

Market report

経済、金融市場の 動向と見通し



2021年7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。■当資料で使用している表・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

- ◆ 日米欧の景気は、各国で打ち出された大規模な経済対策や金融政策面でのサポートが貢献し、新型コロナウイルスの感染拡大前の水準を回復しつつあります。
- ◆ 今後も、米国の追加経済対策の効果やワクチン接種の進展、経済活動の本格再開により、日米欧の景気は底堅く推移すると予想します。



米欧中銀の金融政策

- ◆ 足元の景気の底入れ感が鮮明となったことなどから、米国では金融政策正常化開始が視野に入りました。ユーロ圏でも、今後の景気・物価動向では正常化に向けた議論が開始される可能性があるとしています。
- ◆ 一方、日本ではワクチン接種の相対的な遅れなどから経済環境の改善には時間を要すると見られることから、米欧との金融政策姿勢との間に格差が生まれる可能性があります。



金融市場

- ◆ 経済環境の改善が進む中で、株式市場では主に政策面でのサポートを支えに株価が大きく回復してきましたが、今後は企業業績の回復に沿った株価の上昇がメインシナリオになるとみています。
- ◆ 米国や欧州では景気の回復とともに金融政策の正常化を織り込む展開に移行しつつあり、金利に上昇圧力がかかりやすい展開を想定しています。一方、日本では物価の低迷を背景に、引き続き金融緩和政策を継続せざるを得ない状況が続くとみられます。
- ◆ 米国と日本の金融政策にかい離がみられる中で、為替相場では円安米ドル高が進む展開を予想します。



※上記は東京海上アセットマネジメントの2021年7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。

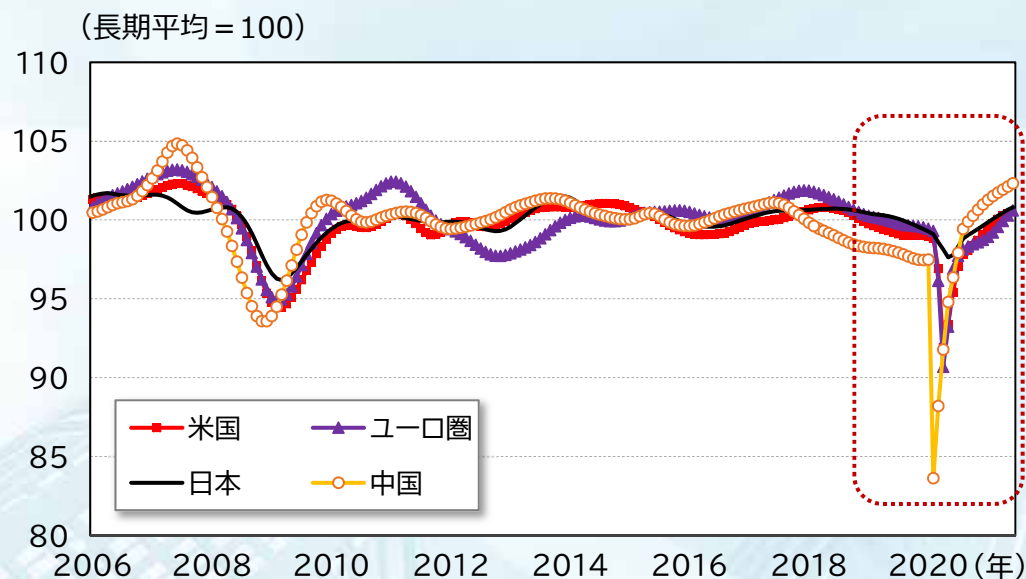
主要国・地域の経済動向

✓ 主要国・地域の景気先行指標は回復基調

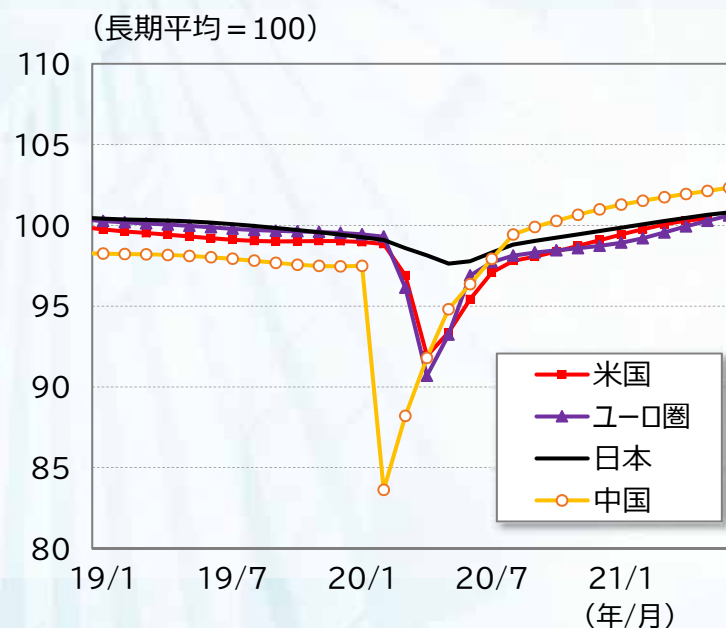
- ◆ 景気循環の転換点を早期に捉えるとされるOECD景気先行指数(米国、ユーロ圏、日本、中国)をみると、2017年後半から2018年前半にかけて徐々に勢いを失い、2020年前半には新型コロナウイルスの感染拡大の影響から大きく下落しました。
- ◆ その後同指数は上昇し、足元では新型コロナウイルス流行前の水準を回復しています。

OECD景気先行指数の推移

2006年1月～2021年6月、月次



2019年1月～2021年6月、月次



出所: OECD

【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。

※上記は過去の実績であり、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。

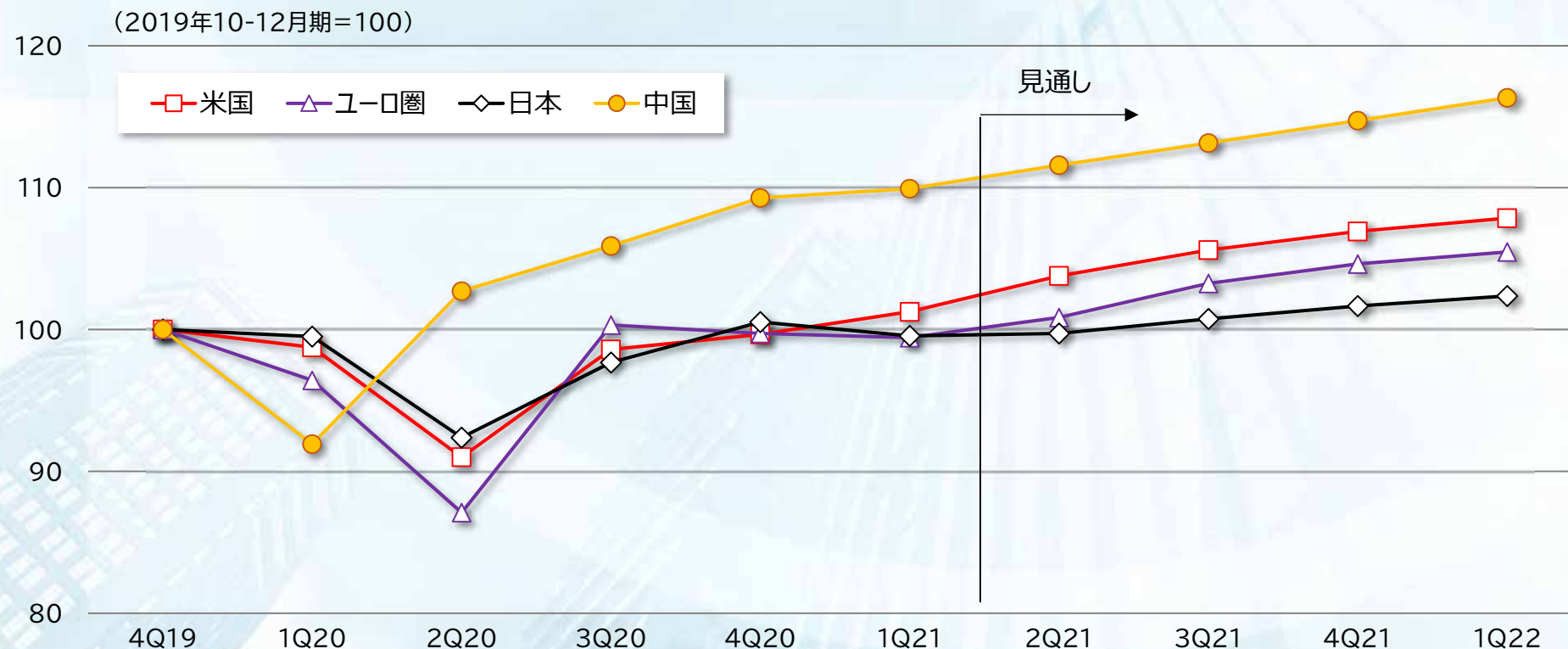
主要国・地域の実質GDP(コンセンサス)

✓ 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の予想コンセンサスによると、日米欧は新型コロナウイルス流行前の水準をほぼ回復し、今後もプラス成長が続くと予想されています。
- ◆ 中国についても、2020年4-6月期にV字回復した後、安定した成長を続けています。

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～2022年1-3月期、四半期



※新型コロナウイルス流行前の2019年10-12月期を100として算出。予測値はブルームバークコンセンサスを使用。

出所:ブルームバーク

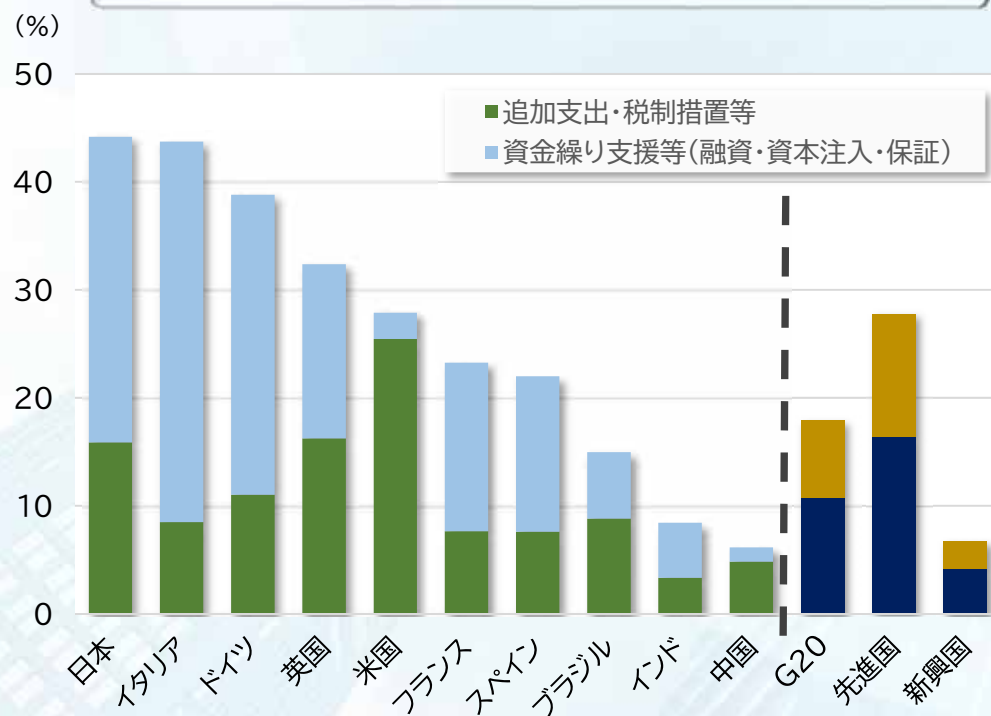
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

グローバルな政策対応の動向

✓ 大規模な財政出動・金融支援と当局の姿勢が景気的大幅な悪化防止に貢献

- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大を受け、世界各国では現金給付や企業の資金繰り支援、中央銀行による金融緩和の強化など、大規模かつ迅速な経済対策が発表・実施されました。こうした支援策が貢献し、世界経済は大幅な落ち込みを回避しました。
- ◆ 今後はワクチン接種の進展や経済再開に伴って景気が一段と回復色を強めるなかで、危機対応として実施された景気刺激策（特に金融政策）を、景気に配慮しながらいかに正常化させていくかに注目が集まります。

各国・地域の新型コロナ経済対策（2020年の名目GDP比）



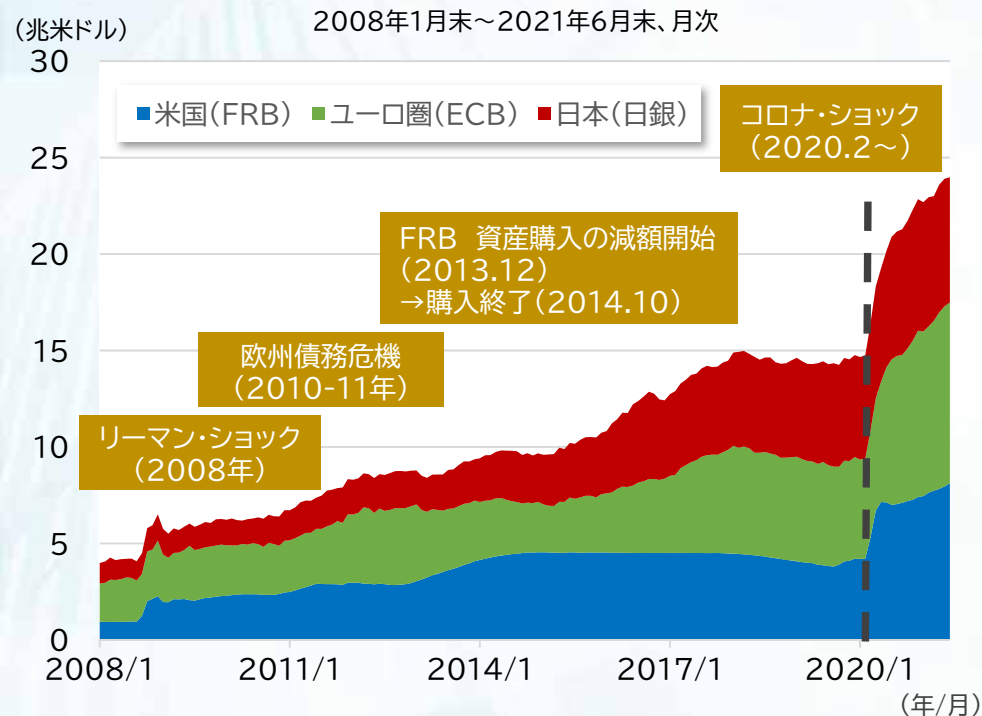
※各国政策当局とIMF(国際通貨基金)による試算。対象は、新型コロナウイルスの感染拡大対策として2020年、2021年以降に実施、または実施予定の経済対策。

※G20:主要20か国・地域

出所:IMF(国際通貨基金)「財政モニター(2021年4月)」より東京海上アセットマネジメント作成

※上記は過去の実績であり、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・ユーロ圏・日本の中央銀行総資産規模(米ドルベース)



※FRB:米連邦準備制度理事会、ECB:欧州中央銀行

※ユーロ圏、日銀の総資産は各月末に近い公表日のデータを使用。(ユーロ圏、日銀は各月末の為替レートで米ドル換算)

出所:ブルームバーグ

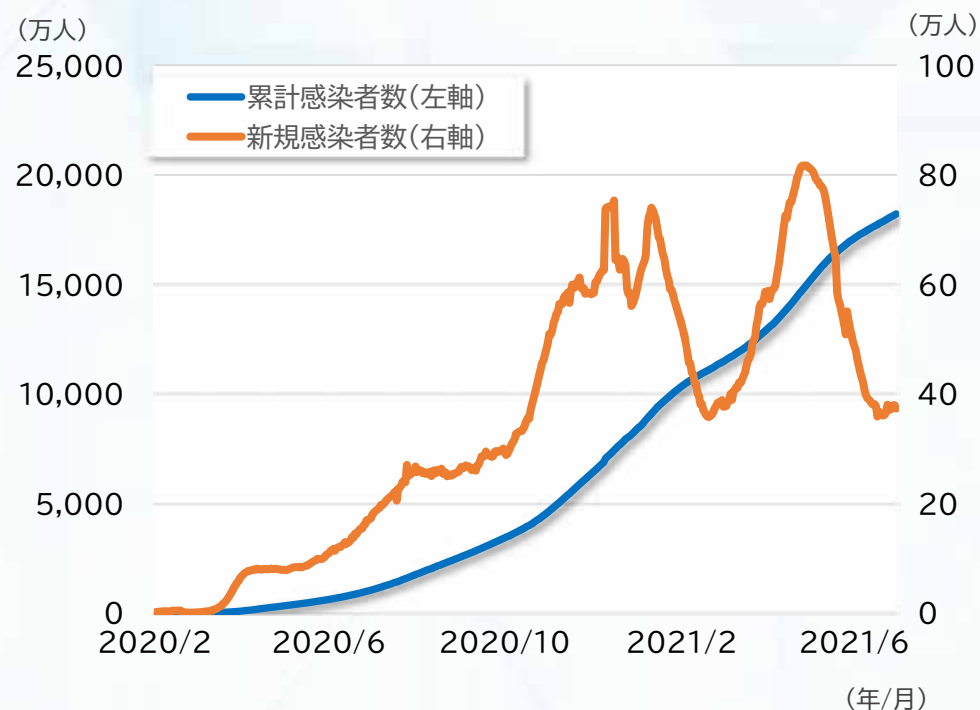
新型コロナウイルスを取り巻く環境

✓ ワクチンの接種率向上を受け更なる感染抑制と経済活動の本格的な再開への期待高まる

- ◆ 新型コロナウイルスの感染者数は依然として増加が続いているものの、足元では増加ペースが鈍化しています。また、特に先進国ではワクチンの接種率が上昇傾向にあり、世界的な感染抑制への期待が高まっています。
- ◆ 感染者数の減少やワクチン接種の進展を受け、各国では経済再開への期待が高まる一方で、最近では感染力の強い変異種が確認されるなど、依然として警戒感も残る状況となっています。

世界の感染者数 (累計および新規) の推移 (7日移動平均)

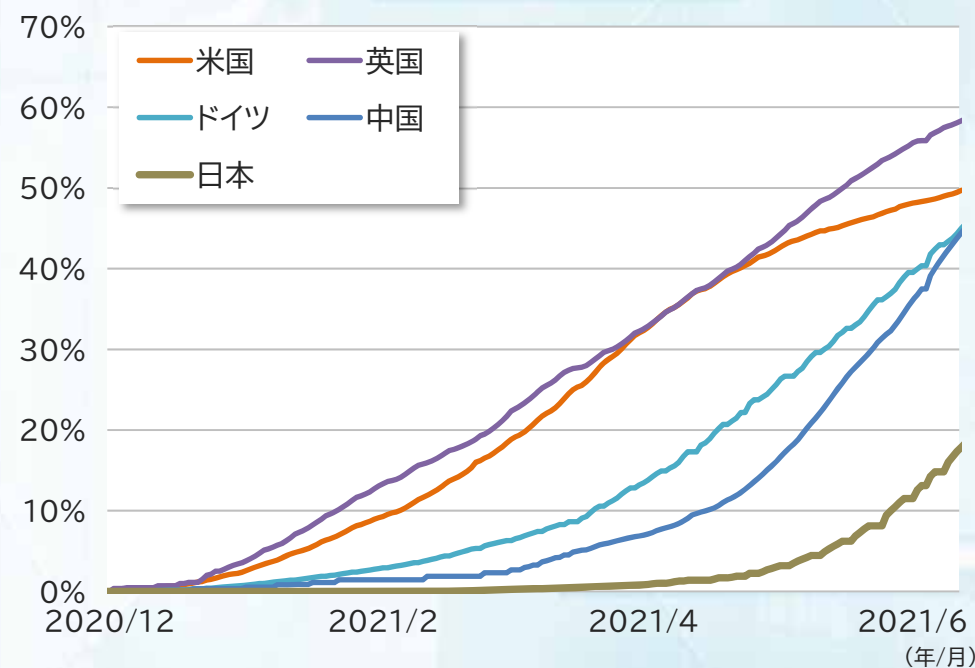
2020年2月1日～2021年6月30日、日次



出所:ブルームバーグ

主な国のワクチン接種率の推移 (累計接種回数/人口の2倍)

2020年12月20日～2021年6月30日、日次



出所:ブルームバーグ

※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。

※上記は過去の実績であり、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

✓ 感染抑制・経済再開の進展とともに雇用環境の改善は今後着実に進む見通し

- ◆ 新型コロナウイルスの感染再拡大による警戒感の高まりや2020年11月に導入された経済活動を一部制限する措置を受け、雇用の回復は緩慢なペースで進行しています。
- ◆ 足元の鈍化傾向は、感染への警戒感に加え、託児所・学校閉鎖の影響、失業保険の上乗せ給付などの一時的要因が制約になっていると見られ、こうした要因が解消に向かうことで、雇用環境も徐々に改善を続けていくと考えます。

非農業部門雇用者数と失業率の推移

2017年1月～2021年6月、月次



※雇用者数、失業率は季節調整値

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～2021年6月25日、週次



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。

米国経済の動向②

✓ 景気と物価～先行きの見通しは明るい一方で、インフレの動向が今後の注目点

- ◆ 企業の景況感を示すISM製造業景況感指数は2021年3月に約37年ぶりの高水準を記録するなど、先行きの景気回復への自信はより強まっていることがうかがえます。
- ◆ 一方、需要の急速な回復に対し、商品の供給不足や原材料価格の上昇が加わり、消費者物価の上昇が加速しています。足元のインフレ率の高さは、前年同月との比較により足元の物価が大きく上昇している面(ベース効果)もあり、短期的にはピークアウトする可能性が高いと見ていますが、ピークアウト後のインフレ率の水準が高止まりするリスクには依然注意が必要と考えます。

ISM製造業景況感指数の推移

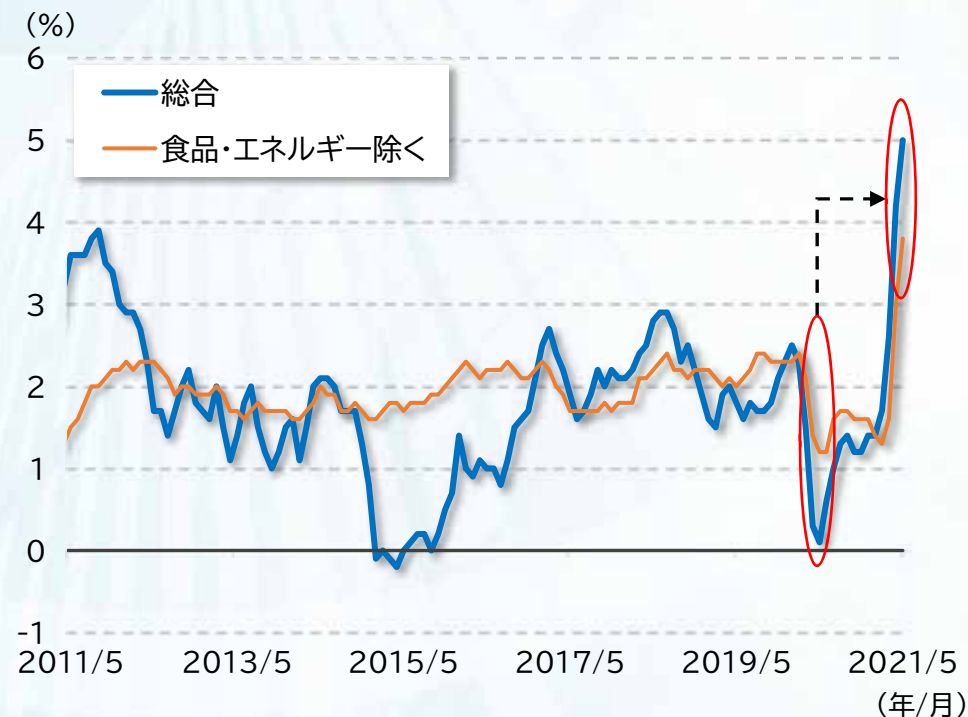
2011年5月～2021年5月、月次



出所:ブルームバーグ

消費者物価指数 (前年同月比)

2011年5月～2021年5月、月次



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。

米国の金融政策

✓ FRBは利上げ時期の前倒しを示唆するも、緩和的な金融政策が当面継続する見通し

- ◆ FRB(米連邦準備制度理事会)は、雇用の最大化や物価の安定が十分に達成される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が、足元の景気回復を受け、政策の修正タイミングに注目が集まっています。
- ◆ 2021年6月に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)では、遅くとも2023年末までの利上げを見込むFRBメンバーが増えたことで、市場では利上げが前倒しされると思惑が広がりました。また、テーパリング(資産購入の段階的縮小)についても議論が開始されることが明らかとなりましたが、景気への配慮から政策の正常化は慎重に行われると見ています。

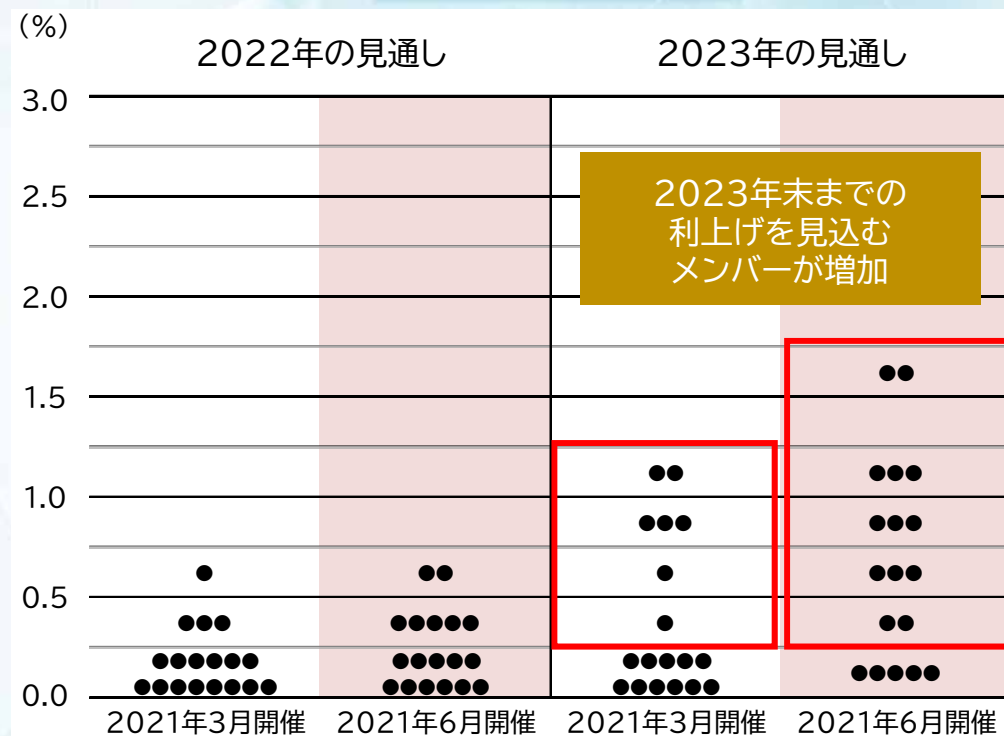
FRBのバランスシート(資産残高)及び政策金利の推移

2014年1月8日～2021年6月30日、週次



出所:ブルームバーグ

FRBメンバーの政策金利見通し



出所:FRB、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。

米国の財政政策

✓ 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は、インフラ投資を含む大規模な財政政策を掲げています。
- ◆ コロナウイルス感染防止対策として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、今後バイデン氏が掲げる政策が実行された場合、財政収支は一段と悪化することが予想されます。また、財源確保のための増税も検討されており、今後は財政規律や利害関係の面で議会での合意形成が難航する可能性もあります。

バイデン氏が掲げる主な政策

	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	・環境関連インフラに今後8年間で2兆米ドル超を投資。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2050年までにゼロ ・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

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」)

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。

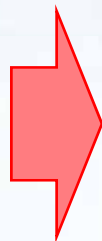
バイデン新政権下における金融市場の動向

✓ 大規模な財政政策は株高、金利上昇、米ドル安要因に

- ◆ 米国ではバイデン新政権下において、インフラ投資をはじめとする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。
- ◆ 一方、財政収支の悪化が意識され、金融政策方針との組み合わせによっては、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圧力の要因となる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

- 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(最低賃金引き上げ)
- 教育(育児・幼児教育への投資)



ネガティブなセクター

- 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。

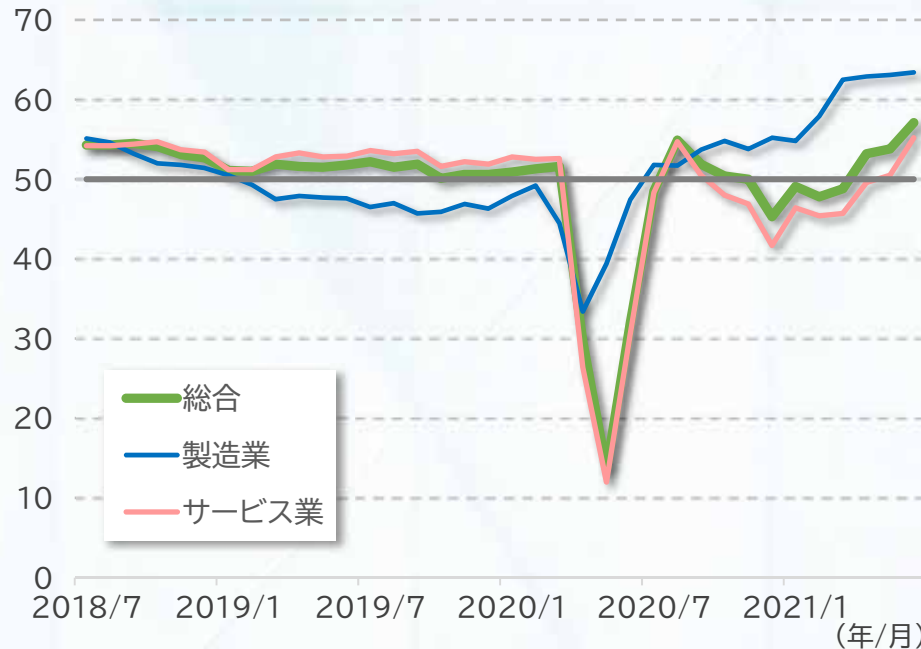
ユーロ圏経済の動向

✓ 景気回復への期待はサービス業でも高まる。エネルギー価格が上昇も基調的なインフレ圧力は限定的

- ◆ ユーロ圏経済は、新型コロナウイルス感染状況の改善やワクチン普及を背景に、行動制限が段階的に緩和され、行動制限の影響を大きく受けたサービス業の景況感が足元で急速に改善するなど、回復期待が一段と高まっています。
- ◆ 足元では、主にエネルギー価格の上昇により消費者物価指数(総合)の上昇が加速しているものの、コア物価(食品・エネルギー除く)は安定的に推移しています。

ユーロ圏 PMI (購買担当者景況感指数)

2018年7月～2021年6月、月次



出所:ブルームバーグ

ユーロ圏 消費者物価指数 (前年同月比)

2011年5月～2021年5月、月次



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、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。

ユーロ圏の金融政策

✓ 資産購入を当面継続する可能性が高いが、修正に向けた議論開始の可能性も

- ◆ ECB(欧州中央銀行)は新型コロナウイルスの感染拡大を受け、域内の資金調達環境の支援を行うことを目的として、PEPP*(パンデミック緊急購入プログラム)による資産購入を継続しています。
- ◆ 2021年6月のECB理事会では、経済・物価見通しが上方修正されました。ラガルド総裁はPEPPの縮小や終了に向けた議論について時期尚早であるとの見解を示しているものの、今後の資金調達環境の改善度合いや物価動向をにらみつつ、縮小・終了に向けた議論を開始する可能性もあると見えています。

*PEPP:2020年3月に導入が決定した、新型コロナウイルスの感染拡大に対応した新たな臨時的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。

ECBの経済見通し(2021年6月時点)

(赤枠は3月公表から上方修正された箇所)

	公表時点	2021年	2022年	2023年
実質GDP	3月	4.0%	4.1%	2.1%
	6月	4.6%	4.7%	2.1%
消費者物価	3月	1.5%	1.2%	1.4%
	6月	1.9%	1.5%	1.4%
消費者物価 (エネルギー除く)	3月	1.1%	1.2%	1.5%
	6月	1.2%	1.4%	1.6%

出所:ECB(欧州中央銀行)

PEPPの残高の推移

2020年4月3日~2021年6月25日、週次



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。

日本経済の動向

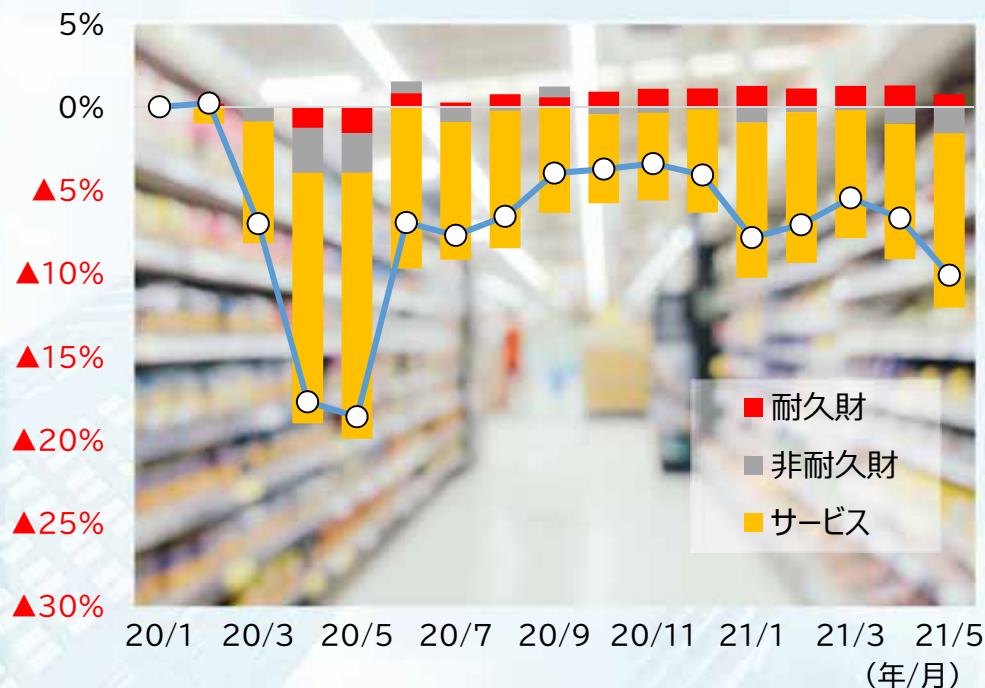
✓ サービス消費の回復ペースはワクチン接種の進展次第

- ◆ 緊急事態宣言をはじめとする行動制限や、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2021年5月に再び悪化するなど、足元では回復に遅れが見られます。
- ◆ 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、ワクチン接種が進むとともに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～2021年5月、月次

(感染拡大前の20/1を起点(0%)とした変化率)

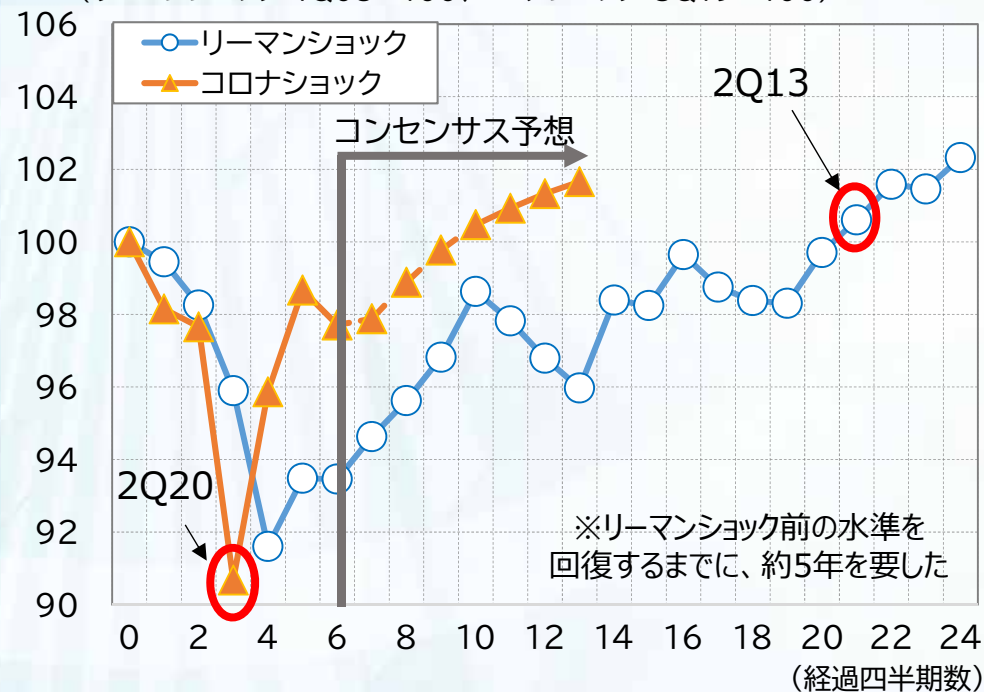


出所:日本銀行

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1-3月期、
(コロナショック)2019年7-9月期～2022年10-12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、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。

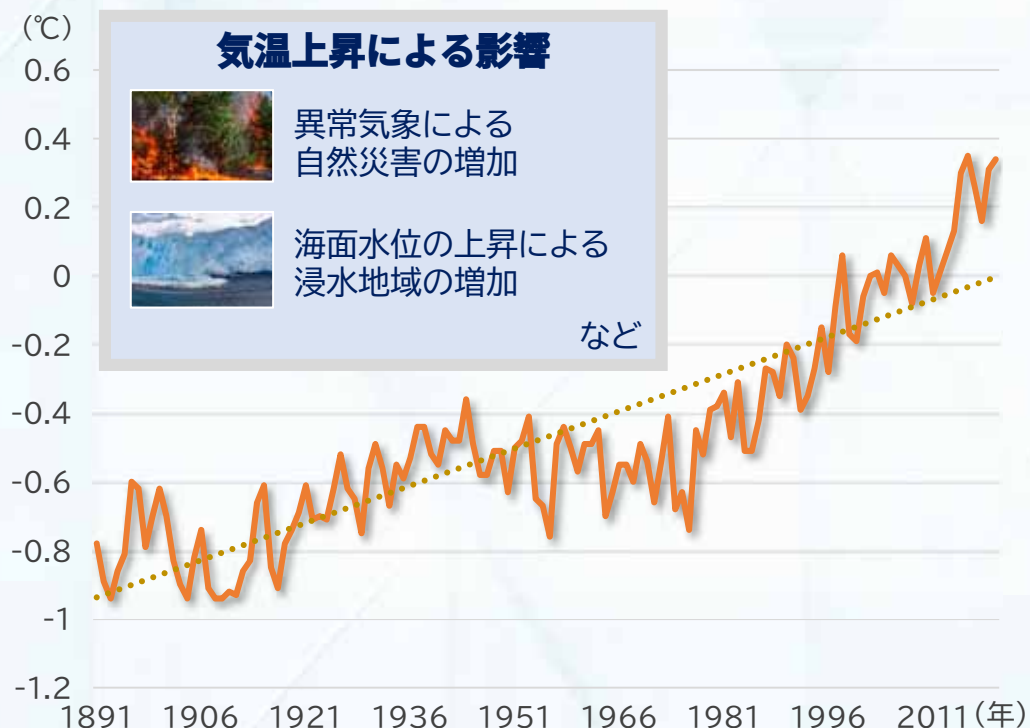
(ご参考)世界の関心は「脱炭素」へ

✓ 持続的な成長への関心も高まる

- ◆ 気候変動などへの関心の高まりから、世界的に脱炭素への動きが急加速しています。2015年に始動した「パリ協定」によると、世界の平均気温の上昇を産業革命以前に比べて1.5度未満に抑えるためには、CO₂（二酸化炭素）排出量を2050年までに実質「ゼロ」とする必要があるとされています。
- ◆ 世界各国は持続的な成長のため、クリーンエネルギーへの大規模な投資計画や、CO₂の削減目標の設定への取り組みを積極化させており、こうした動きは関連産業（再生可能エネルギー関連など）の成長期待にもつながっています。

世界の年平均気温（偏差）の推移

※各年の平均気温の基準値（1991～2020年の30年平均値）からの偏差



出所：気象庁データ

世界各国のグリーン投資とCO₂削減目標

2021年4月時点

国	投資額	CO ₂ 削減目標
 米国	8年間で 2兆米ドル(約221兆円) バイデン政権が議会に提出した インフラ投資計画の額	2030年までに 50～52% 削減 (2005年比)
 EU (欧州連合)	10年間で 1兆ユーロ(約130兆円) * 気候変動対策として 官民合計で投資する額	2030年までに 55% 削減 (1990年比)
 日本	2兆円 菅内閣総理大臣が創設を表明した 研究開発を支援する基金の額	2030年までに 46% 削減 (2013年比)
 中国	今後30年間で 15兆米ドル(約1,661兆円) * 中国政府の政策立案に関わる清華大学の 研究機関が試算した投資額	2030年までに 65%以上 削減* (2005年比) *国内総生産(GDP)あたりの CO ₂ 排出量

*1米ドル=110.71円、1ユーロ=129.80円でそれぞれ円換算。

※上記はグリーン投資額以外も含む場合があります。

出所：各種報道を基に東京海上アセットマネジメント作成

※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。

(ご参考)2021年の政治・金融政策イベント

		7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合	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						
日本	金融政策 決定会合	15-16 (展望レポート)		21-22	27-28 (展望レポート)		16-17
	政治	東京リトリック (7/23-8/8)	東京パブリック (8/24-9/5)	菅氏 総裁任期	衆院任期		
欧州	金融政策 決定会合	22		9 (経済見通し)	28		16 (経済見通し)
	政治			ドイツ総選挙			
中国	政治	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	海外株式	海外債券	J-REIT	為替(TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIコクサイ指数 (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)
2020年12月末	1,804.68	387.20	2,736.73	1,211.78	1,783.90	103.50	126.95
2021年6月末	1,943.57	386.90	3,101.85	1,159.07	2,150.73	110.58	131.58
騰落(変化)率	7.7%	-0.1%	13.3%	-4.3%	20.6%	6.8%	3.6%

金融市場 (各参考指数) の推移 (資産別)

2018年6月30日～2021年6月30日



※上記は過去の実績であり、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、Refinitiv

2021年のマーケット見通し

対象資産	2021年12月末予想値 (カッコ内は予想レンジ)	コメント	(ご参考) 2021年6月末値
【国内株式】 日経平均株価	30,300円 (24,400円～34,800円)	企業利益の回復基調が継続すると見込まれるなか、ワクチン接種の進展とともにバリュエーションの修正が進むことで、株価の堅調な上昇を予想。	28,791.53円
【国内債券】 10年国債利回り	0.10% (-0.05%～0.25%)	海外金利の上昇に連動する局面も想定されるも、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。	0.06%
【J-REIT】 東証REIT指数	2,200ポイント (2,000ポイント～2,250ポイント)	低金利環境下、利回り面での魅力から選好が続く可能性。今後はセクター要因や個別銘柄要因による選別色が強まる展開も。	2,150.73
【米国株式】 NYダウ工業株30種	34,830ドル (31,300ドル～38,300ドル)	企業の利益成長に沿った緩やかな上昇を想定。主要国の金融政策正常化ペースの加速や米国の増税議論などがリスク要因。	34,502.51ドル
【米国債券】 10年国債利回り	1.60% (1.2%～2.0%)	米国経済が堅調に推移すると見込まれる中、FRBが金融政策の正常化を進めるとの期待感から金利上昇圧力がかりやすく、緩やかな金利上昇が進む展開を予想。	1.47%
【為替】 米ドル円	111円 (107円～115円)	米国金利の緩やかな上昇や日米金融政策にかい離が見られるなかで、円安米ドル高の進行を見込む。	110.58円

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2021年7月1日時点の予想です。

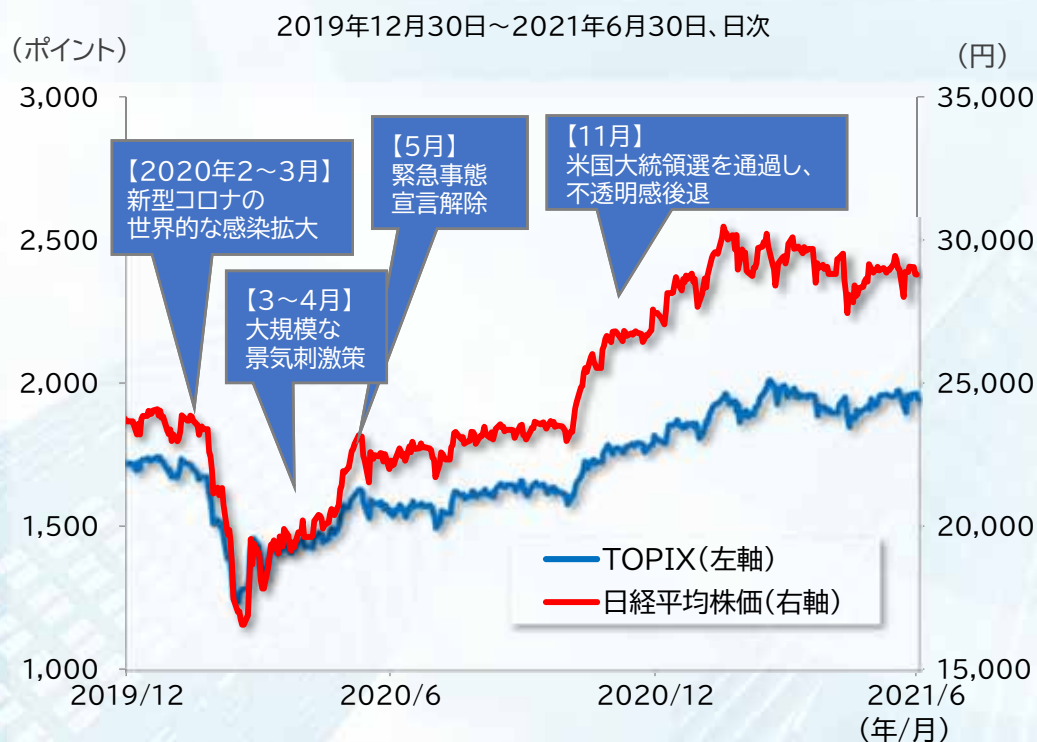
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内株式市場 振り返り

✓ 世界的な株価の上昇に連動して上昇、4月以降は感染動向等が重石となり上値の重い展開に

- 2021年の国内株式市場は、米バイデン新政権による大規模な追加経済対策の早期成立への期待感から、海外株式が上昇する動きに連動して堅調に推移しました。また、日経平均株価は2月15日に約30年ぶりとなる3万円の大台を一時回復しました。4月以降は、国内の新型コロナウイルスの新規感染者が増加したことや、ワクチン接種が欧米諸国に比べ遅れていることなどが嫌気され、上値の重い展開となりました。
- 業種別には、世界経済の回復期待の高まりを背景に、海運業の株価が大きく上昇するなど、景気敏感業種の株価の上昇が目立つ一方、電気・ガスや医薬品などのディフェンシブな業種のパフォーマンスは相対的に劣後する結果となりました。

2020年以降のTOPIXと日経平均株価の推移

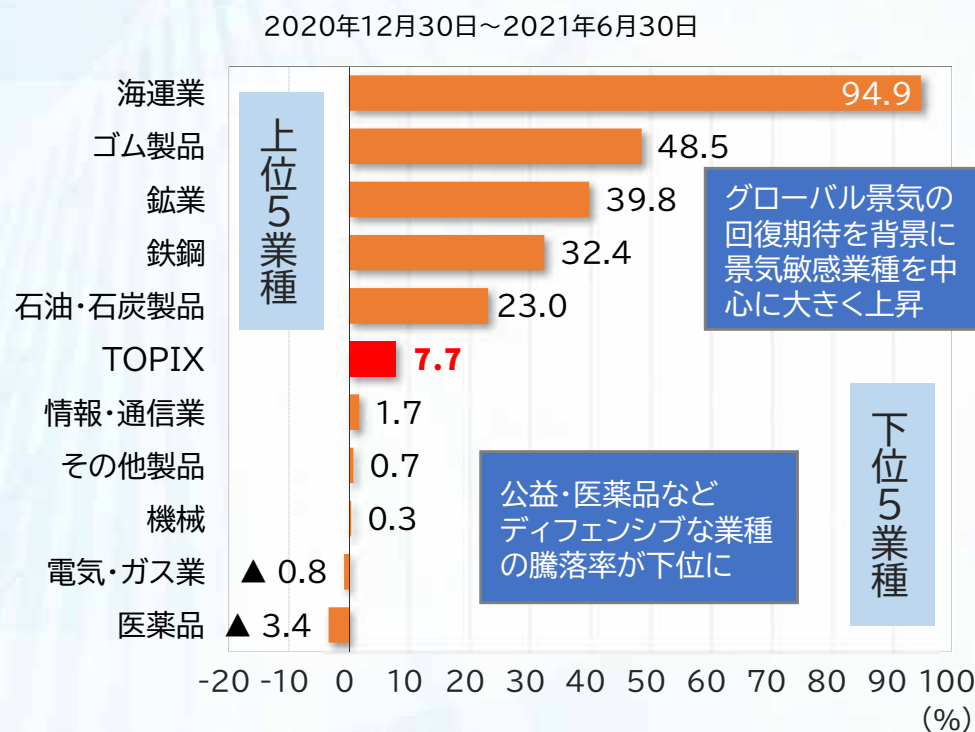


日経平均株価©日本経済新聞社

出所：ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、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。

2021年の東証33業種別指数の騰落率



出所：ブルームバーグ

国内株式市場 見通し①

✓ 企業利益の拡大に沿った緩やかな株式市場の上昇を予想

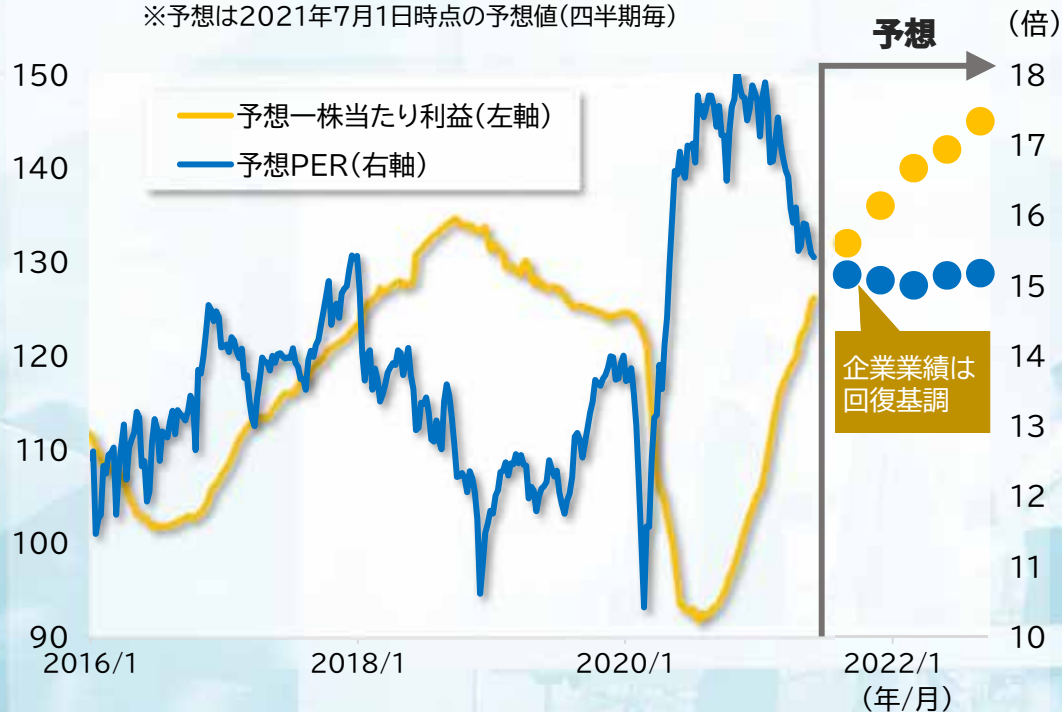
- 企業業績面では、低下基調にあった企業利益(予想一株当たり利益)が2020年8月を底に反転上昇しており、今後もワクチン接種の進展、経済活動の正常化などを支えに企業利益は増益基調が維持される見通しです。株式市場については利益成長に沿った緩やかな上昇を想定しています。
- リスクとしては、これまで急速に進んできたグローバルな景気回復の勢いが早期に鈍化し、主に景気敏感業種への逆風になることなどが想定されます。

TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2016年1月27日～2022年9月23日、週次

※実績値は2021年6月25日まで

※予想は2021年7月1日時点の予想値(四半期毎)



※予想PERおよび一株当たり利益の予測値はブルームバークの予想

出所:ブルームバーク

TOPIXの推移と当社予想

2016年1月27日～2022年9月23日、週次

※実績値は2021年6月25日まで

※予想は2021年7月1日時点の当社予想値(四半期毎)



出所:ブルームバーク

※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。

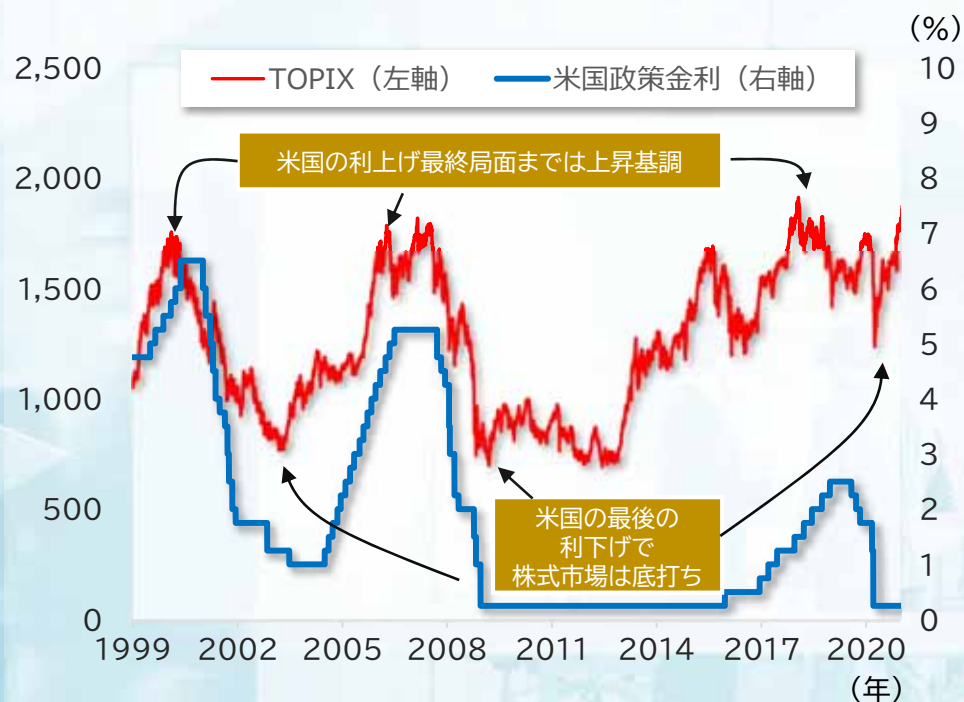
国内株式市場 見通し②(大局観)

✓ 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、為替との連動性は低下

- 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り、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見られます。米国の最後の利上げは当面先になると見込まれることから、過去の傾向が継続するとの前提に立てば、中長期的には株価の更なる上昇が期待できると考えます。
- 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。

米国政策金利とTOPIXの推移

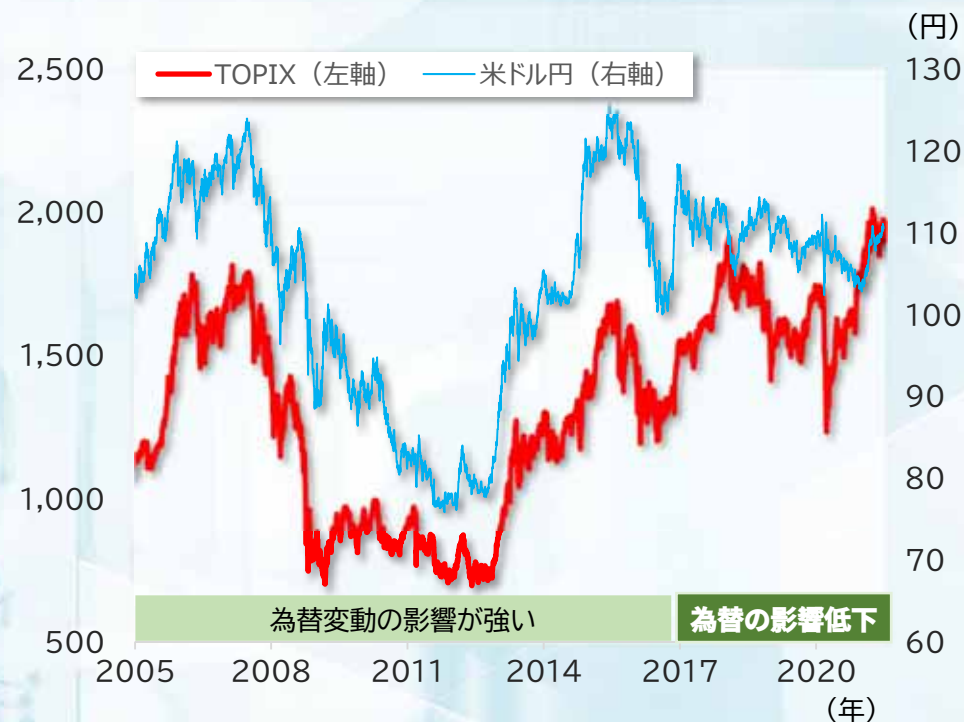
1999年1月1日～2021年6月30日、日次



出所:ブルームバーグ

米ドル円とTOPIXの推移

2005年1月4日～2021年6月30日、日次



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。

国内債券市場 振り返り

✓ 日本10年国債利回りは2021年に入り比較的広いレンジで推移するも、年初来では小幅な上昇に留まる

- 日本10年国債利回りは、2021年6月末時点で0.06%と、2020年末の0.02%から小幅に上昇しました。
- 2020年末から2021年3月にかけては、日銀による政策修正への警戒感や、内外株式市場の上昇、米国債利回りの上昇を受けて、上昇基調となりました。その後は、米国債利回りが低下したことや、良好な需給を背景に日本10年国債利回りは低下し、年初来では小幅な上昇となりました。

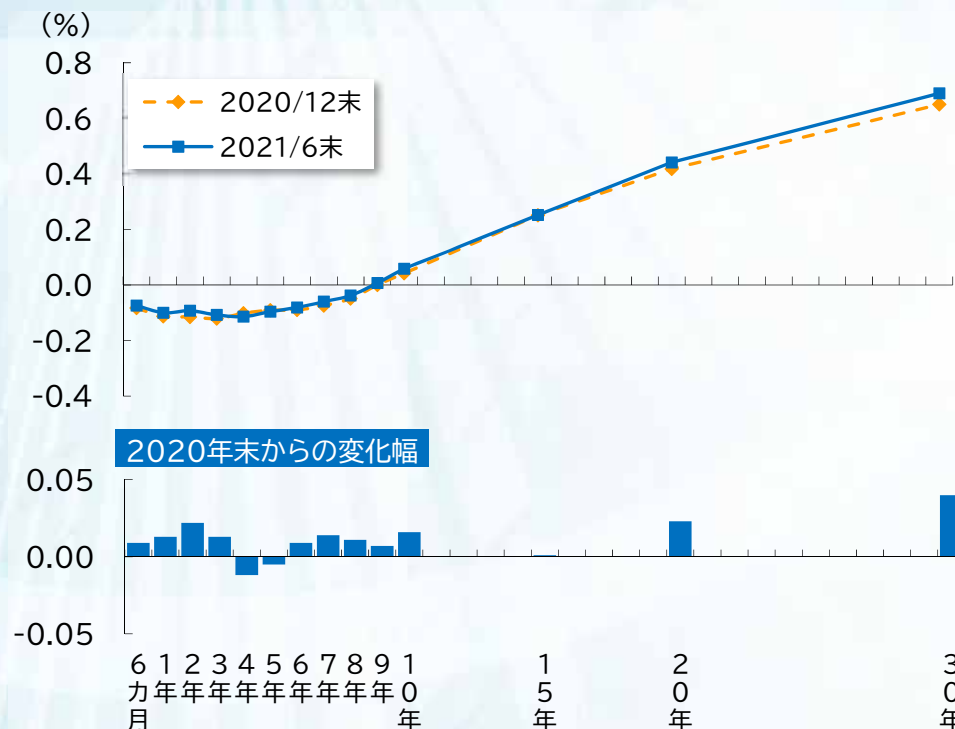
2020年以降の日本10年国債利回りの推移

2019年12月30日～2021年6月30日、日次



出所：ブルームバーグ

2021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

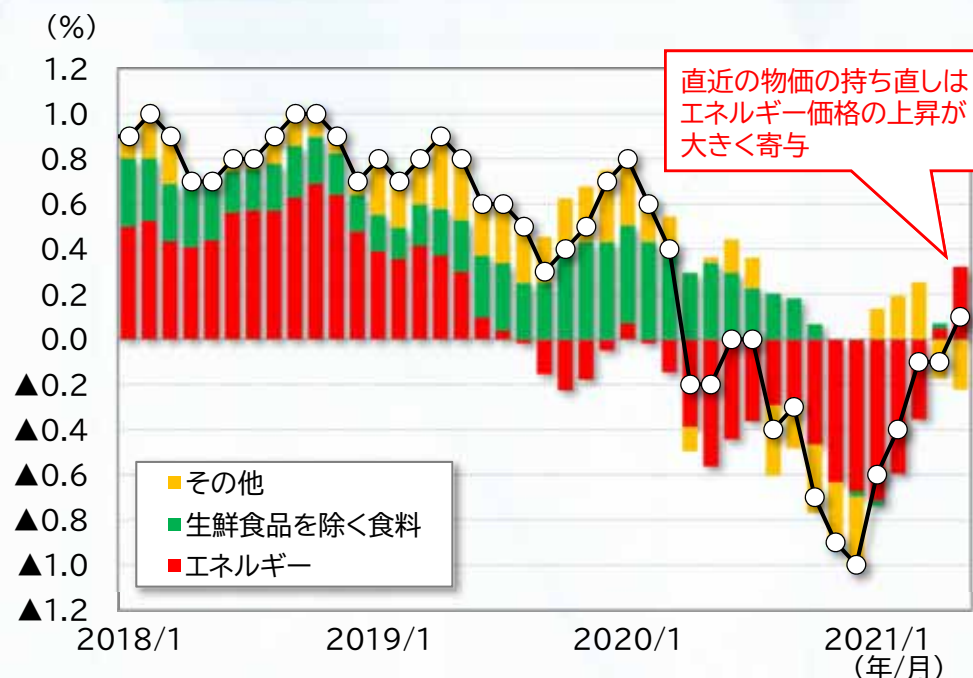
✓ 国内物価の低迷を背景に日銀は緩和的な金融政策を維持、低金利環境の継続を予想

- 消費者物価(生鮮食品を除く)は、携帯電話料金引き下げの影響などにより、物価は今後も低迷する可能性が高いと見られることから、日銀は緩和的な金融政策を維持せざるを得ないと見られ、長期金利上昇の抑制要因になるものと思われます。
- 世界的な景気回復を背景に、国内長期金利にも上昇圧力がかかる可能性があります。日銀が2021年3月の政策点検*で長期金利の変動幅を明確化したこと、金利上昇局面では旺盛な需要が見込まれ、良好な需給環境が続く見通しであることなどから、国内債券市場は底堅く推移すると予想します。

*「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」(3月19日)

生鮮食品を除く消費者物価の推移 (前年同月比)

2018年1月～2021年5月、月次



出所:総務省

日本銀行の政策修正の概要 (2021年3月)

	長短金利操作		資産買入れ	
	短期政策金利	長期金利	ETF	J-REIT
点検前	金融機関が日銀に預け入れる当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用	ゼロ%を中心に、上下±0.2%程度の変動を許容	年間約12兆円を上限に、年間約6兆円のペースで買入れを行う	年間約1,800億円を上限に、年間約900億円のペースで買入れを行う
点検後	金融仲介機能への影響に配慮しつつ、金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設	ゼロ%を中心に、上下 ±0.25% 程度の変動を許容	年間約12兆円を上限に、 必要に応じて 買入れを行う	年間約1,800億円を上限に、 必要に応じて 買入れを行う

【貸出促進付利制度】日銀の貸出支援基金(成長分野や災害復興など、金融機関による特定の対象へ積極的な融資を促すために導入された資金供給策)の残高に応じ、金融機関が日銀へ預けている当座預金残高に上乗せ金利を付与する制度。

出所:日銀公表資料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2021年7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。

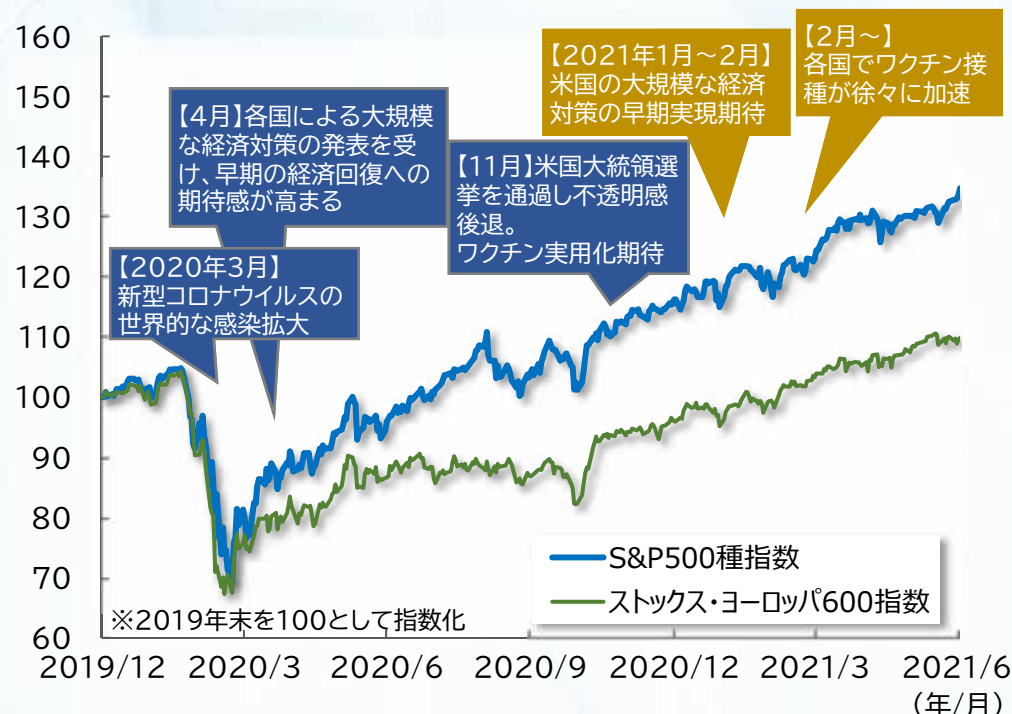
先進国株式市場 振り返り

✓ 米国の大規模な財政政策への期待や堅調な企業業績を背景に堅調

- 2021年(6月末まで)の先進国株式市場(日本除く)は、バイデン政権による大規模な経済対策の早期実現への期待が高まったことや、米国の製造業景況感の改善、堅調な企業決算などが好感され、堅調に推移しました。
- 2021年(6月末まで)の業種別騰落率をみると、旺盛な需要を背景に業績拡大が期待される半導体・半導体製造装置が2020年に続き大きく上昇したことに加え、エネルギーや銀行など、2020年に大きく下落した業種が上昇しました。

米欧の株価指数の推移

2019年12月31日～2021年6月30日、日次



※S&P500種株価指数は米ドル建て、ストックス・ヨーロッパ600指数はユーロ建て
出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、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。
※本資料に記載の個別銘柄について、売買を推奨するものではありません。

先進国株式の業種別騰落率(上位・下位)

2020年 年間 (2019年末～2020年末)			2021年 年初来 (2020年末～2021年6月末)		
	業種	騰落率		業種	騰落率
上位3業種	自動車・自動車部品	110.5%	上位3業種	エネルギー	33.3%
	テクノロジー・ハードウェアおよび機器	59.5%		銀行	26.0%
	半導体・半導体製造装置	47.1%		半導体・半導体製造装置	23.8%
下位3業種	電気通信サービス	▲5.0%	下位3業種	電気通信サービス	6.3%
	銀行	▲11.6%		家庭用品・パーソナル用品	1.9%
	エネルギー	▲30.6%		公益事業	0.5%

テスラ、アップル、エヌビディア
などが寄与

エクソンモービル、JPモルガン、
エヌビディアなどが寄与

※MSCIコクサイ(米ドルベース)の業種別指数です。騰落率は配当を含むトータルリターンベースです。
※業種はGICS産業グループ分類に基づきます。

出所:ファクトセット

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

- FRB(米連邦準備制度理事会)による金融緩和の修正などが重石となり、短期的には上値の重い展開も想定されますが、基本的には堅調な企業業績が株価上昇を支え下支えすると考えています。また、バイデン米政権による大規模な追加財政支援策が企業業績の拡大を後押しすると期待できることから、先進国株式市場は中長期的には緩やかな上昇基調が継続すると想定しています。
- 見通しに対する下振れリスクとしては、金融政策の正常化加速による投資家心理の悪化、米国における増税を巡る議論、新型コロナウイルスの感染再拡大による景気回復ペースの鈍化が挙げられます。一方、新型コロナウイルスが市場予想よりも早期に収束し、景気回復ペースが早まることを上振れリスクとして想定しています。

先進国株式と一株当たり利益の推移

先進国株式指数: 2015年12月末～2021年6月末、月次

一株当たり利益: 2015年12月末～2022年6月末、四半期毎(2021年9月末～2022年6月末はブルームバークの予測値)



新型コロナウイルスが市場予想を上回って収束した場合、株価の上振れも

利益成長に沿った緩やかな上昇が基本的見通し

金融政策の正常化ペースの加速、増税議論などが株価の下振れリスク

※図中の矢印は、方向感をお伝えするためのものであり、将来の特定の時点における株価の水準や当社の予想値を示唆・保証するものではありません。

※上記は東京海上アセットマネジメントの2021年7月1日時点の予想です(図表の一株当たり利益を除く)。

※先進国株式: MSCIコクサイ指数(配当込み、米ドルベース) 一株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

✓ 景気回復期待の高まりや株式市場の上昇を受けて米独債券利回りは緩やかに上昇

- 米国10年国債利回りは、バイデン新政権による大規模な財政支援策への期待や、ワクチン普及による景気回復期待が強まったことを背景に、2020年年末から2021年3月にかけて上昇基調で推移しました。4月以降は、5月に発表された4月の米雇用統計が市場予想を下回ったことなどを受け、米国債利回りは6月末にかけて緩やかに低下しました。6月に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では利上げ前倒し観測が高まり、米10年国債利回りは一時上昇したものの、影響は限定的でした。
- ドイツ国債利回りは、米国債利回りの上昇や、ワクチン接種の進展や行動制限の緩和による景気回復期待の高まりを背景に5月中旬にかけて緩やかに上昇しました。以降は、米国債利回りが低下したことやECB（欧州中央銀行）のラガルド総裁がPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の縮小観測をけん制したことなどを受け、ドイツ国債利回りは小幅に低下しました。

2020年以降の米独の10年国債利回りの推移

2019年12月30日～2021年6月30日、日次

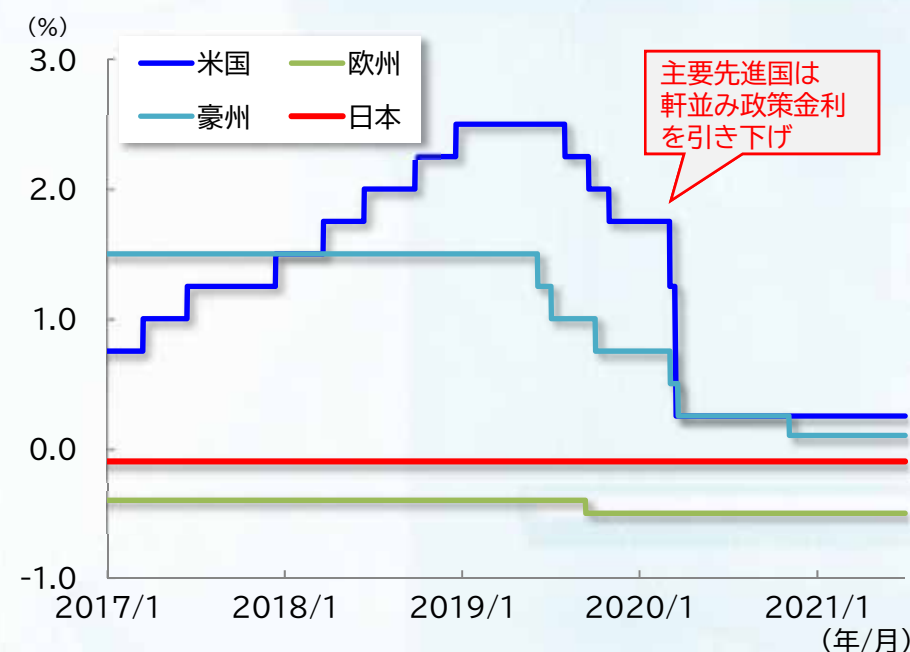


出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、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。

主要先進国の政策金利の推移

2017年1月1日～2021年6月30日、日次



米国:FF金利誘導目標 欧州:預金ファシリティ金利
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

先進国債券市場 見通し

✓ 米独金利は景気回復期待を背景に緩やかな上昇を予想

● 米国金利

米国経済は、ワクチン接種の進展や、財政刺激策に支えられて堅調に推移すると見えています。

このような状況下、FRB(米連邦準備制度理事会)はテーパリング(資産購入の段階的縮小)の議論や、将来の利上げなど金融政策の正常化について前向きな姿勢を示しており、米国債利回りはこうした姿勢を織り込んで緩やかに上昇する展開を予想します。

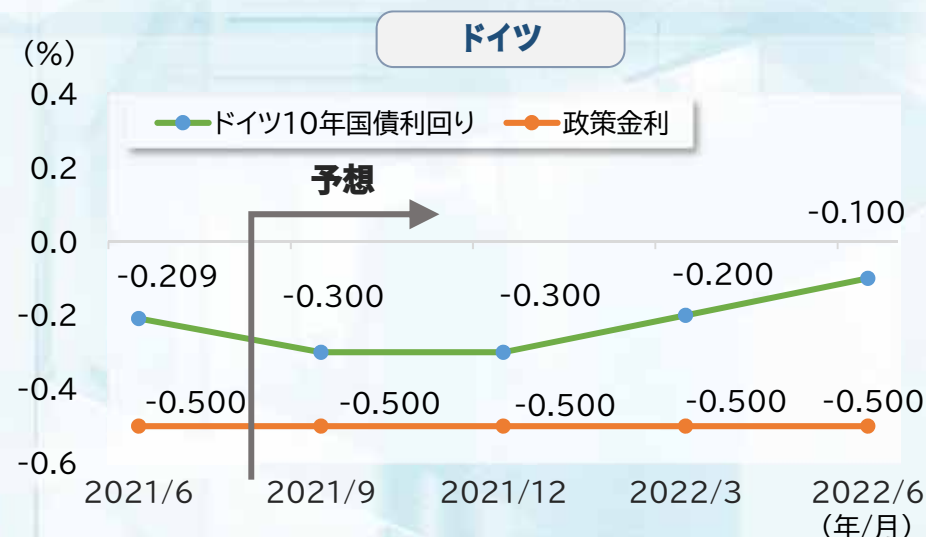
● ドイツ金利

ワクチン接種の進展、経済活動の持ち直しにより、ドイツをはじめとするユーロ圏の成長見通しが改善に向かう中、ドイツ国債利回りには上昇圧力のかかりやすい局面が継続するとみえています。

ただし、ECB(欧州中央銀行)は当面強力な緩和策を維持すると予想されることから、過度な金利上昇は見込み難く、国債利回りの上昇幅は小幅にとどまる展開を予想します。

米国、ドイツの国債利回り、政策金利見通し

2021年6月30日は実績値、以降は四半期ごとの弊社予想値



※政策金利: (米国)FF金利誘導目標、(欧州)預金ファシリティ金利

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2021年7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。

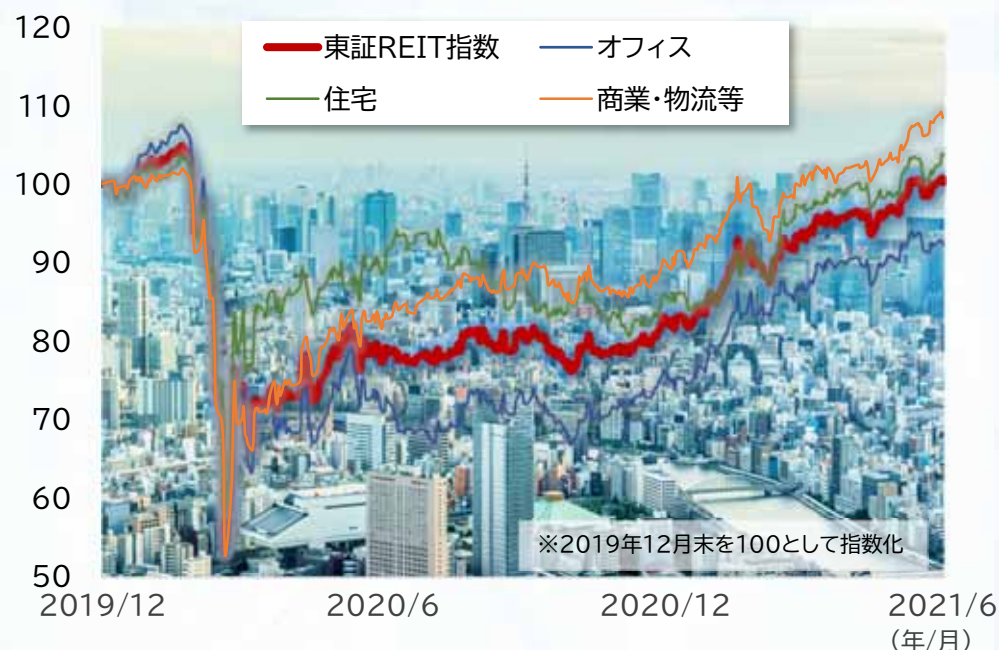
J-REIT市場 振り返り

✓ 東証REIT指数は「コロナ・ショック」前の水準近くまで回復

- J-REIT市場は2020年2月から3月下旬にかけ大幅に下落しましたが、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が好感され反発に転じました。足元では、日本国内でのワクチン接種開始への期待が高まったことや、J-REIT各社の決算発表を受けて業績悪化に対する過度な懸念が後退したことなどから、J-REIT市場は上昇基調を維持しています。
- 2020年10月から2021年6月に実施されたグローバル株式指数へのJ-REITの段階的組み入れに伴い、採用銘柄へ資金が流入し、需給環境が改善したことなどもJ-REIT市場のサポート要因となりました。

東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移

2019年12月30日～2021年6月30日、日次



*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

※上記は過去の実績であり、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。

投資主体者別売買動向

2020年8月～2021年6月の累計



※グローバル株式指数の採用銘柄が公表された2020年8月から、組み入れが完了した2021年6月までの期間を対象としています。

出所：東京証券取引所、日本銀行のデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

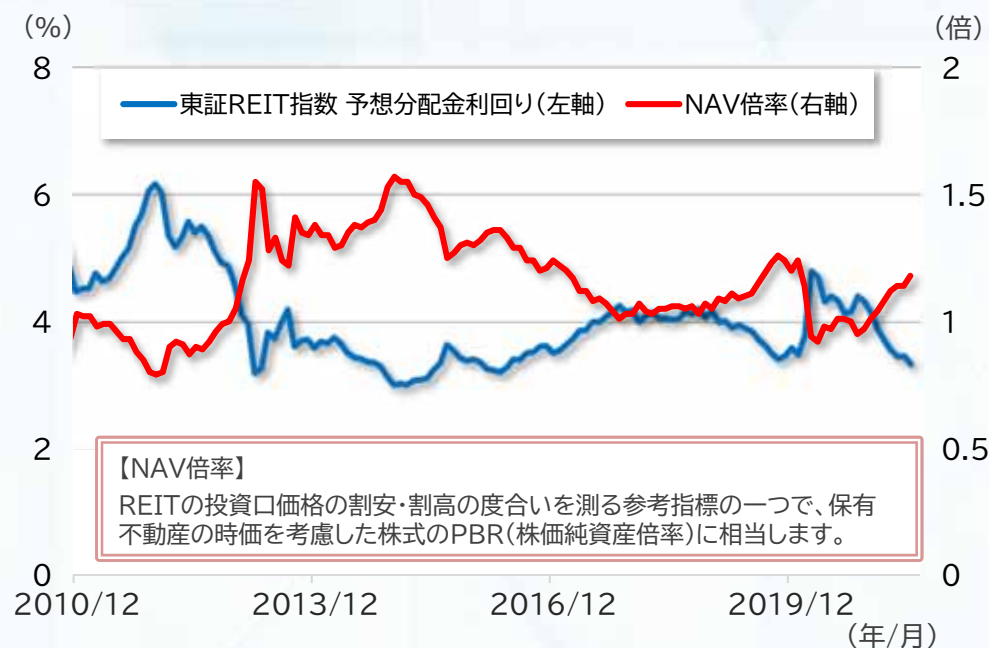
J-REIT市場 見通し

✓ 今後はセクター要因や個別銘柄要因による選別色が強まる可能性

- J-REIT市場は、低金利環境下における相対的に高い利回りなどを背景に、今後も選好されやすい資産と考えます。ただし、投資家の関心は全体の需給動向から各J-REITを取り巻く賃貸環境の動向に向かうと考えられ、J-REITの銘柄毎のパフォーマンス格差はセクター要因および個別銘柄要因の双方で発生しやすくなると考えます。
- 今後の銘柄の物色動向としては、業績の安定している物流施設、賃貸住宅などのセクターが選好されやすい環境が続くと考えます。また、ワクチン接種が進むにつれて経済活動正常化への期待が高まり、短期的にはホテルセクターの買い戻しも想定されます。一方、オフィスビルセクターについては、中長期的に賃貸市況の需給が悪化する可能性が高いことから、選好されにくい状況が続くと見えています。

J-REITの予想分配金利回り・NAV倍率

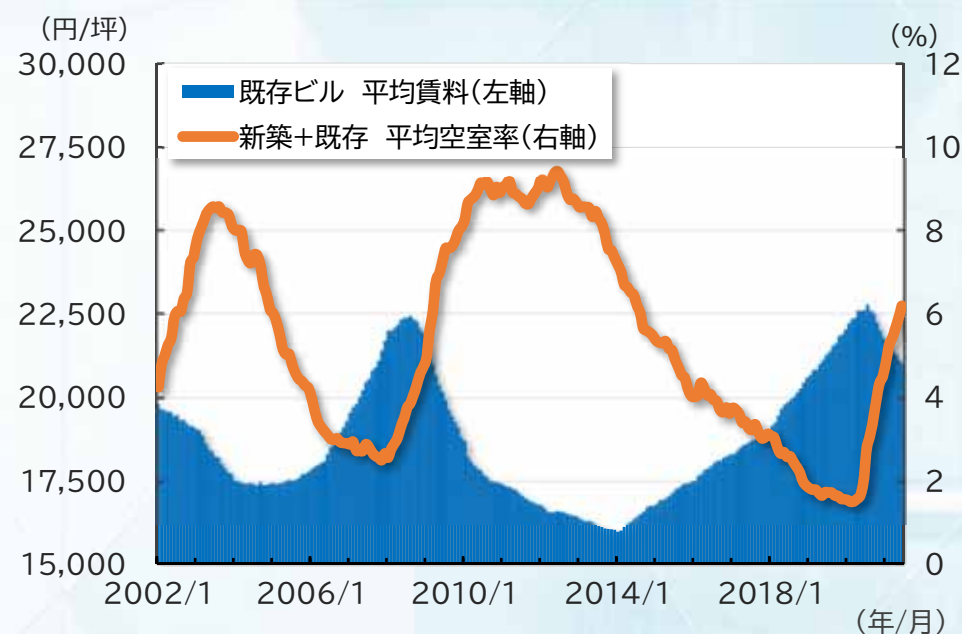
2010年12月～2021年6月、月次



出所:不動産証券化協会

東京都心5区オフィスビルの 平均賃料および平均空室率の推移

2002年1月～2021年6月、月次



※東京都心5区:千代田・中央・港・新宿・渋谷区

出所:三鬼商事

※上記は東京海上アセットマネジメントの2021年7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。

為替市場(米ドル円)振り返り

✓ 日米金利差の拡大などを背景に、2021年に入り急速に円安・米ドル高が進行

- 米ドル円為替レートは、2020年を通じて円高・米ドル安が進行し、2021年1月初旬まで円高傾向が続きました。
- その後はバイデン新政権による大規模な財政支援策への期待や、ワクチン普及による景気回復期待が強まったことを背景に米国債利回りが上昇し、日米金利差が拡大したことから、米ドル円為替レートは反転し、1米ドル110円超まで円安・米ドル高が進みました。

米ドル円為替レートの推移

2018年12月31日～2021年6月30日、日次



米国と日本の10年国債利回りの推移

2018年12月31日～2021年6月30日、日次



出所:ブルームバーグ

※上記は過去の実績であり、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。

為替市場(米ドル円)見通し

✓ 日米の金融政策のかい離を背景に、円安米ドル高が進みやすい展開を想定も、他の為替決定要因にも注意

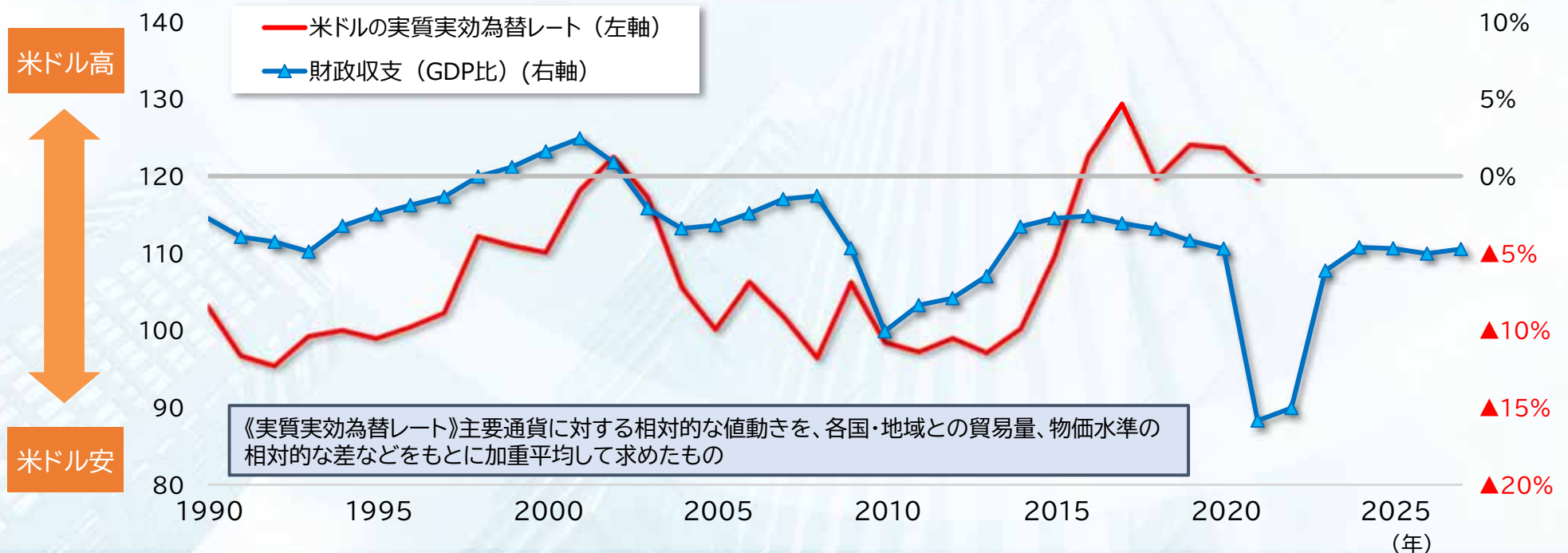
- 米国経済が堅調に推移する中、米国では金融政策の正常化が進むと見られる一方、日本では物価の低迷を背景に金融緩和の長期化が想定されることから、日米の金融政策のかい離を背景として、当面は円安米ドル高が進みやすい展開を予想します。
- 一方で、バイデン政権下での拡張的な財政政策による米国の財政収支の悪化が、中長期的な米ドル安圧力となる可能性などにも注意が必要と考えます。

米ドルの実質実効為替レートと米国財政収支

1990年～2026年、年次

(実質実効為替レートは2020年まで、財政収支は2020年～2026年までIMFの予測値)

(2010年平均=100)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2021年7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、IMF

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・アンド・プアーズ・フィナンシャルサービシーズ・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。

■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。■当資料で使用している表・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。

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费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。