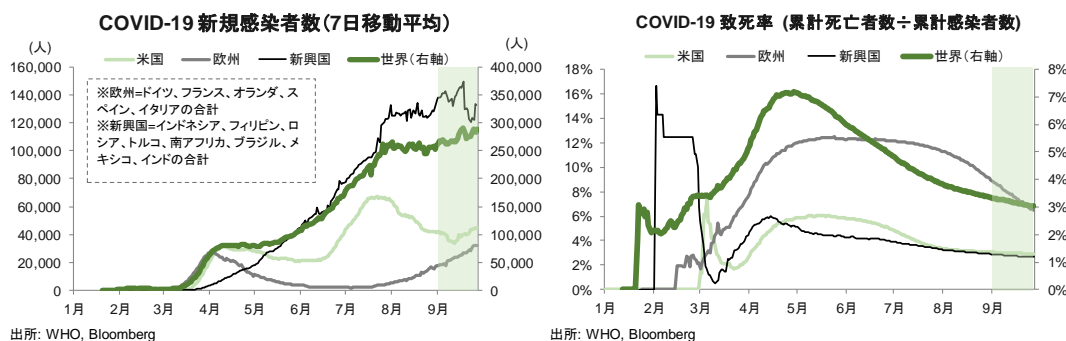




- **マクロ経済展望:** 欧州等で新型コロナ感染再拡大が見られているが、各国政府の経済活動再開に向けたトレンドに変化はない。一方、実際の経済活動の戻りは鈍く、当面は財政・金融による支援は継続されよう。いわゆる「モラトリアム」が継続するなか、金融市場は当面安定推移となろう。
- **主要資産市場動向:** 9月は米株を中心に軟化した。主因は複数ある。経済活動再開トレンドの下で、IT 関連銘柄のモメンタムが続くか否かは今後の重要な材料となろう。為替市場では新興国通貨が大きな軟化（対米ドル）した。マクロ経済環境が低調なことに加え、今後の中銀の政策への不安材料もある。
- **注目材料:** 米大統領選まで約1ヵ月となり、9月30日にはトランプ氏とバイデン氏による第一回ディベートが実施されたが、依然として予断を許さず接戦状態にある。大統領選に関する市場コンセンサスが形成されないなか、今後の変化に備えるべく、各候補者の主要政策が金融市場にどのように影響するかを整理した。

1. マクロ経済展望 ~ 回復期待剥落懸念 vs 財政支出の継続

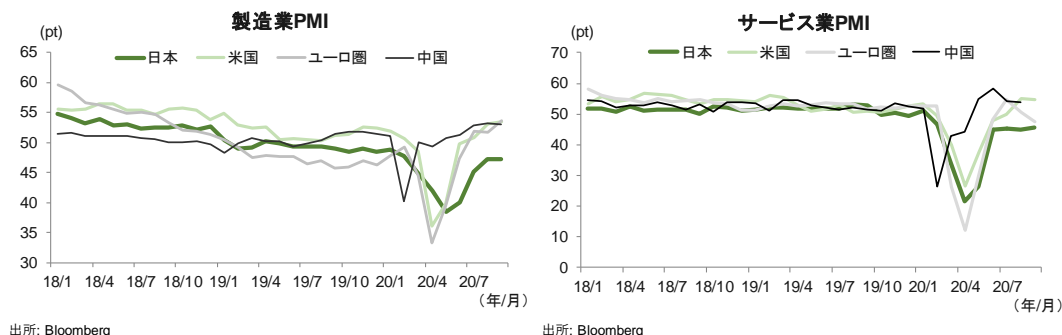
9月は、欧州を中心に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の新規感染者数（PCR ポジティブ判定者数）が再拡大するなか、米国が追加財政支出を議決出来ない状況が続き、今後のマクロ経済の持続的回復に関する期待が緩やかながら剥落する懸念が高まった。欧州では、スペイン等の複数国で一部地域・業種を対象に行動制限を再導入したことで今後の経済活動再開シナリオへの警戒感が台頭し、一時株式市場やユーロ相場（対米ドル）が下落するなど、金融市場に影響を与えた。



一方、下旬にかけては、①米国が追加財政政策を議決することへの期待感の高まり、②欧州では市場が懸念したような過度な行動制限が導入されなかったこと、③英国の EU 離脱交渉についても現実的な選択がされる可能性が高いとの見方が強くなったこと等の、市場を安定化させる材料により金融市場は安定化した。

欧州や一部の新興国で見られる COVID-19 感染再拡大は、クラスターが発生した場所を中心に徹底的な PCR 検査を実施した結果とみられ、日本の直近数ヵ月間の状況に似ているとみている。すなわち、PCR ポジティブの約 8 割は無症状であり、残り約 2 割のなかでもその後重症化もしくは死亡に至る可能性は必ずしも高くなっておらず、2月に武漢で見られたような医療現場崩壊リスクは高くない。新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を撲滅することは不可能とみられ、人類はこの新型ウイルスと共存（with コロナ）することが求められるが、with コロナを前提に経済活動をどこまで戻せるかは、中長期的には COVID-19 による致死率がどの程度低いかによって依存する。足元の COVID-19 による致死率は全世界的に緩やかな減少傾向にあることも認識したい。この限りにおいて、各国政府は、感染者数の拡大が続こうとも緩やかな経済活動再開を続けるだろう。

ただし、実際の経済活動の再開ペースは、緩やかにならざるを得ないだろう。我が国を含む東南アジア諸国では、欧米比 COVID-19 の罹患率や致死率が低いことが確認されるようになってきたが（疫学的（免疫機能等）な背景があると推察される）、欧米では致死率 10% 超（足元では低下基調にあるが）を一時的ながら経験しており、我が国で実感する以上に COVID-19 は身近でかつ恐怖の対象となっている。SARS-CoV-2 に対するワクチンや COVID-19 の治療薬への期待は高いが、実際に承認されても当面は、選別された人（高齢者、基礎疾患を持つ人など）への投与が優先されることに加え、副作用への警戒感から広く一般国民に浸透するには相当な時間を要するだろう。すなわち、人々の活動水準がコロナ前に戻るには相当の時間を要するとの帰結になる。

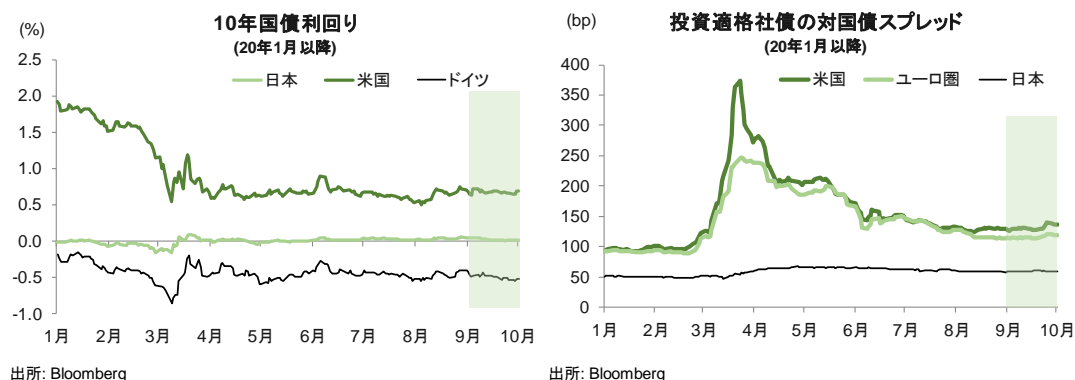


したがって、今後の注目材料は、マクロ経済回復までの間、政府や中銀による支援がどの程度続くかにあるとみている。米国では9月1日時点では追加財政支出に関する上院共和党と下院民主党の差（予算規模）が埋められていないものの、大統領選前の「デモ」的側面も強く、近いうちに大統領選よりも先までを見越した財政支援策が可決されるだろう。ただし、来年を見据えた場合、多くの国で財政支援策が続くか否かは現時点では確定されていない。市場は、マクロ経済回復までは財政支援は当然とのムードが漂うが、財政拡張策の継続によるソブリン（政府）の信用力懸念は、むしろこれから本格化する可能性もある（9月26日にS&Pはスペインの格付け見通しを安定的からネガティブに引き下げた）。

米大統領選後の米国の状況を含め、来年以降のマクロ経済動向は不透明性を残すが、少なくとも今年中は財政・金融による支援、すなわち「モラトリアム」が継続するなか、債券利回りは低位安定、リスク資産価格は緩やかに上昇というトレンドに変化はないだろう。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場～日米欧中銀の緩和策長期化を織り込む



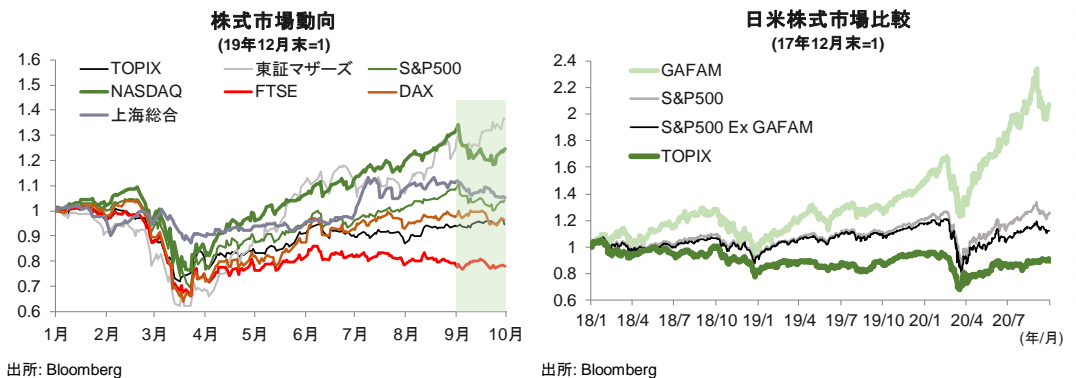
9月の債券市場は、ボラティリティの低下を伴い安定的に推移した。債券市場にとって強弱双方になりうるヘッドラインもみられたが、基本的には、日米欧中銀による超金融緩和策の長期化（フォワードガイダンスの強化を含む）を織り込み、短期金利だけでなく長期金利も安定化している。米大統領選や財政支出の継続有無など、来年に向けた注目材料は多いもの

の、今後数か月程度は債券市場の大きなテーマになる材料に乏しいことも、債券市場の安定化につながっているのであろう。

クレジット市場も同様に安定的に推移した。マクロ経済とは異なり、企業業績回復期待が強いが（リストラ等のコスト削減策により利益水準を確保することは可能）、ヒトを運ぶ運輸（空輸、鉄道等）、レジャー産業等への負の影響は相当長期化する可能性が高まっており、信用力への負の圧力は残っている。これに対し、我が国ではANA ホールディングスが劣後ローン調達に加え増資を検討との報道があるなど、政府による支援につながることへの期待もある。中銀による社債・CP 買入が当面継続するとの見方も優勢で、信用力および需給の双方で社債市場は政府・中銀による支援を強く受けている。

② 株式市場～経済回復期待の高まりとそれに伴う相場構造の変化の芽

9月の世界の株式市場はまちまちの展開となった。米国（S&P500 および NASDAQ 共）や中国が軟化したのに対し、日本（特に東証マザーズ）は堅調を維持した。欧州は COVID-19 感染者数再拡大や、英国の EU 離脱交渉への不透明性の高まりなど複数の材料が重なり下落したが、ユーロ相場の下落もあり下落幅は限られた。



3月に大幅な下落を経験した世界の株式市場は足元まで驚くほどの改善基調にある。しかし米国株式市場が相対的に堅調なのは、GAFAM のような IT 関連銘柄が圧倒的に大きく、加えて COVID-19 のワクチン開発への期待、更には、with コロナ時代の社会システムの変化による需要増加が期待される銘柄（非接触型のサービス提供事業など）などが、概ね米国に集中していることによる。

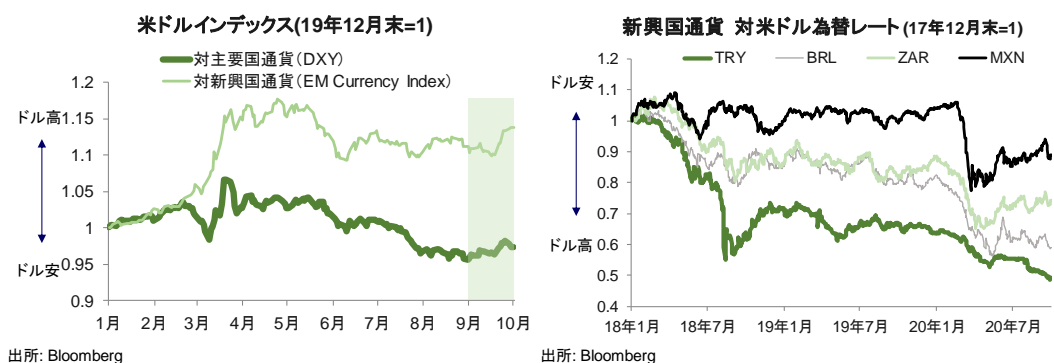
米国株が9月に軟化したのは、GAFAM を中心とした IT 関連株の下落が主因であるが、背景には、①高値警戒感の台頭、②個別株オプション市場の過熱感への警戒等の短期材料に加え、③経済活動再開を見据えた調整、などがある。③を敷衍すれば、世界の経済活動がコロナ前に戻れば戻るほど、with コロナ時代の社会システム変化への期待が剥落し、当然に IT 関連銘柄への期待も剥落するという連想である。前述のような COVID-19 に対する世界の政府の対応策に加え、ワクチンや治療薬への期待を含めた人類がこのウイルスとどのように共存すべきかのグランドデザインが徐々に描かれるなかでは、IT 関連株を中心とした「グロース」から「バリュー」へのトレンド変化は続く可能性もある。

③ 為替市場～米ドル安が注目材料に

9月の世界の為替市場は、米ドル安懸念の緩やかな後退（米実質金利への関心はほぼ皆無となった）のなかで、主要国通貨については欧州通貨（ユーロおよびポンド）が独自要因（英国の EU 離脱交渉への不透明感や COVID-19 感染再拡大等）により米ドルが強含む展開となった。米ドル円も狭いレンジの推移となっている。

対して大きく動いたのが、新興国通貨である。対ドルで再び大幅な下落となり、とりわけト

ルコリラは安値を切り下げる展開が続いた。新興国は、先進諸国比で経済基盤がぜい弱ななか、COVID-19による影響を先進諸国以上に強く受けている。このため、先進諸国同様に、積極的な財政政策を打つと共に、中銀による積極的な金融緩和策を実施している。しかし、従来より経常収支構造が不安定で（恒常的な赤字）、財政支出拡大に対する国内資金（国内貯蓄）が潤沢ではないことを背景に、中銀が実質的な国債の直接引き受け（インドネシア等）を行うなど、先進諸国を上回る中銀の積極的なアクションがみられている。トルコリラは、主に個別要因（周辺国との地政学リスクの高まり等）が主因とされているが、中期的には、COVID-19によるマクロ経済低迷に対し、新興諸国が実施する財政政策や金融政策への「不安」（中銀による国債直接引き受け等）が市場の注目材料になろう。足元の新興諸国の為替相場の軟化は、そのような不安も織り込みつつあるのではないかとみている。



3. 注目材料～ 米大統領選と金融市場への影響

世界の市場関係者の注目が、米大統領選（11月3日に一般投票実施）に集まりつつある。9月30日に実施された両候補者によるディベートは、「史上最悪」「恥知らず」などとのマスコミのヘッドラインを得つつ、双方とも決定打が無いまま終了した。世論調査ではバイデン氏有利に見えがちであるが、前回（2016年）同様にいわゆる「隠れトランプ支持者」の存在が無視できず、実際は「接戦」と解釈してよいだろう。

ディベート終了後の金融市場動向を見ても明らかだが、市場「コンセンサス」は依然として形成されていない。4年前は、クリントン氏勝利が「トランプリスク」排除を意味しており、クリントン氏優勢との世論調査も相まって、「クリントン氏勝利でリスクオン」がコンセンサスだった（実際は、当該コンセンサスは大きな間違いだった）。

コンセンサスが形成されていないのは、トランプ氏、バイデン氏双方の主要政策が、リスクオンにもリスクオフにも振れる可能性があるため、多くの市場参加者が考えているからであろう。例えば、トランプ氏勝利の場合、大企業や富裕層優遇の税制が継続する反面、コロナ対応の包括的景気対策が民主党比で少額であることや、対中政策が一段と硬化するとの懸念もある。バイデン氏勝利の場合も、増税がネガティブ視されるものの、財政支出拡大による大型景気対策の導入期待もある。

両氏の政策比較(主要なもの)		
政策項目	トランプ氏	バイデン氏
税制	大企業・富裕層優遇継続	所得再配分
環境	経済重視	環境重視
外交・安保(対中政策)	アメリカ第一(単独)主義	同盟国との関係強化
金融規制	規制緩和の方針継続	規制強化
ヘルスケア	薬価、医療保険料引き下げ	薬価引下げ、オバマケア拡充
COVID-19対策	経済回復に注力	経済再開に慎重

出所: 各候補のウェブページ、各種報道等

ただし、これらの見方はいずれも的を射していない。改めて両候補者の主要政策を比較すると（表は重要と思われる政策項目順に並べている）、トランプ氏は総じて「経済重視」であり過去4年間を踏襲する「現実路線」の政策であることがわかる。一方バイデン氏は、同氏自身の「リベラル中道」よりも「左派」色が強い「弱者救済色」が強い政策を掲げている。そこで、両氏の違い（政策の文言だけでは表現できない差）を鮮明にするために、マクロ経済

に特に重要と思われる3項目（税制、環境、外交・安保）についてそれぞれ追記すると以下のようになる。

- 税制：資本主義経済（経済成長の具現化）は、端的に、格差拡大を容認しつつ、資本力のある主体（主に大企業や富裕層）が積極的に投資・消費することができる仕組みづくりが重要である。4年前にトランプ氏が当選し、上下院とも共和党がマジョリティを取った後に強いリスクオンになったのは、端的に、共和党の政策が「資本主義フレンドリー」と解されたからである。今般も、トランプ氏の政策をリスク資産市場は選好するだろう。
- 環境：バイデン氏の環境政策は、サンダース氏等の民主党「左派」への配慮をにじませるものである。仮にこれがそのまま実行される場合、自動車産業を中心に産業構造の大転換がもたらされる可能性がある（エネルギー産業への負の影響も想定される）。欧州は、コロナ禍を一つの契機にして、政府主導（補助金投入等）で環境政策を一気に推し進める方針だが、米国がこれを選択する場合は、大企業製造業ならびに従業員への手厚いサポート抜きには実行することは難しいだろう。9月30日のディベートにおいて、バイデン氏がグリーン・ニューディールに対し表面的に反対しつつも「自らの環境政策を推進する」旨を表明したところ、トランプ氏が「左派が聞いたら驚く」や「国をつぶすつもりか」との趣旨の発言をしたのは、このような背景による。この観点からも、金融市場はトランプ氏勝利をリスクオンと捉えるだろう。
- 外交・安保（対中政策）：金融市場参加者の過半は、トランプ氏の方が他国との通商政策に厳しいと評価しているとみられるが、過去4年間のトランプ政権下での他国との通商政策を見る限り、極めて現実的な選択がされてきたのではないか。関税導入を基本に貿易相手国の譲歩を引き出しつつも、両国の経済基盤を棄損させることなく、現実的な着地をしてきたのが実態である。対中政策も同様に、多くの製品に対し関税が導入されているが、両国経済や産業に大きな影響は与えたのだろうか。むしろ不透明感が強いのはバイデン氏の外交政策である。同盟国との連携を強化し「中国包囲網」を形成するということは、トランプ政権下よりもいっそう米国による締め付けや制限がかかる可能性があることを意味する。例えば、我が国が米国との同盟関係を維持しつつも、アジア・極東地域の安定化に寄与すべく、中国やロシアと協同することは、もはや許されなくなるかもしれない。これが果たして、同盟国の経済にポジティブなのだろうか。むしろ、バイデン氏の政策が実行される方が、世界の分断が加速する可能性すらある。

足元は、金融市場が追加財政政策に注目しているため、財政規模が共和党比で大きい民主党の政策に対してネガティブに反応しないが、トランプ氏が勝利した場合も当然に、何よりもまず実行されるのが経済活動再開と、それまでの間の継続した財政・金融による支援である。加えて、市場は中長期的な見通しを織り込みに行くため、財政の使い方が将来の名目GDPに結びつくか否かも重要である。

どちらの政策が金融市場に対してポジティブなのかは明白ではなからうか。

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会