

Market report

2021年の 経済、金融市場 見通し



2021年1月

東京海上アセットマネジメント株式会社

商 号 等 : 東京海上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361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

■当資料は情報提供を目的として東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性について保証するものではありません。■当資料で使用する表・グラフは過去のものであり、将来の実績・運用成果等を保証するものではありません。■当資料には一定の見解等が含まれていますが、その内容はあくまで作成時点のものであり、将来変更される可能性があります。また、市場動向や個別銘柄の将来の動向を保証するものではありません。

全体観

主要国・地域の経済動向

- ◆ 日米欧中の景気は、新型コロナウイルス流行前の水準に戻りつつあります。
- ◆ 日米欧では、足もとの感染再拡大による景気減速は一時的かつ軽微なものにとどまり、2021年以降は米国の追加経済対策の効果やワクチン接種の進展により、景気は底堅く推移すると予想します。



米国大統領選挙後の金融市場

- ◆ バイデン次期政権が掲げる大規模な財政政策は、米国の財政収支の悪化に伴う金利上昇、米ドル安要因となる一方で、景気回復期待から株価を押し上げると予想します。
- ◆ また、次期大統領の確定により政治的な不透明感が後退することから、株高になる傾向があります。



米欧中銀の金融政策

- ◆ FRB（米連邦準備制度理事会）はゼロ金利政策を少なくとも2023年末まで継続することに加え、完全雇用や物価安定の達成が十分に近づくまで量的緩和策を維持する方針を示しています。
- ◆ またECB（欧州中央銀行）もPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の規模拡大と期限延長を決定するなど、緩和的な金融政策が続くことが予想されます。



※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

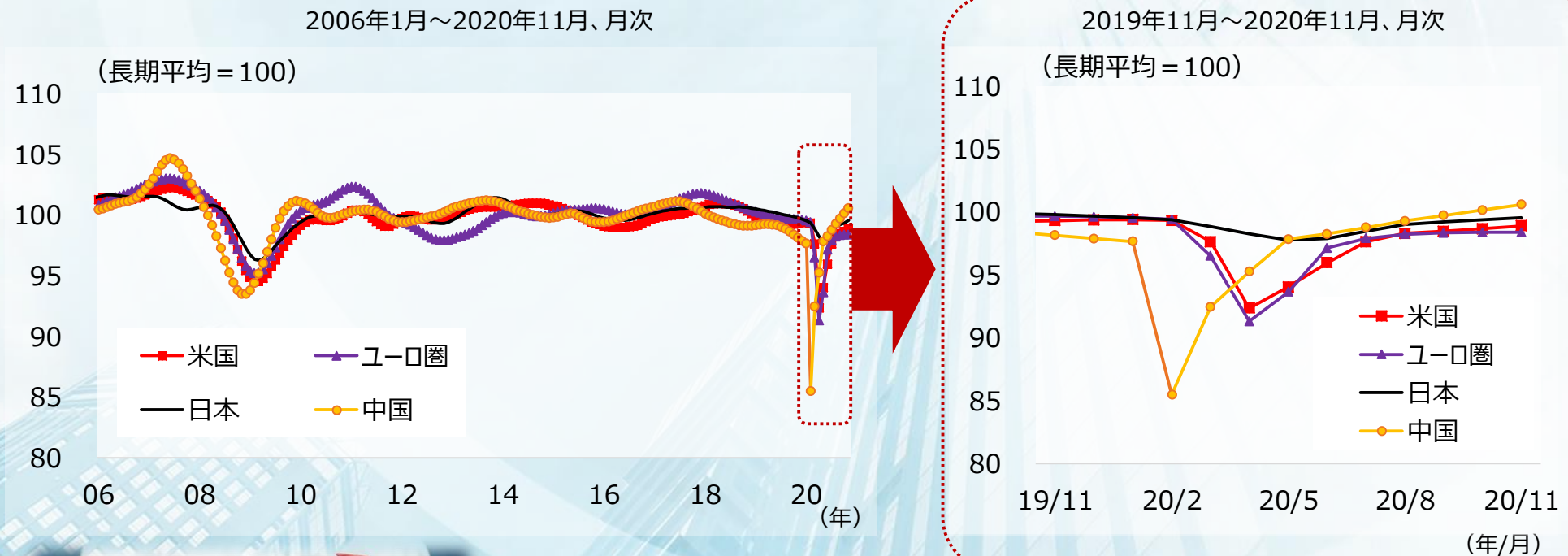
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を保証するものではありません。

主要国・地域の経済動向

✓ 主要国・地域の景気先行指標は回復基調。

- ◆ 景気循環の転換点を早期に捉えたとされるOECD景気先行指数（米国、ユーロ圏、日本、中国）をみると、2017年後半から2018年前半にかけて徐々に勢いを失い、2020年前半には新型コロナウイルスの感染拡大の影響から大きく下落しました。
- ◆ その後同指数は回復を続け、足もとでは新型コロナウイルス流行前の水準に戻りつつあります。

OECD景気先行指数の推移



【OECD景気先行指数とは？】

国際機関の一つであるOECD（経済協力開発機構）が算出している経済指標。長期平均を基準（100）として、指数の水準や方向性から景気の局面を捉える。景気循環の転換点に対して、概ね6～9カ月程度先行するよう作成されている。

FORECAST

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

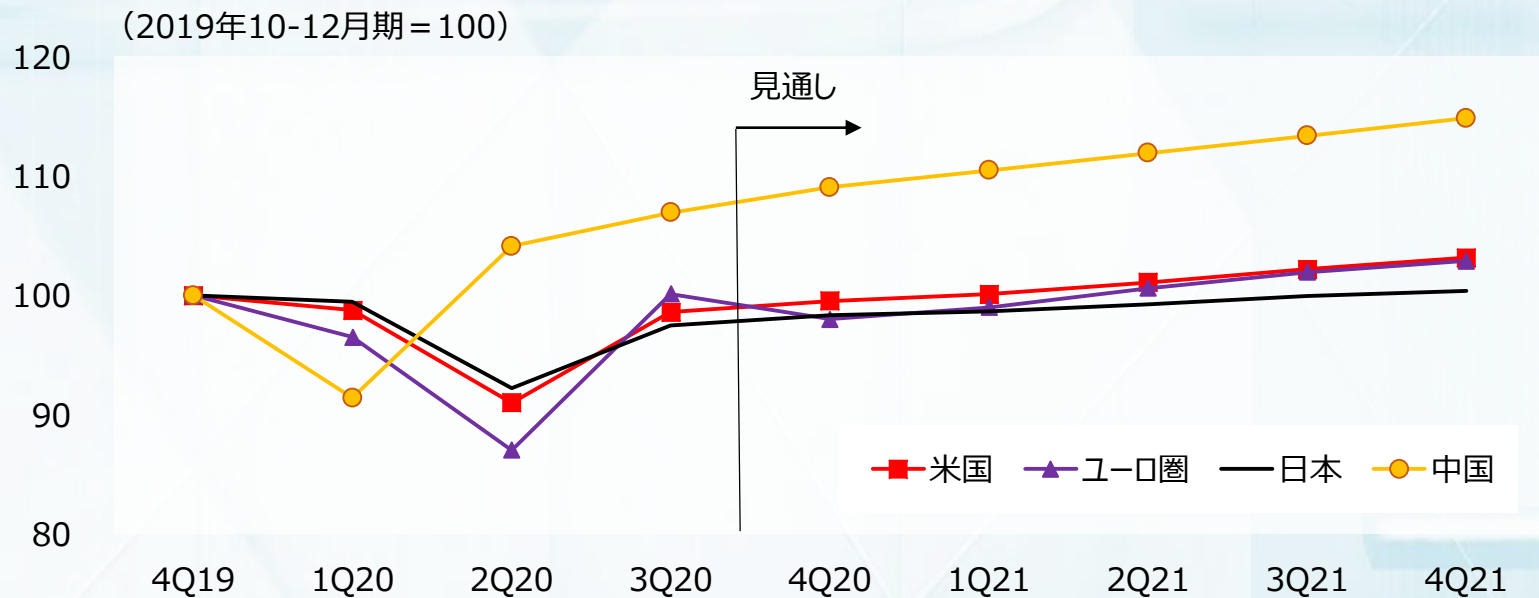
主要国・地域の実質GDP（コンセンサス）

✓ 主要国・地域の景気は緩やかな回復が続く見通し。

- ◆ エコノミストによる実質GDPのコンセンサス予想によると、中国は2020年4-6 月期にV字回復した後、新型コロナウイルス流行前の成長速度に回帰することが想定されます。
- ◆ 日米欧についても景気先行指標（OECD景気先行指数）などが新型コロナウイルス流行前の水準に戻りつつあります。足もとの感染再拡大による景気への影響は一時的かつ軽微なものにとどまり、2021年末にかけて緩やかな回復が続く見通しです。

日米欧中の実質GDP（コンセンサス予想）の推移

2019年10-12月期～2021年10-12月期、四半期



出所：日本経済研究センター、ブルームバーグ、Blue Chip

注：新型コロナウイルス流行前の2019年10-12月期を100として各予測値で算出したもの

※上記グラフは過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を保証するものではありません。

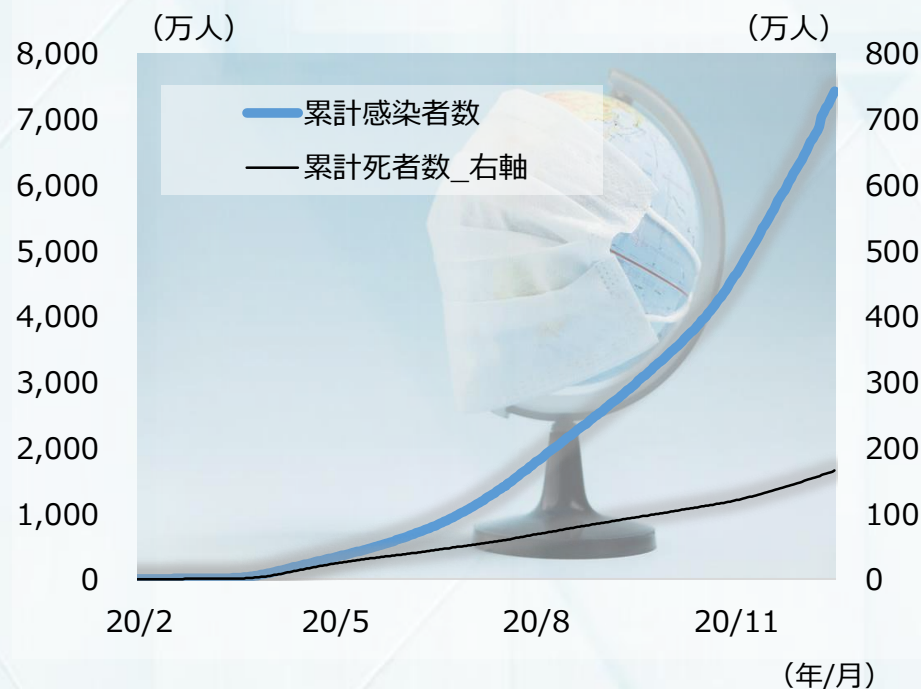
新型コロナウイルスを取り巻く環境

✓ ワクチンの実用化により景気回復が早まる可能性も。

- ◆ 2020年10月以降、新型コロナウイルスの感染拡大ペースが再び加速しています。世界の感染者数は累計で7千万人を突破し、死者数は150万人を超えています（12月16日現在）。
- ◆ 欧米では新型コロナウイルスワクチンの使用許可が認められ、米英では接種が始まっています。ワクチン接種がさらに進めば、景気回復が早まる可能性があります。

世界の新型コロナウイルス感染状況

2020年2月1日～12月16日、日次



新型コロナウイルスワクチン開発の進捗状況

2020年12月16日時点

2020年	中国 シノバック・バイオテック	ロシア ガマレヤ研究所	米国 ファイザー	米国 モデルナ	J&J	英国 アストラゼネカ
3月				第1段階治験		
4月	第1・2段階治験					第1・2段階治験
5月			第1・2段階合意	第2段階治験		
6月						
7月	最終治験		最終治験	最終治験	第1・2段階治験	最終治験
8月	緊急使用許可 (試験は継続)	緊急承認				
9月				実用化延期	最終治験	
10月			実用化の延期		治験の中断	
11月						
12月			使用許可	使用許可		

出所：各種公表資料より東京海上アセットマネジメント作成

※ 上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

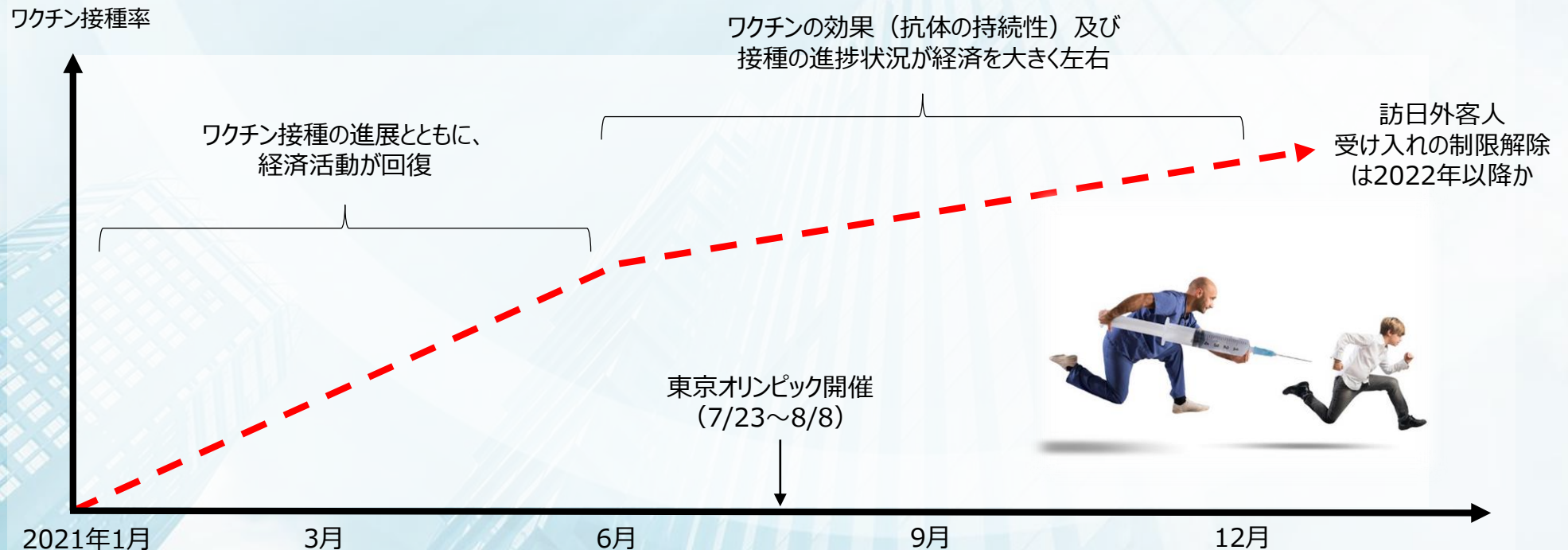
※ 上記の表は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

新型コロナウイルスワクチン接種のシナリオ

✓ ワクチン接種の進展により、2021年半ばにかけて日米欧は景気回復が継続する見込み。

- ◆ 日米欧では新型コロナウイルスワクチン接種の進展とともに経済活動が回復し、2021年半ばにかけて景気回復が続くことが予想されます。
- ◆ 2021年半ばから年末にかけては、ワクチンの効果（抗体の持続性）及び接種の進捗状況が景気を大きく左右することが予想されます。日本では、「Go To トラベル」事業（～2021/6）、東京オリンピック・パラリンピック（2021/7～9）後や冬季の感染状況を見極める必要があるため、訪日外客人受け入れの制限解除は2022年以降になる可能性が高いと考えます。

【イメージ図】日米欧における新型コロナウイルスワクチン接種のシナリオ



出所：各種公表資料より東京海上アセットマネジメント作成

※上記はイメージであり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

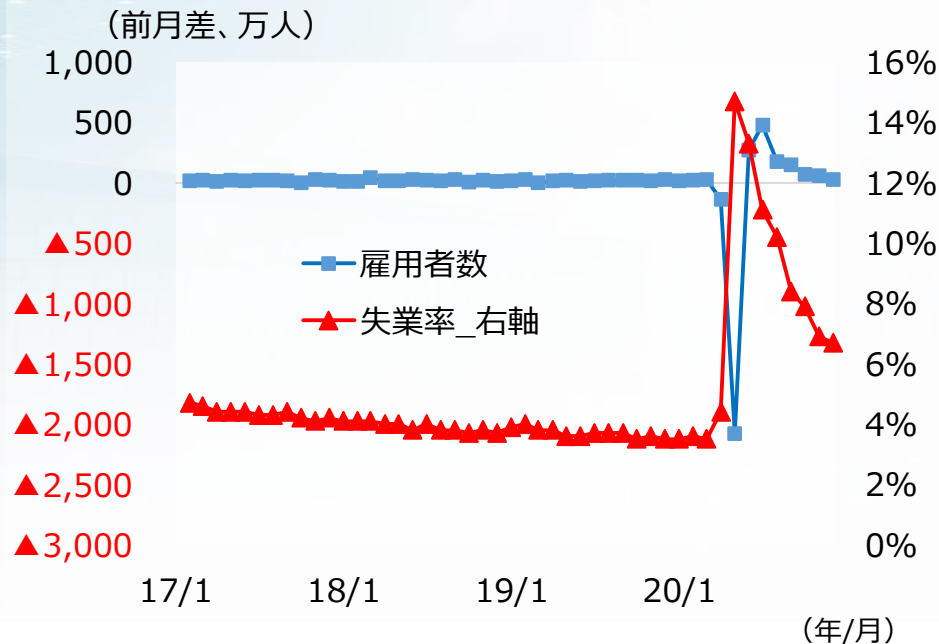
米国経済の動向①

✓ 追加経済対策の効果やワクチンの実用化により持続的な景気回復へ。

- ◆ 新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて、11月以降経済活動を一部制限する措置が導入されており、雇用の回復ペースは鈍化しています。
- ◆ ただし、2020年春に比べれば制限は緩やかであるため、景気の減速は軽微かつ一時的なものにとどまるとみられます。2021年以降は追加経済対策の効果に加え、ワクチンの実用化により景気は回復基調となることが予想されます。

雇用者数と失業率の推移

2017年1月～2020年11月、月次



出所：ブルームバーグ

新規失業保険申請件数の推移

2019年1月4日～2020年12月11日、週次



出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

米国経済の動向②

✓ 大規模な財政政策の実現により財政収支が一段と悪化する公算。

- ◆ 拡張的な財政運営を志向するバイデン政権の誕生により、インフラ投資を含む大規模な財政政策に注力するとみられます。
- ◆ 2020年3月以降、新型コロナウイルス感染拡大に対応した大規模な経済対策が講じられたことにより、財政収支は大幅に悪化しましたが、バイデン氏が掲げる財政対策が実現すれば、財政収支は一段と悪化することが予想されます。

バイデン氏が掲げる主な財政対策

	財政政策の概要
税制	・法人税率を21%から28%に引き上げ ・個人所得税の最高税率引き上げ ・富裕層の資産取得課税の強化
経済対策	・4,000億米ドルの米国製品を政府調達し、200万人の雇用創出 ・5Gや人口知能など先端技術に3,000億米ドル投資し、300万人の雇用創出 ・育児と介護に7,750億米ドルを投じ、300万人の雇用創出 ・最低時給を15米ドルに引き上げ、所得格差の是正を目指す
環境問題	・環境投資に2兆米ドル。太陽光や風力発電などクリーンエネルギーへの設備投資促進 ・温室効果ガスの排出量を2035年までゼロ ・パリ協定に復帰
医療保険	・オバマケアの拡充 ・ヘルスケア費用や薬価の引き下げ ・高齢者向け公的保険の対象を65歳から60歳に引き下げ
貿易政策	・TPPは再交渉の上で復帰の可能性も示唆 ・アジアや欧州の同盟国と連携し、知的財産権の保護を含む対中通商政策に取り組む

出所：各種公表資料より東京海上アセットマネジメント作成

財政収支の見通し

※2021年から2030年の10年間の合計

公約	財政収支への影響 (GDP比)
育児・教育費	▲12.6%
医療関連	▲9.6%
社会保障・年金	▲5.4%
インフラ投資	▲20.8%
安全保障	+3.5%
国債利払い	▲1.4%
税收	+20.1%
財政収支	▲26.1%

出所：CRFB（超党派の米シンクタンク「責任ある連邦予算委員会」）

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

※上記の表は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

米国大統領選後の金融市場の動向

✓ 大規模な財政政策は株高、金利上昇、米ドル安要因に。

- ◆ バイデン政権の誕生が確実となるなか、インフラ投資を含む大規模な財政政策への期待から、株高基調が継続することが予想されます。
- ◆ 特に、資本財や公共事業、再生可能エネルギーなどのセクターでは、インフラや環境投資の恩恵を享受するとみられます。
- ◆ 財政支出の拡大に伴い財政収支の悪化が意識され、債券市場では金利上昇圧力がかかりやすく、為替市場では米ドル安が進行しやすい環境が続くことが予想されます。

バイデン政権誕生に伴う金融市場への影響

株価	株高
金利	上昇
為替	米ドル安



株式市場への影響	
ポジティブなセクター	ネガティブなセクター
➢ 資本財・公共投資（インフラ投資） ➢ 再生可能エネルギー（環境投資） ➢ 小売・サービス業（最低賃金引上げ） ➢ 教育（育児・幼児教育への投資） 	➢ ヘルスケア（薬価引き下げ） ➢ 金融（規制強化） ➢ 石油（環境投資） 

出所：各種公表資料より東京海上アセットマネジメント作成
※上表は東京海上アセットマネジメントの見解です。

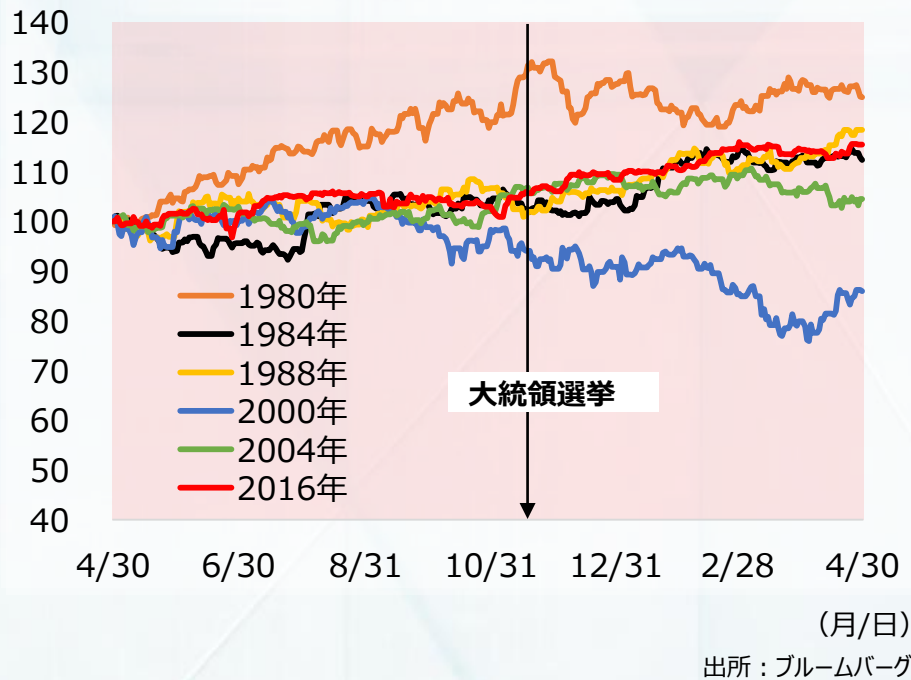
過去の米国大統領選挙と株価の関係

✓ 過去の米国大統領選後は政治的な不透明感の後退などにより株高が進行。

- ◆ 過去の米国大統領選挙と株価の関係をみると、2000年（ITバブル崩壊）や2008年（リーマンショック）などを除けば、大統領選挙の結果に関係なく、選挙後に株高となる傾向がみられます。
- ◆ 大統領選挙後に株高となるケースでは、選挙に対する不透明感が後退したことも影響したと考えられます。

過去の大統領選挙とS&P500種指数

共和党が勝利したケース



民主党が勝利したケース



注：大統領選挙開催年の4月末のS&P500種指数を100として指数化。

1980年以降の共和党が勝利した年（6回）と、民主党が勝利した（4回）を比較した

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

米欧の金融政策

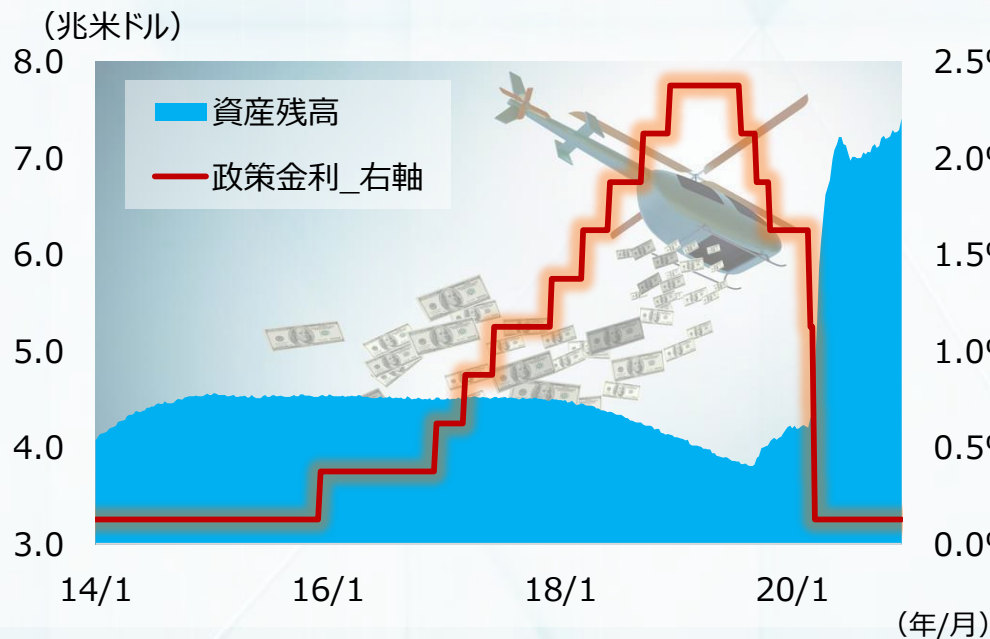
✓ FRB、ECBは緩和的な金融政策を当面継続する公算。

- ◆ FRB（米連邦準備制度理事会）は、少なくとも2023年末までゼロ金利政策を継続するほか、完全雇用や物価安定の達成が十分に近づくまで資産購入を続けるなどの緩和的な金融政策方針を示しています。
- ◆ ECB（欧州中央銀行）も2020年12月に、PEPP*（パンデミック緊急購入プログラム）の規模の拡大と期限の延長（2021年6月→2022年9月）を決定しており、当面緩和的な金融政策が続くことが予想されます。

* PEPP：新型コロナウイルスの感染拡大に対応した、新たな臨時の資産購入プログラム。購入対象には従来の資産購入プログラム（国債や社債等）に加え、コマーシャル・ペーパー、格付条件を満たさなかったギリシャ国債も含まれる。2020年12月のECB理事会で、更に購入枠が約230兆円に増額され、期限も2022年3月まで延長されることが決定した。

FRBのバランスシート（資産残高）及び政策金利の推移

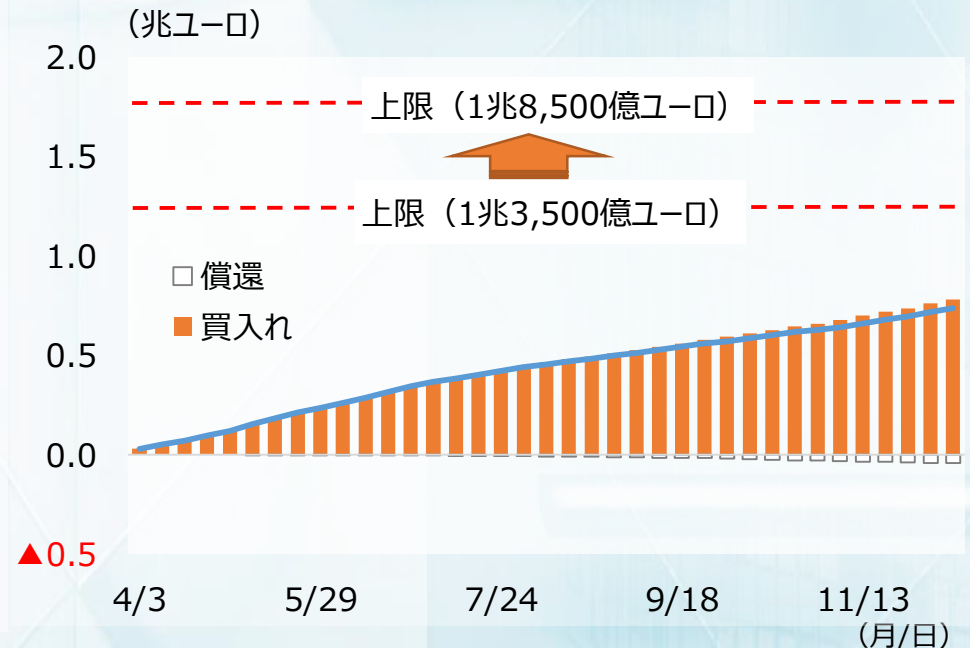
2014年1月8日～2020年12月16日、週次



出所：ブルームバーグ

PEPPの残高の推移

2020年4月3日～12月11日、週次



出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

日本経済の動向

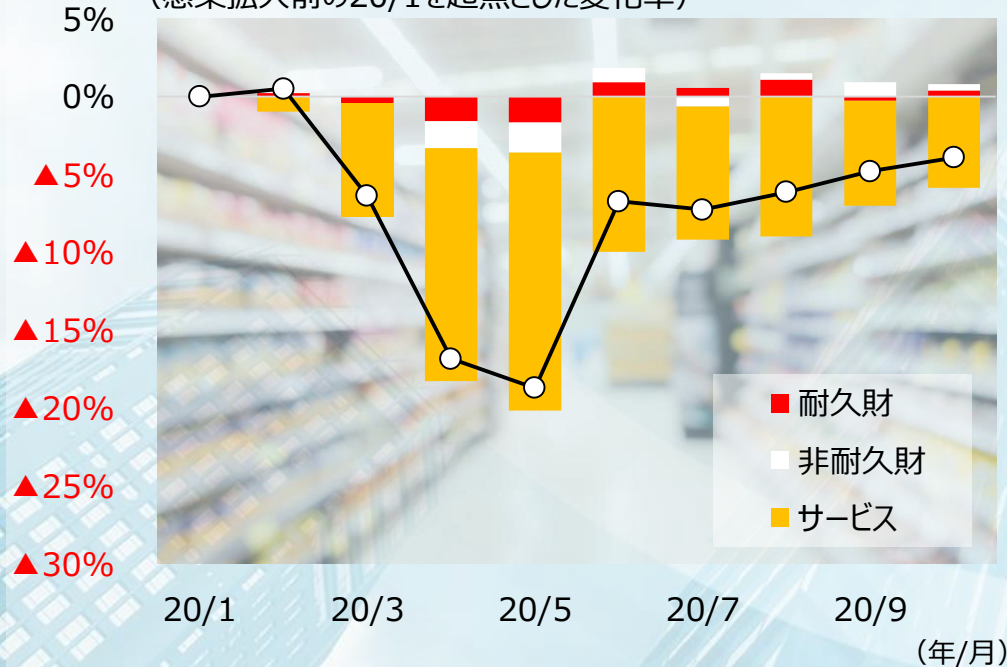
✓ サービス消費の回復ペースはワクチン接種の進展次第。

- ◆ ソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保により、サービス消費の回復ペースは緩やかにとどまることが予想されます。
- ◆ 景気がコロナ流行前の水準を回復するには時間を要することが見込まれますが、ワクチンが実用化されれば、個人消費を中心に需要が持ち直し、景気回復が早まる可能性があります。

実質消費活動指数（形態別）の推移

2020年1月～10月、月次

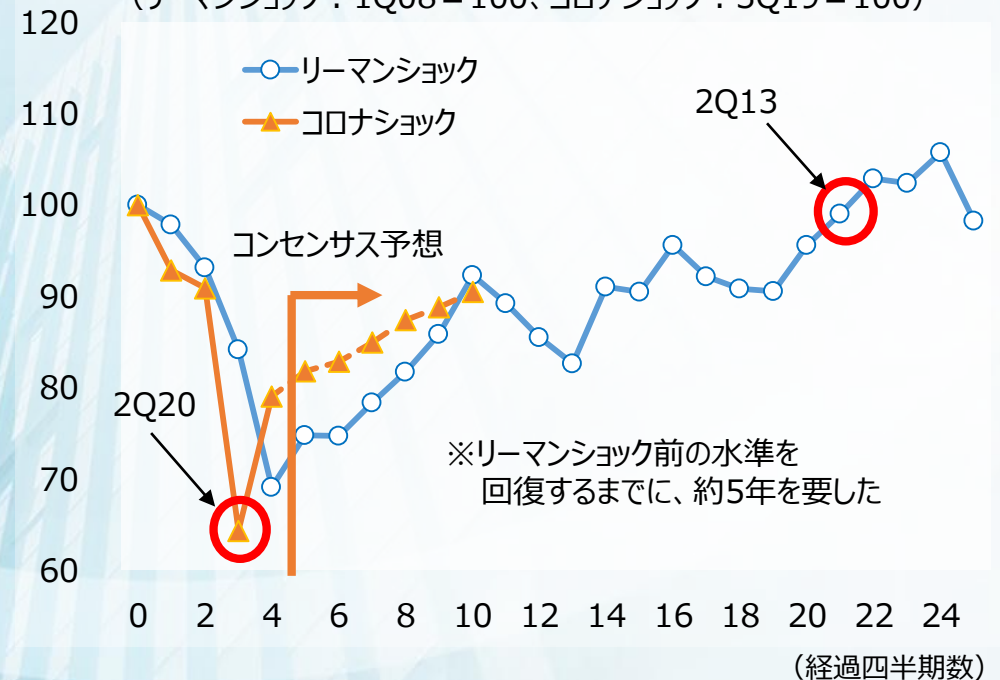
（感染拡大前の20/1を起点とした変化率）



出所：日本銀行

実質GDPの推移（リーマンショック時との比較）

（リーマンショック）2008年1-3月期～2014年4-6月期、
（コロナショック）2019年7-9月期～2022年1-3月期、四半期毎
（リーマンショック：1Q08 = 100、コロナショック：3Q19 = 100）



出所：内閣府、日本経済研究センター

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

日本経済：菅政権下での経済政策

菅政権の経済政策の概要

理念	・アベノミクスの枠組みを継承し、さらに前に進める ・縦割り行政や前例主義、既得権益を打破し、規制緩和に取り組む
金融政策	・2%の物価目標を維持し、雇用・企業存続の面で必要であれば、さらに進める ・常に最大の関心を持って為替レートを注視し、安定に向けて必要な施策を実施
財政・税制	・当面、コロナ危機下で必要に応じて、追加の財政支出で経済を積極的に支援 ・コロナ対策としての消費税率引き下げは検討せず
構造改革・規制緩和	デジタル化の推進と行政改革 ・「デジタル庁」を創設し、行政面でのデジタル化を積極推進 ・IT基本法（2001年）の改正を年内にも検討 ・行政手続きのオンライン化、脱ハンコ、マイナンバーカードの普及 ・オンライン診療・教育の恒久化 地方銀行の合併・再編を推進 ・地方銀行の独占禁止法の適用除外とする特例法を活用し、同一県内の合併を認める 中小企業の再編・競争力強化 ・中小企業基本法で、中小企業を定義する従業員数や資本金の規模を見直す 携帯電話料金の引き下げ ・携帯電話大手3社に対し、大容量プラン等での料金引き下げを要請

注：各種報道資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

(ご参考) 2021年の政治・金融政策イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合	26-27		16-17 (経済見通し)	27-28		15-16 (経済見通し)	27-28	ジャクソン ホール会議	21-22 (経済見通し)		2-3	14-15 (経済見通し)
	政治	・ジョージア州上院 選挙 (1/5) ・次期大統領就任	次期大統領 施政方針演説										
日本	金融政策 決定会合	20-21 (展望レポート)		18-19	26-27 (展望レポート)		17-18	15-16 (展望レポート)		21-22	27-28 (展望レポート)		16-17
	政治		菅首相訪米?	Go To イート期限			Go To トラベル期限	東京オリンピック (7/23-8/8)	東京パラリンピック (8/24-9/5)	菅首相任期	衆院任期		
欧州	金融政策 決定会合	21		11 (経済見通し)	22		10 (経済見通し)	22		9 (経済見通し)	28		16 (経済見通し)
	政治	英国のEU離脱?								ドイツ総選挙			
中国	政治			全人代				共産党創立 100周年					中央経済 工作会議

各種報道資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

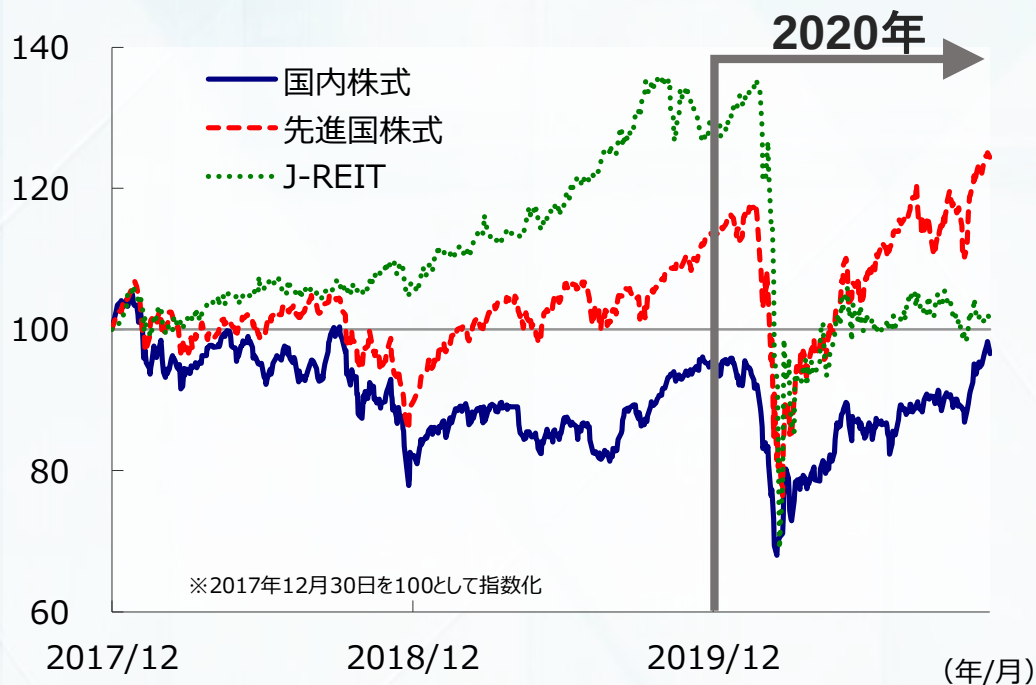
マーケット動向

	国内株式	国内債券	先進国株式	先進国債券	J-REIT	為替	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCI世界指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2019年12月末	1,721.36	390.14	2,399.71	1,085.61	2,145.49	109.56円	122.54円
2020年11月末	1,754.92	387.12	2,631.95	1,193.40	1,687.98	103.89円	124.38円
騰落(変化)率	1.9%	-0.8%	9.7%	9.9%	-21.3%	-5.2%	1.5%

金融市場（各参考指数）の推移（資産別）

2017年12月30日～2020年11月30日

株式市場



債券市場



出所：ブルームバーグ、Refinitiv

2021年のマーケット見通し

対象資産	2021年12月末予想値 (かっこ内は予想レンジ)	コメント	(ご参考) 2020年11月末値
【国内株式】 日経平均株価	28,600円 (23,300円~33,900円)	企業利益の上昇継続を想定し、期待先行で戻した株価の下支え、緩やかな株式市場の上昇を予想。	26,433.62円
【国内債券】 10年国債利回り	0.0% (-0.10%~0.10%)	国内物価の低迷を背景に日銀は緩和的な金融政策を維持、低金利環境の継続を予想。	0.03%
【J-REIT】 東証REIT指数	1,850 (1,675~1,925)	商業・ホテルセクターの回復による上昇を期待。 低金利環境下、利回り面での魅力から注目される可能性。	1687.98
【米国株式】 NYダウ工業株30種	31,960ドル (28,700ドル~35,100ドル)	企業業績の成長に伴い緩やかな上昇を想定。 主要国の金融政策次第で上振れまたは下振れの可能性。	29638.64ドル
【米国債券】 米国10年国債利回り	1.0% (0.7%~1.3%)	米金利は財政収支の悪化や新型コロナワクチンへの期待から上昇圧力。但し、強力な金融政策が講じられており、緩やかな金利上昇にとどまるものと予想。	0.84%
【為替】 米ドル円	103円 (99円~107円)	緩やかな円高米ドル安基調の継続がメインシナリオ。 米景気の早期回復により円安米ドル高の可能性も。	104.01

出所：ブルームバーグ

※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

※上記は将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内株式市場 振り返り

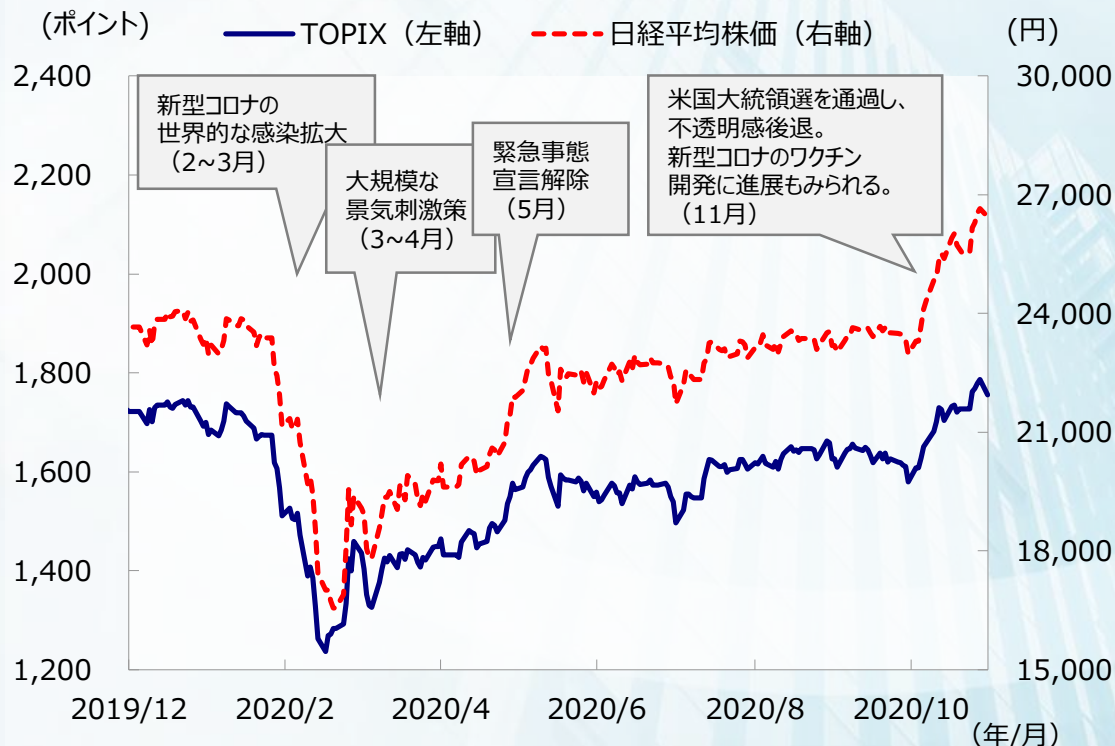
✓ コロナショックにより大幅下落も、年後半は反転上昇。日経平均株価は29年ぶり*の水準で年末を迎える。

* 月末値ベース。1991年4月末値（26,111円）以来。

- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気悪化懸念から、2月以降大幅な下落となりましたが、政府・日本銀行（日銀）による大規模な景気刺激策などを背景に、3月下旬以降、株式市場は反転上昇に転じました。
- リモートワークをはじめとする働き方、過ごし方に大きな変化が生じ、急速にデジタル化が進展するなか、業種としては電気機器銘柄や情報・通信銘柄が上昇した一方、需要低迷が嫌気された業種の銘柄の株価は大きく下落しました。

2020年のTOPIXと日経平均株価の推移

2019年12月30日～2020年11月30日、日次

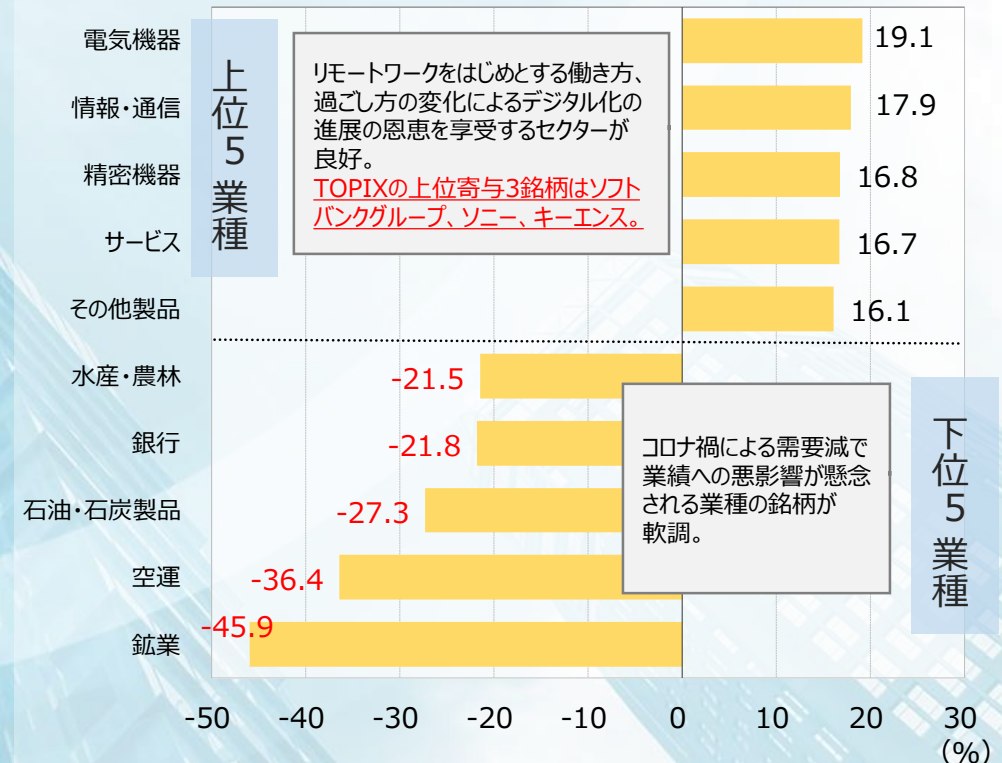


日経平均株価©日本経済新聞社

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。 出所：Refinitiv

2020年の東証33業種別指数のリターン

※上位、下位5業種ずつ表示 2019年12月30日～2020年11月30日



※上記記載の個別銘柄の売買を推奨するものではありません。

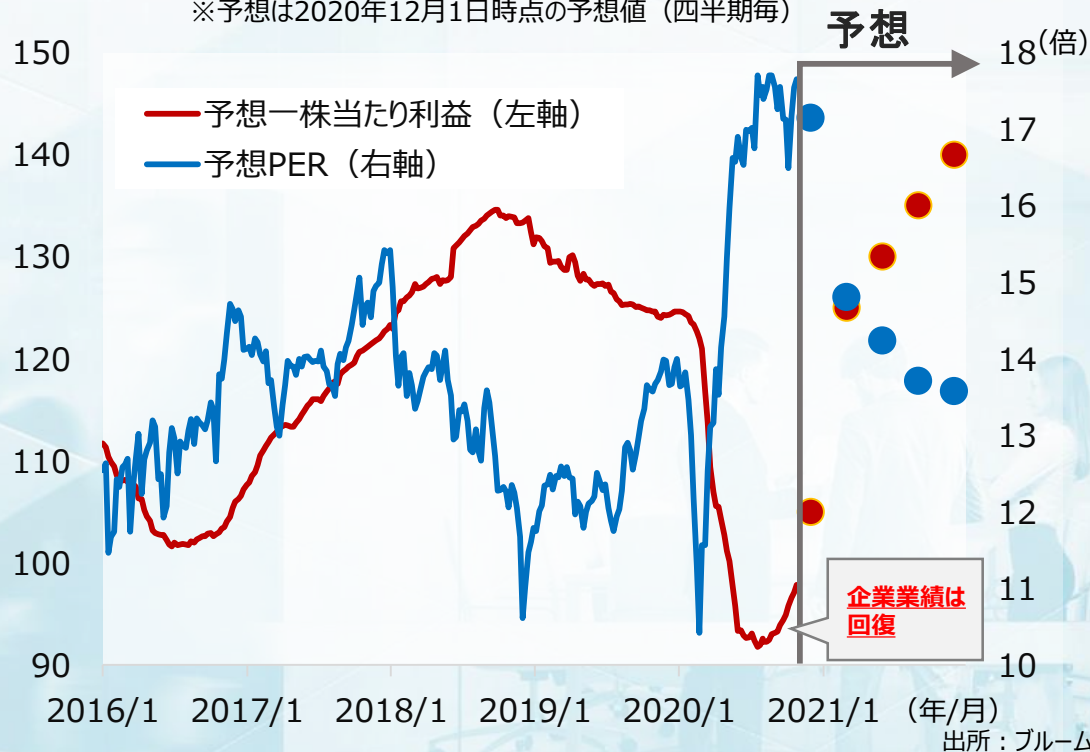
国内株式市場 見通し①

✓ **企業利益の上昇継続を想定し、期待先行で戻した株価の下支え、緩やかな株式市場の上昇を予想。**

- 企業業績面では、**低下基調にあった企業利益（予想一株当たり利益）が反転上昇**しています。
新型コロナの影響が直撃する業種を除けば、企業業績の回復が継続しています。特に業績の回復が見込まれている**景気に敏感な業種を中心として期待先行で戻した株価を下支えし、緩やかな株式市場の上昇を予想**します。
- 経済活動の再開により景気回復が期待されるなかで金融緩和が継続する場合、余剰資金が株式市場に向かうことが想定され、株価の上振れが予想されますが、**逆に金融市場が金融政策の正常化（大規模化した金融緩和政策の縮小）を織り込み始めると株価が下振れするリスクには注意**が必要です。

TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2016年1月27日～2021年12月24日、週次
※実績値は2020年11月20日まで
※予想は2020年12月1日時点の予想値（四半期毎）



TOPIXの推移と弊社予想

2016年1月27日～2021年12月24日、週次
※実績値は2020年11月20日まで
※予想は2020年12月1日時点の予想値（四半期毎）



※PERおよびEPSの予測値（左グラフ）はブルームバーグの予想、TOPIXの予測値（右グラフ）は各月末時点の当社の予想（2020年12月1日時点の予想）。

出所：ブルームバーグ

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

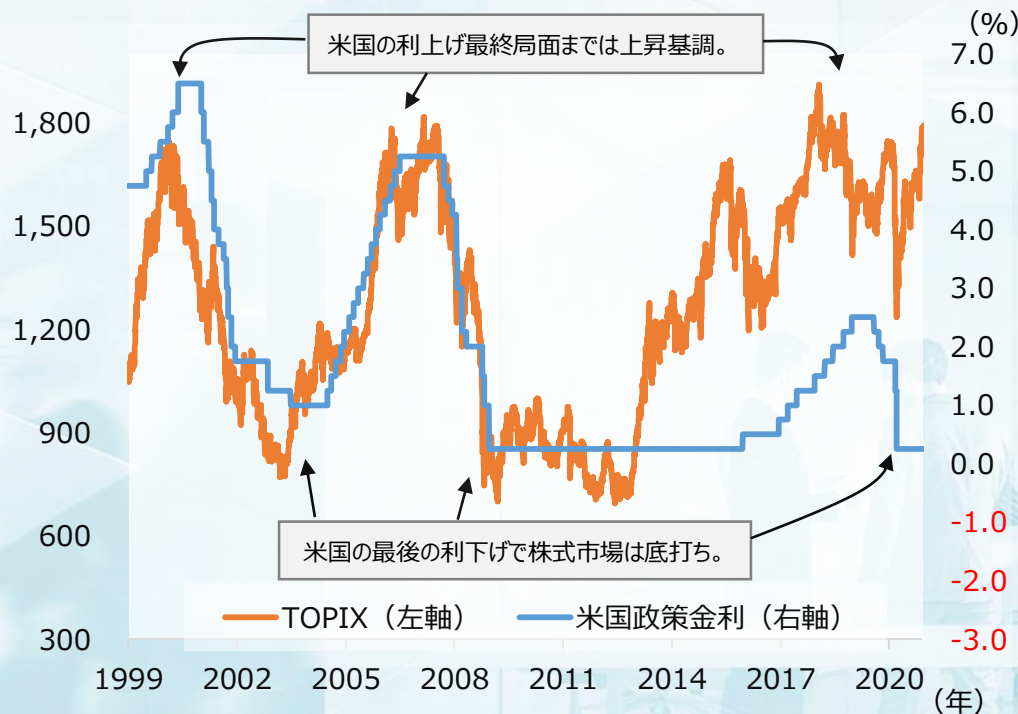
国内株式市場 見通し②（大局観）

✓ 国内株式市場と米国の利上げサイクルの関連性がみられる。一方、為替との連動性低下。

- 国内株式市場は世界経済の景気変動に対する感応度が高い特徴があることから、米国の最後の利上げ（金融引き締め）で下落に転じ、最後の利下げ（金融緩和）で上昇に転じる傾向があります。足元では米国は利下げ一巡したタイミングであり、利上げおよび最後の利上げまではほど遠く、当面、国内株式市場の後押し要因になると考えます。
- 国内株式は、企業業績と米ドル円の関連性が高かったため、TOPIXと米ドル円の相関が高い状態が続いていました。しかし、2017年前後から、円高に対する企業利益の耐久性が高まっており、円高局面でもTOPIXは下がりづらくなっています。足元の緩やかな円高の動きのなか株式市場は堅調に推移しています。

米国政策金利とTOPIXの推移

1999年1月1日～2020年11月30日、日次



米ドル円とTOPIXの推移

2005年1月1日～2020年11月30日、日次



国内債券市場 振り返り

✓ 日本10年国債利回りは、3月に一時的に変動性が高まるも、日銀の追加的な対応により年後半は安定化。

- 日本10年国債利回りは、2020年11月末時点で0.03%となり、2019年末の-0.02%からほぼ同程度の水準となりました。
- 新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に伴う景気悪化懸念から2020年初から3月上旬にかけて国内債券価格は上昇（日本10年国債利回りは低下）しました。3月中旬は金融市場の不安定化により投資家のリスク回避姿勢が急速に強まり、保有資産を売却し現金化を急ぐ動きが活発化し、国内債券も一時的に売られる展開となりました（国債利回りは上昇）。
- 3月に日銀が金融緩和策の強化を講じたほか、4月下旬に年間約80兆円の国債保有残高増加額のめどを撤廃し、買い入れ上限を設定せずに積極的に国債買い入れを進める方針を示すなどの政策を発表したことを受けて、国内債券市場は落ち着きを取り戻し、年末まで安定的に推移しました。

2020年の日本10年国債利回りの推移

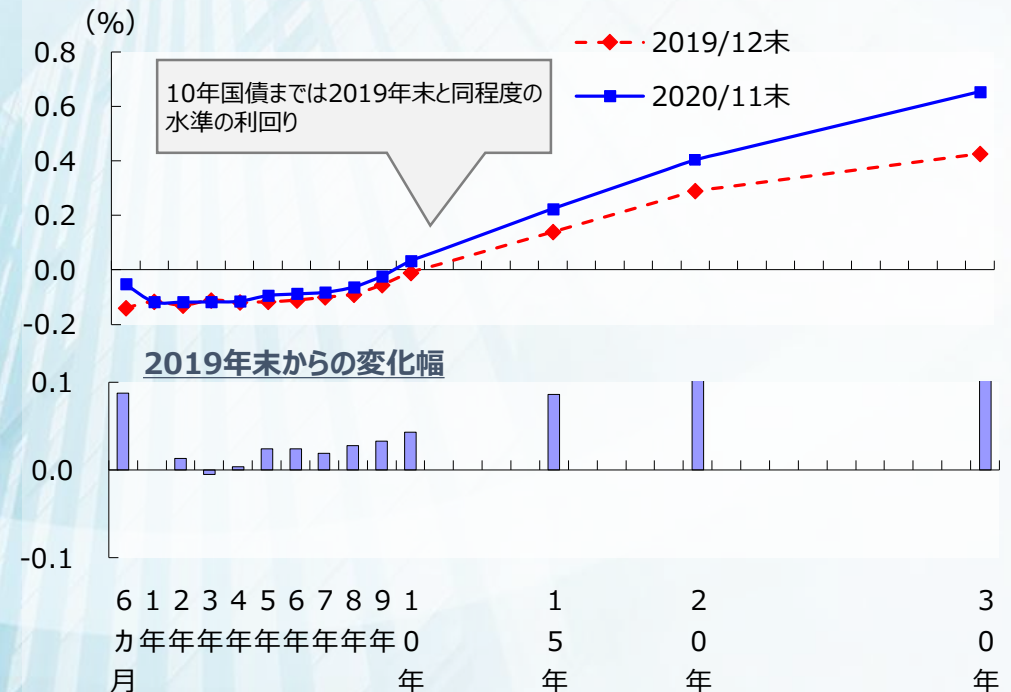
2019年12月30日～2020年11月30日、日次



出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

2020年の日本国債の年限毎の利回り水準変化



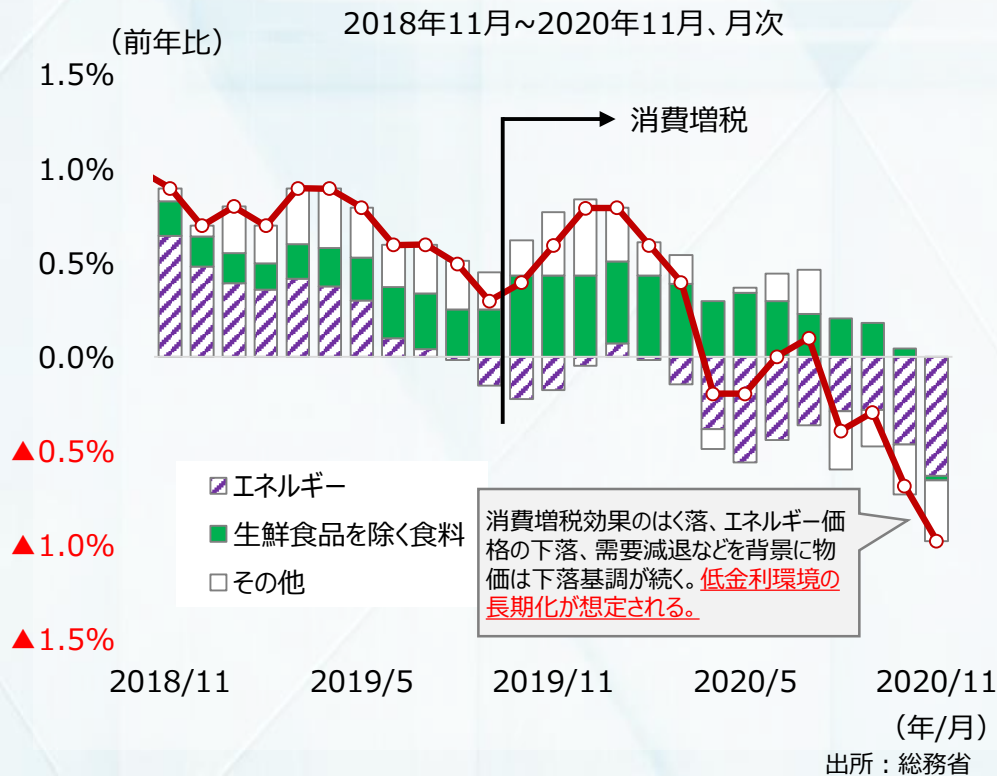
出所：ブルームバーグ

国内債券市場 見通し

✓ 国内物価の低迷を背景に日銀は緩和的な金融政策を維持、低金利環境の継続を予想。

- 新型コロナウイルスワクチン効果による世界経済回復期待が高まりつつある環境下、時間経過とともに国内長期金利には上昇圧力がかかる可能性があります。ただし、携帯電話料金引き下げなどにより国内物価は今後も低迷する可能性が高く、日銀は緩和的な金融政策を維持せざるを得ないことは、長期金利上昇抑制要因として作用するものと思われます。
- また、来年度の国債発行額が想定範囲内に収まる見込みであることに加え、仮にワクチン効果が想定を下回り追加財政政策が発動され国債が増発されるとしても、金利上昇局面では国内金融機関の余剰資金運用ニーズが顕在化するため、金利上昇幅は小幅なものに留まるものと思われます。以上から、国内長期金利は狭いレンジ内で徐々に水準を切り上げる展開を想定します。

生鮮食品を除く消費者物価の推移



新型コロナウイルス感染拡大に係る日銀の対応

	コロナ前	コロナ後
①企業金融支援のための措置	➢ 社債・CPの買入れ (約5.4兆円の残高を維持)	➢ 社債・CPの買入れ拡大 (残高の上限を約20兆円に拡大) ➢ 新型コロナ対応特別オペの導入 (約120兆円の買入れ枠)
②潤沢な資金供給	➢ 国債購入の買入れ (年間約80兆円を目標)	➢ 国債購入の買入れ拡大 (年間約80兆円を目標を撤廃) ➢ 米ドル資金供給オペの拡充
③ETF・J-REITの積極的な買入れ	➢ ETFの買入れ (年間約6兆円) ➢ J-REITの買入れ (年間約900億円)	➢ ETF買入れ拡大 (年間約12兆円) ➢ J-REIT買入れ拡大 (年間約1,800億円)

債券市場の安定化

日本銀行公表資料等をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

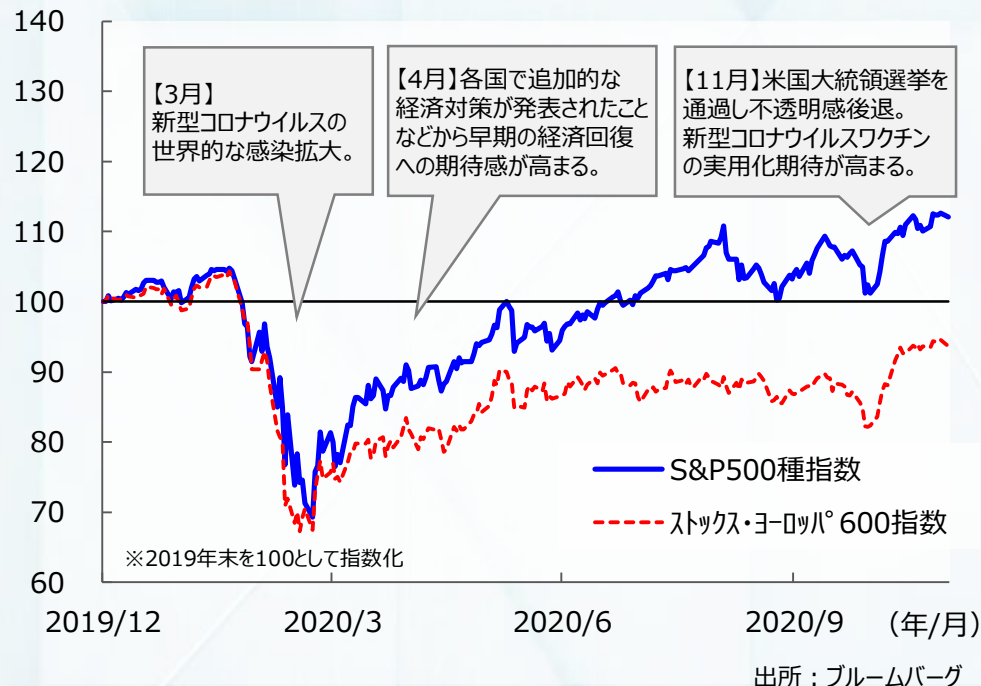
先進国株式市場 振り返り

✓ コロナショック後、各国の政府・中央銀行の積極的な景気刺激策を受け上昇。米国大統領選挙も通過し一段高。

- 新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により主要都市が都市封鎖を講じるなど、実体経済や企業業績が悪化すると懸念から投資家のリスク回避姿勢が急速に強まり、2020年3月に株式市場は大幅に下落しました。
その後、米国や各国政府・中央銀行の大規模な景気刺激策が投資家心理を下支えし、底堅い需要と堅調な決算内容が好感されたハイテク関連銘柄が牽引役となり、株式市場は上昇に転じました。
- 2020年末にかけては、米国大統領選挙を通過し不透明感が後退したことや、欧米の製薬会社が開発中の新型コロナウイルスワクチンの治験で有効な結果が示され、早期の経済正常化への期待が高まったことから主要先進国株式市場は上げ幅を拡大しました。

2020年の米欧の株価指数の推移

2019年12月31日～2020年11月30日、日次



※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

2020年の先進国株式市場の主な上昇銘柄

先進国株式指数（MSCIコクサイ指数）の2019年12月31日から2020年11月30日までの上昇に寄与した上位銘柄

順位	銘柄名	国	年初来リターン (米ドルベース)
1	アップル	米国	63.6%
2	アマゾン・ドット・コム	米国	71.5%
3	マイクロソフト	米国	37.2%
4	テスラ	米国	578.4%
5	エヌビディア	米国	128.1%

業種は異なるものの、いずれも米国のハイテク関連銘柄が上位を占める。

出所：ブルームバーグ

※上記記載の個別銘柄の売買を推奨するものではありません。

先進国株式市場 見通し

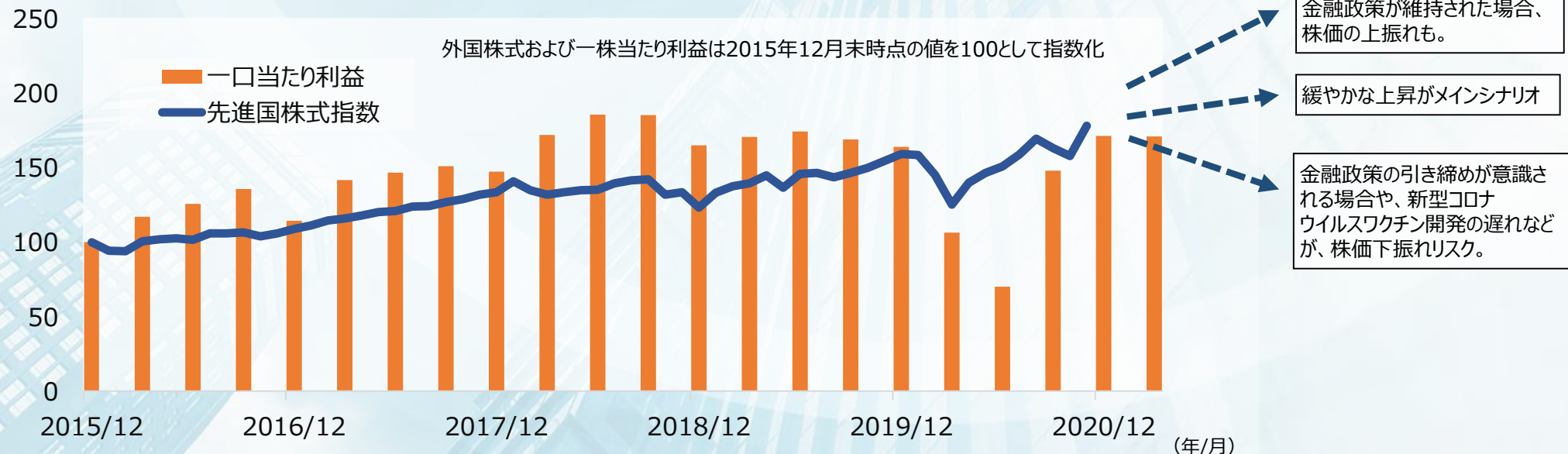
✓ 企業業績の成長に伴い緩やかな上昇を想定。主要国の金融政策次第で上振れまたは下振れの可能性。

- 足元の新型コロナウイルス感染者の増加は懸念されるものの、2021年はワクチン接種が開始され、経済活動は徐々に再開する中、世界経済は緩やかに回復すると予想します。そのような環境下、企業業績は増益基調で推移し、緩和的な金融政策が維持される中、先進国株式市場は上昇する展開を予想します。
また、2020年にコロナを取り巻く不透明感から控えていた配当や自社株買いなどの株主還元の再開もプラス要因になると考えます。
- 株価の上振れリスクとしては、経済が想定以上に速いペースで回復するなかでも緩和的な金融政策が維持された場合、余剰資金がリスク資産に向かい株価の上振れが予想されます。
- 株価の下振れリスクとしては、金融政策が早期に引き締め方向に転じる場合やワクチン接種の遅れなどで、新型コロナの感染者の増加が続き、景気悪化懸念が高まる場合は株価の下振れが予想されます。

先進国株式と一株当たり利益の推移

先進国株式：2015年12月～2020年11月、月次

一株当たり利益：2015年12月末～2021年3月末、四半期毎（2020年12月末・2021年3月末はブルームバークの予測値）



※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

※先進国株式：MSCIコクサイ指数（配当込み、米ドルベース） 一口当たり利益は米ドルベース

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所：ブルームバーク

先進国債券市場 振り返り

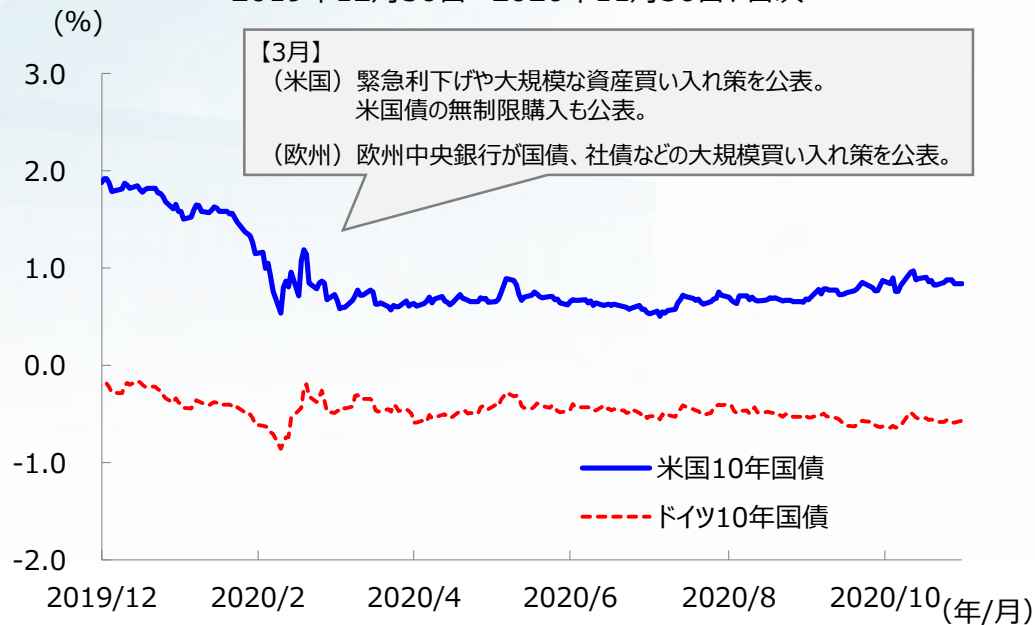
✓ リスク回避の動きや各国・地域中央銀行の積極的な債券買い入れ策を受け債券価格は上昇。

- 2019年末は1.9%だった米国10年国債利回りは、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて金融市場全体にリスク回避姿勢が強まったことから低下しました（債券価格は上昇）。景気悪化懸念に対応して米国が緊急利下げや大規模な資産買い入れ策を公表し、さらに米国債の購入額を無制限としたことなどをを受けて米国債利回りは低水準で推移しました。
- ドイツ10年国債利回りも年間を通じて低水準で推移しました。2020年3月にはECB（欧州中央銀行）が利下げを回避したことをきっかけに、債券利回りが上昇（債券価格は下落）に転じる局面もありましたが、利回り上昇に対応した措置としてPEPP*（パンデミック緊急購入プログラム）を導入すると、ドイツ国債利回りは低下に転じ、その後は緩やかな低下基調で推移しました。

* PEPP：新型コロナウイルスの感染拡大に対応した、新たな臨時の資産購入プログラム。購入対象には従来の資産購入プログラム（国債や社債等）に加え、コマーシャル・ペーパー、格付条件を満たさなかったギリシャ国債も含まれる。12月のECB理事会で、更に購入枠が約230兆円に増額され、期限も2022年3月まで延長されることが決定した。

2020年の米独の10年国債利回りの推移

2019年12月30日～2020年11月30日、日次



出所：ブルームバーグ

主要先進国の政策金利の推移

2017年1月1日～2020年11月30日、日次



米国：FF金利誘導目標 欧州：主要リファイナンス・オペ金利
豪州：RBA Cash Rate Target 日本：当座預金残高の政策金利

出所：ブルームバーグ

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

先進国債券市場 見通し

- ✓ 米独金利はいずれも経済対策や新型コロナワクチンへの期待から上昇圧力。
但し、強力な金融政策が講じられており、緩やかな金利上昇にとどまるものと予想。

● 米国金利

新型コロナウイルスの感染再拡大懸念はくすぶるものの、バイデン政権下の追加財政政策やワクチン開発への期待感の高まりなどもある中で、2021年は米国長期金利に上昇圧力がかかるものと見込まれます。

但し、FRBが引き続き強力な緩和策を講じている環境下では、急激な金利上昇は見込み難く、緩やかな金利上昇にとどまるものと予想します。新型コロナウイルス感染再拡大懸念が後退し、景気回復が堅調に進んだ場合、FRBによる利上げ期待の高まりなどから金利上昇が進む可能性があります。ワクチン開発の遅れや追加財政刺激策の頓挫により景気回復期待が後退した場合には金利低下が想定されます。

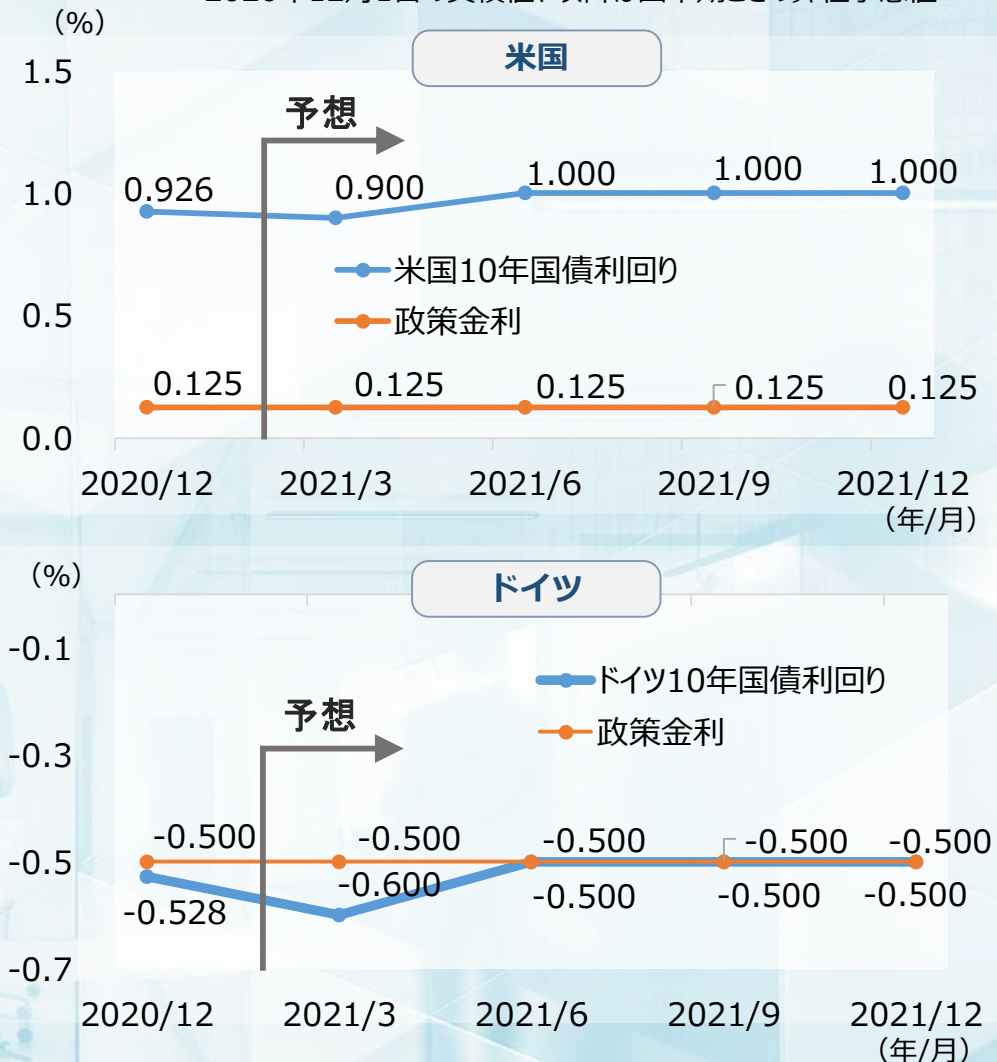
● ドイツ金利

新型コロナウイルスの感染再拡大懸念はくすぶるものの、経済対策等が講じられている中で、2021年はドイツ長期金利に上昇圧力がかかるものと見込まれます。

但し、ECBがFRB同様強力な緩和策を講じていることから、急激な金利上昇は見込み難く、緩やかな金利上昇にとどまるものと予想します。ラガルド総裁が資産買入枠を必ずしもすべて使い切らない旨に言及していることを踏まえると、新型コロナウイルス感染再拡大懸念が後退し、景気回復が堅調に進んだ場合にはECBの資産買入ペースの鈍化に伴い金利上昇が進むと見込まれます。他方、ワクチン開発の遅れなどにより景気回復期待が後退した場合にはECBの資産買入が加速し、金利低下が進むと想定されます。

米国、ドイツの国債利回り、政策金利見通し

2020年12月1日の実績値、以降は四半期ごとの弊社予想値



※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

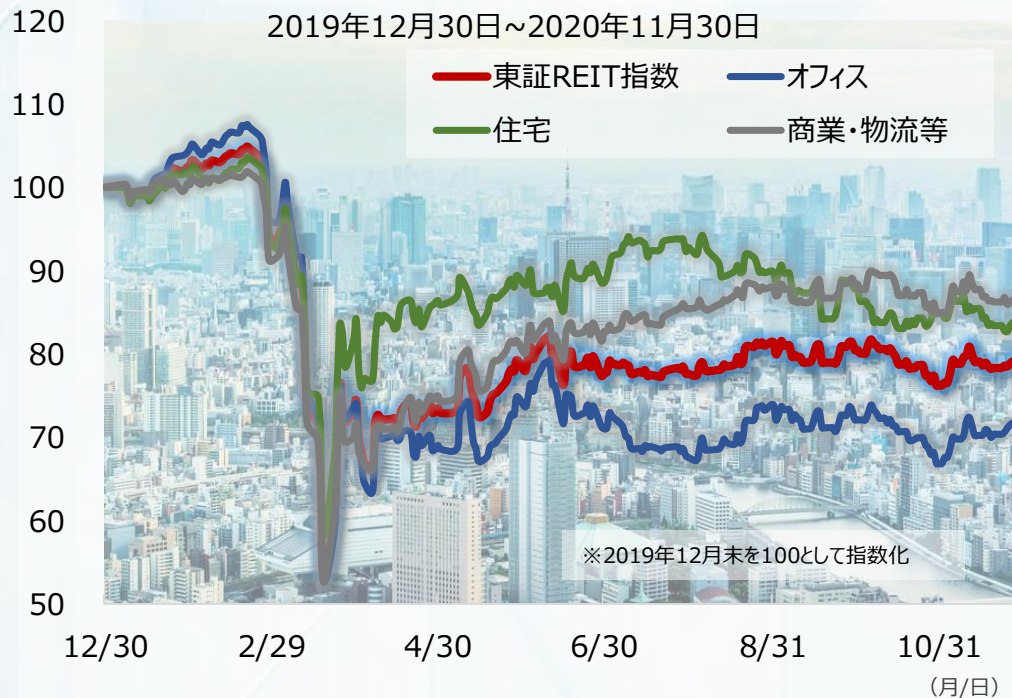
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

J-REIT市場 振り返り

✓ 新型コロナウイルスの感染拡大により業績への影響が懸念され、オフィスやホテル、商業施設など保有銘柄が下落。

- 年初は長期金利の低下などを支えに堅調に推移していたものの、2020年2月以降、新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大し、日本でも緊急事態宣言が発令されるなど先行きの不確実性が高まりました。こうした環境下、ホテルや商業施設、J-REITの保有比率の高いオフィスビルを中心に保有物件の賃料減少懸念が強まり、3月下旬にかけてJ-REIT市場は大幅に下落しました。
- その後は世界各国が財政・金融政策による景気下支えを図る姿勢を示したことや、政府による観光支援策の開始や経済活動の再開を受けてREITの業績回復期待が高まったこと、2020年8月にはグローバル株式指数に組み入れられるJ-REIT銘柄が公表されたことにより需給環境の好転期待が高まったことなどから概ね堅調に推移しました。10月以降は、一部の大手REITの大型公募増資により市場の需給悪化懸念が強まったことや、米国の長期金利が上昇したことなどから上値の重い展開となりました。

東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移



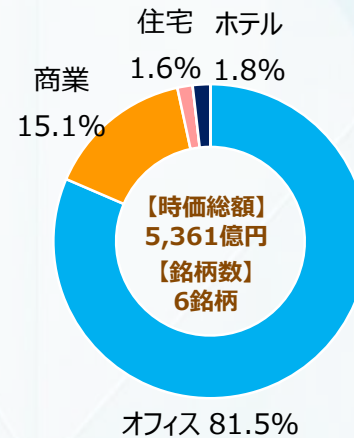
* 東証REIT商業・物流等指数の構成銘柄は、「商業・店舗」、「物流」、「ホテル」、「ヘルスケア」等を主たる運用不動産とするREITです。

出所：ブルームバーグ

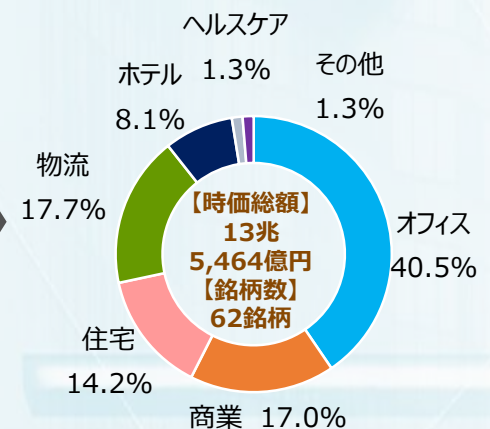
※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

J-REITの保有物件構成（取得価格ベース）と
J-REIT市場の時価総額・上場銘柄数

2003年3月末
(東証REIT指数の算出開始時点)



2020年11月末



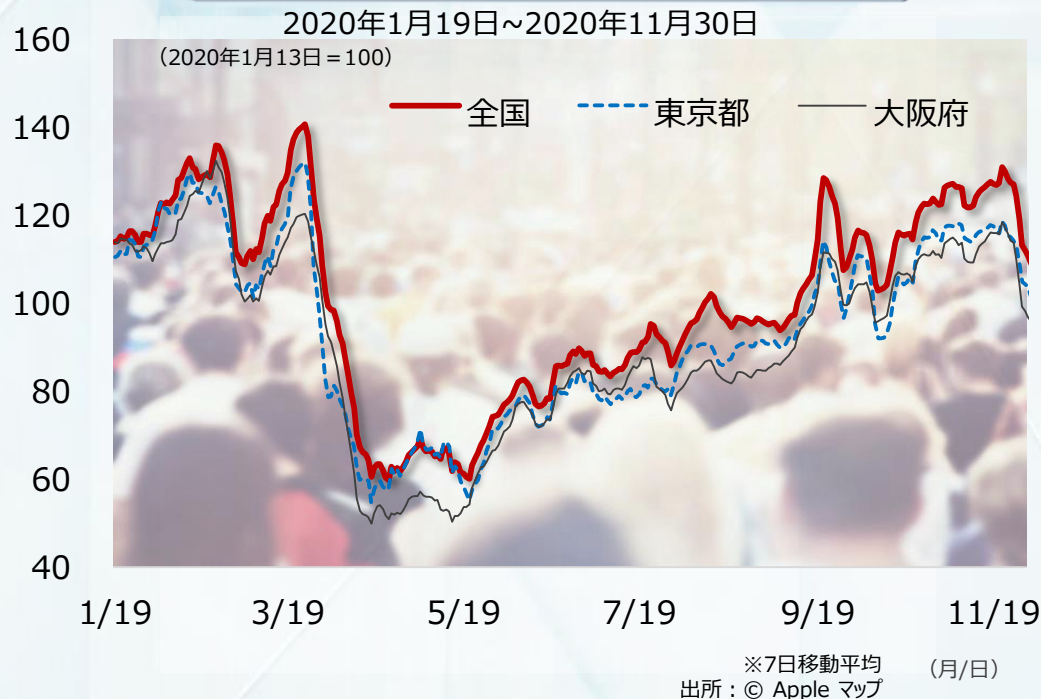
出所：一般社団法人不動産証券化協会

J-REIT市場 見通し①

✓ 商業・ホテルセクターの回復を期待。オフィスセクターはJ-REIT保有物件については市況全体ほど悪くないと見る。

- 2021年は、2020年に大きく売り込まれたホテルや商業セクターのリバーサルにけん引された回復を想定しています。ホテルや商業施設セクターの各社決算では、コロナ禍による悪影響が想定よりも小さく、懸念の多くは織り込まれていると見ています。ワクチン普及や経済正常化への道筋がより明確になれば、同セクターが回復しJ-REIT市場全体の回復をけん引していく展開を想定しています。
- オフィスについては、東京ビジネス圏の空室率が上昇し、新規募集賃料が下落傾向にある一方で、J-REITが保有する物件の多くは、市場の平均的な賃料水準を下回っており、足元でも賃料の増額改定が実施されています。稼働率についても、先行きについて大幅な悪化は見込まれておらず、今後もJ-REITが保有するオフィス物件を巡る環境は、市況全体ほど悪くないと見ています。また、2021年～2022年の大規模オフィスビルの供給は2020年から急減する見通しであり、オフィス市況の需給が大きく崩れる懸念も小さいと見ています。

アップルマップ検索数による人の移動量（徒歩）



※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

オフィス特化型REITの物件稼働率・賃料等

	賃料 改定	稼働率		市場 ウェイト*
		直近	予想	
日本ビル ファンド	増額	99.4%	98.0% (2021.6期)	7.1%
ジャパンリアル エステイト	増額	99.0%	98.1% (2021.3期)	5.9%
ケネディクス・ オフィス	増額	98.1%	98.0% (2021.4期)	2.3%

稼働率は引き続き高い水準が見込まれている

*市場ウェイト：2020年11月末時点の東証REIT指数における構成比

※一般社団法人不動産証券化協会における分類において、特化型かつ運用対象に「オフィス」が含まれるJ-REITのうち、2020年11月末の時価総額上位3銘柄を対象としています。

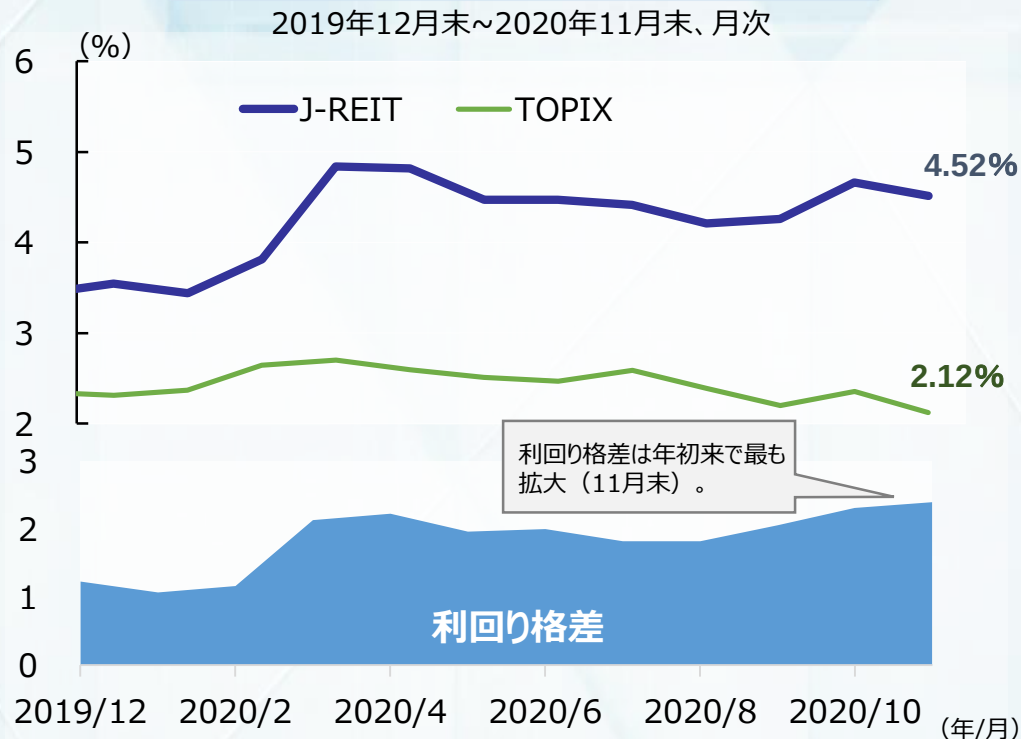
※市場ウェイト以外のデータは以下時点における2020年の各社決算発表データを基に作成しています。【日本ビルファンド】6月期、【ジャパンリアルエステイト】9月期、【ケネディクス・オフィス】10月期出所：各社決算発表資料、ブルームバーグ、一般社団法人不動産証券化協会より東京海上アセットマネジメント作成

J-REIT市場 見通し②

✓ 物流、賃貸住宅セクターは安定。J-REIT全体は、低金利環境下、利回り面での魅力から注目される可能性も。

- 電子商取引が拡大し先進的物流施設へのニーズが旺盛な物流セクターや、稼働率が安定している賃貸住宅セクターは業績面での下振れリスクは小さいと考えます。
- 長期的なJ-REITのパフォーマンスを確認すると、インカム（分配金）収入がJ-REITのパフォーマンスに大きく寄与しています。利回りは日本株式の配当利回りと比較して高まっており、円建てで相応の高い利回りが期待できる数少ない資産です。低金利環境が当面続くと見られる現在の環境下で、利回り面での魅力から注目される可能性が高い資産と考えます。
- リスク要因としては、新型コロナウイルスワクチンの普及の遅れなどによる流行の長期化と経済活動の停滞、短期的な金利の急上昇、2023年以降の大規模オフィスの供給増による不動産市況の悪化リスクなどに注視が必要と考えます。

東証REIT指数とTOPIXの配当利回りの推移



※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ

東証REIT指数の累積収益率の推移



※「累積総合収益」は、「累積配当収益」と「累積価格変動」に分解され、各要素は、東証REIT指数算出開始の2003年3月末を起点に、配当収益と価格変動に分解し、それぞれを月次ベースで累積したものです。各要素を算出するにあたり、複数期間において累積する過程で差異が生じるため、「累積配当収益」と「累積価格変動」の和は、「トータル・リターン」にはなりません。

出所：ブルームバーグ

為替市場（米ドル円） 振り返り

✓ 105～110円程度で推移していた米ドル円は、年末にかけて105円を下回る傾向。

- 2018年以降の米ドル円は、一時的に102円台まで円高が進行したコロナショックを除けば、概ね105円台から110円台前半のレンジで推移していました。
- しかし、2020年10月以降、FRBがゼロ金利政策を当面維持する方針を示したことや、米国財政赤字の急拡大などから米ドル安が進行し、年末にかけて、これまでのレンジの下限である105円を下回りました。

米ドル円の推移

2018年1月2日～2020年12月4日、日次

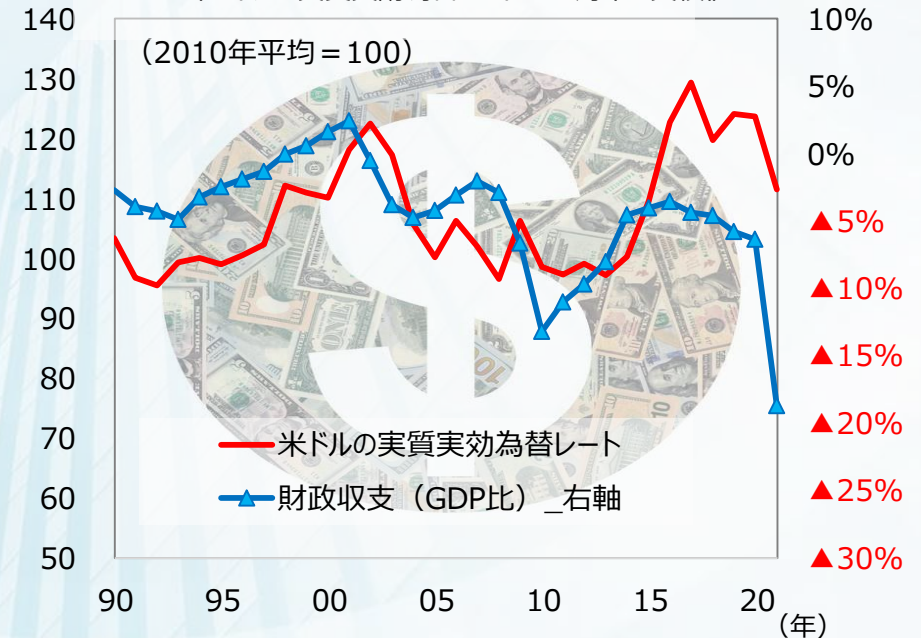
(円／米ドル)



米ドルの実質実効為替レートと米国財政収支

1990年～2020年、年次

※2020年のドルの実質実効為替レートは10月末の実績値



《実質実効為替レート》主要通貨に対する相対的な値動きを、各国・地域との貿易量、物価水準の相対的な差などをもとに加重平均して求めたもの

出所：ブルームバーグ、IMF

注：2020年の財政収支（対GDP比）はIMFの見通し

※上記グラフは過去の実績であり、将来の動向等を示唆・保証するものではありません。

為替市場（米ドル円）見通し

✓ 緩やかな円高米ドル安基調の継続がメインシナリオ。米景気の早期回復により円安米ドル高の可能性も。

- 2021年も緩やかな円高ドル安基調が継続すると考えています。物価変動等を考慮した実質実効為替レートでみると、両者に乖離が生じており、先行きは円高米ドル安が進行し、両者の乖離が縮小に向かう材料（円高米ドル安要因）が存在します（円高米ドル安要因）。
- ただし、米景気の早期回復によりFRBの量的緩和が縮小するとの観測が高まれば、円安米ドル高が進行する可能性もあるとみています。

実質実効為替レートの推移

2000年1月～2020年10月、月次



出所：BIS（国際決済銀行）、FRB（米連邦準備制度理事会）（年/月）
注：円は2020年10月までの実績値

為替の主な決定要因の現状認識

円高米ドル安要因

対外証券投資の減退

世界的な金利低下を背景に、円売り・外貨調達を伴う対外証券投資が減少する。

日米間のインフレ格差の拡大

物価上昇圧力が高まっている米国の通貨が下落しやすくなる。

米国の財政赤字の急拡大

大規模な財政対策に伴う米国の財政赤字の急拡大は、米ドルの信認低下をもたらす。

円安米ドル高要因

米国景気の状態

米国景気が早期回復し、FRBの量的緩和が縮小するとの観測が高まれば、米金利上昇、米ドル買い要因に。

・・・など

※上記は東京海上アセットマネジメントの2020年12月1日時点の予想です。
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

TOPIXは東京証券取引所が発表している東証市場第一部全銘柄の動きを捉える株価指数です。TOPIXの指数値および商標は、東京証券取引所の知的財産であり、TOPIXに関するすべての権利およびノウハウは東京証券取引所が有します。東京証券取引所は、TOPIXの指数値の算出もしくは公表の方法の変更、公表の停止、TOPIXの商標の変更、使用の停止を行う場合があります。

NOMURA-BPI（総合）

NOMURA-BPI（総合）は、野村證券が公表する日本の公募債券流通市場全体の動向を的確に表す代表的な指標です。NOMURA-BPIは、野村證券の知的財産です。

MSCIコクサイ指数（米ドルベース）

MSCIコクサイ指数（米ドルベース）とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス（除く日本、米ドルベース）

FTSE世界国債インデックス（除く日本、米ドルベース）は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）に上場しているREIT全銘柄の動きを捉える指数で、基準日（＝2003年3月31日）の時価総額を1,000として算出され、東証に上場しているREIT全銘柄に投資した場合の投資成果（市場における価格の変動。「配当込み」の場合には市場における価格の変動と分配金の受け取りを合わせた投資成果）を表します。なお、東証REIT指数は東証の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウ及び東証REIT指数の商標又は標章に関するすべての権利は、東証が有しています。

S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシズ エルエルシーに帰属します。

ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

投資信託に係るリスク・費用、ご留意事項について

【投資信託に係るリスクについて】

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

【投資信託に係る費用について】

- 購入時に直接ご負担いただく費用……………購入時手数料 上限 3.3%（税込）
- 換金時に直接ご負担いただく費用……………信託財産留保額 上限 0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用……………信託報酬 上限 年率 2.035%（税込）

※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。

- その他の費用・手数料……………監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

【ご留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。