

Market Report

マーケットレポート

2021年度上期のマーケット 金利・為替・株価 経済正常化とともに訪れる 政策正常化が市場を揺さぶる



第一生命経済研究所
常務取締役・首席エコノミスト

寫峰 義清氏

PROFILE

寫峰 義清 (しまみね よしきよ)

第一生命経済研究所常務取締役・首席エコノミスト。

1990年3月青山学院大学経済学部卒。

1990年4月岡三証券入社。岡三経済研究所、日本総合研究所、日本経済研究センター等を経た後、1998年5月第一生命経済研究所入社。

米国経済担当、日本経済担当などを経て、現在は金融市場全般を担当。

2011年4月より首席エコノミスト。

2018年6月より取締役。

2021年4月より現職。日本ファイナンス学会会員。

著書：「市場の動きを見極める経済指標の見方」
(金融財政事情研究会)

2020年度 下期の市場振り返り

2020年度下期のマーケットは、新型コロナウイルスに対するワクチンの開発成功と接種開始を受けて、世界的に株高傾向が一段と強まった。昨年11月に行われた米大統領選挙で民主党のバイデン候補が勝利し、その後議会上下院での民主党の勝利が決まったことで、超大型の追加景気対策が現実味を帯びたことも、米国経済の加速期待に繋がり、市場の楽観的な見方を後押しした。NYダウやS&P500など米国の主要株価指数は過去最高値を更新し、上昇傾向が続いた。日経平均株価は1990年8月以来となる3万円台を回復し、続いてTOPIXが1991年5月以来となる2000ポイント台を回復したのも、日本国内に独自の好材料があったというよりは、世界的な新型コロナウイルス感染症収束、世界経済の本格回復期待が演出した側面が大きいと判断される。

株式市場では、上昇の牽引車がそれまでのグロース株（成長株）から、バリュー株（割安株）へとシフトした。ワクチン開発前の株高は、世界的な金融

2021年度上期のマーケット 金利・為替・株価 経済正常化とともに訪れる政策正常化が市場を揺さぶる



緩和政策による過剰流動性（カネ余り）と、新型コロナウイルス感染症禍で一気に浸透し始めたデジタル技術の市場拡大期待による側面が大きかった。これにより、足元の業績が振るわなくても、数年後には大化けするかもしれない業種や銘柄に、投資家の人気が集まった。

これに対し、ワクチン開発後は、人々の移動に制限がなくなることにより経済活動が正常化し、景気が全般的に回復していくとの期待が株価上昇を牽引した。ここでは、先が見えない中では業績が低迷したものの、景気が持ち直せば業績も拡大する景気敏感株など、それまで投資家の注目を集められず、結果として割安感が強まった業種や銘柄に投資家のマネーがシフトした。

債券市場では、長短金利差が拡大傾向を辿った。

2年物国債までの、償還期間が比較的短い債券の利回りは低水準にとどまったものの、10年物国債以上の償還期間が長い債券の利回りは、年明け以降上昇傾向を強め始めた。

短期金利は、中央銀行の金融政策の影響を受けやすい。日米欧などの主要中央銀行が現行のゼロ金利政策の長期化を繰り返し示唆したことで、短期金利の上昇は抑制された。一方で、景気や財政状況などに影響を受けやすい長期金利は、景気の本格回復期待の高まりとともに、上昇圧力が生じている。とくに米国では、バイデン政権が1兆9千億ドルもの巨額の追加経済対策を表明したことで、景気過熱と財政悪化懸念が高まり、長期金利の上昇が目立った。

為替市場では、下期に入ってもほぼ横ばい圏での推移が続いたが、年が明けて米国の長期金利が上昇

傾向を辿り始めると、ドル高傾向にシフトした。

景気回復の鍵を握る ウイルスの変異

今後の世界経済を予想するうえで、重要な変数となるのが新型コロナウイルスの感染が順調に収束していくのかどうかだ。年明け以降、世界の感染者数は一旦減少傾向を辿ったが、3月に入ると再び増加傾向に転じ始めた。とくにイギリスを除く欧州と、ブラジルで増加が目立っている。

新たな感染者の多くが、昨年秋以降発見されたウイルスの変異株によるとされている。イギリスで発見された変異株は、昨年12月から今年1月にかけてイギリス国内で猛威を振るった後、2月頃からはイギリス以外の欧州各国で感染者を増やしている。既存ワクチンの有効性は高いとされているが、感染力も高く、感染のスピードがワクチンの接種による感染抑制効果を凌駕している。これにより、感染者が拡大している国では、経済活動を抑制する政策が長期化し、景気回復への動きも足止めされている。ブラジルでの感染者の再拡大も変異株によるもので、イギリス変異株と同様に感染力が従来のものよりも高いとされている。こちらもワクチンの効果は有効とされているが、従来のものに比べるとやや劣ると言われている。一方、南アフリカで発見された変異株は、ワクチンの有効性がかなりの程度低下するとの分析がある。ただし、南アフリカでの感染者数は第2波が1月にピークを打った後、減少傾向にある。

今後も、新型コロナウイルスの変異は続いていくとされている。ただし、ウイルスの変異は偶然によるところも多く、変異の過程で既存のワクチンの効果が低くなる可能性も十分に考えられる。ウイルス

は、変異の過程で感染力が弱いものや、毒性があまりに強いものは淘汰され、感染力が高く、ワクチンに対する耐性も強いものが生き残っていくと考えられる。そのような変異株が主要国で猛威を振るえば、人々の移動に再び制限がかけられ、経済活動に悪影響が及ぶことは避けられないだろう。

したがって、今後の世界経済は、極端にワクチン効果が低下するようなウイルスの変異株が登場しなければ、ワクチンの接種率が向上するとともに経済活動も正常化し、景気回復傾向が強まっていくと考えられる。一方、ワクチン効果が大幅に低下する変異株が猛威を振るえば、本格的な景気回復の道は遠のくリスクもある。このように、上期の景気はウイルスの変異次第で大きく変わりうるが、それがどの程度の確率でどうなるかは未知数だ。

感染状況や景気対策の大きさと バラツキが見える世界経済

さて、望ましいシナリオは、今後感染者数が減少傾向を辿っていくものだ。ワクチン接種で先行する欧米では、今年の秋頃には集団免疫を獲得したと同程度の接種率を達成できると見込んでいる。つまり、この下期には経済活動への制約はほとんど無くなることになる。一方で、新興国ではワクチンの入手が遅れている国もある。こうした国では経済活動正常化のタイミングが遅れ、景気の本格回復も遅くなる可能性があるなど、今後の景気の動きは国毎にバラツキが出そうだ。

米国では、バイデン政権による追加経済対策の効果もあり、この上期から景気は急拡大していくと予想される。個人向け給付金の追加と、失業保険給付金の積み増し措置の延長により、個人消費が景気の

2021年度上期のマーケット
金利・為替・株価
経済正常化とともに訪れる政策正常化が市場を揺さぶる

■ 図表1 日本の現金給与の推移(前年比)



出所：厚生労働省「毎月勤労統計」

牽引車になると考えられる。

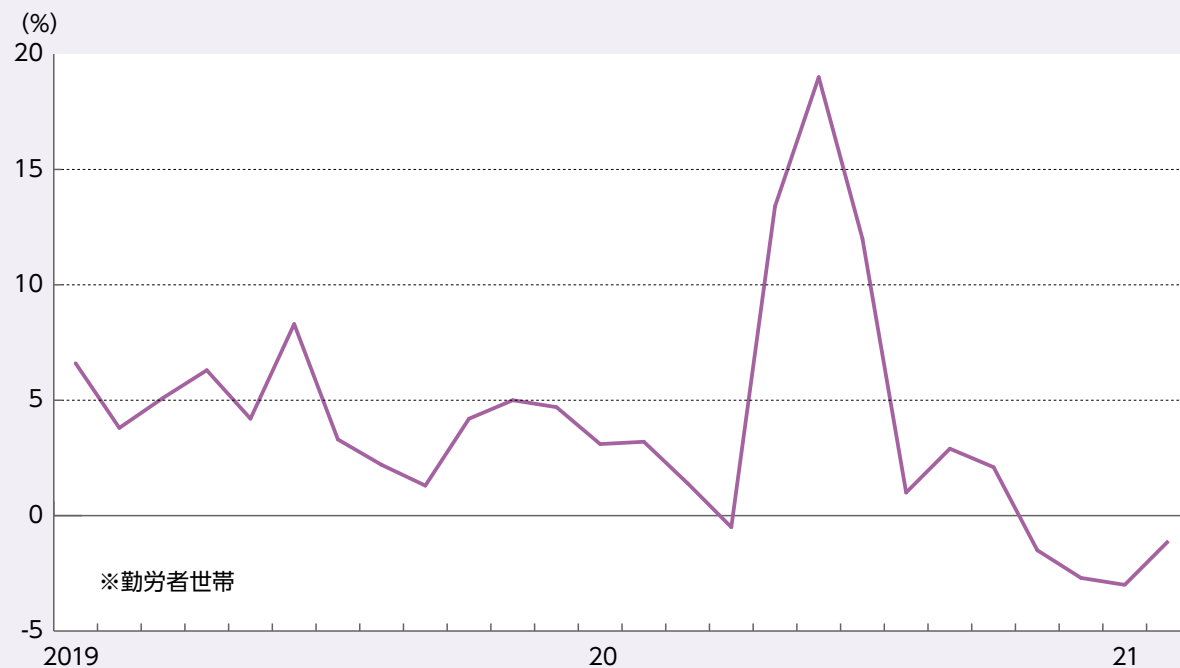
一方、大陸欧州の中核国であるドイツやフランス、イタリアの感染者数は再度増加傾向を強めている。今後は、ワクチンの接種が進むにつれて、感染者数は減少傾向を辿っていくと期待されるものの、景気回復の動きは米国に一步遅れる格好となり、暫くは米国や中国向けの輸出が景気を支える状態が続こう。

新興国では、感染の抑制に成功している国とそうでない国とで、景気の状態も大きく異なっている。中国では、強い感染抑制策が功を奏し、大規模な都市封鎖などは避けられ、経済活動は正常化している。このほか、台湾やシンガポールなども感染の抑制傾向が続いている。一方で、同じアジアでもフィリピンやインドネシアでは高い水準で感染者の増加が続いている。またブラジルを筆頭に、中南米諸国では感染の抑制に失敗している国が目立つ。感染者数の

増加傾向が強い国や高止まりしている国では、主要国の景気が底打ちしたことで輸出は回復しているものの、総じて内需の回復が遅れている。

日本も感染の抑制に成功しているとは言い難い。年明け後に発出された2度目の緊急事態宣言でも、大都市圏を中心に感染を十分に抑制することは叶わなかった。感染者数が“そこそこ”の状態では下げ止まったことで、飲食や観光での制限の完全解除は見送られており、経済活動の本格回復の時期は見えていない。こうしたなか、雇用の悪化には歯止めがかかったものの、国内型サービス業を中心に業績の回復は遅れており、給与は減少傾向を辿っている（図表1）。昨年の個人向け給付金支給時には可処分所得が押し上げられ、これが緊急事態宣言解除後の個人消費の回復を演出した。しかし、すでにその効果も剥落しており、足元では可処分所得の伸びも前年

■ 図表2 日本の家計可処分所得の推移(前年比)



出所：総務省「家計調査」

割れとなっている（図表2）。

1度目の緊急事態宣言後は、Go Toキャンペーンも内需を刺激する効果があったが、その後の感染者の拡大で、これが“早すぎた緩和”と批判されていることもあり、政府は人の移動を促す政策には慎重になっている。ワクチンの接種が進むにつれて経済活動への制限は緩和されていくと考えられるが、ワクチンの確保自体不透明な部分が多く、国民の相当数がワクチン接種を完了する時期は、欧米に比べれば相当程度遅れる可能性が高い。

このように、昨年の緊急事態宣言後と比べると、今後景気が急回復していくようなポテンシャルは、今の日本にはない。世界経済が底打ちし、特に米中景気が回復感を強めつつあることにより、輸出が景気を支え、製造業部門は回復傾向にあるものの、全体としてみれば当面は景気の回復は不安定なものに

なると予想される。

正常化を織り込むマーケットだが、正常化すれば政策の支えも無くなる

ワクチン開発以降のマーケットは、ワクチンの普及による新型コロナウイルスの感染沈静化と、その後の経済活動の正常化に伴う世界経済の拡大を織り込むような形で推移している。

しかし、ウイルスの変異によって経済活動の正常化が遅れ、期待したようには景気が回復しないリスクはある。この場合、株高・金利上昇の流れは一旦止まり、一時的には市場が不安定化する可能性もある。しかし、昨年春のように株価が急落し、金利はマイナスゾーンに落ち込み、原油先物価格までもが

2021年度上期のマーケット 金利・為替・株価 経済正常化とともに訪れる政策正常化が市場を揺さぶる

一時的にマイナス圏に落ち込むような混乱に陥るリスクは小さいと考えられる。それは、新型コロナウイルスの正体がある程度分析されたことで行き過ぎた恐怖感が台頭する余地が小さくなったことや、財政・金融両面からの十分な景気・市場対策が講じられているためである。

2020年春、新型コロナウイルスの感染抑制のために各国が講じたロックダウンは戦後最悪の景気失速を招いたが、これが解除されると速やかに需要は持ち直した。人々の移動制限が緩和されたことによる“反動”効果もあるが、財政面からの景気刺激策による効果も無視できない。多くの国で、個人向けの給付金や雇用対策（休業補償や失業保険金の一時増額など）、中小企業への補償などが行われ、これらは経済活動停止による景気へのダメージを最小限に抑えた。なかでも個人向け給付金は、経済活動再開後の消費の急増を演出し、日米欧など主要国においては7-9月期の経済成長率の急回復に繋がった。

一方で、財政状況は著しく悪化している。このため、経済活動が正常化した後には、各国政府はできるだけ速やかに財政状況を改善させる方向へと舵を切っていくだろう。なかでも巨額の経済対策を講じた米国では、歳入の増加による財政赤字の削減を図る必要が出てくる。バイデン政権は、かねてより公約として富裕層や大企業への増税を挙げているが、その実現に向けての動きは、上期末頃から出てくる可能性がある。

もう一つの経済対策である金融政策は、人々の移動に制限をかける新型コロナウイルス感染症対策においては、景気を直接刺激する効果は限定的だった。その代わりに、国債などを買い取って市場に資金を供給する量的緩和政策は、過剰流動性（カネ余り）を発生させて市場のリスク許容度を引き上げることで、株価などを押し上げた。株価の上昇は資産効

果として個人消費を刺激し、景気の回復を演出している。

しかし、量的緩和の規模はリーマンショック時を遙かに上回る規模でもあり、企業業績からは説明できないほどに株価を押し上げている。一株あたり純益に対する株価の割合（PER）は、一般的には15倍程度であれば適正とされるが、新型コロナウイルス感染症禍での主要株価指数は20～40倍程度と、明らかに割高な水準にある。

こうしたことから、量的緩和政策はバブルを生んでいるとの批判は多い。また、中央銀行が国債を大量に買い入れ、その資産を膨張させることは、中央銀行の信認の低下にも繋がりをうる。したがって、経済活動が正常化し、景気悪化のリスクが低下すれば、できるだけ早い段階で中央銀行は国債などの買取額を減らす量的緩和の縮小（テーパリング）に転換する公算が大きい。早ければ、この夏場にもそうした議論が開始される可能性もある。

株価を割高な水準にまで押し上げてきた一因である量的緩和政策が縮小方向に向かえば、株式市場では割高感の是正圧力が生じることになる。とくに、超大型景気対策が実施される見込みの米国では、ワクチン接種も進んでいることから、他の主要中央銀行に先駆けて量的緩和政策の縮小に転じる可能性がある。こちらもワクチンの接種状況などを勘案すれば、夏から秋頃にはFRBで議論が開始される可能性がある。

このように、市場が期待する楽観的なシナリオでは、秋頃までは株高・金利上昇・ドル高傾向が続く可能性があるが、経済政策の正常化の議論が始まると、一旦は株安へと転じるリスクがある。もっとも、景気の拡大基調が続き、業績の回復傾向が続く中では、株価の調整は行き過ぎた割高感が是正されれば落ち着くものと予想される。（2021年3月31日現在）