

マクロ経済見通し 2021 : 回復途上の1年に



**Core Investment
Macro Researchチーム**

寄稿者：

Chris Iggo – AXA IM Core Investments CIO

Romain Cabasson – Solution Portfolio Managers, AXA IM Core Multi-Assets

Alessandro Tentori – CIO AXA IM Italy

目次

世界経済見通し：冬の後を見据える Gilles Moec	3
投資見通し：2021年にはより明るい未来が見えてくる可能性 Chris Iggo	6
米国：反動増の年となるが、回復はまだ先 David Page	8
ユーロ圏：コロナ関連対応は終わらず Apolline Menut	11
英国：冬場の感染拡大とEU離脱が2021年の回復を遅らせる David Page	14
日本：コロナ禍が終息すれば追い風に乘れる可能性も Hugo Le Damany	16
中国：通常運転に復帰 Aidan Yao	17
新興国：明日は明日の風が吹く Irina Topa-Serry	19
為替：2021年は成長期待が為替の追い風に Romain Cabasson	22
クロスアセット：相関レジームに変化 Gregory Venizelos	24
金利：2021年のパフォーマンスは低位にとどまる見込み Alessandro Tentori	25
クレジット：不透明感は続くものの、2021年はより穏やかな年に Gregory Venizelos	27
株式：真価が問われる Varun Ghotgalkar	30
予測サマリー	33
2021年の政治・経済日程	34
略語一覧	35

世界経済見通し：冬の後を見据える

Gilles Moec

主なポイント

- 新型コロナウイルスのワクチンに関する朗報は、都市封鎖（ロックダウン）の導入・解除の際限のない繰り返しから人々を救うものである。ただし当社では、世界経済の本格的な回復は2021年下半期からと見込んでいる。
- 欧米では今冬のGDP減速は避けられず、これに対応しつつその後の回復を後押しするためには、追加の政策支援が欠かせない。中央銀行は役割を果たしているが、財政政策はやや及び腰かもしれない。

時期の見極め

現時点での当社の楽観的見解の度合いは、対象とする投資期間によって異なる。今や、ロックダウン導入・解除の際限のない繰り返しからの解放は確実となった。ワクチンの普及ペースは不確実性が高いが、当社の基本シナリオ予測では、2021年半ば頃には大半の先進国で集団免疫が獲得され、供給状況の完全な回復が可能と想定している。とはいえ、今後何カ月かはまだ厳しい状況を覚悟しなければならない。本稿の執筆時点では、欧州のGDPはすでに再び低下が進んでおり、米国にもその影が迫っている。

言うまでもなく、この先3カ月から半年は（コロナ関連などの悪影響を）単なる悪い夢として見て見ぬふりをするという選択肢もあり、現に株式市場ではこの姿勢が広く浸透している。ただし問題は、進行中の景気後退の深さや今後の政府・中央銀行による政策支援の規模によって、2021年下半期以降の回復の質がある程度決まってしまうということだ。課題によっては早急の決断が必要である。

当社では、大規模財政支援に必要な環境を中央銀行が成功裏に整備することについては何の疑いも抱いていない。ただし、政治問題や制度的課題ゆえに、政府がこうした好環境を十分に生かせないおそれはある。政府や中央銀行が今決断を下すために役立つのは、空前の政策支援からの出口戦略がいかなる形を取り得るのかを検討することだ。この問題は、2021年末には論議の的となっている可能性がある。

μ字型回復

コロナ禍の下での経済成長軌道を直感的に理解できる形で説明しようとする試みが、一部で熱心に行われている。まずはそのうち、実現しないと判明したものと、少なくとも極めてあり得ないと分かったものの2つを紹介しよう。

V字型回復が実現しなかったのは、今や周知の事実である。当社

ではそもそもV字型回復が起きるとは全く考えていなかった。なぜなら、たとえ感染第2波が発生しなかったとしても、ロックダウン解除直後の大幅な反動増の後、労働市場や企業の財務状態に起因する需要減少が遅れて発生し、GDPの伸びを抑制すると一貫して考えていたためである。第2波をこれまでのところ回避できている中国ですら、個人消費は平年を下回ったままであることにも留意している。

それでは世界は今、W字型の回復軌道にあるのだろうか。そうとも言えるが、後半の局面は変化幅が小さくなるだろう。当社の予測に最も近い形はギリシャ文字のμ（ミュー）である。今冬の落ち込みがそれほど急激なものとはならない理由としては、以下の4つが挙げられる。

- 1つ目は、世界経済で大きな割合を占める地域（中国）が、今はコロナ禍の影響を受けていないことだ。欧州が1度目のロックダウンに入った際、中国の経済活動はまだ正常化していなかった。今のところ、中国がコロナ感染第2波に襲われる事態を心配しなければならない兆しは見られない。世界の需要も上向くだろう。これはユーロ圏をはじめとする輸出依存度の高い地域にとっては朗報である。
- 2つ目は、第2波が猛威を振るっている国であっても、第1波の時ほど厳格なロックダウンは課されていないことだ。当社の予測では、第2波における感染抑制策や行動変化の経済活動への影響は、第1波のピーク時のおよそ半分にとどまると想定しており、今のところグーグルのモビリティレポートのようなリアルタイム指標からも、この想定は裏付けられているように思える。さらに、第2波のロックダウンは前回よりかなり短期間で終わるものと見込まれている。
- 3つ目は、企業の備えが第1波の時よりはるかによくできている点だ。大規模なテレワーク移行に耐えられるかどうかはすでに第1波で検証できており、出勤が許される企業では、衛生面でのルールも導入済みである。
- 4つ目は、第1波の際には金融市場が一時激しく混乱し、社会の先行き不透明感に拍車を掛けたことである。しかし今では、中央銀行のボラティリティ抑制能力は実証済みであり、金融機関や企業だけでなく家計部門も安心感を高めているはずだ。

ただし縮小幅が小さいのに比例して、それに続く反動増の幅も2020年夏に見られたものより小さくなると見込んでいる。各国政府は2020年春にはロックダウン解除を急ぎすぎたが、今回はその過ちからの教訓を生かすだろう。今回のロックダウンは、医療機関の受け入れ能力が大きく圧迫される冬場に終了することを考えれば、なおさらその可能性が高い。ロックダウンから全面解除に直行するのではなく、より緩やかな制限段階を挟むことが予

想される。米国では、連邦政府が現場での感染抑制策導入に直接影響を及ぼせる余地は少ないが、州など地方当局の背中を押すことは可能だ。バイデン次期大統領は前任者と比べ、より直接的な関与を深めるだろう。当社の基本シナリオ予測では、2021年半ば頃にワクチン接種が集団免疫をもたらすまで、各国政府は第3波のリスク回避に努めるものと見込んでいる。

2021年下半期の回復ペースを見極めるのも難しい作業となる。ある楽観シナリオでは、家計の消費はすぐに回復し、2020年中に蓄積した貯蓄過剰分の大半は消費に回されるとともに、企業も直ちに投資活動を拡大すると予想している。しかし、当社の見方はより慎重だ。最近の貯蓄増加は、ある程度人為的な現象といえる。多くの先進国では、巨額の財政刺激策によって所得が下支えされているためだ（特に米国では、コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法の下、GDPの10%に当たる額が経済に投入されている）。米国の2020年10月の個人所得は、財政刺激策の効果が薄れたことで前月比下落に転じた。欧州でも、労働市場の実態は一般的な指標が示すよりはるかに悪く、手厚いパートタイム失業給付制度のおかげで職を保持している従業員も多い。こうした制度が従業員を企業につなぎ止めているのは、回復期に備えるという意味では良いことである。しかし、(i)新規就職者の支えとはならず、(ii)制度が縮小に向かった時に強い反動も生じかねない。経営トップは、2020年中の急激な企業債務の膨張や依然として不透明な需要見通しも織り込んだ意思決定を迫られよう。

世界の需要についても現実的に見る必要がある。2008～09年の世界金融危機の際には、中国が積極的な国内需要喚起策を講じ、世界成長のエンジン役を引き受けた。同国経済は2020年中には着実な正常化が進んだとはいえ、中国政府は政策ミックスについては依然として慎重な姿勢を崩していない。欧米の輸出企業は、2021年の中国需要は爆発的なものと期待せず、堅実な水準と見込むべきと考える。

政策支援の調整

そもそも金利がすでに低かったことから見て、金融政策が伝統的な波及経路を通じて景気にもたらす影響は、現時点までにおそらく尽きてしまっているだろう。量的緩和策での買い入れ対象は、2020年春には米連邦準備制度理事会（FRB）が社債を、欧州中央銀行（ECB）とFRBの両方がコマーシャルペーパーを加えるなど、新たなアセットクラスへと拡大された。しかしこうした動きは、景気自体への刺激というより、金融危機の芽を摘むためのものだった。

それでも金融政策が極めて重要であるのは変わらない。金融政策は、市場に端を発する金融環境のタイト化を招かずに財政政策を進めることを可能にするからだ。この点については、ECB年次フォーラムにおける基調演説でラガルド総裁が、「景気支援のために財政政策を発動する際には、家計や企業への負の波及効果を生み出しかねないクラウディング・アウト効果を、金融政策によって最小化しなければならない。さもないと、財政拡大

が市場金利に上昇圧力をかけ、（政府投資が）民間投資を押しつけてしまい、民間需要に悪影響を及ぼすおそれがある」と、極めて明確に表明している。これは、暗黙的なイールドカーブ・コントロールと似通ったものだ。当社では、ECBのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）は、少なくとも2021年末までは規模を拡大して延長されるものと見込んでいる。FRBも、パウエル議長が追加財政出動を繰り返し呼び掛けていることから見て、ECBと同じ考えを持つのは明らかだ。

こうした呼び掛けは聞き入れられるのだろうか。当社では、欧米が2021年も緩和的な財政政策を継続することは疑っていないものの、財政出動の規模については不透明感が強いと考えている。米国では、2021年1月5日に行われる決選投票で民主党が上院の残り2議席とも獲得すれば、GDPの10%規模となる同党の財政刺激プログラムが現実味を帯びるだろう（訳注：決選投票では民主党が2議席を獲得し、上院の多数派を確保した）。逆に2議席獲得が果たせなければ、民主党は共和党との妥協点を見いださねばならず、共和党は5000億ドル（GDPの2.5%）という上限を今のところ曲げていない。5000億ドルは決して小規模ではなく、少なくとも緊急失業給付の期限切れを回避するとともに、州政府がGDP1.5%相当の歳出強制削減を避けられるだけの資金を連邦政府が注入するには十分な額である。当社の基本シナリオ予測では、今冬のGDP落ち込みに共和党が背中を押される形で、1兆ドルまでの財政出動拡大を見込んでいるが、不透明感が強い。加えて、民主党が上院で過半数を獲得できなければ、バイデン氏が選挙活動で謳ってきた長期的な財政刺激策も、実現の可能性は極めて薄くなる。

欧州では、欧州連合（EU）の復興基金「次世代EU」が、たとえ今後数年にわたって段階的にしか分配されないとしても、強力な財政支援を可能にしよう。この基金は、2021年における回復の始動よりも、2022年までの回復の持続において効果を発揮する可能性が高いが、政治問題で実現が遅れ続けている（本稿執筆時点では、ハンガリー・ポーランド両国との合意に達し、EU予算案への承認を取り付けられるか否かは不明）。欧州全体を見渡すと、財政支援の規模については依然として慎重な政府もある。ただしドイツは別で、その豊富な財政出動余地を十二分に活用している。

政府債務の持続可能性が懸念されるEU加盟国は、ECBが永遠に返済を猶予するという想定を当てにし過ぎないように努めている。これはおそらく正しい姿勢であろう。コロナ禍という緊急事態を乗り越えた後に財政政策と金融政策が連携を続けるための方法については、この先議論が必要である。EU加盟国政府は、中央銀行の政策正常化には時間がかかるものと考え、回復の芽を摘む集中的な歳出削減へと追い込まれないようにしなければならない。同時に中央銀行も、景気の足取りが力強くなった暁には政府が財政再建に取り組むことに、合理的な確信を持たなければならない。これには、EUの財政監視枠組みの全面的見直しが必要となる。PEPP後のECBの政策が取りざたされる2021年終わり頃には、市場がある程度大きく動くかもしれない。

新興国の中には政策調整の余地が乏しい国もあり、一部（トル

コやインド、そして程度は劣るがメキシコ）ではインフレ率が急激に上昇している。とはいえ、これは全体に共通する現象ではない。当社は新興国全般に対してはポジティブであり、2021年のGDP成長率は5.5%と、2020年のマイナス2.9%を補って余りある数値となると見込んでいる。先進国では、大幅なGDPマイナス成長の影響が残り、2021年には4.6%の反動増を見込むものの、2020年のマイナス5.9%を相殺するには至らないと見ている。

投資見通し：2021年にはより明るい未来が見えてくる可能性

Chris Iggo

主なポイント

- 2020年3月以降、政策支援とワクチン期待がディフェンシブな上げ相場を形成してきた。
- 2021年のワクチン普及後には、幅広いリスク資産の循環的な反発が見込める。
- コロナ禍終息、政策支援の継続、グリーン投資への注力のすべてが、より明るい見通しに寄与し、株式市場がその恩恵を受けるだろう。
- 債券リターンは、低利回りと信用スプレッドが足かせとなり続ける可能性が高い。2021年の利回り動向は、あらゆる市場にとって重要な意味を持つ。

政策にも、そして科学にも従う

2020年は投資家に重要な教訓をいくつか授けてくれた。1つは、2008～09年の世界金融危機における経験と全く同じで、事態が悪化した暁には為政者が立ち上がる、ということだ。コロナ禍の影響がいかに深刻なものとなりそうかが明らかになって以来、金融政策と財政政策が世界経済への、そしてひいては金融資産価格への支援を引き受けてきた。重要な点は、こうした支援が今なお継続しており、長期的視点から見れば、積極的な政策支援がもたらすメリットはその費用を大きく上回る、という点だ。財政赤字や政府債務が拡大し、中央銀行のバランスシートが膨張しているという懸念も示されている。しかしこうした懸念は、壊滅的な資産価格暴落、大量失業、大恐慌といったリスクを政策支援が抑制し続けているという事実にも照らして判断されるべきだ。

もう1つの教訓は、科学に関心を向けねばならないということだ。コロナ禍は、現代の生活様式がいかに脆いものかをさらけ出す結果となった。今になってみれば、人類は今回の感染症の世界的拡大に全く備えができていなかったことが分かる。これまで、感染症対策に成功したか否かは、疫学やウイルス学分野での研究およびその成果の適用で決まってきた。残念ながら、為政者は常に科学に従ってきたわけではなく、これまでに発生した感染症の人的・経済的損失には、科学に従っていれば避けられたものもあるといわれている。これは、コロナ禍が残したレガシー（遺産）が、ワクチン開発という朗報の後にも根強く残っていくという意味でもある。失業や倒産に加え、生活様式や働き方の変化、人との交わり方の変容も、すべて2020年のレガシーである。経済政策の成功や記録的な速さでのワクチン開発もまた、最終的にはレガシーとなるだろう。

2021年には、景気回復の形や強さに対する予想の変化が、リターンやボラティリティへの影響において重要となるだろう。確信を持って言えることは、金利は極めて低位にとどまるため、企業も政府も引き続き低コストでの資金調達を享受できるということ

だ。債券利回りの動向は、超金融緩和策の継続や、成長・インフレ期待の実現可能性に左右されるだろう。高水準の政府債務が利回りを押し上げる余地もあるかもしれない。利回りについては、現在の水準から見て上昇を見込む向きが多く、2020年の展開の逆となる可能性も予想されている。ただし、債券利回りの上昇予測には、このところ系統誤差（予測自体の仕組みから来る誤差）が生じている。投資家は、インフレ不在の下で中央銀行が長期実質利回りの上昇を許容するか否かを、真剣に考える必要がある。

債券リターンは2020年半ば以降、世界的に横ばいの状態が続いている。利回りの低さに対して、信用スプレッドがほぼコロナ禍前の水準に戻っていることを考え合わせると、この先の債券戦略からのリターンは難しいものとなるだろう。指標利回りが上昇すれば、難しさはさらに増すことになる。中央銀行が債券市場の利回りとボラティリティを抑え続けて、低いリターンしか得られない状態が続くか、または経済環境が好転して、金融政策支援のテーパリング（段階的縮小）を市場が価格に織り込み始めるか、いずれかである。こうしたシナリオの下では、リターンがマイナスになるおそれもある。そうなれば、2018年と同様、クレジットや株式のリターンにも影響が及ぶだろう。

利回りを追求する投資家の関心は、新興国のデット、ハイイールド債、ローンに集まる可能性がある。ハイイールド債とローンはリスクフリーレート上昇に対する強力なプロテクションとなり、信用懸念は景気が回復すれば後退するだろう。言うまでもなく、2021年は成長という点から見れば難しい年となるだろう。世界金融危機後の市場環境も全く同じであった。しかし当時でも、上記のクレジット集約型アセットは良好なパフォーマンスを収めていた。新興国債券には、2020年末に向けて多額の資金が流入しており、たとえ途上国間でのワクチン普及にある程度ばらつきが出たとしても、ワクチン拡大からプラスの恩恵を受けるだろう。

見通しは株式にポジティブ

今後の見通しは、引き続き株式にポジティブである。2020年3月以降の市場パフォーマンスは、政策支援とコロナ禍の科学的解決策に対する投資家の信頼という2本柱に支えられてきた。成長は再び始まっており、金利は依然低位にとどまっていた、成長は続くだろう。多くの国では、個人消費も工業生産も上向いている。コロナ禍によって大打撃を受けた産業にも、この先12カ月から24カ月の間には回復機会が訪れるだろう。ただし、良いことばかりが待ち受けているわけではない。今後の株式市場は様々なトレンドの影響を受ける可能性が高く、世界のGDPがコロナ禍前の基調的な水準に戻りつつあるといったことばかりではない。

すでに明確になっているトレンドもある。これまで、ディフェンシブ相場からよりシクリカルな強気相場への進展は、何度も

出だしてつまづいてきた。しかし、経済活動に対するコロナ禍の負の影響が続き、次の循環的回復が先送りされてしまうという事態は、これまでのところ抑え込めている。広範な強気相場の形成に必要となるにもかかわらず、インフレ率と金利の上昇や、企業業績の景気循環を超える成長については、確信を欠いている。インフレ率上昇に対する確信に欠け、利回り上昇の力強い兆候を待っている状況においては、企業業績が支えとなる必要がある。1株当たり利益については、2020年の減少と比較すれば2021年には大幅な成長が見込めるというのがコンセンサスである。しかし、現時点での2021年末の業績予想は、2019年末時点の予想を下回っている。2020年が終わりに近づく今、2021年のワクチン普及を前にして、コロナ禍と世界経済に関する報道は気掛かりである。

投資家に対しては、2021年の企業業績は最終的には力強い回復を遂げ、それが2022年にも続くという確信を深められるだけの理由が提示されなければならない。当社では実際、企業業績は概してこうしたトレンドをたどると見込んでいる。しかし投資シナリオには、シクリカルセクターやコロナ禍で最も大きな打撃を受けた業界の業績回復を盛り込む必要がある。航空業やホテル業といった産業が正常な状態に戻る時期は、いまだ見通せない。だからこそ、世界を経済正常化に向けた回復軌道に乗せる上では、ワクチンの普及が極めて重要となる。企業業績を通常水準に押し上げるためには、産業循環の活発化が続く必要がある。

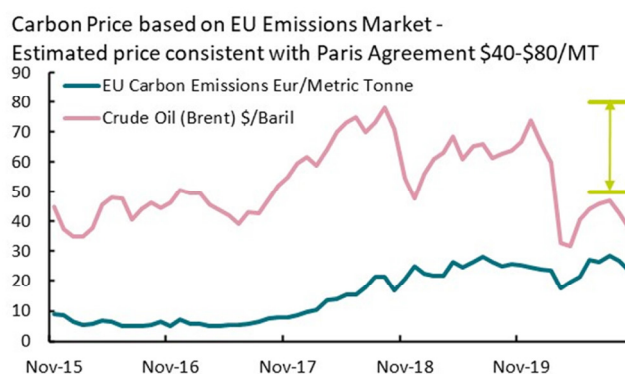
株式には、このほか2つの大きなテーマがある。1つは、デジタル化と自動化が社会の幅広い層に及ぼし続ける影響だ。これはコロナ禍で明確に浮き彫りとなったテーマでもある。従来の経済活動の多くは、オンラインでのコミュニケーション、ショッピング、教育、娯楽に取って代われ、その影響は規模の大小にかかわらずあらゆる企業に及びつつある。大手オンラインサービス業者やそれを支える技術は抜きん出た成長を続ける可能性が非常に高いが、同時に、規制当局や政府の監視にもさらされ続けるだろう。それでも、投資対象としての魅力は依然として大きい。

もう1つのテーマは、エネルギー移行に関するものだ。2020年は、温暖化ガス排出量の急速な削減が必要との意識が高まった年である。企業や銀行からアセットオーナーや資産運用会社に至るまで、民間部門は大きな貢献を果たしつつある。今後は、英グラスゴーで2021年11月に開かれる国連気候変動枠組条約第26回締約国会議（COP26）での各国政府の姿勢に注目が集まることになる。投資業界では、ESG（環境・社会・ガバナンス）要素の組み入れやインパクトファンドの拡大が続くだろう。ただしさらに興味深いのは、エネルギー移行関連で開発中の技術には、既存産業の企業業績を押し上げる可能性もあることだ。例えばグリーン水素（化石燃料を使わず、再生可能エネルギーから作る水素）については、最大の生産者も利用者も、素材セクターや資本財・サービスセクターの企業である。

温暖化ガス排出量を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」を実現するためには、この先何兆ドルもの投資が必要となる。

技術進歩によってエネルギー移行費用を減らすことが極めて重要となり、ここに豊富な投資機会が存在する。その代表が、現在進行中の再生可能エネルギー源開発や、温暖化ガス排出量削減に向けた戦略計画の卓越性という点からの業界の枠を超えた「ベスト・イン・クラス」企業の見極めだ。ただしその際には、科学的根拠に基づく目標を追求するとともに、エネルギー移行に関する費用曲線に最も大きな引き下げ効果を生み出す技術に重点を置かねばならない。グリーン燃料としての水素、二酸化炭素回収・貯留、グリーンエネルギーの新たな輸送・貯蔵法は、そのすべてが投資を必要とし、しかも主要企業への妙味ある投資機会が存在する分野となる。

Exhibit 1: Carbon price still too low



Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 19 November 2020

民間資金の動員と併せ、政府資金も投じられなければならない。この点では楽観視できる理由が存在する。バイデン氏率いる米国次期民主党政権の気候政策が、トランプ共和党政権とは大きく異なることだ。米国では、電気自動車や脱炭素エネルギーといった分野への注力が進むだろう。欧州においては、EUの復興基金や予算から多額の資金がグリーン投資に注がれることになる。サウジアラビアをはじめとする国々でも興味深い発展が見受けられる。中国が2060年までのカーボンニュートラル実現を目指していることも忘れてはならない。理想を言えば、世界的な炭素価格の確立等に関する国際協力の進展が望まれる。世界には数多くの炭素価格制度が存在するが、それぞれがばらばらの制度である上、大半の炭素価格は化石燃料脱却を加速させるほど高くはない。長期的には、炭素価格は大幅に上昇するだろう。現在では炭素（二酸化炭素の排出権）の上場先物を原資産とする金融商品が登場し、削減困難な炭素エクスポージャーのヘッジ機会や相殺機会を投資家に提供している（Exhibit 1参照）。

持続可能な経済には、富と成長をもたらす力がある。長期的な気候リスクの低減やエネルギー費用の削減は、生産性向上にも格差縮小にも不可欠だ。投資家は、政府や企業に対し、資金を持続可能性分野に振り向けることを求め、責務を果たすよう圧力をかけ続けなければならない。市場が長期成長を実現できるか否かは、最先端分野のたゆみなき進化にかかっている。過去20年間は、デジタル化が企業業績や株式投資家にとって強力な追い風となってきた。今後は、気候変動の緩和策がそれと同じくらい強力な要素となる可能性がある。

米国：反動増の年となるが、回復はまだ先

David Page

主なポイント

- 2021年になっても、冬季のコロナ感染拡大や大統領選後の政策行き詰まりをめぐる不確実性は続く。よりポジティブな展開であるワクチンの普及にも不確実性が残る。
- 当社では、米GDPは2020年のマイナス3.4%の後、2021年は4.8%、2022年は3.7%という力強いプラス成長を見込む。
- それでも、「完全な回復」は2023年末までかかると見ている。
- 政策支援については、FRBが唯一信頼できる機関という状況が続こう。低金利は2024年まで維持される一方、量的緩和の縮小は2022年早々にも始まる可能性がある。

誰も予想しなかった展開

当社の「マクロ経済見通し2020」は、2021年の景気減速と2020年末までのFRB緩和政策の維持について警告していた。感染症の世界的拡大が発生することも、米国の四半期GDPが統計開始以来最大の減少を記録することも、FRBのバランスシートが2008～09年の世界金融危機の後より急激な膨張を遂げることも、予想していなかった。

当社では2021年と2022年を見通すにあたり、依然として強い不透明感が続いていることを考慮している。例えば、冬が近づくにつれて欧米でコロナ新規感染者数が急増していることや、よりポジティブな事象として、2021年中にワクチンの集団接種が見込まれることが挙げられる。さらに、バイデン次期大統領がねじれ状態となる可能性の高い議会をどう乗り越えていくのかという、より普遍的な不透明感も斟酌している。

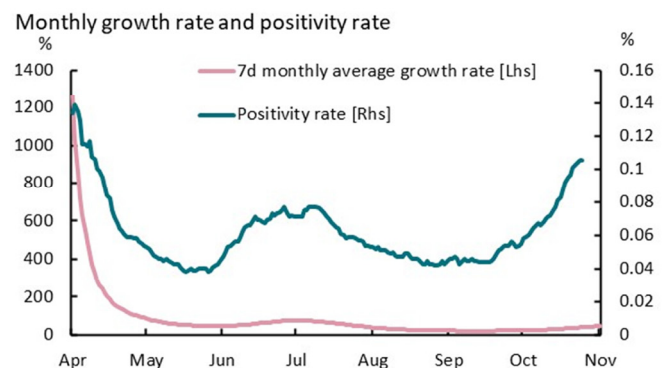
コロナ禍の経済状況

2020年の状況が示すように、コロナ禍の進展は深刻で予断を許さない。米GDPは2020年上半期に31.9%（年率）減少と、統計開始以来最大の下げ幅を記録した。米国では冬が近づくにつれ、再び感染が拡大している（Exhibit 2参照）。感染状況は第1波ほどの混乱は招かないにしても、夏場よりは悪化することが懸念される。こうした全体状況を俯瞰した上で、当社のGDP成長率予想は、2020年第4四半期を6.1%へ、2021年第1四半期をマイナス2.4%（いずれも年率）へとそれぞれ引き下げている。

2021年は、コロナワクチン集団接種の年となりそうだ。しかし、大規模な接種には困難が伴い、どの程度の人々が接種を望むのかも不透明である。ある調査の結果によれば、米国民の3分

の1は接種を受けないと見られている。当社では、ワクチン接種は2021年第1四半期には医療従事者と重症化リスクが高い層が対象であるが、第2四半期から対象が拡大され、冬を迎える前にはほぼ完了すると想定している。こうした展開が経済成長を押し上げる効果は、まだ定かではない。重症化リスクが高い人々が感染しにくくなれば、幅広い制限を課す必要性が減じ、2021年上半期の経済活動を活性化させよう。ワクチン接種対象がさらに拡大すれば、2021年下半期中の経済活動拡大に直結するだろう。全国的な人の移動がコロナ禍前の水準まで回復すれば、2021年半ばからの成長を大幅に押し上げるかもしれない。それでも、家計の可処分所得が抑制され、企業投資も債務水準の高さゆえに限定される可能性を考慮し、当社では成長率をより慎重に見込んでいます。

Exhibit 2: Virus on the rise again



Source: Johns Hopkins and AXA IM Research, Nov 20

第46代米国大統領：政権移行の遅れ

2020年11月の選挙の結果、2021年1月20日にバイデン氏が第46代大統領に就任する運びとなった。トランプ大統領はいくつもの訴訟を提起してきたが、いずれも根拠があるとは認められず、政権移行作業を遅らせるだけの結果となっている。しかも、次期大統領がどのような議会と対峙するのかがまだ確定していない。下院の過半数は民主党が維持したが、上院の過半数の行方は、2021年1月5日に行われるジョージア州2議席の決選投票の結果にかかっている。民主党が2議席とも獲得すれば、上院は与野党同数となり、カマラ・ハリス次期副大統領が決定票を投じられるため、民主党が実質的に過半数を得ることになる。ただし当社では、民主党が2議席とも獲得する可能性は低いと見ている（記注：民主党が2議席を獲得し、上院多数派を確保した）。

したがって、バイデン次期大統領はねじれ議会に直面する公算が最も大きく、政策決定に関する深刻な不確実性が生み出されることとなろう。バイデン氏はベテラン政治家で、超党派支持を取り付けてきた実績もある。しかし、米国政治は混迷と党派対立を深めており、オバマ、トランプ両大統領のねじれ議会

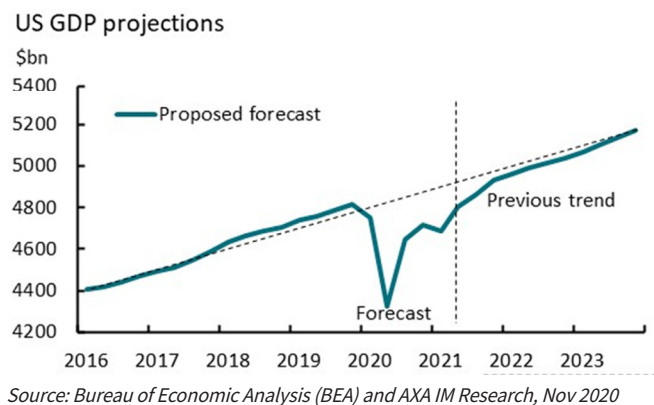
の下での政策運営は、とても励みになる前例とはいえない。当社では、政策が行き詰まって景気に影響を及ぼすことを憂慮している。閣僚人事の承認も難航するおそれがある。また、短期的な緊急経済対策の追加措置はさらに遅れ、縮小も見込まれる。2021年第1四半期に1兆～1.5兆ドルというのが当社の想定である。バイデン氏が掲げた進歩的な公約も大半は実現しそうになく、米国経済は長期的な大規模財政支援のないまま、金融緩和頼みの状態が続くこととなろう。

成長は速いが回復の道のりは長い

目先の見通しは、コロナ禍と短期経済対策の両方にかかっている。コロナ禍によるこの先数カ月の消費冷え込みが見込まれる中、追加的財政支援が遅れ続けており、家計所得の低下をもたらしている。貯蓄率は2020年4月以降下落しているが、9月にはまだ14.3%という高い水準にあった。ただし当社では、貯蓄率は低下を続け、2020年末には11%を下回ると見込んでいる。追加経済対策が2021年第1四半期に実施されなければ、所得低下が個人消費を湿らせ、2021年早々からの成長の足かせとなろう。

当社では、2021年は出だしこそ厳しい時期となるものの、その後は期待が持てると考えている。新たな経済対策と段階的なワクチン集団接種が実現すれば、消費と雇用を下支えするだろう。2021年の成長率は4.6%（市場コンセンサスは3.8%¹）と見込んでいる。2022年については、政府が膠着状態に陥り、長期的な財政支援策を実現できないことから、3.7%（同2.9%）に鈍化すると見ている。

Exhibit 3: US mobility and economic activity



当社では、過去20年超における最速ペースでの継続的成長を想定しているが、これは2020年に見込む3.4%のマイナス成長の後のことである。Exhibit 3は経済活動水準への影響を図示したもので、米国は2023年に至ってもなお、コロナ禍前の成長軌道には戻らないと予想している。とはいえ、2016～19年の成長は、長期的な潜在経済成長力を上回るものであった可能性がある。当社では、米国は2023年末までに需給ギャップを解消するものと見込んでいる。

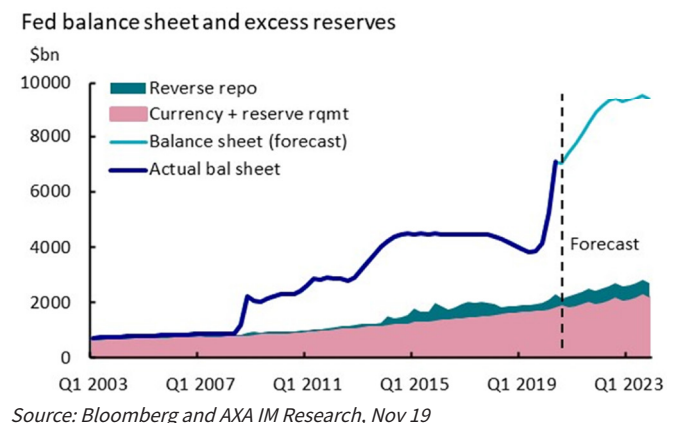
需要不足の継続により、この先2年間は労働市場に緩みが残るだろう。失業率は2020年10月に6.9%と、想定以上に速く回復しているが、今後数カ月はほとんど改善が見られないおそれがある。さらに、労働参加率も2020年年初の水準を1.7ポイント下回ったままである。当社では、2021年に景気が回復するにつれ、雇用も労働参加率も改善していくと見込んでいる。特にワクチン接種が労働集約型サービス産業の回復を後押しすれば、力強い改善が見込めよう。ただし失業率については、2021年末で6%弱にとどまり、そこから2022年平均で5.2%まで下がると予想している。

インフレ率は、2021年には緩やかな上昇が見込まれる。急速なモノの需要の拡大とドル安を背景に、インフレ率はこのところ想定より堅調に推移している。今冬にはこのトレンドがいくらか覆る可能性もあるが、消費者物価指数（CPI）インフレ率が2021年中盤までに2%を超えるのは、ベース効果（前年同期の原指数が低めの場合、上昇率が高く出ること）から見て確実である。ただし、経済活動は拡大するものの、供給過剰が物価の下押し圧力となり続けよう。当社では年平均CPIインフレ率を、2020年は1.3%、2021年は1.8%、2022年は2.2%と見込む。FRBが好んで使う指標である個人消費支出（PCE）インフレ率については、CPIより若干低位にとどまり、2021年は1.5%、2022年は1.9%というのが当社予想である。

頼りはFRB

緩やかな景気回復しか望めない以上、継続的な政策支援が必須となる。当社の基本シナリオ選挙分析は、支援は財政措置よりも金融政策を通じて提供される公算が大きいことを示唆している。目先では、新たな感染拡大リスクや（逆説的ではあるが）ワクチン期待に対する市場の過剰反応が発生すれば、FRBを資産購入量の拡大、購入国債の年限の長期化、さらなる流動性供給といった追加策へと動かすかもしれない。しかし、総合的に考えて最も可能性が高いのは、FRBが月1200億ドルという桁外れのペースでの資産購入を継続することであろう（Exhibit 4参照）。

Exhibit 4: Evolution of forecasts



¹ Bloomberg, Nov 2020.

FRBは金融政策の設定における新たなアプローチとして、（インフレ率の一時的なオーバーシュートを許容する）平均インフレ目標を採用した。加えて、労働市場が完全雇用に達するとともにPCEインフレ率が目標に達してそれを緩やかに上回ること、というフォワードガイダンスも導入している。裁量の余地が広いことから、FRBがこうした条件をどう解釈するのかは今後見守っていく必要がある。ただし当社では、需給ギャップは2023年末まで解消されないと予想しており、PCEインフレ率がそれよりかなり前に目標を超える可能性があるとは考えていない。また、当社の現時点での労働市場予測では、完全雇用状態に達するのは2024年と見ている。したがって当社では、2024年まではフェデラルファンド金利の変更は想定していない。

FRBは一方で、自らのバランスシート方針については何のガイダンスも提供していない。当社では、2021年は軟調なスタートが予想されることから、FRBは2021年を通じて慎重な姿勢を保ち、今のペースでバランスシートを拡大し続けるものと見込んでいる。そして、2021年終わり頃には買い入れを縮小すると警告を発し、2022年大半をかけて量的緩和プログラムを段階的に縮小した後、2023年にはFRBの負債の若干の増加にとどまる、というのが当社の想定である。ただし、ワクチン接種に伴う景気のアップサイドリスクが顕在化した場合には、FRBは段階的縮小を2021年下半年へと前倒しする可能性もあろう。

ユーロ圏：コロナ関連対応は終わらず

Apolline Menut

主なポイント

- コロナワクチン開発という朗報も、2021年中盤まではマクロ経済の軌道を変える可能性は薄い。当社では、2020年は軟調に終わり、2021年になっても上半期は回復の足取りが弱いと見込んでいる。
- ただし、感染対応関連の状況が正常化すると見通しは、政府による景気刺激策の拡大につながり、財政赤字は高止まりするだろう。
- ECBはこうした展開が深刻な問題とならないよう、暗黙的なイールドカーブ・コントロールへと向かっている。この政策には柔軟性が求められるが、上限に関する議論は難航し、EU財政ルール見直しという幅広い視点で検討されるだろう。

一刻も早く終わって欲しい2020年

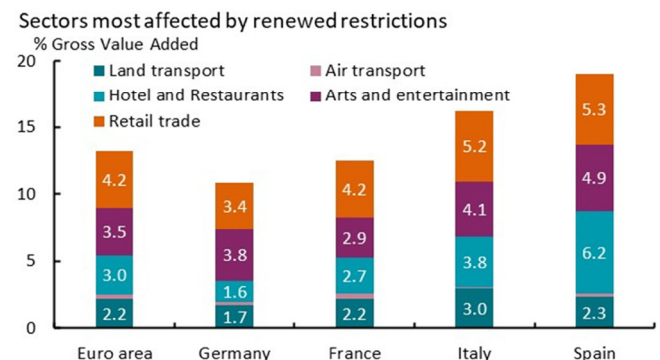
ユーロ圏各国にとって、2020年は一刻も早く終わって欲しい年である。ユーロ圏GDPは、上半期に15.1%の落ち込みを記録した後、力強いが部分的な反動増にとどまった第3四半期を経て、第4四半期は前期比4.1%減と再びマイナス成長に陥る見込みだ。感染第2波を受けて秋に再導入されたロックダウンは、休校も公的部門や企業の閉鎖もなく、春のロックダウンよりは緩やかな制限にとどまっている。したがって、経済活動に対する打撃も、4月はユーロ圏平均でマイナス25%程度であったのに対し、11月はマイナス10%にとどまるものと当社では想定している。それでも、ユーロ圏の2020年成長率は2019年を8.3ポイント下回る見込みだ。国による成長率の違いは大きく、感染の拡大状況、規制の厳格さ、最も打撃が大きかった産業への依存度（Exhibit 5参照）、財政支援も国によってまちまちである。こうした点から、当社ではドイツの2020年成長率を前年比マイナス6%と予想しており、これはスペインで見込む減少幅の半分、ユーロ圏全体のマイナス7.7%予想と比べてもかなりましな水準となっている。

ワクチンによる成長押し上げは下半期

当社では、2021年上半期の回復は弱いものととどまると見ている。ファイザーやモデルナが開発するワクチンの動向はポジティブであり、ロックダウンの導入と解除が繰り返され、成長基調への悪影響が長引くという懸念の解消につながるだろう。しかし当社では、足元の成長への影響は限定的と想定している。ワクチンの生産・物流能力の制約から見て、集団免疫は夏前には獲得されないと考えるためだ。政府はそれまでの間、2020年夏の経験から得た貴重な教訓を踏まえることだろう。すなわち、検査や接触者追跡が十分に行われていない状況においては、制限の解除は段階的に行わなければならない、という点だ。

ワクチンによって先行きに対する確信が強まったとはいえ、各国は感染第1波から部分的にしか回復していない脆弱な状態で第2波に直面してしまったのが実情である。ユーロ圏の消費マインドは2020年夏に頭打ちとなり、10月には厳格な感染抑制策の導入前にもかかわらず若干低下している。労働市場への影響は短時間勤務制度によって大幅に緩和されているものの、失業者数は2月以降で15%増加しており、雇用なき回復の兆しがいくつも見られる。例えば、第3四半期の就業者数は前年比で2%減少しており、企業の雇用意欲もサービス・製造両部門で低下している。こうした状況の中、この先数カ月間にわたって高水準の予備的貯蓄が続き、家計消費を抑え込むだろう。

Exhibit 5: One aspect of internal divergence



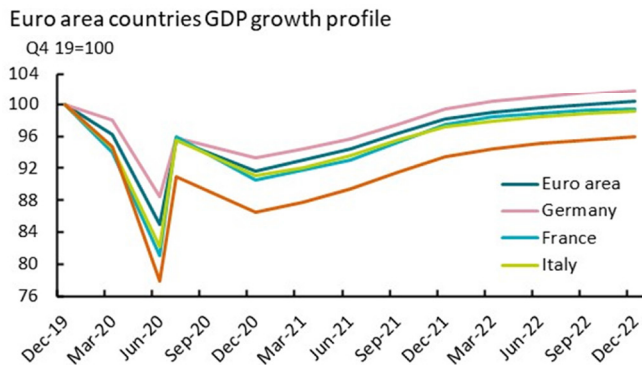
Source: Datastream and AXA IM Research, as of 16/11/20

このため、需要の弱さを主因に、企業は引き続き生産を制限することになる。こうした展開もまた、経済活動の水準が第1波から完全に回復していない状態に追い打ちを掛けるものとなる。打撃が比較的少なかった製造業でも、操業率は今なおコロナ禍前の水準を6%下回っており、サービス産業に至っては過去最低レベルからわずかに改善したにすぎない。短時間勤務制度による後押しにもかかわらず、利益は圧迫されている。銀行の法人融資の信用基準はすでに厳格化されているが、信用リスクが高まる中、2020年第4四半期にはさらなる引き締めが見込まれる。債務も急激に膨らんでいる。こうした状況では投資拡大は見込めないばかりか、倒産増加リスクもあることは言うまでもない。今のところ、規制当局の方針を受けた一時的返済猶予によってこうしたリスクは抑制されているが、リスク現実化を回避できるだけの速さで需要が回復しないおそれもある。

ワクチンが広く接種されるようになれば、感染抑制策の本格的縮小が可能となり、2021年下半期にはある程度の成長加速が見られるだろう。外部環境による支えを受ければ、国内ホスピタリティ産業の大幅な回復も見込める。家計消費（予備的貯蓄の解消）と輸出（観光客の拡大）が回復の原動力となるが、投資の回復は大きな債務残高によって抑制されよう。当社では、ユーロ圏の2021年第4四半期をコロナ禍前の水準と比べると、個人消費は3.2%下回るのみであるのに対し、投資は依然として8.1%下回るも

のと予想している。ユーロ圏の成長率は2021年通年では3.7%となり、2022年も4.4%と堅調さを保つだろう。それでも、ユーロ圏経済がコロナ禍前の水準に戻るのには、当社の予測期間末（2022年末）までずれ込むこととなろう（Exhibit 6参照）。

Exhibit 6: A long time to come back to square one



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 16/11/20

2021年上半期の政策支援が最終局面に

ワクチンは、足元の成長押し上げ効果は限定的であるが、経済政策に対しては早々に強力な影響をもたらすものと考えられる。2021年下半期のどこかの時点では正常な状況に戻れるという見通しは、各国政府を景気刺激策拡大へと駆り立てるだろう。実際、2021年上半期が回復前の最終局面となるのなら、財務当局も公的債務が際限なく積み上がることをそれほど懸念せずに、目先数カ月の支援を拡大するリスクを取れるはずだ。

これが特に当てはまるのはスペインである。同国のこれまでの財政支援は、他国より若干消極的なものにとどまっている。実際のところ、2020年の財政刺激策はいずれの国もGDPの4.5%～5.5%程度と大体同じような水準にあるが、上述したように、GDPの下げ幅には国によって大きな開きがある。つまりドイツはスペインと比べ、規模の大きな経済対策をいち早く実施したことになる。スペインは2021年については、次世代EU復興基金からの分配金（270億ユーロ）を大いに頼みにしている。ただし、実際の分配は2021年下半期からとなり、2024年により大きく最大額となる。なお、同基金の「法の支配」条件をめぐる行き詰まりの解決については、当社は依然としてポジティブに見ており、ポーランドとハンガリーがEU予算に実際に拒否権を発動するのは、両国にとって経済的損失も、そしておそらく地政学的損失も大き過ぎると思っている。

ドイツ、フランス、イタリアは、ワクチン開発を待たずに財政支援を拡大済みだ。フランスは、ロックダウンの再発動によって「（景気対策が失効する）財政の崖」の先送りには追い込まれ、短時間勤務制度や国による債務保証制度を延長したほか、企業支援の規模も拡大している。ドイツは、2020年11月のロックダウンから直接影響を受けた企業に対して収入減少分の70%～75%を補填する100億ユーロの支援策を発表するとともに、企業の固定費を対象とするつなぎ支援金を2021年半ばまで延長す

ることも明らかにしている。フランスでは連帯基金の受給資格が緩和されただけでなく、2020年春時点より支給内容も拡充されている。イタリアも同様で、80億ユーロの支援策が実施されている。当社では、ワクチン開発によって、こうした被害抑制策が2021年第1四半期のかかなりの部分まで延長されやすくなったとともに、本格的な需要刺激策が発動される可能性も生まれたと見ている。こうした政策の明らかな帰結の1つは、2021年の財政赤字と政府債務が2020年10月中旬に欧州委員会に提出した予算案での計画値を上回ることである。当社では、こうした点がいかなる負の影響ももたらさないよう、ECBが策を打つものと考えている。

長期的視点に立つECB

ECBは、感染第1波の際にはいち早く迅速な支援策を導入し、緩和的な金融状況を確保するとともに、金融市場の分断化を縮小させた。感染第2波を受け、2020年12月にはさらなる施策が見込まれている。ECB年次フォーラムにおけるラガルド総裁の発言は、PEPPと貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）が引き続き主な手段となることを示唆している。当社では、PEPPは5000億ユーロ増額の上で2021年末まで延長され、再投資も2023年末まで延長されるものと見込んでいる。さらにTLTROについても、拡充の上、適用金利の軽減措置が少なくとも2021年末まで延長されるほか、より低い二重金利構造とされる可能性もあると考えている。

ラガルド総裁はECB年次フォーラムの機会を捉え、短期金融政策への示唆だけでなく、始まったばかりの見直し作業の結論をある程度先取りする形で、戦略シフトについても明確な発言を行った（当社ではこのシフトで、（上限ではないという意味での）対称的インフレ目標や暗黙的な平均インフレ目標の導入を想定している）。総裁による、財政政策の「クラウドニング・アウト効果を、金融政策によって最小化しなければならない」という発言は、事実上ECBを暗黙的なイールドカーブ・コントロールへとコミットさせたことになる。つまり、緩和的なアプローチはECBが設定した上限に達したとしても維持される、という意味である。現実的に見ても、ECBが各国政府への支援を約束した後に、国債保有残高が一定額に達したからといって支援を撤回することは、ほぼあり得ない。この点は、足元では限られた意味しか持たない。PEPPには柔軟性が組み込まれており、2021年末までの延長は確定同然と思われるからだ。

しかし2021年終わり頃には議論の再燃が予想される。当社の基本シナリオ予測によれば、ユーロ圏はその頃までには緊急事態と呼べる状態からは脱していると思われ、その場合、以降のPEPP延長は正当化が難しくなるだろう。ただしECBの最新予測によれば、2021年末頃のインフレ率は1.5%とまだ目標を下回っており、しかもこの予測は、ドイツでの付加価値税率引き下げ終了による上向きのベース効果を受け、人為的に押し上げられたものである。これだけを見ても、金融政策は緩和的な姿勢を保つ必要があるとの意味となろう。需給ギャップはまだ大きくマイナスであることから、景気支援的な財政政策もおそらく維持す

る必要があるはずだ。こうした状況では、ECBの通常の量的緩和制度である資産購入プログラム（APP）も拡大が求められよう。2021年9月に総選挙を控えたドイツ政府が財政支援に積極的であることや、EU復興基金の中核を成す復興・強靱化ファシリティがECBにさらなる購入対象資産を提供することは、APPが上限に達する時期の後ろ倒しにつながる可能性もある。ただし、ECBがAPPの上限という問題に目に見える形で取り組まなかった場合には、市場がAPPの信頼性に疑問を呈するおそれもある。金融政策と財政政策との連携には相互信頼が欠かせない。だからこそ、EUにおける財政ルール見直し議論の行方は、今後注意して見守る必要がある。

英国：冬場の感染拡大とEU離脱が2021年の回復を遅らせる

David Page

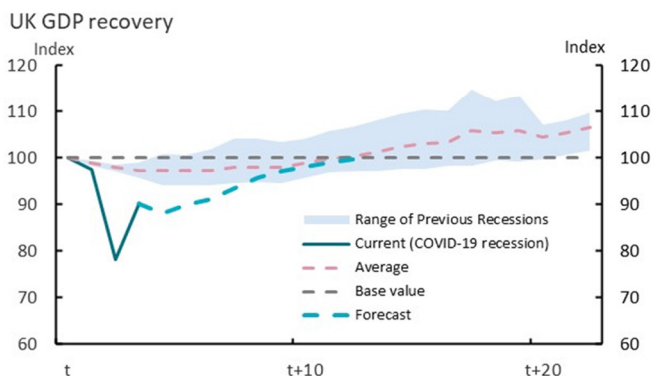
主なポイント

- コロナ禍は英GDPを10%縮小させた。さらに、冬季の感染拡大とEU離脱に伴う混乱がこの先何四半期か回復を下押しするおそれがある。
- 感染抑制策の緩和とワクチン接種開始を受けて、2021年は4.6%、2022年は6.5%の成長が見込まれる。
- 政策支援は引き続き重要な役割を果たす。当社では、2021年に財政刺激策パッケージとイングランド銀行（BoE）による量的緩和拡大を想定しているものの、総合的に勘案し、マイナス金利は見込んでいない。

コロナ禍は壊滅的な落ち込みをもたらした

英GDPはコロナ禍を受け、2020年第2四半期にはマイナス19.8%と、統計開始以来最悪の四半期下げ幅を記録した。この落ち込み幅は世界的に見ても最大規模だった。第3四半期には15.5%の反動増となったが、それでもGDPの規模は、2019年末を9.7%下回る水準にとどまっている。2020年第4四半期におけるイングランド全土でのロックダウン再導入は、前回より期間が短く制約も緩いものの、年末までさらにGDPを落ち込ませる可能性が高い。当社では、2020年のGDP成長率をマイナス11.2%と予想している。Exhibit 7は今回と過去の不況時の比較を図示したものである。

Exhibit 7: GDP comparison with prior recessions



Source: National Statistics, AXA IM Research, Nov 2020

当社では、2021年には反動増を見込んでいる。2020年12月のロックダウン解除を受け、2021年初頭には強い反動増が期待されるが、当社ではリスクにも留意している。新規感染者数の増加が鈍化しつつあるという希望の光はあるが、2020年12月中に抑制策が完全に解除されるわけではなく、翌1月に感染状況が再び悪化する可能性もある（訳注：1月上旬、英国はイングランドでの3度

目のロックダウンに入った）。集団接種は2021年半ば頃から始まり、年末近くには景気を押し上げるものと見込んでいる。物流面での課題は大きい、ワクチンへの需要は高いようだ。重症化リスクが高い層や医療従事者への接種が早期に実施できれば、新規感染者数再拡大から景気を守ることにともなう。

英国のEU離脱移行期間は2020年末で終わるが、本稿執筆時点では、英国とEUは移行期間終了後の貿易協定について合意できていない（訳注：英国とEUは12月末に貿易協定締結交渉で合意した）。当社では間もなく合意できるものと想定しており、その場合には、さらなる離脱コストの発生を防ぎ、特定の金融サービスなどに関する、より広範な協定への道が開かれる。しかしいずれにせよ、現段階での協定は必要最低限の内容にとどまるだろう。そして、たとえ包括的協定が結ばれた場合でも英GDPは4.9ポイント下がり、合意なき離脱の場合は7.6ポイント低下するとの予想が出されている²。新たな貿易条件に対して十分に備えができていないと答えた英国企業は、全体の5%程度である³。当社では、港での混乱が輸出の滞り、在庫の蓄積、生産量の削減を引き起こすと予想している。EU向けのモノの輸出は平年で英GDPの約9.5%を占めるため、代償は大きくなる。万一合意なき離脱となれば状況はさらに悪化し、2021年のGDP成長率は現行予想をさらに1ポイント下回るおそれがある。

当社は2021年初頭の成長については慎重に見ており、2021年通年ではプラス4.6%と、1997年以来最大の成長を見込んでいる。しかしそれでも、GDPの規模は2019年末を4%下回る水準にとどまる。2021年下半期のワクチン接種は2022年の回復に寄与し、当社では2022年の成長を6.5%と見込んでいる。経済活動も、2022年末までには2019年末の水準に戻るだろう。供給能力は拡大を続けるため、2022年末であっても供給過剰が見込まれる。とはいえ、EU離脱に伴う恒久的損失とコロナ禍による打撃を受けた需給ギャップは、2024年には解消されるだろう。

余剰能力は、労働市場において最も顕著となるだろう。一時帰休制度が経済を下支えしているため、失業率はこれまでのところ4.8%までしか上がっていない。ただし、この手段は、労働市場における余剰能力の規模を隠しているにすぎない。一時帰休制度は2021年3月までの延長が決まり、こうした状態は2021年にも続く。当社は現時点では、失業率は2021年半ば頃に7.5%に達した後、2022年末までに5%へと下がるものと見込んでいる。

一時帰休制度等の支援策の延長は、ロックダウン解除後の景気好転を確保するためには重要である。しかし、回復を促進するためには中期的な成長刺激策パッケージも必要となる。当社では、2021年予算における大規模な財政刺激策を予想している。ただし、対GDP比で財政赤字が20%に迫り、政府債務がGDPの100%を超える状況では、財務省は長期的な財政再建も勘案する必要がある。

² “EU Exit: Long-term economic analysis”, HM Treasury, Nov 2018

³ Monetary Policy Report, Bank of England, Nov 2020,

BoEも支援を提供することが見込まれる。2020年11月の1500億ポンドに上る量的緩和策拡大の後、BoEは2021年半ばにはインフレ率が2%に達すると予測している。当社では、インフレ率の上昇は短期にとどまり、2022年の平均インフレ率は1.5%となると見込んでいる。インフレ率を目標まで戻すためには、追加刺激策が必要となるだろう。量的緩和策については、2021年第2四半期にさらに750億ポンド拡大され、資産購入は2022年まで延長されるものと見ている。ただし当社では、マイナス金利の利点については疑問視しており、2021年半ばから景気回復の基礎が整っていく中で、BoEがマイナス金利を試すとは想定していない。

日本：コロナ禍が終息すれば追い風に乘れる可能性も

Hugo Le Damany

主なポイント

- 日本は新型コロナウイルスの感染状況が他国ほど深刻ではなく、政府と日本銀行からの大規模支援によってレジリエンス（回復力）は増している。今後再び何らかの制限が実施される可能性があるが、4月ほど厳しいものにはならないだろう（訳注：政府は1月7日、東京、神奈川、埼玉、千葉の1都3県を対象に緊急事態宣言を発令した）。
- 個人消費が見通しを左右するが、高い貯蓄率、労働市場の底堅さ、大規模な需要刺激策がこの見通しを下支えするとみられる。
- GDPは2020年に5.5%減少した後、2021年は3%増加、2022年は2%増加すると予想している。

感染拡大のコントロールが引き続き極めて重要

短期的見通しは、新型コロナウイルスの感染状況の動向に依然として制約されている。日本はこれまでのところレジリエンスを発揮し、全国の集中治療室（ICU）の病床稼働率は原稿執筆時点では15%にとどまっている。新規感染者数は増えているが、日本は厳しい制限を課することなく感染再拡大に対処できると当社は見ている。政府と日銀からの大規模かつ協調的な支援が極めて重要であり、それは今後も変わらない⁴。足元では、小売業はコロナ前の水準に戻つつあるが、サービス業はまだ苦戦しており、工業生産は落ち込みの半分程度を取り戻すにとどまっている。また、中国は力強い回復をみせ、米国の自動車需要も拡大しているが、輸出は現在2019年の水準を5%下回っている。

個人消費が日本の回復を牽引する可能性が高い。2019年の消費税増税と新型コロナウイルスの感染拡大が消費行動を抑えてきたが、いくつかの追い風が回復を促すと考えられる。雇用調整助成金制度ならびに各世帯や中小企業への現金給付など様々な財政支援によって、所得は概ね維持されている⁵。その結果、予備的貯蓄と強制貯蓄が共に増加し、貯蓄率が可処分所得の25%というかつてない高水準に押し上げている。労働市場も底堅く、失業率はわずか0.6ポイント上昇の3%にとどまる一方、求人倍率は1を維持している。最後に、2021年第1四半期には7兆円の第3次補正予算が需要を刺激する可能性が高い。国内旅行の割引を行う「Go Toトラベル」事業は2021年までの延長が見込まれ、低所得世帯への現金給付も実施されるとみられる。

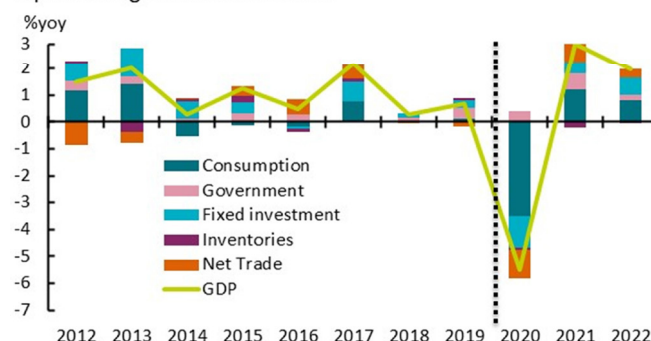
投資に関しては、見通しがまちまちである。資本ストックの毀損が起きていないため、需要が大幅に加速するまでは生産関連の投資は動きが鈍いと予想される。他方では、第1次補正予算に組み込まれた15兆円の事業計画によって日本はデジタル化を

加速させる可能性が高く、2021年度予算には税制上の優遇措置が盛り込まれると予想される。また、菅首相は2050年までに日本の温室効果ガス排出を実質ゼロにする計画を実現したいと考えている。具体的な数字はまだ出ていないが、エネルギー、輸送、住宅などのセクターで大規模な刺激策が講じられるかもしれない。貿易についても、世界経済が拡大局面に移行する可能性が高いため、今後数四半期にわたって徐々に回復すると予想している。最大のリスクは、米国で新型コロナによるサプライチェーンの混乱が再び発生することである。

全体として、GDPは2021年には3%増加、2022年には2%増加すると当社は予想している（Exhibit 8参照）。楽観的な報道も見受けられるが、GDPがコロナ以前の水準に戻るのには2022年第2四半期以降とみられる。日本の潜在成長率が引き続き0.5%前後で推移すると想定すると、その時点で潜在成長率を0.6ポイント下回ることになる。

Exhibit 8: GDP growth and contributions

Japan: GDP growth contributions



Source: Cabinet Office and AXA IM Research, as of 18/11/2020

インフレ率の低下が日銀をさらに悩ませるおそれ

短期的には、需給ギャップの大幅な縮小や「Go Toトラベル」事業などの施策の影響、ならびに今後予想される携帯電話料金の引き下げが重石となり、CPIインフレ率の上昇はさらに抑えられるとみられる。その結果、CPIは2021年にマイナス0.2%まで下落し、2022年によりややくプラス0.1%まで回復すると予想される。

こうした中、日銀はさらなる緩和政策を求める声に直面するとみられる。企業向けの資金繰り支援特別プログラムにはまだ余裕があるため、需要がある限り2021年第3四半期まで延長されると当社は予想している。同時に、日銀は引き続き国債買入れを柔軟に調整し、政府による国債追加発行を支えとみられる。だが、日銀は金融システムにさらなるストレスがかかる可能性を考慮し、マイナス金利の深掘りは回避したいだろう。最終的に1ドル100円の暗黙の防衛ラインを超えて円高が進んだ場合、日銀は難しい決断を迫られるかもしれない。

⁴ Le Damany, H., "Japan's COVID-19 response: Crisis met with strong economic package, but is it enough?" – June 2020

⁵ Le Damany, H., "COVID-19, economic stimulus and monetary policy... How is Japan responding to the crisis?" – May 2020

中国：通常運転に復帰

Aidan Yao

主なポイント

- コロナ禍からの正常化の進展、公的政策、自律的な経済成長が2011~22年の見通しを左右する。
- 新型コロナウイルスの蔓延を効果的に国内で封じ込めても、そのさらなる影響は国外からもたらされる可能性が高い。
- 緩和政策によって自然成長率の回復が実現し、経済のさらなる正常化を促すとみられる。

激動の1年が終わりを迎える

2020年は、世界経済にとって第二次世界大戦以降最大の試練の年の1つとして歴史に刻まれるだろう。死に至る感染性ウイルスが引き起こした重大な公衆衛生上の危機は、世界中の政府が人の移動を制限し、経済の大部分を停止する思い切った措置を講じたことによって、瞬間に経済的大惨事へと発展した。中国は感染が最初に発生した都市で非常に厳しい全面的なロックダウン（都市封鎖）を実施し、それによって経済は突然停止を余儀なくされ、大きな打撃を受けた。だが幸い、その犠牲は無駄ではなかった。厳しい対応がウイルスの封じ込めに効果を上げ、感染拡大の勢いは即座に弱まった。大規模な緩和政策に後押しされた経済の迅速な再開は経済活動の力強い回復につながり、中国は2020年通年で主要国の中で唯一プラス成長を維持すると見込まれている。

2021年のマクロ経済見通しは、経済のさらなる正常化、感染状況、公的政策を反映したものになるだろう。正常化政策の一部（より厳しい感染制御や自律的な成長エンジンの復旧を図る政策）が当社の成長率予測を押し上げる一方、刺激策の縮小につながる正常化政策は、成長率予測を押し下げる。以下では、それぞれの政策について順を追って検討していく。

新型コロナウイルスが貿易を通じて引き続き悪影響を及ぼすおそれ

2020年の経済状況の最大の決定要因となった新型コロナウイルスの感染拡大は、世界的にまだ終息に至っていない。本稿執筆時点において、欧州は感染拡大第2波の最中にあり、一方米国では第1波すら収まらないまま感染再拡大に見舞われている。中国は欧米諸国と比べてはるかにうまく感染拡大を制御している。最初の感染発生以降、小さな「余波」は多少あったものの、迅速な隔離、効果的な感染者の追跡、幅広い検査、厳重な検疫、マスク着用とソーシャルディスタンスの必要に応じた義務付けといった政府と国民による包括的な対応が効果を上げ、感染者数を欧米の水準をはるかに下回る数に抑えることに成功した。また、中国は新型コロナワクチンの開発競争でもリードしている。3種類のワクチンが第3相臨床試験段階にあり、うち少なく

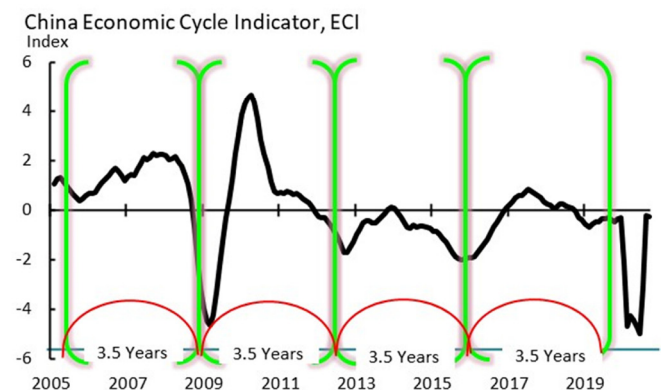
とも1つは年内にも実用化され、2021年には大規模に展開されると広く期待されている。安全かつ有効なワクチンは、新型コロナウイルスに対抗できるという国民の自信を一層高めるのに役立ち、社会と経済の正常化を加速させるとみられる。

パンデミックとの闘いで先行する中国の立場を踏まえると、新型コロナウイルスのさらなる影響は、国内よりも国外からもたらされる可能性が高い。感染拡大がまだ収まらず、再びロックダウンに踏み切らざるを得ない貿易相手国が多い中、中国は短期的に通常の輸出品の需要減少に直面するおそれがある。しかし、医療関連製品の需要が引き続き底堅いと思込まれると同時に、在宅勤務を続ける人が多いことから電化製品の出荷も底堅いと思われる。2019年の総輸出額の31%を占めるこれらの製品の販売増加が、深刻な輸出減少から中国を救うのに一役買っている。

なお、ワクチンの普及後に新型コロナウイルスをめぐる見通しが改善した場合、コロナ関連製品の販売が減少する代わりに、通常の輸出品が世界的な需要回復によって持ち直すだろう。分散化が進んだ中国の生産基盤はパンデミックの様々なシナリオに備えて自国の輸出を守る「ヘッジ」を形成していると言える。

新型コロナウイルス以外では、米中貿易の緊張がバイデン政権下で徐々に緩和され、2021年の追加関税引き上げはないと当社は予想している。しかし、既存の関税を引き下げのためのハードルも高く、主導権争いが依然熾烈なテクノロジーなど他の分野で中国側が譲歩を求められる公算が大きい。

Exhibit 9: Economy regains lost ground



Source: Bloomberg, CEIC and AXA IM Research, as of 12/11/2020

政策の正常化が成長の見通しを左右する

経済が縮小した原因は新型コロナウイルスの感染拡大にあるが、その後の回復は中国政府の強力な介入なしには成し遂げられなかっただろう。コロナ禍の最中には、企業を破綻させず、従業員の雇用を守るために、強力な金融・財政刺激策が導入さ

れた。いったん感染状況が落ち着くと、緩和政策が工場の再稼働と業務再開に決定的な役割を果たした。他の多くの国の政策ほど拡張的ではないにもかかわらず、中国の刺激策がうまく機能しているとみられるのは、新型コロナウイルスを効果的に封じ込めた後で経済救済策を実施したからである。

経済秩序が徐々に回復する中、中国政府は超緩和政策からの脱却を始めている。中国人民銀行は近ごろ流動性供給に対してより慎重な姿勢をとっており、預金準備率や金利の引き下げなどの有力な政策ツールの利用を控えている。これは、経済データの改善と相まって、オンショア債の利回りがコロナ前の水準まで上昇することにつながっている。金利が正常な水準に戻れば、通貨量（信用供給量と通貨供給量）も後に続くと思われる。これは2021年の信用成長率と名目GDP成長率の段階的な収れん、さらには累積債務比率の安定化に結果的につながると予想される。インフレ率が抑制されているため、中国人民銀行は金融引き締め政策への転換を急いでいないようだが、不動産など一部のセクターでは、金融不均衡の高まりに対しての絞ったリスクコントロールの強化が行われる可能性がある。

財政政策も正常化に向かいつつある。中国政府は、財政赤字をGDPの3%前後まで削減したり、新型コロナウイルス対策特別国債の発行を停止したりするなど、感染拡大の最中に導入した緊急措置の一部を解除して正常化に着手するとみられる。刺激策の解除は金融政策の変更よりも段階的でデータに基づいたものとなる可能性が高く、長引く逆風が経済に与える影響を和らげるために一部の支援策は継続するとみられる。

当社は、2021年が中国の第14次5カ年計画の初年度となることにも留意している。新しい都市化、技術向上、サプライチェーン強化などの一部施策に対する強力な政策対応が財政支出を押し上げ、景気刺激策縮小の影響を一部相殺する可能性がある。全体として、金融・財政政策の正常化により、2021年は経済支援策が縮小されると当社は予想している。

自律的な経済成長が下支えへ

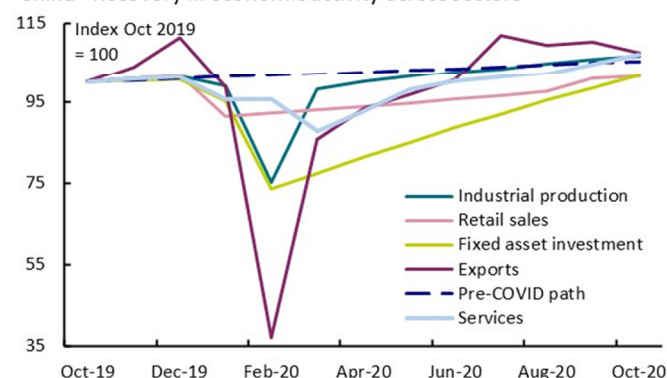
予想される緩和政策の解除は、自律的な経済成長の回復によって支えられるだろう。2020年第1四半期以降のGDP成長率の力強い回復は、大きな損害をもたらしたコロナショックから経済が立ち直り始めた証しだった。人の移動、交通渋滞、飲食店注文、電子商取引売上など多くの第三者指標が、コロナ前の水準にほぼ戻っている。当社が独自に開発した景気循環指標も底を打った後に力強く反発しており、中国経済がトレンド成長率に近づいていることを示唆している（Exhibit 9参照）。

重要なのは、直近の回復が、中国人民銀行が緩和政策を縮小し、インフラ投資の伸びが鈍化する中で起きていることである。このことは、政策主導ではなく自律的な成長が回復を牽引する力として優位になり始めたことを物語っている。

全体的な業績は目覚ましいが、中国の回復にはセクターによるばらつきが見られることに注目する必要がある。輸出と工業生産が急速に回復する一方で、労働市場が停滞し家計の購買力を支える公的支援が限られる中で、個人消費の回復が遅れていることがExhibit 10からわかる。だが明るい材料として、労働市況と個人消費はここ数カ月間で揃って改善している。こうした分野のさらなる正常化によって、中国政府が政策を徐々に正常化できる、よりバランスのとれたマクロ経済基盤がつけられることが期待される。

Exhibit 10: Recovery is strong but uneven

China - Recovery in economic activity across sectors



Source: CEIC and AXA IM Research, as of 12/11/2020

すべての変動要素を総合的に判断すると、中国の成長は力強く加速し、年間成長率が2020年の2.3%から2021年には8%に上昇すると当社は予想している。ただし、この上昇のほぼ半分がベース効果に起因することに注目すべきである。GDPの水準については、2021年末時点でコロナ前のトレンドをやや下回ると見込まれる。成長率がベース効果の歪みを除いてトレンド成長率の5.5%に戻る2022年には、この隔たりが解消されるとみられる。

リスクは大きいがバランスは取れている

全体として、中国経済は正常化の途上にあるが、完全に正常化するのは2022年以降だと当社は予想している。しかし、新型コロナウイルス、政策運営、自律的な経済成長という3つのマクロ要因すべてが当社予想から乖離し、予想からの上振れまたは下振れが生じる可能性がある。当社の基本シナリオは、経済の正常化プロセスを遅らせるおそれがあるいくつかの要素（支援策の縮小、国内のまばらな回復、中国の貿易相手国におけるトレンド成長率を下回る成長）を織り込み済みであり、これを踏まえると、当社予想のリスク特性は概ねバランスが取れていると言える。しかし、依然マクロ経済の不透明感が強いと、今後起こり得る経済状況の範囲は平時より引き続き大きい。

新興国：明日は明日の風が吹く

Irina Topa-Serry、Shirley Shen、Emmanuel Makonga

主なポイント

- 新興国の成長率に新型コロナウイルスの感染拡大が与える影響は、世界金融危機よりもはるかに大きい。当社の予想では、中国を除く新興国のGDP成長率は2008年のプラス0.7%に対し、2020年はマイナス5%となる見込みである。2021年と2022年には、中国と先進国の回復が新興国に良好な外的環境を提供するとみられる。
- 2020年の新興国における新型コロナ対策関連の財政支出は、平均でGDPの3.8%にのぼった。財政支援は2021年には縮小される見込みだが、引き続き拡張的なものになるとみられる。金融政策余力は全体的に乏しくなっている。

経済の回復とワクチン。経済の回復は、新型コロナウイルスの感染拡大の行方や、各国および世界でのコロナ対策のあり方、政策ミックスの効果に左右される。成長率は2021年にはプラス4.5%に回復し、2022年も4.0%に達すると見込まれる。アジアの輸出国、さらには欧州の新興国でも需給ギャップが急速に縮小するとみられるが、中南米では2022年に入っても需給ギャップが持続すると当社は予想している。有効なワクチンが新興国に普及するのは、中国、ロシア、中欧のEU加盟国を除き、2022年以降になると想定される。それでも、先進国が集団免疫を獲得する2021年半ばからグローバルな人の往来が徐々に再開される公算が大きい。そうなれば、新興国の海外資金調達や通貨への圧力は和らぎ、政策立案者は柔軟な政策対応が可能になるとみられる。

世界貿易正常化の追い風。中国や先進国の回復が新興国によりよい外的環境を提供するとみられる。需要の急増は見込めないものの、輸出の回復が生産活動を下支えし、コモディティ価格への下方圧力が和らぐと予想される。サービス活動は、新型コロナウイルス感染拡大の影響を直接受けるセクターでは特に、回復に時間がかかるだろう。したがって、経常赤字は引き続き抑えられ、（新興国ファンドなどの）ポートフォリオ組み換えによる新たな資金流出もなく、海外資金調達ニーズへの圧力も限定されると見込まれる。

政策の正常化には時間。2020年の新興国における新型コロナ対策関連の財政支出はGDP比で、メキシコの0.6%からブラジルの8%まで幅はあるが、平均して3.8%にのぼった。財政支援は2021年には縮小される見込みだが、財政余力がまだある国では支援は引き続き拡張的なものになるとみられる。新興国の公的債務は2021年にはGDPの65%に達すると予想されるが、ブラジル、インド、南アフリカの公的債務の軌道は危険なスパイラルに向け急増しつつあり、今後の支出は制限されるだろう。需給ギャップが持続し、インフレ圧力が限定される中、緩和的な金融環境を維持するために非伝統的な金融政策も用いられてい

る。だが、量的緩和は万能薬ではない。世界経済の回復が世界的な金利上昇につながり、国内金利を押し上げるため、重債務低所得国の財政の持続可能性リスクを高めるおそれがある。

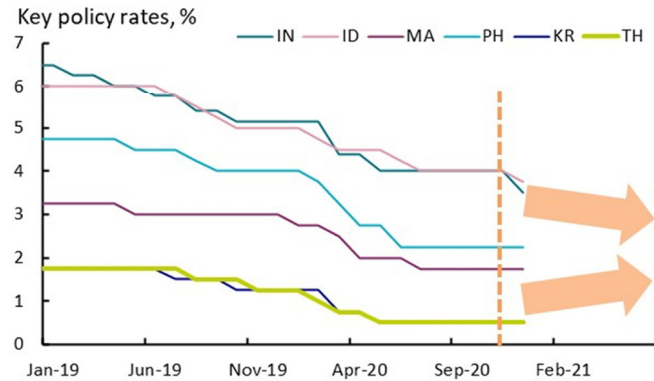
中国を除くアジア諸国：回復は二極化

新型コロナウイルスの感染拡大は、2020年のアジアの成長を左右する主な要因となってきた。しかし、コロナショックの深刻度は国によって異なる。韓国、台湾、タイ、シンガポールといった輸出に依存する国や地域は、感染の封じ込めに概ね成功しており、成長率は一旦落ち込んだ後、急回復した。一方、インド、インドネシア、フィリピンなどの内需中心の国・地域では、感染拡大が依然続いており、成長率が大きく落ち込んでいる。

これら2つの国・地域のグループは2021年の見通しも異なるとみられる。輸出依存の国・地域のグループは、外需回復の強い追い風とともに、新型コロナウイルス感染対策の成功および実用化が期待されるワクチンによって、国内経済活動が早期に正常化すると見込まれる。一方で、内需中心の国・地域のグループでは感染拡大が長引き、成長率の回復が妨げられると予想される。それでも、アジア（中国を除く）の経済成長率は、2020年にマイナス4.9%に落ち込んだ後、2021年にはプラス5.8%まで反発し、2022年には4.3%に落ち着くと当社は予想している。

2020年のインフレ率はコロナショックを受けて、ここ数年来の最低水準に落ち込んでいる。中央銀行は積極的な利下げや大規模な流動性・信用供給を行って対応してきた。成長率の回復は一般的にインフレ率を下支えすることになるが、2つの国・地域グループの間で異なる金融政策スタンスが取られると当社は予想している（Exhibit 11参照）。他に先駆けた回復を背景に、韓国や台湾、タイの中央銀行は2021年下半期には緩和政策からの脱却に踏み切るとみられる。一方、成長の逆風にさらされ、さらなる金融支援が必要な状況にあるインド、インドネシア、フィリピン、マレーシアでは、追加緩和（0.25～0.75%程度までの利下げ）が見込まれる。2020年に幅広く実施されてきた財政政策は引き続き拡張的なものとなるだろう。アジア全体で財政余力が縮小する中、一部の国では2021年に財政再建に舵を切るとみられる。

Exhibit 11: Diversion of monetary policy stance



Source: CEIC and AXA IM Research, as of Nov 2020

中南米諸国：早めの対応した国が奏功

中南米におけるパンデミック後の回復は、新型コロナウイルスへの対応と同様、国によってばらつきがあるとみられるが、中南米地域の持続可能な成長への回帰には、ある共通の特徴が存在する。

南米諸国は、その不安定な経済・社会情勢により、他の地域よりも大きな打撃を受けた。各国政府による対応姿勢の違いが、それぞれの回復への異なる道筋を反映している。南米諸国の政府による新型コロナ対策関連の財政支出は、平均でGDPの3.4%だったが、財政支援が最も手厚かったブラジルがGDPの8.3%、財政支援が最も少なかったメキシコがGDPの0.6%と、国によるばらつきが大きかった。2020年、こうした対応の差は、メキシコ（前年比マイナス9.4%）がブラジル（前年比マイナス5.4%）や南米全体（前年比マイナス8.2%）を上回るマイナス成長を記録するという形で表れた。なお、中央銀行の対応はこうした違いとはやや異なっている。実際、南米諸国においては全般的に、主要政策金利の大幅な引き下げを経て、2021年上半期も緩和的な金融環境が維持されると予想される。

Exhibit 12: Timid recovery after a sharp recession



Source: IBGE, INEGI and AXA IM Research, 24 Nov 2020

各国の主要な政治的・経済的課題が今後数年のうちに顕在化していくとみられる。ブラジルでは、経済活動の力強い回復が見

込まれるが、緊急財政支出によって重大な財政問題が生じている。「Renda Cidadã」社会保障プログラムが導入されれば、2021年の財政支出計画を圧迫することになり、2020年は例外的に適用外とされた財政支出上限を順守する政府の能力に疑問符が付き、ブラジルの今後の財政再建を危くするおそれがある。当社は2021年のブラジルのGDP成長率を3.9%と予想している。メキシコは、これと正反対の状態にある。政府の財政規律は財政の健全性を支えているが、同時に国内の経済活動回復の足かせとなっている。そうした中、中央銀行の協力とメキシコの主要貿易相手国である米国の回復によって、2021年のGDP成長率は年率4.6%になると当社は予想している（Exhibit 12参照）。

メキシコの議会選挙（2021年）、チリの国民投票と総選挙（2021年）、ブラジルの大統領選挙（2022年）など、今後の政治日程が目白押しであるため、元々不安定な中南米諸国の先行きは一層不透明になる。

新興欧州諸国：新型コロナ第2波収束後の回復

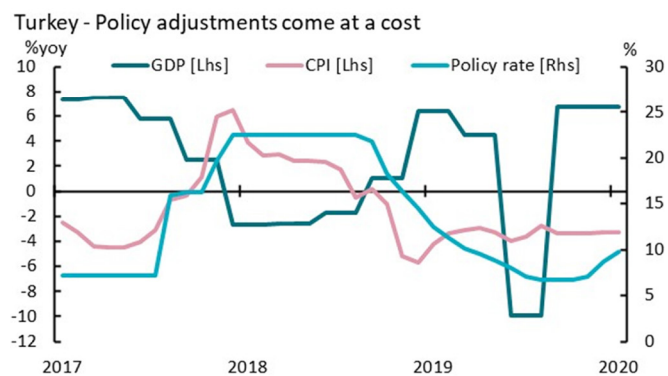
中・東欧諸国は、春先の新型コロナウイルス感染拡大の第1波を、初期段階でロックダウンに踏み切ることによって速やかに封じ込めた。また、経済の再開が2020年第3四半期の力強い回復を牽引した。しかし、昨今の欧州全域での感染再拡大を受けて再びロックダウンが求められており、これが2020年第4四半期から2021年第1四半期にかけての成長率に悪影響を及ぼし、回復を遅らせるだろう。欧州連合（EU）の一角を成す中・東欧地域は、現在の交渉の行き詰まりが解消された場合に各国に割り当てられるEU予算に加えて、欧州復興計画を通じた財政支援、さらには治療薬やワクチンなどの可能な医療対応から恩恵を被る可能性があり、これらすべてが経済活動をさらに後押しするとみられる。インフレ圧力の低下が見込まれる中、金融政策は長期にわたりハト派寄りになる可能性が高い。その後、政策の正常化が2021年末もしくは2022年にかけてゆっくり始まるとみられる。成長率は2020年にマイナス4.1%に落ち込んだ後、2021年にはプラス4.1%まで回復すると予想される。

ロシアでは、新型コロナウイルスによる景気後退が比較的軽かった。今後世界経済の成長が回復する中で、コモディティ価格への圧力は和らぐとみられるが、石油生産の特に力強い回復は見込めない。為替レートのパススルー（為替レートの変化に対する貿易財価格の変化）から生じる短期的なインフレ圧力は弱まるとみられ、中央銀行が2021年に0.25%の追加利下げを行う可能性もある。内需は依然脆弱であり、ロシアを含む欧州全域での感染再拡大によって、2021年の力強い回復に対する楽観的な見方は後退している（成長率はプラス1.5%と予想）。明るい材料として、ロシアは新興国の大半の国よりも早い段階で新型コロナワクチンを流通させられる見込みである。

トルコについては、2020年のGDP成長率がマイナス2%に落ち込むと予想されるが、大半の国と比較してこれはかなり良好な数字である。しかし、以前からの過剰な刺激策によって生じ、新型コロナの感染拡大で悪化したインフレ率低下への対応が引き続き行

われている。トルコ中央銀行の外貨準備高は底をつきかけており、海外資金調達ニーズが高まっている。先日、トルコ中央銀行は金利を4.75%引き上げ、政策金利の枠組みを簡素化した。当社は、さらなる金融引き締めが2021年の年初から経済成長に悪影響を及ぼすと予想しており、GDP成長率が2021年はプラス3.5%となり、2022年はプラス4.6%という正常な水準に戻ると見込んでいる（Exhibit 13参照）。

Exhibit 13: Turkey adjustments



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 19 Nov 2020

為替：2021年は成長期待が為替の追い風に

Romain Cabasson

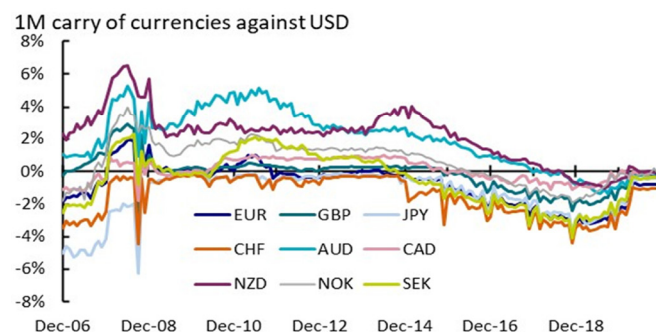
主なポイント

- 誰も触れたがらない重要な問題は、ほとんどの通貨に対し割高とみられる米ドルである。
- 不透明感の後退と見通しの改善を受けて、景気敏感通貨に注目している。
- 市場は2021年に他に先駆けて回復が見込まれる国・地域の通貨に有利な状況になりつつある。

キャリーはどこへ消えた？

2018年と2019年の大半を通じて、米ドルを基軸とするキャリー戦略（通貨の金利差に着目する戦略）がアウトパフォームした。その後、コロナ禍によって2020年の大半の期間、リスク・オフとリスク・オンに市場が二極化し、各国通貨の固有の検討を行う余地はほとんどなかった。しかし、見通しの不透明感が薄れる中、このパターンの巻き戻しが起きている。米国大統領選が終わり、ワクチン開発に進展が見られたことで、明確な回復に向かうという予測がようやく可能になったことがその背景にある。だが、先進10カ国（G10）の金利は当面ゼロ金利下限近辺の水準に抑えられるとみられ（Exhibit 14参照）、向こう数カ月（あるいは数年）はキャリーが為替市場の牽引役になることはまずあり得ない。危機の後には通常、市場がより構造的な要因やファンダメンタルズ要因に関心を戻すため、バリュー戦略が優位になる。誰も触れたがらない重要な問題は、ほとんどの通貨に対し割高とみられる米ドルである。その調整は既に起きており、米ドルは2020年には年初来約5%下落しているが（本稿執筆時点）、さらに下げる余地がある（Exhibit 15参照）。

Exhibit 14: No more juice left amid carry strategies

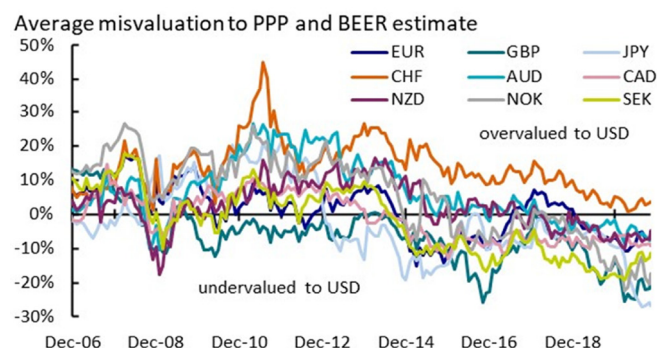


米ドル環境に対して高まる確信

米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派姿勢（2019年の最初の利下げから2020年の平均インフレ目標の導入まで）と相まった米ドルの過大評価は、2020年の当社の米ドルに対する弱気な見

方の根拠となってきた。その不透明感から、当社は今までユーロや当社が選好する日本円などの極めて割安な通貨に対し米ドルをショートにすることを推奨してきた。また、米国の選挙がねじれ議会を生み出す公算が大きいと、財政支援の規模が期待を下回り、FRBによる支援がさらに拡大するとみられる。ジョー・バイデンの大統領就任によって、追加関税のリスクが解消される可能性も高い。リスクセンチメントは改善しているものの、新型コロナ感染拡大の初期段階に米ドルを下支えた流動性の混乱の兆しにFRBは警戒姿勢をとっている。

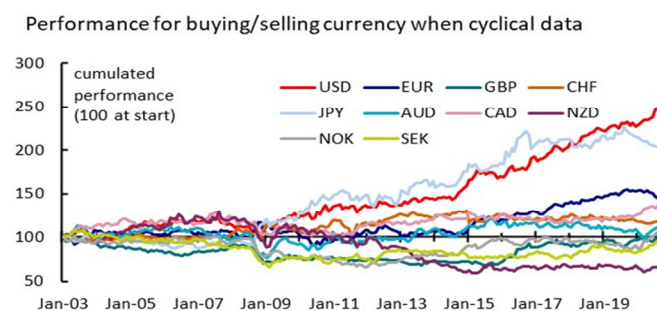
Exhibit 15: USD overvaluation no longer justified by carry



リスク・オンの環境は、通常ユーロには追い風に、円には逆風となるが、今のところまだドル・円相場の下落傾向は見られない。景気回復によって日本の対外投資は再び活気づくかもしれないが、海外の低金利を理由に結局は引き続き投資が抑制される可能性が高い。ユーロに関しては、その割安感から中期的にさらに上昇する余地がある。とはいえ、欧州連合（EU）をめぐる動向（EUと英国の通商交渉、復興基金の承認の遅れ、欧州中央銀行の12月会合におけるハト派寄りの結果）によっては、ユーロが一時的に弱含むかもしれない。ユーロと円以外では、不透明感の後退と見通しの改善を受けて、景気敏感通貨にも注目している。

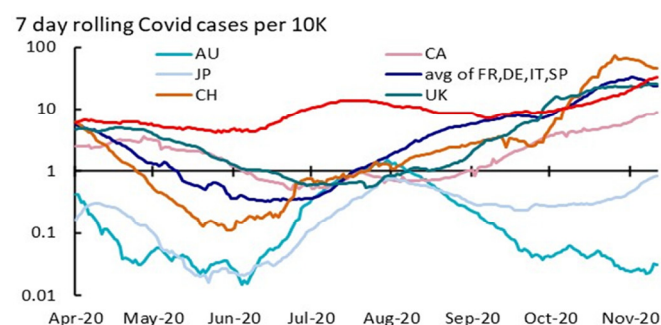
成長率は新たなキャリー

Exhibit 16: Growth expectations drive currency strength



キャリー（一定期間内の投資のインカムゲイン）は非常に重要な役割を担い、一国の景気循環局面のプロキシ（代替）としてバリュウモデルによく利用されてきた。フォワードカーブから推測されるキャリーおよび期待キャリーが上昇したときは、市場参加者が成長率の改善と、その結果としての中央銀行による緩和政策の縮小を見込むことが示唆されていた。そしてこれは通常、当該通貨の需要増加につながった。だが、このバロメーターと戦略はもはや通用しなくなりつつある。金利の上昇は当分見込めないため、バランスシート政策を通じた流動性供給が行われている。成長見通しが今後も引き続き為替動向を左右すると考えられるが、これらがキャリー指標から明らかになる可能性は低い。例えば、景気循環データのパラメータがG10の他国より良好な国の通貨を買う戦略の2003年以降のシャープレス比は0.6に達している（Exhibit 16参照）。さらに、米国大統領選の結果とワクチン関連のニュースを受けて市場は先を見通せるようになり、どの国がより早く力強い回復を遂げるかに焦点が絞られるようになった。成長見通しとバリュウの視点を組み合わせることが2021年には極めて重要となる。成長率が他をしのぐ国の通貨が勝ち組になるからである。当社の米ドルへの見方に関する重要なポイントとして、米国における新型コロナウイルス感染拡大と低い財政刺激策への予想が、少なくとも当面は他国をしのぐ成長率の達成を妨げると予想していることを挙げておきたい。

Exhibit 17: COVID pandemic under control in Australia

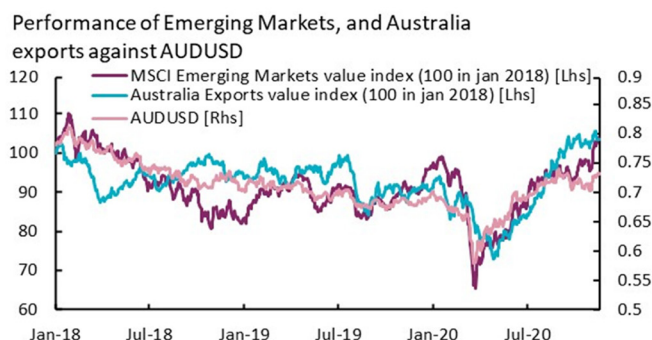


Source: Bloomberg and AXA IM Research, 23 Nov. 2020

豪ドルの夏がくる

これをすべて踏まえた上で、当社は現在、特に対米ドルで豪ドルを選好している。オーストラリアは、中国の需要回復と世界のインフラ投資刺激策から恩恵を受ける有利な立場にある。オーストラリア政府は大規模な財政支援を実施しているが、そもそも債務水準が低いため、追加支援の余地もある。各都市は経済活動を再開しつつあり、新型コロナウイルス新規感染者が実質ゼロの状態、オーストラリアは夏を迎えようとしている（Exhibit 17参照）。豪ドルは、上昇する輸出コモディティの価格に対しても大幅に割安であり（Exhibit 18参照）、これが経常黒字にもつながっている。最後に、オーストラリア準備銀行は2020年11月に政策金利をゼロ近辺まで引き下げ、長期債を追加購入した。これによって、さらなるハト派サプライズの余地は当面限定的となった。

Exhibit 18: AUDUSD lagging risk assets and export prices



Source: Bloomberg and AXA IM Research, 23 Nov. 2020

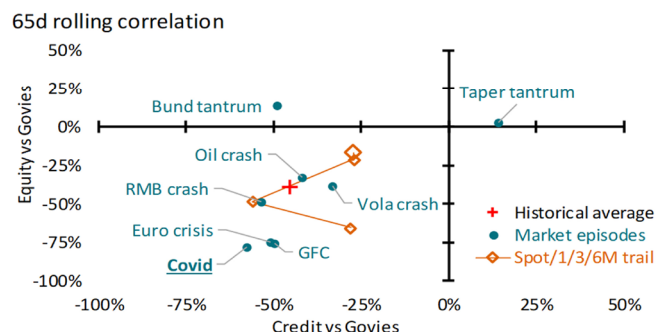
当社は、カナダ・ドルとノルウェー・クローネも選好しているが、カナダは新型コロナウイルス新規感染者数の増加を受けて再びロックダウンに踏み切ったばかりであり、ノルウェー・クローネはその極めて高いリスク感応度が引き続き逆風となる。英ポンドについては、EUと英国の通商協定がようやく合意に至ると当社は考えており（訳注:英国とEUは12月末に貿易協定締結交渉で合意した）、そうなれば無条件反射的なポンド高を引き起こすと予想される。だが、合意に至らない可能性も依然残されており、ボラティリティ市場において英ポンドは割安になるとみられる。また、足元の新型コロナウイルス感染拡大第2波が既に英国に難題を突きつけている中、EU離脱が引き続き英国の経済成長の足かせになるだろう。

クロスアセット：相関レジームに変化

Gregory Venizelos

世界中の多くの地域で新型コロナウイルスが猛威を振るう中、ワクチンに関する非常に明るいニュースが投資家に景気回復への希望をもたらしている。だが、この朗報からワクチン接種による集団免疫の獲得までにかかる時間を考えると、2021年中頃までは正常化の実現は望めないだろう。それまで投資家心理は、ロックダウンによる経済の停滞と抑制されたリスクプレミアムのギャップを埋める金融・財政支援に左右されることになる。ポートフォリオにおいて不透明な状況に対処するためには、リスク資産（株式など）と無リスク資産（国債など）を組み合わせ、分散投資する「バーベル型」アプローチが必要となる。しかし、金利は下限に張り付き、さらなる利下げ余地が限られる中、このアプローチは問題の多いものとなっている。3月の新型コロナウイルスの感染拡大以降、逆相関性が著しく低下している米国株式と金利、米国クレジットと金利の関係からも、その問題が見て取れる（Exhibit 19参照）。こうした環境においては、スイスフランや日本円のように安全通貨とみなされている通貨が、ポートフォリオの下振れリスクを管理する有効なヘッジ手段の選択肢となり得るだろう。

Exhibit 19: Risk assets and rates less anti-correlated



Source: Bloomberg, ICE and AXA IM Research, 23 Nov. 2020

金利：2021年のパフォーマンスは低位にとどまる見通し

Alessandro Tentori

主なポイント

- 中央銀行は一時的なインフレ期間の先を見据える可能性が高いが、不透明感は拭えない。
- マクロ見通しが長期債金利に影響を及ぼし、ベア・スティーピング（弱気な傾斜化）やブル・フラットニング（強気な平坦化）を生み出すとみられる。
- 期間プレミアムは投資家の安心感の尺度であると同時に、リスクポジショニングの判断材料ととらえることができる。

2021年の見通し

2020年、世界経済は非常に深刻かつ極めて急速な景気後退を経験した。金利市場は、指標となる名目利回りの平均水準が元々低いにもかかわらず、好調なパフォーマンスをあげてきた。11月半ばまでに米国債は7.1%、ドイツ国債は7.6%（米ドル建て）上昇した。2021年に目を転じると、金利市場に対する当社の見方とポジションはいくつかの要素の組み合わせを反映したものになるが、その一部（均衡金利と金融政策、インフレと期間プレミアム、需要と供給）については慎重な検討を必要とする。

Exhibit 20: Steady decline in R*

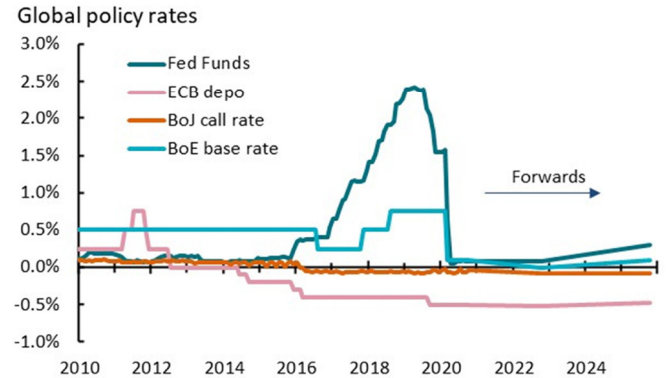


Source: Federal Reserve Bank of New York and AXA IM Research, 18/11/20

均衡金利。自然利子率（R*、景気に中立的な実質金利水準）の水準は、米国やユーロ圏では2008年以前の水準にまだ戻っていない（Exhibit 20参照）。構造的要因が正常化を阻んでいるという定着した説明は、今後数年にわたって引き続き有効だろう。中期的な潜在成長率の予測（米国では約1.8%、ユーロ圏では1%）に基づく当社の最善の推測では、自然利子率は現行水準近辺で推移すると見込んでいる。下限金利についての長い説明はさておき、低い自然利子率は、条件付きガイダンスと期限付きガイダンスの組み合わせを重視する姿勢とともに、フォワードカーブ以上に金利を引き上げる動機を中央銀行にほとんど与えないとみられる（Exhibit 21参照）。FRBは平均インフレ目標の導入に踏み切ること、この意図をさらに明確にした。そのため、イールドカーブ

の短期部分は当面の間、基本的に政策金利に沿って推移すると予想される。マクロ見通しの変更はまず何よりもイールドカーブの長期部分に影響を及ぼす可能性が高く、ベア・スティーピングやブル・フラットニングを生み出すとみられる。

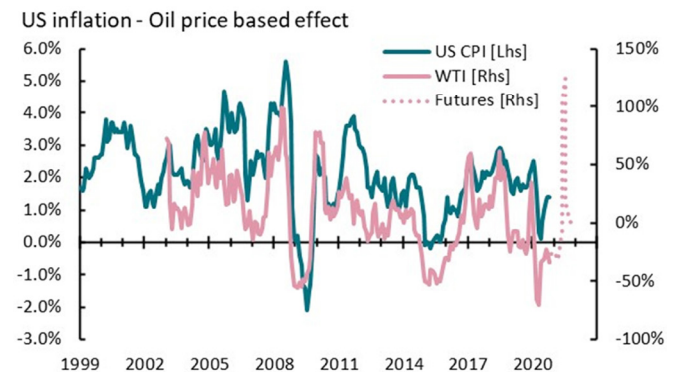
Exhibit 21: Perma-zero monetary policy



Source: Bloomberg and AXA IM Research, 18/11/20

インフレーション。構造的要因がインフレ傾向を抑制する働きをしているが、向こう1年間の債券利回りのボラティリティを生み出す要因としてインフレ期待を軽視すべきではない。2020年第2四半期の需要ショックに起因するコモディティ市場にとっての試練の時期を経て、先物のイールドカーブは年率消費者物価インフレ率を相当程度織り込みつつある（Exhibit 22参照）。

Exhibit 22: Short-term inflation spike?



Source: Bloomberg and AXA IM Research, 18/22/20

中央銀行は一時的なインフレやデフレーションの発生は「見過ごす」と予想されるが、その潜在的な二次的影響については一定の不確実性があることを歴史が証明している。欧州は米国とは状況がまったく異なるが、それはユーロ圏の調整済み消費者物価指数（HICP）が前年比0.3%下落したのに対し、米国のCPIが前年比1.2%上昇したという差によるものだけではない。欧州中央銀行は通常、公式のインフレ指標が（最近の状況と同様に）比較的長期間低インフレ環境にとどまり

得一方で、インフレ期待が「しっかり抑えられている」とみられる状況から安心感を得る。しかし近年、気がかりな傾向が見受けられる。調査ベースのインフレ期待と市場ベースのインフレ期待がどちらもより低い水準でのインフレ均衡に引き付けられているように見えるのだ (Exhibit 23参照)。米国の経済予測調査Survey of Professional Forecasters (SPF) が追跡している2年先の期待インフレ率は、過去24カ月間で1.8%から1.3%に低下している。同様に、ユーロ建て2年物インフレ・スワップは、3月に一時的にマイナスに落ち込んだ後に期間中の平均インフレ率が0.75%にとどまることを織り込んでいる。

Exhibit 23: Drop in survey-based inflation expectations



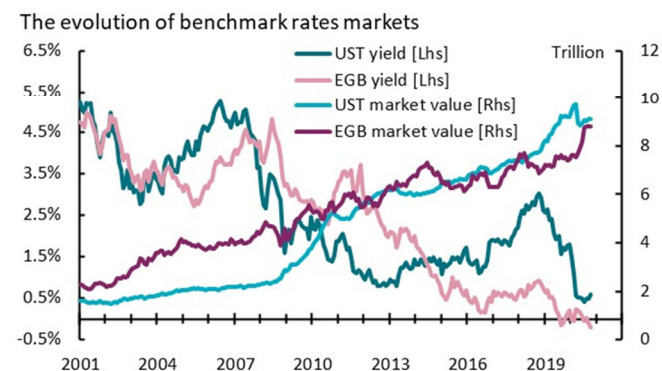
期間プレミアム管理。低金利とフォワード・ガイダンスに加え、中央銀行はバランスシート政策の活用も続けると予想される。中央銀行の資産買い入れ規模の拡大および買い入れ対象資産のデレレーション拡大、信用プレミアムの圧縮、期間プレミアム管理などで、金利市場全般に影響を及ぼす。最後に挙げた期間プレミアム管理は、米欧の期間プレミアムの収束の観点から特に重要である (Exhibit 24参照)。期間プレミアムは通常「最後のプレミアム」、つまり、他のプレミアムがすべて尽きた後に債券投資家に残されるものと見られているが、将来のボラティリティに対する投資家の認識についても示唆している。したがって、債券投資家の最低限の満足度の尺度であると同時に、リスクポジショニングの判断材料ととらえることもできる。

Exhibit 24: Negative term premium across the pond



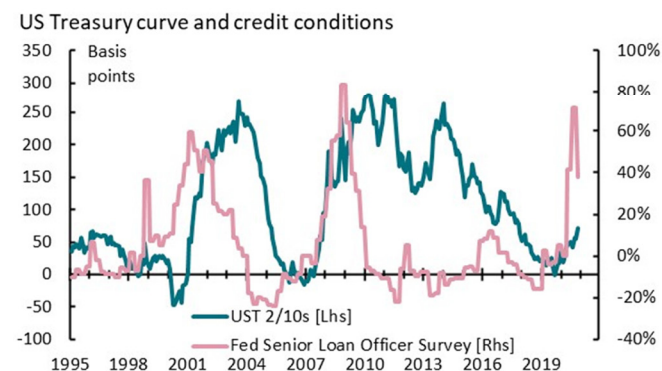
債券供給。政府債務は2020年に大幅に増加する見込みだが、中央銀行が超低金利を維持する中、資金調達条件が非常に緩い状態が当面続くとみられる。債券市場は年を追うごとに劇的に変化し (Exhibit 25参照)、中期・小規模・高金利市場から、長期・大規模・ゼロ金利市場へとシフトしている。日本的な財政・金融政策の相互作用がこの移行を促してきた。国際通貨基金 (IMF) が2008年から2009年にかけて行った「何としても緊縮優先」からの180度の政策転換と同様である。当社が注目しているのは、この債券ストックのリファイナンスを毎年誰が担うのか (暗黙の前提は中央銀行) ではなく、むしろ中央銀行が多額の債券を保有して何をするのかである。これは低インフレと低成長が持続する時期においては経済的な制約となり得るため、対処が必要となる。中央銀行がバランスシート上の資産を内部吸収する選択肢は、取り得る選択肢が尽きたときに採用されることになるだろう。

Exhibit 25: Issuance / deficit



材料をつなぎ合わせる。2021年、金利投資家は偏在するリスクに直面する可能性が高い。新型コロナウイルスの感染封じ込め (および終息) に向けた取り組みへの融資の混乱を政策立案者は許容しなくなるだろう。同時に、中央銀行は金融情勢全般への警戒を強めるとみられる (Exhibit 26参照)。なお、米国債イールドカーブの急激なスティープ化は、幅広い企業や政府のバランスシートに打撃を与えかねず、金融対策の実施につながる可能性がある。他方、インフレ率の上昇は、それがたとえ短期間であっても、デレレーションの拡大に徐々に追い込まれている投資家の警戒レベルを引き上げる可能性が高い。最終的に、「ポジショニング対ファンダメンタルズ」が2021年のスローガンとなるかもしれない。

Exhibit 26: Don't push it!



クレジット：不透明感は続くものの、2021年はより穏やかな年に

Gregory Venizelos

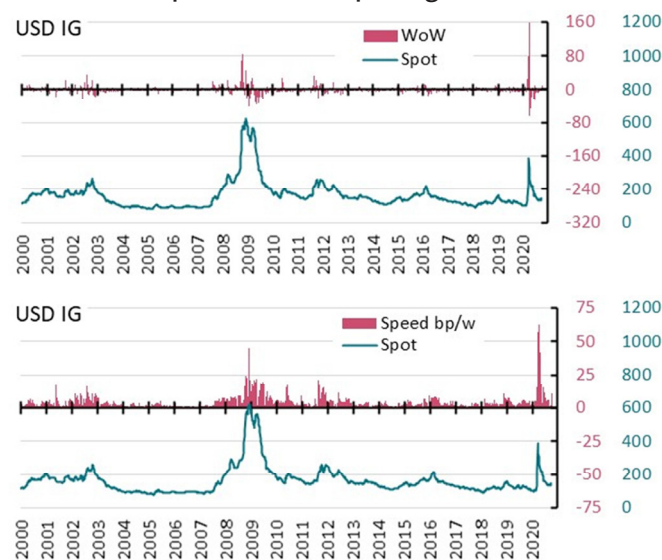
主なポイント

- 未曾有のコロナショックに対し過去最大の政策対応がとられてきたが、この対応を今後も続ける必要があるとみられる。
- 追加的な借入が、既に高水準にある債務の顕著な拡大につながっており、これが今後の大きな懸念材料となる。
- デフォルト・サイクルは緩やかになっているが、マクロ経済や新型コロナの先行き不透明感によってその見通しは依然不明瞭である。

ショックと緩和：新型コロナウイルス対中央銀行

2008年から2009年にかけての世界金融危機を乗り切ったクレジット投資家は、記録的な市場調整のすべてを経験したと2020年3月までは思っていた。だが、コロナショックは流通市場の様相を1週間足らずで一変させ、規模・スピード共に記録的な相場変動を生み出した。3月20日までの1週間で、米ドル建て投資適格債（IG）指数のспレッドは、前回の危機における最悪の週の2倍にもものぼる160ベースポイント（bps）拡大した（Exhibit 27参照）。コロナショックにおけるспレッドの拡大ペースは、週次で最高60bps超に達し、世界金融危機時の45bpsを上回った。それは米ドル建て投資適格債のспレッドとしては、過去20年間で最大となるバリュエーション・アット・リスク（VaR）ショック（債券価格が一定の幅を超えて下落したことをきっかけに売り売りと呼ぶ展開となり、歴史的な暴落になること）だった。

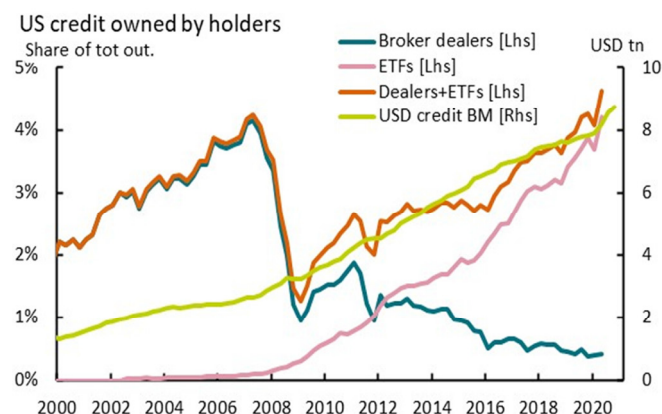
Exhibit 27: unprecedented repricing in March 2020



Source: InterContinental Exchange (ICE) and AXA IM Research, Nov. 2020

これは「大群が狭き門に殺到する」効果、つまり急激な市場調整時の投資家の売りをディーラーが吸収しきれない状況の典型例である。世界金融危機以降、銀行のリスクキャパシティが大きく縮小する一方、クレジット市場が急拡大してきたことを踏まえれば、当然の成り行きだった（Exhibit 28参照）。流動性プールとしてディーラーに取って代わった上場投資信託（ETF）は、その景気循環特性からそういった場合の受け皿とはならなかった。

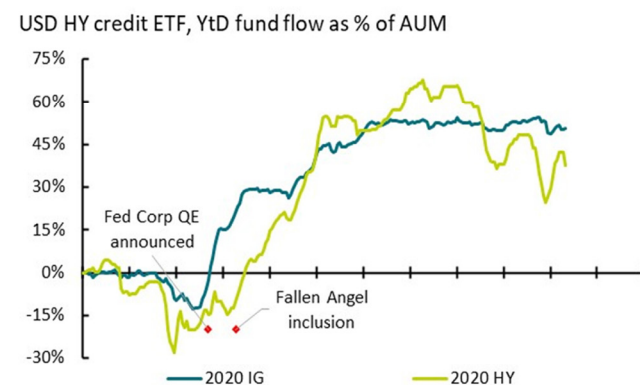
Exhibit 28: ETFs replace dealers as liquidity pools post GFC



Source: ICE, US Fed, TRACE and AXA IM Research, Nov. 2020

壊滅的なマクロシナリオを考える上で、流通市場のキャパシティ上の制約は、市場のメルトダウンを回避するために極端に大きいバランスシートが必要だという結論に必然的に至る。米連邦準備制度理事会（FRB）は3月23日、再開した量的緩和策にクレジットを組み込み、その後さらに踏み込んで投資適格資産の対象にフォールン・エンジェル（新型コロナ感染拡大の影響を受けて投資不適格に格下げされた企業）を含めた。この措置は投資家心理に多大な影響を与え、資金の流れがほぼ瞬時に逆転した（Exhibit 29参照）。

Exhibit 29: Fed intervention turned credit markets around

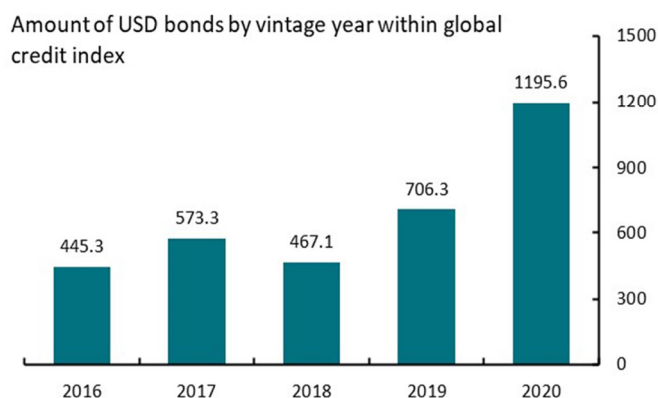


Source: Bloomberg and AXA IM Research, Nov. 2020

追加的な借入は債務の顕著な伸びにつながっている

FRBは（今回および可能性として今後も）クレジットの買入れを実施するという重大な決断を下すことによって投資家を安心させ、2016年の欧州中央銀行やイングランド銀行のように、企業の借り手に資本市場を開放した。この施策は超低金利と相まって、企業の借入余地を拡充した（Exhibit 30参照）。この追加的借入が余剰現金としてバランスシートにとどまる限り、その影響は限定的だろう。しかし、キャッシュバーン（現金燃焼）を補填するためにこの資金が使い果たされた場合、レバレッジ解消への大きな逆風になりかねない。クレジットのファンダメンタルズがコロナ危機以前の元々高かった水準から悪化すれば、2021年にかけてクレジット投資家の主要な懸念材料となると思われる。

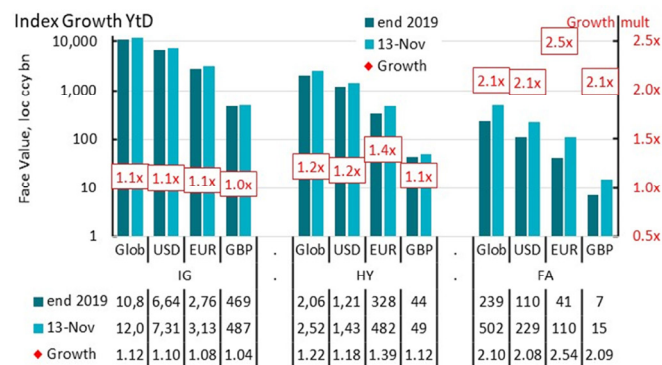
Exhibit 30: Outsized corporate debt supply in 2020…



Source: ICE and AXA IM Research Nov. 2020

コロナ危機に伴う債券発行の増加と格下げの波は、クレジット市場の目覚ましい拡大につながった（Exhibit 31、グラフ左軸参照）。1年足らずで投資適格債（IG）指数は10%、ハイイールド債（HY）指数は20%上昇し、フォールン・エンジェル（Exhibit 31にFAと記載）指数は2倍以上に跳ね上がった。後者については20年ぶりの伸びとなった。中央銀行の断固とした介入によって、こうした市場構造の大転換による長期的な混乱は今のところ回避されている。その結果、国債金利の低下により押し上げられた長期債市場（米ドル建て・英ポンド建て投資適格債）に牽引され、クレジットのリターンはコロナ禍以前の水準に戻っている（Exhibit 32参照）。回復が加速するとの見方から、ハイイールド債のリターンは2021年に優位性を取り戻すと予想される。

Exhibit 31: … Has led to strong growth in credit indices

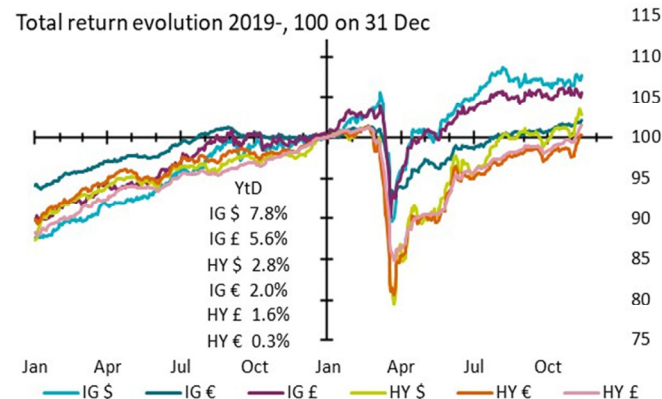


Source: ICE and AXA IM Research, Nov. 2020

デフォルト・サイクルは緩やかになっているが、不透明感は拭えない

コロナ禍のデフォルト・サイクルは、今のところ過去20年間で世界金融危機とドットコムバブル崩壊時に次ぐ3番目に悪い状況にある（Exhibit 33参照）。ムーディーズによる格付対象の直近12カ月のデフォルト率は、本稿執筆時点で米国ハイイールド債が8.3%、欧州ハイイールド債が4.2%であり、コロナ禍発生以降の8カ月間でそれぞれ3.8%および2.5%上昇している。

Exhibit 32: Credit returns positive after a rollercoaster

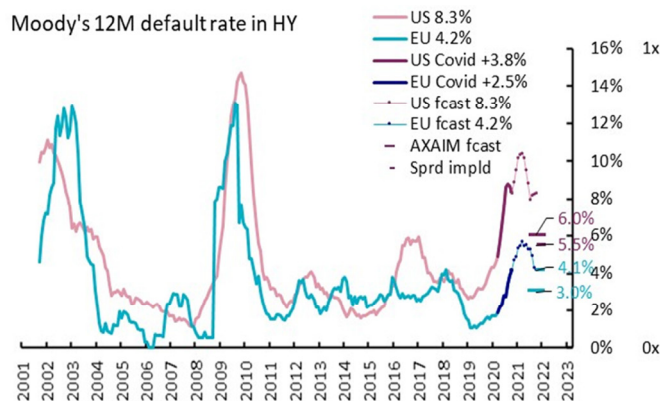


Source: ICE and AXA IM Research, Nov. 2020

デフォルト率のモメンタムはここ数カ月鈍化しているが、銀行の貸出基準や債券市場のディストレス・レシオなどの伝統的な予測変数は相反するシグナルを発している。コロナ禍からの回復は依然極めて不透明であり、投資家はポートフォリオ内の個々の投資先のデフォルトリスクへの警戒を怠ってはならない。銀行貸出基準は依然「厳格化」の領域にあり、現在米国が+38、ユーロ圏が+19（±100のレンジ）となっている。しかし、量的緩和が奏功し、ディストレス・レシオは米国が8.5%、ユーロ圏が5%で定着している。ムーディーズが格付けを付与している米国債券のデフォルト率は、貸出ベースで8.3%、ディストレス・ベースで3.6%になる。

資本市場へのアクセスを有する企業で構成されるベンチマーク指数に関しては、ディストレス・レシオの方がより適切な予測変数かもしれない。当社のモデルはその2つの要素を組み合わせしており、ムーディーズの格付対象のデフォルト率を米国が6%、欧州が3%と予測している（Exhibit 33、長いダッシュ参照）。スプレッドから想定されるインプライド・デフォルト率は米国が5.5%、欧州が4.1%であり（Exhibit 33、短いダッシュ参照）、米国ハイイールド債を「リッチ」（予測がインプライドより高い）、欧州ハイイールド債を「チープ」（予測がインプライドより低い）と識別している。ムーディーズによる12カ月デフォルト率予測では、第1四半期に米国債券が11%、欧州債券が5.7%でピークをつけた後、それぞれ9%と4.4%に落ち着くと見込んでいる。

Exhibit 33: Default cycle slowing but remains uncertain



Source: Moody's, ICE and AXA IM Research, Nov. 2020

株式：真価が問われる

Varun Ghotgalkar

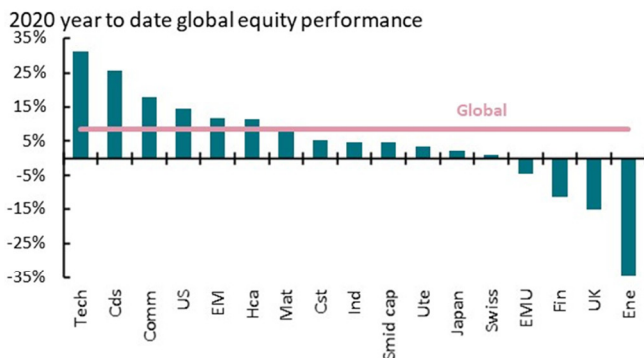
主なポイント

- 激動の2020年が終わろうとする中、センチメント指数の正常化に伴い株式市場は活気を取り戻している。最近のカタリスト（変化を促すきっかけ）を超えてスタイル・ローテーションが持続するかどうか、今後1年間の焦点となる。
- 増益率予想は堅調であり、2019年に記録した最高水準を突破すると見込まれる。株式リスクプレミアムには圧縮の余地があり、株式は相対ベースで依然魅力的とみられる。
- 経済活動の回復や支援政策、抑制されたポジショニング、他の資産の極めて低いハードルレート（投資判断上、必要最低限の収益率）が株式を下支えすると見込まれるため、当社は2021年にかけて株式に対する前向きな姿勢を維持する。

激動の年を終え、活気を取り戻す

2020年は歴史に刻まれる1年であり、金融市場にとっては波乱の年となった。新型コロナウイルスの世界的大流行との闘い、史上最大規模の景気刺激策への取り組み、重要な米国大統領選挙を経て、私たちは今、医療の飛躍的進歩に励まされながら、活気を取り戻した株式市場とともに、この1年を締めくくろうとしている。グローバル株式のベンチマーク指数は2020年通年で約9%上昇しており（本稿執筆時点）、第1四半期の約34%の急落から反発した後、史上最高値近辺で推移している（Exhibit 34参照）。

Exhibit 34: In the green after a rollercoaster year

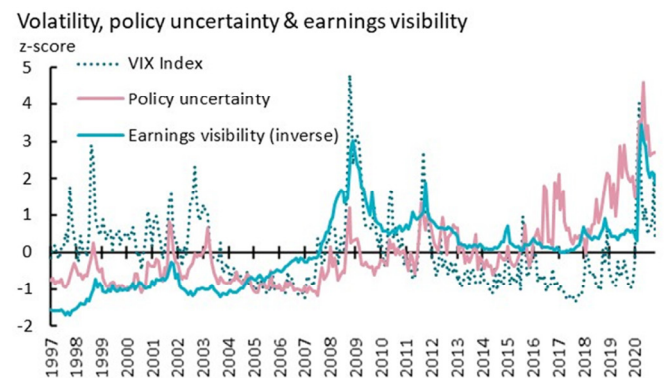


Source: MSCI, Datastream and AXA IM Research, as of 13/11/2020

セクター別では、テクノロジー（+31%）が騰落率で首位を維持し、一般消費財（+26%）、インターネット銘柄の寄与が大きい通信サービス（+18%）がこれに続いている。一方、金融（-12%）やエネルギー（-35%）といった景気循環セクターは出遅れ

ている。直近では、米国大統領選の結果と新型コロナワクチンに関する明るいニュースが出揃い、投資動向の転換が起きている。特に昨今の急速な転換は極めて異例であり、週次ベースでバリュー株がグロース株をアウトパフォームする確率は標準偏差のほぼ4倍（約99.9%）にのぼっている。現在のイベントドリブンのカタリストを超えてこの転換が持続するかどうか、今後1年間の焦点となる。

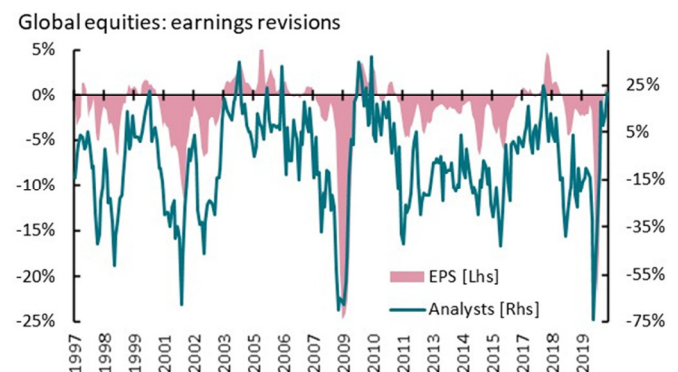
Exhibit 35: Visibility still clouded but improving



Source: IBES, Datastream, Bloomberg and AXA IM Research, as of 13/11/20

全体として、市場センチメント指数は底打ち状態から引き続き正常化に向かっている。ボラティリティ指数と政策不透明感指数は極めて高い水準から低下傾向にあり、同様に利益見通しも徐々に改善しつつある（Exhibit 35参照）。過去を振り返ってみると、これらの指数が両極にあるときは逆張りの指標として用い、その中間ではモメンタムに乗ることによって利益を生みだしてきた。アナリスト業績予想修正の度合いと幅は現在どちらもプラス圏にあり、業績のモメンタムも完全に回復している（Exhibit 36参照）。2021年の世界の一株当たり利益成長率のコンセンサス予想は28%前後で推移しており、2019年に記録した最高水準を突破することが見込まれる。

Exhibit 36: Earnings momentum fully recovered

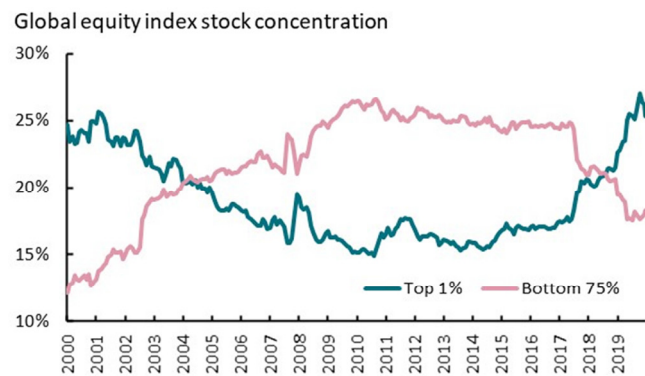


Source: MSCI, IBES, Datastream and AXA IM Research, as of 13/11/20

集中と分散

株式市場には各種の極端な要因が根深く内包されており、ロックダウンに伴う経済状況の変化によってその極端な面が増幅されている。標準的なグローバル株式ベンチマーク指数を見ると、指数構成比上位1%の銘柄（累積加重ベース）が指数の時価総額の4分の1以上を占めており、これは2000年代初頭に見られた銘柄集中度と同様の水準である。一方、本稿執筆時点で、指数構成比下位75%の銘柄は時価総額の18%強を占めるに過ぎない（Exhibit 37参照）。こうした銘柄集中度を踏まえると、一般に使われている時価総額加重指数は、対象銘柄群の状況を正確に反映しているとは言い難い。この事実はパッシブ運用の分散リスクについても問題を提起している。

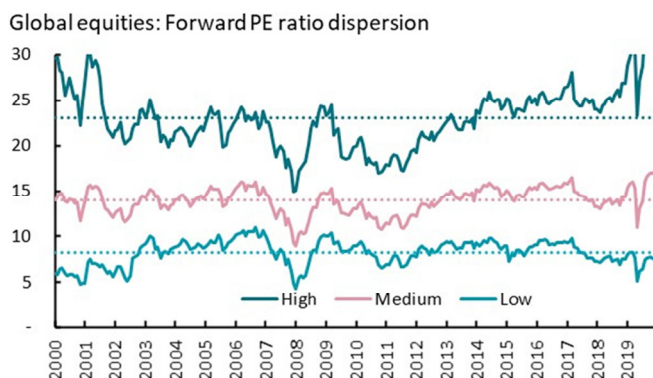
Exhibit 37: Winner takes most or at least a lot



Source: MSCI, Datastream and AXA IM Research, as of 13/11/2020

同様に、各種業績関連指標間のばらつきが警鐘を鳴らし続けている。グローバル株式ユニバースを予想株価収益率（PER）に基づいて分けると、上位3分の1の銘柄は中間の3分の1の銘柄を117%、下位3分の1の銘柄を376%上回る株価水準で取引されている（Exhibit 38参照）。過去平均から比較すると、標準値が著しく低くなっていることがわかる。当社では、株式ユニバース内の様々な銘柄グループに関してPERが指標として最適でない可能性を認識しているが、異なるレンズ（他の業績関連指標）で見たとしても、大まかな全体像は変わらない。

Exhibit 38: Dispersion persists under the surface

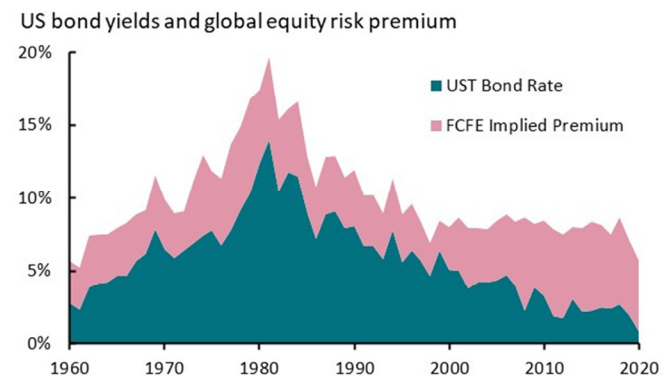


Source: IBES, Datastream and AXA IM Research, as of 13/11/2020

引き続き成長の余地

トップダウン・アプローチによるバリュエーションの見通しは概ね変わらないが、絶対ベースと相対ベースでは評価が異なる。株式PERは債券リターンと比較すると控えめだが、過去の指標からは高水準にある。株式リスクプレミアム（ERP）のプロキシにまだ圧縮の余地があることから、株式は資産クラスとして相対的に依然割安とみられる。フリーキャッシュフロー法による評価では、現在のERPは約5%であり、過去の標準値である約4%やバブル市況での2%すれすれの低い水準を上回っている（Exhibit 39参照）。絶対ベースではPERは上昇しているとみられるが、予想増益率で正規化すればはるかに妥当な指標となる。

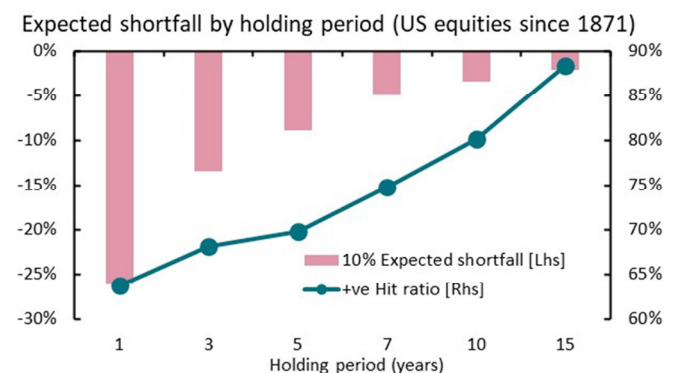
Exhibit 39: Global equity valuations still not demanding



Source: NYU Stern, Aswath Damodaran data and AXA IM Research, 13/11/20

当社の投資フレームワークにおいて、株式に対する前向きな姿勢を維持する。なお、不透明感がまだ強い現状を踏まえ、銘柄選択が引き続きカギになることを認識している。市場全体の方向性に加えて、新たな政策ミックスが、セクターと投資スタイルの面でより幅広い市場参加を促すきっかけとなる可能性がある。しかし、過去10年間で何度か見られたように、この動きが持続するには、増益率による裏づけが必要となる。2021年を迎えようとする中、経済活動の回復、支援政策、抑制されたポジショニング、他の資産の極めて低いハードルレートが株式市場を下支えすると当社は引き続き考えている。

Exhibit 40: Common sense in uncommon times



Source: Yale, Robert Shiller data and AXA IM Research, 13/11/2020

短期的見通しはさておき、リターンがマイナスもしくは低い環境において、株式は長期投資家にとってリスクとリターンの観点から引き続き魅力的とみられる。19世紀後半以降の米国株の株価上昇率の推移を見ると、予想される下落は保有期間が延びるほどシステマチックに減少し、損失は保有期間が長いほど最小限に抑えられている（Exhibit 40参照）。この分析に配当の支払いを組み込めば、保有期間が多年にわたる場合、トータルリターンがマイナスになることはほとんどなかったことになる。

予測サマリー

Real GDP growth (%)	2020	2021*		2022*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	-4.0	5.2		4.1	
Advanced economies	-5.9	4.6		3.5	
US	-3.4	4.6	3.7	3.7	
Euro area	-7.7	3.7	5.3	4.4	
Germany	-6.0	3.0	4.4	4.6	
France	-9.6	4.5	6.7	4.9	
Italy	-9.2	4.2	5.3	4.2	
Spain	-12.0	3.5	6.7	5.2	
Japan	-5.5	3.0	2.5	2.0	
UK	-11.2	4.6	5.7	6.5	
Switzerland	-4.8	2.5	3.7	3.0	
Emerging economies	-2.9	5.5		4.4	
Asia	-1.4	7.1		5.1	
China	2.3	8.0	7.9	5.5	
South Korea	-0.8	3.5	3.2	3.0	
Rest of EM Asia	-6.0	6.4		4.7	
LatAm	-8.2	3.9		2.7	
Brazil	-5.6	3.0	3.2	2.0	
Mexico	-9.4	4.6	3.7	2.5	
EM Europe	-3.5	2.8		3.6	
Russia	-3.2	1.5	3.1	2.5	
Poland	-2.9	4.0	4.2	4.6	
Turkey	-2.0	3.5	4.6	4.6	
Other EMs	-3.7	3.3		4.1	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 30 November 2020

* Forecast

CPI Inflation (%)	2020	2021*		2022*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Advanced economies	0.8	1.1		1.3	
US	1.4	1.7	2.0	2.0	
Euro area	0.2	0.5	0.9	1.0	
Japan	0.1	-0.2	0.0	0.3	
UK	0.8	1.8	1.5	1.5	
Switzerland	-0.7	0.0	0.2	0.2	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 30 November 2020

* Forecast

Central bank policy						
Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)						
		Current	Q4 - 20	Q1 - 21	Q2-21	Q3-21
United States - Fed	Dates		4-5 Nov	26-27 Jan	27-28 Apr	27-28 Jul
			15-16 Dec	16-17 mars	15-16 Jun	21-22 Sep
	Rates	0-0.25	unch (0-0.25)	unch (0-0.25)	unch (0-0.25)	unch (0-0.25)
Euro area - ECB	Dates		29 Oct	21 Jan	22 Apr	22 Jul
			10 Dec	11 mars	10 Jun	9 Sep
	Rates	-0.50	unch (-0.50)	unch (-0.50)	unch (-0.50)	unch (-0.50)
Japan - BoJ	Dates		28-29 Oct	20-21 Jan	26-27 Apr	15-16 Jul
			17-18 Dec	18-19 mars	17-18 Jun	21-22 Sep
	Rates	-0.10	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)
UK - BoE	Dates		5 Nov	4 Feb	6 May	5 Aug
			17 Dec	18 mars	24 June	23 Sep
	Rates	0.10	unch (0.10)	unch (0.10)	unch (0.10)	unch (0.10)

Source: AXA IM Macro Research - As of 30 November 2020

2021年の政治・経済日程

2021	Date	Event	Comments
December 2020	10 Dec	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	12 Dec	UK/UN	Climate Summit
	14 Dec	US	Electoral College Vote
	15-16 Dec	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25), including SEP
	17 Dec	BoE Meeting	Unchanged (0.10)
	17-18 Dec	BoJ Meeting	Unchanged (-0.10)
	31 Dec	UK/EU	End of transition period
January	1 Jan	UK/EU	UK starts trade with EU with new trade rules
	5 Jan	US	Georgia Senate run-off elections
	20 Jan	US	Presidential Inauguration
	21 Jan	Germany	Election of CDU party leader
	20-21 Jan	BoJ Meeting	Unchanged (-0.10)
	21 Jan	ECB Meeting	Unchanged (-0.5)
	26-27 Jan	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
February	4 Feb	BoE Meeting	Unchanged (0.10)
March	March	UK	Budget
	11 Mar	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	16-17 Mar	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
	18 Mar	BoE Meeting	Unchanged (0.10)
	18-19 Mar	BoJ meeting	Unchanged (-0.10)
	21 Mar	The Netherlands	General Election
	Late March	China	NPC
April	26-27 Apr	BoJ Meeting	Unchanged (-0.1)
	27-28 Apr	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
May	6 May	BoE Meeting	Unchanged (0.1)
June	10 Jun	ECB Meeting	Unchanged (-0.5)
	15-16 Jun	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
	17-18 Jun	BoJ Meeting	Unchanged (-0.1)
	24 Jun	BoE Meeting	Unchanged (0.1)
July	23 Jul	ECB Meeting	Unchanged (-0.5)
	27-28 Jul	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
September	9 Sep	ECB Meeting	Unchanged (-0.5)
	21 Sep	Germany	Federal Elections
	21-22 Sep	BoJ Meeting	Unchanged (-0.1)
	21-22 Sep	FOMC Meeting	Unchanged 90-0.25)
	23 Sep	BoE Meeting	Unchanged (0.1)
	30 Sep	Japan	End of term as LDP leader for PM Suga
October	21 Oct	Japan	House of Representatives term ends
	28 Oct	ECB Meeting	Unchanged (-0.5)
November	2-3 Nov	FOMC Meeting	Unchanged (0-0.25)
	4 Nov	BoE Meeting	Unchanged (0.1)
	1-12 Nov	UK/UN	Climate Conference
	27-28 Nov	BoJ Meeting	Unchanged (-0.1)
November 2022	8 Nov	US	Mid Term Elections

略語一覽

1Q18	first quarter of 2018	IMF	International Monetary Fund
1H18	first half of 2018	ISM	Institute of Supply Management
[Lhs]	left hand scale (graph)	JGB	Japanese Government Bonds
[Rhs]	right hand scale (graph)	JPY/¥	Yen
a.r.	annualised rate	LatAm	Latin America
AUD	Australian dollar	LBO	Leveraged buy-out
BAML	Bank of America Merrill Lynch	LTRO	Long Term Refinancing Operation
BEA	US Bureau of Economic Analysis	MBS	Mortgage-backed security
BEER	Behavioural Equilibrium Exchange Rate	METI	Japan's Ministry of Economic Trade and Industry
BIS	Bank for International Settlements	mom	month on month
bn	billion	MRO	Main Refinancing Operation
BoC	Bank of Canada	n.s/a	non-seasonally adjusted
BoE	Bank of England	NAFTA	North American Free Trade Agreement
BoJ	Bank of Japan	NBER	National Bureau of Economic Research
bp(s)	basis point(s)	NPL	non-performing loans
CAD	Canadian dollar	NFIB	National Federation of Independent Business
CEE	Central and Eastern Europe	NOK	Norwegian krone
CEEMEA	Central and Eastern Europe/Middle East/Africa	NZD	New Zealand dollar
CHF	Swiss franc	OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
CPI	Consumer price index	OMT	Outright Monetary Transactions
DM	Developed market	P/B	price-to-book ratio
EBA	European Banking Authority	P/E	price/earnings
EC	European Commission	PBoC	People Bank of China
ECB	European Central Bank	PCE	personal consumption expenses
EM(s)	Emerging market(s)	PEG	price/earnings to growth
EMU	European Monetary Union	PEPP	<i>pandemic emergency purchase programme</i>
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	PMI	Purchasing Manager Index
EPS	Earnings per share	pp	percentage point
ERP	Equity risk premium	PPI	Producer price index
ESM	European Stability Mechanism	PPP	purchasing power parity
ETF	Exchange-Traded fund	QE	Quantitative easing
EU	European Union	QE3	Third quantitative easing
EUR/€	Euro	QQE	Quantitative and qualitative easing
Fed	US Federal Reserve	qoq	quarter on quarter
FFR	Fed fund rate	REER	Real Effective Exchange Rate
FOMC	Federal Open Market Committee	RMB	renminbi chinois (yuan)
FTA	Free Trade Agreement	RRR	Required rate of return
FY	Fiscal Year	s/a	seasonally adjusted
GBP/£	Pound Sterling	SEK	Swedish krona
GDP	Gross Domestic Product	SMEs	Small and medium size enterprises
GFC	Global Financial Crisis	SMP	Securities Markets Programme
GVA	Gross value added	SWF	Sovereign Wealth fund
HKD	Hong Kong dollar	TFP	total factor productivity
HP filter	Hodrick-Prescott filter	TLTRO	Targeted Longer Term Refinancing Operation
HY	High Yield	tn	trillion
ICE	InterContinental Exchange	UN	United Nations
ICT	information and communications technology	USD/\$	US dollar
IG	Investment Grade	yoy	year on year
IIF	Institute of International Finance	ytd	year to date
INSEE	French National Institute of Statistics and Economic Studies	WTO	World Trade Organisation

アクサIMについて

アクサ・インベストメント・マネージャーズ(アクサIM)は長期的かつグローバルにわたる多様な資産に対してアクティブな運用を行う資産運用会社であり、投資によってお客様がより良い将来を確保するのに必要なソリューションを提供し、私たちが住む世界にプラスの変化を創造すべく、今日、お客様と共に努力を続けています。2020年9月末時点で約8,300億ユーロの運用資産残高を有し、20カ国28拠点において2,360名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは世界最大級のフィナンシャル・プロテクションと資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

ご留意事項

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズが作成した英文資料をアクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳したものです。

当資料は機関投資家またはホールセールの投資家を対象としており、個人のお客様への配布資料ではありません。

当資料は情報提供を目的としたものであり、アクサ・インベストメント・マネージャーズにおいて、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。当資料は個人的なデータや案、見通しや推定及び仮定に基づいて作成されたものです。この分析や結論は特定の時期の入手可能なデータに基づいた意見の表明です。

この分析は主観的かつ示唆的な見方であるために、経済の変動要因の実際の展開や金融市場の価値は当資料で用いた適用内容(案、予測、推定と仮定)とは大きく異なることがあります。

更に、単純化してあるために、当資料に与えられた情報は個人的なものとして見なすべきものです。当資料は予告なく変更されることがあります。またアクサ・インベストメント・マネージャーズは当資料を更新しまた変更することがありますが、それは義務ではありません。

当資料のすべての情報は経済や市場統計の公式の提供者により提供されたデータに基づいて作成されています。アクサ・インベストメント・マネージャーズは当資料に基づいて、または、当資料に依存してなされた決定についてなんら責任を負うものではありません。

更に、こうした分析や意見の個人的な性質のために、これらのデータ、案、予測、推定、仮定、及びまたは意見が、それぞれ自身の意見を持ち、独立している社内の各部署としてアクサ・インベストメント・マネージャーズの経営陣またはその子会社によって利用され、または、従う必要はありません。

この情報を受け入れることにより、当資料の受取人は、受取人がここに書かれた戦略の潜在的な価値を評価することのみに情報を使用しそのほかの目的では使用しないことに同意しており、また、他の何者にもこうした情報を漏らさないことに同意しています。この情報は、全体であれ、部分的であれ、アクサ・インベストメント・マネージャーズの承認がない限り、複製が禁止されています。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。日本語への翻訳に際しては、その解釈や表現に細心の注意を払っていますが、万一英文と日本語文の間に解釈や表現の違いが生じた場合には英文が優先します。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。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。

当資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長(金商)第16号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Ref-19379