

上昇気流に乗れ

～各国中銀は忍耐強く対応

- ▶ 緩和的な金融政策からの撤退
- ▶ インフレの先行きと金融政策への影響

SMBC Retail Global Market View

2021

SUMMER



基調の見極め

変化が一時的に過ぎないのか恒久的なのかを見極め、異なる対応をすることが資産運用の要諦といわれます。

現在、各国でワクチン接種が進み、コロナ終息への道が見え始めました。こうした状況下、景気はV字型の回復路線をたどり、インフレがやや高め、資産市場では株価や不動産価格の上昇が目立ちます。したがって、コロナ禍の緊急時対応で打ち出された財政や金融政策が撤退に向かうのは既定路線とみられます。

ここで焦点になるのは金融政策の行方です。財政政策が所得再分配的な性格が強いに対して、金融政策は資産価格の上昇という、結果的に所得格差を広げてしまう可能性があります。撤退の順番としては、金融政策が先で財政政策は後になるとみられます。そして、金余りが嵩じて資産バブルにつながる懸念が浮上する場合には、早めの撤退さえ覚悟する必要があるかもしれません。

一方、現在の景気の急拡大とインフレは、コロナ禍による大きな落ち込みからのキャッチアップにともなう一時的な経済現象であり、キャッチアップが終われば通常モードに戻る可能性もあります。とりわけ、市場で大きな関心事になっているインフレは、米FRB(連邦準備理事会)が繰り返すように一時的である可能性が高いとみられます。実際、インフレの一要因である商品市況の上昇は、木材や銅などの市況はピークアウトするなど、情勢は変わりつつあります。賃金インフレが走る様子もうかがわれません。

また、コロナ前の世界では、欧米でも経済のジャパニフィケーション(日本化)が懸念され、高齢化や政府債務の増大などの構造的な変化が、低成長・低インフレ・低金利という経済環境をもたらすリスクがあるとされました。だからこそ、米FRBは平均インフレ目標に政策の枠組みを変え、インフレの上振れを許容しながら景気を過熱気味に運営するという高圧経済に活路を見出したのではないのでしょうか。アフターコロナの世界で、経済環境の構造的な変化が一変するとは考えられません。

こうした点を踏まえますと、緩和的な金融政策からの撤退には慎重さが求められますので、各国の中央銀行は忍耐強く対応していくとみられます。一方、資産運用にあたっては、こうした中央銀行の対応をシナリオの中心に据えながらも、基調の変化があるのかをしっかりと見極めていくことが求められます。

2021年7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

2021 SUMMER

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. 緩和的な金融政策からの撤退.....07~08

2. インフレの先行きと金融政策への影響.....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

カナダドル円相場.....19

金・原油相場.....20

為替コラム カナダドルの騰勢.....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

上昇気流に乗れ

～各国外銀は忍耐強く対応

景気見通し

スピード競争

ワクチン接種の進展にともなう経済活動の正常化が、世界経済の回復ペースを速めています。いち早くコロナ禍から抜け出した米国と中国が主導し、各国で景気回復の勢いが増すと予想されます。

一方で、速すぎる景気回復は、各種一次産品や半導体等の需給バランスに影響を与え、インフレ圧力となって表面化しています。ただ、こうしたインフレ圧力は一時的なものとみられ、徐々に解消に向かうと予想されます。

しかし、需要の回復で消費者物価への転嫁が進み、賃金の上昇やインフレ心理の定着につながれば、インフレが長期化・本格化するリスクもあります。当局対応も含め、インフレ情勢の進展には見極めが必要です。

コロナ感染状況については、変異株の流行や新興国でのワクチン接種の遅れなどが、コロナ終息の遅れにつながるリスクが懸念されます。

リスク要因

景気やインフレに関連するリスクは上下両方向に存在します。コロナの感染流行やインフレ懸念に加えて、資産価格の急騰等に関連した中央銀行の政策スタンスの急転換は、リスク性資産からマネーが逆流するリスクにつながる可能性があります。

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の再流行：変異株の世界的な流行、新興国でのワクチン接種の遅れ
- ②インフレ懸念と長期金利の急上昇：商品市況の一段の上昇、賃金上昇
- ③新興国の債務問題：金利上昇や通貨安が債務問題の悪化を加速
- ④中国の政治情勢：香港問題、南シナ海情勢等をめぐる米欧との対立激化
- ⑤資産価格の急騰：住宅市場や株式市場でのバブル懸念

マーケット動向

ゴルディロックス相場の再来

世界経済の回復が株式等のリスク性資産へのマネー流入を促すとみられます。また、米欧日の中央銀行が緩和的な金融政策からの撤退を急がないとみられることも、投資家にとっては安心材料になります。熱くもなく冷たくもない適温の相場（ゴルディロックス相場）が再来する可能性があります。

世界の投資家は、今年3月からの長期金利の上昇に一定の備えを進めたことから、今後の金利上昇が景気実態に相応したものであれば、マネーの動きに大きな影響を与えることはないと考えられます。米欧では量的緩和の縮小、いわゆるテーパリングの開始が予想されますが、これに対する市場の影響も限られそうです。

為替市場では、米経済の成長拡大と米長期金利の再上昇によるドル高円安の可能性をみます。景気や金利に着目すれば、強い通貨の国の順に米>ユーロ>日となりそうですが、財政赤字や経常収支の赤字等に注目すれば、ドル売りが優勢となる場面がありそうです。

TOPICS

～市場の注目材料～

1

緩和的な金融政策からの撤退

- 緩和政策からの撤退を検討する中央銀行
- テーパリングにともなう影響は限定的

2

インフレの先行きと金融政策への影響

- 足元のインフレは一時的か持続的か
- インフレと金融政策の関係

※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。

マクロ経済環境

世界経済の現状

米中主導で高成長路線へ

世界経済の拡大が続く見通しです。2021年は前年のコロナ禍の反動で6%という高成長が見込まれます。いち早くコロナ禍から抜け出した米中が世界経済を主導します。2022年も4.7%と過去の平均的な成長ペースである3.5%を上回る成長率が期待されます。

PMI（企業景況感指数）は、足元で景気の勢い（モメンタム）が増していることを示唆しており、当面、米欧日では高めの成長率が続く見通しです。財政や金融面からの景気刺激策に加えて、コロナ対策に関連した行動規制によって先延ばしされた家計の消費や企業の設備投資が景気を押し上げるとみられます。

一方、商品市況の大幅な上昇等を背景に、各国でのインフレ率はやや高めとなる見通しです。しかし、年間のインフレ率は2%程度に収まるとみられ、主要国の中央銀行は忍耐強く、緩和的な政策姿勢を維持すると予想されます。

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	-3.3↑	6.0↑	4.7↑							
米国	-3.5-	6.9↑	4.7↓	6.6	4.1	1.4-	2.7↑	2.0↑	2.5	2.2
ユーロ圏	-6.7↑	4.7↑	4.6-	4.3	4.2	0.3-	1.8↑	1.4-	1.8	1.4
日本	-4.7↑	2.5↓	3.1↑	2.6	2.4	-0.4-	0.2↓	0.5↓	0.1	0.5
オーストラリア	-2.4-	5.5↑	3.7↑	4.6	3.2	0.8-	2.1↑	1.9-	2.0	1.8
中国	2.3-	8.9-	5.5-	8.5	5.5	2.5-	1.5↑	2.3-	1.5	2.3

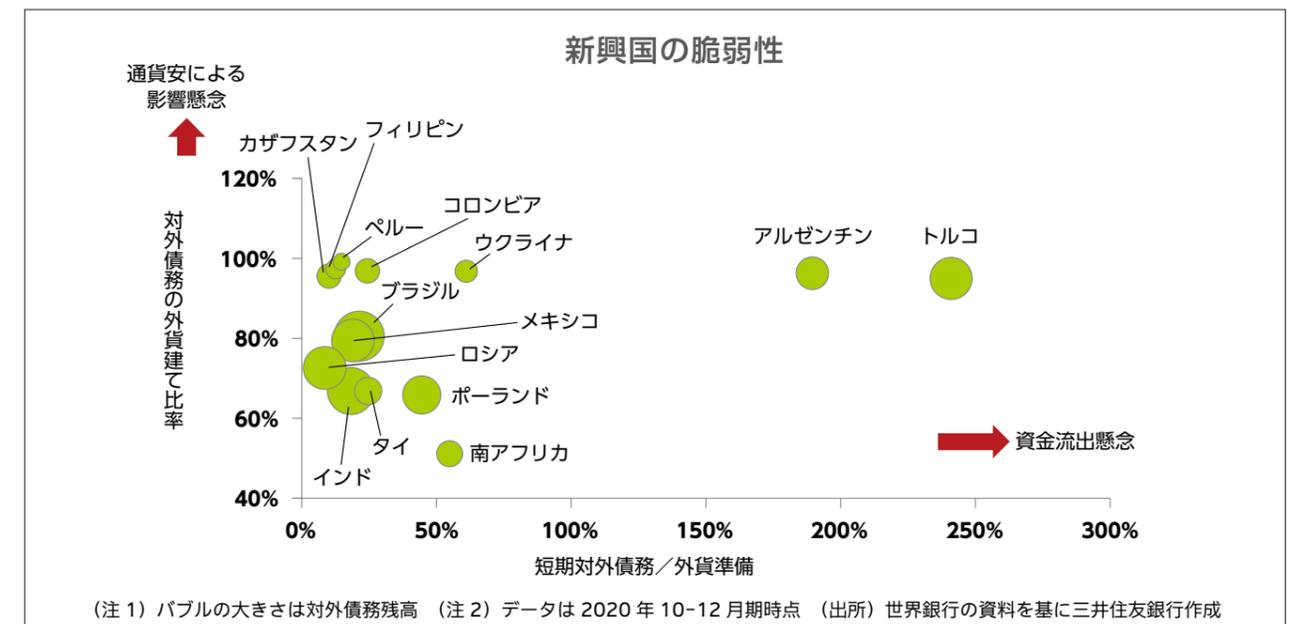
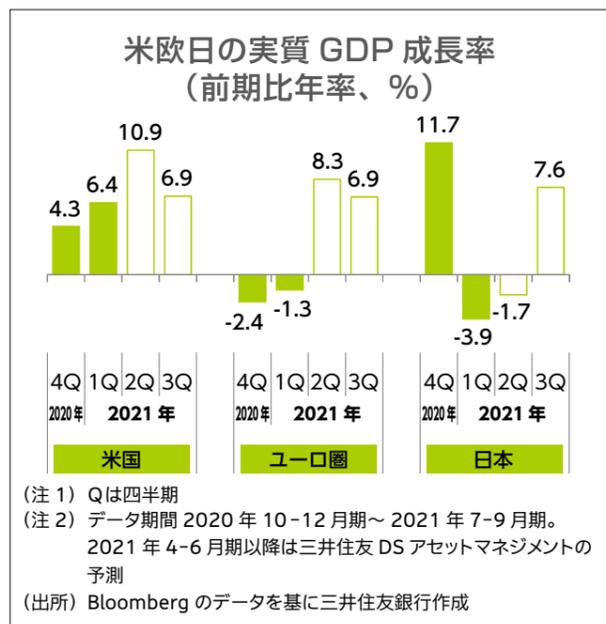
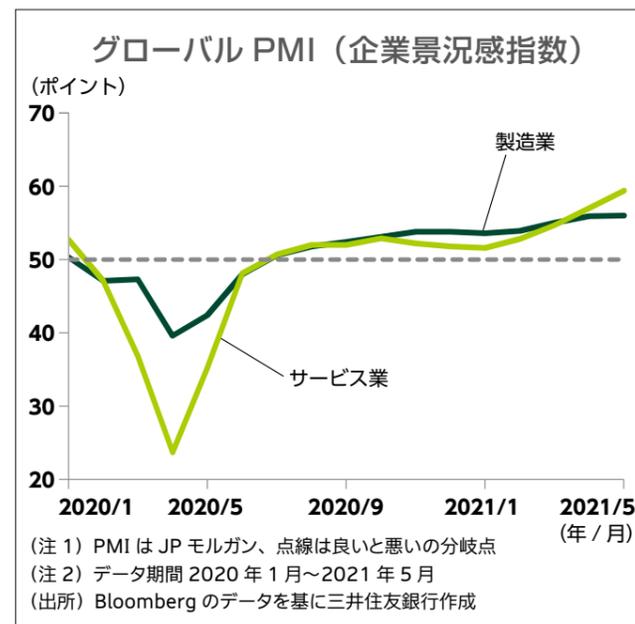
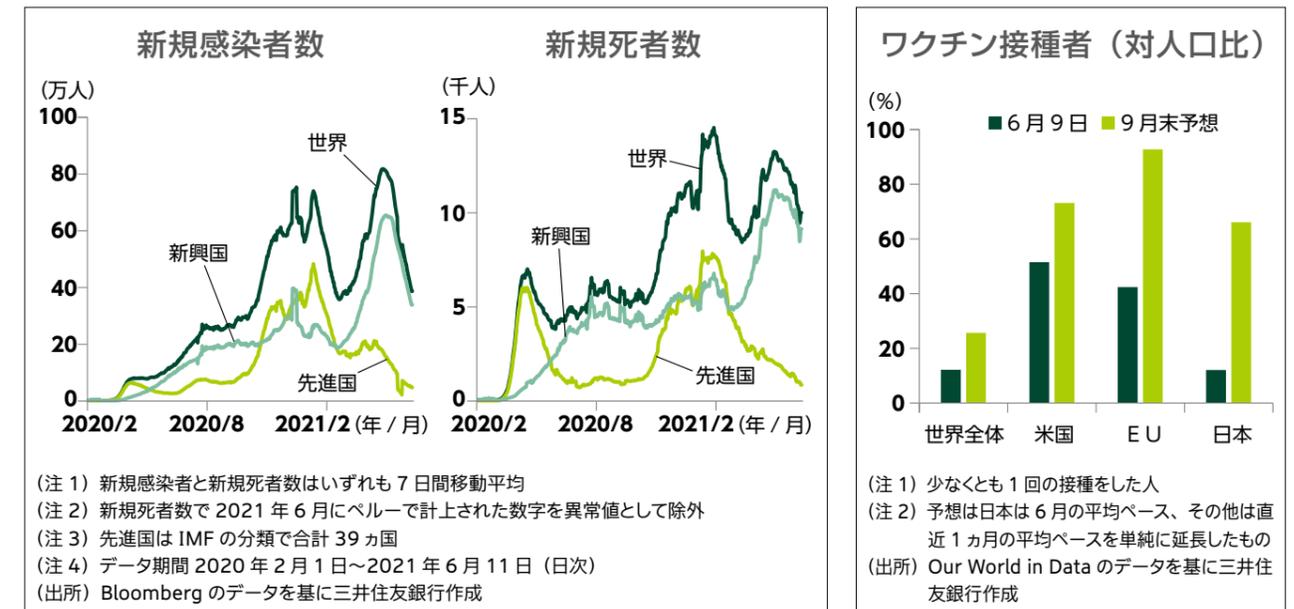
(注1) 予測は三井住友DSアセットマネジメント、矢印は前回予測(2021年4月号)との比較で、↑は上方修正、-は変更なし、↓は下方修正を示す
 (注2) 市場は6月15日時点での各社予想をBloombergが集計した各社予想の中央値
 (注3) 米国と日本の消費者物価上昇率はコア(米国は消費支出デフレーター除く食品・エネルギー、日本は除く生鮮食品)
 (出所) 三井住友DSアセットマネジメントの資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

コロナ変異株の流行や新興国での債務増大のリスク

新型コロナウイルスの感染状況は世界経済の行方を大きく左右します。行動規制等の感染対策やワクチン接種の進展で、感染拡大はピークアウトしました。米欧日ではワクチンの接種が進み、秋口には少なくとも1回の接種を受けた者が人口の60%以上に達する見通しです。

一方、感染力や致死率の高い変異株が流行の中心になりつつあること、新興国でのワクチン接種が遅れていることなどに照らせば、世界全体でコロナ終息が視野に入るまでにはなお時間を要する見通しです。

また、新興国では対外債務の大きさがリスク要因として注目されます。コロナ禍で各国の財政は悪化していますが、一部の国では将来の金利上昇や通貨安による債務負担の増大リスクが大きく、世界経済の不安定要因となっています。



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. 緩和的な金融政策からの撤退

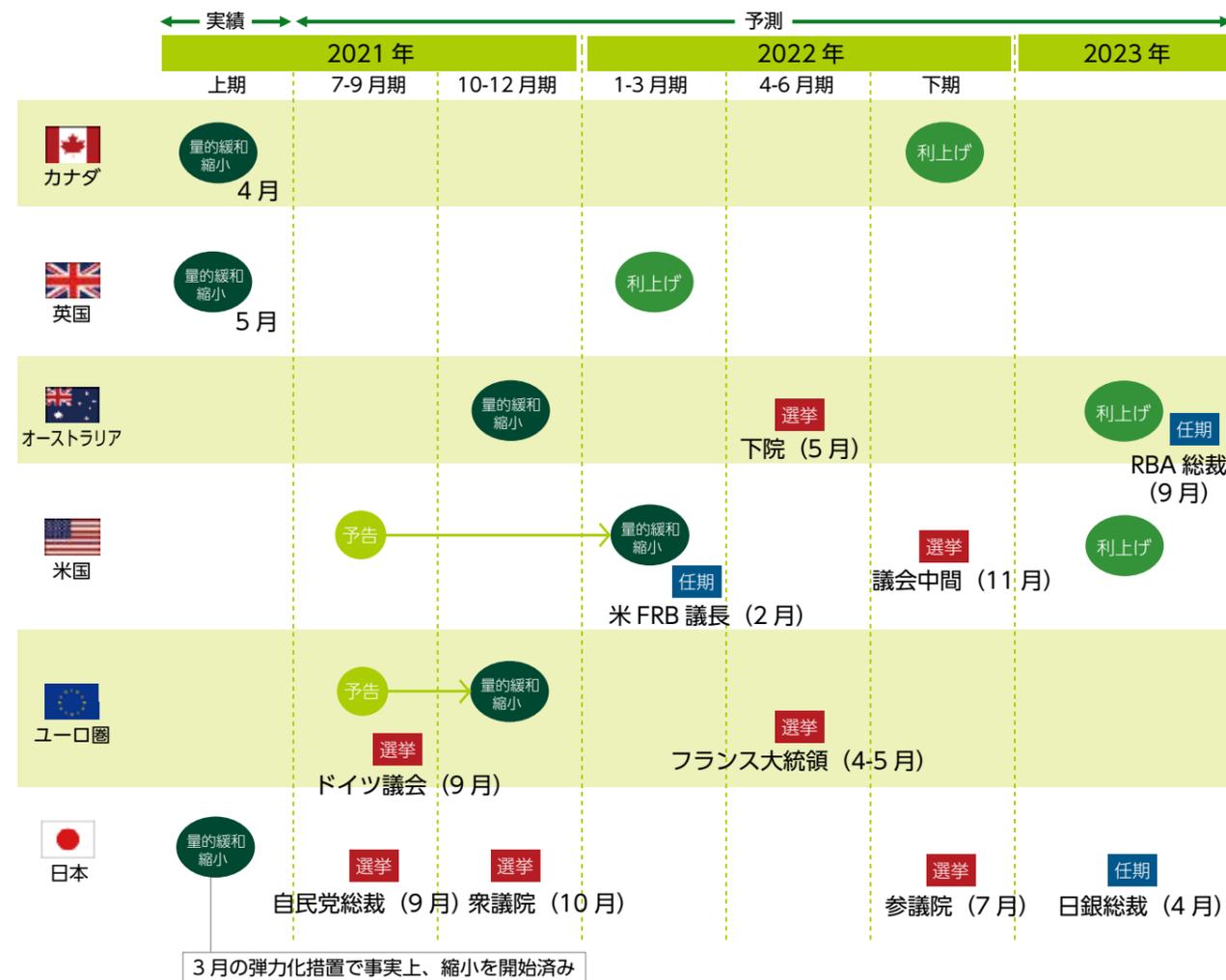
緩和政策からの撤退を検討する中央銀行

経済活動の正常化が徐々に進み、各国の中央銀行は緊急時対応で打ち出した緩和的な金融政策からの段階的な撤退を検討し始めています。既にカナダや英国では量的緩和の縮小、いわゆるテーパリングが始まりましたが、米国、ユーロ圏、オーストラリアでも今後、同様の措置が行われる見通しです。

米国では、予告を経て年明けにテーパリング開始、その後は段階的に減額との見方が市場に浸透しています。政策金利の引き上げは、2022年以降に持ち越されると予想します。

緩和政策からの撤退は、コロナ感染状況に加えて、各国の政治日程や中央銀行総裁の人事問題等の影響も受けますが、前倒しのリスクは排除できません。ただし、主要国の実体経済の水準はトレンドを大きく下回っていることや、膨らんだ財政赤字を円滑にファイナンスするという観点から、当局は慎重に緩和政策からの撤退のタイミングを見極めるとみられます。

緩和的な金融政策からの撤退時期



(注) 選挙は選挙で任期満了または観測、任期は中央銀行総裁としての任期満了を示す
(出所) 三井住友 DS アセットマネジメントの予測を基に三井住友銀行作成

テーパリングにともなう影響は限定的

2013年に米FRB(連邦準備理事会)がテーパリングに踏み切った際には、いわゆるテーパータントラム(痼癩)といわれる金融ショックが市場を襲いました。

しかし、一時急落する場面があった米国株は、景気拡大を背景としてその上昇基調が崩れることはありませんでした。また、長期金利は実際にテーパリングが開始されると、一転、低下傾向をたどりました。

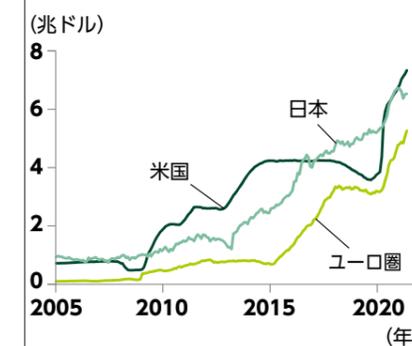
一方で、現在のコロナ禍での各国での量的緩和の度合いはリーマン・ショック時を上回る規模となりましたが、当局からの情報発信を通じてテーパリングの時期や手順は市場に織り込まれていることや、政策金利の引き上げは相当先と予想されることなどから、今回のテーパリング開始にともなう市場への影響は限られるとみられます。

2013年の米国での量的緩和縮小～市場動向



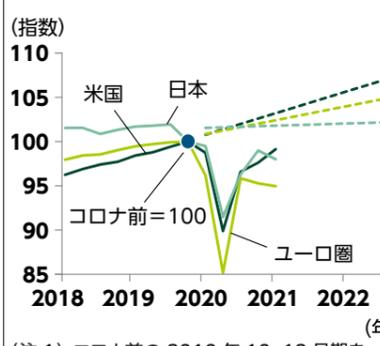
(注1) 新興国市場で、株式はMSCI新興国株式指数、為替はMSCI新興国通貨指数
(注2) 色塗りは量的緩和縮小が行われた期間
(注3) データ期間 2013年1月4日～2015年12月25日(週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

米欧日の中央銀行の量的緩和



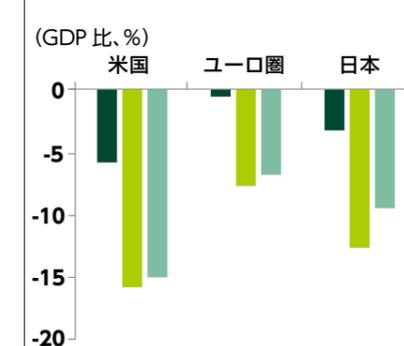
(注1) 債券等の保有残高
(注2) データ期間 2005年1月～2021年5月(月末値)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

実質GDPの回復度合い



(注1) コロナ前の2019年10-12月期を100として指数化
(注2) 点線は各々のコロナ前の成長トレンド
(注3) データ期間 2018年1-3月期～2022年10-12月期
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

財政収支



(出所) IMF(国際通貨基金)の資料を基に三井住友銀行作成

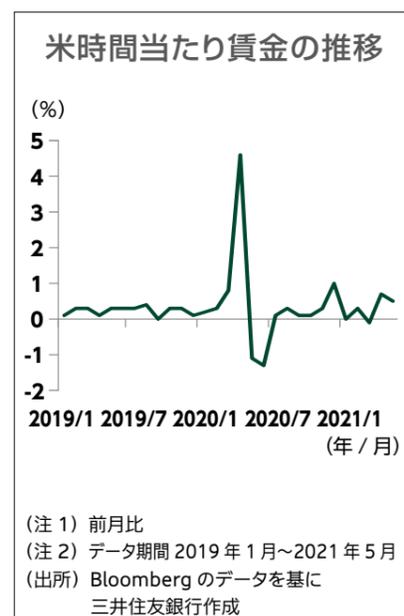
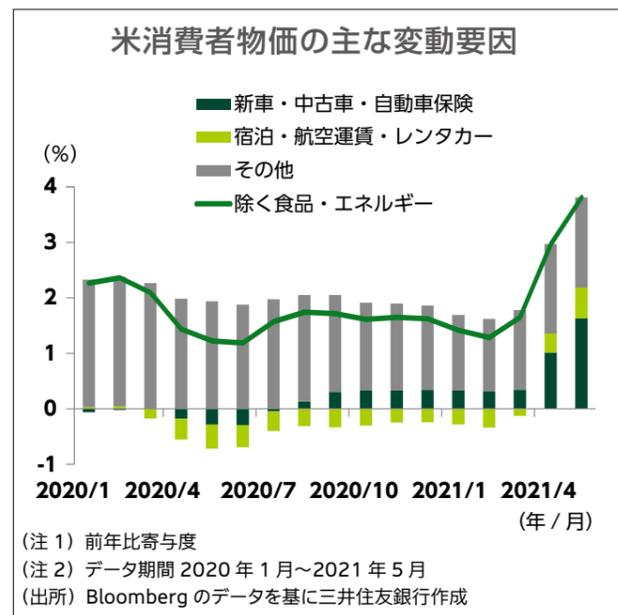
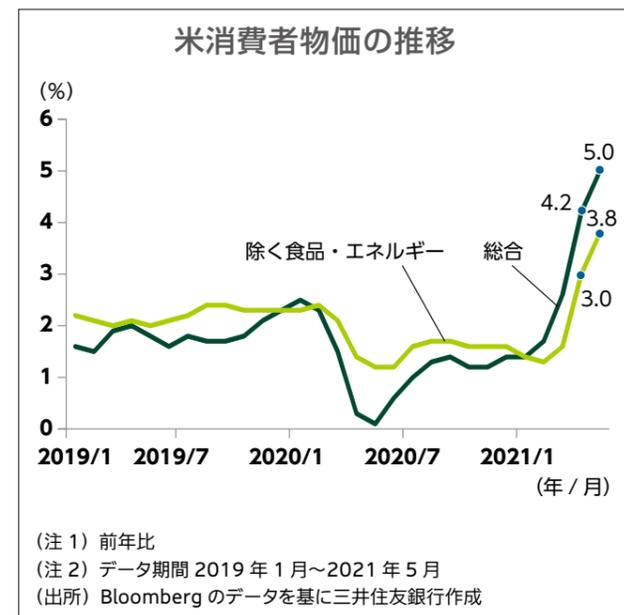
はじめに
マクロ経済環境
トピックス
マーケット動向

足元のインフレは一時的か持続的か

米国の消費者物価指数は、4月に「総合」と「除く食品・エネルギー」がそれぞれ前年比4.2%、3.0%と予想外の上昇になりました。5月はさらに前年比5.0%、3.8%まで上昇しています。

金融市場の一部ではインフレ懸念が台頭していますが、米FRB（連邦準備理事会）関係者は「インフレ上昇は一時的」との姿勢を維持しています。足元のインフレ上昇は、①コロナ感染で前年同時期が弱かったことの反動、②半導体不足による自動車生産減少の影響、③旅行需要の回復が主因と考えられます。いずれも、時間の経過や需給環境の改善によって徐々に落ち着いてくるとみられます。

ただし、一部の物価上昇が幅広い製品やサービスの価格引き上げにつながったり、人々のインフレ期待が上昇したりするようだと、物価上昇が持続的になる恐れがあります。そのため、足元の物価だけでなく、長期的なインフレ期待や賃金の動向に注目することが必要です。

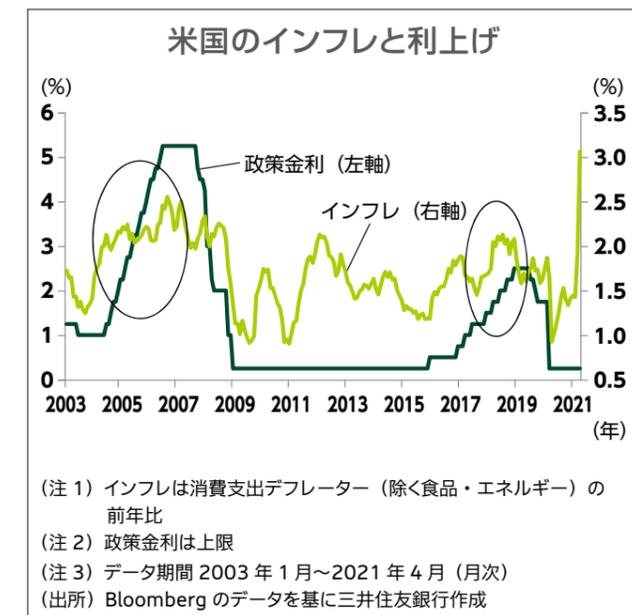


インフレと金融政策の関係

中央銀行は、政策目標に「物価の安定」を掲げているため、インフレが上昇すると利上げなど金融政策の引き締めによってインフレを抑えようとする。過去2回の米FRBの政策引き締めの動きをみると、インフレが2%に達する少し前から利上げを開始している様子が見られます。

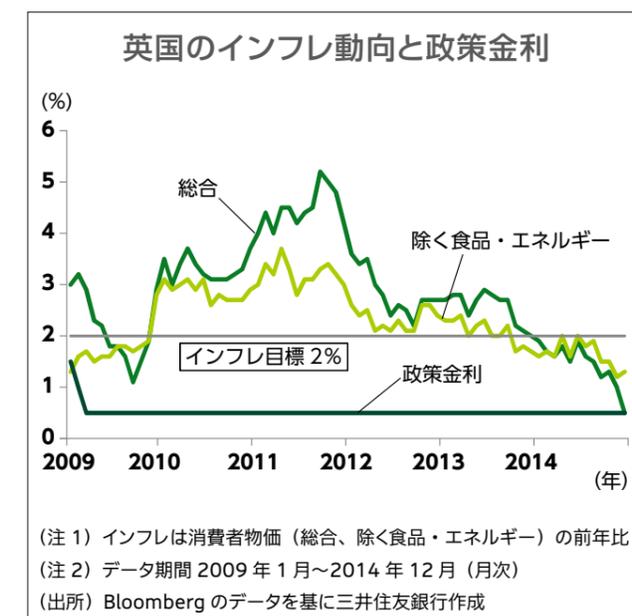
一方、今回のインフレ上昇に関して米FRBは「物価上昇は一時的である」として、事態を静観しています。また、昨年8月に平均インフレ目標を導入したことも、すぐには金融引き締めに動かない可能性を示唆します。

現在の米FRBの姿勢について参考になりそうなのは、2010～2014年の英イングランド銀行(BOE)の金融政策です。当時、インフレが5.2%まで上昇する局面がみられましたが、BOEは、物価上昇は一時的要因によるものとして政策金利の据え置きを続け、利上げなしのままインフレは落ち着きました。



米FRBの平均インフレ目標

公表日	2020年8月27日
内容	<ul style="list-style-type: none"> FOMCは一定期間の平均で2%のインフレを達成する (インフレが2%を長く下回った場合)当面は2%を緩やかに超える物価上昇率を目指す



英インフレ上昇に対するキング英中銀総裁(当時)の見解

公表日	2011年2月14日
内容	<p>キング英中銀総裁 「現在の高インフレの3つの要因は、①付加価値税の引き上げ、②ポンド安の影響、③エネルギーなど商品価格の上昇」 「インフレを急速に目標に引き下げようとすることは産出に望ましくない変動をもたらす、中期的にインフレが目標を下回る可能性を高める」</p> <p>⇒ 一時的要因によるインフレに対して利上げを行うと経済に悪影響を及ぼすというスタンスを示した</p>

マーケット動向

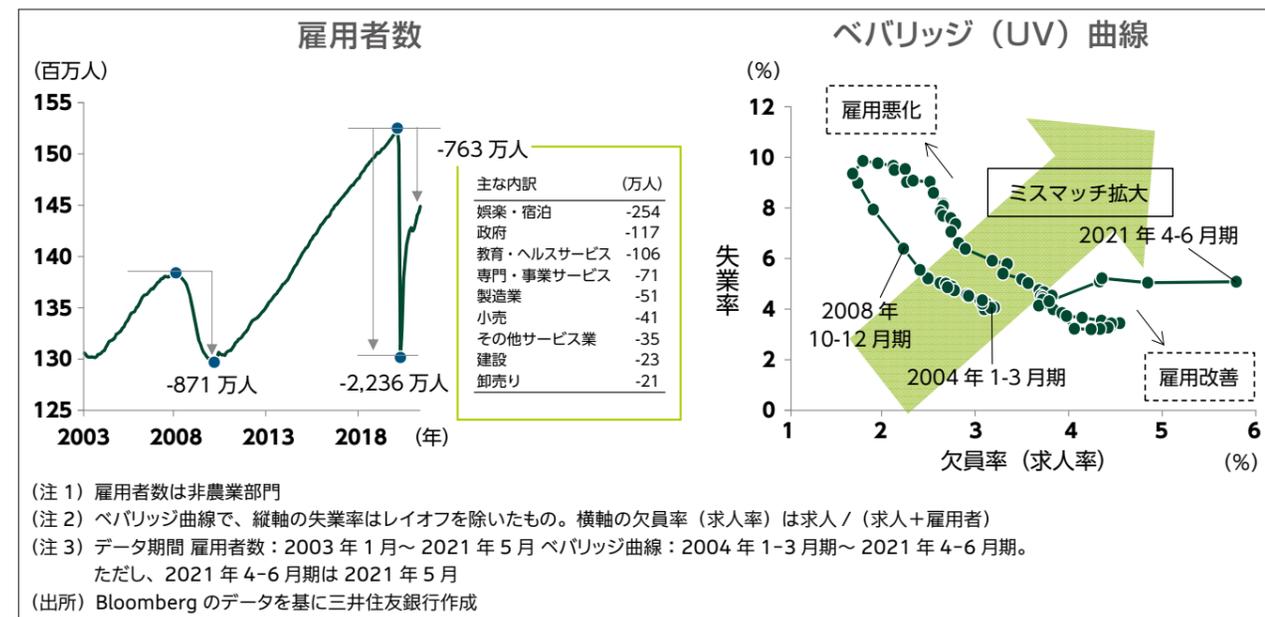
米国株式市場

経済：急ピッチで進んだ雇用の回復

ワクチン接種の進展で経済活動の正常化が進み、景気は順調に回復基調をたどっています。雇用面では、コロナ禍で約2,200万人の雇用が失われましたが、足元ではその約3分の2が職を取り戻しました。ただし、娯楽・宿泊等の対面サービスでの雇用の戻りは鈍く、業種間でばらつきがみられます。

一方、企業側の人員採用ニーズが十分に満たされないという、いわゆる雇用のミスマッチが拡大しています。コロナ対策関連の行動規制の撤廃や失業給付の上乗せ分の打ち切り等が職場復帰を促してミスマッチは解消に向かうとみられますが、もしこれが解消されない場合は、雇用回復の遅れや賃金の上昇につながる懸念が懸念されます。

インフレは一時的とみられますが、企業活動の川上段階にあたる生産者物価の上昇は大きく、これがどのように波及・進展していくかは、企業収益や中央銀行の政策スタンスという観点から大きな関心を集めるとみられます。

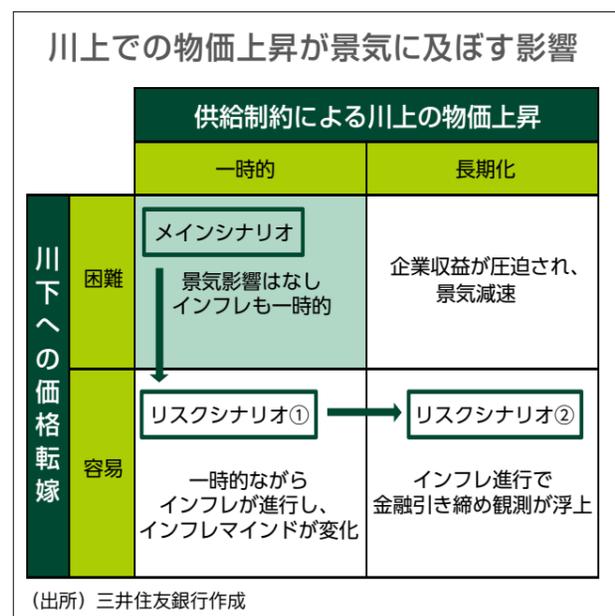
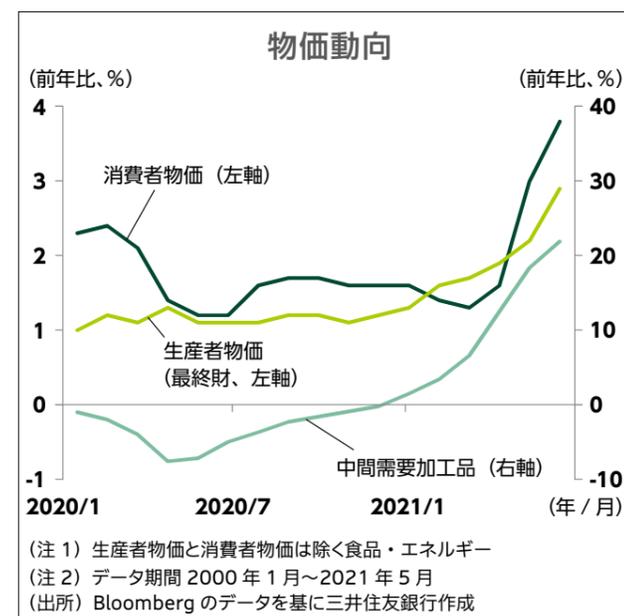
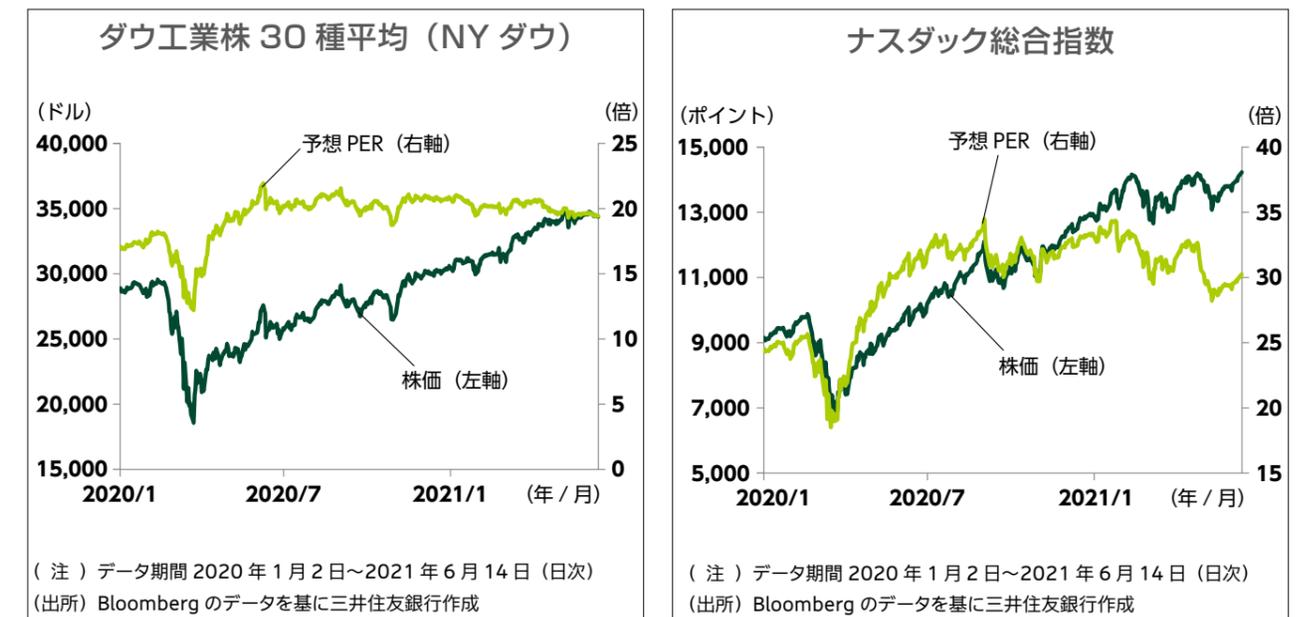


株価：好調な企業業績で過去最高値を更新

景気回復を背景とした企業収益の拡大、米長期金利の比較的落ち着いた推移を背景に、米国株価の上昇基調が続きました。ハイテク銘柄の多いナスダック総合指数は6月に過去最高値を更新し、ダウ工業株30種平均(NYダウ)は5月に過去最高値をつけ、足元でその更新に迫る情勢です。

株価上昇が続くなかで予想PER(株価収益率)は横ばいからやや低下での推移で、このことは株式市場の目線が期待先行から業績反映にシフトしてきたことを示唆しています。また、割高感が指摘されていたITハイテク銘柄には見直し買いの動きもみられます。

バイデン政権の追加の経済対策では、議会での審議で規模の縮小や成立時期の遅れなどが予想されますが、成長期待の押し上げという効果は変わらないとみられます。また、米FRB(連邦準備理事会)の緩和解除の慎重姿勢は、金融面から株価の上昇基調を支えとみられます。



バイデン大統領の経済政策

政策名	規模	時期	主な内容
米国救済計画	1.9兆ドル	3月11日成立	1人1,400ドルの現金給付 失業給付 コロナ対策 中小企業支援
米国雇用計画	2兆ドル超 (8年間)	3月31日表明	インフラ整備 製造業の強化 高齢者・障がい者ケア
米国家族計画	1.8兆ドル (10年間)	4月28日表明	中低所得者層の 教育・保育等の支援

(出所) 日経新聞、各種資料を基に三井住友銀行作成



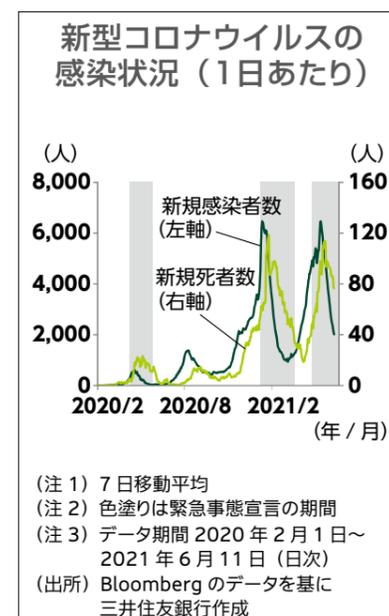
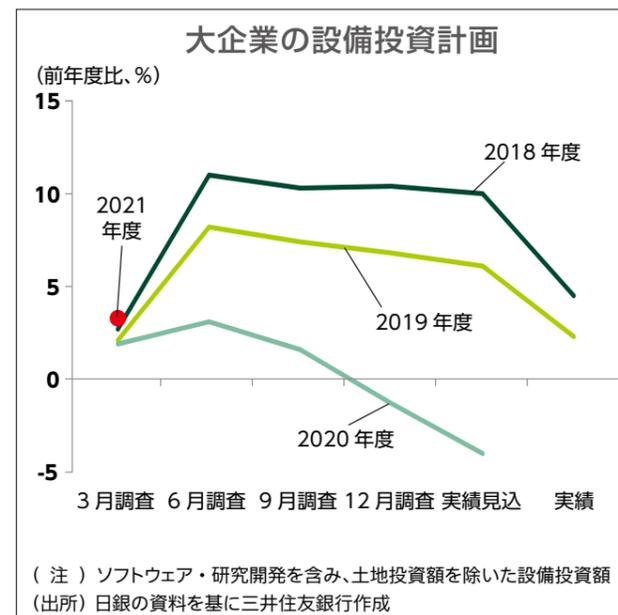
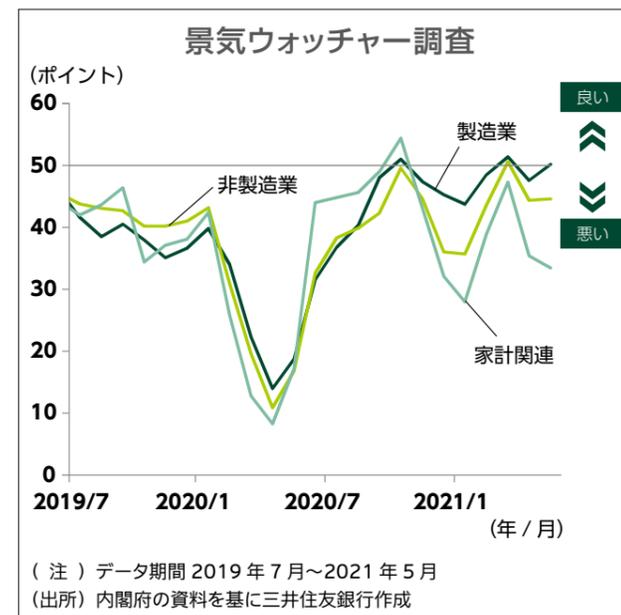
はじめに
マクロ経済環境
トピックス
マーケット動向

経済：ワクチン接種の本格化で先行き見通しが好転

3度にわたる緊急事態宣言の発令で、景気は一進一退の展開となりました。業種別には、輸出伸長等を背景に製造業がまずまずの業況を維持する一方、緊急事態宣言等のコロナ対策の影響を受け、飲食・宿泊等の家計関連の業種の不調が目立ち、非製造業の景況感に影響を与えています。

こうした状況下、企業の設備投資計画には堅調さがみられます。政策的な後押しが期待できるなか、デジタル化や脱炭素に関連した投資が活発化してくることが予想されます。

ワクチン接種の進展が景気回復のペースを速めると予想されます。その接種体制は急速に整備されつつあり、各自治体でのきめの細かい接種に加え、政府による大規模接種や産業医を活用した職場接種等で、接種ペースは政府が目標とする1日あたり100万回が視野に入るとみられます。



新型コロナウイルスワクチンの接種計画

対象	人数 (万人)	開始	完了目途 (政府目標)
医療従事者	480	2月17日	6月半ば
65歳以上高齢者	3,600	4月12日	7月末
基礎疾患のある人	820	6月中旬以降順次	10~11月
高齢者施設従事者	200		
60~64歳	740		
16歳以上の一般	6,600	未定	
12~15歳の一般	430		

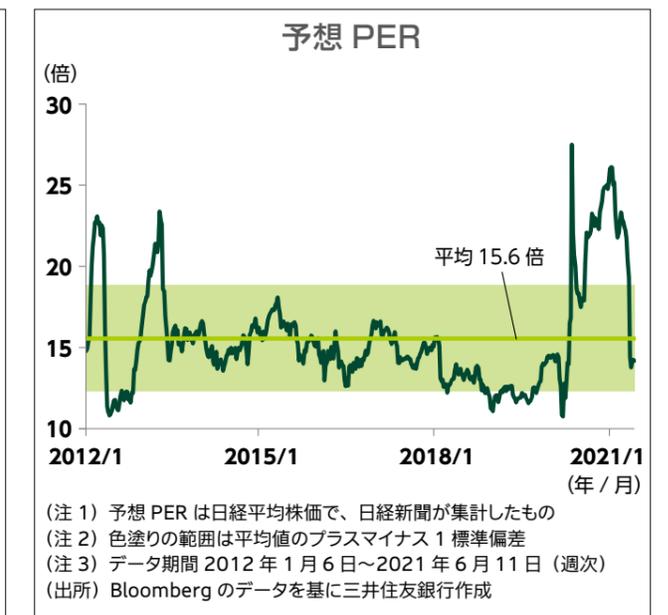
(注) カテゴリーには重複がある、人数は概数
(出所) 総理官邸、総務省の資料や各種報道資料を基に三井住友銀行作成

株価：整ってきた上値追いの環境

株価は高値圏でもみ合いが続きました。日経平均株価は4月に一時3万円台を回復した後は27,000~29,000円台のレンジで推移しました。過去、日経平均が200日移動平均線の上限10%のレンジ内におおむね収まるという経験則に照らせば、上値の重い展開は昨年11月以降から今年2月にかけての急上昇に対するスピード調整に相当するとみられます。

予想PER(株価収益率)は過去の平均的な水準に低下し、割高感はほぼ解消されました。ワクチン接種の進展とともに景気回復に勢いが増せば、株価がレンジを上抜ける展開を予想します。

株式需給では、自社株買いで買いに回っていた事業法人や海外投資家の動向に注目が集まるとみられます。政策投資株の残高圧縮は時代の流れですが、取引所外での相対取引(ブロックトレード)の活用や段階的な処理を前提にすれば、需給面への悪影響は限られるとみられます。



日本株の投資部門別の売買動向 (買いと売りのネット)

(単位: 兆円)

投資部門/主な投資目的	2019年	2020年	2021年
個人 (新規公開株の取得等は含まず)	-4.3	-0.9	0.3
投資信託	-1.2	-2.4	-1.3
信託・生損保	-0.4	1.5	-2.6
都銀・地銀等	-0.7	-0.4	-0.4
事業法人	4.2	1.3	-0.3
海外投資家	-0.8	-3.4	1.6
日銀	4.4	7.1	0.7

(注1) プラスは買い越し超、マイナスは売り越し超
(注2) 2021年は6月4日の週末までの合計
(注3) 日銀のETF購入を除き、日本取引所グループの投資部門別売買状況
(出所) 日本取引所グループの資料とBloombergのデータを基に三井住友銀行作成

足元のドル円は方向感が出にくい状況

ドル円は、1-3月期に8円を超える値幅でドル高円安が進んだのに対して、4-6月期はやや方向感の出にくい展開が続いており、値幅も3円強と小幅なものにとどまっています。

方向感なく値動きが小幅となっているのは、ドル円の下落要因と上昇要因が引っ張り合いをしているためです。前者については米国の長期金利低下が指摘できます。日米の金利差の縮小がドル売り圧力となっています。

後者については2つあります。日米の経済成長率格差はドル高要因です。今年の日本の予想GDP成長率2.5%に対して米国は6.9%。成長する国の通貨の方が買われやすくなります。また、ワクチン接種の進展は人々の外出行動に大きく影響し、外出行動はサービス業を中心とした経済活動に大きなインパクトを与えます。接種が進まない日本で外出行動が鈍化していることは為替市場で円安要因となります。



(注) データ期間 2014年1月2日~2021年6月14日(日次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 日米実質金利差は(米10年国債利回り-物価連動債による市場のインフレ期待) - (日10年国債利回り-物価連動債による市場のインフレ期待)にて算出
(注2) データ期間 2020年4月3日~2021年6月11日(週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



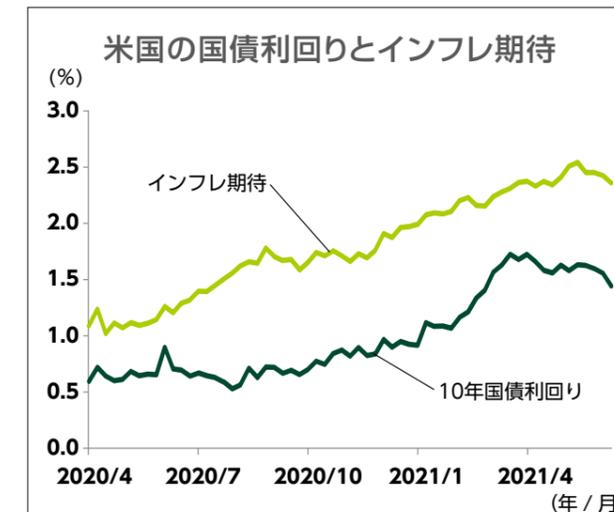
(注1) 移動傾向は、自動車、鉄道、徒歩の各交通手段における人々の移動状況の変化を示したものを(各交通手段の7日移動平均を単純平均し、2021年1月1日を100として指数化)
(注2) データ期間 2021年1月1日~2021年6月8日(日次)
(出所) Bloomberg、Apple「モビリティ・トレンド・レポート」のデータを基に三井住友銀行作成

ドル円は再びドル高円安をうかがう公算

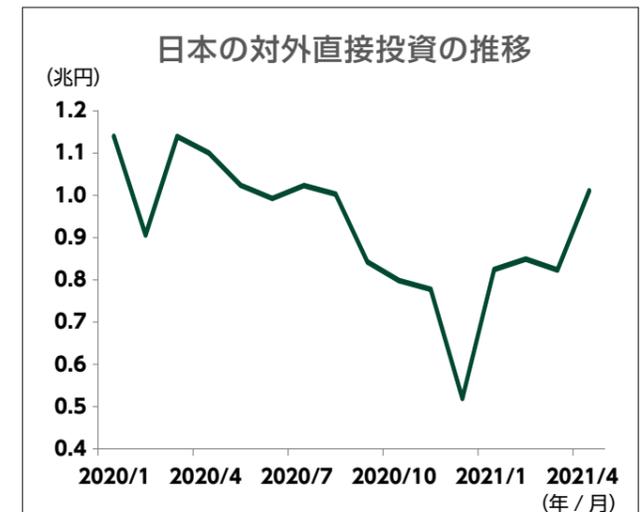
先行きの鍵を握る最大の要因は米長期金利の動向です。米FRB(連邦準備理事会)の「物価上昇は一時的」という姿勢が奏功していることもあって、市場のインフレ期待は緩やかにピークアウトしていますが、それを上回るペースで米長期金利が低下しています。

米FRBの緩和姿勢は当面維持されますが、この先、米経済の成長拡大にあわせて長期金利が再び上昇に転じることは自然な動きとみられ、これはドル買い要因となります。また、コロナ禍で落ち込んでいた日本からの対外直接投資に回復の動きが出てきており、これもドル買い要因となる可能性があります。

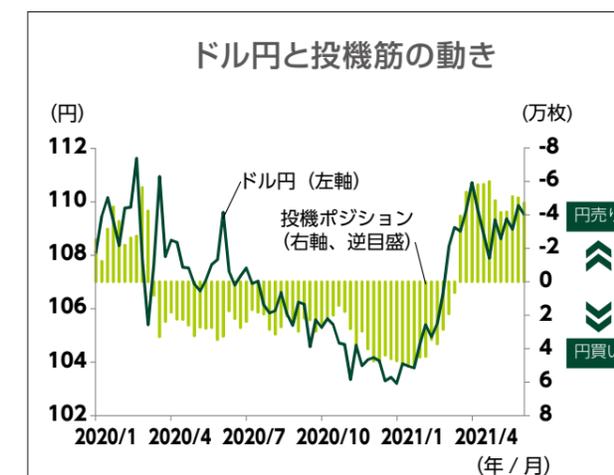
ただし、ドル安円高の要因にも留意しておく必要があります。日本のワクチン接種率が上昇すれば、円安圧力が幾分和らぎ、投機的な円の売り持手が減少する可能性があります。また、大きく拡大している米国の経常収支の赤字がさらに増えるようだとドル売り圧力が台頭する展開がありえます。



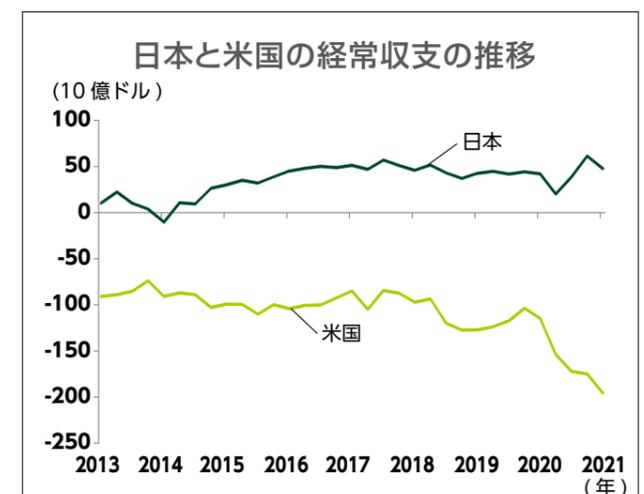
(注1) インフレ期待は物価連動債から算出される市場のインフレ期待
(注2) データ期間 2020年4月3日~2021年6月11日(週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 数字は対外直接投資額(除く利益再投資)の6ヵ月移動平均
(注2) データ期間 2020年1月~2021年4月
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 投機ポジション: シカゴ・マーカントイル取引所の国際金融先物市場における円の買い建玉から売り建玉を引いたもの
(注2) データ期間 2020年1月3日~2021年6月4日(週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 日本の経常収支は実勢レートでドル換算
(注2) データ期間 2013年1-3月期~2021年1-3月期(四半期)
(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

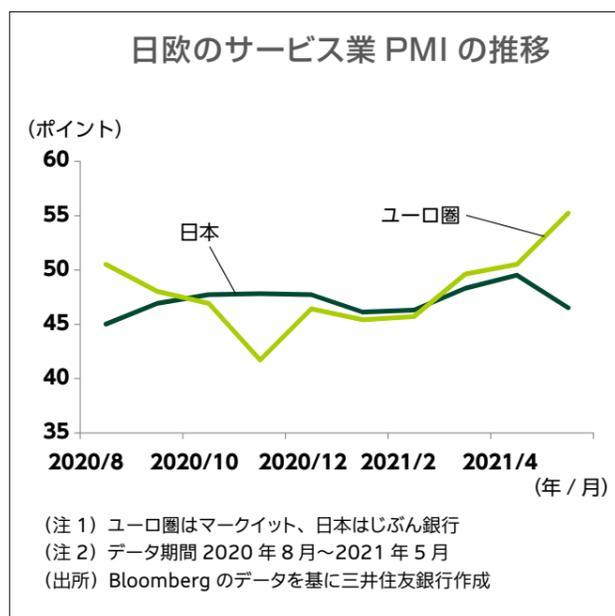
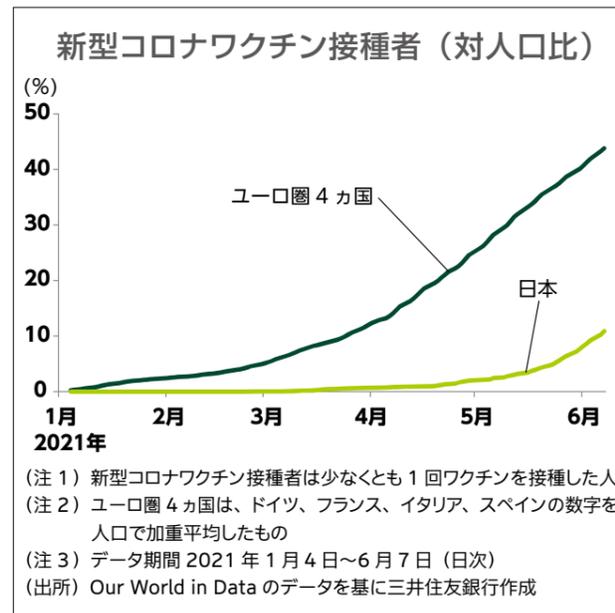
ユーロ円相場

景気回復とワクチン接種によるユーロ買いは一服へ

ユーロ円相場は2つの大きな要因からユーロ高円安の地合いが続いています。

1つはユーロ圏の経済成長率の改善見通しです。コロナ感染と経済の大幅落ち込みを経験したユーロ圏では、景気の大規模改善が予想されています。2020年と2021年のGDP成長率の実績と見通しは、日本の-4.7%、2.5%に対してユーロ圏は-6.7%、4.7%と、落ち込みと回復の差が激しく、足元の回復の動きがユーロ高要因となっています。もう1つはワクチン接種率の差で、ワクチン接種の進展とサービス業の改善はユーロ圏と日本で対照的な動きとなっており、ユーロ買い円売り要因となっています。

先行きについては、日本のワクチン接種率の上昇によって対照的な動きが解消されていくこと、秋のドイツ総選挙や来年春のフランス大統領選挙が徐々に意識されて欧州政治の不透明性に関心が向かうことからユーロ高は一服する可能性があると考えられます。



欧州の主な選挙予定

日付		内容
2021年	9月	ドイツ総選挙
2022年	4月	フランス大統領選挙第1回投票
	5月	フランス大統領選挙決選投票 (4月の可能性も)
	6月	フランス議会選挙

(出所) 各種報道を基に三井住友銀行作成

マーケット動向

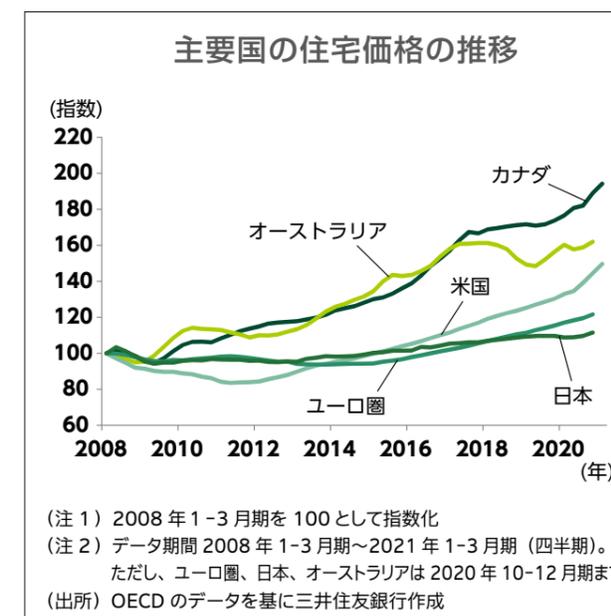
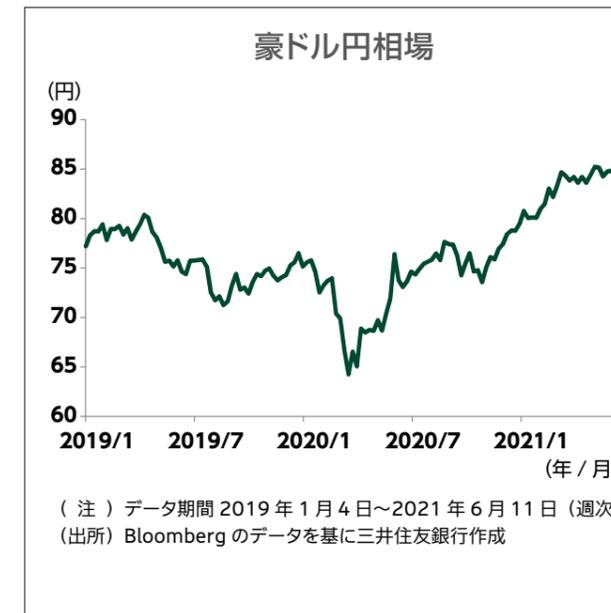
豪ドル円相場

テーパリングへの動きが豪ドル高を誘う可能性

鉄鉱石や石炭などオーストラリアの主要輸出品の価格上昇を受けて上がってきた豪ドル円相場ですが、この2ヵ月ほどは84~85円台でもみ合いが続いています。

市場の一部では、カナダに続いてオーストラリアも量的緩和の縮小(テーパリング)に動くとの観測が台頭していましたが、6月の金融政策会合で新しい動きはなく、同月半ばに発表された議事録では、インフレ率が2~3%の目標レンジ内で持続的に推移するまで政策金利を引き上げない、利上げの条件が整うのは早くも2024年との議論に変わりがなかったことから、豪ドル買いは一服しています。

しかし、年内のテーパリング開始の可能性は残っているとみられます。現在の債券購入プログラムは9月上旬で上限に達するため、7月の会合で先行きの量的緩和政策を決める予定です。この先、購入規模が減額されるようであれば、豪ドルが買われる展開がありそうです。



RBA (豪準備銀行) 声明文のポイント

5月	6月
成長見通しを2021年4.75%、2022年3.5%に上方修正	同左
インフレの中心見通しは2021年1.5%、2022年2%	同左
住宅市場は一段と強まった。特に一次取得者の借入需要が強い	投資家による借入も増えている
7月の会合で3年国債利回り目標の対象を変更するかどうか検討	同左

(出所) RBA(豪準備銀行)の資料を基に三井住友銀行作成

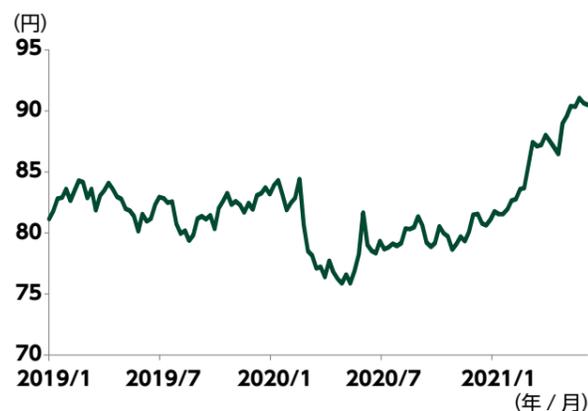
テーパリングと商品価格の上昇がカナダドル高に効く

カナダドルの対円相場は上昇の動きが続いています。先進国の中でいち早くテーパリングを決めたことが最大の理由です。コロナ禍の中、積極的な金融緩和を進めていたカナダ中銀は、4月に週次の国債購入額の減額を決めました。金融政策のじゃぶじゃぶ度合いを少なくする方向に転じたことは、緩和を継続する国と比べて相対的な通貨価値を高めるため、カナダドル買いが進みます。

また、商品市況の高騰もカナダドル高に効いています。カナダの主要輸出品である原油や木材は大幅な価格上昇が続いており、これがカナダドル買いの材料となっています。

市場では、カナダが2022年後半に利上げをするとの観測も出てきており、当面この流れは続きそうです。この先、他国がカナダに続いてテーパリングを開始したり、商品市況が反落に転じたりすれば、カナダドルの上昇は一服するとみられますが、それまでは堅調な地合いが続きそうです。

カナダドル円相場



(注) データ期間 2019年1月4日～2021年6月11日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

カナダ中銀の金融政策変更

日付	4月21日
内容	週次の国債購入を週40億カナダドルから30億カナダドルに減額
	2%のインフレ目標が持続的に達成される時期の見通しを2022年後半に前倒し
	経済見通しは改善
	住宅価格の急上昇による潜在的リスクを引き続き監視

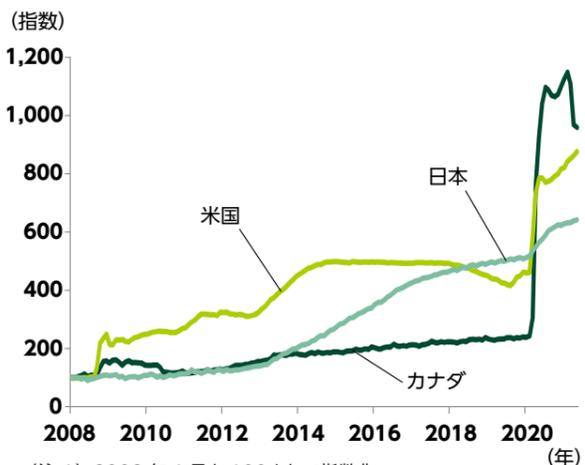
(出所) カナダ中銀の資料を基に三井住友銀行作成

原油価格と木材価格の推移



(注1) 原油は1バレルあたり、木材は1,000ボード・フィートあたり
(注2) データ期間 2020年1月3日～2021年6月11日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

主要中銀のバランスシート推移



(注1) 2008年1月を100として指数化
(注2) データ期間 2008年1月～2021年5月(月次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

世界経済の回復は金、原油に対照的に作用

【金相場】米長期金利上昇とドル高は金相場の下落要因、物価高は上昇要因となります。年始からしばらく米金利上昇とドル高が続いたことから、金価格は下落基調となっていました。その後、米金利が落ち着く一方、市場のインフレ期待が上昇し、米実質金利が低下したことで、金相場は反発しました。ただし、この先、景気回復が進むことで、米長期金利が再上昇、ドル高となれば、金価格が再び下落する可能性があります。

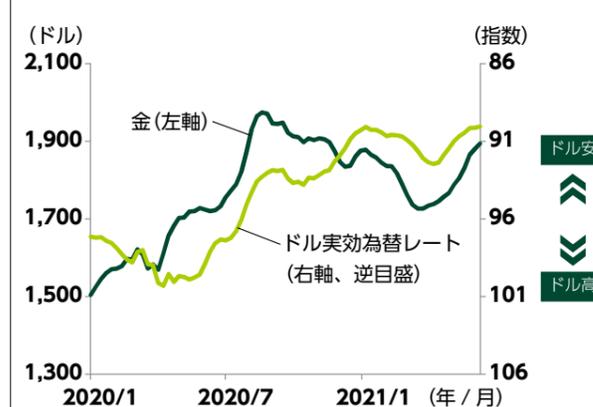
【原油相場】世界経済の回復にともなう石油需要の増加から、原油価格は上昇基調を継続しています。足元では高値警戒感も出ていますが、過去10年の値動きを見てみると、ようやく平均水準まで戻してきたところ。今後も石油需要の拡大が見込まれる一方、産油国の増産はゆっくりと進むことが予想されることから、原油価格はこの先も堅調な値動きが続くとみられます。

金と米実質金利の推移



(注1) 米10年実質金利=米10年名目金利-米10年期待インフレ率
(注2) データ期間 2010年1月8日～2021年6月11日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

金とドルの推移



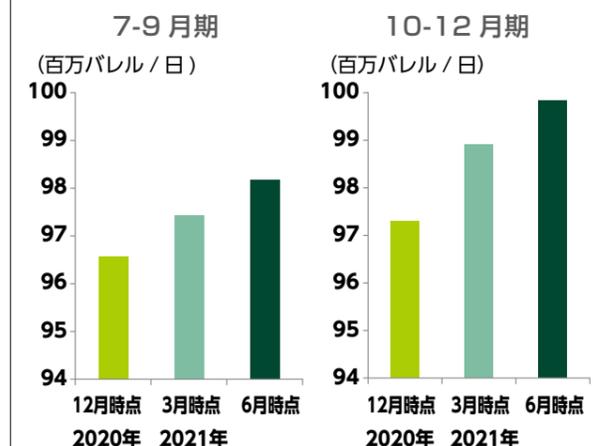
(注1) グラフは4週移動平均
(注2) 実効為替レート：貿易量を基に算出された通貨の強弱を示す指標
(注3) データ期間 2020年1月3日～2021年6月11日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

原油相場



(注) データ期間 2011年1月7日～2021年6月11日(週次)
(出所) Bloomberg のデータを基に三井住友銀行作成

2021年の原油需要見通し



(出所) OPEC (石油輸出国機構) のデータを基に三井住友銀行作成

為替

コラム

SMBC 信託銀行 PRESTIA

カナダドルの騰勢

新型コロナウイルスワクチンの世界的な接種進展を背景に、各国の経済活動は正常化に向かうとの期待が高まり、資源需要の増加につながっています。原油先物価格（WTI）は1バレル＝71ドル台後半へ急伸し2018年10月以来の高値をつけています。原油生産量が中東諸国・ロシアに次いで世界第5位のカナダ（加）の通貨加ドルの上昇は顕著で、年初来の対米ドルは5%超、対円では約12%の加ドル高が進行、それぞれ2015年5月、2018年1月以来の高値水準を記録しています。

加ドルが騰勢を強めた要因は加中銀（BOC）の金融政策も挙げられます。BOCは4月21日の金融政策決定で資産買い入れペースを週40億加ドルから同30億加ドルに減額し、他の主要先進国中銀に先行して段階的な緩和縮小に着手。さらに、2022年下期の利上げの可能性を示唆し、金利先高観が浮上したことも加ドルを押し上げました。6月10日の会合で政策金利は0.25%に据え置かれましたが、BOCが重視する消費者物価指数コモン（特殊要因を取り除いた指数）は5月に前年比1.8%へ上昇しています。年後半には景気回復が強まり、7月あるいは10月の政策決定で量的緩和が一段と縮小されると市場は予想していますので、BOCの政策姿勢も今後の加ドルを左右するでしょう。

カナダは10の州と3の準州で構成される連邦国家で、歴史的経緯から各州に自治権が認められています。なかでも、全土のGDPの約4割、輸出生産の約5割を占める最大経済圏のオンタリオ州では、ワクチン接種率に応じて3段階で行動制限規制

を緩和する新しい再開計画が5月20日に発表されました。また、カナダはロシアに次ぐ世界第2位の広大な国土面積を有していますが、人口は3,800万人弱と少なく自国市場に限りがあるため、生産品の大半は米国へ輸出されており、加米両国が重要な経済パートナーであることは言うまでもありません。昨年7月に発効したメキシコを含む自由貿易協定（USMCA）の下、初の自由貿易委員会が5月17、18日に開催されましたが、通商政策が広範で公平な成長を促すかどうか、原産地規則の見直しなど今後の3カ国間の通商交渉も注目されます。

加ドルの対米ドル、対円相場（1加ドルあたり）



（注）データ期間 2014年1月3日～2021年6月11日（週次）
（出所）Refinitivのデータを基にSMBC信託銀行作成

株式

コラム

SMBC 日興証券 相場格言

『時の至るに、小みちにのみ心がくれば、大功遂げがたし』
『売り買いを一度に買うは無分別、二度に買うべし、二度に売るべし』

新型コロナ感染拡大以降、欧米諸国をはじめ世界中が空前的金融緩和を行ってきましたが、こうした環境から正常化に向けて舵が切られるのはいつ頃なのか？というのが、目下の株式市場の最大の注目材料となっています。

とりわけ注目度が高いのは米国の政策転換です。その時期については、市場では来年初め頃までの見方が優勢ですが、その前倒し観測が強まる場面では長期金利の上昇などが予想され、株式市場は神経質な展開になりやすいと見ています。

しかし、経済はコロナ禍から脱出して正常化に向かって動いているわけですから、経済の正常化は株式市場全体にプラスになると考えるべきでしょう。

2013年には、当時のバーナンキ米FRB議長が、リーマン・ショック以降の量的緩和策を縮小する意向を市場予想よりも早期に示したことで、金利が急上昇し、マーケットが大きく変動しました。しかし、その後の米国株は、リーマン・ショックからの景気の立ち直りを反映して、堅調に推移しました。こうした経験則からも、株式市場にとっては、経済正常化や景気回復の方が重要であるご理解いただけるはずです。

「時の至るに、小みちにのみ心がくれば、大功遂げがたし」という相場格言がありますが、チャンスが到来しているのに小さなことを気にしているようでは、大きなリターンを得ることはできないという意味です。

現状に置き換えると、量的緩和策の縮小という政

策変更に取り込まれ、投資に控えめになっているようだ、これからの景気回復局面で得られるであろう大きなリターンを逸してしまうことになるかもしれないということを指していると考えます。目先のことだけにとらわれるのではなく、現在の経済のトレンドがどこを向いているのかをしっかりと見極めることも重要でしょう。

ただ、そうは言っても、いつ量的緩和の縮小が行われるのか？どれくらいのペースで行われるのか？その先に実際の利上げ（金融引き締め）がいつ頃行われるのかなどが見えないなかで、不安心理の高まりなどから株式市場が上下しやすい環境にあることも事実です。

こうした環境下での投資には、時間分散による投資が重要というのが、投資の世界の鉄則です。失敗して高いときに買ってしまったとしても、他のタイミングでの買いをあわせて取得価格を計算すると、意外に安い水準で買い付けることができたという事例もあります。

「売り買いを一度に買うは無分別、二度に買うべし、二度に売るべし」という相場格言にあるように複数回に分けて、買ったり売ったりすることで、思わぬ価格での取引をしてしまうリスクを低減させることができます。

マーケット動向 相場予想表

株価	単位	過去1年間		2021年6月15日	2021年9月末	2021年12月末	2022年3月末	2022年6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	21,710.00	29,441.30	32,200 ▲	33,000 ▲	33,400 ▲	33,600 ▲
NYダウ	ドル	34,777.76	25,015.55	34,299.33	33,200 ▲	34,000 ▲	35,200 ▲	35,600 ▲
ユーロストック	ポイント	459.03	333.02	459.03	440 ▲	460 ▲	470 ▲	480 ▲

長期金利	単位	過去1年間		2021年6月15日	2021年9月末	2021年12月末	2022年3月末	2022年6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	0.01	0.05	0.10 ▲	0.10 ▲	0.10 ▲	0.10 ▲
米国国債(10年)	%	1.74	0.51	1.49	1.90 ▲	2.00 ▲	2.00 ▲	2.00 ▲
ドイツ国債(10年)	%	-0.10	-0.64	-0.23	0.00 ▲	0.10 ▲	0.10 ▲	0.20 ▲

為替	単位	過去1年間		2021年6月15日	2021年9月末	2021年12月末	2022年3月末	2022年6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	110.72	102.72	110.08	111.00 ▲	112.00 ▲	112.00 ▲	112.00 ▲
ユーロ円	円	133.97	119.46	133.49	135.00 ▲	138.00 ▲	139.00 ▲	140.00 ▲
豪ドル円	円	85.21	73.05	84.61	88.00 ▲	89.00 ▲	89.00 ▲	89.00 ▲
リアル円*	円	21.81	18.10	21.81	21.80 ▲	21.50 ▲	21.50 ▲	21.50 ▲

政策金利	単位	過去1年間		2021年6月15日	2021年9月末	2021年12月末	2022年3月末	2022年6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(FF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)**	%	0.25	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)**	%	3.50	2.00	3.50	5.75 ▲	6.50 ▲	6.50 ▲	6.50 ▲

商品	単位	過去1年間		2021年6月15日	2021年9月末	2021年12月末	2022年3月末	2022年6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	72.12	35.79	72.12	65.0 ▲	65.0 ▲	65.0 ▲	65.0 ▲

(注1) 6月28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	日本	海外
7月	4日 東京都議会選挙投票日 23日 東京オリンピック開幕(8月8日まで) 7月末 高齢者へのコロナワクチン接種完了(政府目標)	1日 中国共産党創立100周年 31日 米債務上限の期限(引き上げ期限の延長の期限) 月内 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日まで)	26日 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)(28日まで)
9月	30日 自民党総裁任期満了	26日 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) 30日 米2022財政年度予算成立期限 月内 欧州復興基金による資金提供の開始予定
10月	21日 衆議院議員任期満了	1日 ドバイ万国博覧会(2022年3月31日まで) 1日 中国、国慶節(7日まで) 14日 EU首脳会議(15日まで) 30日 G20(主要20カ国・地域)首脳会議(ローマ・イタリア)(31日まで) 月内 IMF世界経済見通しの発表 月内 IMF世銀年次総会 月内 米、為替報告書 10-12月 米FRB議長指名・議会承認(予想)
11月	11月末 希望者すべてへのコロナワクチン接種完了(政府目標)	1日 第26回国連気候変動枠組条約締約国会議(COP26、英グラスゴー)(12日まで)
12月	月内 2022年度予算案、税制改正大綱決定	16日 EU首脳会議(17日まで) 19日 香港立法会選挙 月内 OPEC総会

金融政策決定会合の日程
 日銀 7/15-16 ※ 9/21-22 10/27-28 ※ 12/16-17
 米FRB 7/28-29 9/21-22 ※ 11/2-3 12/14-15 ※
 ECB 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6月15日です。