



世界経済・金融市場見通し

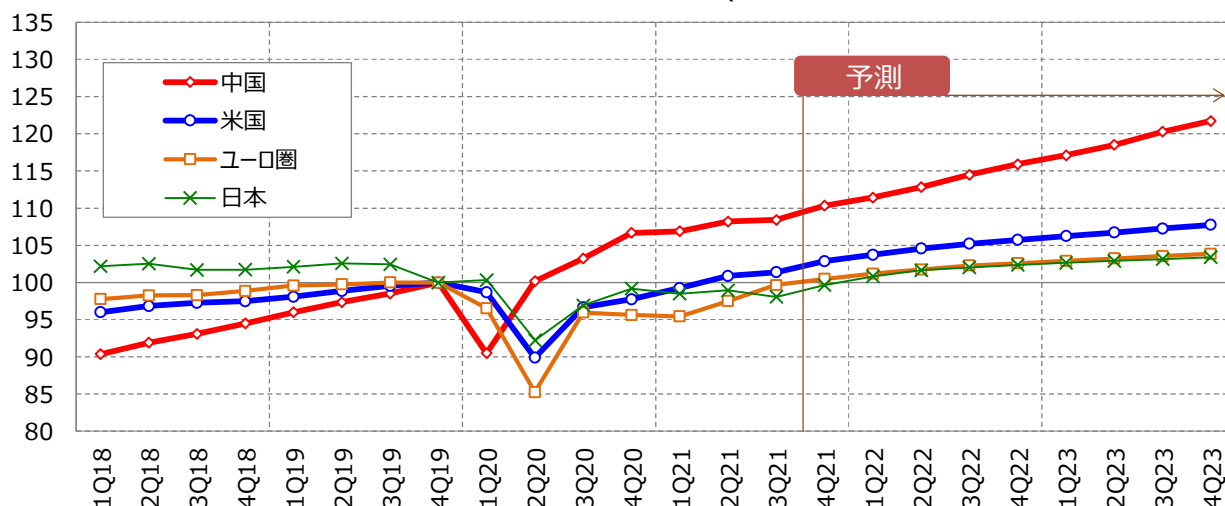
運用戦略部 エコノミスト
箱守 晃佑



【要約】

- ◆ グローバル経済は、新型コロナウイルスの感染状況や対策方針によって地域ごとのばらつきはあるものの、回復基調を続けている。しかし、経済活動再開による景気押し上げ効果の一巡や、金融・財政刺激効果のはく落により回復の勢いは鈍化、2022年のGDPは潜在成長率を若干上回る程度に落ち着くであろう。景気鈍化と経済再開に伴う需給バランスの不均衡改善が進み、物価への上昇圧力は2022年後半には解消されると想定している。
- ◆ 米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）を決定するだけでなく利上げの前倒しや量的引き締め（以降QT）にまで議論が波及、ユーロ圏ではECBがPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による購入を予定通り終了することを決定しており、着実に正常化へ向かっている。FRBについては2022年6月に利上げ開始、以降半年に1回のペースで利上げ、ECBについてはPEPP終了後当面利上げなしをメインシナリオとしている。ただし、FRBのタカ派姿勢や雇用引き締まりを背景に3月開始に前倒し、更に年前半は四半期毎の利上げが実施される確率が上昇している。日銀は、事実上の資産買入の縮小（以降ステルステーパリング）を続けながら、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、金融政策正常化を織り込む形での緩やかな上昇基調を想定。為替については、米国の利上げ議論が日欧に先行することから、緩やかなドル高の進行を見込む。株価については、金融政策正常化の動きが重石となるものの、コロナ対応の進展やサプライチェーン問題改善に伴う企業業績の堅調さを背景に、緩やかに上昇する展開を予想している。

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

米国とユーロ圏の成長率は、経済再開に伴う景気押し上げ効果や金融・財政政策効果が次第にはく落することに伴い、潜在成長率程度の水準へ減速することを想定している。特に米国については、バイデン政権が掲げる1.75兆ドルの歳出・歳入法案の成立のメドが立っていないため、見通しを下方修正する可能性には注意が必要である。日本は経済再開に伴う景気押し上げ効果が2021年10-12月期に表れ、2022年上期の成長率は岸田政権が決定した経済対策の効果によって押し上げられるであろう。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。中国経済は、秋に共産党大会が控える中、安定成長を最重視したマクロ政策運営されることから、下期には潜在成長率程度の水準へ回復する展開を想定している。格差是正を促す改革の動きは徐々に後退する見込みである。

成長率見通し（前期比年率、中国は前年比）

	2021			2022				2023 Q1
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
米国	6.7%	2.1%	6.0%	3.4%	3.2%	2.6%	1.9%	1.9%
日本	2.0%	▲3.6%	6.6%	4.7%	3.4%	1.5%	1.3%	1.1%
ユーロ圏	9.1%	9.1%	3.3%	2.9%	2.2%	2.1%	1.3%	1.2%
中国	7.9%	4.9%	3.4%	4.2%	4.2%	5.5%	5.0%	5.0%

出所：TMAM作成 2021年Q4以降はTMAM予測

■ インフレ率は2022年下期に落ち着く展開

新型コロナウイルスの感染拡大による東南アジアからの部品調達の停滞は解消に向かう兆しが見えているものの、物流やサービス業を中心とした人手不足や賃金上昇および住宅価格の上昇に追随した家賃の上昇などの物価押し上げ要因が想定以上に長引いている。また、原油や欧州の天然ガスといったエネルギー価格が再度上昇していることから、2022年半ばまで高水準のインフレ率が持続する見込み。しかしながら、景気が鈍化する中、経済再開に伴う需給の不均衡も徐々に改善しており、2022年後半のインフレ率は米国は2%、ユーロ圏は1%に向かって落ち着いていく展開を想定している。日本については、春先に携帯料金値下げの反動もあり一時的に物価が上昇する展開が予想されるものの、「Go To トラベル」再開という特殊要因等もあるため、1%弱の低水準のインフレ率が継続すると考えている。

物価見通し（前年比）

	2021			2022				2023 Q1
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
米国コアCPI	3.7%	4.1%	4.9%	5.1%	3.6%	2.7%	2.0%	2.0%
日本コアCPI	▲0.7%	▲0.0%	0.4%	0.1%	0.8%	0.7%	0.4%	0.6%
ユーロ圏HICP	1.8%	2.8%	3.9%	3.1%	2.0%	1.7%	1.1%	1.1%
中国CPI	1.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

出所：TMAM作成 2021年Q4以降はTMAM予測

【金融政策見通し】

■ 米国は利上げを2022年の4-6月期に開始、半年に1回のペースで利上げを継続

FRBの金融政策は、着実に正常化に向かっている。2021年12月のFOMCではテーパリングの加速が決定されており、議事要旨やドットチャートによると、利上げやバランス・シート縮小の前倒しも検討されている。FRBのスタンス変更に合わせて弊社の利上げ予想も前倒しを検討中ながら（現在の想定：22年6月利上げ開始/年2回ペース）、22年後半には物価が落ち着き、GDPの伸び率が鈍化すると想定していることに加えて、パウエル議長がFOMC参加者の中でハト派寄りの考えを持っていると推察されるため、22年末から23年にかけての利上げペースは鈍化する可能性があると考えている。

■ 日本は新型コロナ対応を段階的に終了するものの、当面は大規模な緩和を継続

日銀は12月の金融政策決定会合でCPと社債の買い入れ増額措置を期限通り終了することを決め、新型コロナ禍で導入された資金繰り支援策が正常化に向かいつつある。しかしながら、日本のインフレ率は、「Go toトラベル」などの政策効果もあり、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、イールドカーブコントロールを軸とした現行の枠組みの範疇でステルステーパリングが続けられると想定している。黒田総裁が正常化のプロセス入りしたことにはならないと発言していることも、こうした見通しと整合的と言える。

■ ユーロ圏は予定どおり来年3月にPEPPの買い入れを終了、当面利上げは想定せず

ECBは12月の理事会でPEPPを期限通り3月に終了することを決めた。激変緩和措置としてAPPによる買い入れ額を4-6月期に引き上げることも決めたものの、10-12月期には従来の金額に戻すため、徐々にバランス・シートは縮小することとなり、想定よりタカ派的な決定である。しかしながら、ベース・シナリオは年後半にはインフレ率が従来水準に向けて徐々に低下、フォワードガイダンスで定義されている利上げの条件を満たすことはなく、米国とは異なり当面は利上げには至らない展開を想定している。ECBの物価見通しが一段と上方修正される場合は、利上げ（≡マイナス金利の水準を浅くする）も視野に入るため、3月の理事会に向けて物価が想定通り低下するか注目している。

金融政策見通し

	2021			2022				2023
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
FF金利	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%
米テーパリング	開始			終了				
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	減速		減速	終了				
中国	3.85%	3.85%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%

出所：TMAM作成 2022年Q1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下振れリスクが高まっていると考えている。FRBを中心とした先進国の金融政策正常化、米国の歳出・歳入法案を巡る不透明感、オミクロン型の感染急拡大といった要因を考慮すると景気下押し圧力が高まり、先進国のGDPが早期に潜在成長率程度の水準に落ち着いてしまうリスクを警戒している。

■ 上振れリスク

供給制約の解消や、米国の雇用改善によって先進国の内需が回復する可能性に注目している。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。また、中国は先進国と異なり、政策金利を引き下げて緩和的な姿勢を見せていることから、資産価格が上振れるリスクがある。

■ 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、今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、オミクロン型の感染が拡大しているため、部分的な行動規制が導入されて足元の成長率が鈍化する可能性がある。

【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、米国で金融政策が正常化に向かうなか、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、オミクロン型に対する不透明感はあるものの、ワクチン接種や治療薬の開発が進み、サプライチェーンの問題も解消される中、堅調な企業業績を背景として、中長期的に株価が上昇していく展開を想定している。ただし、金利が上昇する環境下では株価の上昇ペースは緩やかになると考えている。一方、日本株は交易条件の悪化が下押しする形で年央にかけてEPSが縮小するものの、年後半にはEPSが上昇基調に戻り、持ち直すと考えている。

金融市場見通し

	2021			2022				2023
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
米国10年国債	1.47%	1.49%	1.51%	1.60%	1.70%	1.70%	1.70%	1.80%
日本10年国債	0.058%	0.072%	0.071%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.15%
ドイツ10年国債	▲0.21%	▲0.20%	▲0.18%	▲0.10%	▲0.10%	0.00%	0.00%	0.00%
ドル円	111.11	111.29	115.08	115	116	117	117	117
ユーロドル	1.186	1.158	1.137	1.12	1.12	1.11	1.11	1.11
S&P500	4,298	4,308	4,766	4,800	4,900	4,900	4,950	5,050
TOPIX	1,944	2,030	1,992	2,000	1,900	1,900	1,950	2,000

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「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付」をクリックした後に表示されるページ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、2021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。