



# 経済成長は鈍化するも継続

企業と投資家にはまだチャンスがある

2021年10月

## サマリー

- 逆風が生じているものの、世界経済の見通しは良好。
- 新型コロナウイルス変異株の感染拡大が収まり、世界がウィズコロナの生活に適應するなかで、旅行や娯樂などの分野における繰越需要が持続的な経済成長に寄与する見込みである。
- 市場の歪みの背景には極端な金融・財政刺激策がある。金融刺激策の解除はリスクを高める一方で、市場が再びファンダメンタルズに注目する契機となるだろう。

過去数カ月にわたり、新型コロナウイルス変異株の急速なまん延や世界中で高まる政治面の不確実性（特に中国の規制強化）など、予想外の悪材料が生じています。とはいえ、世界の主要経済の今後数カ月の見通しは総じて良好です。変異株の感染拡大は世界経済の回復を妨げたのではなく、そのスピードを遅らせただけのようです。

今後数四半期の経済成長ペースは、変異株の感染拡大が起こらなかった場合よりも若干高くなると見えています。

ただし、課題もあります。主な課題は、米国や他の先進国における金融緩和策の解除です。中央銀行の資産規模やマネーサプライの増加額を見る限り、金融刺激策の水準は今年初頭にピークをつけました。



**Rob Sharps**

グループ最高運用責任者  
運用部門統括責任者

現在の割高な債券と株式のバリュエーションが金融政策の正常化にどのように反応するかはまだ分かりません。

## エコノミック・サプライズ指数はネガティブに転換

(図表1) シティグループのグローバル・エコノミック・サプライズ指数



2016年9月21日～2021年9月21日。

出所：ブルームバーグ。

## ...世界経済の成長ペースは、特に中国でピークを付けている模様....

11月には米連邦準備理事会（FRB）は資産購入額を削減し、金融緩和の縮小を加速させる見込みです。加えて、欧州中央銀行（ECB）は最近、緊急債券購入プログラムの「ペースを緩やかに低下させる」意向を表明しました。

現在の債券と株式の割高なバリュエーションが金融政策の正常化にどのように反応するかはまだ分かりません。過去の例を見ると、テーパリング（量的緩和縮小）は多くの場合に市場の調整を引き起こしましたが、調整が必ずしも生じてきたわけではありません。現在、各国の中央銀行は難しい判断を迫られています。強気相場が持続するためには、FRBがその行動について慎重にコミュニケーションを行い、段階的な利上げが行われると共に、継続的な経済成長と緩やかなインフレを伴う必要があります。

**コロナ対策は短期的にインフレ圧力を増大させてきたものの、長期的にはインフレ抑制傾向を強める可能性がある**

インフレも投資家にとっての課題となりますが、一時的と見込まれます。供給制約は大方の予想より長期にわたり持続しており、多くの業種で労働力不足が続いています。この景気循環的なインフレ率の高騰はまだ続く余地がありそうですが、インフレ率がピークを付ける最初の兆しは既に現れています。

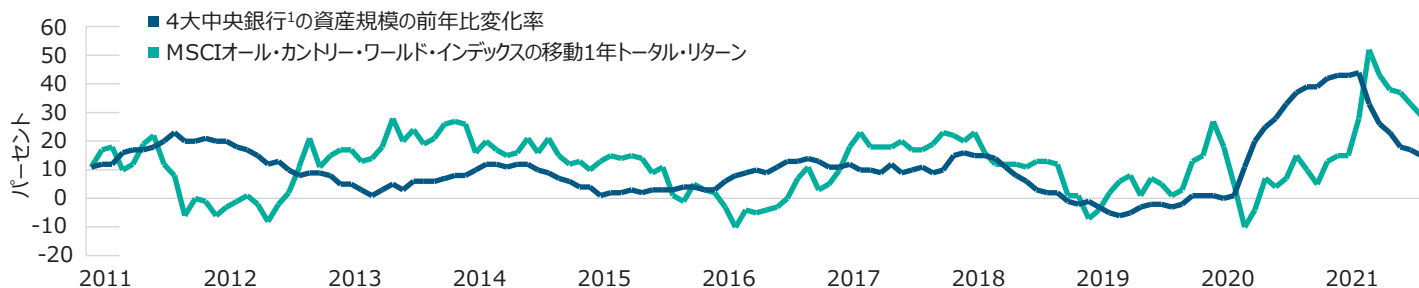
例えば、中古車価格は安定しており、木材価格は、この数週間で若干上昇していますが、春季のピークを大きく下回っています。

時間の経過とともに、高齢化やグローバル化、自動化など過去数十年にわたる強力なインフレ抑制傾向が再燃すると予想しています。コロナ禍でオンライン・ショッピングの利用者が増大し、販売価格の比較がさらに容易となりました。こうした動きに加えて、遠隔医療サービスやビデオ会議もインフレ抑制を促しています。

世界経済の成長は、特に中国でピークを付けている模様です。中国では、新型コロナウイルス変異株の感染拡大および不動産やインフラに対する政府の規制強化が内需を圧迫し、サービス業の景況感は縮小の領域に低下しています。新型コロナウイルス変異株の感染拡大は米国の経済成長期待も低下させており、ロイターによる最近の調査では、エコノミストの7-9月期予想経済成長率の中位値が年率7.0%から4.4%に引き下げられました。最近のワクチン接種の進展によって、欧州の景気は例外的に良好と思われる。ECBは最近、予想経済成長率を今年（2020年3月の4.0%から4.6%）と来年（4.1%から4.7%）の双方について上方修正しました。

## 金融刺激策の縮小

（図表2）中央銀行の資産規模の変化と株式パフォーマンス



2010年12月31日～2021年8月31日

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ、MSCI。ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが分析。全ての権利はファクトセットに帰属します。追加ディスクロージャーをご覧ください。

<sup>1</sup>4大中央銀行は、FRB、ECB、日本銀行、中国の中央銀行です。

“...グローバル市場  
が再び価格に敏感  
になることは...  
一部の投資家に  
有利に働きます。

財政を巡る状況はこれまでにないほど不透明です。現在、米国のインフラ投資法案が保留状態にある一方、連邦債務上限の一時的な引き上げの終了（恐らく12月）が近づくにつれ、緊張が再び高まると予想されます。逆に、大規模なインフラ投資法案と社会的支出法案の双方が承認されれば、景気回復を後押ししますが、債務水準のさらなる上昇と税負担の増大を招くと予想されます。可能性は低いものの、長期的に最も厳しい結果は米ドルに対する信認が失われることです。とはいえ、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた深刻な景気後退を回避するためには、FRBがインフレを引き起こすことなく米国の財政支出をファイナンスする必要があったと認識しています。

金融刺激策の効果が薄れるにつれ、投資家は幾つかの課題に直面する一方で、市場の効率性が改善することで投資機会が生まれます。FRBや他の中央銀行による未曾有の規模の金融刺激策は、価格を一切考慮しない大口の買い手の存在を意味し、市場の価格発見機能を阻害してきました。特に、FRBが状況に関わらず月間800億ドルの米国債と400億ドルのモーゲージ担保証券（MBS）を買入れたことで、これらの資産の真の「価格」が分からなくなりました。MBS購入は住宅所有者に利益をもたらしていると思われませんが、世界中の資産は米国債を基準にして価格が決まるため、投資家にとっては問題となっています。

## 未曾有の規模の金融刺激策により 一部の分野で投機的な動き

大量の流動性が供給されたことで、市場の一部では投機的な動きがみられました。しかしながら、「果たして過剰流動性がどこに存在するのか、これらをどのように回避するのか」という問題を一般化することは困難です。例えば、私は現時点で、バリュー株と比べたグロース株の相対的な魅力に関して強い確信を抱いていません。グロース株のバリュエーションは過去の水準と比べて非常に割高ですが、一部の革新的企業の利益成長率も過去最高水準です。同様に、新興国に対する先進国または米国外に対する米国の相対的な投資妙味について包括的に述べることは困難です。一部の資産クラスが足元で良好なパフォーマンスを上げていることは、広く分散されたポートフォリオを維持することの重要性を裏付けると見えています。

グローバル市場が再び価格に敏感になることは、ファンダメンタルズを重視する一部の投資家に有利に働きます。市場の割高なバリュエーションを考慮すると、株式市場全般が非常に高いリターンを上げる可能性は低いものの、投資家は景気回復により見込まれる恩恵をまだ十分に享受していないと認識しています。多くの企業の業績がまだパンデミック発生前の水準に戻っていない中、再び足場を固めている企業、または市場に革新的破壊をもたらしている企業を特定することが重要となります。このような環境下、当社のグローバルなリサーチ体制が真価を発揮すると確信しています。

### 追加ディスクロージャー

MSCI及びその関連会社ならびに第三者の情報源及びプロバイダー（総称して「MSCI」）は、当資料に含まれるいかなるMSCIのデータに関しても、明示的もしくは黙示的な保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。MSCIのデータは、その他のインデックスまたは証券もしくは金融商品の基礎として転載または転用することができます。当資料はMSCIが承認、確認または作成したものではありません。過去のMSCIのデータ及び分析は、将来のパフォーマンスの分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。いかなるMSCIのデータも、何らかの投資判断を行う（または行わない）ように投資助言または推奨を行うことを意図したのではなく、投資助言または推奨として依拠することはできません。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043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