

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

世界経済がグレート・ロックダウンから回復し始めました。パンデミック後の投資環境を特徴づける主要なトレンドをより詳しく見ていきましょう。

私たちは、投資家が避けられない真実のレンズを通し、中期的な見通しに影響を与えていくであろう3つの主要な構造的かつ破壊的なインパクトを持つ要因：

- テクノロジー導入の加速
- ポピュリズム(大衆迎合主義)の台頭
- 気候変動をはじめとした、環境問題へのより強いフォーカス

に焦点を当ててみていきます。

今回のアップデートでは、パンデミックからの経済回復期において、これらの「真実」またはトレンドの何が受け入れられ、何が困難に直面していくのかを述べていきます。



キース・ウェイド  
チーフ・エコノミスト

## 要約

世界経済はグレート・ロックダウンから抜け出しつつありますが、進捗状況はまだです。米国と英国が先導しているように見えますが、中国も引き続き堅調です。ユーロ圏はワクチンプログラムのスタートがやや遅れたためペースがゆっくりではありますが、それに続いています。全体としては、インドやブラジルなどウイルスの封じ込めに苦勞しているエマージング市場に対して先進国市場の経済回復が先んじて進んでいる状況です。パンデミックがもたらしたもう1つの分断は経済の不均衡であり、これは所得と富の両方の指標で拡大している可能性があります。

一方前向きな点としては、テクノロジーの技術革新によって促された経済の適応力は、より強力な生産性の向上を促す可能性を示しました。この点を考慮して、人口動態の悪化は続いているようですが、我々は中期的な見通しを引き上げました。

テクノロジーの進展による第4次産業革命によって雇用の一部が減少する可能性があることから、不平等問題への取り組みにおいて政策担当者は困難な取りが要求されるでしょう。パンデミックの最中にはポピュリズムが急速に台頭することはありませんでしたが、今後再び戻ってくるのが予想されます。歴史は、パンデミック後に社会不安が増大し、よりポピュリスト的な政策をもたらす環境を作り出すことを示しています。

環境問題への関心が高まり、気候変動への取り組みが進んでいます。米国はパリ協定に復帰し、バイデン政権は環境対策のインフラストラクチャーへの投資を増やすことを決定したほか、中国はカーボン・ニュートラルの目標を設定するなど、世界の2大汚染国が協力して対策を進める流れとなっています。しかしながら、エネルギー変革は大きな好機をもたらしますが、先進国市場とエマージング国市場の間の格差を増長させる恐れもあります。

パンデミック対応で政府の財政は大幅に悪化し、債務の持続可能性については疑問が投げかけられています。それにもかかわらず、政府が緊縮財政に戻り、公共部門を圧迫するようになることを望まないという、財政政策についての考え方に変化が起きています。景気回復に対するサポート材料にはなりますが、今後発生するヘルスケアと気候変動への追加支出需要を考えると、政府財政への圧力は引き続き継続するでしょう。増税は不可避であり、その対象として政府は企業部門に目を向けています。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第90号

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

金融政策の運営において財政政策の影響を考慮する流れが強まっていることから、金融的抑圧(金融緩和により実質金利を低位に維持する状態)が続く可能性が高いと考えます。経済成長見通しの改善にもかかわらず、金利は長期にわたって低位にとどまっています。但しそれと同時に、インフレ率の上昇というテールリスクは高まっています。足元のインフレ率の上昇は一時的なものであろうと予想しますが、循環的圧力は高まっており、2022年には金融政策を引き締める必要があるとみています。そこから先については、悲観的シナリオを構築することも難しくありません。一例として、継続する社会的不平等がポピュリスト運動を扇動し、中央銀行の独立性が弱まり、インフレを制御できなくなるケースがあげられるでしょう。

その一方、インフレを抑制する強力な力もあります。テクノロジーは製品市場と労働市場の両エリアでの競争の激化を生み出し、物価を押し下げています。また中央銀行では低インフレ率を支持するコンセンサスが依然としてあり、このようなスタンスの転換には構造的な力に直面してインフレ率が低すぎる、という認識が必要でしょう。

このような背景の中で、構造的破壊をもたらすトレンドに乗り、世界経済において成長の機会を見つける必要がある投資家にとって、簡単な答えはありません。明らかなことは、政府がこれらのトレンドを推進する上で、以前と比べてより大きな役割を果たしているということです。

## 世界的な成長の見通しの改善

まず、破壊的な要因が表れる背景を理解するために、中期的な見通しを見ていきましょう。

一部地域で新型コロナウイルス感染再拡大がみられていますが、世界経済の短期および中期的な成長見通しは改善されています。

3つの要因が良好な循環的経済回復見通しを支えています。第一に、効果的なワクチンの開発と供給、第二に、大規模で継続的な政策支援、そして第三に、経済がリモートに適応し機能する能力の向上です。

最近では、上記の第二の要因にあたりますが、バイデン米大統領の1.9兆米ドルの経済対策を受けて、米国の国内総生産(GDP)予測を大幅に引き上げました。米国救済計画の波及効果は、世界経済のうち、とりわけ米国と密接な関係にあるエリアでの需要を喚起するでしょう。

いくつかの点で、バイデン米大統領は世界金融危機(GFC)後のオバマ政権による刺激策の早期終了による影響を埋め合わせています。なお、前回のサイクルでの景気刺激策終了のタイミングは早過ぎたと一般的に考えられており、政策担当者は同じ過ちを繰り返すべきではない、と認識されています。財政赤字は世界中で大幅に拡大し、先進国のGDP対比の債務は第二次世界大戦の終結時以来見られなかった水準に上昇しています。しかしこの状況を受けても政府は緊縮財政に乗り出していない。その背景としては、経済成長を支える財政政策の役割が再評価されていると考えられます。

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

## インフレ懸念

財政政策が中期的に成長を後押しできるかどうかに関しては議論の余地があります。直近の米景気刺激策は、米国経済を過熱させ、インフレリスクを招くことが懸念されています。また、米連邦準備制度理事会(FRB)が平均インフレ目標政策(AIT)の導入という金融政策の新たな枠組みを導入したことも、インフレ懸念の高まりに影響しています。つまり、FRBは長期的にインフレ目標を達成することを目指し、インフレが目標を一定期間上回って推移することを容認していく姿勢をみせています。

インフレ率の上昇は明らかにリスクであり、主要なコモディティや半導体などの部品が不足し、物価上昇圧力は高まりをみせています。サービス部門の再開は、企業による割引の解消、また企業が新型コロナ対策のための追加コストに直面するため、価格の上昇につながるでしょう。

しかし、失業者や一時解雇の労働者の数からも明らかなように、世界経済にはより強い需要を吸収するのに十分な余力があると我々は考えています。英国では500万人近くが一時解雇され、米国では昨年3月にパンデミックが米国を襲う前よりも700万人以上の雇用が不足しています。短期的には、財政による景気刺激策の一部は、物価ではなく輸入の増加を通じて米国の貿易赤字に波及し、インフレの安全弁として機能すると予想されます。グローバル化はピークを過ぎたかもしれませんが、グローバル貿易はこれまでの所、世界経済の回復をリードしており、世界需要に対応する役割を果たし続けています。

重要なのは、足元のインフレ予想が安定的に推移するのであれば、賃金への波及と足元のインフレがさらに上昇する二次的波及効果の影響を制限することができるということです。ベース効果によってインフレが一定期間上昇すると予想されるものの、年後半には低下するとみています。しかし、需給ギャップが縮小するため、2022年にはインフレ懸念が再び起こると予想されます。このようなデマンド・プル・インフレーション(超過需要による物価上昇)は政策対応を必要とし、その結果市場に短期的なボラティリティを引き起こす可能性があるでしょう。

総合的にみて、今後10年間のインフレ率は過去10年を上回るとみられますが、それでも英国や米国などでは2%近傍、ユーロ圏では1.5%近傍となると予想されます。過去10年間、米国のインフレ率はインフレ目標を下回って推移し、主要経済圏であるユーロ圏は、パンデミック後にもかかわらず引き続き強力なデフレが続いている日本に仲間入りしました(図表1)。

我々が楽観的であるとは考えておらず、リスクがダウンサイドに偏るのではなく、よりバランスが取れている、と考えます。たとえば、中央銀行が財政上の影響を考慮して金利を低く抑え、インフレ対応の優先順位を下げよう圧力をかけられています。間違いなくこれは、新柄コロナ危機がもたらした影響の1つです。ではまず最初に、過去20年以上にわたってインフレを低く抑えてきた要因の1つである、デジタル化の進展に着目します。

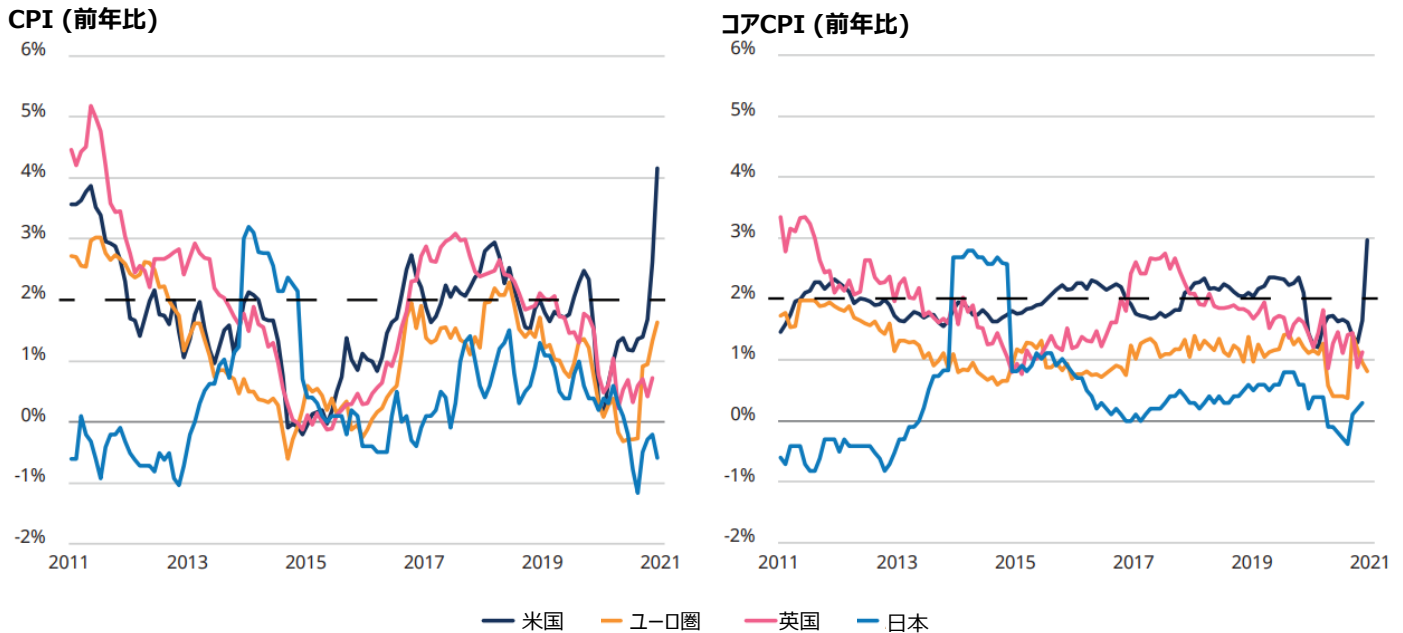


## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

図表1:先進国のインフレ率はパンデミック前の水準である2%を継続的に下回る



出所：Refinitiv Datastream、シュローダー、2021年5月10日時点。

## デジタル化の流れは生産性の向上を後押し

近年財政政策への注目が高まっていますが、最近の経済回復の3番目の要因であるテクノロジーへの適応にはあまり注意が払われていません。強制的にはあったものの、新型コロナ危機によってさまざまな働き方の実験を行う前例のない機会が企業側に生じ、多くの企業がウイルスによって課せられた機能制限にうまく順応したことから、この3番目の要因が今後長期的に重要な意味を持つ可能性があります。

これはマクロレベルでも確認することができます。最初のロックダウン中にGDPが大幅に悪化した一方で、2回目はその下落幅が非常に小さくなっています。米国のGDPは昨年の4-6月期に年率ベースで9%低下しましたが、その後、再制限下におかれたにもかかわらず、持ちこたえ、そして成長が進みました。英国はGDPの減少が約10%に達し、2020年に最悪のパフォーマンスを記録した経済圏の1つですが、国のロックダウンが実施されていたにもかかわらず、今年の2月と3月にはプラス成長となりました。

明らかに「適者生存(生存競争において環境に適したものが生き残ることができる)」効果があり、新型コロナウイルスの感染拡大に対して影響を受けやすく弱い企業は、シャットダウンの最初の波で廃業に追い込まれました。その一方でこの厳しい環境下で得たものもありました。テクノロジーの積極的な活用によって在宅勤務環境の適用が推進されました。

また、オンラインショッピングが急増し、企業はビジネスを継続できるようになりました。現在では英国の小売売上高にオンラインショッピングが占める割合は3分の1以上となっています。ラップトップとヘッドセットの世界的な消費は、より多くの人々が在宅勤務へ移行するにつれて大幅に増加し、ITおよび関連機器へのビジネス投資は不況にもかかわらず増加しています。ロックダウン下の経済に参加するには企業はデジタル化される必要があり、投資計画はスピードアップしました。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第90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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

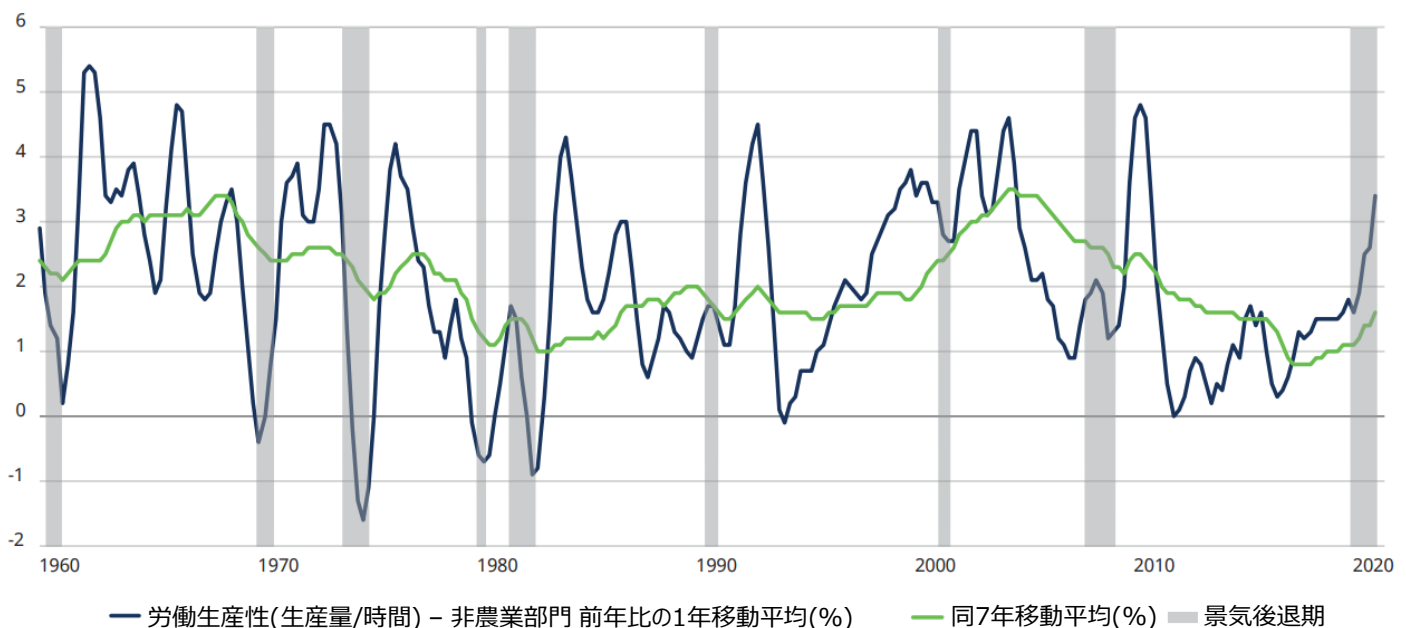
このデジタル投資によって、労働者1人あたりの生産量は増えるでしょうか？我々の見解ではそうですが、これまでの数字に見られる改善は主にダーウィンの選択プロセスの結果であると認識しています。つまり、経済活動の構成が労働集約的なサービスから生産性の高いセクターへと移ったということです。過去にはうまくいかなかった生産性の向上が今回は中期的に維持できるかどうか、今後の重要な点となってきます。パンデミックがもたらした衝撃は企業の生産性を向上させる軌道にのせるのに十分であると考えており、テクノロジー活用の拡大は恩恵がもたらされる転換点へと私たちを導いていく可能性があると考えています。現時点では新型コロナ危機による不況は、過去60年以上でみると、生産性が改善し向上していく始まりのように見えます（図表2）。

経済構成の変化はサービス部門の活動再開が進むにつれていくらか巻き戻される可能性はありますが、さらに先を見据えると、テクノロジーの活用の拡大は中期的に生産性の向上に寄与するでしょう。

英国における好材料としては小売部門の販売がオンラインに移行した点が挙げられます。この傾向はパンデミックによって加速しました。パンデミックは労働者の解雇や企業の完全閉鎖など重大な悪影響を及ぼしましたが、また同時に、さまざまな働き方の実験の機会をもたらしました。加速するビジネス投資は、資本ストックの減少が潜在的成長を圧迫した世界金融危機後の経験とは対照的です。

重要な点としては、経済再開に伴って多くの企業の生産性が必ずしも悪化するわけではなく、改善する可能性もあるということです。この改善とAI及びロボット工学の活用拡大が合わされば、サービスセクターの一部の利益につながり、生産性においてテクノロジーの活用拡大によるメリットがようやくもたらされ、過去10年間の下降トレンドを反転させることができるでしょう。

図表2：パンデミック下においても米国の生産性の伸びは好転



出所：Refinitiv、シュローダー

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

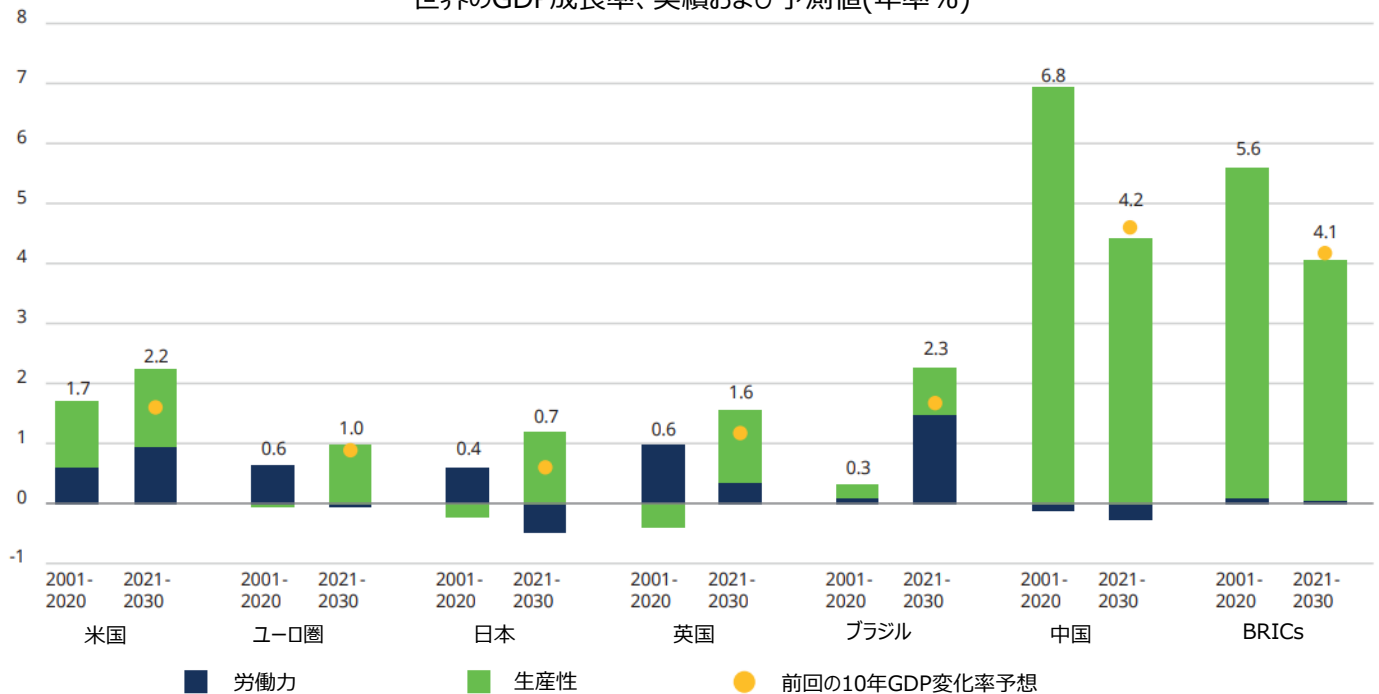
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

図表3: 中期的な成長予測  
世界のGDP成長率、実績および予測値(年率%)



出所：Refinitiv、シュローダー

インフレに関するこれまでの議論に関しては、生産性の向上は経済の主要なコスト要素である単位労働コストを削減することにつながり、中期的にインフレを抑えるのにも役立つと考えます。

### 人口動態による下押し

中期的な成長予測を行うにあたって、生産性に関するより楽観的な見方を人口動態によるマイナス影響を考慮して調整する必要がありますと考えます。高齢化社会が進めば、労働人口の増加が今後10年間で鈍化し、また日本や欧州の一部（ドイツとイタリア）、中国では減少することを意味します。労働参加率の上昇や生産性の向上によって相殺されない限り、労働者の減少は成長を圧迫します。

上記で論じたように、生産性は向上させる余地があり、また潜在的に労働参加がすすむ余地があります。パンデミックをうけて全体的な労働参加率は急激に低下しましたが、活動の正常化とともに上昇しています。在宅勤務の拡大は、より幅広いグループの人々が労働に参加することを可能にし、パンデミックは長期的にはプラスの効果をもたらす可能性もあります。たとえば育児中の人、親戚の介護を担う人、または移動に制限がある人は、このシフトの恩恵を受けることができるでしょう。さらに、リモートワークがより受け入れられるようになれば、企業は地理的な制限を受けることなく、より幅広い労働者グループを活用できるでしょう。

とはいえ、女性の参加率は過去に大幅に増加しており、一部の国にとっては更なる労働市場の改善は限界に達しており、労働参加率はこれまでほどには急速に増加することはないとみられます。なお、高齢化社会が進行するなかで高齢労働者の労働参加は増えています。政府は財政的な観点から高齢者の就業を促進しており、スペインでは退職を遅らせるための施策を実施しています。しかしながら、高齢化に伴い健康要因の影響が大きくなっていくことから、高齢労働者による労働参加率の押し上げには限界があると言えます。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

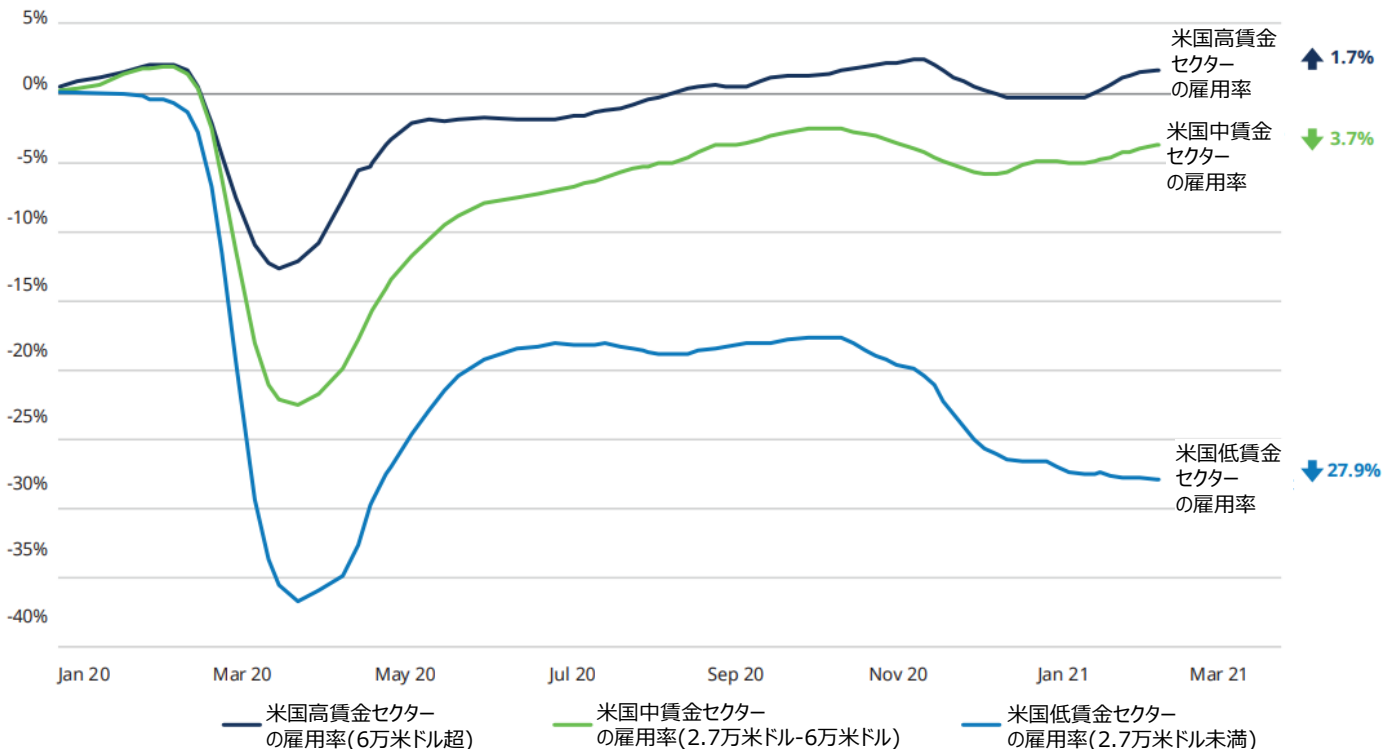
## 成長率予想の上方修正

我々はグローバル全体の中期的な成長予測を引き上げています。新型コロナ危機は深刻な影響を与えましたが、世界経済の比較的急速な回復、大幅な不均衡がないこと、投資の復活をふまえると、通常環境における経済成長率に戻る可能性は高いと考えます。

図表3は今後10年間の予測を示しています。人口動態が引き続き重しとなり、全体的な成長率は依然として緩やかですが、生産性向上の期待を背景に先進国市場の中期予測を上方修正しました。投資家が直面する避けられない真実の1つであるテクノロジーの技術革新の加速は重要な要素です。ロックダウンによって大きな打撃を受けたユーロ圏と英国については、今後2年程度は新型コロナ危機からの回復の勢いの強さが期待されます。

一方、エマージング市場についてはポジティブな見方をすることは厳しいかもしれません。リソース不足からパンデミックの封じ込めが難しく、またワクチン接種の進展もまだです。集団免疫を達成し、経済を正常化させるのに時間がかかるほど、長期的な影響が残るリスクは高くなります。中国は他の地域より早く新型コロナ危機からの回復が進んだほか、ハイテクサプライチェーンの恩恵を受けている国は順調な一方、それ以外のエマージング国との間には差異が生じています。そして、エマージング国の所得水準が先進国に近づくにつれて生産性の逡減が見込まれていますが、これらの要因がこの生産性逡減の流れを強める可能性があります。

図表4：パンデミックは低賃金労働者に強く影響



出所：tracktherecovery.org、2021年3月31日、2020年1月からの変化、季節調整前

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会



## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

その他、新型コロナ危機はグローバルのサプライチェーンの寸断を引き起こし、さらには、米中間の地政学的緊張が引き続き存在していることもあり、企業が生産拠点を自国に近いところへ移転する動きが出て来ています。このような動きに対して一部のエマージング国は脆弱であると考えられます。全体として、エマージング国の成長率は依然として先進国を上回るとみていますが、その差は縮小していくと予想されます。

## 力強い成長も恩恵には偏り

世界経済全体の成長見通しは改善しましたが、新型コロナウイルス感染拡大は貧困層への影響が最も大きく、格差が拡大しています。国毎の差だけでなく、多くの低賃金サービス部門の労働者が一時解雇または解雇されています。

新型コロナ危機後に全セクターの失業率が上昇しましたが、高賃金セクターの失業率の悪化は相対的に小幅となりました。tracktherecovery.orgによると、低賃金労働者の雇用はパンデミック前のレベルと比較して約30%減少しましたが、高賃金労働者の雇用の落ち込みは比較的抑えられました（図表4）。富の面でも、パンデミック中の個人部門の貯蓄は、主に在宅勤務を行うことができた人々は増加し、また、このグループはパンデミック期の株価と不動産価格の上昇の恩恵を最も受けました。

同様の現象は世界中でみられており、政府は影響を軽減するためにさまざまな方法で対応しています。欧州では、パンデミックによって営業の中止または削減を余儀なくされた企業に対し、賃金コストを効率的にカバーできるように助成金を支給する雇用維持スキームがとられました。米国では、政府は失業手当の拡充や低所得者への現金給付などのセーフティネットを拡充しています。

## ポピュリズムの衰退？

経済活動が改善するにつれ、富裕層と貧困層間のギャップは狭くなると考えられます。しかしながら所得の不平等は間違いなく拡大しており、金融資産と不動産価格の上昇を考慮すると、富の不平等も拡大するでしょう。以前の分析では、世界金融危機以降、不平等の拡大が世界中の政治的ポピュリズムを強めたと関連付けました。人々が経済による利益を分かち合わないで貧困層に不満がたまり、政治による解決を期待し、体制の変化を求めることとなります。

しかし、新型コロナ危機後についてはこのような傾向はまだ出ていないようです。ポピュリストのトランプ前大統領は昨年11月に職を失い、ジョー・バイデン大統領に代わりました。新型コロナウイルス感染拡大前はトランプ氏が再選すると思われていました。不平等拡大とポピュリズムの台頭は避けられない真実の1つではあるものの、今回はこの状況が加速していません。危機時に人々が大切にするのは能力と安定性であり、バイデン大統領がその強みと経験を生かしたことがその背景として考えられます。

同様の現象は他の地域でも見られます。ドイツでは今年後半に総選挙が予定されていますが、ポピュリストのAfDが遅れを取り、メルケル氏が世論調査で先行しました。その後足元ではドイツでのワクチン接種普及の遅れによって首相支持率を低下させたため、彼女のリードはほとんど消えましたが、ポピュリストのAfDではなく緑の党がその恩恵を受けるとみられます。

しかし、ポピュリズムが新型コロナ危機のもう一つの犠牲者になっていると結論付ける前に長期的視点を持つ必要があると考えます。国際通貨基金(IMF)の最近の調査レポートにおいて「歴史によって今後の予想をするとすれば、パンデミックが緩和されるにつれて社会不安が再び表面化する可能性がある」と主張されています。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号



## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

危機の間は人々は共通の敵と戦うために団結し、社会的結束が増すように思われるでしょう。しかしパンデミックが落ち着いてくると、社会不安の脅威が高まります。IMFがメディア報道から作成されたデータベースを元に調べたところ、世界中の主要な社会不安イベントの数はほぼ5年間で最低水準に落ち込んだことが分かりました。

米国のように抗議行動が高まっている例外はありますが、米国でさえも、最大の抗議行動はパンデミックによって直接引き起こされたものではなく、潜在的に抱えていた問題の悪化によるものです。IMFのエコノミストは「危機が制度への信頼の欠如、不十分なガバナンス、貧困、不平等など既に抱えていた問題を露呈または増幅させる場合、不安の脅威はより大きくなる可能性がある」と主張しています。

## ポピュリズム：活動休止中？それとも形を変えて戻っているのか？

人々が現在の状況に代わる解決策を求めるにあたっては現在の主流から外れたところに目をやる傾向があり、これらの要因はポピュリズムを動かす重要な要素と言えます。現在はポピュリズムが活動休止状態にあると示唆されていますが、その脅威はすでに政策に影響を及ぼしています。

一例として、不平等への取り組みは米国の新政権の優先事項となっています。大規模な景気刺激策である米国救済計画は経済を過熱させるリスクがあるのではないかと質問されたとき、ジャネット・イエレン米財務長官は、できるだけ早く完全雇用に戻り、パンデミックが人々の生活に永続的な後遺症を残さないようにすることの重要性を強調しました。

見方にもよりますが、これもポピュリズムと言えます。すなわちトランプの右翼ナショナリズムからバイデン政権の左翼リベラリズムに移行したのです。それは積極財政へのシフトをもたらし、また、市場へのより大規模な介入と規制をもたらすとみられます。

これは他の地域、特に経済への政府の関与が依然として高く、財政政策が需要を支える上で重要な役割を果たしている欧州で散見されます。ボリス・ジョンソン首相率いる英政府は、例えば公共支出の増加を通じて英国の地域間の不平等を均したうえで水準を引き上げようと積極的に取り組んでいます。

財政政策への傾倒の要因の一部には、金融政策の枯渇を反映していることが挙げられます。欧州中央銀行(ECB)の政策金利はマイナスで、欧州全体で債券の利回りはほぼゼロになっています。財政政策は需要を喚起する唯一の選択肢となっており、政府は今のところ財政に関する制約を一時的に停止しています。課題は、政治家が不平等などの問題にどのように対処し、他の分野での公共支出に対して高まる需要にどのように対応できるかということです。

## 政府財政への圧力の高まり：ヘルスケアと気候変動

政府財政への圧力は、当初から存在する避けられない真実の1つであり、社会問題に取り組む政府の手腕が問われています。経済の回復に伴って税収が改善し、支援制度の段階的廃止が可能となると見込まれます。しかしながら、高齢化社会が進むなかでヘルスケアと年金に対する圧力が予想されるほか、以下の2つの重要な分野における政府支出への期待が高まっています。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第90号

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

まず当然のことながら、ヘルスケアへの支出は新型コロナウイルスの感染拡大を抑え込むという追加の課題に直面しています。定期的なワクチン接種支援プログラムと、ウイルスの次の波に備えた病院医療体制の拡充がそれにあたります。すでにOECDの公的支出の20%近くを占めている医療費は、高齢化という継続的な課題にも直面しており、さらに増加する見込みです。

## 環境と気候変動への注目の高まり

大幅な増加が見込まれる政府支出のもう一つの領域は、気候変動の影響を軽減する施策における支出です。気候変動への挑戦は新型コロナ危機以前から長く続いているテーマですが、昨年が転換点と言える年になったと考えます。

これは、行動を起こさずに温暖化を抑えることは難しいとの認識がようやく広がった可能性があります。昨年は世界経済の大半がロックダウンしていたにもかかわらず、国連環境計画は2020年の二酸化炭素排出量の減少はわずか約7%にとどまり、これは2050年までの温暖化を0.01度しか削減する効果しかないと推計しました。現在の傾向が続くと、パリ協定で定められた1.5度までに抑えるという努力目標に全く及ばず、3.0度以上上昇する可能性が高いと推計されています。課題は、低炭素化にむけた二酸化炭素回収システムを生み出すこと、すなわち新しい技術と規制が不可欠となります。

昨年は温室効果ガスの二大排出国である米国と中国の低炭素化への取り組みについて大きな進展がありました。米国はパリ協定に復帰し、米国は2050年まで、中国は2060年までのカーボン・ニュートラルを表明しました。各国政府は現在、年後半に予定される英グラスゴーでのCOP26(第26回国連気候変動枠組条約締約国会議)に先立ち、これらの排出目標を達成する計画の発表を加速しています。

ネットゼロへの道は、政府支出によって全て賄われるわけではありません。規制や税金も一部を担いますが、多額の公的資金が使われることが予想されます。たとえば、米国は、電気自動車やグリーンハウスなどのインフラストラクチャーに2.3兆米ドルを投資する米国雇用計画を発表したばかりです。多くの人々がテクノロジーによって目標に向けた道筋を立て直せると主張しており、ネットゼロを達成するという課題は人類の月面着陸と比較されています。ちなみに、アポロ計画の費用も約250億米ドル（今日の価格で約1,600億米ドル）と多額であったことは忘れられがちです。

欧州もまた、EUとして2050年までにカーボン・ニュートラルを実現するという目標を達成するための欧州グリーンディール(脱炭素と経済成長の両立を図る一連の政策)を掲げ、大規模予算を設定しています。米国と比較して、欧州のアプローチは技術革新への依存度が低く、規制と税制をより活用する形となっています。

ネットゼロを実現するための投資は経済成長を後押しし、さらなる投資の機会を生み出しますが、炭素燃料からの切り替えは多くの経済において、とりわけ最貧国にコスト負担となることも忘れてはなりません。炭素は魅力的な低コストエネルギー源であり、段階的廃止は、特にエマージング市場において多くの企業や経済に損害を与えるでしょう。

様々な要因を考慮に入れて行った、気候変動が長期（30年）の資産リターンに与えるインパクト分析では、すでに高温の炭素集約型経済が最も影響を受ける傾向があることが示されています。これらの産業では生産と雇用が失われ、持続可能な経済における新しい機会へと労働者を移行させるために、多額の政府支出が必要になるでしょう。欧州グリーンディールでは、2021年から2027年にかけて、移行によって不利益を被るとみられる地域に対し、1,000億ユーロを割り当てています。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

## 資金調達と借入費用：誰が負担するのか？

現状では、バイデン米大統領のインフラ計画である米国雇用計画は、いくつかの財源から賄われる予定ですが、主財源として法人税率が現行の21%から28%に引き上げられます。また、新たな国際課税ルールを設定し、タックスヘイブン(軽課税国)への利益移転を減らすための取り組みもあるほか、炭素税がネットゼロへの道のりに重要な役割を果たすと考えられます。なお、上記のように、米国ではテクノロジーが排出量削減に多大な貢献をすると期待されています。

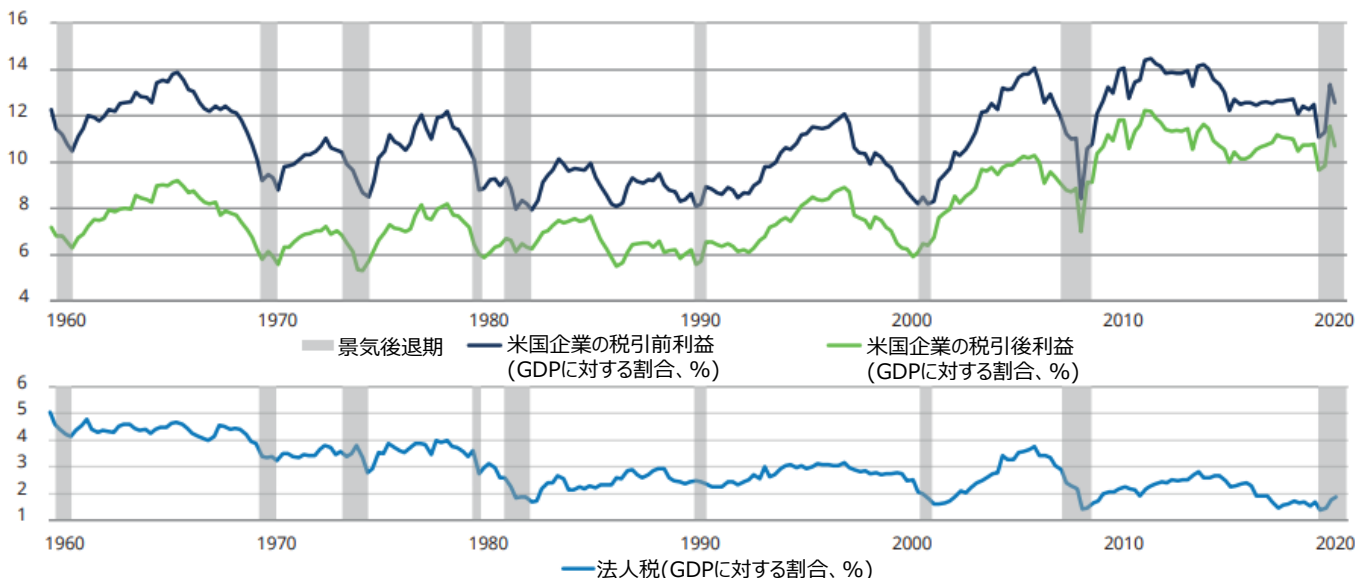
財政に関する制約が厳しく、公共支出のために持続的に配分を行うことが容認されない場合、政府が既存の圧力に加えてヘルスケアと気候変動への支出の増加という追加要求を満たすためには、歳入の増加を模索するしかありません。課税は大幅な所得の再分配を通じた不平等問題への取り組みの手段になり得ると考えます。高所得者への課税強化はほぼ確実であるように思われ、富裕税も導入されるかもしれません。

## 税金：企業は脆弱

バイデン米大統領の企業利益に対する注目は彼の大統領選挙時の公約と一致しており、驚くことではありません。国民所得に占める米国の企業利益の割合の増加は主に納税額の削減を反映したものであるにもかかわらず、これまでのところ投資家はこの点にあまり注意を払っていません。

これは、米国の税引前利益と税引後利益を比較することで確認できます。米国の税引前利益率は足元13%と1960年代と同レベルとなっています。一方、税引後利益率については11%と60年ぶりの高水準で推移しています。その間に、国民所得に占める法人税の比率が約3%下がっています。仮に税金が1960年代の水準に戻ったとすると、税引後利益は25%以上低くなる計算になります。

図表5：企業利益に対する税金の影響



出所：Refinitiv、シュローダー、2021年4月15日時点

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会



## シュローダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

この程度までの増税は見込めないものの、環境の変化を鑑みると、長期にわたる企業利益への課税の減少は反転する可能性が高いでしょう。これは、積極財政とともに過去30年の大部分にわたって普及してきた新自由主義的な「ワシントン・コンセンサス」からの大きな変化を示しています。

増税のほかに財政赤字を賄うための他の2つの手段を探してみましょう。

1つ目は、アウトソーシングプロジェクトによる民間セクターの活用で、プロジェクトを予定通りに予算内で実施するリスクを引き受けてもらう見返りに利益を提供します。政府がこの道を進むかどうかは政治的な判断が大きく影響しますが、インフラストラクチャーでは既に活用の方向が示唆されています。ヘルスケアと教育セクターについては論議を呼ぶと予想されますが、民間セクターが関与する余地があるとみられます。

### 金利を長期に低く抑えるべきか？

2つ目は金融的抑圧です。低金利と資産購入の増加による金融緩和政策は、市場と経済に切望されていた流動性を提供しました。

また、政府の借入コストを低下させ、財政の持続可能性を改善しました。

国債残高の増加と財政ニーズをふまえると、金利を低位に抑えるよう、中央銀行への圧力は続くと考えられます。中央銀行には独立性があり、政府に低コストで資金を提供することは中央銀行の目的ではありませんが、金融政策の引き締めを検討する際には財政危機を引き起こす可能性がある点を考慮することになると考えます。借入コストの上昇によって負債のダイナミクスが持続不可能となり、債券市場の大幅な下落や通貨の急激な下落を引き起こす可能性があります。

### 財政支配？

財政的配慮が金融政策を支配することがどの程度許容されるかは政府の思想によって変化すると考えられ、ポピュリスト政権の場合は中央銀行の独立性に干渉する可能性が高いでしょう。近年中央銀行はイールドカーブを低位に抑えることに成功していることで、市場に逆らえないと主張することが難しくなっています。確かに、中央銀行は以前よりも強力であることが示されたとも言え、これにより政治的な視線が注がれることにつながった可能性があります。

最も極端な例としては、日本のイールドカーブコントロール(YCC)は過去3年間にわたり10年金利をほぼゼロの水準に維持することに成功しています。他の国では中央銀行の資産買入(QE)が重要な役割を果たしています。貨幣を印刷して財政支出を直接ファンディングするところまでは至っていませんが、中央銀行のバランスシートがQE前の水準に戻ることはないでしょう。

したがって、世界の経済成長見通しが良好であるにもかかわらず、低金利の長期的な継続は避けられない真実であるように思われます。究極的には、低金利の維持によりインフレが引き起こされると、財政支配は持続不可能になります。これはおそらくインフレ見通しに対する最大の脅威です。インフレが上昇しても中央銀行がインフレを抑制できるとよく言われますが、そのためには金融政策を引き締め、経済を減速させ、失業率を上昇させるという、痛みを伴う行動をとる必要があります。その行動は政治的に不評なものとなるでしょう。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。本資料に記載された見解はシュローダーのエコノミクス・チームによるものであり、必ずしも他のシュローダーの見解と同一であるとは限らず、シュローダーが提供する運用戦略やポートフォリオに反映しているものでもありません。将来の動向や予測の実現を保証するものではなく、市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

## シュロダー・グローバル・エコノミック・ビュー

## 投資家が直面する避けられない真実(2021年版)：新型コロナ危機によって強化された潮流とより困難が待ち受ける潮流

経済  
レポート

## 【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュロダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュロダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュロダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュロダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュロダー/Schroders とは、シュロダー plcおよびシュロダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。



日本と英国をつなぐ歴史  
1870年日本初の国債発行

英国を本拠とするシュロダーの日本とのかかわりは、**約150年前**にさかのぼります。**1870年**（明治3年）、日本初の鉄道敷設のため、日本政府が初めて発行した国債の主幹事を、シュロダーが務めました。

**1974年**には東京事務所を開設し、日本における本格的な事業への第一歩を踏み出しました。幅広い資産運用サービスを提供する現在も日本株式運用を事業の中核に据え、150年前と同様、日本の未来への投資を通じて歴史を紡いでいます。