

為替・金利マーケットレポート 2020年7月号

～新型コロナに対応した金融緩和で低金利が長期化する見通し

2020年7月29日

QUICK 企業価値研究所 堀内敏成、篠崎智明

<今回のポイント>

- ・ 新型コロナからの経済回復は緩やかとなり、世界的な金融緩和は当面継続と想定
- ・ 金融市場の混乱は一服も、低金利が長期化し、円は上値が重い展開に
- ・ 新型コロナの一層の感染拡大や米国大統領選、米中対立の激化などがリスク要因

足元の経済動向 ～各国で経済活動再開も、世界的な新型コロナの感染拡大が継続

【2020年の世界経済はマイナス成長予想】

新型コロナウイルスの感染拡大により、世界の経済環境は一変した。国際通貨基金(IMF)が20年6月に改訂した「世界経済見通し」では、20年の世界の経済成長率は、20年4月時点の見通しから1.9ポイント下方修正され、前年比4.9%減と予測されている。リーマンショック直後の2009年(同0.1%減)以来のマイナス成長となる見通し。

【新型コロナ拡大による経済停滞には底打ち感】

感染拡大による経済活動の停滞は底を打ったという見方が多い。主要国の小売関連統計をみると、ロックダウンや外出自粛が緩和された5月以降で持ち直しがみられ、米国では6月は前月比7.5%増と回復に向かっている(表1参照)。新型コロナウイルスの震源地であった中国でも、20年4～6月期のGDPが前年比3.2%増となり、1～3月期の同6.8%減からプラスに転換した。

世界で最も感染者数が拡大した米国でも、経済活動の再開により足元の企業の景況感は大きく改善した。6月のISM景況感指数は、製造業が前月比9.5ポイント増の52.6、非製造業が同11.7ポイント増の57.1となり、製造業、非製造業ともに好不況の分かれ目となる50を上回った(図1参照)。経済活動の再開や政府による手

表1. 5月以降、各国でロックダウン・外出自粛が緩和
(主要国・地域の小売統計) (単位: %)

	20年3月	4月	5月	6月
米国	-8.2	-14.7	18.2	7.5
欧州	-10.6	-12.1	17.8	-
日本	-4.6	-9.9	1.9	-

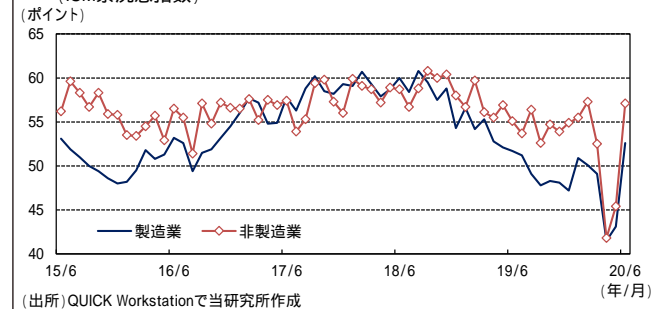
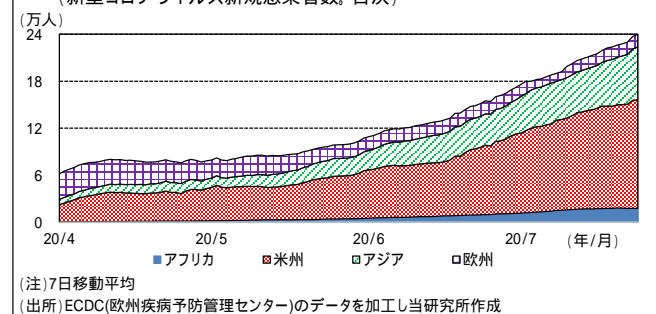
(注) 季節調整値の前月比

(出所) 米国商務省、Eurostat、経済産業省資料で当研究所作成

厚い経済対策などが功を奏し企業マインドは一定の回復をみせている。

【世界経済は緩やかな回復にとどまる見込み】

経済活動は再開しつつあるものの、世界的な新型コロナウイルス感染拡大は続いている。欧州では拡大に一服感があるが、米国やブラジルなど米州での広がりが大きい(図2参照)。日本でも緊急事態宣言解除後に再び感染者が増加に転じるなど感染の収束には依然遠い状況だ。世界経済の回復にも時間がかかるとみられ、いわゆる“V字”型の急回復ではなく、より緩やかなペースの改善にとどまる見込み。

図1. 米国企業の景況感は6月に大きく改善
(ISM景況感指数)図2. 欧州は落ち着いているが、米州で感染者が増加
(新型コロナウイルス新規感染者数、日次)

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

主要国の金融・財政政策 ～各国で積極的な財政出動、中銀は緩和姿勢が続く～

【各国で積極的な財政出動】

各国では新型コロナウイルス拡大による経済停滞に対応し、大規模な景気刺激・企業支援が行われている。IMFによる推計では、20年6月上旬時点で米国や日本ではGDP比10%超の歳出拡大・減税などの景気刺激策(例えば、日本の10万円の特別定額給付金など)が、ドイツやイタリアでは同30%超の流動性支援(融資や債務保証などのサポート)が行われた(図3参照)。さらに、20年7月21日の欧州連合(EU)首脳会議において、交渉が難航していた復興基金の創設(7,500億ユーロ、約92兆円)が決定。EUの欧州委員会が債券を発行し、新型コロナウイルスの被害が大きい国を中心に補助金や融資などの支援がなされる見込みだ。米国においても、1兆ドル(約106兆円)規模の追加の新型コロナウイルス対策案が議論されている模様(20年7月24日現在)。

【主要中銀は潤沢に資金供給】

主要中銀は、信用不安を防ぎ、企業の資金繰りをサポートすべく、金融市場へ潤沢な資金供給を行っている(表2参照)。米連邦準備理事会(FRB)はゼロ金利政策や大規模な国債買入れ、中小企業向け融資支援や社債の直接買入れを実施した。FRBの総資産は大きく拡大し、米国は大規模な金融緩和に舵を切っている(図4参

照)。欧州中央銀行(ECB)は資産買入れを増やし量的金融緩和を拡大したほか、金融機関向けのマイナス金利貸付けを実行。日本銀行も従来設定していた年間約80兆円の国債買入れ枠を撤廃したほか、企業の資金繰り支援策や金融機関へのドル供給などを行っている。

【世界的な金融緩和は長期化へ】

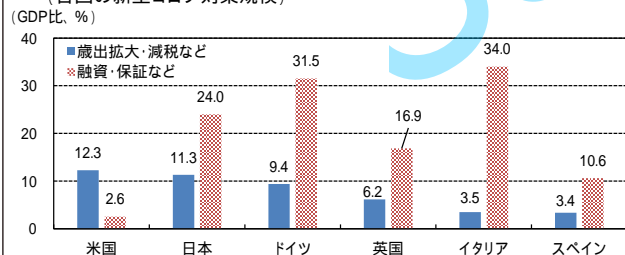
大規模な経済対策や中銀の資金繰り支援により、ロックダウンや経済活動の自粛があったにも関わらず、これまでのところ大きな信用不安は避けられている。实体经济の回復には時間がかかるとみられており、新型コロナウイルスが収束し経済活動が正常化するまで、当面の間世界的な金融緩和=低金利は続く見通し。もっとも、大規模な経済対策の主な財源は債券であり、中長期的には財政基盤の不安定な国では債務問題が再燃するリスクをはらんでいる。

表2. 世界的に金融緩和の流れ
(主要中央銀行の主な新型コロナ対応施策)

FRB	政策金利(FF金利)誘導目標をゼロ近辺(0~0.25%)に
	量的金融緩和(国債などの買入拡大)の再開 中小企業向け融資支援(MSLP:メインストリート融資プログラム) 新発・既発社債の買入れ(SMCCF・PMCCF)
ECB	量的金融緩和の拡大(APP・PEPP) 金融機関向けマイナス金利貸出し(TLTRO、PELTRO)
	国債買入れ枠(年間80兆円めど)の撤廃
日本銀行	企業の資金繰り支援(CP・社債買入れ、新型コロナ対応特別オペ) 金融機関へのドル供給
	上場投資信託(ETF)・不動産投資信託(J-REIT)買入れ

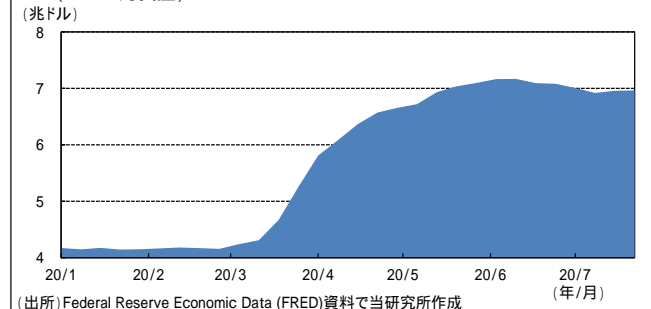
(出所)各国中銀、各所資料で当研究所作成

図3. 世界各国で新型コロナに対応した財政出動を実施
(各国の新型コロナ対策規模)



(注)IMF(国際通貨基金)が6月12日時点のデータを基に推計
(出所)IMF資料を基に当研究所作成

図4. 大規模な金融緩和によりFRBのバランスシートが拡大
(FRBの総資産)



(出所)Federal Reserve Economic Data (FRED)資料で当研究所作成

金利・物価の動向 ～感染再拡大の懸念背景に、金利は横ばい圏で推移へ、物価は弱含むと予想

【米国長期金利は大幅低下、今後は横ばい推移へ】

日米欧の長期金利の動向は、政策金利の引き下げ余地が最も大きかった米国の長期金利が、FRBの大規模な金融緩和を受けて大きく低下した(図5参照)。

米国の金融市場では、世界的な信用収縮への懸念に伴うドルに対する資金需要の強まりを受け、流動性の高

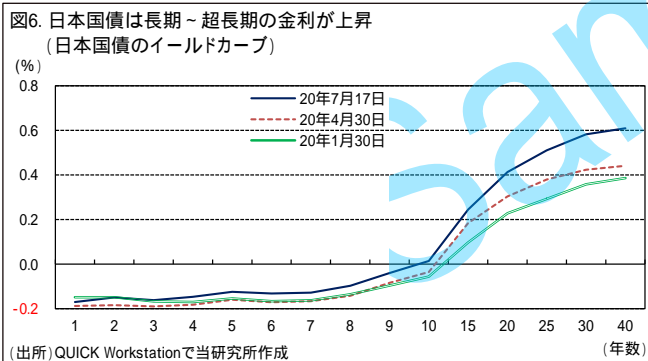
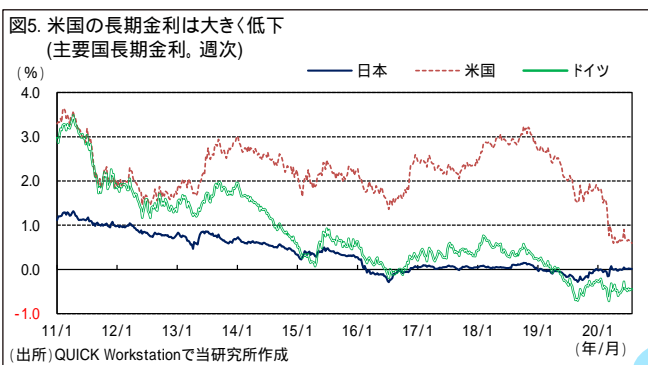
い10年国債の売却(金利の上昇)が加速した。しかし、その後はFRBの大規模な資金供給により10年国債、2年国債ともに利回りの上昇は抑制されつつある。今後は、経済活動再開への期待感と新型コロナウイルスの感染再拡大への懸念の綱引きが見込まれ、米国の長期金利は横ばい圏で推移しよう。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

【景気の緩やかな回復背景に物価も弱含みで推移】

国内では、政府が新型コロナウイルスの感染拡大を受けた緊急経済対策の財源確保のため、7月より国債を増発した。これに対し、日銀が国債購入額を増額したものの、増発額に比べて限定的との見方から、長期金利が若干上昇した(図6参照)。新型コロナウイルスの影響長期化が懸念されるなか、中銀の市場でのオペレーション、市場金利の動向を注視したい。

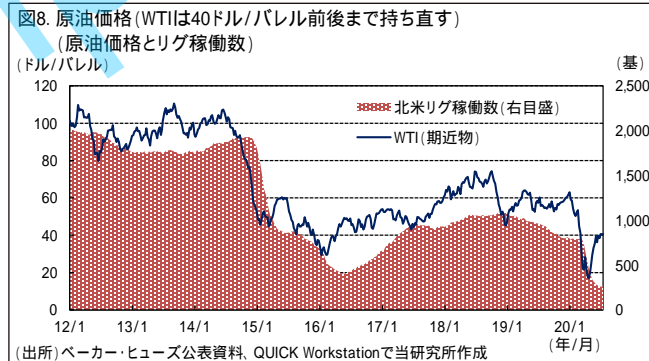
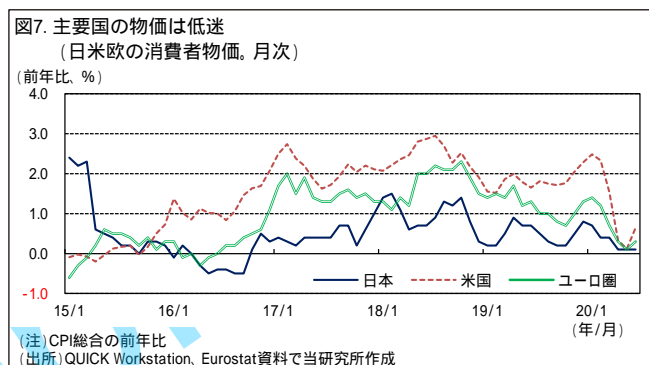
一方、日米欧の物価は、経済活動の停滞を背景に低迷している(図7参照)。世界景気の回復ペースは緩やかなものになると見込まれ、後述のように原油市況も上値の重い展開が予想される。物価も当面、弱含みで推移



すると見込む。

【原油市況は回復傾向も上値の重い展開を想定】

原油市況は、主要産油国の追加減産協議の決裂、世界的な景気悪化に伴う需要の減退懸念から20年2月以降急落。しかし、その後は主要国の協調減産の成立、金融市場の落ち着き、世界景気の回復期待などを背景に、40ドル/バレル程度まで回復した(図8参照)。しかし、北米のシェール関連企業の設備投資動向を表わすリグカウントは減少傾向が止まらない。需要の回復も緩やかなものになるとみられ、市況は上値の重い展開が予想される。これに伴い、主要国の物価動向への影響も限定的となる見通し。



為替レートの動向 ~ 世界的な信用収縮不安が沈静化、足元の先進国通貨はユーロがやや強含む

【ドル・円レートは市場の混乱受け、一時乱高下】

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界的な信用収縮への警戒による基軸通貨ドルに対する強い資金需要を背景に新興国の通貨が下落。原油市況の急落と相まって、資源国通貨の下落が目立った。しかし、FRBを中心とする主要國中銀のドル資金の供給を受け、金融市場は落ち着きを回復した。ドル・円レートをみても、一時は世界的な株価の暴落など金融市場の混乱を受け、1ドル = 101円台まで円高・ドル安が急速に進行した。しかし、強いドル需要を受けてすぐに円安・ドル高方向に転換し、

111円台をつけるなど、振れ幅の大きな動きとなった。その後は、金融市場の混乱収束とともに小幅な動きが継続したが、足元はやや円高・ドル安の動き(図9参照)。

【ドイツの財政出動など好感、ユーロが持ち直し】

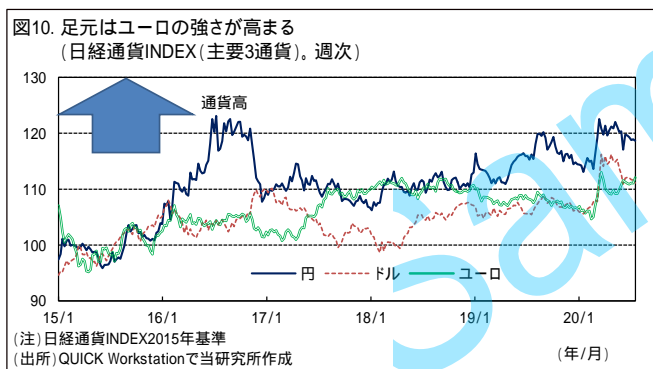
足元ではユーロの持ち直しが目立つ。欧州の景気は、19年も米中貿易摩擦の影響などで減速が目立ったが、20年に入り、新型コロナウイルスが直撃した。しかし、ECBの相次ぐ金融緩和に加え、ドイツのメルケル政権が大規模な財政出動を決定。かねてから財政出動に慎重だったドイツ政府の大胆な政策転換は欧州の景気回

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

復への期待を高め、外為市場でのユーロの持ち直しにつながった(図9・10参照)。

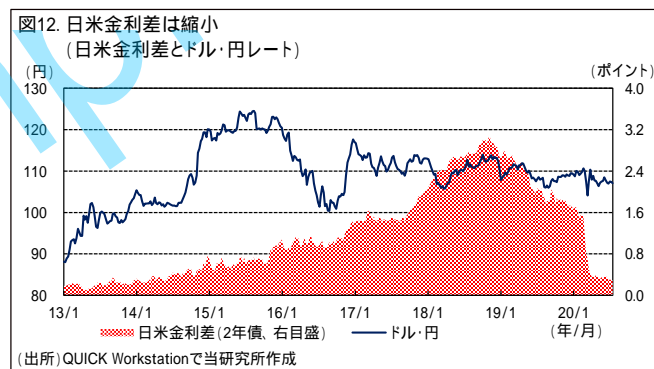
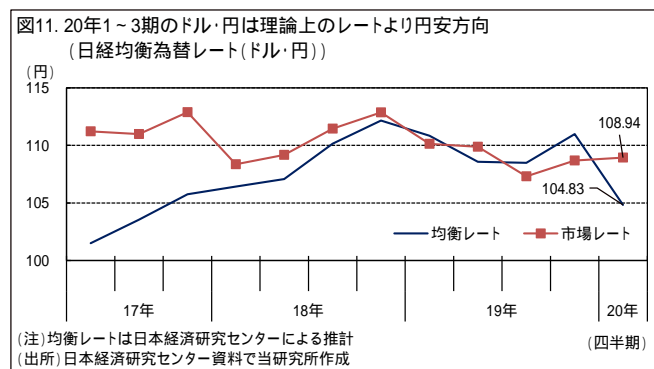
【ドル需要は依然根強いが、ドル安リスクにも留意】

QUICKの7月の月次調査「外為」(7月13日公表)によれば、外為市場関係者の予測数値の集計は、ドル・円レートが20年12月末で107.57円となった。ユーロ・円レートは12月末が120.95円。市場関係者は主要通貨間の為替レートは概ね横ばいで推移するとみている。世界景気の回復ペースが緩やかなものにとどまり、主要中銀の緩和的な金融政策が当面維持されるとの見方が



背景にあるようだ。

一方、日本経済新聞社と日本経済研究センターがまとめた20年1~3月期の「日経均衡為替レート」(主要国・地域通貨とドルとの2通貨間の為替レートの適正水準をファンダメンタルズに関する指標を使って推計)は1ドル=104.83円だった(図11参照)。理論値に比べ、実勢レートはドル高で推移したが、底流には根強いドル需要があったといえよう。しかし、日米の金利差の縮小や(図12参照)、ドルの大量供給に伴う余剰感が外為市場で改めて意識されることでドル安が進むリスクにも留意したい。



今後の見通し・注目イベント ~ 新型コロナウイルスの感染状況や米国大統領選の動向などに注目

【米国大統領選の選挙戦はこれから本格化】

今後の為替・金利マーケットを見るうえでのリスク要因は、新型コロナウイルスの感染状況や米国の大統領選の動向、米中対立の激化などが挙げられる。

米国では景気指標の改善が目立つ一方、新型コロナウイルスの新規感染者数が7月16日に7万人を超えて過去最高を更新するなど、拡大傾向が顕著だ。感染状況によっては、財政・金融両面での追加措置も検討される見通し。財政出動の財源確保のための国債の増発による市場金利への影響も注視したい。

米国の大統領選挙(11月3日の予定)が近づいてきたが、民主党の候補指名を固めたバイデン前副大統領が

7月9日、7000億ドルの政府支出案を発表。選挙戦はこれから本格化する。共和党のトランプ大統領およびバイデン氏の主要な政策は表3の通り対照的。8月にも、両

表3. 米国大統領選挙 両候補の主要政策

主な政策項目	トランプ氏 (共和党)	バイデン氏 (民主党)
税制	法人税率21%を維持 給与減税も検討	法人税率を21%から28%に引き上げ 富裕層は資産取引課税強化
環境・インフラ	環境規制を緩和の方向 化石燃料重視、石炭火力を推進	4年間で2兆ドルの投資 発電分野で15年で温暖化ガスゼロへ
バイ・アメリカン	新NAFTAで域内の部材調達比率を引き上げ	4年で4000億ドル分の米国製品を政府調達 製造業だけで200万人分の雇用創出へ
先端技術	5G推進に向け、補助金拠出や規制緩和実施へ	5GやAIなどに4年で3000億ドルの投資 300万人の雇用創出へ

(出所) 各種報道資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

党の正副大統領候補が正式に決定される予定。各種世論調査では、民主党のバイデン前副大統領のリードが伝えられるが、トランプ大統領としては、米国景気の早期回復を図り、巻き返したいところだ。中国が6月30日、

「香港国家安全維持法」を施行するなど、このところ中国の対外的な強硬姿勢が目立ち、米中対立の激化が懸念されるが、トランプ、バイデン両候補の中国に対するスタンスも選挙戦の過程で注目を集めそうだ。

表4. 20年8～9月の主な政治・経済等スケジュール

	国内	海外	
20年 8月	3日	20年1～3月期GDP(2次速報)(改定値)	米国7月ISM景況感指数(製造業)
	5日		米国7月ISM景況感指数(非製造業)
	7日	6月景気動向指数(速報)	米国7月雇用統計
	14日		米国7月鉱工業生産・設備稼働率 米国7月小売売上高 中国7月固定資産投資、社会小売品販売総額
	17日	20年4～6月期GDP(1次速報)	米国民民主党全国大会 (ウイスコンシン州ミルウォーキー、20日まで)
	19日	6月機械受注統計	
	21日	7月全国消費者物価指数	
	26日		米国7月耐久財受注 メキシコ20年4～6月期GDP
	31日	7月鉱工業生産(速報)	中国8月国家統計局製造業PMI インド20年4～6月期GDP トルコ20年4～6月期GDP
	9月	1日	
2日			豪州20年4～6月期GDP
3日			米国8月ISM景況感指数(非製造業)
4日			米国8月雇用統計
6日			香港立法会(議会)選挙
7日		7月景気動向指数(速報)	
8日		20年4～6月期GDP(2次速報)	
10日		7月機械受注統計	ECB政策理事会
11日		20年7～9月期法人企業景気予測調査	
15日			米国8月鉱工業生産・設備稼働率 中国8月固定資産投資、社会小売品販売総額
16日			米国FOMC(15日より) 米国8月小売売上高
17日		日銀金融政策決定会合(16日より)	
19日		4連休の「シルバーウィーク」(22日まで)	ニュージーランド総選挙
23日			SEMICON台湾(25日まで)
29日			第1回米国大統領候補討論会 (インディアナ州、ノートルダム大学)
30日	消費税の仕入税額計算などの特例の適用期限 自動車税環境性能割軽減終了	中国9月国家統計局製造業PMI	

(注)各種日程は変更の可能性あり

(出所)各種資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。

< 信用取引等に関する規制情報の説明 >

売買監視銘柄や貸株申込制限銘柄等は、信用取引の勧誘が自粛されています。また、日々公表銘柄、信用取引規制銘柄、貸株注意喚起銘柄等に指定されている場合、信用取引を受託する際には、これらの措置が行われている旨及びその内容を説明しなければなりません。

【信用取引規制】

日々公表銘柄

金融商品取引所は、信用取引の過度の利用を未然に防止するため、一定の基準に該当した銘柄については、毎日、信用取引残高の公表を行います。

信用取引規制銘柄

金融商品取引所は、特定の銘柄において、相場の状況が過熱して信用残高が急増するなど、信用取引の利用が過度であると認められた場合、過当投機を抑制する等の観点から委託保証金率の引上げや代用有価証券の使用制限(現金担保の差入れ)の措置を行います。

売買監視銘柄

金融商品取引所は、特定の銘柄が相当数買い集められ、その売買状況等に著しい異常があると認められる場合には、公正な価格形成と円滑な流通を確保するために、当該銘柄を「売買監視銘柄」に指定し、特別の規制措置等を行います。

【貸借取引規制】

貸株注意喚起銘柄

証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となるおそれのある銘柄について、貸株利用等に関する注意を促します。

貸株申込制限銘柄

証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となった銘柄について、イ、制度信用取引の新規売り、ロ、制度信用取引の買い方の現引き、ハ、制度信用取引の買い方の転売について、貸借取引申込みの制限または停止を行います。

執筆担当者による宣言

堀内敏成、篠崎智明 ならびに本調査資料に掲載したセクターおよび個別銘柄の担当アナリストは、本調査資料に表明された見解が、対象会社と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。

また私は本調査資料で特定の見解を表明することに対する直接的または間接的な報酬は、過去、現在共に得ておらず、将来においても得ないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

n 株式会社QUICK(以下、「QUICK」)は、契約先証券会社との契約に基づき、契約先証券会社へのレポート提供を一定の期間にわたって定期的・継続的に行うことに対する包括的な対価を契約先証券会社から得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。また、銘柄の選定もQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が独自の判断で行っており、契約先証券会社を含む第三者からの銘柄の指定は一切受けておりません。

n QUICKまたはQUICK企業価値研究所のアナリストと本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。

Sample

金融商品取引法に基づく表示事項

本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： 証券株式会社 金融商品取引業者 財務局第 号

加入協会：日本証券業協会、... (注：加入協会名はすべて記入します)

本資料は、前ページの利益相反に関する開示事項に記載のとおり、株式会社QUICK(以下、「QUICK」)の一部門であるQUICK企業価値研究所が作成したものです。お客様への本資料のご提供は証券株式会社(以下、「当社」)が行っております。

手数料等およびリスクについて

株式の売買取引には、約定代金に対して最大、 \quad %(税込み)(\quad 万円以下の場合、 \quad 円(税込み))の手数料が必要となります。株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

証券およびQUICK 免責事項

- 1 本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。本資料で言及した銘柄や投資戦略は、投資に関するご経験や知識、財産の状況および投資目的が異なるすべてのお客様に、一律に適合するとは限りません。また、株式・債券等の有価証券の投資には、「手数料等およびリスクについて」に記載のとおり、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- 1 本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいてQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が作成し、証券(以下、「当社」)がお客様にご提供いたしますが、当社および同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- 1 本資料に基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社およびQUICKは、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等：本資料に関する一切の知的財産権は、原則としてQUICKまたは情報提供元に帰属します。事前の承諾なく、本資料の一部または全部の複製または転送等を行わないようお願い致します。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。