



今後の米国経済ロードマップ

2020年12月24日

エリック・ウィノグラド
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 シニア・エコノミスト



新型コロナウイルスの大流行以来、米国経済は暗中摸索の状態が長らく続いてきたが、その輪郭がようやく見えるようになってきた。昨今の各種進展を踏まえ、短期、

中期、長期の3つの時間軸にて今後の経済見通しを描くこととしたい(図表)。

【図表】 米国経済の短期・中期・長期見通し

短期: 2020年12月~2021年3月

顕著な低成長、低インフレ
+ 50%以上の確率でFEDは追加緩和を実施(QE調整の公算高し)
+ ねじれ議会が財政政策通過の足かせ
+ 10年国債利回りは0.75~1.25%で推移
+ 株式市場はワクチン楽観論、高バリュエーション、財政政策行き詰まりの狭間で揺れる展開
+ 米ドルはどちらかという低下方向

中期: 2021年4~12月

成長加速と一時的なインフレ圧力
+ ワクチン関連の進展を前提に、人々の移動や活動が回復
+ 2021年春にはインフレがFEDの目標水準を超え、総合消費者物価指数(CPI)が2.0%に到達する見込み
+ 良くても財政支援は限定的なものにとどまる
+ 10年国債利回りは1.0%~1.5%程度で推移
+ 株式市場は高バリュエーションと景気回復の綱引きが続くも、FEDの政策動向が大きな市場変動を生み出す可能性
+ 米ドルは下落見込み

長期: 2022年以降

成長とインフレの鈍化
+ 債務膨張、ポピュリズム、反グローバル化が成長を下押し
+ 相対的な低成長・低インフレ環境によってFEDの低金利政策は継続
+ 財政政策の停滞または緊縮反転によって、他国より早期に経済回復は頭打ち
+ 経済回復鈍化に伴い、他国対比での米国株式の優位性に揺らぎが生じ得る
+ 米国のインフレ回復が他国に遅れると長期米ドル高展開の可能性

予想は今後変更される可能性があります。2020年12月2日現在。出所: AB

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。
<https://blog.alliancebernstein.com/library/a-road-map-to-the-coming-us-economic-cycle.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2020年12月4日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

短期見通し(2020年12月~2021年3月): 顕著な低成長、低インフレ

新型コロナウイルスの感染状況は年末年始の連休に悪化する可能性が高く、大規模ロックダウンにまでは至らずとも、各種の活動制限による成長への悪影響は不可避の様相だ。欧州のような大幅減退とまではいかないまでも、リスクが高まっていることは明白だ。少なくとも、今後数カ月間の時間軸においては成長鈍化と低インフレが予想される。ワクチン開発の進展は確かに光明であるが、それによって職をはじめとした人々の生活が一夜にして元に戻ることはないだろう。

緩和的な金融政策と財政政策の停滞: 米連邦準備制度(FED)は緩和的な金融政策を当面維持するだろう。アライアンス・バーンスタイン(以下「AB」)では近い将来、米連邦準備制度理事会(FRB)が50%以上の確率で追加緩和の一手を打つとみている。具体的には量的緩和(QE)における資産買い入れの調整によって長期金利抑制を図るとしており、早ければ2021年1-3月期に実現する可能性がある。

2021年にかけて大きな財政政策が出てくる蓋然性の低さから、FEDは当面金融政策の一本足打法にならざるを得ないと感じているかもしれない。ねじれ議会は財政出動の重い足かせとなり、仮に実施にこぎつけたとしても昨今の経済損失を一部相殺するのがせいぜいであり、成長を力強く押し上げるものとはならないだろう。

低金利: 財政政策に関する今後の暗い見通しを踏まえると、FEDは金利の大幅上昇を許容せず、10年国債利回りは0.75%~1.25%のレンジで推移すると見込む。株式市場は、ワクチン楽観論、高バリュエーション、財政政策行き詰まりの狭間で揺れる展開となろう。米ドルは、バリュエーション上やや割高であることに加え、次期バイデン政権の政策の方向性から、低下方向で見ている。

中期見通し(2021年4~12月): 成長加速と一時的なインフレ圧力

2021年中に有効なワクチンが広く浸透するとの前提を置くと、最も被害が深刻な産業においても2021年4-6月期頃には活動が再開し始める見込みだ。夏にかけて、旅行や対面イベントへの参加など2020年に制限された各種活動に人々が戻り始めるにつれ、景気が活況となるかもしれない。不確定要素は大きいものの、中期的には人々の活動再開が経済成長加速の要因になるとABではみている。

物価の観点で見ると、2021年春には2020年前半に発生した急激な物価下落の影響が前年比の計算から剥落するため、経済成長加速に伴いインフレ率はFEDの

目標を一時的に上回る可能性が高い。コアインフレ率は依然として目標を下回る見込みだが、総合インフレ率は2020年半ばには2.0%に達し、その後再び低下基調となるだろう。

緩和的な金融政策と緊縮財政: FEDは新型コロナウイルスの打撃を和らげることはできるが、「平常」に戻せるわけではない。また、パンデミック発生以前から既に経済の先行きには懸念があり、今後経済活動が再開したとしてもそれ自体は変わらない。FEDの金融緩和手段が限られてきている点を考慮すると、これ以上の金融緩和は実施されないかもしれない。ただ、それでも引き締めへ転じることもないだろう。ABでは各国中央銀行はいずれQE終了を宣言すると予想しているが、この動きはどんなに早くても2021年後半まで顕在化せず、2022年まで持ち越される可能性が高いと見ている。

(FEDが望んでいる)インフレ期待の高まりは、QE終了などの大規模金融緩和からの脱却時期を早める可能性がある。財政政策の成否によって時間軸は変わり得るが、景気悪化時に議会在議が景気刺激策を可決できないのであれば、景気回復時にも可決できないと考えるのが自然だろう。ABの見通しでは、良くて財政支援は限定的なものにとどまり、2021年の財政政策は緊縮方向に働く可能性が高い。

低金利と米ドル安: ABの予想どおりに成長が加速した場合、FEDの金利上昇に対する許容度は高まるため、2021年の金利上昇余地は2020年に比べ大きいと見ている。ただし、FEDは長期金利急上昇への警戒は緩めず、QE継続を通じて緩和姿勢を維持すると見られることから、2021年における10年国債利回りのレンジは1.0%~1.5%程度を見込む。

株式市場は高バリュエーションと景気回復の綱引きが続くが、FEDの政策動向が大きな市場変動を生み出す可能性がある。投資家が金融引き締めを懸念し始めれば、株式市場には逆風が吹くことになろう。米ドルは中期的に減価する可能性が高く、数カ月間はリフレの様相が強まるだろう。

長期見通し(2022年以降): 成長とインフレの鈍化

新型コロナウイルス発生前に、低成長の原動力となっていた要因(債務膨張、ポピュリズム、反グローバル化など)は依然として残存しており、その多くがパンデミックによってむしろ加速の動きを示している。これらの長期トレンドは、過去10年そうであったように、今後も長期にわたって成長押し下げの要因となるだろう。パンデミック発生以前の5年間における名目国民総生産(GDP)成長率の平均はかろうじて4%台であったが、今後に関しては現状維持または若干低下となる可能性が高い。

金融政策の限界、財政政策がカギを握る: FED単独で持続的にインフレを生み出すことはできず、財政政策が長期的なカギを握る。成長とインフレを持続的に押し上げるには、金融政策と財政政策の協働が不可欠だ。FEDは既にその方向に舵を切っており、ジャネット・イエレン次期財務長官は大規模財政支援の実施に何の躊躇もないと思われるが、財政政策を掌握しているのは議会であり、ねじれ議会に代表される政治バランスが巨大な障害として立ちふさがらるだろう。

歴史をひもとくと、FEDが実質的に行っている中央銀行による財政ファイナンスが成されている時代、インフレは継続していた。これは当局が財政ファイナンスを利用して財政支出を拡大していたために他ならない。もし今回、米国に同様のことができるのであれば、長期停滞からの脱却に成功する可能性がある。逆に言えば、これが成されない限り、FEDの使命であるインフレ目標の持続的達成は実現できないだろう。すべては財政政策にか

かっているのだ。

低金利、米国の成長優位が失われる可能性: 米国が低成長・低インフレに悩まされる限り、FEDは低金利政策を維持し、市場が主導する形での金利上昇を抑止するだろう。10年国債利回りが常に1%を下回るとまでは言わないが、かつての2.5%や3.0%といった水準に戻る展開は当面見込まれない。

今後、財政政策が停滞または緊縮的になり得るのは主要国の中では米国くらいだろう。このような環境においては、米国の名目GDP成長が有意に上昇する見通しは描けず、むしろ他国より早期に頭打ちを迎える可能性の方が高い。これは他国対比での成長優位性を背景に、米国が享受してきた自国株式市場への追い風が止む可能性を示唆している。また、他の地域がリフレに向かう中で米国が取り残された場合、長期的な米ドル高展開も視野に入ってくるだろう。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。