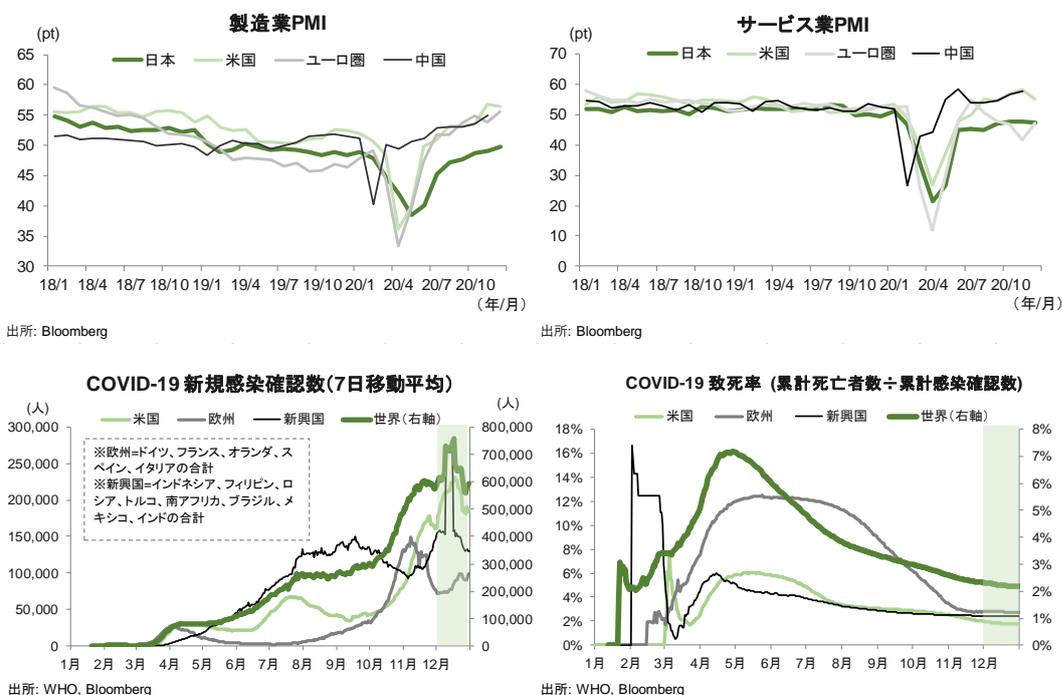




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** マクロ経済は緩やかな回復を続けている。2021年も中国や米国をけん引役として、20年後半ほどのペースではないものの、回復基調をたどるとみている。また、12月は日米欧各中銀の金融政策に注目が集まったが、市場への影響は大きくなかった。緩和基調は当面継続との見方が根強いものの、今後「アフターコロナ」を市場が意識する局面では、金融政策の正常化が意識される局面も来よう。為替市場では米ドル安が引き続き注目されているが、極端な米ドル安は想定していない。
- **注目材料:** グローバルに環境重視がテーマになるなか、金融市場参加者（投資家および発行体双方）にとって喫緊の課題となりそうなのが ESG 投資である。ESG の概念は運用パフォーマンスに大きな影響を与える可能性が高いが、課題（評価機関間の評価のばらつき、パフォーマンス測定が未熟など）もある。投資家が求める真の意味での ESG スコアは、最終的には投資家自らが確立するしかないが、それまでの間は、例えば「ESG 債」といわれる用途を限定した債券への投資等により、ESG 投資への準備を進めるのが現実的な選択肢となろう。

### 1. マクロ経済展望 ~ 回復ペース鈍化ながら、経済活動回復への期待は根強い

12月のグローバル・マクロ経済は、引き続き緩やかな回復基調となった。11月のグローバル製造業購買担当者指数（PMI）は53.7（前月は53.0）となり、景気拡大・縮小の分岐点となる「50」を5か月連続上回った。グローバルサービス業PMIは52.2（前月52.9）と若干の減速となった。新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の感染再拡大の影響を若干受けた模様である。先進国全体は52.2（同52.7）、新興国全体は54.9（同54.5）となった。



欧州諸国における COVID-19 新規感染確認数は、11月初旬をピークに減少傾向にあったが、12月中旬以降は英国における Sars-Cov-2 変異種（感染力が増したもの）の影響もあり再び拡大基調にある。米国は12月中旬にピークアウトしたが、依然として COVID-19 新

新規感染確認数は 20 万人/日と高水準にある。それらよりも気になるのが我が国における新規感染確認数の急増である。1 月 2 日には小池東京都知事が西村経済再生担当相に対し、関東の 1 都 3 県に対する緊急事態宣言発動を要請するなど、感染拡大が実体経済に与える負の影響が懸念される局面にある。ただし、政府が経済活動の一時自粛を要請する事態になったとしても、製造業を中心とした回復基調に大きな変化は見られないだろう。非製造業のうち、ヒトとの接触を前提にした産業（ヒトを運ぶ運輸、サービスおよびレジャーなど）への負の影響を長期化する可能性が高いが、既に市場は織り込んでいる。一定の政府・中銀による支援継続も期待できることから、マクロ経済や金融市場に与える影響は大きくないとみている。

2021 年の世界経済成長率は、前年比 +4.5-4.8%程度を予想している（2020 年は同▲4.0%を予想）。COVID-19 の影響は今後も一時的・局所的に感染増が発生するものの、ワクチン普及に伴い徐々に減衰していくことを想定している（新規感染確認数の増加に対し致死率が安定して低下していることも重視）。ただし、集団免疫獲得には時間を要し、経済活動制限の解消は（米国を除き）2022 年以降になるだろう。引き続き、経済政策・金融政策の緩和基調が重要であり、それが維持される限りにおいて、世界経済は緩やかなペースで回復に向かう可能性が高いだろう。

また、コロナ前の経済水準への回復ペースは各国でばらつく見通しである。先進国の中では、米国の回復ペースは日欧との比較で早いと想定する。米国は追加景気対策やコロナ禍の適応需要（IT 投資・住宅投資）が押し上げ、2021 年末頃にコロナ前水準に回復するとみている。一方、日欧はコロナを巡る不確実性の高さから慎重な家計・企業行動をとる可能性が高いとみている。回復時期は 2022 年中頃と想定している。

注目の中国経済は、11 月の主要指標は投資・小売・輸出いずれも前月から加速し、順調な景気回復を示唆している。社債のデフォルトが増加しているとの報道もあるが、人民銀行の完全なマネージの下で選別的にデフォルトが発生しているとみるべきであり、金融システムへの負の影響はほとんどないとみてよいだろう。今後は、製造業による設備投資や、雇用・所得環境の改善を背景とした消費の加速が下支えとなり、緩やかな回復が続く見通し。

11 月上旬の米大統領選終了後約 2 か月続く「凧」相場は 1 月下旬には終了し、本格的に 2021 年の相場が始まる。米新政権の政策に加え、本格的に「アフターコロナ」が意識されるようになる。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場～ 中銀の政策決定会合に注目が集まる

12 月の債券市場は、米国長期金利が一時的に上昇する局面もあったが、基本的には小動きとなった。そのようななか、COVID-19 による経済への悪影響が長期化する懸念の高まりを背景に、日米欧中銀の金融政策に注目が集まった。

FRB は、12 月の FOMC において、追加緩和（資産購入額拡大や購入対象のデュレーション長期化等）は見送ったが、長期の資産買入にコミットするフォワードガイダンスの強化を実施した。雇用を中心に依然として慎重姿勢を示しつつも、足元の経済回復が想定よりも早いことも示唆し、現時点で追加緩和は必要ないと判断に至った模様。これを踏まえ、米長期金利は小動きにとどまった。

ECB は、12 月の政策理事会において、マイナス金利の深堀りは避けたものの、資産購入（PEPP）の 9 か月延長（2022 年 3 月まで）と購入額の 5,000 億ユーロの増額（13,500 →18,500 億ユーロ）に加え、長期流動性供給オペ（TLTRO3）の 2021 年末までの実施などを決定した。COVID-19 感染再拡大と景気回復の不透明性の高さが背景にある。一方、足元では ECB の追加緩和策がむしろユーロ高（対米ドル）に拍車をかけており、本音としてはユーロ安に誘導したい ECB は難しいかじ取りを迫られている。

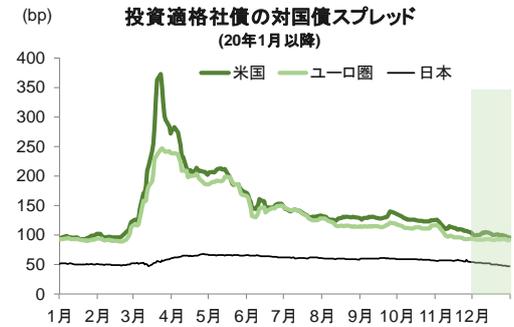
日銀は、12月の金融政策決定会合にて、①「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の期限延長と②「2%の『物価安定の目標』を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行う事を決定した。②は、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の枠組みは変更しないと発言した上で、各種の施策を「点検」のうえ、3月会合をめぐり結果を公表するとして、「点検」に基づき、最終的には「ETF等の買入れ」の運営（買入れの配分額等）や「成長基盤強化を支援するための資金供給」の変更などにつながる可能性あり注目される。

クレジット市場は、引き続きクレジットスプレッドがタイト化した。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。足元では、市場ボラティリティの低下（VIX指数は12月は20台前半で安定）もスプレッド・タイトニングに寄与した。

日米欧の各中銀が当面の金融政策方針を示したことから、債券市場は当面材料に乏しく大きな動きにはならないと予想している。ただし、米新政権の政策やコロナ禍でのマクロ経済活動次第では、長期金利が上下に動きうることは頭の片隅に置いておきたい。



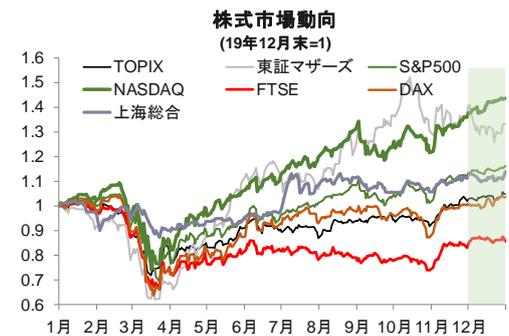
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

## ② 株式市場～ 高値警戒感と回復期待

12月の世界の株式市場は、まちまちの展開となった。米国市場は S&P500 および NASDAQ とともに堅調推移となり、両指数とも過去最高値を更新した。追加財政拡張策への期待に加え、GAFAM を中心にした株高による資産効果等が寄与し消費が堅調なことも、株式市場にフィードバック効果をもたらしている。一方、日欧市場はまちまちの展開となった。日本やドイツは、一進一退を続けつつも総じて堅調推移となった反面、英国は COVID-19 感染再拡大や変異種の確認などが市場センチメントを悪化させた。



出所: Bloomberg

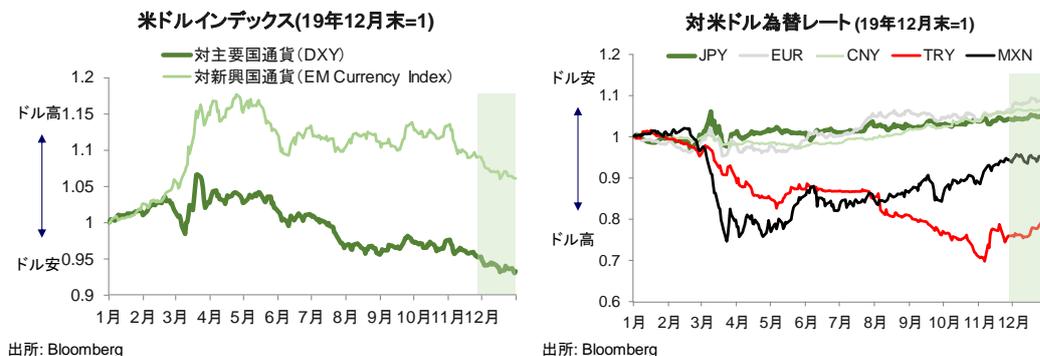
堅調な米国株式市場では、重要なバリュエーション指標である PE 倍率が約 22 倍と高値圏にある。総じて、株式市場は今後 2 年先の企業業績回復を織り込んでいるとの見方もある。このため、1 月以降はこれまで以上に高値警戒感が出やすい地合いになるだろう。事実、市場では株価急落シナリオがささやかれている。具体的には、①ワクチン普及による好材料出尽くし、②米新政権（トリプル・ブルーの可能性、もしくは真逆の「ダブルねじれ」（上下院のねじれに加え、下院民主党内のねじれ（左派対中道）の可能性）、③米中対立の再燃などである。

ただし、メインシナリオは、①財政拡張・金融緩和の継続、②中国をけん引役とした製造業

主体の企業業績回復、③COVID-19 への警戒感低下（ワクチン接種、致死率が安定的に低下）などを背景に、緩やかな回復を続ける、となろう。

### ③ 為替市場～ 米ドル安基調が鮮明に

12月の世界の為替市場は、11月に続き米ドルがほぼ全面安となった。日欧主要通貨だけでなく、新興国通貨に対しても米ドルは減価した。米ドル円は、17日に102円台まで下落する局面もあり、12月末は103円20銭台で終えた。



引き続き為替市場では、米ドル安がテーマになっている。前月の当レポートでも示したが、一般的に、強い米ドル安基調は、世界経済全体が「絶好調」なときに現れやすい。一方、足元の世界経済は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・レジャー等のサービス産業の戻りも鈍いだろう。

一方、米国の実質金利がマイナス圏で推移していること（米国以外の国のインフレ率が落ち着いていることも影響）や、米ドルの流動性が高水準にあることなどが、根強い米ドル安論の背景にある。フロー面からも、新興国への資金流入が加速しており、米ドル安に影響している可能性がある。しかし、上記のような一般的な見解に加え、市場が長期的な米ドル安を懸念している可能性があることには、一定の留意が必要であろう。具体的には、米新政権の政策が左派色の強いものになる場合や、対中政策の不作為により中国の台頭を許してしまう場合、米ドルの基軸通貨としての信認を低下させることを通じて、長期的な米ドル安に移行する可能性がある。この場合、米ドル円相場は、80円を優に下回る水準にまで低下する可能性があることも意識しておきたい。

なお、当面は、上記のような状況が発現する可能性は低く、米ドル安トレンドは長くは続かないとみている。米ドル円は、一時的に100円割れになる可能性は否定しないが、95円を下回る水準にまでも極端な米ドル安円高は想定していない。

### 3. 注目材料～ ESG投資の現状と課題

20年12月（前号）の当レポートでも指摘したが、コロナ禍前後で大きな変化となりそうなものの一つが「環境」である。既存産業（特に製造業）への影響などが懸念されることを指摘したが、金融市場参加者（投資家および発行体双方）にとって喫緊の課題となりそうなのがESG投資である。しかし、変化が急速であることやESG投資への疑問も根強く、多くの投資家は「とりあえずトレンドに乗ってESG投資を始めてみよう」という感覚で、部分的にESG投資に参入（例えばESG債を購入するなど）しているのではなかろうか。

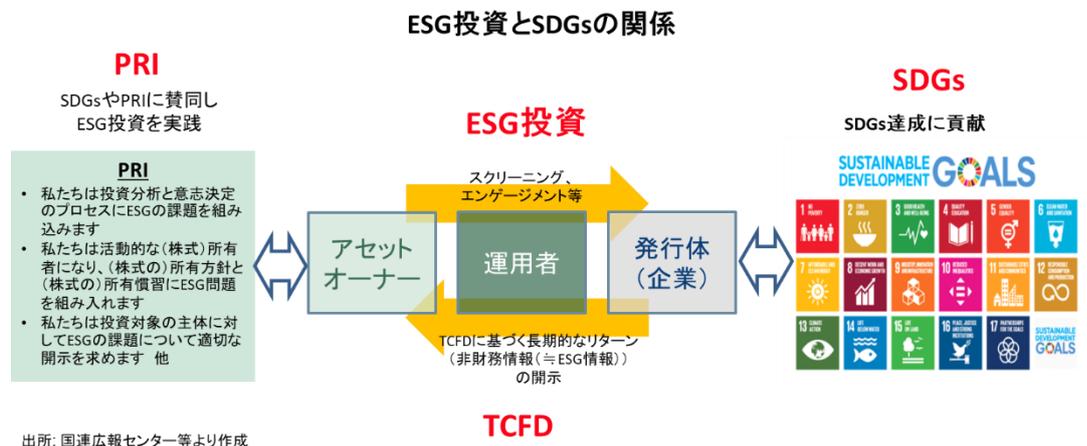
潜在的には、ESGの概念は運用パフォーマンスに大きな影響を与える可能性が高く、すべての投資家が意識すべきものである。一方、現在はESG投資のためのインフラ整備の段階であり、ESGの概念が運用パフォーマンスに影響するとは言い切れない。ここでは、ESG投資の現状と課題（主に投資家の目線から）を整理する。

まずは頻出用語から解説しよう。

ESG とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Governance) の頭文字を取ったもので、以前からある SRI(社会的責任投資)や、「責任投資(Responsible Investment)」「持続可能な投資 (Sustainable Investment)」などを包含するものと考えてよい。ESG 投資とは、投資家が ESG を意識した投資を行う際に用いられ、具体的には、ネガティブ・スクリーニング (特定の業界の株式や債券を投資対象から除外する投資手法)、ESG インテグレーション (投資先判断に財務情報だけでなく非財務情報 (≒ESG 情報) も織りこむもの)、エンゲージメント (投資先企業や投資を検討している企業に対し、投資家 (株主・債権者) の立場から企業に対して特定のアクションやポリシーを採るよう働きかけること)などを指す。

ESG 投資の流れを裏付ける大きな活動のひとつが国連責任投資原則 (PRI) である。国連責任投資原則は、国連機関である国連環境計画 (UNEP) と国連グローバル・コンパクト (UNGC) が推進しており、年金基金などのアセットオーナーや運用会社が ESG 投資を推進していくことを自主的に署名し参加を表明している。すでに世界 1,500 機関以上のアセットオーナーや運用会社などが署名しており、世界最大の年金基金である日本の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) も 2015 年 9 月に署名をした。

ESG と同様に、最近は SDGs も頻繁に登場するようになった。SDGs とは、「Sustainable Development Goals (持続可能な開発目標)」の略称で、環境に加え貧困・飢餓、差別、地域間格差などの様々な問題を包含している。2015 年 9 月、国連サミットで採択された成果文章「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ (通称：2030 アジェンダ)」の柱として、①世界共通の 17 のゴール (目標)、および②目標ごとの 169 のターゲット、から構成されている。国連に加盟している 193 の国・地域が 2030 年を期限に達成を目指している。発行体 (企業) は、SDGs 達成にコミットしつつ、TCFD (後述) に基づき、ESG 投資に際して重要な非財務情報を金融市場に提供する。



TCFD とは、G20 の要請を受け金融安定理事会により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行うかを検討するに設置された「気候関連財務情報開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)」を指す。2017 年 6 月に最終報告書を公表し、企業等に対し気候変動関連リスク及び機会に関する 3 つの項目 (ガバナンス、リスク管理、指標と目標。いわゆる非財務情報) について開示することを推奨している。

以上の頻出用語の関係を示したのが下図である。アセットオーナー (資金拠出者。預金取り扱い金融機関でいえば預金者となるが、実質的にはアセットオーナーと運用者は同一) は PRI への署名を前提に ESG を意識した投資を通じて SDGs 達成に貢献する。発行体(企業) は SDGs を意識した企業経営を行い、TCFD に基づく情報開示を通じて、自らの SDGs へ

の貢献を開示する。

さて、用語解説はこの程度にして、本論に移ろう。投資家視点に立った場合、①なぜ ESG 投資が重要なのか、および②ESG 投資による投資パフォーマンスはどうか、を考える。

まず①は、一般的には、2014年2月に金融庁が発表した「日本版ステewardシップ・コード」、2015年6月に金融庁と東京証券取引所が発表した「コーポレートガバナンス・コード」において ESG 投資の概念を推進する内容になっていることが指摘されることが多い。しかし、ESG 要素の重要性はもっと本質的であり、ESG 要素は意識するしないに関わらず、通常、投資家が投資先の選別をする際に ESG 要素を重視している。例えば、有害物質を排出し続ける事業に長期的な事業の持続可能性は無く、むしろ短期的にもリーガル・リスク（訴訟等）懸念が残る。また、けん制機能の効いていない取締役会を有する企業に誰が投資するのだろうか。つまり、世間のトレンドが変化してきたから ESG を重視するのではなく、投資家が投資によって高い（もしくは安定した）パフォーマンスを創出するために、必要不可欠なプロセスの一つ、それが ESG であることを強調しておきたい。

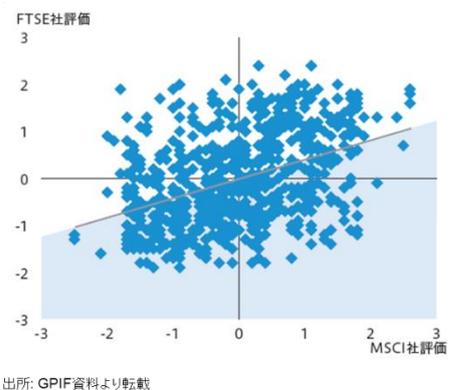
②は、ESG スクリーニング、およびスクリーニング結果に基づく投資パフォーマンスの検証の2段階に分けることができる。前者は、基本的には投資家が自ら判断し評価すべきであるが、信用力評価における格付会社と同様に、ESG 要素を外部から独立して評価する評価機関による評価（ESG スコア）が一般的に利用されている。ただし、主要なものだけでも、FTSE ESG Rating、MSCI ESG、Bloomberg ESG 開示スコアなど多岐にわたるうえ、各評価機関の評価にはばらつきがみられ特定企業への評価にも大きな差があることが知られている。

後者（投資パフォーマンス）も同様に、現在は検証段階にある。例えば、ESG スコアが高い銘柄で構成される ESG 指数（主要評価機関が提供。例えば、FTSE Blossom Japan Index など）のパフォーマンスは市場平均を上回っているとの報告（例えば、年金積立金管理運用独立行政法人「2019年度 ESG 活動報告」など）はある。しかし、パフォーマンスは計測時期によって安定していないことも指摘されている。ESG 指数はバイアスがかかっているとの指摘（例えば、高グロース銘柄比率が高いなど）や、市場要因（グロースカバリュウカなど）にも影響されるため、安定して市場平均を凌駕しているかどうかを検証する段階にあると考えられる（なお、欧州では ESG 指数のパフォーマンスが市場平均比で高いとの見方が一般的になりつつある）。

以上をまとめると、ESG 投資の重要性は疑う余地は無いものの、課題も残されているといえよう。

ESG スコアを敷衍すれば、評価機関の評価にばらつきがあることよりも、その評価手法の方が問題を孕む。例えば、企業統治（Governance）の評価として、取締役会メンバーのダイバーシティ（人種、ジェンダー等の分散度）や社外取締役比率が重視されているが、取締役会メンバーのダイバーシティが効いていることが企業統治の良し悪しを反映しているのだろうか。同様に、社外取締役比率が高ければ、ガバナンスの効いた取締役会になっているのだろうか。評価機関は、評価手法を原因、ESG スコアを結果としているようにみえるが、現実には逆である。企業統治が効いているから、「結果」として取締役会のダイバーシティが効いたり、社外取締役比率が高くなるのではなからうか。「原因」と「結果」を逆に考えることにより、実は全く意味の無い結果（ESG スコア）になっている可能性もある。

FTSE社とMSCI社のESGスコア評価相関図  
(国内株式、2020年3月末時点)



前述のように、現実的には ESG スコアの高い企業⇨高グロース銘柄、もしくは大型銘柄となる傾向があり、いわゆる「外部評価への意識の高い」企業が高スコアになる傾向がある。評価機関の評価手法を意識した組織やディスクロズ等を徹底することで、スコアを高められている可能性がある。「意識の高さ」を批判するつもりはないが、ESG が目指すもの（結果）とそれを達成するための手段を間違えているのではないかと疑問に感じることもある。

結局、投資家が求める真の意味での ESG スコアは、評価機関による評価ではなく、投資家自らが定性的な評価を多用することによって確立するしかない。そして、それが困難な作業であるのも事実である。一方、環境重視を含む ESG 重視のトレンドは一層加速しそうである。債券の世界では「ESG 債」といわれる用途を限定した債券の発行が急増しているが、ESG 債の発行体の ESG スコアが必ずしも高いわけではない。しかし PRI を遵守し ESG を意識した投資を求められる投資家は、評価機関の ESG スコアのブラッシュアップまでの間、また自らの評価手法を確立するまでの間の「メザニン」として、ESG 債投資を活発化させているのであろう。当然、これも否定されるものではない。しかし、ESG 債投資がゴールではない。それを通じて、発行体へのエンゲージメント等の ESG 投資を貫きつつ、自らの ESG 評価手法を確立することが重要であることを忘れてはならない。

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