



世界経済見通し

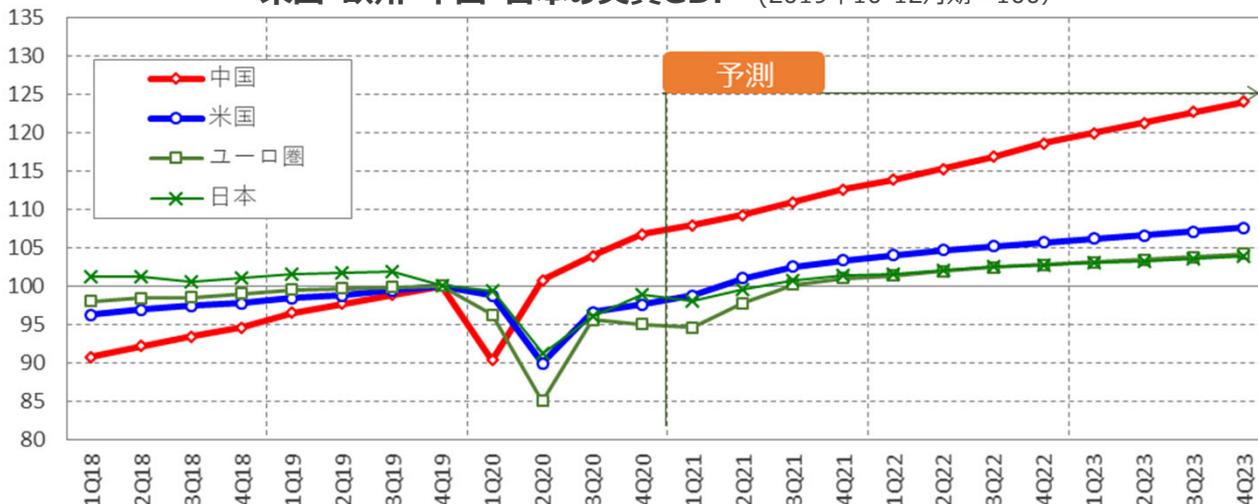


運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑

【要約】

- ◆ 2020年10-12月期の主要先進国の実質GDPは、新型コロナウイルスの新規感染者数が大幅に増加したにも関わらず、2020年4-6月期のような大幅なマイナス成長とはならず、欧州では小幅なマイナス成長、米国や日本ではプラス成長を維持した。1-3月期における日本と欧州の実質GDPは、日本では緊急事態宣言が再度発令され、欧州では変異した新型コロナウイルスの感染を抑え込むため厳しい行動制限が課されたことから、マイナス成長に落ち込むことが想定される。米国でも年初に変異型の新型コロナウイルスが相次いで確認はされたものの、明確に行動規制が強化されることは無いうえで、昨年末に成立した追加財政刺激策もあったことから、日本や欧州とは異なり再加速する展開を見込んでいる。
- ◆ 新型コロナウイルスのワクチンについては、普及に不透明感が残るものの、接種が米国や英国などの先進国を中心に進んでいる。そのため、2021年夏頃には先進国で行動規制が撤廃され、新型コロナウイルス感染の抑制と経済活動再開の両立が実現すると考えている。前回12月のレポートでは、中国を除く主要国の実質GDPが新型コロナ前の水準に戻る時期は2022年以降という見方をメインシナリオに据え、2021年後半には実質GDPが上振れる可能性が高まっていると記した。しかし、現時点では2021年4-6月期から7-9月期にかけて新型コロナ前の水準に戻ることをメインシナリオとしている。
- ◆ そうした状況下、追加的な財政刺激策が策定される確率は低く、財政刺激効果は徐々に減衰する展開が想定される。一方、中央銀行は新型コロナへの警戒感を完全には払拭できないうえで、需給ギャップは残存し、春先に予想されるインフレ率の上昇も一時的に留まると想定されることから、金融政策による景気の下支え姿勢は継続すると考えている。

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

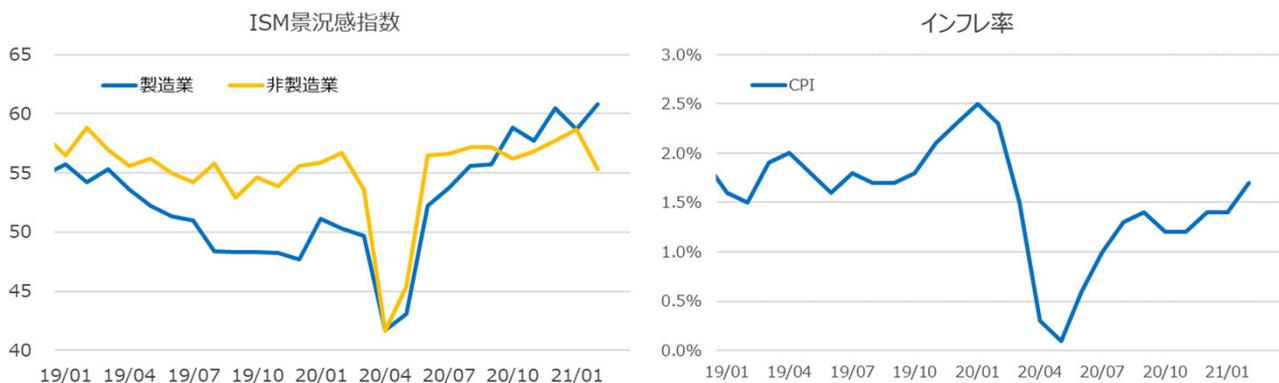
【米国】

■ 米国経済は堅調に推移

米国の2020年10-12月期の実質GDPは、前期比年率で+4.1%と2020年7-9月期の大幅な増加に続いて、プラス成長を維持した。同水準は2019年10-12月期対比で2.4%低い水準まで回復してきたことを意味する。新型コロナウイルスの感染者は年末年始にかけて一段と増えたものの、行動制限が厳格に強化されることは無かったうえ、春先に実施された財政刺激策が下支えとなり、個人消費や設備投資が堅調に推移した結果である。足元では1.9兆ドルにも及ぶ財政刺激策が議会を通過していることに加えて、新型コロナワクチンの接種は当初想定されていたペースを下回るものの着実に進み、感染ペースの減速が鮮明になっていることから、4-6月期は景気が力強く回復すると想定している。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、コロナ禍の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であろう。

■ インフレ率の上昇を警戒

米国の景気回復に水を差す可能性があるとして警戒しているのは、インフレ率の上昇である。新型コロナウイルスの影響で大きく落ち込んだ反動による物価上昇が長続きするとは予想していないものの、想定に反してインフレ率が高止まりすると、FRBの金融緩和政策が市場予想対比早期に修正される可能性が高まり、米国金利は上昇、低金利環境の継続に対する市場参加者の信頼が揺らぎ、リスク資産の調整が実体経済に悪影響を及ぼすリスクが高まることとなる。こうしたリスクを念頭に置く必要がある。



出所：BloombergよりTMAM作成

■ 財政政策

米国では3月中旬に1.9兆ドルの新型コロナウイルス対策法案が成立した。昨年3月以降計6兆ドルに迫る規模の財政対策が動員されることになる。昨年末に成立した財政刺激策第4弾以降、大型の財政支出は難しくなると考えていたが、年初のジョージア州上院補選で民主党が勝利し、議会上院も支配した結果、大型の財政刺激策が議会を通過しやすくなるとの判断に基づき、当社も経済見通しを上方修正した。ここまではコロナ禍からの回復を最優先とし、巨額の財政支出のみが議論されてきた。今後、インフラ投資を中心に追加的な財政支出が期待はされるものの、5年で2-3兆ドル程度と、ここまでの財政刺激策と比較して規模が大きい上、経済が回復し財政が大幅に悪化するなか、増税議論も開始されるため、経済見通しの更なる大幅な上方修正を迫られる要因ではないと考えている。

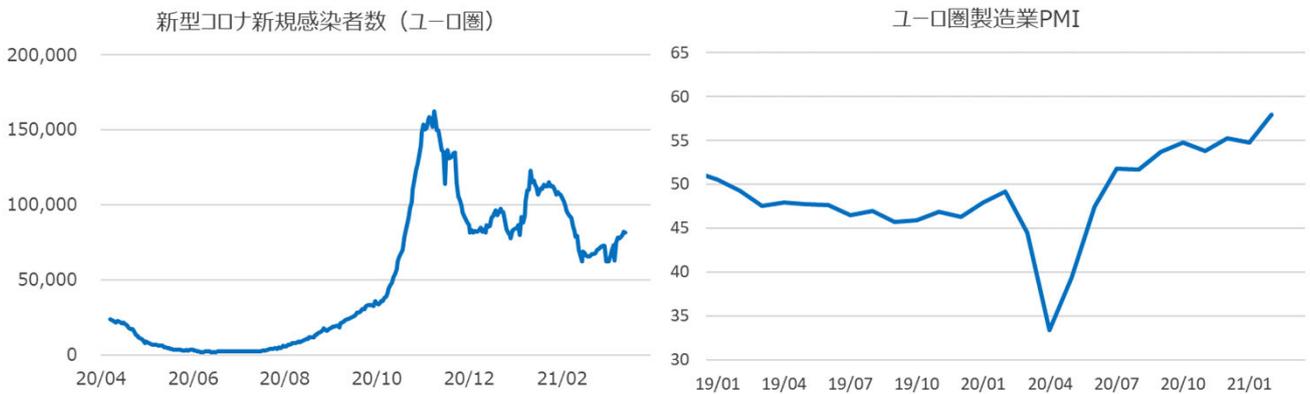
■ 金融政策

パウエルFRB議長は、米国金利の急ピッチでの上昇および株価下落など金融環境の悪化に若干の警戒感を示している。1月にFRB高官から将来のテーパリングについて言及する機会が増えて、市場参加者がテーパリングを意識した際にも、パウエル議長は市場のテーパリング観測を封じ込める発言をしており、金利急騰をきっかけとしたリスク資産の大幅な調整を回避したい狙いが透ける。経済活動が再加速するなか、市場では早期テーパリングの思惑が熾り続けるものの、FRBはテーパリングを急がず、財政刺激策やワクチンの効果浸透および雇用環境の一段の改善を確認したうえで、2022年初に開始すると考えている。利上げの開始は、完全雇用と物価の上昇を確認した後となることから、2024年以降と想定している。

【欧州】

■ ユーロ圏では新規感染者数増加の兆しがあるものの、製造業PMIは堅調な推移

ユーロ圏の2020年10-12月期の実質GDPは、新型コロナウイルスの感染が広がり、ドイツやフランスなどが相次いで行動規制を導入したことなどからマイナス成長に陥った。新規感染者が減少傾向となり、3月から段階的に行動規制を緩和しているものの、1-3月期は2四半期連続のマイナス成長に落ち込む可能性が高い。足元で新規感染者数に増加の兆しが見られる国がある点は今後の懸念材料となるが、ワクチン接種の進展が家計・企業心理にポジティブな影響を与え、景気回復に向かうことを想定している。製造業PMIは50を上回って上昇しており、行動規制の製造業への影響が限定的であることから、4-6月期のGDPは行動規制の緩和による反発が比較的大きくなるであろう。



出所：BloombergよりTMAM作成

■ 金融政策と財政政策

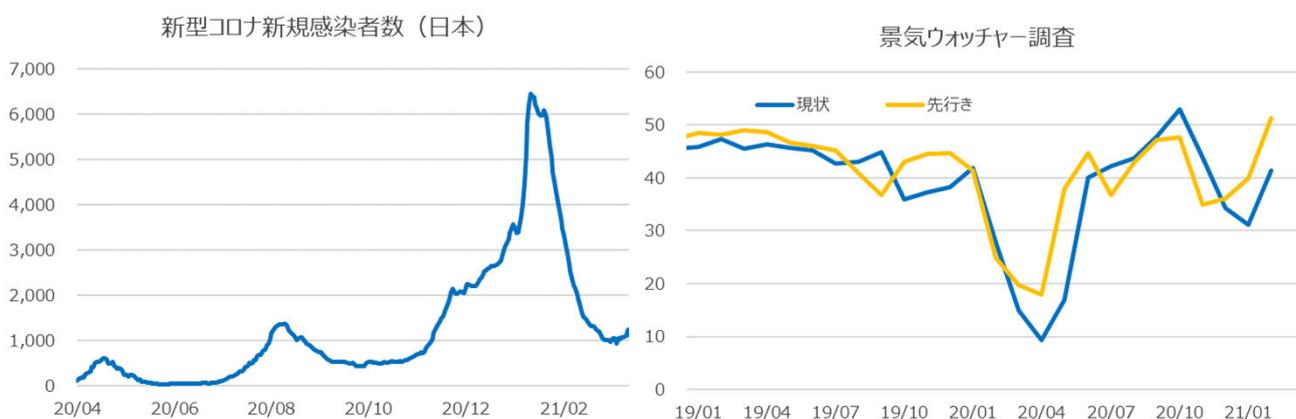
EUは財政赤字をGDP比3%以内に収めるなどの厳しい財政ルールを2021年末まで停止している。一時的に停止している財政ルールについて、欧州委員会の委員は企業の破綻が増えないよう慎重に縮小する必要があるとの認識を示しており、当面の間加盟国は景気回復につながる財政政策を採ることができる。復興基金と合わせて欧州の財政政策は景気の下支えとして機能するであろう。但し、経済活動が活発になるなか、現状以上の追加財政刺激策が採られる可能性は低く、財政政策による景気下支え効果は次第に減衰する展開が見込まれる。

ECBは3月の理事会で、次の四半期にかけてPEPPの買入ペースを加速させる方針を声明文に明記し、長期金利の上昇をけん制する姿勢を明確にした。足元の物価上昇は新型コロナで大きく落ち込んだ昨年の反動による影響が大きいことから、一時的に留まる公算が高く、当面は大規模な金融緩和が継続されると想定している。

【日本】

■ 日本では新規感染者数が減少し、景気ウォッチャー調査は底入れを示唆

日本の2020年10-12月期の実質GDPは、前期比年率12.7%増えて、2期連続のプラス成長を実現。輸出に加え、個人消費や設備投資などの内需も想定以上に好調だった。年初に政府が緊急事態宣言を発動しており、1-3月期は再びマイナス成長に落ち込む可能性が高いものの、前回発令された時とは異なり、感染リスクが高いとされる飲食店などに行動規制の対象が絞られているため、大幅なマイナス成長にはならない見込み。消費者の景気実感を示す景気ウォッチャー指数はワクチン接種がより具体的になったことで期待が高まり、先行き指数が上昇している。また、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。一方、住宅着工戸数は低迷が継続、経済活動再開に伴うペントアップ需要が満たされた後に内需の勢いは徐々に鈍化することが見込まれ、日本経済は外需にけん引される格好で回復すると想定している。



出所：BloombergよりTMAM作成

■ 金融政策と財政政策

2021年度の一般会計当初予算は、107兆円と過去最大規模になる見込みである。しかしながら、2020年度は新型コロナウイルスへの対応で3次補正予算まで計上され、全て合わせると2020年度の歳出は176兆円となり、2021年度の歳出規模は前年度対比で縮小することになる。その経済・金融市場への影響と追加的な補正予算議論に注目する必要がある。

日銀は、2%の物価目標が遠のいていることを踏まえ、より効果的で持続的な金融緩和策を点検し、3月の金融政策決定会合で点検結果を示すと昨年12月に発表した。日銀は今年に入ってから市場反応を確認するための観測気球を上げており、ETFの購入方針の見直しや長期金利の変動幅拡大を巡る議論に市場の関心が集まっている。点検の実施を事前に周知することによって市場の動揺を抑えようとしているそうした姿勢を考慮すると、大幅な方針転換はないものと推察される。今後は、低金利環境の長期化に伴う副作用を軽減するため、コロナ禍から景気が回復したタイミングでイールドカーブを緩やかにスティープ化させる政策を利用しながら、金融緩和姿勢を維持するであろう。

【先行きのリスク要因】

上述のメインシナリオに対して、中長期的なリスクバランスはおおむね上下均等にバランスしていると考えている。新型コロナウイルスのワクチン接種など依然として、不透明感の高い要因も残存しており、双方をバランスよくモニターして行く必要がある。

■ 上振れリスク

最も注目しているのは、ワクチン接種の早期進展である。当初の想定よりも接種のペースが遅れているという報道が多いように思えるが、今後ワクチンの供給・接種体制が一層整えば、接種が加速することもあり得る。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整えられれば、経済の正常化を加速すると考えられ、2021年央から後半のGDPが一層押し上げられる。

■ 下振れリスク

行動制限が再強化されるリスクおよび新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う倒産、失業の増大を警戒している状況は不変である。サマーズ元財務長官が主張するように、経済対策の規模が過大でインフレ率が想定以上に上昇し、大規模な金融緩和政策の足かせとなるリスクが実際に起こると、緩和政策を巻き戻すことにつながり、リスク資産にも大きな影響が出るであろう。

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(2)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
当社で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「ライブラリー・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り、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、同一カテゴリー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、2020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。