

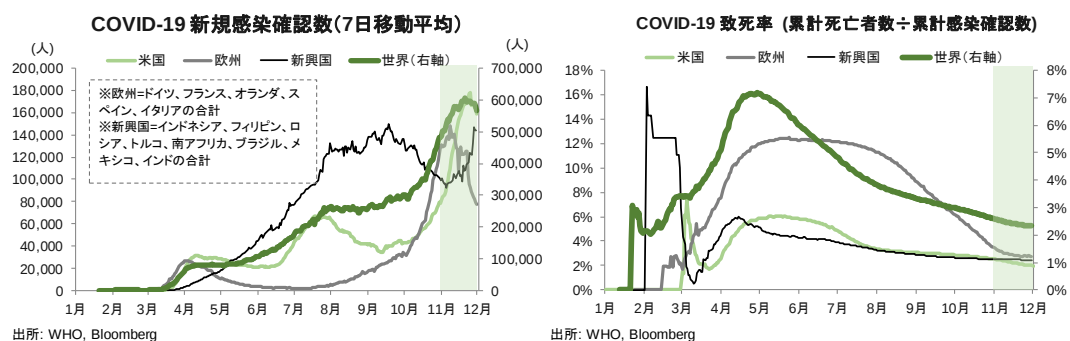


- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 11 月は、米大統領選および議会選というビッグイベントをクリアし、新型コロナワクチン開発進展報道による経済活動再開期待が強くなった。中国経済の再拡大期待の高まりや、7-9 月期企業業績が好調であることが確認されるなど、先月までリスクとされていた要因が剥落した。今後の注目材料は、来年の相場のテーマに移行しつつある。最大のテーマは、米国における新大統領の下での政策内容であるが、本格的な「アフターコロナ」を意識した動きが加速するとみている（各国中銀の金融政策（信用緩和策）、ヒトのライフスタイルの変化、デジタル化、環境重視などが金融市場に与える影響を考えることが重要）。
- **注目材料:** 21 年の相場のテーマを考えた。コロナ禍で社会システムが変化する可能性は否定しないが動きは鈍いだろう。一方、コロナ禍をカタリストとして台頭しつつある DX、環境、そしてコロナ禍と並行して変化した米次期政権の政策が重要とみている。DX や環境は、既存産業に従事するヒト、および関連産業に与える負の影響が大きく、一方で新産業の勃興を促す可能性が高く、産業構造転換の観点から注目される。米次期政権の注目材料は、金融政策および対中政策とみている。

1. マクロ経済展望 ～ 米大統領選後の「風」

11 月は、初旬に米大統領選（一般投票）および議会選挙が行われ、世界の注目を集めた。12 月 1 日時点では、大統領はバイデン氏が選出され、下院は民主党が過半数を確保するも議席数を大幅に減らし、上院は選挙後の確定議席は共和党 50 に対し民主党 48、残り 2 議席は年明け 1 月 5 日に実施されるジョージア州での決選投票に持ち越しとなった（ただし、ジョージア州 2 議席のうち共和党が 1 議席を確保するとの見方が強い）。市場コンセンサスは、大統領はバイデン氏、一方議会はねじれ（上院は共和党、下院は民主党）である。

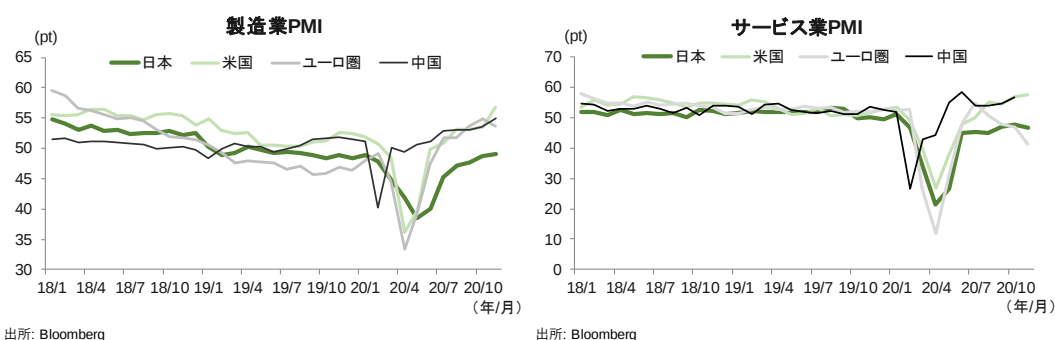
大統領選前の予想では、ねじれ国会はリスク資産にとってネガティブ（主要予算が通過せず財政拡張策への期待が剥落するとの見方）で、バイデン政権はレームダック化するとの見方が根強かった（追加財政政策への期待も後退）。一方、11 月初旬以降の株式市場は非常に堅調となった。米大統領選という今年最大のイベントをクリアしたことによる不透明性の後退、ねじれ議会継続濃厚により法人増税や GAFAM 等の大手 IT 企業への規制強化への懸念が後退したことに加え、新型コロナワクチン開発進展を受けてリスクオンとなった。相場は「いいとこどり」との意見もみられるが、米国が新大統領の下でどのような政策を繰り出すかは来年 1 月以降でないとクリアにならないこと（現在はハネムーン期間）に鑑みれば、それまでの間の動きとしては概ね合理的であったといえよう。



欧米諸国における COVID-19 新規感染確認数は、11 月も引き続き拡大基調となったが、フランスや英国などの欧州諸国を中心に、都市部などで短期的かつ部分的な経済活動停止（実質的なロックダウン）を行った結果、月半ばには新規感染確認数は低下基調となった。米国も同様に 11 月下旬には下落トレンドとなっている。反面、新興国では感染再拡大が始まり

つつある。過去の当レポートで再三指摘しているとおり、短期的には経済活動を部分停止させる政策が採られるものの、中長期的な展望としては、with コロナを前提に経済活動を元の水準に戻せるか否かは COVID-19 による致死率が今後も継続して低下するか否かに依存するという見方に変わりは無い。そして、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ため、今般の短期的かつ部分的なロックダウンは、該当国・地域の経済活動回復の時期を先送りすることは意味しても、コロナ前に戻らないことは意味しないと考えている。

足元の世界経済は、5 月以降の急速な回復後、回復ペースはいったん緩慢となったが、足元では再び堅調さを取り戻しつつある。そのけん引役である中国は、9-10 月に若干スローダウン気味となったものの、足元では再び加速している。経済活動の部分停止に追い込まれた欧州は、さすがに足元の経済指標は低迷気味だが、既に感染者数がピークアウトし、経済活動が再開されつつあるため、今後の見通しは暗くない。



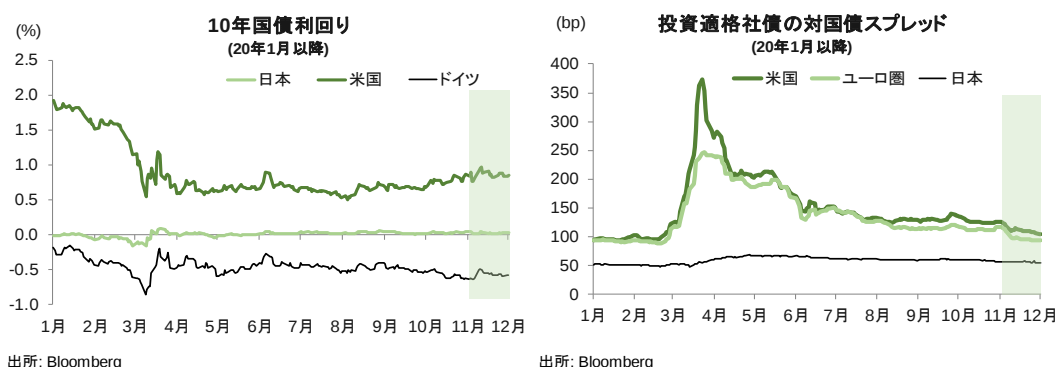
以上を踏まれば、11 月は新型コロナ感染拡大などのリスク要因も見られたが、むしろ大イベント通過と今後のテーマを意識しつつ、来年へのテーマを模索する間の「凧」のような状態だったといえよう。

今後の注目材料は、ワクチン開発、COVID-19 の致死率低下などを前提に、来年の相場のテーマに移行しつつある。当然、最大のテーマは、米国が新大統領の下でどのような政策転換をするのかであるが、これに並行して本格的に「アフターコロナ」が意識されるようになる。例えば、コロナ禍で導入された各国中銀の金融政策（信用緩和策）の持続性、ヒトのライフスタイルの変化、コロナ禍を経て注目されるようになった材料（デジタル化、環境重視など）が金融市場に与える影響を、現時点で議論することには大きな意味がある（3 章参照）。

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

11 月の債券市場は、10 月とは異なり、総じて長期金利が下がりにくくなった。主因は、米大統領選後の非常に堅調な株式相場の背景にある、新型コロナワクチン開発進展に加え、若干ながら来年を見据えた市場参加者の期待を織り込みつつあるのではとみている。

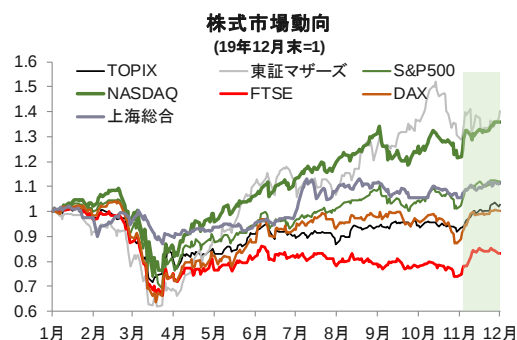


クレジット市場は、株式市場同様に再びクレジットスプレッド水準がタイト化した。7-9 月期企業業績が発表され、コロナ禍での不況業種（運輸、レジャー、サービス、およびエネルギー）を除き、堅調な業績回復が確認されたことが主因。その結果、7-9 月期以降、格付け会社による格下げアクションも大幅に低下している。

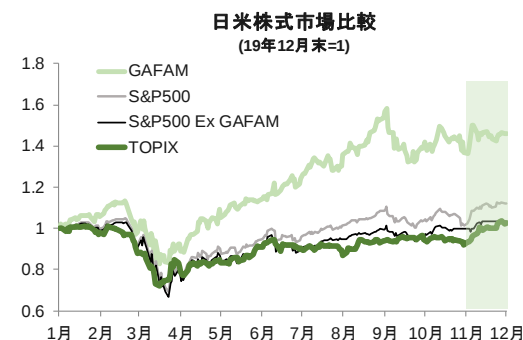
債券市場も、今後は来年を一層意識する展開になろう。特に、コロナ禍が終息する見通しが強くなるほど、コロナ禍で導入された非伝統的な金融政策（信用緩和策）がどのタイミングでどのようなペースで正常化されるのかに注目が集まろう。

② 株式市場～総じて下落も要因は明らか

11 月の世界の株式市場は、堅調推移となった。米大統領選・議会選が終了したことによる不透明感の解消や、新型コロナワクチン開発進展に加え、7-9 月期企業業績が市場予想以上に堅調に推移していることも影響した。高い有効性を示すワクチン開発報道を受けてワクチン普及による景気・企業業績の回復期待もあり、これまでの GAFAM 偏重の株価上昇から、バリュエーションの動きにシフトしたことも、底堅い株価推移の背景にある。

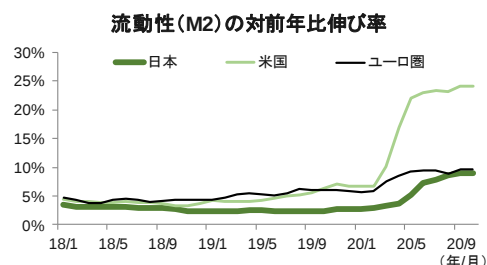


出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

バリュエーションは、例えば S&P500 では予想 PER が 22 倍となり割高との見方もある。一方、コロナ後を想定した場合、①過去よりも低い金利水準、②業績回復が著しいこと、および③潤沢な広義流動性に鑑みれば、足元の株価水準は必ずしも割高とはいえないとみている。



出所: Bloomberg

株式市場も、今後は来年を一層意識する展開

になろう。特に、米新政権の政策、中銀の金融政策や流動性対策（広義流動性のマネージメント）、そして堅調な製造業を中心とした企業業績回復トレンドの持続性、などに注目が集まろう。

③ 為替市場～米ドル安基調が鮮明に

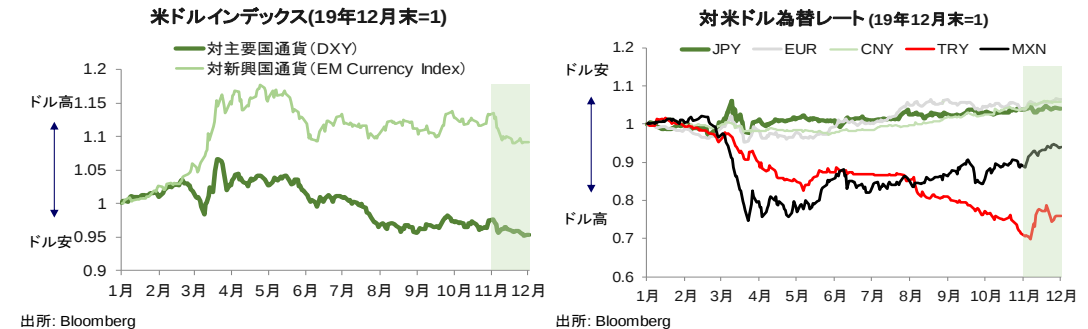
11 月の世界の為替市場は、米ドルがほぼ全面安となった。日欧主要通貨だけではなく、新興国通貨に対しても米ドルは減価した。米ドル円は、米大統領選後のリスクオンに対する円安圧力もあったが、それ以上に米ドル安の力が強かった模様である。

為替市場では、米ドル安はグローバルなリスクオンに因るとされている。確かに、ワクチン開発進展期待、COVID-19 致死率の安定的な低下、そして世界経済のけん引役である中国の底堅い動きなど、今後の世界的な経済活動回復への期待はある。

一般的に、強いドル安基調は、最近でいえば 2017-2018 年前半までのような世界経済全体が「絶好調」なときに現れやすい。一方、足元は確かに世界的な経済活動回復期待は強いが、ヒトに例えるなら長期入院からの病み上がり状態にあり、必ずしも世界のマクロ経済が絶好調ではない。国際的なヒトの往来は恐らく数年単位で低迷する可能性が高く、外食・レジ

ヤー等のサービス産業の戻りも鈍いだろう。

このように考えると、為替市場も来年を意識するほど、必ずしも米ドル安が続くとは限らないのではないかとみている。例えば、米国の金融政策の正常化のプロセスは、おそらく日欧中銀よりも早いタイミングで実施されるだろう。それを市場が意識するほど、米国の長期金利は上昇しやすくなるだろう。米金利上昇がマクロ経済の回復を前提としているならば、むしろ米ドル高になるのではなかろうか。



逆に、米新政権の政策が稼働するにつれ、米ドル安懸念が台頭する可能性も残る。例えば、バイデン氏が左派色の強い政策を織り込む場合や、GAFAM 等の有力 IT 企業に対し規制強化を打ち出す場合などである。要は、米国の潜在成長率を低下させるような政策により、米ドル安が市場で意識されるようになる可能性がある。ただし、ねじれ国会を前提にする限り、このシナリオが発現する可能性は低い。

3. 注目材料～ 21 年の重要テーマ

今年は 1 月下旬の中国・武漢市の都市封鎖以降、我が国でも 2 月中旬以降は本格的に COVID-19 への警戒感が高まり、4 月 7 日には政府が緊急事態宣言を発動するに至った。在宅勤務、会食を含む不要不急の外出自粛、マスク着用などのライフスタイルの変化が生じるなか、気づけば既に今年も 12 月。21 年に向けた重要テーマを議論する時期となった。

21 年のテーマを考える際に避けて通れないのが、コロナ禍がもたらす社会システムの変化の有無である。例えば、テレワークが一般化することにより、オフィス需要が減退したり、定期旅客の減少により鉄道会社の業績が悪化したり、ヒトとの接触を最小限にするためにビジネス上の面談や会食などが制限されたり、実際に生じつつある変化もみられる。

一方、大企業を中心に柔軟な雇用契約への転換（例えば居住地要件の緩和など）を進める動きは限られている。郊外が人気化しているとの報道も散見されるが、現実には東京都から埼玉県、千葉県、神奈川県への移住が大半であり、必ずしも東京都心部へのアクセスを否定しているわけではない。

人類は、過去にも多くの未知のウイルスに遭遇し大きな犠牲を払ってきたが、一方で都市化を選択してきた。換言すれば、容認できる程度の犠牲であればそれを容認し、それよりも便利で効率的なもの（＝都市化）を選択してきたと言えよう。当レポートで主張しているように、中長期的にヒトがウイルスと共存できるか否かは、ウイルスによる致死率が低位で安定するか否かに依存している。足元までの数字を確認する限り、致死率は安定的に低下しているため、経済活動は不可逆的に「元に戻る」ことを選択しているようにみえる。

では、コロナ禍前後で何も変わらないかといえ、必ずしもそうではない。前述のような一定のビジネス需要（出張や会食など）は、一定割合は恒久的に減少するだろう。テレワーク比率も高まり、結果として定期旅客は減少するだろう。しかし、それよりも大きな変化となりそうなのが「デジタル化」と「環境」であり、また、コロナ禍で同時進行した米大統領選後の「米次期政権の政策」であろう。

コロナ禍では、ヒトとの接触回数を減らすことが重要との認識が高まった。重要な商談や人間関係構築に際し実際に対面することが避けられることは無いだろう。しかし、日常のルーチンに近い業務を行う際に、オンラインが活用される場面は増えるだろう。これは、ビジネスだけではなく、医療、教育、物販などの場面でも同様である。コロナ禍で誕生した菅政権は「デジタル庁」構想を発表するなど、DX（デジタル・トランスフォーメーション）を政権の最重要課題に位置付けた。

これをうけ、既に市場では IT/テック、通信業界などへの追い風が期待されている。しかし、仮に DX 化が本格化するならば、大半の既存産業（金融を含む）で労働力の余剰化が更に加速すると共に、設備投資額の大幅減（IT 分野のみ増加するも、店舗等への投資は減少）、不動産需要減、そしてエネルギーミックスの変化（移動が減ることによるもの）が生じる可能性があり軽視すべきではない。DX による新規投資需要創出だけが脚光を浴びがちであるが、DX 化は既存産業に従事するヒト、および当該産業と取引をする者にとって脅威になるう。

「環境」は、コロナ禍がきっかけとなって注目されるようになった。欧州の環境重視へのシフトは、ワイズ・スペンディング（賢い投資：政府が将来の経済成長を見据えた投資をする必要があるとの考え方）を意識して、コロナ禍からの経済復興の最重要分野に掲げた（財源は欧州復興基金）ことに因る。米大統領選でも、コロナ禍を引き起こしたとされたトランプ氏が敗戦し、環境重視を掲げるバイデン氏が時期米大統領になる見通し。いずれも、直接コロナ禍とは関係ないものの、コロナ禍がもたらしたアジェンダである。

米大統領選における候補者討論会でも議論されたが、環境重視は既存産業（特に製造業）に甚大な影響を与えかねない。例えば、自動車会社からみれば、内燃機エンジンを採用する自動車 1 台が電気自動車（EV）1 台に変わること、利益額は 1/5～1/10 に低下するとの見方もある。EV 化が急速に進めば、巨大かつ広範な関連産業網を持つ自動車産業は、現在の雇用規模（我が国では 400 万人程度）を維持できなくなる。地球温暖化ガスを排出する化石燃料を使った産業も大きな転換（巨額の設備投資を含む）を余儀なくされるだろう。長期的には、新産業の勃興により、国の名目 GDP は維持できるのかもしれないが、産業構造の転換をもたらす点で、DX 同様に「環境」も軽視すべきではない。

そして「環境」にも大きな影響を与えそうなのが、来年 1 月 20 日に発足する米次期政権の政策である。バイデン氏は選挙公約に「環境重視」を明言しており、実際、大統領就任日にパリ協定復帰を明言している。議会がねじれになる場合、環境政策への財政支出規模は縮小する可能性はあるが、それでも米国が環境重視にシフトすることの意味は大きい。

環境に限らず、やはり米次期政権の政策は、21 年の金融市場における最重要テーマになるう。既に政権移行に向けた準備を進めるバイデン氏だが、足元の動きではイエレン前 FRB 議長の財務長官への登用など、閣僚・重要ポスト人事が話題になっている。共和党が上院の過半数を占める可能性が高いなか、閣僚人事には上院共和党の理解が必要となることもあり、豊富な人脈と絶妙なバランス感（彼はいわゆる国対族）を発揮している。つまり、民主党左派色を前面には出さず、一方で、今後左派色の強い政策を一部受け入れる必要性にも鑑みて、メディアへの露出が多くなる閣僚には、中道色・ハト派色の強い人材を配置しており、「手堅い」との評価も聞こえる。

しかし、現実には、トランプ政権が残した遺産に加え、足元のコロナ禍からの経済復興など問題は山積である。特に金融市場が注目すべき材料を列挙すれば以下になるう。

- 財政拡張策の継続：大統領選終盤に議論された追加経済対策は、現時点でも実現していない。バイデン氏は新政権発足直後に、まず超党派での追加経済対策を成立させたい意向だが、当初議論されていた額（2 兆ドル前後）から大幅に減額される可能性が高く、レジャー・サービス産業を中心に、中小企業・非正規雇用者の救済が大きなテーマにな

りそうである。

- 金融政策の行方：COVID-19 感染確認数が依然として多いものの、市場は既にコロナ禍後を意識しつつある。そこで注目されつつあるのが、コロナ禍で緊急導入された様々な金融政策（信用緩和策）がいつまで維持されるのかである。既にヘッドライン化しているが、ムニューシン米財務長官は年末に失効予定の 5 つの流動性供給策（いずれも信用緩和策）の打ち切りを提案、FRB に資金の返還を要求した。背景には中小企業や失業者対策があるとみられているが、コロナ禍のクレジット市場を力強くサポートしたものであり、市場にとっての「最後の砦」的な位置づけもあるため、クレジット市場内で話題となった。このような動きが 21 年の米 FRB の金融政策のベクトルに何らかの影響を与えないか、例えば、株価上昇が続いた場合に資産バブル懸念を理由とした金融政策転換（引き締め方向）の有無など、今後も注視が必要であろう。
- 対中政策：バイデン氏の外交政策の基本は、国際秩序維持と同盟国との連携とみられているが、実際はもう少し複雑である。バイデン氏の背後にいる民主党左派は、むしろ共和党・トランプ氏よりも対中強硬派である。このため、バイデン陣営は、これらをバランスするアプローチとして、中国と協調する分野、競合する分野、抵抗する分野の 3 つに分けることを想定している。地球温暖化対策やコロナ対策は「協調する分野」、ハイテク分野などは「競合する分野」、そして軍拡、人権、不平等な貿易慣行などは「抵抗する分野」としている。一方、このことが意味するのは、結局オバマ政権時と同様に、中国を結果的に放置してしまうのではという懸念である。当然、民主党左派からも異論が出よう。その結果、むしろトランプ政権時よりも厳しい対中政策に舵を切らざるを得ない可能性を排除できない。その先には、米中分断加速とブロック経済化の加速がみえる。

次期米政権の政策概要は、1 月 20 日よりも前にヘッドライン化し、それに準じた閣僚・重要ポスト人事も確定されよう。しかし、当初の目論見通りに事態が進むか否かは、やはり 1 月 20 日以降に大きく依存している。いわゆる「ハネムーン期間」を過ぎた後、来年半ばくらいまでの米政権の動きから目を離せない。

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