



世界経済・金融市場見通し

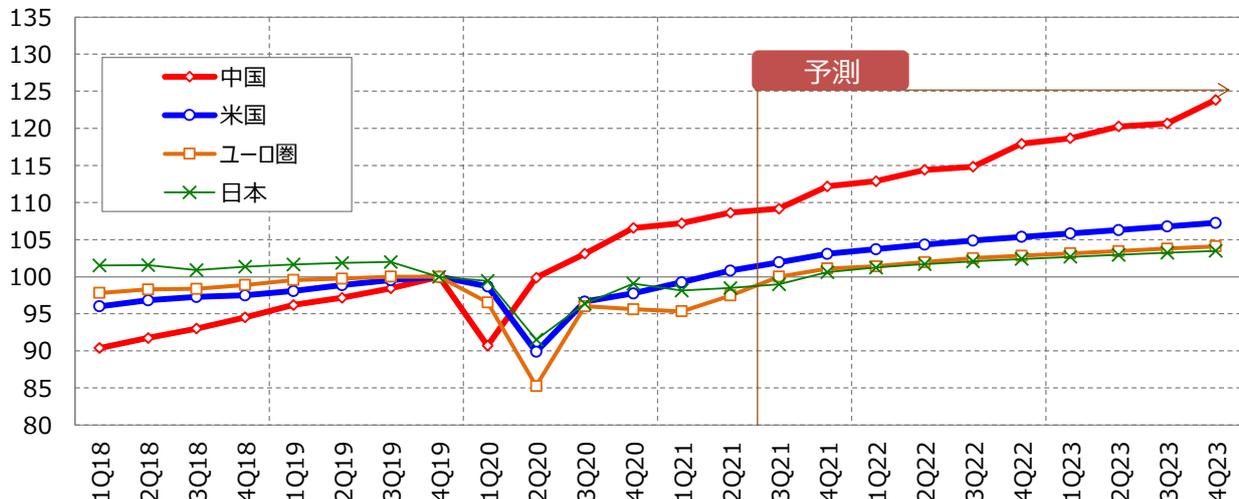


運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑

【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進展したことによって回復局面にあるものの、そうした経済活動再開に伴う需要持ち直しの一巡や、グローバルに発生している供給制約などを背景として回復の勢いは鈍化しつつある。2022年の成長率は緩やかに減速し、潜在成長率を若干上回る程度に落ち着くであろう。足元では欧米を中心にインフレ率が想定以上に上振れているが、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年央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）を年末までに開始することを示唆し、ECBが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しており、米国とユーロ圏の金融政策が正常化に向かい始めた。米国では年内にテーパリング開始、2023年中には利上げが視野に入ること、ECBは2022年3月の理事会で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。日銀は、物価上昇圧力が限定的であることから、イールド・カーブ・コントロールを軸とした現行の金融緩和政策が維持されると見込む。
- ◆ 上記環境のもと、欧米の長期金利については、中央銀行の金融政策が正常化に近づくにつれて、緩やかな上昇基調で推移すると想定している。為替については、米国の利上げ議論が日欧に先行していることから、緩やかなドル高の進行を見込む。株価については、金融・財政政策の不透明感やサプライチェーンの問題が解消されるなか、企業業績は増益基調を維持することが想定されるため堅調に上昇していくと予想している。

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

中国は共同富裕を重要視しながら、金融・財政政策を用いて安定的な成長率の実現を目指している。格差是正を促す改革の行き過ぎや電力不足問題など、成長率を損なうリスクはあるものの、潜在成長率程度の水準へ収斂していくであろう。米国の成長率は、デルタ株の感染拡大や供給制約などを背景として7-9月期から緩やかに減速し、景気押し上げ効果が次第に剥落することに伴い、来年後半には潜在成長率程度の水準へ減速することを想定している。ユーロ圏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月期を想定している。日本については、9月末まで緊急事態宣言が発令され、サービス消費を中心に経済活動が抑制されていたことから、成長率がピークを迎えるのは10-12月期までずれ込むであろう。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。

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	6.3%	6.6%	4.5%	4.5%	2.5%	2.5%	2.1%	1.8%
日本	▲3.7%	1.3%	2.1%	6.6%	2.5%	1.9%	1.5%	1.3%
ユーロ圏	▲1.1%	9.2%	10.9%	4.4%	1.3%	2.2%	2.1%	1.3%
中国	18.3%	7.9%	5.8%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%

出所：TMAM作成 2021年Q3以降はTMAM予測

■ インフレーションの上昇は一時的

物流やサービス業を中心とした人手不足や半導体不足に加えて原油や天然ガスなどの高騰でエネルギー価格が上昇していることなどから、欧米を中心に物価は予想以上に上昇している。米国では一部の指標が物価の上昇一服を示唆しているものの、供給制約を背景とした物価の高止まりは来年半ばまで続くであろう。ユーロ圏については、経済再開に伴う物価上昇や供給制約の影響などを考慮して物価見通しを上方修正している。ただ、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からの反動による物価上昇は一時的で、2022年後半には米国は2%、ユーロ圏は1%に向かって落ち着いていくことを予想している。日本については、欧米と異なり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%	3.7%	3.5%	3.5%	3.7%	2.2%	2.0%	2.0%
日本コアCPI	▲0.6%	▲0.7%	0.1%	0.4%	▲0.2%	0.5%	0.3%	0.1%
ユーロ圏HICP	1.1%	1.8%	2.7%	3.1%	2.3%	1.2%	1.1%	1.1%
中国CPI	0.0%	1.1%	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2021年に開始、利上げを2023年の4-6月期に開始

FRBの金融政策は、着実に正常化に向かっている。7月のFOMCでは、テーパリングの開始に向けて検討を進めたことを明らかにし、9月のFOMCでテーパリングの具体的なスケジュールについて示唆しているため、FRBはテーパリング開始の基準となる「著しい進展」の達成が間近であると判断していることになる。9月に発表されたドッツによると、利上げのペースはFOMC参加者内ではばらついており、タカ派寄りのメンバーで2022年開始、2023年以降は年3~4回のペースを想定、ハト派寄りのメンバーで、2023年開始、その後年2回程度のペースを想定している。弊社は2022年のGDPの伸び率鈍化と物価安定を想定しているため、年3~4回の速いペースでの利上げはできず、2023年の利上げは年2回程度に落ち着くと考えている。従来見通し対比、2023年の利上げ開始時期を前倒し、回数を引き上げたものの、依然としてハト派寄りのメンバーに近い利上げペースを想定している。

■ 日本は当面現行の緩和を維持

日銀は3月に実施した政策点検以降、目立った動きが少ない（気候変動対応を支援するための資金供給を決めたのみ）。3月の政策点検で副作用を抑えて緩和の持続性を高めながら、緊急時の緩和の機動性を確保する措置を講じたため、当面はこの枠組みを続けると考えられる。また、日本のインフレ率は携帯電話の通信料下げやGo to トラベルなどの政策効果で欧米対比低位に留まり、見通し期間を通じて2%の物価目標は達成できないと考えられるため、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。

■ ユーロ圏は予定どおり来年3月にPEPPの買い入れを終了

ECBは9月の理事会でPEPPの債券購入ペースを鈍化させた。元々3月に購入ペースを加速させていたため、今回の買い入れペース鈍化によって、資金調達環境が悪化することはないものの、金融政策の方向性が転換したことは確かである。ECB高官からは成長率見通しに関して楽観的な発言も見られており、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を来年3月以降も延長する理由は見当たらないことから、予定通り2022年3月に終了すると見込む。また、PEPPの終了後に買い入れ額が大きく減額するのを回避するため、緩和措置として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。これについては12月の理事会でヒントが与えられるであろう。

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Q4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。米国や日本での経済対策の決定や供給制約の問題が解消に向かう可能性はあるものの、早期に先進国の内需が潜在成長率程度に落ち着くリスクや中国における不動産問題や電力不足に伴う景気減速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

米国では経済対策に係る議論が続いており、日本においても岸田新首相のもとで大規模な経済対策が打ち出される可能性が高まっていることから、米国と日本の財政議論に最も注目している。経済対策によって高水準の貯蓄が新型コロナ禍で抑制されていたサービス消費に向かい、成長率の伸びが鈍化する時期を後ろ倒しする可能性がある。

■ 下振れリスク

米国や欧州のセンチメント指標が今後の経済成長の鈍化を示唆しているため、想定より早く2022年前半に成長率が潜在成長率程度の水準に鈍化する下振れリスクを警戒している。また、中国では不動産問題や電力不足による工場の稼働率低下があり、中国経済の鈍化がグローバル経済を押し下げるリスクにも注意している。

債務問題を抱える中国恒大集団の動向については、債務問題が他の不動産関連企業へ影響が及び、中国の成長率が鈍化するリスクを警戒しているものの、共産党大会を控えた中国政府は経済の安定を優先していることから、同問題をきっかけとした大幅な成長率鈍化の可能性は小さいと考えている。

【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開始や利上げの織込みが進んでいることから、緩やかに上昇するであろう。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FRBより相対的に金融政策正常化に遠いことなどから、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、米国や中国経済の鈍化が意識される中、サプライチェーンの問題も重なり、目先の上値は重いであろう。しかしながら、年明け以降サプライチェーンの問題が次第に解消し、経済が正常化に向かう中、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、緊急事態宣言解除に伴う景気回復や岸田政権の経済対策への期待を背景に、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%	1.49%	1.50%	1.60%	1.70%	1.80%	1.80%
日本10年国債	0.095%	0.058%	0.072%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
ドイツ10年国債	▲0.29%	▲0.21%	▲0.20%	▲0.20%	▲0.20%	▲0.10%	▲0.10%	▲0.10%
ドル円	110.72	111.11	111.29	111	111	112	112	112
ユーロドル	1.173	1.186	1.158	1.17	1.16	1.15	1.15	1.15
S&P500	3,973	4,298	4,308	4,500	4,550	4,650	4,750	4,800
TOPIX	1,954	1,944	2,030	2,175	2,200	2,200	2,225	2,250

出所：TMAM作成 2021年Q4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できません。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。