

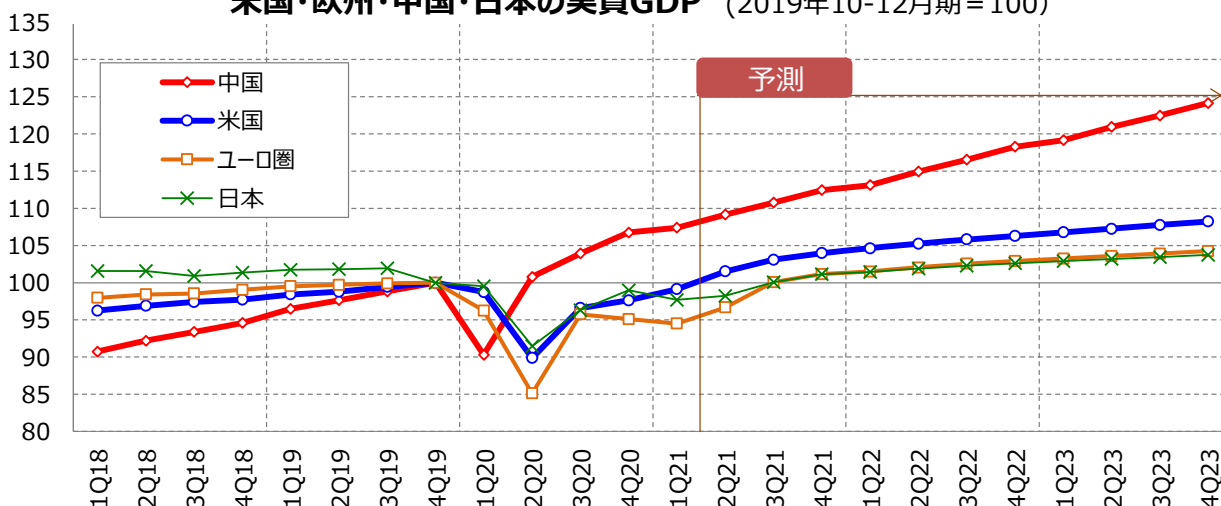
世界経済・金融市場見通し

 運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑


【要約】

- ◆ グローバル経済は新型コロナウイルスのワクチン接種が浸透したことによって4-6月期から再加速しているが、7-9月期以降は高水準ながらも緩やかに減速し、2022年後半には金融・財政政策の反動が表面化すると見込む。物価については、足元では欧米を中心にインフレ率が上振れているが、需給ギャップは引き続き残存することから、物価への上昇圧力は2022年には解消されるであろう。
- ◆ 主要先進国の金融政策については、FRBが資産買入の縮小（以降テーパリング）に向けた議論を始めたことを認めており、ユーロ圏と日本に先んじて正常化に一步近づいている。2022年初にはテーパリングが開始されると予想している。日本はデフレ懸念がくすぶり、物価上昇圧力が限定的であることから、日銀は金融緩和を継続せざるを得ない状況にあり、当面現行の金融政策が継続されると見込む。ユーロ圏では新型コロナウイルスのワクチン接種が浸透し、経済の回復が順調に進んでいるため、異例の緩和を続ける理由が薄れている。そのため、ECBは9月の理事会でPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による購入ペースの減速を決定、2022年3月にPEPPによる購入を終了することをメインシナリオとしている。
- ◆ 上記環境のもと、欧米の長期金利については、世界経済が持ち直すものの、中央銀行の緩和政策によって、2021年後半から2022年前半にかけて限定的な上昇に留まると想定している。為替については、米国の金融政策がユーロ圏および日本の金融政策と比較すると正常化に近づいていることから、緩やかなドル高の進行を見込む。株価については、米国の金融政策に関する不透明感が高まる中、バリュエーションは切り上がりにくいものの、ワクチン接種が進み経済活動が正常化することに伴い企業業績は増益基調を維持することが想定されるため上昇すると予想している。

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

【経済見通し】

■ 成長率は高水準ながらも緩やかに減速

中国は真っ先に新型コロナウイルスを封じ込め、金融・財政政策も正常化に向けて進んでいることから、中国経済は正常化に向けて緩やかに減速している局面にあると認識している。中国の社会融資総量の伸び率は2021年に入ってから鈍化しており、新型コロナウイルスへの政策対応がひと段落したことを意味している。米国の成長率は、4-6月期に新型コロナウイルスのワクチン接種による経済リオープンおよび大規模な景気刺激策によってピークをつけた後、7-9月期も高水準は維持するものの、年末以降景気押し上げ効果が次第に剥落することに伴い緩やかに減速することを想定している。ユーロ圏と日本は米国と比較して新型コロナウイルスのワクチン接種および経済活動の正常化が遅れたことから成長率がピークを迎えるのは7-9月期となり、その後は米国の動きに合わせて緩やかに減速することを想定している。2021年のグローバル経済のけん引役は米国で、その後年末が近づくにつれてユーロ圏と日本が成長のけん引役になると考えている。

成長率見通し（前期比年率、中国は前年比）

	2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
米国	6.4%	10.0%	6.3%	3.5%	2.5%	2.5%	2.1%	1.8%
日本	▲5.1%	2.2%	7.6%	4.5%	1.1%	1.9%	1.5%	1.3%
ユーロ圏	▲2.5%	9.4%	14.9%	4.4%	1.3%	2.2%	2.1%	1.3%
中国	18.3%	8.3%	6.4%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%

出所：TMAM作成 2021年Q2以降はTMAM予測

■ インフレ率の上昇は一時的

経済再開に伴う人手や原材料の供給制約やエネルギー価格の上昇などが重なり、米国のCPIは前年比5.0%に達している。しかし、同要因は一時的、かつ失業率は高水準にあるなど需給ギャップは残存すると予想されるため、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は一時的で、2022年後半には2%に向かって落ち着いていくことを予想している。ユーロ圏については、エネルギー価格の上昇やドイツの付加価値減税終了の影響が剥落し、2022年を通じて1%程度の安定推移を見込んでいる。日本については、一時的とはいえ物価上昇圧力が高まる欧米に対し、携帯料金の値下げや新型コロナウイルス収束後に政府の「Go To トラベル」再開と言う特殊要因を背景に、0%後半に留まると考えている。

物価見通し（前年比）

	2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
米国コアCPI	1.4%	3.5%	3.2%	3.2%	3.4%	2.2%	2.0%	2.0%
日本コアCPI	▲0.4%	0.1%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%
ユーロ圏HICP	1.1%	1.8%	2.2%	2.5%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
中国CPI	0.0%	1.5%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

出所：TMAM作成 2021年Q3以降はTMAM予測

【金融政策見通し】

■ 米国はテーパリングを2022年に開始、利上げを2023年の10-12月期に開始

FRBの金融政策は、正常化に向けて地ならしをしている状況にある。4月のFOMC時点では、パウエル議長がまだテーパリングについて議論すべき時期ではないとコメントしていたが、6月のFOMCでは、米国経済の回復を背景にテーパリングの議論開始を示唆しており、テーパリング開始の基準となる「著しい進展」の達成が近づいていると判断していることとなる。6月に発表されたドッツによると、利上げの予想開始時期はFOMC参加者内でばらついており、早いメンバーで2022年内、遅いメンバーで2024年以降となっている。パウエル議長は、FRBが公表している経済見通しと比較するとハト派的な情報発信をしており、慎重な政策運営を志向しているため、2022年の利上げを支持しているとは想定し難い。弊社は2022年には新型コロナウイルスによる影響が剥落し、経済が正常化、インフレ率が2%で安定していると想定しているため、2023年を通じてゼロ金利を維持する必要性は乏しく、2023年の第4四半期に利上げを開始すると予想している。

■ 日本は当面現行の緩和を維持

日銀の金融政策は、3月の金融政策決定会合で過去の政策の点検を実施、一段の緩和長期化を見据えている状況にある。具体的には、これまでの金融緩和で金融機関の収益悪化や市場機能の低下といった副作用が蓄積していたため、こうした副作用を抑えて緩和の持続力を高める措置を実施した。こうした日銀の姿勢に加えて、日本のインフレ率は欧米と比較して低位に留まり、2%の物価目標には最も遠いところに位置していることから、金融政策の正常化の道筋は見えず、当面現行の緩和が維持されると予想している。

■ ユーロ圏は9月にPEPPの買い入れペース鈍化

ECBは2020年初から実施していた金融政策などの戦略検証で、物価目標である2%超えを一時的に許容する姿勢に変更、より長く緩和を続ける姿勢を示した。ECBの見通し通り2022年には物価が1%台に低下すると考えられるため、低金利と資産購入による金融緩和姿勢は継続する見込みである。しかしながら、パンデミック（≡新型コロナウイルス）対応として導入されたPEPPを継続する必要性はワクチン接種の進展に伴い低下していることから、9月には購入ペースが減速し、2022年3月末でPEPPは終了すると見込む。また、PEPPに替わる新たな資産購入プログラムが導入される可能性も予想される。

金融政策見通し

	2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
FF金利	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
米テーパリング					開始			
日本短期金利	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%
ユーロ預金ファシリティ	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%
PEPP	加速	維持	減速	減速	終了			
中国	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%

出所：TMAM作成 2021年Q3以降はTMAM予測

【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と考えている。新型コロナウイルスのワクチン接種は進展しているものの、雇用の回復が鈍い中、家計は過去の貯蓄を取り崩さず、想定ほど景気が回復しない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。

■ 上振れリスク

最も注目しているのは、ワクチン接種の進展と家計の貯蓄取り崩しに伴う個人消費の上振れ。米国の成長率は4-6月期にピークをつけた後、年末に向けて緩やかに鈍化することを想定しているが、新型コロナ禍で抑制されていたサービス消費を中心に個人消費の急増が実現し、7-9月期も4-6月期並みの高成長が続く可能性も否定はできない。

■ 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。また、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現すると、リスク資産の調整を通じて、経済活動が下押しされることとなろう。

【金融市場見通し】

上述のシナリオを前提とした金融市場の見通しは下表の通り。10年金利は、米国でテーパリングの議論が開始されているものの、先進国の中央銀行が金融緩和を継続するなか、上昇余地は限定的であろう。ドル円は米金利の上昇に伴う緩やかなドル高・円安、ユーロもECBが過度なユーロ高をけん制する姿勢を維持することもあり、対ドルで軟調な動きとなる展開を想定している。米国株は、高値警戒感が残るなか、経済成長モメンタムのピークアウトや金融政策正常化の動きも相まって、目先の上値は重いであろう。しかしながら、経済が正常化に向かう過程で企業業績に対する見通しは良好であることから、中長期的には株価の上昇基調が続くものと想定している。日本株は米国株対比で出遅れが目立つものの、ワクチン接種の進展に伴う景気回復を背景に、キャッチアップの動きが出ることが予想される。

金融市場見通し

	2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
米国10年国債	1.74%	1.47%	1.50%	1.60%	1.70%	1.80%	1.80%	-
日本10年国債	0.095%	0.058%	0.05%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	-
ドイツ10年国債	▲0.29%	▲0.21%	▲0.30%	▲0.30%	▲0.20%	▲0.10%	▲0.10%	-
ドル円	110.72	111.11	110	111	112	112	112	-
ユーロドル	1.173	1.186	1.19	1.18	1.17	1.17	1.17	-
S&P500	3,973	4,298	4,300	4,350	4,400	4,500	4,600	-
TOPIX	1,954	1,944	2,000	2,050	2,100	2,150	2,200	-

出所：TMAM作成 2021年Q3以降はTMAM予測

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
当社が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地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。