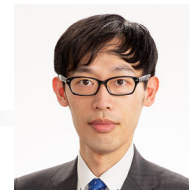


世界経済見通し

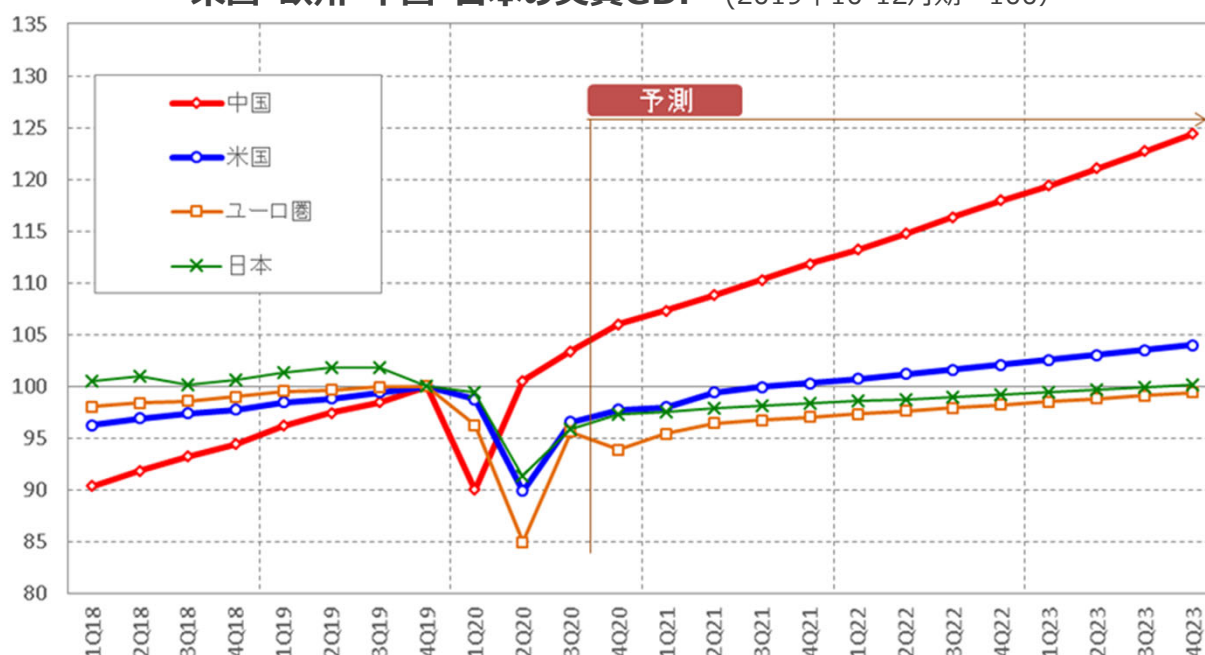
運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑



【要約】

- ◆ 2020年7-9月期の主要先進国GDPは、新型コロナウイルス禍で大幅なマイナス成長となった前期から持ち直したが、新型コロナ危機前の2019年10-12月期よりも低い水準に留まっている。足元の2020年10-12月期については、そもそものペントアップ需要の充足に加えて、欧州では部分的なロックダウンを含む厳しい措置を、米国では新型コロナ感染者数の増加や追加経済対策の成立が遅れたことを背景に成長率は鈍化し、需給ギャップは残存する見込み。日本経済もそうしたグローバル経済の動向や新型コロナ感染者数の増加に伴い、同じような動きとなろう。このような環境下、中央銀行や政府は新型コロナへの強い警戒感を維持しており、金融政策と財政政策による景気の下支えは当面継続されると見込んでいる。
- ◆ 一方、中長期的には、ワクチンの実用化に向けた動きが加速しており、新型コロナ感染の抑制と経済活動の両立が実現する確率が上昇している。医療従事者だけでなく、大半の国民がワクチンを接種できるようになるのは2021年度とみられること、ワクチン開発後から集団免疫獲得までには相応の時間を要すると思われることなどを考慮すると、中国を除く主要国のGDPが新型コロナ前の水準に戻る時期は2022年以降という従来の見方を現時点では維持しているものの、欧米では年内、国内では2020年度内の接種開始を目指しており、2021年央から後半にはGDPが上振れる可能性が高まっていると認識している。

米国・欧州・中国・日本の実質GDP (2019年10-12月期 = 100)



出所：Refinitiv、CEICよりTMAM作成

【米国】

■ 米国では新規感染者数が再拡大

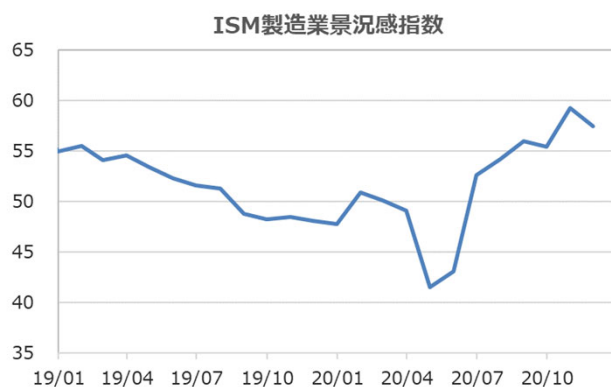
トランプ政権が感染抑制よりも経済活動の再開を優先したため、7-9月期のGDPは前期比年率で33.1%と大幅に反発はしたものの、同水準は2019年10-12月期対比で依然として3.5%低い水準に留まっている。足元では、大統領選の投開票後に新型コロナの感染者が一段と増えたことや財政刺激策の成立が遅れていることから、雇用回復ペースが鈍化し、消費者センチメントが悪化するなど景気鈍化懸念がくすぶっている。例年であれば、11月末からクリスマス商戦が始まり、12月には個人消費が押し上げられるものの、回復の足取りは想定よりも鈍る可能性は排除できない。

■ ISM製造業景況感指数は50を大きく上回る

しかしながら、景気の先行指標となるISM製造業景況感指数は節目の50を大きく上回っているうえ、新型コロナの悪影響が直撃しているサービス業においても景況感は50を上回っており、米国景気が腰折れするリスクは小さい。ワクチンへの期待が高まったことや大統領選を巡る不透明感が和らいだことが背景と推察される。回復ペースは鈍化しつつも、米国経済は緩やかな回復が継続する展開がベース・シナリオだろう。



*感染者数は7日移動平均を使用



出所：BloombergよりTMAM作成

■ 金融政策と財政政策

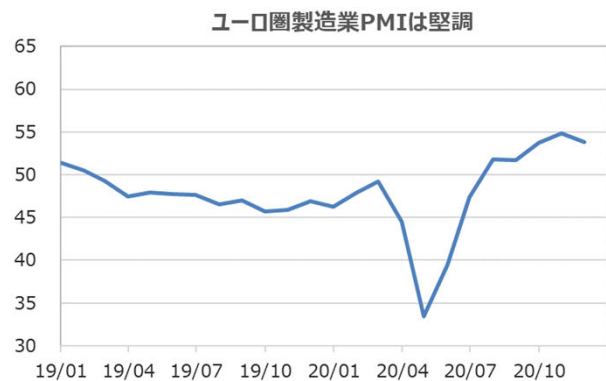
米国議会は政権交代を前にレームダック期間に入ったものの、バイデン氏は月内に追加の財政出動を決定したい意向を示している。また、次期財務長官に指名されたイエレン前FRB議長は、利下げの余地がなく、財政政策が極めて重要であるとして、追加の財政出動を求めている。今回の人事には財政政策と金融政策の連携を強める狙いが透けて見えるため、バイデン体制での財政政策に対する市場の期待は高まりつつある。しかしながら、2021年1月に予定されるジョージア州の上院決選投票で共和党が1議席は得て、上院の多数派となる確率が高く、足許で議論されている追加財政刺激策第四弾が合意した後は、大型の財政出動は難しくなると見るのが妥当だろう。

FRBは量的緩和政策の拡充を検討する方針を表明しており、景気が本格的に回復するまで長期金利を抑える姿勢を見せている。追加の財政出動が決定されると、国債増発後の需給悪化を懸念した金利上昇圧力が強まりやすいため、FRBが買入国債の年限長期化や買入ペース引上げに動く可能性は高まる。ただし、实体经济の回復に水を差す金利上昇を防ぐことが目的で、積極的に金利を押し下げる意図はないとみられるため、金利が急上昇しない限り追加緩和には動かないと考えている。

【欧州】

■ ユーロ圏では新規感染者数増加に歯止めがかかり、製造業PMIは堅調な推移

ユーロ圏の7-9月期GDPは、4-6月期の底から急回復して前期比年率で60.5%の大幅増加となったものの、2019年10-12月期と比べると4.4%低い水準に留まっている。2020年10-12月期は再び新規感染者が増加する中、各国が限定的なロックダウンに踏み切ったことから、再びマイナス成長に落ち込む可能性が極めて高い。しかしながら、外出制限などの規制を再強化したため、11月中旬から新規感染者は減少傾向に転じており、2021年1-3月期には、2020年10-12月期の落ち込みの反動もありプラス成長に回帰する展開が見込まれる。製造業PMIは50を上回っており、サプライチェーンが打撃を受けた春に比べると、落ち込みは限定的。加えて、ワクチンの開発が進んでいることも家計・企業心理にポジティブな影響を与え、景気回復に寄与することとなる。



出所：BloombergよりTMAM作成

■ 金融政策と財政政策

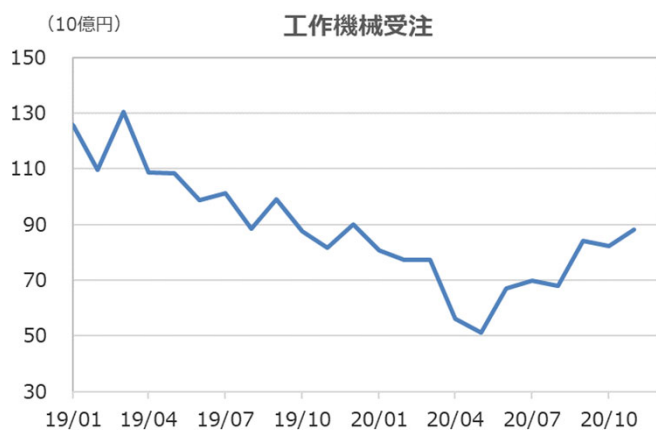
EUは750bnユーロの復興基金の創設で合意したものの、法の支配の順守を資金の受け取り条件とする案にハンガリーとポーランドが反対し、協議が難航していた。しかし、承認を拒否してきた両国が妥協に応じたため、復興基金は当初の想定通り景気の下支えとして機能するであろう。

ECBのラガルド総裁は、PEPPとTLTROを追加緩和の軸にするとの考えを示し、12月の理事会ではPEPPの購入枠拡大および実施期限の延長とTLTROの延長を発表した。新型コロナの再拡大で経済の力強い回復が見込めない状況下では、物価上昇圧力が抑制され続けるため、大規模な金融緩和は当面継続されると想定している。

【日本】

■ 工作機械受注は5月をボトムに改善、日本では新規感染者数が再拡大

日本の7-9月期GDPは、4-6月期の大きな落ち込みの反動で前期比年率22.9%増えたものの、2019年10-12月期と比べると、3.9%低い水準に留まっている。足元では、中国を中心とした海外経済に牽引されて輸出や鉱工業生産は改善基調で推移している。数ヶ月先の設備投資を先取りするとされる工作機械受注も改善が継続しており、海外向けを中心に設備投資にも回復の兆しが見えている。一方、住宅着工戸数の低迷が続くなど、新型コロナを巡る先行きの不透明感を背景に内需の戻りは鈍いものとなっている。足元での新規感染者数増加が内需の回復を一層遅らせる可能性も高まる中、日本経済の回復は外需に牽引される格好で緩やかなものになると想定している。



* 感染者数は7日移動平均を使用

出所：BloombergよりTMAM作成

■ 金融政策と財政政策

菅政権は約40兆円の追加景気対策を閣議決定した。2020年度第3次補正予算と2021年度当初予算で既存の政策の延長、国土強靱化、ポストコロナの経済構造転換などが盛り込まれた。新型コロナ禍での景気を下支えするとともに、デジタル化や環境問題に対処しつつ日本の潜在成長率の押し上げたい意図が垣間見える。

日銀は、そうした政府と足並みを揃えた政策を継続する見込みである。11月には、地域金融機関を支援するため、経営統合や経費削減を実現した地銀や信用金庫の当座預金に+0.1%の付利を上乗せすることを発表した。政府が地銀再編や経費削減を強く促したことと符合する動きで、今後も今回のようなマイナス金利の副作用を軽減する政策を利用しながら、大規模な金融緩和が継続するものと見込む。

【先行きのリスク要因】

上述のメインシナリオに対して、ワクチンの開発が進んだことから中長期的なリスクバランスは上振れ方向に傾いている。但し、下振れリスクも残存しており、双方をバランスよくモニターして行く必要があると認識している。

■ 上振れリスク

最も注目しているのは、ワクチンの早期普及である。英国では既に新型コロナワクチンの使用が承認されており、早ければ12月中旬から普及が進む。医療従事者だけでなく、大半の国民が早期にワクチンを接種できる体制が世界で整えられれば、経済の正常化を後押しすると考えられ、2021年央から後半のGDPが押し上げられて新型コロナ前の水準に戻る時期は前倒しされる。

■ 下振れリスク

冬の到来とともに新型コロナが蔓延し、移動制限が再強化されるリスクおよび新型コロナの感染再拡大に伴う倒産、失業の増大を警戒している。各国政府が休業者の給与の一部を穴埋めするなどの雇用支援制度で大量解雇を回避してきたが、新型コロナの感染が再拡大し、ロックダウンせざるを得ない状況に追い込まれると、企業の倒産などに伴う解雇が急増しかねない。既に大規模な財政出動に動いている国が多い中、財政の余力は限られているため、感染が再拡大した時に十分な雇用を支援できるか、不透明感が残っている状況は不変である。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(1)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社にご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）、S&PグローバルSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第8号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「信用格付業務」欄の「ライブライ・規制関連」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付情報」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）、ムーディーズSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第3号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2019年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。