

レジリエンス(復元力)

～変異株とインフレのリスクを乗り越えて

- ▶ 景気の鍵を握る家計の消費動向
- ▶ 米国の雇用動向と金融政策

SMBC Retail
Global Market View

2021

AUTUMN



成長トレンドは続く

2021年も終盤に差しかかり、足元の成長トレンドを見極め、来年の展望を考え始める時期を迎えています。

2020年にコロナ禍を経験した世界経済は、コロナとの闘いを続けながら、2021年に経済再開に向けて踏み出しました。特に4-6月期は、各国で経済活動に強い伸びがみられ、景気に対する楽観ムードが広がりました。一方で、7-9月期については、成長の伸びにやや鈍化の動きがうかがえます。主な要因はデルタ変異株によるコロナ感染の再拡大であり、2021年の力強い景気回復が予想されていた米国では成長見通しの下方修正を余儀なくされ、日本については、東京オリンピック・パラリンピック開催とコロナ感染者の増加にともなう緊急事態宣言の再発令が重なり、経済、金融市場ともに懸念が広がる展開となりました。

しかし、経済再開の大きな流れが損なわれたわけではありません。ワクチン接種が進んだ国では経済活動の再開が着実に進んでいます。日本でも2回のワクチン接種を完了した人の総人口に対する割合が50%を超えてきており、欧米に遅れてはいるもののサービス業での経済再開が期待されます。日本と米国については、7-9月に予想対比で鈍化した経済成長率が10-12月期に再び加速する見通しで、ユーロ圏では高水準の成長率が続くと考えられます。

その先をみても、成長トレンドは維持されるとみられます。世界のGDP成長率は2021年の5.8%から2022年は4.7%に伸び率が減速する見通しですが、コロナ前の10年間の平均成長率3.7%を大きく上回っており、引き続き力強い活動が期待されています。米国については、2021年の5.7%から2022年は4.9%へ幾分鈍るものの引き続き高い伸び率が、日本については2.4%から3.3%への成長率の上昇が予想されます。大事な点は、2022年も過去と比べて高水準の成長が続く見通しであることです。

大きな流れでみた景気回復の持続見通しは、リスク性資産の動向にもポジティブな影響を与えます。米国では主要株価指数が過去最高値更新を継続、日本の株式市場にはやや出遅れ感がありましたが、コロナ感染者の減少と菅首相の退任による新政権への期待をきっかけに株買いの動きが強まり、日経平均は31年ぶりの高値まで上昇しました。

先行きについては、新たな変異株によるコロナ感染拡大の可能性、人が足りない、半導体部品などのモノが来ないといった供給体制の制約からくるインフレリスク、そしてにわかに台頭してきた中国の不動産セクターの経営不安などのリスク要因が存在しています。しかし、そのような時こそ、前述のように大局観をもって成長トレンドを見極めていくことが、経済をみるうえでも、金融市場をみるうえでも非常に大切だと思われます。

2021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
2021 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. 景気の鍵を握る家計の消費動向	07~08
2. 米国の雇用動向と金融政策	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
金・原油相場	20
為替コラム 衆議院総選挙とドル円相場	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

マクロ経済環境

世界のマーケット動向および注目材料

レジリエンス（復元力）

～変異株とインフレのリスクを乗り越えて

景気見通し

勢いを取り戻す回復ペース

デルタ株のまん延で景気回復の勢いは鈍りましたが、欧米ではロックダウン（都市封鎖）等の強力な感染対策が回避されることから、回復の勢いは強まる見通しです。ワクチン接種の進展や日米欧での一段の財政出動が、こうした動きを支えるとみられます。

新型コロナウイルスの早期終息には不確実性がありますが、ワクチンによる重症化予防効果や治療薬の普及などから、事態の改善が進むとみられます。こうした状況下、家計部門で積み上がった貯蓄が今後の消費行動の活発化につながれば、景気上振れの可能性もありそうです。

ただし、変異株のまん延リスクは残り、制限下での企業や家計の抑制的な行動が続けば、景気下振れのみならず、インフレ上昇のリスクにもつながりかねません。供給面からのインフレ圧力には政策対応が難しいことを考えると、今後のコロナ感染動向やインフレ情勢には、留意する必要があるとみられます。

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。インフレ懸念が強まる場合、各国の中央銀行がいっせいに緩解除を急ぐリスクをはらみ、政策スタンスの急転換がマネーの逆流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：変異株の出現リスク、新興国でのワクチン接種の遅れ
- ②インフレ懸念と金融当局の政策転換：人やモノの供給面からの制約や商品市況の上昇
- ③中国情勢：不動産セクターの過剰債務問題、米中関係、行き過ぎた「共同富裕」の推進
- ④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
- ⑤資産価格の高騰：住宅市場や株式市場でのバブル懸念

マーケット動向

慎重な緩解除が促す金余り相場

金融面での緩和的な状況が株式等のリスク性資産へのマネー流入を促す状況に大きな変わりはないとみられます。コロナへの警戒感や所得格差等への政治的な配慮が、金融当局の緩解除へのスタンスを慎重化させるとみられます。

米国の株式市場では、企業業績の急回復が相場を押し上げましたが、今後、業績とともに流動性の面からも相場には上昇圧力がかかる展開が予想されます。日本の株式市場では、企業収益対比での割安感や欧米株価との出遅れ感の修正が一気に進みました。政治イベントに関連して変革期待がともなえば、一段の見直し買いの潮流が強まる可能性もありそうです。

為替市場では、株価の上昇にともないドルからユーロや豪ドルなどにマネーが流れやすくなるとみられます。ドル円相場では、米長期金利の上げ渋りから、当面、円安余地は限られそうです。欧州での復興基金に関連した債券発行はユーロの魅力を高める可能性があります。

TOPICS

～市場の注目材料～

1

景気の鍵を握る家計の消費動向

- 積み上がった貯蓄の行方
- 期待される「Go To」効果

2

米国の雇用動向と金融政策

- 雇用市場は回復基調を維持
- テーパリングは漸進的～ 2014 年を参考にみる

※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

中だるみは最終局面、再加速へ

世界経済の成長率は、前回（7月）と比べて2021年は5.8%へ小幅に下方修正となりましたが、ワクチン接種の進展と日米欧での財政出動などを背景に、2022年は4.7%という高めの成長率になるとみられます。

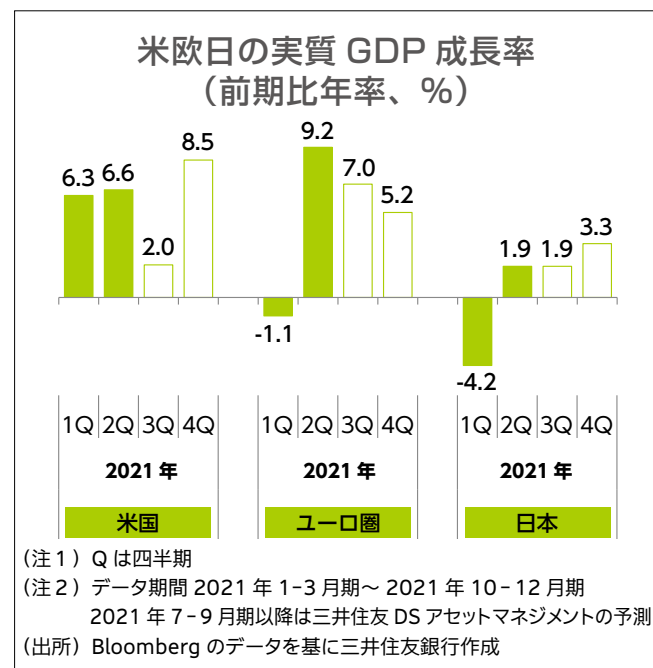
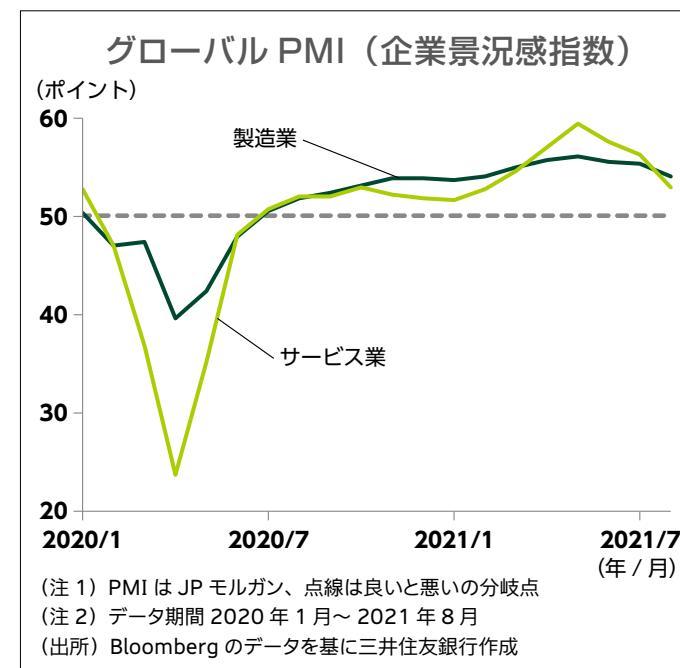
金融政策については、先進国では英国やオーストラリアなどでテーパリング（量的緩和の縮小）が行われ、新興国でもブラジルなどインフレ対応の利上げに踏み切る国が出てきましたが、金融の緩和的な状況に変わりはないとみられます。

米国の2021年のインフレ率は高止まりますが、2022年後半にかけて低下に向かうと予想します。ただし、雇用面でのミスマッチ等に起因した賃金上昇やサプライチェーンの混乱によるインフレ圧力が強まれば、インフレへの警戒感を強める必要があるとみられます。

主要国の経済見通し

	実質GDP成長率(単位: %)				消費者物価上昇率(単位: %)			
	2020年実績	2021年予測	2022年予測	市場コンセンサス 2021年 2022年	2020年実績	2021年予測	2022年予測	市場コンセンサス 2021年 2022年
世界経済	-3.3 -	5.8 ↓	4.7 -					
米国	-3.4 ↑	5.7 ↓	4.9 ↑	5.9 4.2	1.4 -	3.1 ↑	2.3 ↑	3.1 2.6
ユーロ圏	-6.5 ↑	5.1 ↑	4.6 -	4.9 4.3	0.3 -	2.3 ↑	1.7 ↑	2.2 1.6
日本	-4.6 ↑	2.4 ↓	3.3 ↑	2.4 2.5	-0.4 -	-0.2 ↓	0.6 ↑	-0.2 0.4
オーストラリア	-2.4 -	3.9 ↓	3.9 ↑	4.2 3.5	0.8 -	2.4 ↑	1.9 -	2.4 2.0
中国	2.3 -	8.3 ↓	5.5 -	8.4 5.6	2.5 -	0.9 ↓	2.3 -	1.3 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



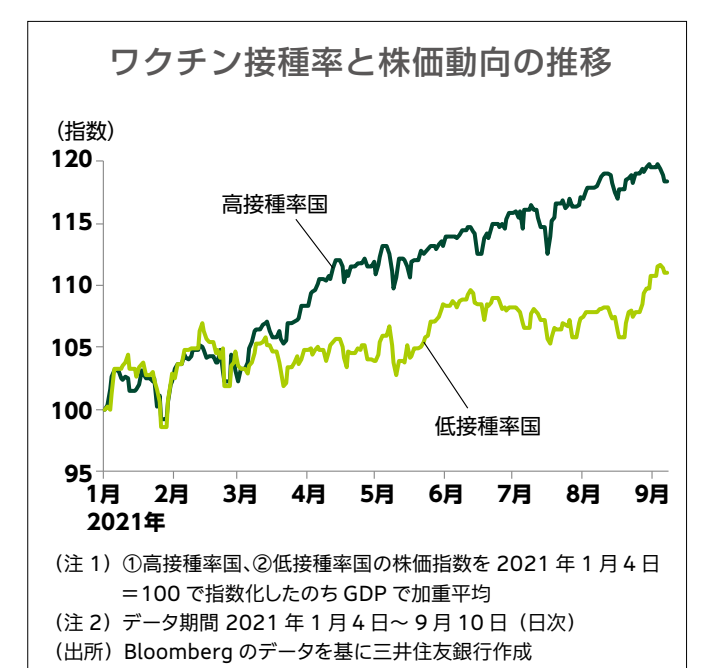
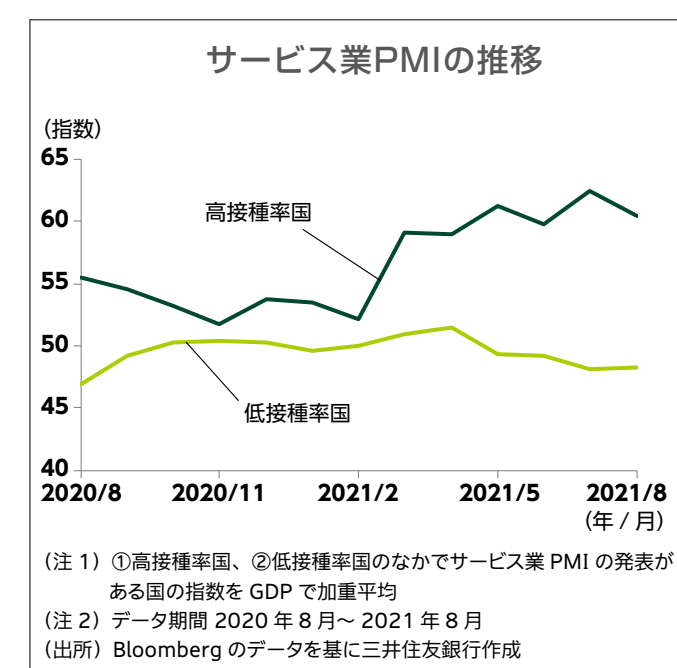
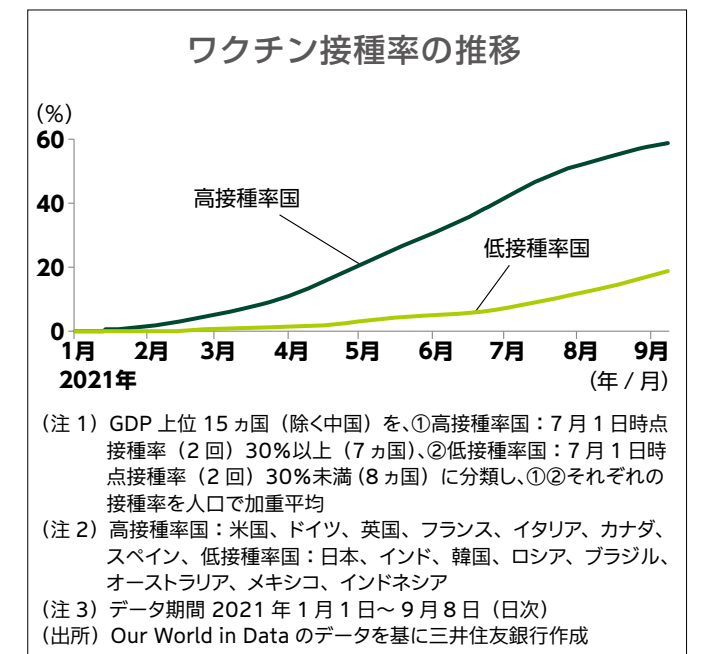
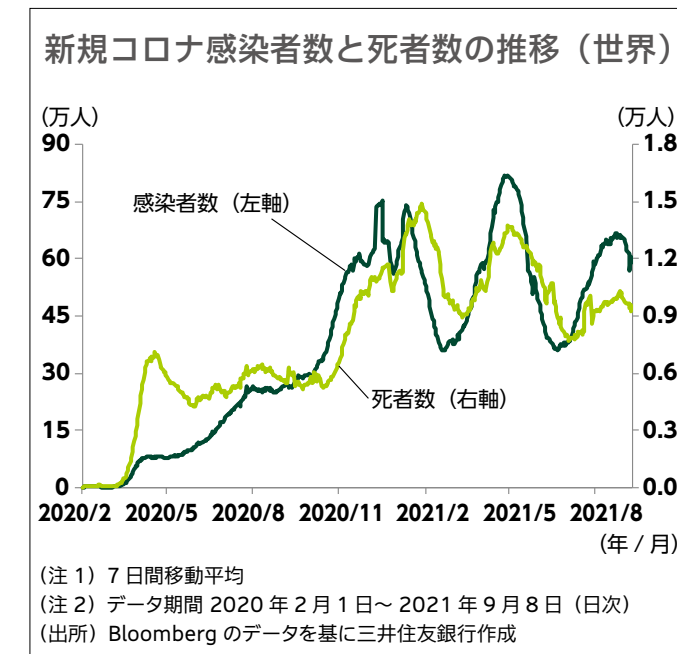
景気へのリスクが残るコロナ情勢

新型コロナウイルスの世界全体の感染者数は、増加と減少の大きな波を繰り返しています。ワクチン接種の進展にもかかわらず、コロナ終息を確実視させる明確なサインを見出せません。

世界でワクチンの接種状況が二極化しているため、感染爆発国で出現した変異株がワクチン接種の進んだ国に侵入しており、これがコロナ終息を遅らせている一つの要因とみられます。

国境でのウイルス侵入を防ぐいわゆる「水際対策」は各国で進んでいますが、ワクチン接種が世界的に進まない限り、変異株リスクは残るとみられます。一方で、「水際対策」はグローバル化した経済の正常化を妨げることにもなります。

ワクチン接種動向と株価との関係では、景況感格差を反映し、高接種率国の株価が低接種率国を上回る状況が続いていますが、世界的な金余りで低接種率国の株価も上昇傾向にあります。



トピックス

1. 景気の鍵を握る家計の消費動向

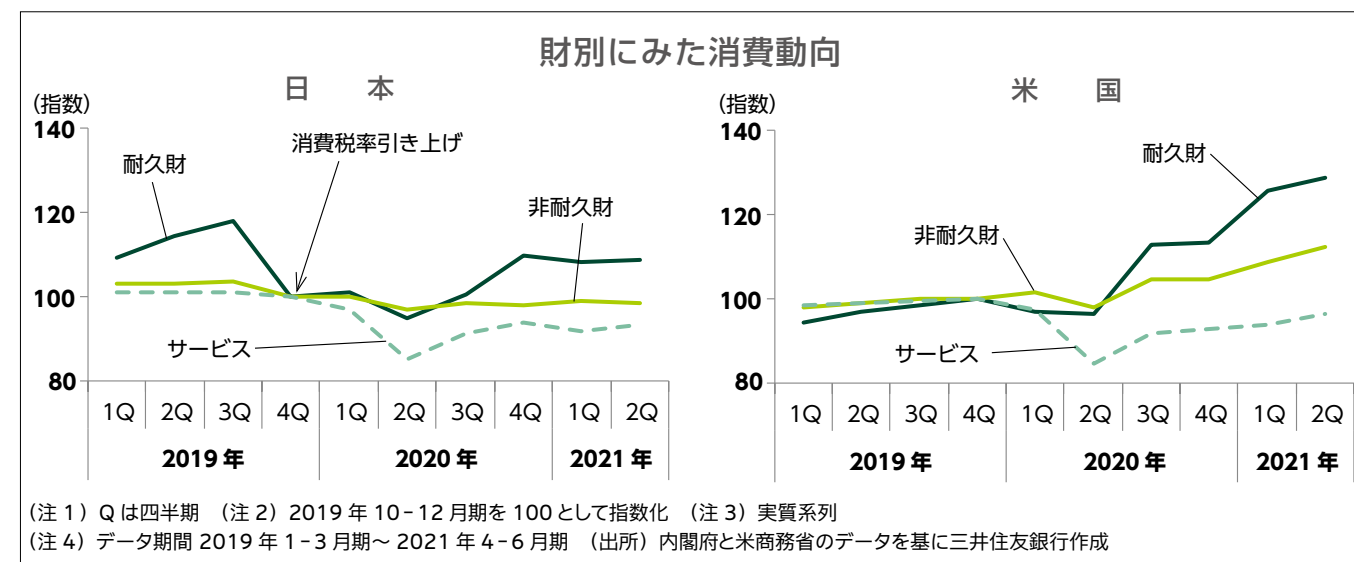
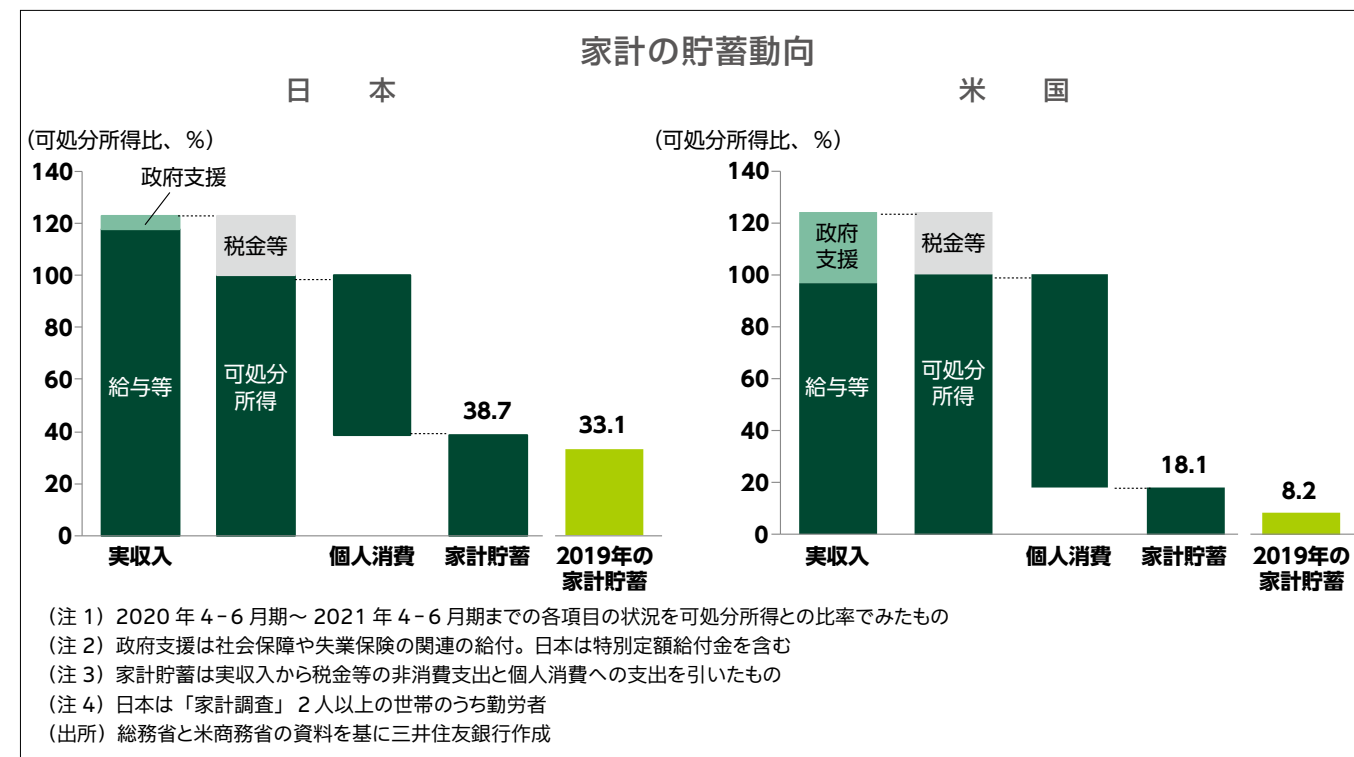
積み上がった貯蓄の行方

コロナ禍を通じて、日米ともに家計の貯蓄は大きく積み上がりました。行動制限をとまなう感染対策の長期化と大規模な財政出動策が、この背景として指摘されます。

日本では、政府による雇用維持策が打ち出されたことから、家計の可処分所得の大幅な減少は免れましたが、一方で個人消費が低迷し、貯蓄の増加につながったとみられます。

米国では、ドラスチックな雇用削減で給与が減少する一方で、失業給付の積み増しや多額の現金給付等の政府支援があったため、消費活動の好調さにもかかわらず、家計の手元には貯蓄が残る状況になりました。

コロナ終息が視野に入れば、サービス消費が回復するとともに、積み上がった貯蓄の一部は消費に回る可能性が高く、アフターコロナでの景気回復の原動力と期待されます。

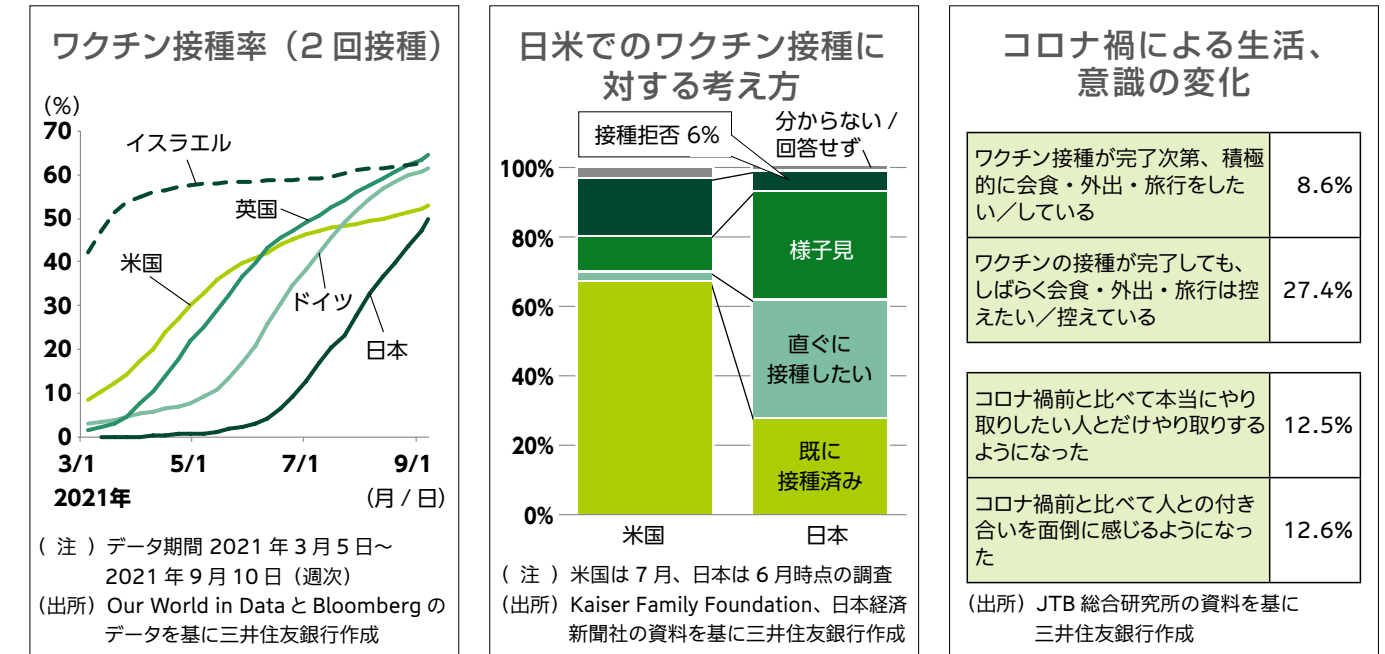
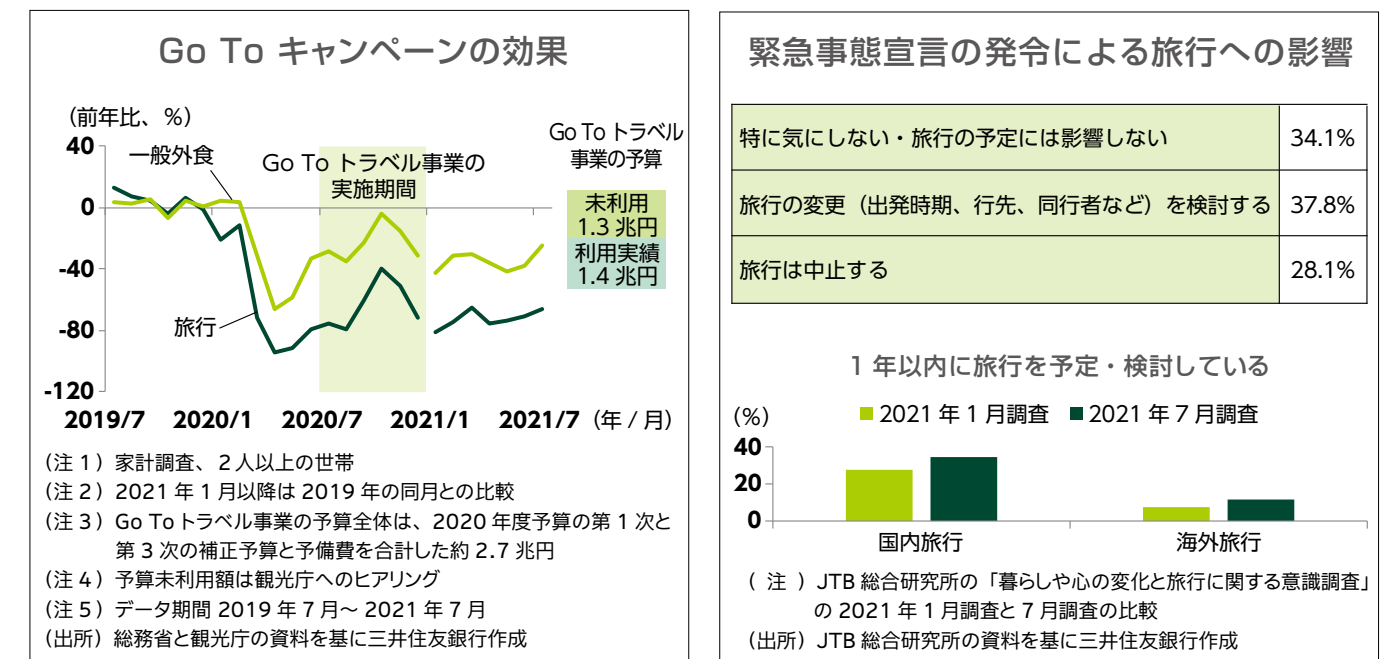


期待される「Go To」効果

日本では、コロナ感染がいったん落ち着いた昨年7月以降、「Go To トラベル事業」等の観光や外食の振興策が実施されました。自粛ムードで委縮していた消費マインドが刺激され、実施期間中の旅行や外食は盛り上がりを見せました。

アンケート調査では、緊急事態宣言の発令で旅行の変更や中止を迫られたとする回答が多くみられます。また、欧米対比でみて、日本ではワクチンを忌避する人の割合が少なく、集団免疫の目安といわれる70～80%の接種率が比較的早期に実現する可能性があります。こうした状況下、トラベル事業等の再開が期待され、旅行や外食等のサービス消費が活発化していくと予想されます。

ただし、人々の間に内向きの意識が残れば、変異株リスクやワクチンの有効期間等の懸念が重なり、期待するほどには消費活動が活発化しない可能性もありそうです。



トピックス

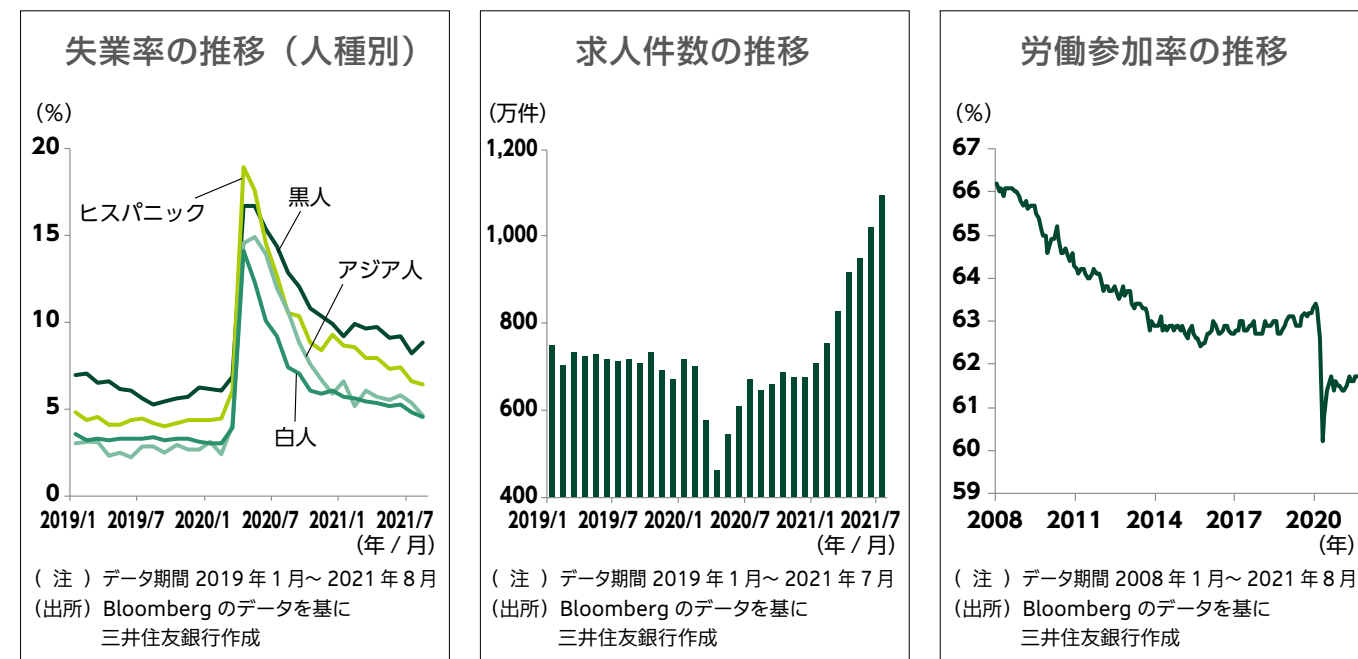
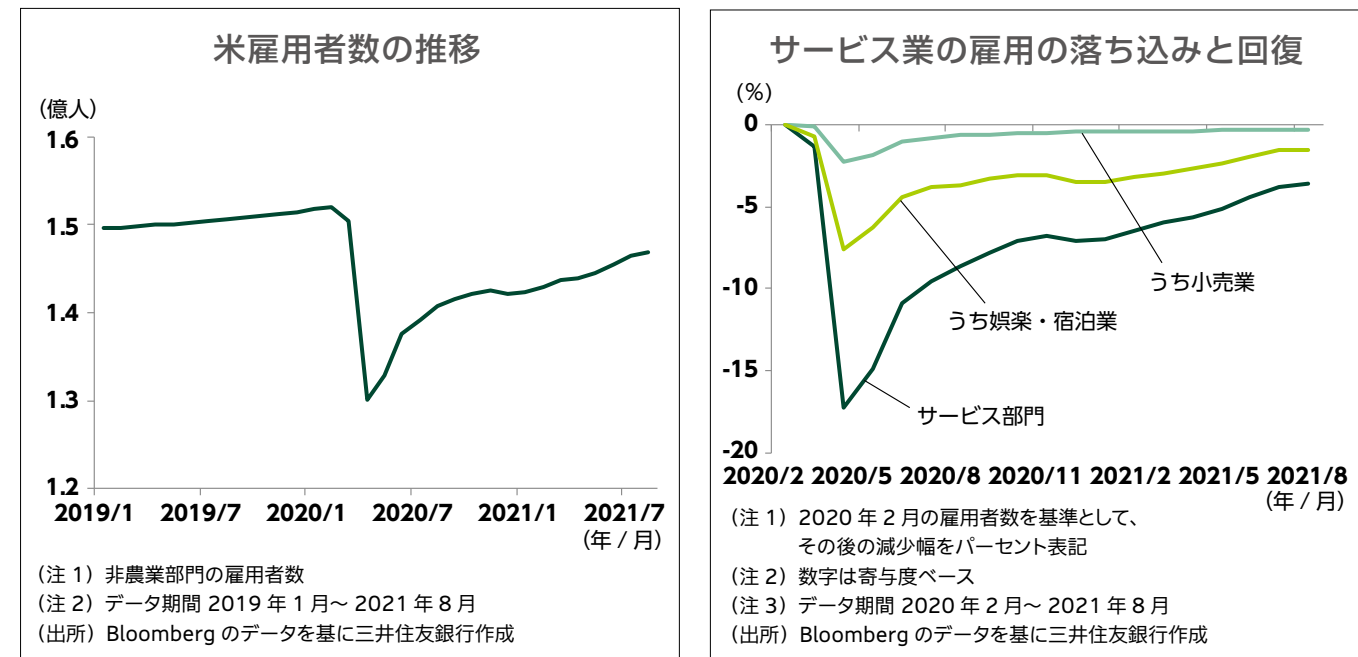
2. 米国の雇用動向と金融政策

雇用市場は回復基調を維持

8月の米雇用統計では、雇用者数が市場予想を下回りましたが、コロナ感染拡大の影響でサービス業の一部に弱さがみられたことが主因であり、雇用市場の回復トレンドは持続しているとみられます。今後、年末までの雇用の回復ペースが景気と金融政策の鍵を握ります。

パウエル米FRB(連邦準備理事会)議長が8月の講演で言及していた人種別の失業率の推移については、足元で黒人やヒスパニックの失業率に低下がみられており、今なお人種間での格差はあるものの、米FRBの懸念が和らぐ可能性を示唆します。

求人数は大幅増が続いており、需要と供給にずれが生じている可能性を指摘する声もありますが、全体として雇用環境は改善の動きが続いており、ワクチン接種率が上昇し、学校が再開し、失業給付の加算が終わることで、労働参加率の上昇をとめないながら、雇用市場が回復していくとみられます。

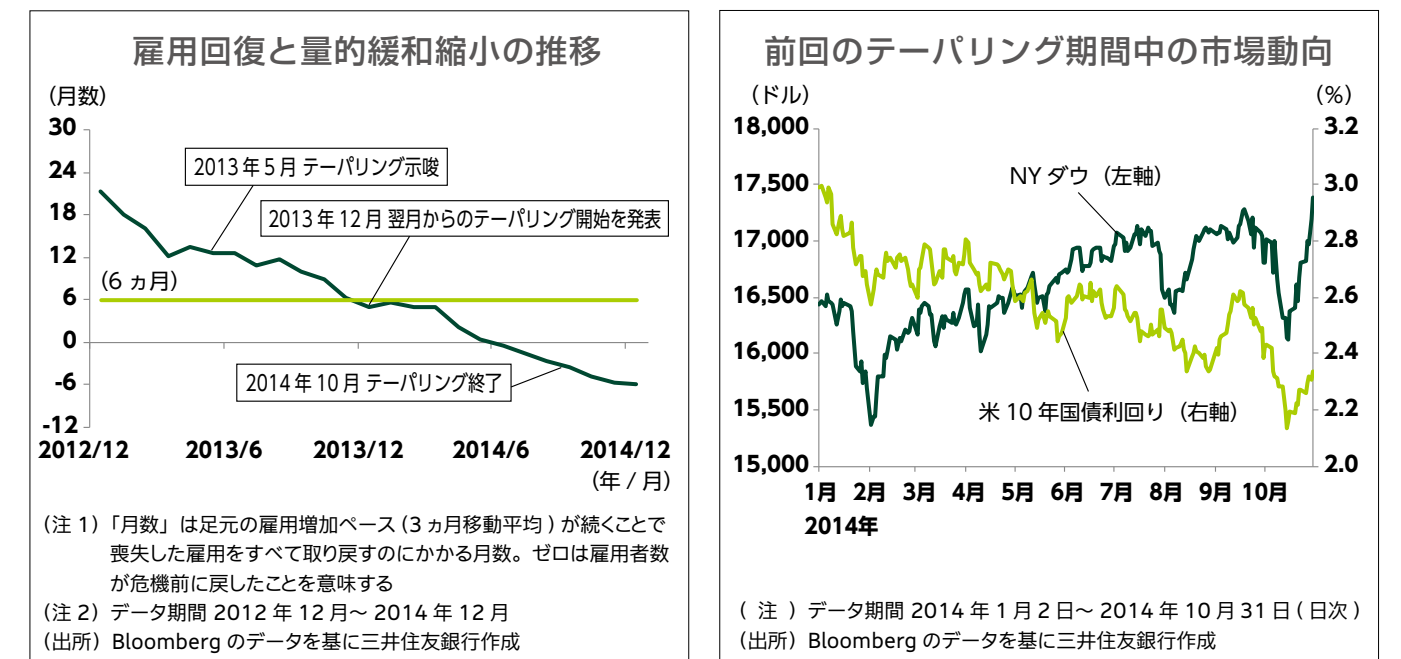
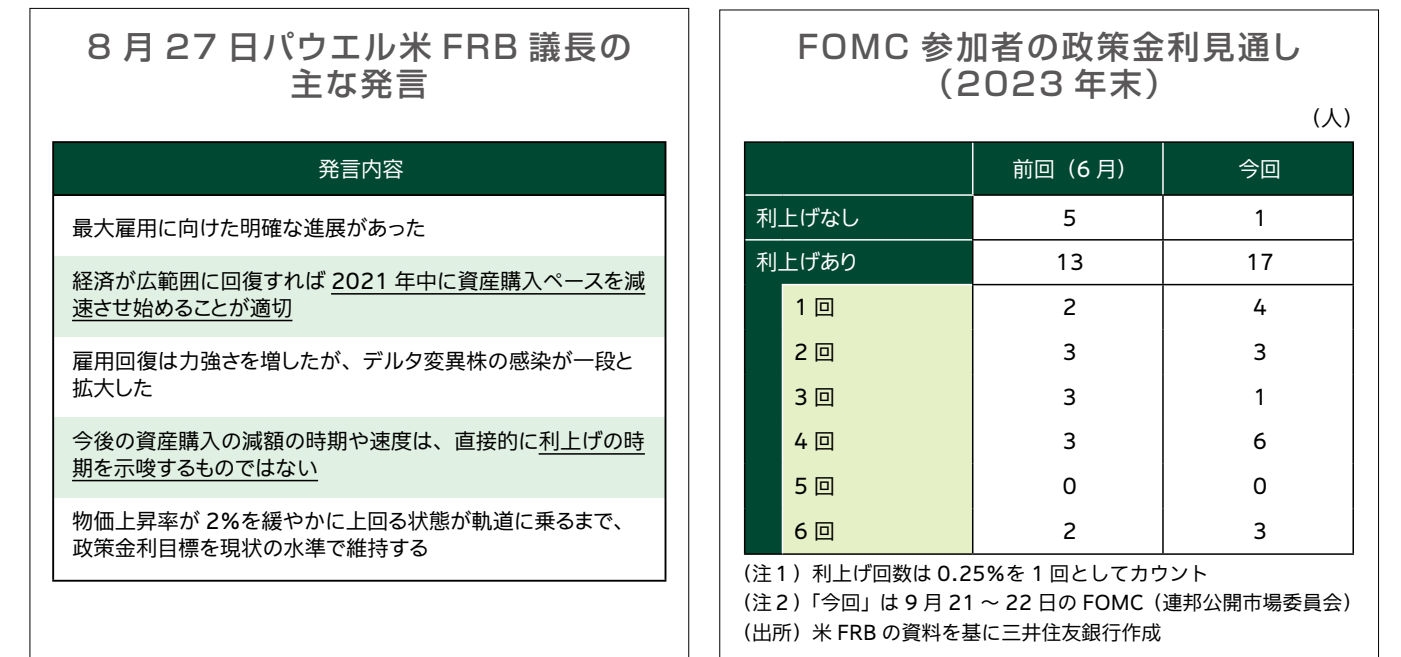


テーパリングは漸進的～2014年を参考にみる

8月27日のパウエル議長の講演では、年内のテーパリング(量的緩和の縮小)開始が示唆されましたが、コロナ感染の一段の拡大もあって時期の明示はなく、先行きの不透明性を勘案すると緩和の縮小およびその先の利上げの道のりは長いものになるとみられます。

2014年のテーパリング時には、3ヵ月平均の雇用者の増加数が6ヵ月続けば雇用水準が落ち込み前を回復するというタイミングで購入額の縮小を始め、10ヵ月かけて新規購入額をゼロにしました。

足元の雇用者の増加数は3ヵ月平均で75万人であり、ちょうど年内のテーパリング開始を示唆しています。8月の雇用者数の落ち込みが一時的なものであれば、米FRBの見方に沿うかたちで年内開始となりそうです。緩和縮小のペースは前回と同様に漸進的となる見通しで、株式市場に対する悪影響は限定的とみられます。



マーケット動向

米国株式市場

経済：景気のリスクはコロナよりもインフレに

景気は力強い回復過程をたどっていますが、その回復の勢いには鈍化がみられます。製造業ではコロナ後の急回復が一巡し、非製造業ではコロナ変異株（デルタ株）のまん延が飲食・旅客・観光等の対面サービス業での活動を停滞させました。

米国でのワクチン接種状況は、ワクチンの正式認可や大企業への接種義務付け等で改善すると期待され、経済活動の正常化をベースとする景気回復シナリオは崩れていません。また、順調な雇用回復が消費者心理の悪化を食い止め、消費の好調さも続く見通しです。

一方、インフレ情勢の改善は遅れる見通しです。期待インフレ率の上昇は家計や企業の行動に影響を与え、インフレ率の高止まりにつながります。賃金の上昇傾向や製造業のサプライチェーン（部品の供給網）の混乱が長期化すれば、インフレ情勢が悪化するリスクがあります。

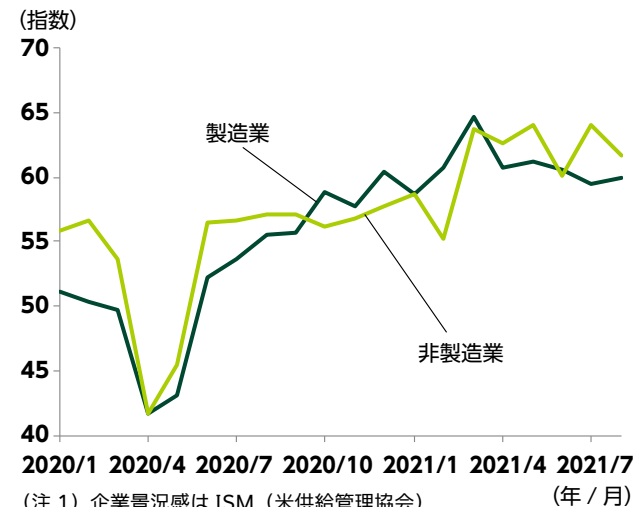
株価：強気見通しの上書き

ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）は 8 月に過去最高値を更新した後、デルタ株のまん延が企業業績に影響を与えるとの見方から、上昇傾向は一服しました。高値警戒感から限定的な相場調整の局面も想定されますが、企業収益見通し等からは株価の上昇基調の継続が予想されます。

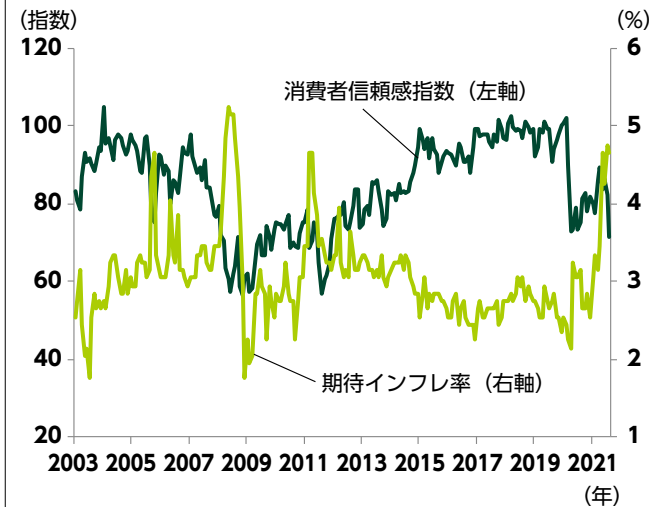
バイデン政権の財政出動策では、規模が縮小する可能性はありますが、向こう 2 年程度の景気の押し上げ効果が期待されます。また、テーパリング（量的緩和の縮小）が始まったとしても、米 FRB（連邦準備理事会）の資産残高の規模は維持されることから、マネーが米国株式市場に流れ込む金余りの状況に大きな変化はないとみています。

IT ハイテク銘柄については、成長期待の高さが相場を支えるとみられます。なお、米長期金利の急速な上昇や寡占状況を懸念するバイデン政権の規制強化等は相場調整のリスクです。

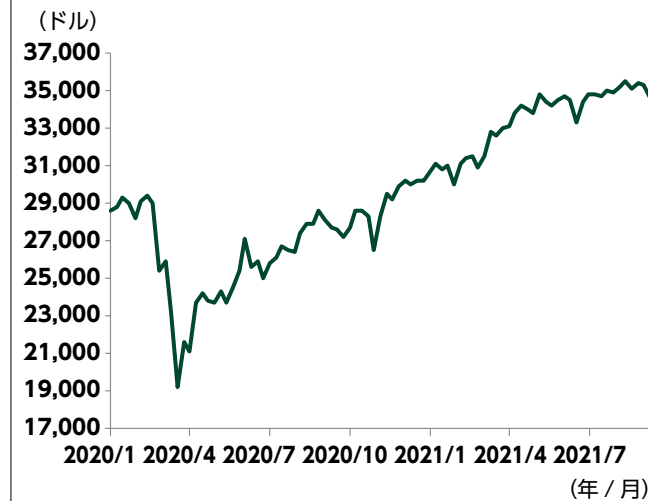
企業景況感指数



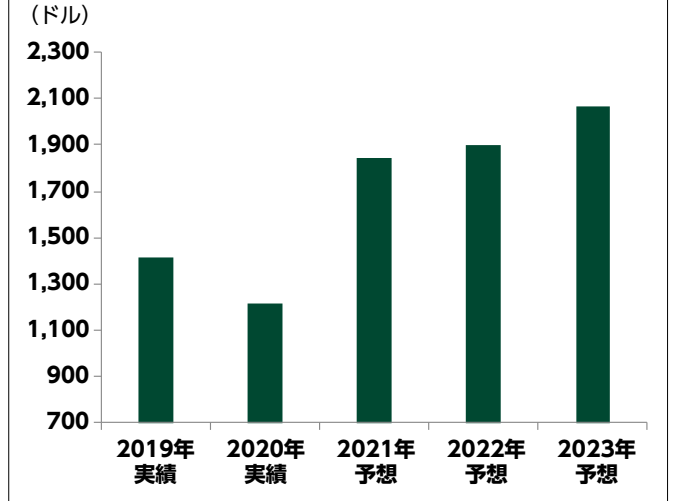
消費者センチメントとインフレ期待



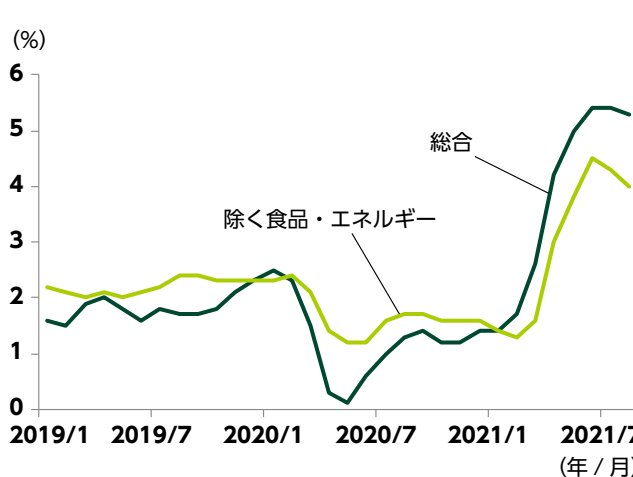
ダウ工業株 30 種平均（NY ダウ）



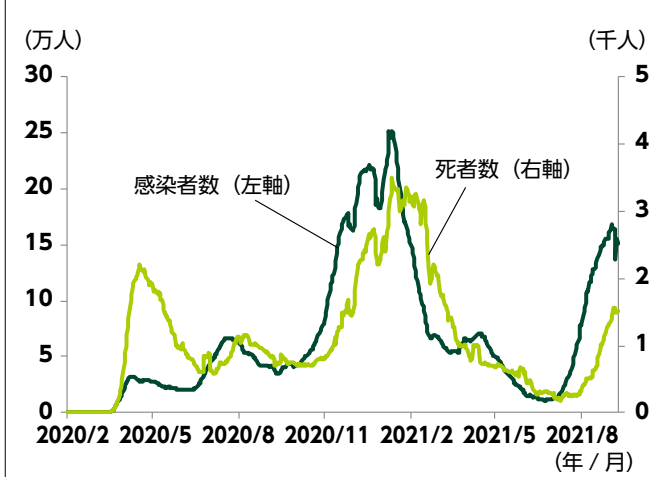
NY ダウ EPS（1 株当たり利益）



消費者物価の推移（前年比）



新規コロナ感染者と死者の推移（米国）

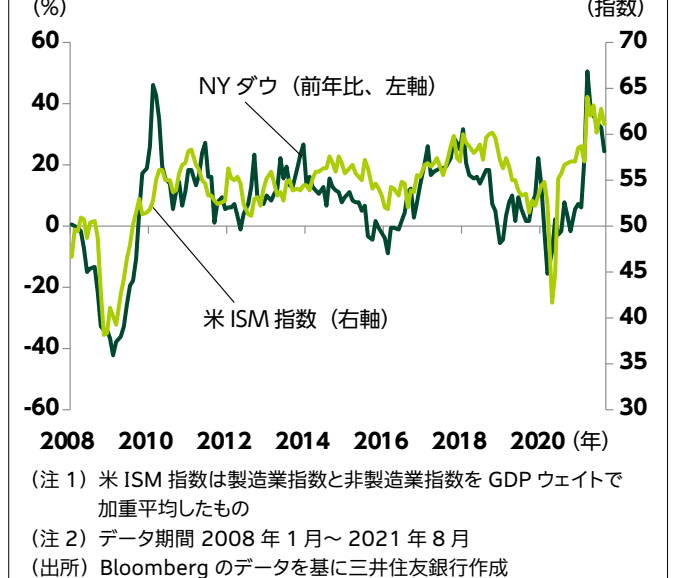


米インフラ投資法案と予算決議

インフラ投資法案	5,500 億ドル
道路、橋梁整備プロジェクト	1,100 億ドル
電力網整備	730 億ドル
鉄道網整備	660 億ドル
その他	3,010 億ドル
予算決議	3.5 兆ドル
インフラ投資法案に含まれなかった米国雇用計画の項目	1.7 兆ドル
米国家族計画	1.8 兆ドル
合計	4.05 兆ドル

(出所) 各種報道より三井住友銀行作成

NY ダウと ISM 景況感指数



マーケット動向

日本株式市場

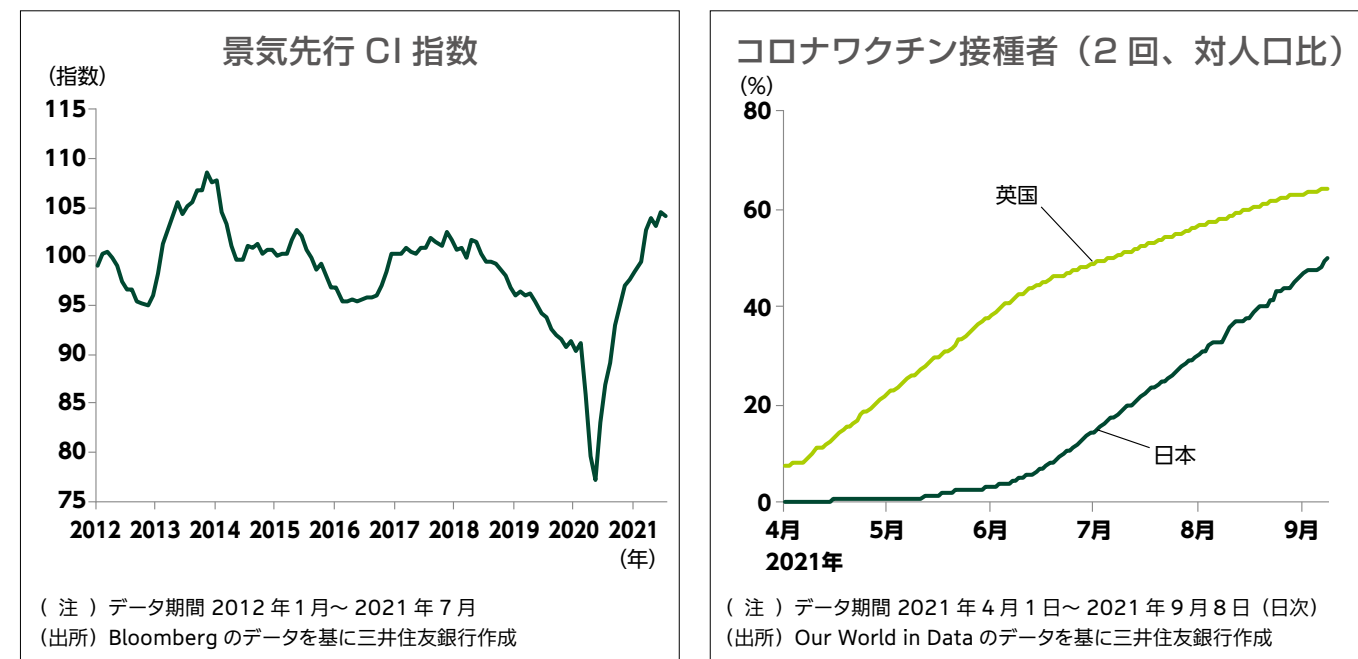
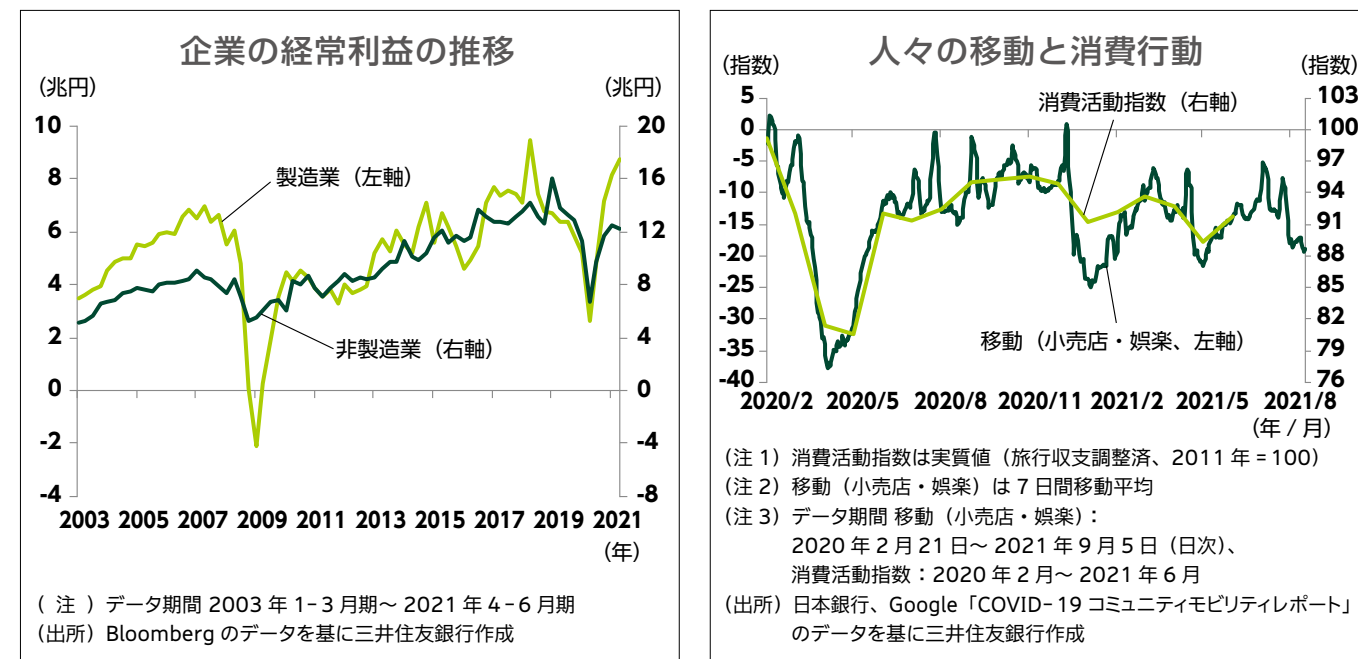
経済：ワクチン接種が促す非製造業のキャッチアップ

長期化する緊急事態宣言等の影響で、景気の回復は足踏み状態です。実感ベースの景況感大幅に悪化していますが、輸出が好調な製造業を中心に企業収益の回復傾向が続いています。

一方、非製造業での収益回復は鈍い動きですが、ワクチン接種の進展やコロナ治療薬の普及で人流が活発化するにつれて、状況は改善に向かうとみています。

景気先行 CI 指数は、先行きの景気方向と量感を示す指標ですが、足元で 2014 年以来的水準に回復しました。コロナ終息が視野に入るなか、先行指数が示唆する展開が予想されます。

景気の鍵を握るワクチンの接種については、2 回接種完了者が人口対比でほぼ 50% の水準に達し、10-12 月期には欧米の水準を上回るとみられます。若年層への接種や 3 回目のブースター接種に備えたワクチンの確保も進んでいます。

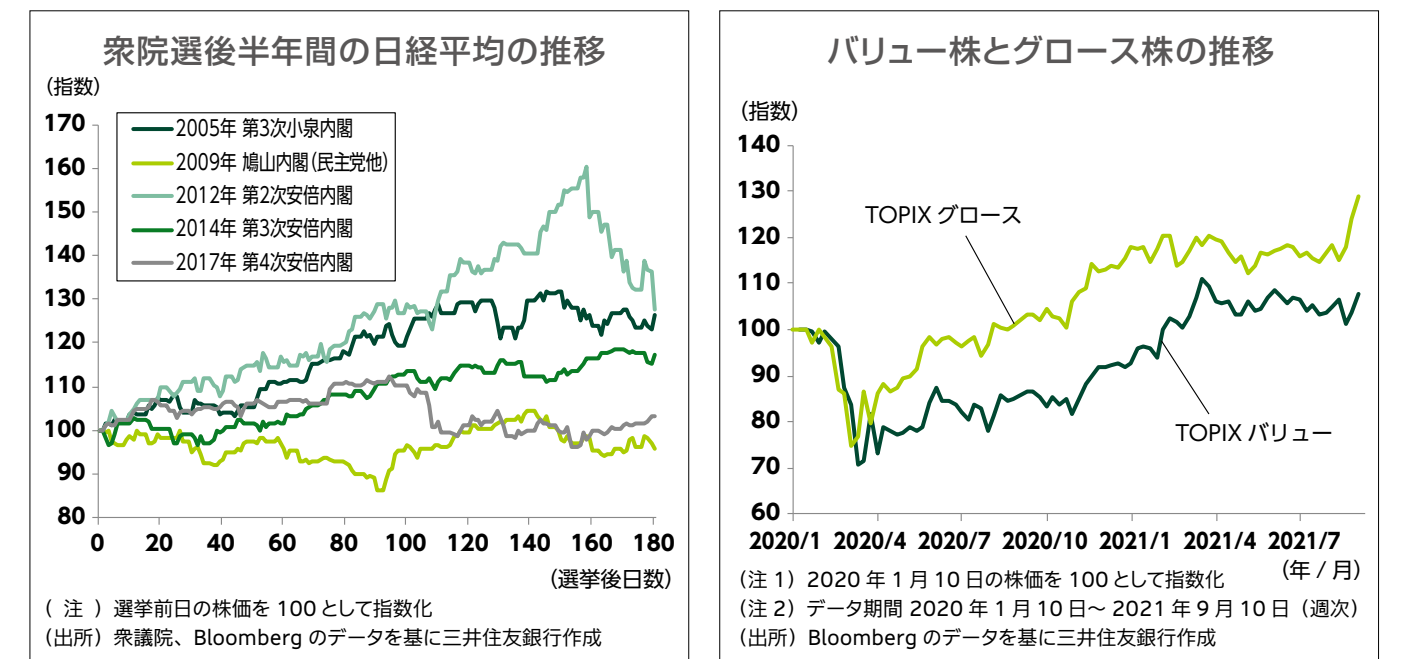
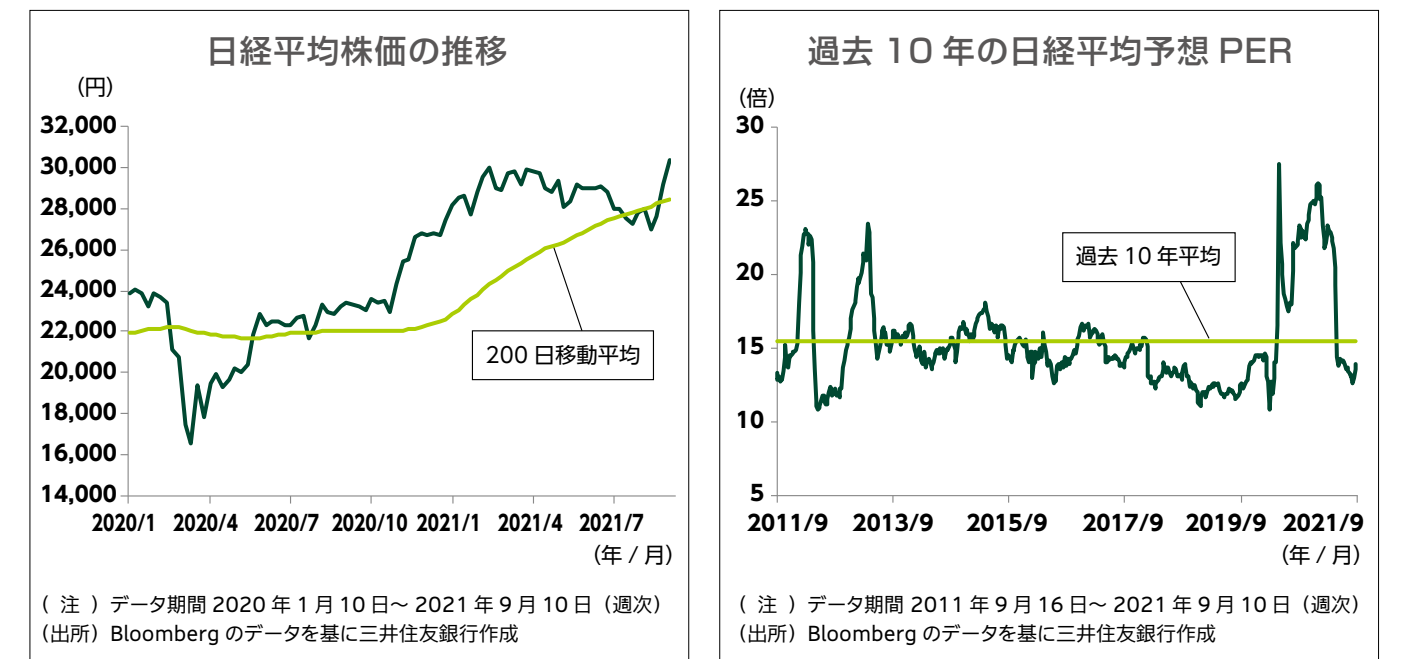


株価：上昇気流に乗り始めた日本株

菅首相の自民党総裁選不出馬の表明を受けて、相場環境が一変。新政権への期待感等を背景に、日経平均株価は 3 万円台を回復。31 年ぶりの高値を更新しました。企業収益対比での割安感や欧米対比での出遅れ感により修正が入ったかたちです。

足元の株価上昇は「選挙なら買い」という市場のアノマリー（理屈では説明できない経験則）に沿ったものですが、過去においては選挙後も株価が上昇する傾向が多くみられました。

景気や企業収益の動向は株価の一段の上昇を示唆しますが、年初から売り越しが目立った海外投資家の動向が鍵を握ります。銘柄別では、世界的な金余りが続くため、景気敏感銘柄が多いバリュー株と同時に、IT ハイテク銘柄などが多いグロース株にも広く買いが入る可能性があります。



マーケット動向

ドル円相場

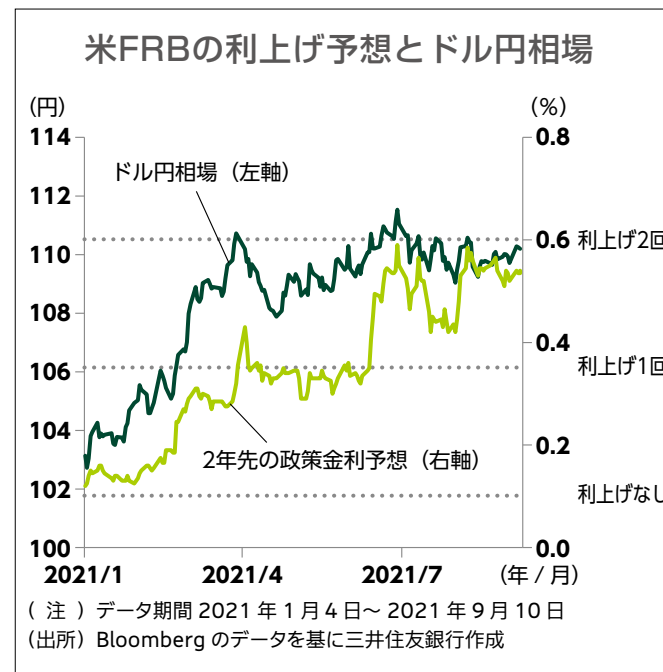
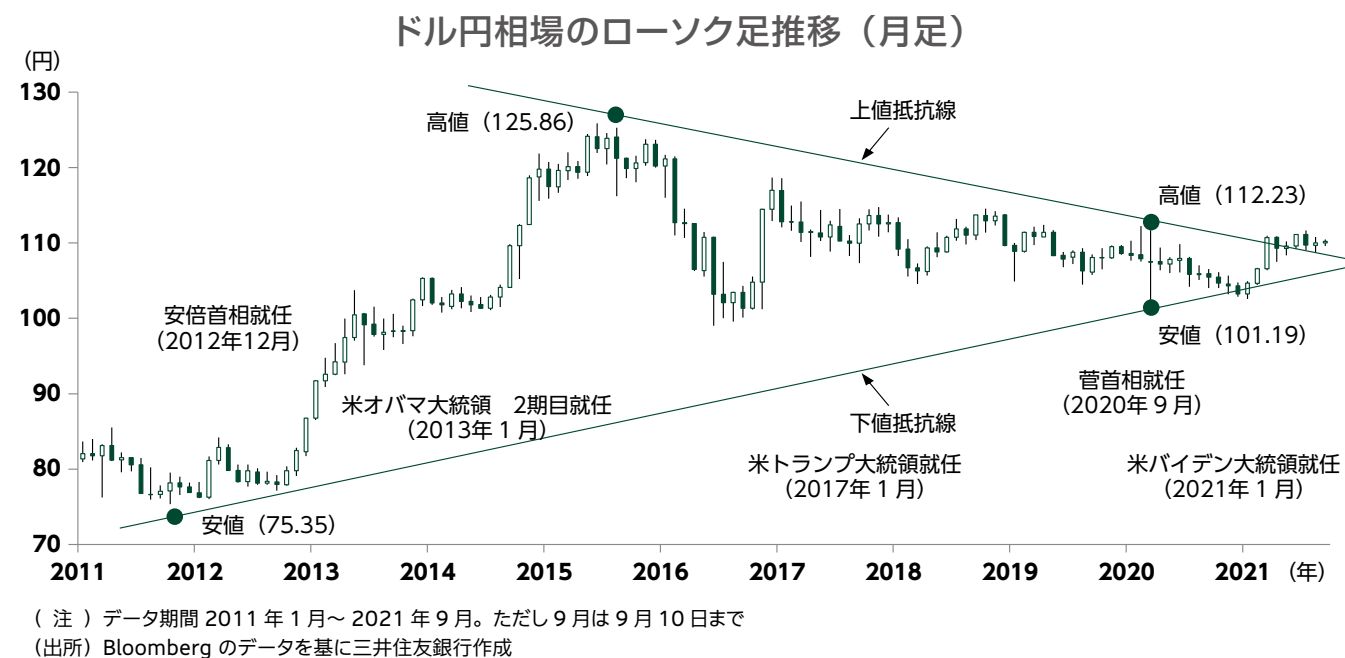
煮詰まってきたが、当面は動意薄

ドル円相場は、今年4月以降、108-112円のレンジ内での推移が続きましたが、7月半ば以降は110円を挟んで上下に1円程度という膠着相場になりました。

長期的な観点では、2011年の安値からの下値抵抗線と、2015年の高値からの上値抵抗線に挟まれた「三角持ち合い」の状態にあり、チャート上は上下に大きく動く可能性があります。

しかしながら、米国株価が下落する場面でも「リスクオフの円買い」があまり起きていないことや、円安圧力になる米長期金利が上がりにくいとみられることから、当面、方向感に欠ける展開が予想されます。ただし、中長期的には米利上げが視野に入るとみられ、金利面からの円安進行の可能性があります。

なお、米FRB（連邦準備理事会）のテーパリング（量的緩和の縮小）の開始は相場に織り込み済みで、米国の長期金利への影響も限られるため、円安につながる可能性は低いとみられます。

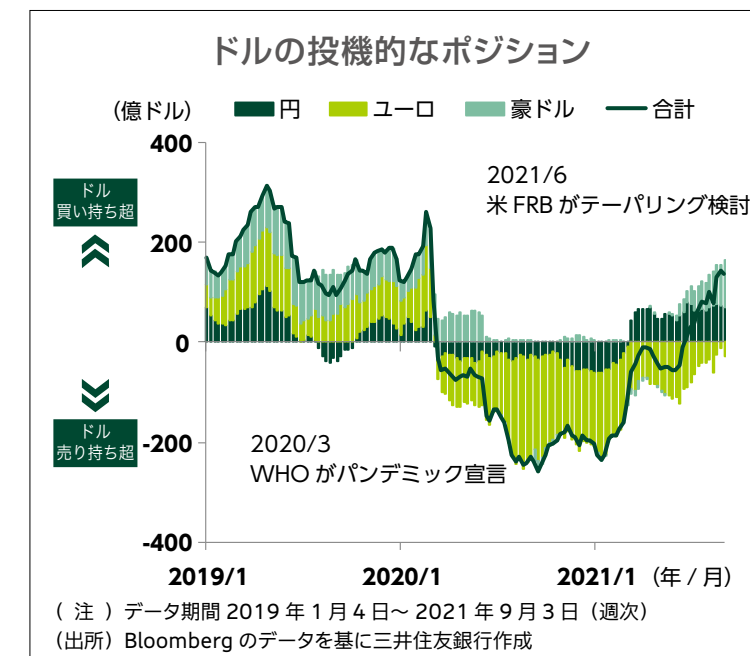


マネーのファイナンス面に隠れるドルのリスク

投機筋は、米FRBがテーパリングの検討開始を表明するとドルのポジション（持ち高）を売り持ちから買い持ちに転換させました。ワクチン接種の早さや金融政策の方向性が米国の優位性を連想させたためとみられ、主要通貨に対するドル買い持ちポジションは初期の段階にありそうです。

一方、日米欧の経済ファンダメンタルズ（基礎的条件）を比較すると、米国の相対的な優位性を市場は予想していません。高い成長率こそ見込まれていますが、財政や国際収支での経常収支の悪化が際立ちます。

米国の連邦政府部門の債務残高は第二次世界大戦当時の規模を上回る可能性があり、その後も高水準での推移が続く見通しです。財政収支と経常収支のいわゆる「双子の赤字」と、ドル相場との連動性ははっきりしませんが、海外へのファイナンス依存構造はドルの通貨価値を脅かすリスク要因です。



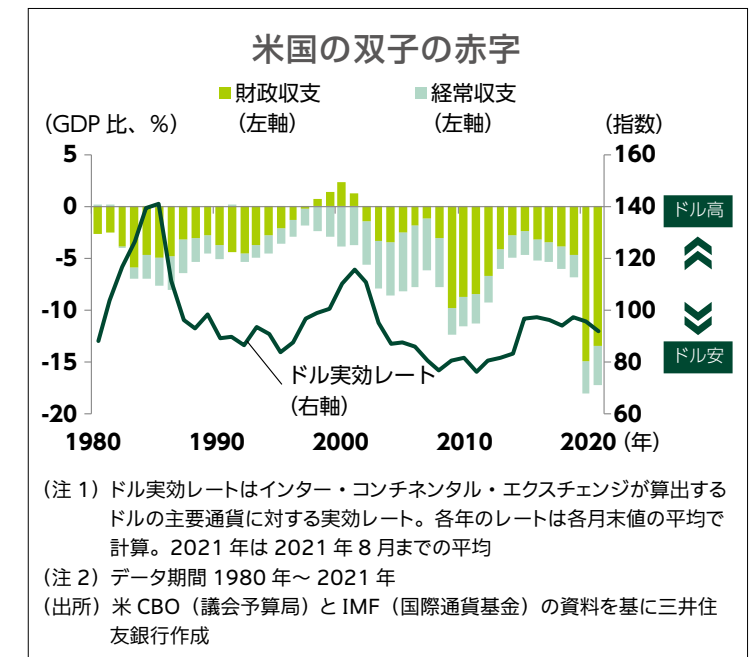
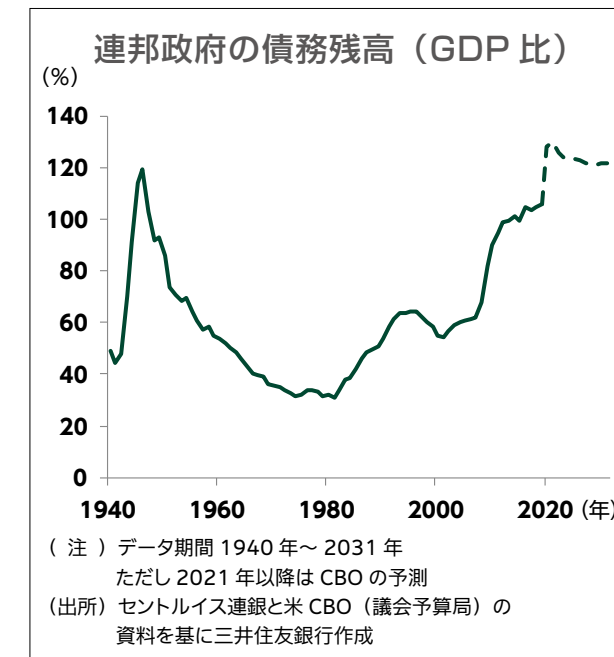
市場が予想する2022年の経済ファンダメンタルズ

	米 国	ユーロ圏	日 本
GDP 成長率	4.2	4.3	2.5
インフレ率 (2%からのかい離)	3.0 (+1.0)	1.6 (-0.4)	0.6 (-1.4)
財政収支 (GDP 比)	-6.5	-4.0	-5.5
経常収支 (GDP 比)	-3.3	2.4	3.5
優位項目	1	3	1
劣位項目	2	0	2

（注1）GDP 成長率、財政収支、経常収支は数字が大きいほど優位、インフレ率はインフレ目標の2%とのかい離の絶対値が小さいほど優位とした

（注2）GDP 成長率で米国とユーロ圏はほぼ同じとみなした
（注3）市場予想はBloombergが集計する中央値（9月15日時点）

（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

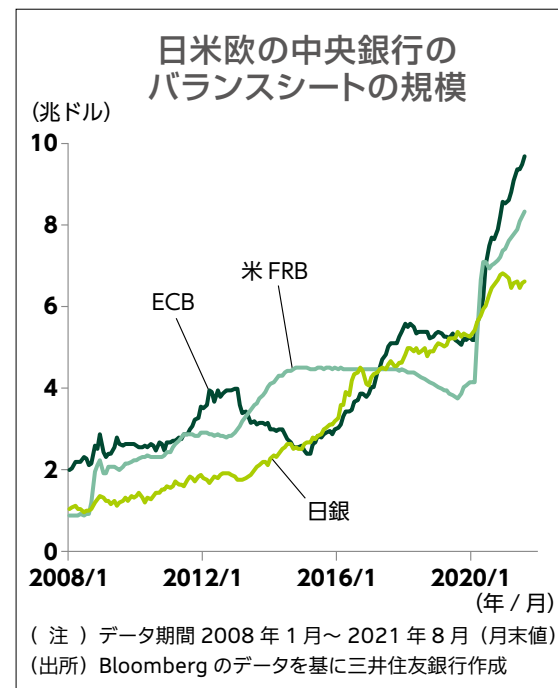
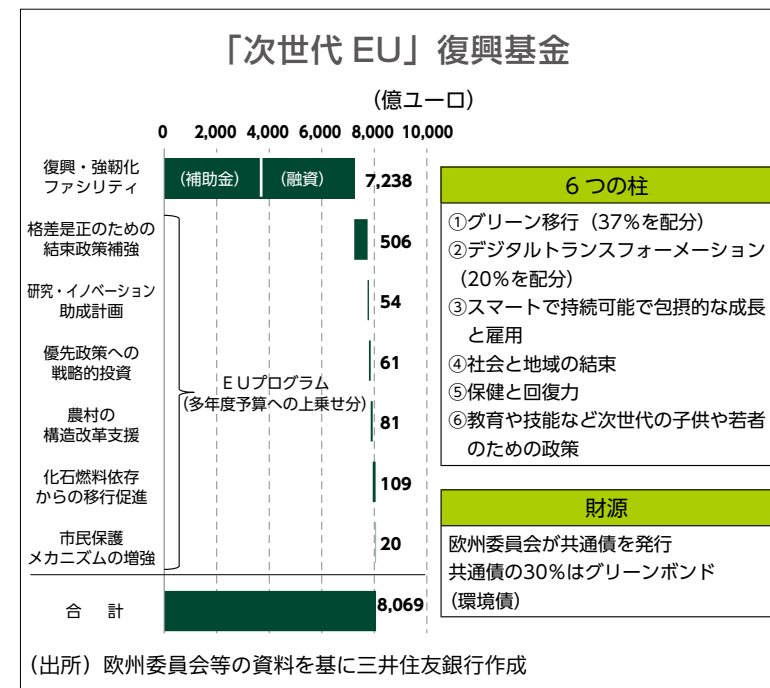
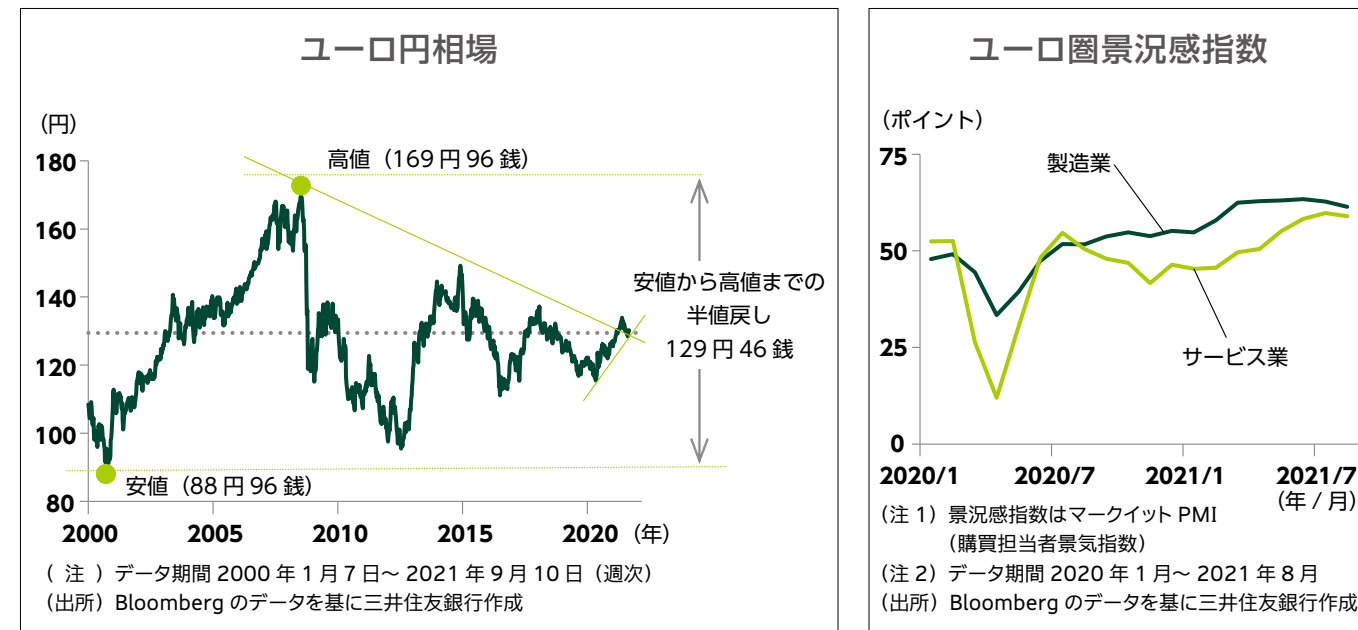
ユーロ円相場

復興基金の稼働が相場を下支え

循環的な視点から現在のユーロ円相場をみると、①2008年7月の高値からの傾向線が上値を抑えてユーロ安円高が進みやすい状況にある、②2020年5月からのユーロ高円安の動きが継続している、という両方向の見方が可能です。また、2008年の高値と2000年の安値の半値戻しの水準が、現在の相場とほぼ一致していることも、先行きの見方を難しくさせています。

ユーロ圏の景気回復の足取りは緩やかですが、「次世代 EU（欧州連合）」復興基金の稼働が今年7月に始まったことから、財政面からの景気押し上げが期待されます。また、財源となるユーロ共通債の発行が、域外マネーの受け皿になってユーロ高につながる可能性もありそうです。

一方で、中央銀行の量的緩和の度合いは突出し、今後、ECB（欧州中央銀行）の積極的な緩和策が長期化する場合、ユーロ安が進行するリスクは否定できません。



マーケット動向

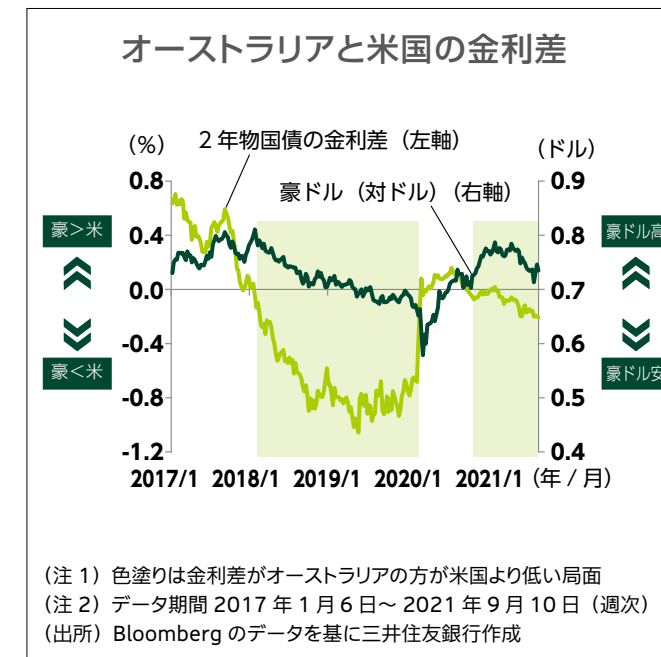
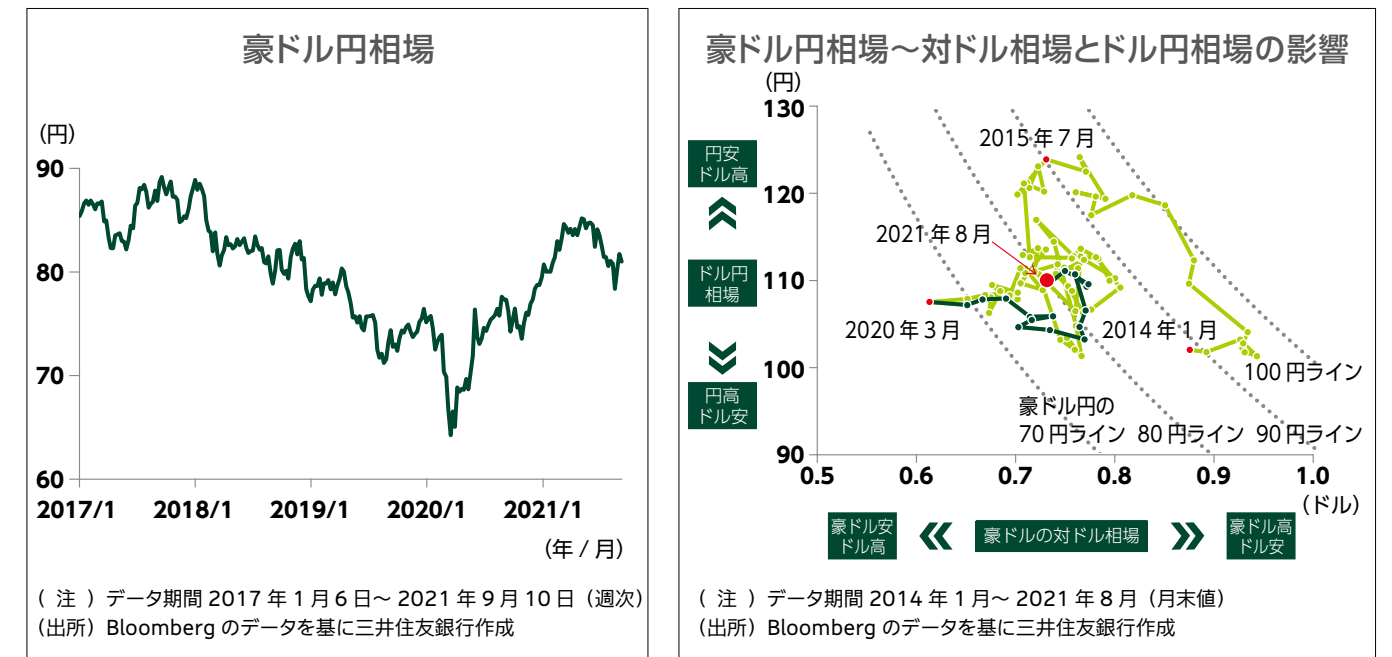
豪ドル円相場

金利差逆転が相場の重しに

豪ドル円相場は、オーストラリアのシドニーでのロックダウン（都市封鎖）やワクチン接種の遅れなどが悪材料視され、2020年3月からの戻り相場は一時中断。今後は、コロナ感染拡大が沈静化し、世界経済への楽観的な見通しが優勢になる過程で、戻り相場の復活が予想されます。

ここまでの戻り相場では豪ドルの対ドル相場の上昇が主導しましたが、ドル円相場の円安余地が限られるとの見通しの下では、対ドル相場の行方が豪ドル円相場の先行きを左右することも確かです。

テーパリング（量的緩和の縮小）は米国よりもオーストラリアが先行しましたが、利上げ時期には両国で大差はないとみられます。このため、オーストラリアの金利が米国よりも低い局面が継続する見通しで、金利面からは対ドル相場の回復の重しになり、豪ドル円相場の回復には時間を要するとみられます。



オーストラリアと米国の金融政策の比較

	RBA（豪準備銀行）	米FRB（連邦準備理事会）
政策金利	0.10%	0-0.25%
量的緩和	テーパリング開始	現状維持
長期金利の誘導目標	0.10%	なし
購入額	9 月から減額（週 50 億豪ドルから週 40 億豪ドルへ）	月額 1,200 億ドル
期 間	2022 年 2 月半ばまで延長（9 月決定）	早ければ 11 月会合で減額を発表
市場予想	・量的緩和の期間を延長し、緩やかなテーパリングを進める ・RBA は利上げを 2024 年以降と予想するが、2023 年中の可能性はある	・年内にテーパリング（量的緩和の縮小）に踏み切り、2022 年半ばに量的緩和終了へ ・利上げは 2023 年以降

（出所）RBA と米 FRB の資料を基に三井住友銀行作成

マーケット動向

人民元相場

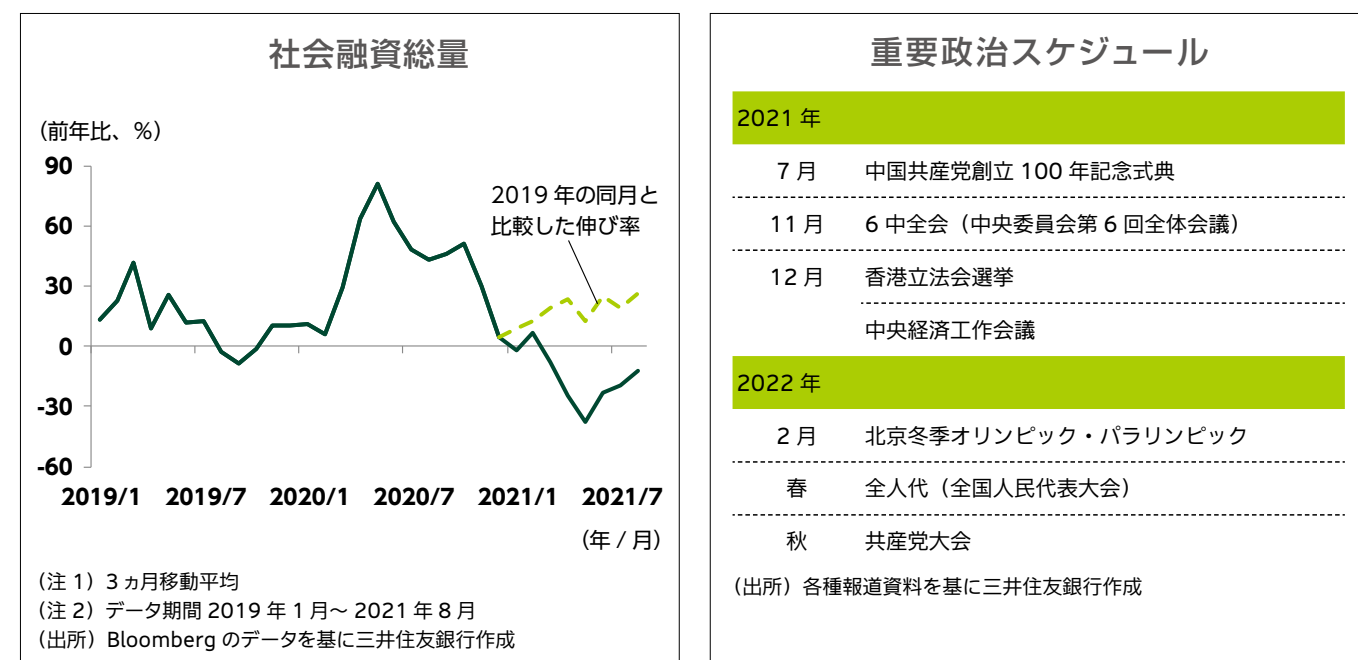
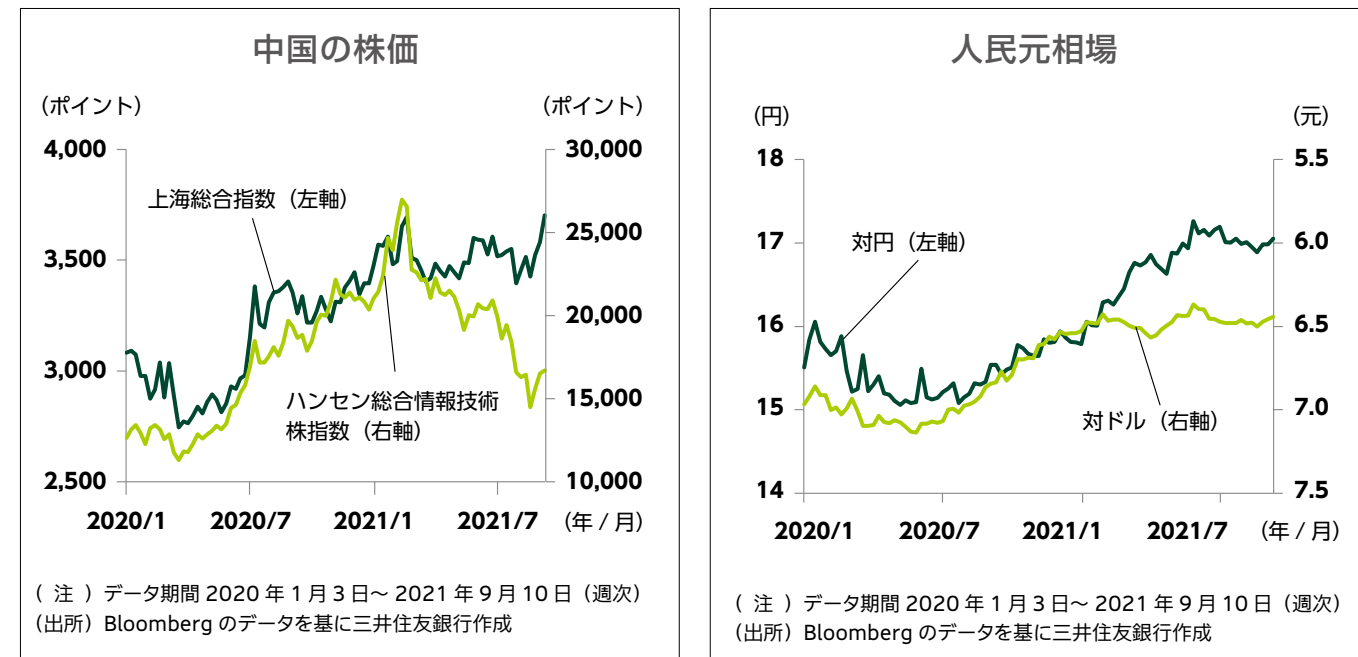
政策グリップの強さを反映する株高・通貨高

為替市場では人民元が対ドル、対円ともに緩やかな元高傾向をたどり、安定した相場が継続しました。株式市場では上海総合指数が9月に約6年ぶりの高値を更新し、株価は上昇基調にあります。

ITハイテク産業への規制強化は、海外投資家の香港市場に上場する関連銘柄への売りを誘いましたが、国内投資家が圧倒的な存在感を持つ中国本土の株価への影響は限られています。

一方で、景気はコロナ後の急回復局面が一巡し、減速傾向をたどっています。コロナ感染対策の強化や不動産開発大手企業の経営不安などによる景気への影響が懸念されますが、当局による潤沢なマネーの供給が景気を下支える構図は変わっておらず、景気は回復の勢いを取り戻していくと予想されます。

共産党創立100年記念式典では「共同富裕」の推進が明らかになりましたが、今後の重要な政治スケジュールに照らせば、「共同富裕」に関連した政策が民間活力を損ねる恐れは少ないとみられます。



マーケット動向

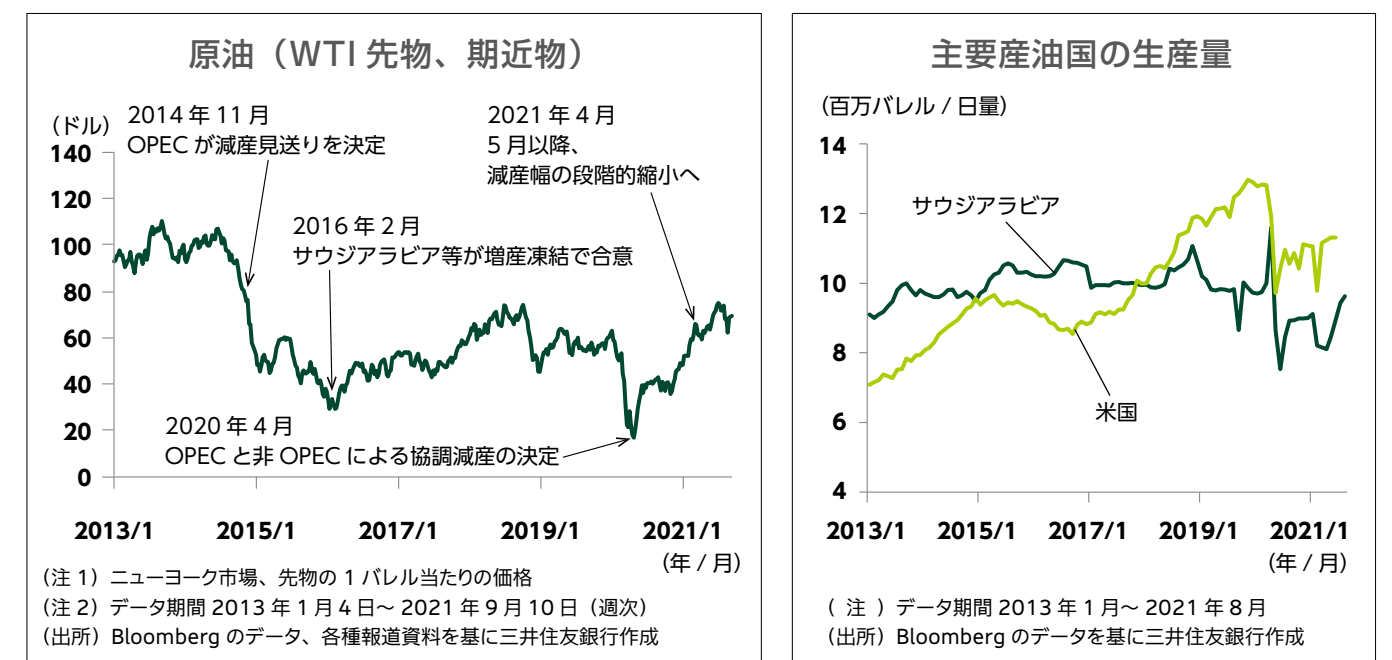
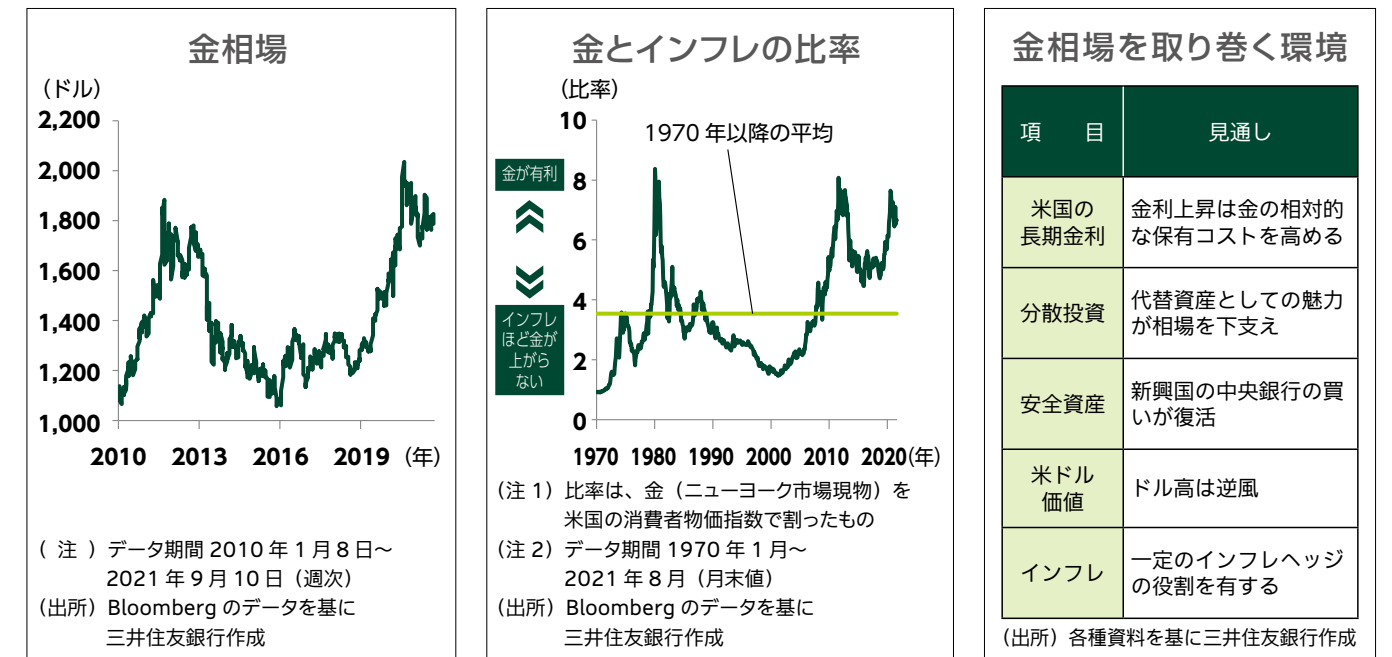
金・原油相場

環境変化でレンジ相場入りか

金相場は、2020年8月に過去最高値(2,075ドル/オンス)を更新した後、1,800ドル前後でもみ合いとなりました。コロナワクチン普及や米長期金利の反転上昇といった環境変化が先行きの相場環境を一変させました。

一方、分散投資、安全資産、インフレヘッジ資産としての金の魅力は残り、相場を下支えするとみられます。ただし、金のインフレヘッジの役割は、先進国でのインフレが安定度を増した2000年代以降に強まっており、金とインフレとの伝統的な見方には疑問の余地が残ります。

原油相場は、ほぼコロナ前の相場水準に戻りました。主要産油国による協調減産が相場回復を主導しています。生産量がサウジアラビアを上回る米国で、気候変動対策の影響からシェール油井での生産量が低迷するとみられ、協調減産規模の段階的な縮小が進んでも相場は安定的に推移するとみられます。



為替

コラム

SMBC 信託銀行 PRESTIA

衆議院選挙とドル円相場

政局の時期がやってきました。本稿執筆時点（2021年9月中旬）では自民党総裁選に注目が集まっていますが、この秋には第49回衆議院選挙が控えています。そこで、過去3回の選挙と、その前後の時期のドル円相場について振り返ります。なお、党名や役職は当時のままとしています。

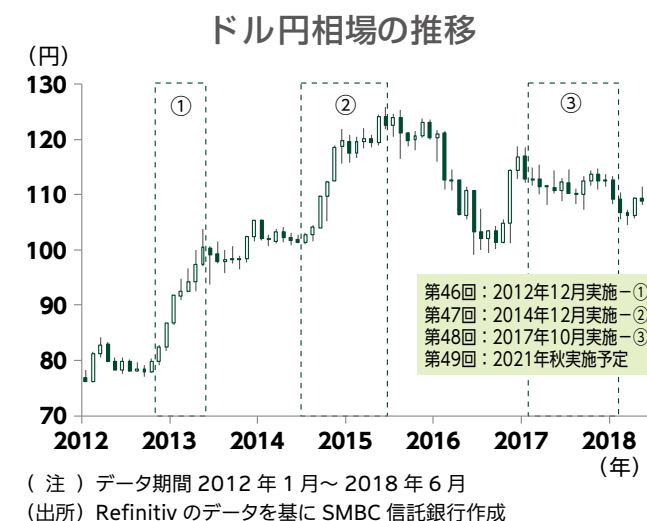
2012年12月に行われた第46回衆議院選挙は自民党が圧勝（118議席→294議席）し、民主党からの政権交代が実現しました。その後、2013年4月に黒田氏が日銀総裁に就任し、いわゆる「黒田バズーカ」と呼ばれた大規模な金融緩和を開始。そうしたなかで、選挙前の2012年11月に79円台で推移していたドル円が、2013年5月にかけて103円台まで急上昇したのが印象的でした。（表中①）

2014年12月に行われた第47回衆議院選挙では、2017年4月への消費増税（8%→10%）先送りが争点でした。この選挙で自民党は勝利を収め（295議席→291議席）、政権が継続しました。ただし、ドル円が大きく動いたのは選挙前でした。2014年10月に「黒田バズーカ第2弾」とされる追加金融緩和が実施された結果、2014年7月の101円台から2014年12月には121円台まで急上昇しました。一方で、選挙後は上昇が一服し、2015年6月につけた125円85銭が、今に至るまでの高値となっています。（表中②）

2017年10月に行われた第48回衆議院選挙は、自民党の政党支持率が急低下するなかで迎えましたが、自民党は過半数を確保（284議席→284議席）。

ドル円は2017年2月以降に107円台から115円台の間で推移したうえ、選挙後もレンジ推移でした。この時、日銀は黒田総裁の下で量的質的緩和政策を継続していたものの、2016年1月のマイナス金利導入以降は大規模な追加緩和を打ち出しませんでした。（表中③）

ドル円相場の視点から衆議院選挙を見ていくと、少なくとも過去3回については、日銀の動向がカギだったと振り返ることができます。そして、為替市場関係者の多くは、こうした点を認識していると思われます。そのため、選挙後に向けては「どの政党が勝利するか」も重要ですが、「選挙後に誕生する新政権と、金融政策の親和性はどうなるか」などの観点で注目していきたいところです。



株式

コラム

SMBC 日興証券

相場格言

『不景気の株高』、『材料はついてくる』
『相場に淫することなかれ』

東証株価指数並びに日経平均株価が31年ぶりの水準を回復しました。きっかけは、菅首相の自民党総裁選不出馬の発表であり、コロナまん延のなかでの閉塞感に対して、新たな突破口となる政策が期待されるとの市場心理が生まれたことが、株価の大幅な上昇の主な背景といえます。

もとより、コロナ禍といえども落ち込んだ業績を改善させようとする様々な企業の努力が業績回復というかたちで明確化しており、海外投資家にとってもワクチン接種率の上昇は日本株投資を再開する絶好のタイミングだったと考えられます。

足元の日本の経済状況は良好といえる状態ではありませんが、昔から「不景気の株高」という格言があります。不景気なのに株高というのは大変不思議ですが、株式市場は絶えず先を見越した投資の集大成です。今後も景気の回復を見越した動きが反映されていくと考えられます。

また、秋には衆議院選挙を控えています。2012年のアベノミクス誕生時の選挙のみならず、2014年、2017年の選挙でも、選挙後の株式市場は上昇基調を強めています。今回の選挙前には、経済対策が打ち出され、新政権の新たな政策の方向性が一段と明確になってくるとみられます。

カーボンニュートラル（脱炭素）社会の実現、DX（デジタル・トランスフォーメーション）の推進、AR（拡張）やVR（仮想）といった先進技術を駆使したスーパーシティ構想など、様々なプランが大きく前進する

ことなどが期待されます。まさに、「材料はついてくる」という相場格言の通りになるかもしれません。

一方、ポジションを落としていたと思われる海外投資家が買いに転じるタイミングと重なると考えられることから、個人投資家や国内機関投資家からの買いを誘発する可能性があり、株式の需給面から、株価が大きく上昇する可能性も否定できません。

しかし、投資家の一部には高値警戒感がくすぶり、両手放しというわけにはいきません。相場格言にある「相場に淫することなかれ」を絶えず念頭に入れて、目先の強気相場に慎重ながらも前向きに臨むことが必要だと思われます。

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		2021年 9月15日	2021年 12月末	2022年 3月末	2022年 6月末	2022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	30,670.10	22,977.13	30,511.71	31,200	31,500	31,600	31,700
NYダウ	ドル	35,625.40	26,501.60	34,814.39	35,300	36,100	36,500	36,900
ユーロストックス	ポイント	474.76	333.02	464.32	490	500	510	510
長期金利	単位	過去1年間		2021年 9月15日	2021年 12月末	2022年 3月末	2022年 6月末	2022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)	%	0.16	0.01	0.04	0.10	0.10	0.10	0.10
米国国債(10年)	%	1.74	0.65	1.30	1.50	1.60	1.70	1.70
ドイツ国債(10年)	%	-0.10	-0.64	-0.31	-0.30	-0.20	-0.10	-0.10
為替	単位	過去1年間		2021年 9月15日	2021年 12月末	2022年 3月末	2022年 6月末	2022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	111.53	102.72	109.38	111.00	112.00	112.00	112.00
ユーロ円	円	133.97	121.93	129.24	133.00	136.00	137.00	137.00
豪ドル円	円	85.21	73.49	80.20	83.00	84.00	85.00	85.00
リアル円*	円	22.56	18.10	20.94	20.90	21.10	20.70	20.40
政策金利	単位	過去1年間		2021年 9月15日	2021年 12月末	2022年 3月末	2022年 6月末	2022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
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)*	%	5.25	2.00	5.25	7.25	7.75	7.75	7.75
商品	単位	過去1年間		2021年 9月15日	2021年 12月末	2022年 3月末	2022年 6月末	2022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	75.25	35.79	72.61	70.0	70.0	70.0	70.0

(注 1) 9月22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

10月

日本

上旬

21日

臨時国会召集（新首相選出）
衆議院議員任期満了

海外

月内

1日

米国、為替報告書
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）

上旬

IMF 世界経済見通しの発表

15日

IMF 世銀年次総会（17日まで）

30日

G20（主要20カ国・地域）首脳会議（イタ

リア・ローマ、31日まで）

10-12月

米FRB 議長の指名・議会承認（予想）

11月

月内

月末

衆議院選挙〔観測〕
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

前半

COP26（第26回国連気候変動枠組み条約締
約国会議）（英グラスゴー、12日まで）
APEC（アジア太平洋経済協力）首脳会議（TV
会議）

12月

月内

2022年度予算案、税制改正大綱決定

16日

19日

EU 首脳会議（17日まで）

香港立法会選挙

2022年

1月

月内

通常国会召集

月内

月内

米バイデン大統領の一般教書演説

IMF 世界経済見通しの改定

2月

月内

月内

4日

4日

半ば

米バイデン大統領の予算教書演説
米FRB 議長 議会証言
パウエル米FRB 議長の議長任期の期限
北京冬季オリンピック開幕
RBA（豪準備銀行）の量的緩和の期限

3月

3-4月

中国、全人代（全国人民代表大会）

4月

4日

東証が市場区分の見直し（プライム市
場など3区分に）

下旬

フランス大統領選挙

金融政策決定会合の日程

日銀 2021年 10/27-28 ※ 12/16-17 2022年 1/17-18 ※ 3/17-18 4/27-28 ※

米FRB 2021年 11/2-3 12/14-15 ※ 2022年 1/25-26 3/15-16 ※

ECB 2021年 10/28 12/16 ※ 2022年 1/20 3/10 ※ 4/14

※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

MEMO

- 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。
- リスク性商品を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。

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9月15日です。