策 次回の利上げ
日本	弾力的な運営に移行済み	2024年以降
米国	2022年初	早くて2023年末
ユーロ圏	早くて2022年3月以降	2024年以降
オーストラリア	2022年前半	2024年以降

(出所) 三井住友 DS アセットマネジメントの資料を基に三井住友銀行作成



はじめに
マクロ経済環境
トレンクス
マーケット動向

マーケット動向

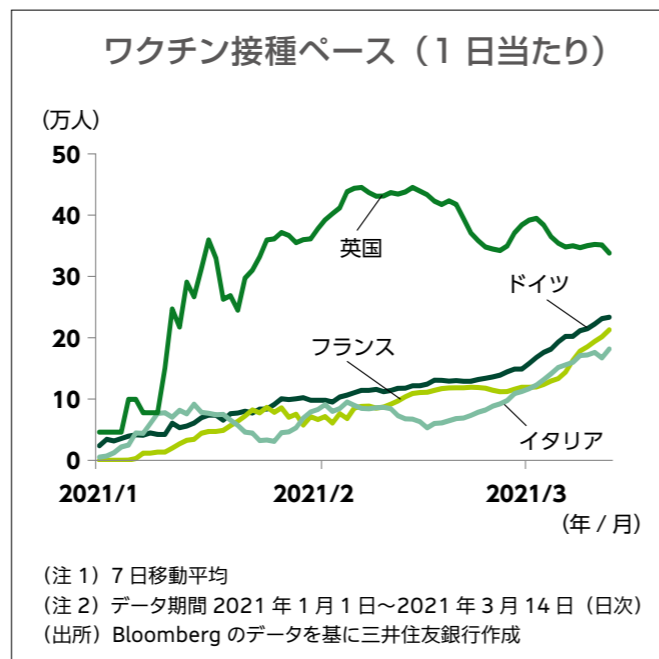
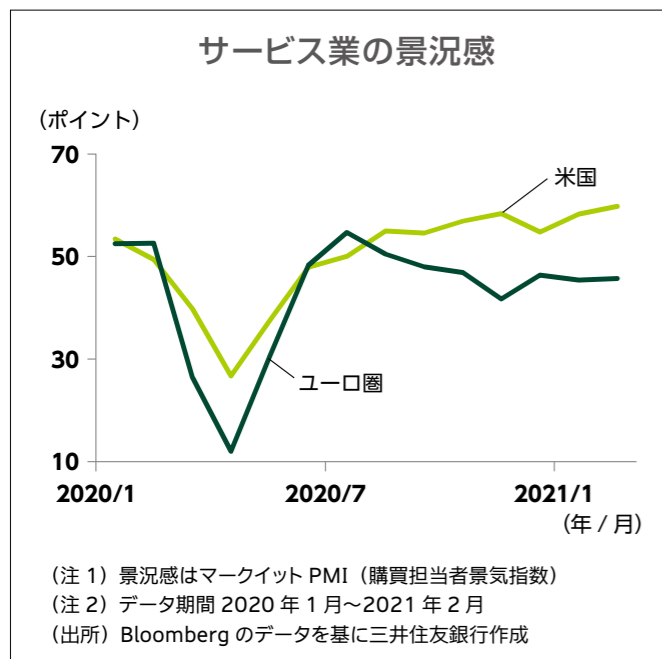
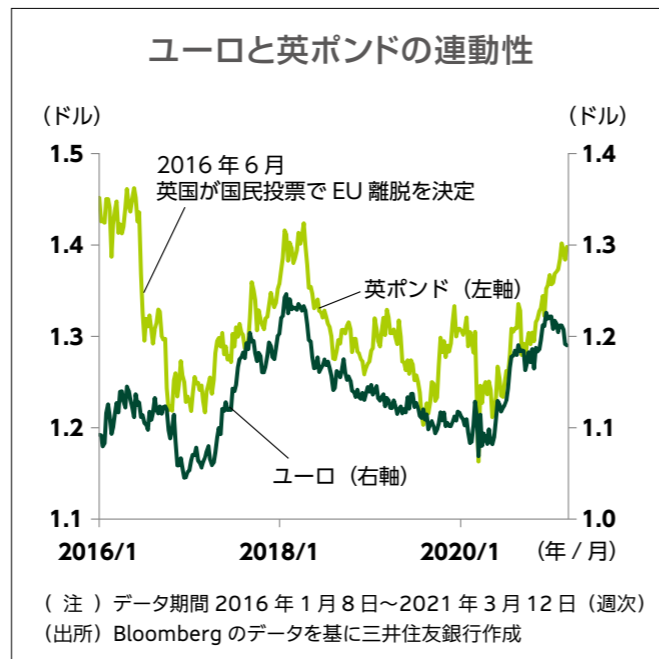
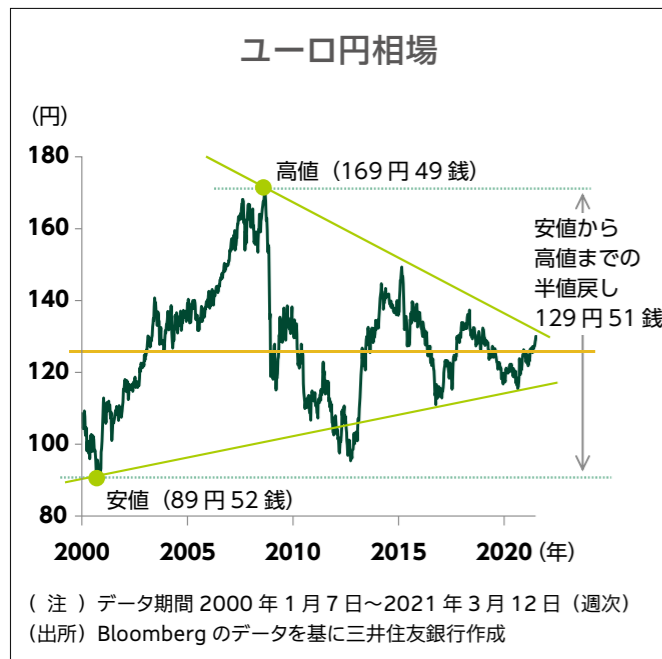
ユーロ円相場

立ちはだかる上値抵抗線

ユーロ円相場は大きな三角持ち合いのなかにあり、足元はおおよそ上値抵抗線が示す水準にあります。チャート上は、上値抵抗線から押し戻される展開が示唆されますが、一方でこれを大きく抜ければ上昇トレンド入りのサインになります。

昨年のユーロ相場は、同じ欧州通貨の英ポンド相場の上昇との連動性を強めていましたが、今年に入ってから連動性が崩れ、ユーロ相場は対ドルで下落傾向に転じました。その背景としては、コロナワクチンの接種の遅れや、ECB（欧州中央銀行）の緩和姿勢の強化などとみられます。

足元ではユーロ圏でのワクチン接種はペースアップし、感染対策の影響で停滞しているサービス業の経済活動には改善余地が大きいとみられます。年後半、景気見通しの改善とともにユーロ相場の対ドルでの下落傾向に歯止めがかかり、対円相場は堅調に推移するとみられます。



マーケット動向

豪ドル円相場

平均水準までの戻りは完了

豪ドル円相場には一定の周期性が認められ、足元の相場は昨年3月の59円台をボトムとした上昇局面のなかにあるとみられます。水準的にはおおよそ過去の平均まで戻し、このまま上昇が続けば、さらにプラス1標準偏差分を上乗せした93円前後が視野に入ります。

相場上昇の原動力は、オーストラリア経済が世界経済のフロントランナーという特徴にあります。ワクチン接種の進展につれた世界経済の回復というストーリーの下では、資源国通貨である豪ドルの魅力が改めて評価されているとみられます。

オーストラリアの長期金利の水準が米国と逆転してきたことで、金利面からは豪ドルを買いやすい状況となりました。しかし、RBA（豪準備銀行）は長期金利の上昇や豪ドル高をけん制するため、緩和姿勢を強化しており、相場の上値が重くなる可能性もありそうです。



オーストラリアの金融政策

量的緩和	<p>現行政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 追加で計1,000億豪ドルまで国債等を買入れ (2021年2月決定) 週50億豪ドルペース (2021年10月頃まで)
金利政策	<p>中銀のメッセージ</p> <ul style="list-style-type: none"> 増額や期間延長の可能性を示唆 <p>現行政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 政策金利 (キャッシュレート) = 0.1% 3年物国債利回りの誘導目標 = 0.1% <p>中銀のメッセージ</p> <ul style="list-style-type: none"> インフレ率が持続的に2-3%の目標範囲内に収まるまで利上げはしない (利上げの条件達成は) 早くても2024年

(出所) RBA (豪準備銀行) の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

マーケット動向

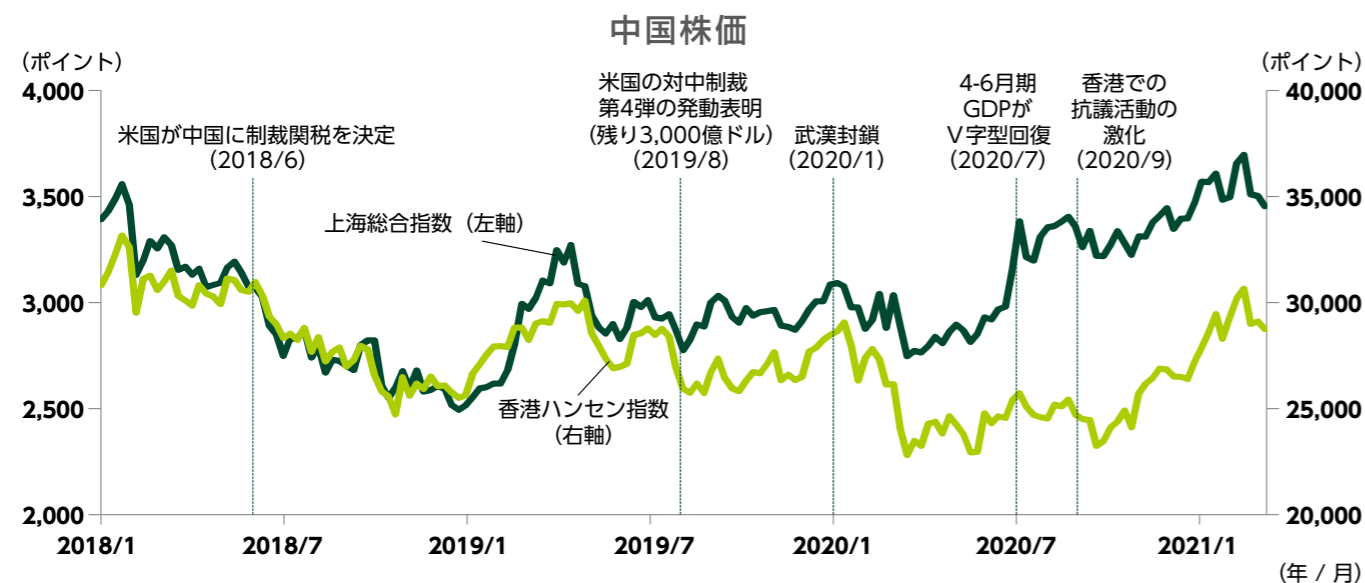
人民元相場

政治情勢が左右する株高・人民元高の行方

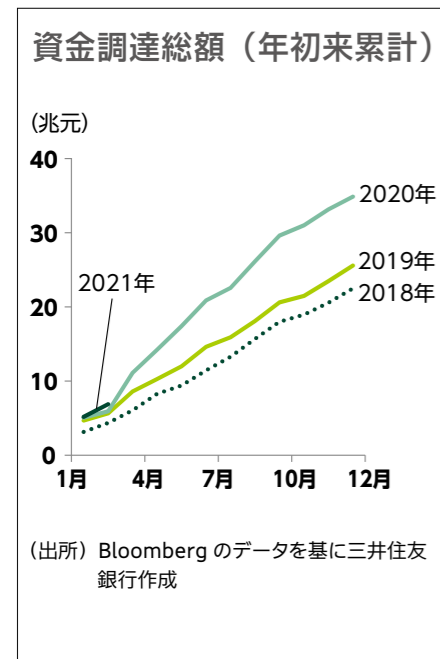
コロナ封じ込めをいち早く終え、中国経済はV字型の景気回復を実現。株価（上海総合指数）は昨年3月以降、上昇基調をたどりました。民主化運動に関連して低迷していた香港の株価（香港ハンセン指数）も昨秋以降、上昇基調に戻りました。

景気の順調な回復を受けて、金融政策は景気中立的なものに転換した模様ですが、今年の資金供給量は前年や前々年と同程度で、金詰まりが景気悪化につながらないように慎重な政策運営が行われています。

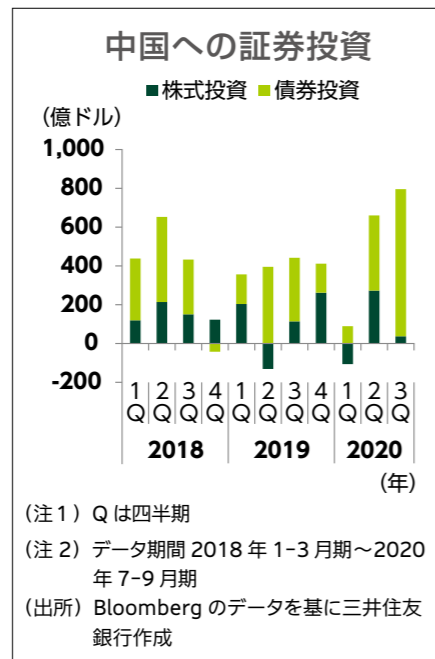
海外からの中国への投資は活発化し、株高・人民元高の背景となっています。今後、米国との関係悪化に加え、香港や南シナ海の情勢や人権問題などをめぐる国際社会との関係がどのように進展していくかが注目されます。



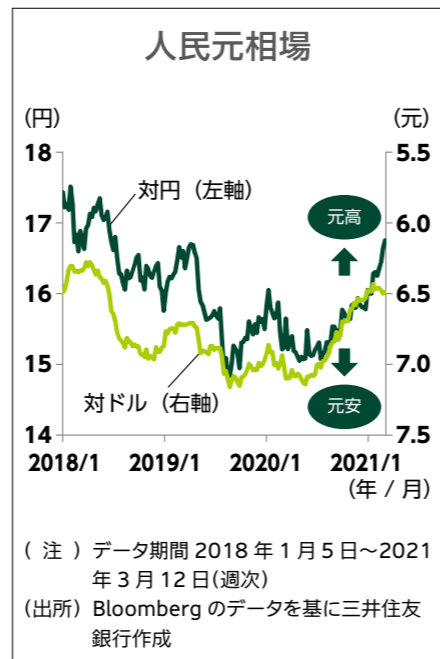
(注) データ期間 2018年1月5日~2021年3月12日(週次)
(出所) Bloomberg のデータ、各種報道資料を基に三井住友銀行作成



(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成



(注1) Qは四半期
(注2) データ期間 2018年1-3月期~2020年7-9月期
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成



(注) データ期間 2018年1月5日~2021年3月12日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

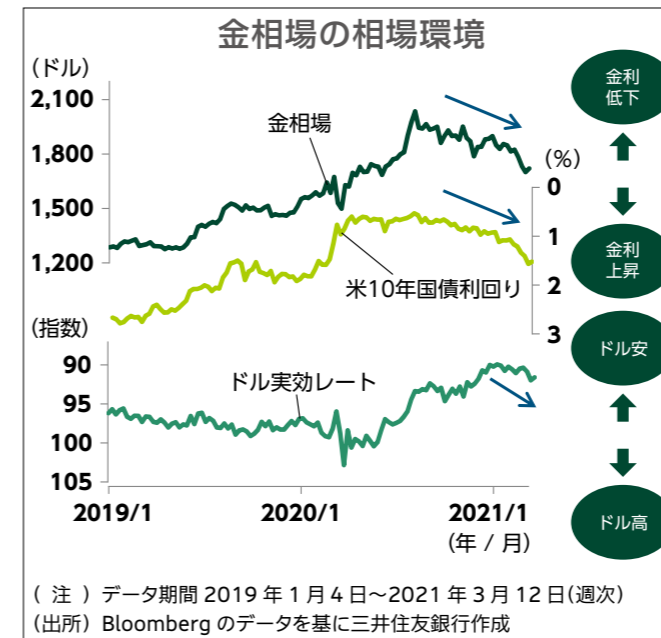
マーケット動向

商品相場 (金、原油)

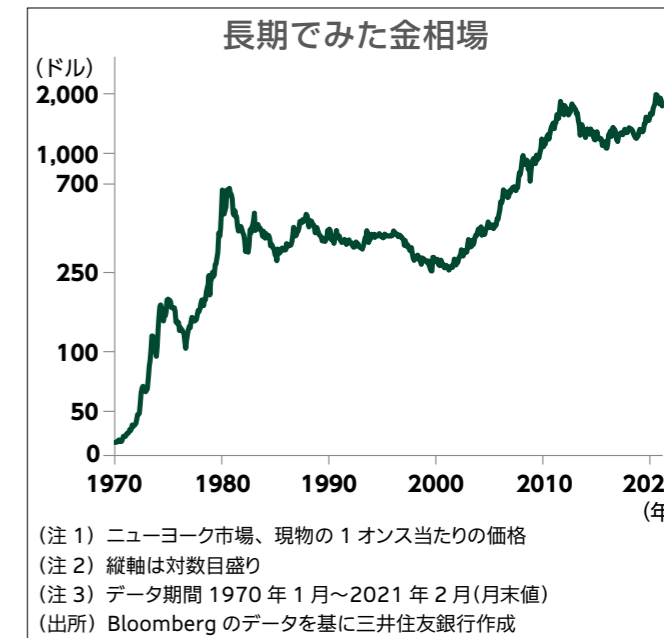
下値リスクのある金、原油高は修正か

【金相場】米長期金利の上昇やドル高という環境変化に直面し、金相場の局面は転換しました。過去最高値をつけた昨年8月から一時、2割弱の下落となりました。長期的には高値圏にありますが、過去いったん下落し始めると大幅になる傾向もあり、環境変化をもたらした要因次第では、調整局面が長引く可能性があります。

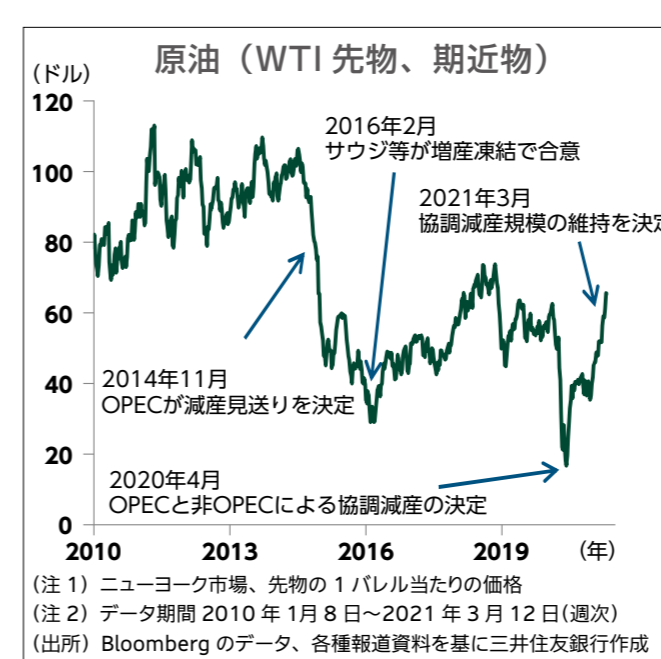
【原油相場】世界経済の回復期待と産油国による協調減産を背景に、原油相場は大幅に上昇。コロナ前の水準を超えて上昇した背景には、相場上昇にもかかわらず OPEC（石油輸出国機構）等の産油国が減産体制を維持しているためとみられます。一方、原油高が北米でのシェール油井からの原油供給を増やす可能性があり、世界最大の産油国である米国での増産等で産油国の減産体制が崩れ、相場水準がやや低下することも予想されます。



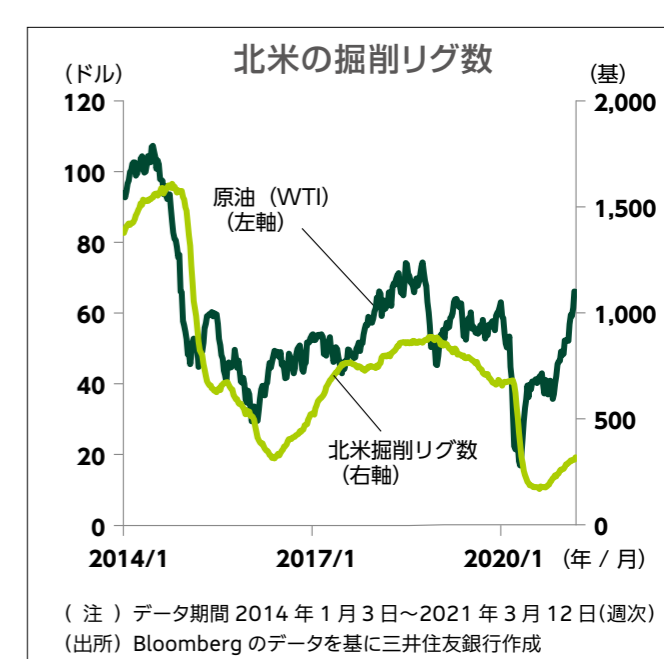
(注) データ期間 2019年1月4日~2021年3月12日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成



(注1) ニューヨーク市場、現物の1オンス当たりの価格
(注2) 縦軸は対数目盛り
(注3) データ期間 1970年1月~2021年2月(月末値)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成



(注1) ニューヨーク市場、先物の1バレル当たりの価格
(注2) データ期間 2010年1月8日~2021年3月12日(週次)
(出所) Bloomberg のデータ、各種報道資料を基に三井住友銀行作成



(注) データ期間 2014年1月3日~2021年3月12日(週次)
(出所) Bloomberg のデータ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

為替

コラム

SMBC 信託銀行 PRESTIA

ポンドはどこまで上昇するか

ポンドがこのところ上昇しています。新型コロナウイルスの感染拡大に世界の金融市場が動揺した2020年3月には安全資産としてのドル需要が強まり、ポンドは対ドルで下落。プラザ合意前のドル高・ポンド安局面であった1985年2月につけた1.0520ドル以来の安値である1.1404ドルへ値を下げました。その後、2021年2月には1.4235ドルへ戻ってきています。

ポンド上昇の要因はいくつか挙げられます。

- ①新型コロナウイルス感染のピークアウト：ジョンズ・ホプキンス大によると、英国の1日当たりの新規感染者数は今年1月の6.8万人をピークに0.6万人へ減少
- ②欧州連合（EU）離脱の完了：昨年末に自由貿易協定締結などで合意し、移行期間終了後の「合意なき離脱」を回避
- ③金融政策：EU離脱や新型コロナ禍の景気への影響は深刻ながら、中央銀行であるイングランド銀行は2月にマイナス金利の早期導入を否定
- ④割安感：約36年ぶりの安値へ下落した後だけに反発余地が大きいとの見方

①から③による懸念払拭で下値が切り上がり、④の割安感が上昇を支える格好とみられます。また、各国の中銀が金融を最大限に緩和し、政府は過去最大の経済対策を実施するなか、巨額の資金が金融市場に流入しており、リスク資産全般へ物色が広がる流れの一環とも考えられます。

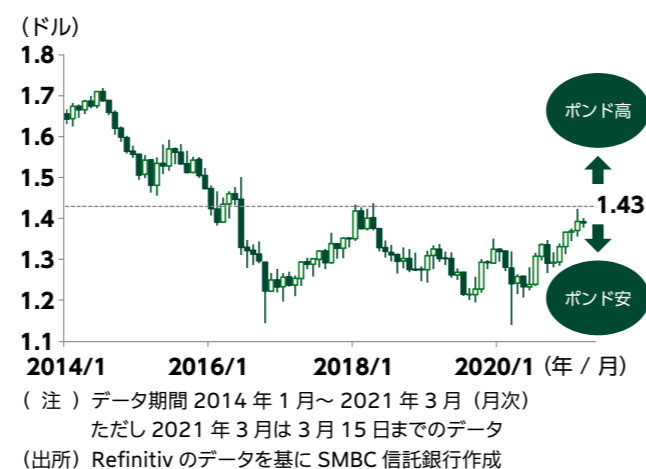
2014年7月高値1.72ドルちょうどあたりがEU離脱を問う2016年6月の国民投票前におけるポ

ンドのピークで、2016年10月の瞬間的な急落*で1.1450ドルをつけた後、2018年初めに半値戻しの1.43ドルちょうどあたりで失速しています。

2020年3月安値1.1404ドルを起点にした現在の回復局面でも1.43ドルが一つのメドとなりそうです。ただ、コロナ禍やEU離脱などの重要イベント通過後は、割安感が主に支えているとすれば、ポンドが1.43ドルを超えて上伸するには新たな買い材料が必要かもしれません。

*国際決済銀行（BIS）は、2016年10月のポンド急落（フラッシュクラッシュ）は取引量の少ない東京市場で発生し、電子取引が下げ足を強めたため、と分析している。

ポンドドルの推移（1ポンド当たりドル）



株式

コラム

SMBC 日興証券 相場格言

『需給はあらゆる材料に優先する』
『風が吹けば桶屋が儲かる』
『不安になったら半分を手仕舞え』

2月、日経平均株価が30年半ぶりに3万円の舞台を回復しました。

3万円台乗せの株価の上昇については、様々な見方があるようですが、1989年のバブルの頃の株式市場と比べると、非常に投資家は冷静であり、TOPIX 1株当たり純利益（予想）は当時の58.8ポイントに対し、足元では112.9ポイントと企業が当時以上に業績を伸ばしていることがよくわかります。

株価の過熱感を示す予想PER（株価収益率）は当時の49.0倍と比べて17.3倍とマーケットが過熱していないことを示しています。

こうした状況下、海外投資家は今年に入って再び日本株を買い戻し始めたようで、2012年以降の累計買い越し額は、再びプラスに転じてきています。

「需給はあらゆる材料に優先する」という相場格言にあるように、需給面での材料は市場では大いに注目されます。2012年末からのアベノミクスを切り所とした海外投資家の旺盛な買い需要は、日経平均株価を大きく押し上げることになりましたが、今回もそのような可能性があるのではないかと注目されます。

今後、春先から夏にかけては、様々な好材料が株式市場を待っています。4月には気候変動問題に関するサミット、6月にはG7サミットが予定されており、順調にいけば、新型コロナを世界が乗り越えた象徴としての東京オリンピック・パラリンピックが7・8月

に開幕します。また、中国では共産党創立100周年を7月に控え、力強い支援策が期待されます。

グリーン投資・デジタルトランスフォーメーション等様々な新たな取り組みが実現に向けて一步一步進むなかで、個別の材料は市場を活性化させてくれるものと考えます。「風が吹けば桶屋が儲かる」ということわざは、相場を読む上での基本とされています。

これは、風が吹けばまわりまわって桶屋が儲かるということを指しているのですが、株式市場で新たな材料が出てくることで、関連する企業群の株価が活況化することが十分に考えられるということにつながります。

日経平均株価は30年半ぶりの高値ゾーンにありますが、新たな材料がマーケットを支え、もうしばらくは強含みややすい展開が考えられます。

とはいえ、相場のリズムもあり一本調子の上昇に対する警戒感はずきものであります。目先、警戒的な局面が到来する場合、保有株式をすべて売却するのではなく、「不安になったら半分を手仕舞え」という格言に従い、半分だけを売却し下がったところで再び買い戻すなどの投資戦略も一手だと思われま

マーケット動向

相場予想表

株価	単位	過去1年間		2021年3月15日	2021年6月末	2021年9月末	2021年12月末	2022年3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	30,467.75	16,552.83	29,766.97	30,000 ↗	31,300 ↗	32,000 ↗	32,500 ↗
NYダウ	ドル	32,953.46	18,591.93	32,953.46	33,700 ↗	34,100 ↗	34,500 ↗	34,500 →
ユーロストック	ポイント	425.56	261.53	424.37	430 ↗	440 ↗	440 →	440 →

長期金利	単位	過去1年間		2021年3月15日	2021年6月末	2021年9月末	2021年12月末	2022年3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)	%	0.16	-0.04	0.11	0.10 ↘	0.10 →	0.10 →	0.10 →
米国国債(10年)	%	1.63	0.51	1.61	1.80 ↗	1.90 ↗	2.00 ↗	2.00 →
ドイツ国債(10年)	%	-0.19	-0.64	-0.33	-0.20 ↗	-0.20 →	-0.10 ↗	-0.10 →

為替	単位	過去1年間		2021年3月15日	2021年6月末	2021年9月末	2021年12月末	2022年3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	111.23	102.72	109.13	110.00 ↗	111.00 ↗	112.00 ↗	112.00 →
ユーロ円	円	130.29	114.54	130.17	132.00 ↗	134.00 ↗	137.00 ↗	137.00 →
豪ドル円	円	84.63	62.41	84.63	87.00 ↗	88.00 ↗	89.00 ↗	89.00 →
リアル円*	円	22.49	18.10	19.43	20.00 ↗	20.20 ↗	20.60 ↗	20.70 ↗

政策金利	単位	過去1年間		2021年3月15日	2021年6月末	2021年9月末	2021年12月末	2022年3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 →
米FRB(FPターゲット金利)	%	0.25	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)**	%	0.50	0.10	0.10	0.10 →	0.10 →	0.10 →	0.10 →
ブラジル中銀(Selicターゲット金利)**	%	4.25	2.00	2.00	3.50 ↗	4.25 ↗	5.00 ↗	5.25 ↗

商品	単位	過去1年間		2021年3月15日	2021年6月末	2021年9月末	2021年12月末	2022年3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	66.09	-37.63	65.39	60.0 ↘	60.0 →	60.0 →	60.0 →

(注 1) 3月26日時点の予測
 (注 2) *がついた数値は参考値です
 (注 3) 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

2021年

4月	日本	海外
前半 12日 25日	菅首相の訪米 高齢者へのワクチン接種開始 衆参両院の3補欠選挙	上旬 7日 IMF 世界経済見通しの発表 G20(主要20カ国・地域)財務相・中央銀行総裁会議 9日 22日 世銀・IMF 合同開発委員会(ビデオ形式) 月内 気候変動サミット(米国で) 米国、為替報告書
5月		1日 米、全成人へのワクチン確保(バイデン大統領の公約)
6月	16日 国会会期末	11-13日 G7サミット(主要7カ国首脳会議)(コーンワル、英) 18日 月内 イラン大統領選挙 パウエル米FRB議長 議会証言
7月	4日 23日 東京都議会選挙投票日 東京オリンピック開幕(~8月8日)	1日 31日 月内 中国共産党創立100周年 債務上限の期限(引き上げ期限の延長の期限) IMF 世界経済見通し 改定
8月	24日 東京パラリンピック開幕(~9月5日)	17-20日 下旬 ダボス会議(世界経済フォーラム) 米カンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム(ジャクソンホール会合)
9月	30日 自民党総裁任期満了	5日 26日 月内 香港立法会選挙 ドイツ連邦議会選挙(選挙後の議会招集でメルケル首相退任) 欧州復興基金による資金提供の開始[観測]
10月	21日 衆議院議員任期満了	1日 1日 30-31日 月内 月内 月内 ドバイ万国博覧会(2022年3月31日まで) 中国、国慶節(7日まで) G20(主要20カ国・地域)首脳会議(ローマ・イタリア) IMF 世界経済見通しの発表 IMF 世銀年次総会 米国、為替報告書

金融政策決定会合の日程
 日銀 4/26-27 ※ 6/17-18 7/15-16 ※ 9/21-22 10/27-28 ※ 12/16-17
 米FRB 4/27-28 6/15-16 ※ 7/28-29 9/21-22 ※ 11/2-3 12/14-15 ※
 ECB 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
 トレックス
 マーケット動向

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、一般社団法人日本STO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、2021年3月17日です。